

金陵投资溢价转让股权，引进战投协同效应可期

■**事项：**公司股东金陵投资控股有限公司（以下简称“金陵投资”）以协议转让方式将所持的 3006 万股转让予浙江慧科资产管理有限公司（以下简称“慧科资产”），占公司总股本的 6.029%，转让价格 18.8 元/股，转让价款 56512.8 万元。

■**协议转让弱化冲击，溢价接盘彰显信心。**2015 年 7 月金陵投资以协议受让方式从公司原控股股东江苏环宇投资发展有限公司取得公司股份 4000 万股，占公司总股本的 8.02%，成本 14 元/股。金陵投资实际控制人为王广宇，不仅持有公司股份，还持有天马精化（21.68%）和莫高股份（4.96%），除天马精化是第一大股东外，中泰桥梁和莫高股份均非第一大股东，金陵投资择机退出中泰桥梁是大概率事件。金陵投资选择协议转让方式退出中泰桥梁，既避免了对公司股价的冲击，也为公司引进战投提供了可能，且本次协议转让溢价 19%，既实现了金陵投资获利出局的目的，又彰显出慧科资产对公司发展前景的信心，可谓“一箭双雕”。

■**慧科教育成为战投，协同效应值得期待。**慧科资产成立于 2016 年 6 月，注册资本 3000 万元，是慧科教育科技集团有限公司（以下简称“慧科教育”）的第一大股东。慧科教育成立于 2010 年 8 月，实际控制人是方昌业，是国内前沿科技领域综合教育解决方案的提供商，致力于移动互联网、云计算、大数据、互联网营销等前沿科技领域的软件开发、交互设计及项目管理等人才培养，与北航、复旦、北大、清华、交大等 1500 多所全国知名高校、地方本专科院校开展了硕、本、专不同层次的专业共建、实习实训、在线教育等多种合作，为产业培养和输送高端创新型人才及应用型技术人才。公司是专注 K12 的国际教育服务提供商，慧科教育专注高等教育、职业教育等，两者联姻所带来的协同效应值得期待。

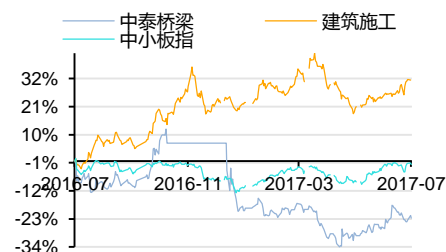
■**联姻名校发展高端教育，国际教育王者诞生在即。**公司原大股东通过定增+协议转让方式让渡控股权，海淀国资委成为公司第一大股东和实际控制人，公司主业也由钢结构逐步演变成高端教育。公司通过联姻名校模式快速切入国际教育市场，凯文国际学校海淀校区是公司清华附中国际部合作共建，清华附中国际部负责教学和管理，公司负责校舍投资建设和运营管理。经过一年多的合作共建，凯文国际学校海淀校区的学生规模预计在 17 年 9 月将达到 600 名。同时，凯文国际学校朝阳校区 17 年 9 月将正式开学，预计首次开学入学新生将达到 300 人。未来公司还将在北京兴建 3 所左右国际学校，公司的国际学校定位高端，未来有望成长为 A 股市场中国际教育王者。

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**21 元**
股价 (2017-07-25) **15.80 元**

交易数据	
总市值 (百万元)	7,877.36
流通市值 (百万元)	4,913.72
总股本 (百万股)	498.57
流通股本 (百万股)	310.99
12 个月价格区间	13.50/22.90 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	3.28	5.15	-18.87
绝对收益	4.71	10.88	-20.04

苏多永

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

金嘉欣

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030004
jinjx@essence.com.cn

相关报告

中泰桥梁：国际教育王者，绝对价值凸显/金嘉欣	2017-05-17
中泰桥梁：依托名校资源打造国际教育平台/宋易潞	2016-08-28
中泰桥梁：增发完毕机制梳理将启动，产业整合可期/夏天	2016-07-19
中泰桥梁：获取定增批文，教育布局有望加速/夏天	2016-06-05

