



双主业拐点在即，关注教育业绩释放+持续整合

2017.05.04

强烈推荐

(首次覆盖)  
传媒行业

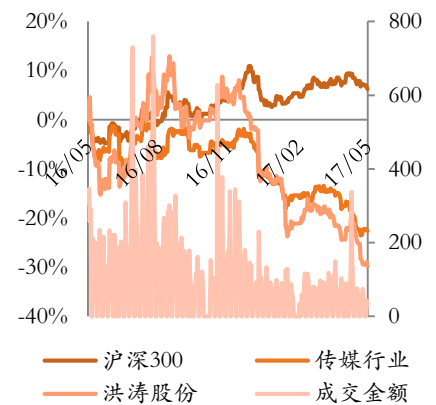
李亚军(分析师) 肖明亮(研究助理)  
电话: 020-88863187 020-88832290  
邮箱: liyj@gzgzhs.com.cn xiaoml@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310516060001 A1310115100005

**事件:** ①4月28日公司发布2016年年报: 公司实现营收28.8亿元, 同比减少4.3%, 归母净利润1.3亿元, 同比减少63.4%。②公司发布2017年Q1报告: 公司实现营收7.3亿元, 同比减少24.0%, 归母净利润5032万元, 同比减少38.7%, 预计2017年H1归母净利润变动范围-40%至10%。

**核心观点:**

- **行业调控工程结算推延+业务扩张费用增加业绩受抑。**2016年公司下滑, 主要是由于①**传统主业:** 行业增速放缓, 工程施工及结算推迟, 报告期内仍有已完工未结算余额14.13亿元; ②**教育板块:** 建造师资格考试受政策影响停考导致学尔森收入利润不达预期, 跨考教育凭借营收增长及成本下降超预期完成业绩承诺, 实现利润4628万元; ③**建筑装饰主业**毛利率同比下降4.91%至19.96%, 教育板块业务扩张导致销售费用同比增长113%, 同时由于贷款增加财务费用同比增长3388万元, 进一步抑制公司业绩。
- **建筑装饰行业回暖, 订单充裕度提升, 17年Q1业绩环比高速增长。**17年全国新增固定资产投资完成额累计同比增速一改16年负增长态势, 迎来拐点增长, 3月累计同比增长39.2%, 建筑装饰上游回暖, 公司传统主业迎发展机遇。公司16年Q4新签订单金额14.7亿元, 订单金额约为公司16年营收51%, 中标未签订单金额3.3亿元, 未完工金额28.7亿元, 接近公司16年全年营收规模。同时17年Q1新增订单11亿元, 未完成订单/2016营收的比例由2016Q4的102%增长到2017Q1的113%, 订单储备保障公司后续成长, 17年装饰主业迎来增长。公司17年Q1营收环比增长256%, 归母净利润环比增长164%, 两者均远高于公司前五年Q1营收及利润环比增速的平均值37%及24%, 业绩迎来明显的拐点上升态势。公司后续有望充分受益于上游行业的回暖, 并加大力度布局文化类建筑、酒店、文体场馆、特色小镇等领域项目, 同时以公装为主, 切入区域性家装领域, 丰富公司主业业务布局。
- **教育板块: 政策阻力消除兼产品升级完成, 现金充裕助力持续布局教育资产:** 公司15年开始布局职业教育, 开启双主业发展模式, 旗下拥有教育资产包括跨考、学尔森、金英杰、中装新网等, 分别布局于考研、建筑职业考试、医护司法教育及建筑设计等刚需领域, 同时成立子公司前海教育专注于公司教育板块战略运营。16年建造师推迟报名后如期正常开考, 政策负面影响得到消化, 目前学尔森的明星产品建造师培训业务已恢复运营, 16年学尔森利用业绩低谷时期完成了系统升级与产品优化, 形成线上+线下结合教学布局, 17年学尔森有望凭借产品全线运营以及产品升级完成后成本费用下降带来的业绩释放。跨考教育积极往互联网转型, 形成“中央厨房研发+O2O教学+KTS系统管理”结合的运营模式, 后续有望凭借跨考品牌优势+持续的推广进一步扩大市场份额迎来机会。公司16年发行可转债融资12亿元, 目前资金到位现金充裕, 公司有望通过持续整合教育产业链获得机会。

公司股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
洪涛股份	-7.2	-11.0	-33.9
传媒行业	-6.0	-8.5	-18.1
沪深300	-1.2	0.7	2.3