■ **投资建议：**买入-A 的投资评级，6 个月目标价 21 元。预计 17-19 年公司 EPS 分别为 0.11 元、0.30 元及 0.45 元，动态 PE 分别为 137.9X，53.1X 及 35.0X，PB 分别为 3.6X，3.4X 及 3.1X。慧科资产高溢价受让金陵投资所持公司股权，成为公司战略投资人，未来双方协同效应值得期待。公司已经蜕变成海淀国资旗下的高端教育整合平台，未来将聚焦国际学校并提供高端教育，有望成长为 A 股市场国际教育王者。我们看好公司与慧科教育的协同和国际学校发展空间，维持“买入-A”的评级，6 个月目标价 21 元。

■ **风险提示：**传统主业竞争加剧，国际学校招生低于预期等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	763.3	322.6	449.7	619.2	798.8
净利润	2.9	-96.0	60.3	156.5	237.3
每股收益(元)	0.01	-0.19	0.11	0.30	0.45
每股净资产(元)	1.21	4.48	4.41	4.70	5.15

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	2,750.6	-82.0	137.9	53.1	35.0
市净率(倍)	13.0	3.5	3.6	3.4	3.1
净利润率	0.4%	-29.8%	13.4%	25.3%	29.7%
净资产收益率	0.5%	-4.3%	2.6%	6.3%	8.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.7%	-14.0%	2.1%	6.8%	10.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	763.3	322.6	449.7	619.2	798.8	成长性					
减:营业成本	660.8	336.2	321.7	344.5	376.8	营业收入增长率	-8.3%	-57.7%	39.4%	37.7%	29.0%
营业税费	6.3	5.7	6.7	9.3	12.7	营业利润增长率	-48.9%	-1811.4	-167.1%	160.5%	54.6%
销售费用	2.1	3.5	22.5	32.6	46.3	净利润增长率	-77.9%	-3453.8	-162.8%	159.5%	51.6%
管理费用	41.7	48.4	35.5	56.5	79.0	EBITDA 增长率	3.9%	-170.9%	-264.8%	113.4%	51.0%
财务费用	41.3	18.0	-16.3	-27.7	-29.5	EBIT 增长率	-0.2%	-302.9%	-162.8%	184.5%	62.3%
资产减值损失	4.4	31.3	5.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	-38.8%	-464.5%	-160.0%	184.5%	62.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-29.6%	300.1%	-11.6%	9.3%	3.8%
投资和汇兑收益	-	5.0	3.0	3.0	3.7	净资产增长率	35.6%	188.5%	3.2%	5.7%	8.3%
营业利润	6.8	-115.5	77.5	202.0	312.2	利润率					
加:营业外净收支	-1.0	-11.5	-3.3	-5.3	-6.7	毛利率	13.4%	-4.2%	28.5%	44.4%	52.8%
利润总额	5.8	-127.1	74.2	196.7	305.5	营业利润率	0.9%	-35.8%	17.2%	32.6%	39.1%
减:所得税	3.2	-27.2	18.6	49.2	76.4	净利润率	0.4%	-29.8%	13.4%	25.3%	29.7%
净利润	2.9	-96.0	60.3	156.5	237.3	EBITDA/营业收入	11.2%	-18.7%	22.2%	34.3%	40.2%
						EBIT/营业收入	6.3%	-30.2%	13.6%	28.1%	35.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	169	393	265	171	116
						流动营业资本周转天数	1	31	231	168	208
						流动资产周转天数	617	1,646	1,153	927	887
						应收账款周转天数	132	371	213	239	274
						存货周转天数	339	606	311	261	233
						总资产周转天数	1,066	3,549	2,849	2,129	1,806
						投资资本周转天数	311	1,522	1,646	1,174	969
						投资回报率					
						ROE	0.5%	-4.3%	2.6%	6.3%	8.8%
						ROA	0.1%	-2.6%	1.7%	3.7%	5.7%
						ROIC	2.7%	-14.0%	2.1%	6.8%	10.1%
						费用率					
						销售费用率	0.3%	1.1%	5.0%	5.3%	5.8%
						管理费用率	5.5%	15.0%	7.9%	9.1%	9.9%
						财务费用率	5.4%	5.6%	-3.6%	-4.5%	-3.7%
						三费/营业收入	11.2%	21.7%	9.3%	9.9%	12.0%
						偿债能力					
						资产负债率	66.3%	34.4%	22.6%	32.1%	26.6%
						负债权益比	197.0%	52.5%	29.1%	47.3%	36.3%
						流动比率	0.85	1.42	2.21	1.74	2.21
						速动比率	0.40	1.08	1.53	1.27	1.64
						利息保障倍数	1.16	-5.41	-3.76	-6.29	-9.59
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	0.00	0.00	0.01
						分红比率	0.0%	0.0%	3.2%	1.1%	1.4%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	337.6	269.2	547.0	456.0	611.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	257.2	408.6	123.6	697.7	520.1
应收票据	-	-	7.7	0.3	7.7
预付账款	25.5	29.1	4.8	34.9	13.2
存货	690.4	395.1	381.0	516.6	519.2
其他流动资产	1.5	536.2	179.3	239.0	318.2
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	355.7	348.5	312.4	276.4	240.3
在建工程	535.7	977.1	977.1	977.1	977.1
无形资产	52.1	499.7	497.4	495.0	492.7
其他非流动资产	308.9	333.9	291.0	310.9	311.3
资产总额	2,564.6	3,797.4	3,321.3	4,004.0	4,011.0
短期债务	197.0	146.3	-	-	-
应付账款	817.2	734.3	248.5	754.8	488.8
应付票据	468.9	207.6	236.0	300.5	321.1
其他流动负债	59.9	64.8	78.2	64.8	88.5
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	158.1	153.5	186.9	166.2	168.9
负债总额	1,701.0	1,306.5	749.6	1,286.2	1,067.3
少数股东权益	259.9	256.1	251.7	242.9	234.9
股本	311.0	498.6	526.3	526.3	526.3
留存收益	292.4	1,735.4	1,793.8	1,948.6	2,182.5
股东权益	863.5	2,490.9	2,571.7	2,717.7	2,943.7