公司基本资料

总市值(亿元)	80.4
总股本(亿股)	12.4
流通股比例	77.5%
资产负债率	62.3%
大股东	刘年新
大股东持股比例	30.3%

相关报告



- **盈利预测与估值：**考虑公司新增订单强势补充，后续订单储备充足；公司管理层优化革新，股权激励绑定利益；公司现金充足，教育外延预期强烈，17年业绩有望迎来拐点。我们预计公司17-19年归母净利润2.29、2.72、3.31亿元，摊薄EPS为0.19、0.23、0.28元，对应当前股价34、29、23倍PE。首次覆盖，考虑公司装饰业务迎来拐点，订单充裕度提升，教育板块政策影响逐渐消化有望迎来业绩复苏增长，公司账上现金充裕，后续有望持续推进优质教育资产布局，我们给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**建筑装饰行业市场不景气、教育并购整合不达预期。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2877.12	3145.81	3403.41	3639.11
同比(%)	-4.30%	9.34%	8.19%	6.93%
归母净利润	130.81	228.55	271.99	330.54
同比(%)	-63.41%	74.72%	19.01%	21.53%
毛利率(%)	24.80%	28.34%	30.03%	31.26%
ROE(%)	3.89%	6.49%	7.56%	8.99%
每股收益(元)	0.11	0.19	0.23	0.28
P/E	59.35	33.97	28.54	23.49
P/B	2.30	2.16	2.13	2.07
EV/EBITDA	18.59	20.25	17.49	15.16



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	6970	5293	5861	5211	<b>营业收入</b>	2877	3146	3403	3639
现金	1065	850	1000	117	营业成本	2164	2254	2382	2502
应收账款	4433	3019	3356	3529	营业税金及附加	41	63	76	73
其它应收款	381	264	300	315	营业费用	222	220	238	255
预付账款	214	230	214	216	管理费用	160	157	170	186
存货	21	17	156	166	财务费用	54	79	107	108
其他	856	913	834	868	资产减值损失	100	59	57	64
<b>非流动资产</b>	2225	1566	1892	2066	公允价值变动收益	-2	-1	-1	-1
长期投资	46	98	105	113	投资净收益	4	7	9	12
固定资产	273	323	366	403	<b>营业利润</b>	139	320	381	463
无形资产	196	234	286	315	营业外收入	20	8	9	11
其他	1710	911	1134	1234	营业外支出	6	2	3	3
<b>资产总计</b>	9195	6859	7753	7276	<b>利润总额</b>	152	325	387	471
<b>流动负债</b>	4338	2568	3176	2424	所得税	34	98	116	141
短期借款	1187	1441	1954	1187	<b>净利润</b>	119	228	271	330
应付账款	1718	50	60	60	少数股东损益	-12	-1	-1	-1
其他	1433	1077	1162	1177	<b>归属母公司净利润</b>	131	229	272	331
<b>非流动负债</b>	1392	716	954	1118	EBITDA	251	429	525	613
长期借款	239	319	425	425	EPS（摊薄）	0.11	0.19	0.23	0.28
其他	1152	397	529	693					
<b>负债合计</b>	5730	3284	4130	3542	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	-13	-14	-14	-15	<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	1202	1202	1202	1202	<b>成长能力</b>				
资本公积	749	749	568	388	营业收入增长率	-4.3%	9.3%	8.2%	6.9%
留存收益	1433	1638	1867	2160	营业利润增长率	-65.9%	131.0%	19.0%	21.6%
归属母公司股东权益	3382	3588	3637	3749	归属于母公司净利润增长率	-63.4%	74.7%	19.0%	21.5%
<b>负债和股东权益</b>	9195	6859	7753	7276	<b>获利能力</b>				
					毛利率	24.8%	28.3%	30.0%	31.3%
<b>现金流量表</b>					净利率	4.1%	7.2%	8.0%	9.1%
					ROE	3.9%	6.5%	7.6%	9.0%
					ROIC	3.5%	5.3%	5.7%	7.5%
<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	-456	260	-10	104	资产负债率	62.3%	47.9%	53.3%	48.7%
净利润	119	229	272	331	净负债比率	25.26%	53.82%	57.82%	45.88%
折旧摊销	32	25	30	35	流动比率	1.61	2.06	1.85	2.15
财务费用	54	79	107	108	速动比率	1.60	2.05	1.80	2.08
投资损失	-4	-7	-9	-12	<b>营运能力</b>				
营运资金变动	-835	-575	-326	-220	总资产周转率	0.36	0.39	0.47	0.48
其它	177	510	-84	-137	应收账款周转率	0.70	0.84	1.07	1.06
<b>投资活动现金流</b>	-1113	42	-253	-62	应付账款周转率	1.25	2.55	43.30	41.69
资本支出	-664	-40	-70	-55	<b>每股指标（元）</b>				
长期投资	20	-24	-26	-5	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.19	0.23	0.28
其他	-470	105	-157	-2	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.38	0.22	-0.01	0.09
<b>筹资活动现金流</b>	2138	-516	413	-926	每股净资产(最新摊薄)	2.81	2.99	3.03	3.12
短期借款	419	254	512	-766	<b>估值比率</b>				
长期借款	239	80	106	0	P/E	59.35	33.97	28.54	23.49
普通股本增加	200	0	0	0	P/B	2.30	2.16	2.13	2.07
资本公积金增加	-199	0	-180	-180	EV/EBITDA	18.59	20.25	17.49	15.16
其他	1478	-850	-26	21					
<b>现金净增加额</b>	568	-215	150	-883					



机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	李婉秋	(86)18611153323	liwq_a@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
	张妤	(86)13814033622	zhang_yu@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn



廣證恒生  
GUANGZHENG HANG SENG

### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。