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2.5	-99.8	60.3	156.5	237.3
加:折旧和摊销	37.6	37.3	38.4	38.4	38.4
资产减值准备	4.4	31.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	26.3	9.0	-16.3	-27.7	-29.5
投资损失	-	-5.0	-3.0	-3.0	-3.7
少数股东损益	-0.3	-3.8	-4.6	-9.0	-8.1
营运资金的变动	65.5	-807.1	257.9	-238.3	-118.1
经营活动产生现金流量	174.4	-314.9	332.7	-83.1	116.3
投资活动产生现金流量	24.0	-1,281.5	3.0	3.0	3.7
融资活动产生现金流量	-110.3	1,571.2	-57.9	-10.9	35.4

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.01	-0.19	0.11	0.30	0.45
BVPS(元)	1.21	4.48	4.41	4.70	5.15
PE(X)	2,750.6	-82.0	137.9	53.1	35.0
PB(X)	13.0	3.5	3.6	3.4	3.1
P/FCF	-415.7	-4.5	38.8	-137.3	49.8
P/S	10.3	24.4	18.5	13.4	10.4
EV/EBITDA	84.5	-178.6	79.5	37.4	24.3
CAGR(%)	288.3%	-231.9%	70.4%	288.3%	-231.9%
PEG	9.5	0.4	2.0	0.2	-0.2
ROIC/WACC	0.3	-1.3	0.2	0.7	1.0
REP	50.6	-3.7	20.3	5.8	3.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏多永、金嘉欣声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034