

# 中泰桥梁 (002659.SZ) 教育行业

评级：买入 维持评级

公司点评

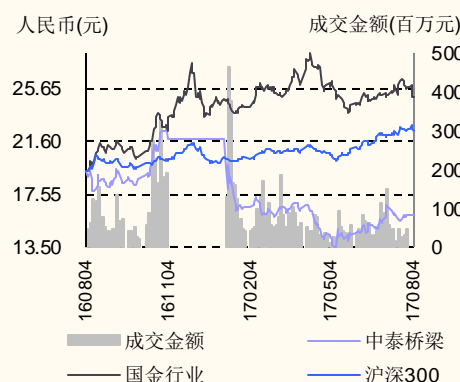
市场价格 (人民币): 15.97 元

目标价格 (人民币): 22.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	300.53
总市值(百万元)	7,962.11
年内股价最高最低(元)	22.90/13.50
沪深 300 指数	3707.58
深证成指	10361.23



## 相关报告

- 《增发收购文凯兴 20.22% 股权事项撤回, 拟改为现金收购》, 2017.6.27
- 《中泰桥梁深度报告: 天时地利人和成长股腾飞在即, A 股国际学校最...》, 2017.6.12

吴劲草 联系人  
wujc@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008  
(8621)60230244  
weili1@gjzq.com.cn

## 2017 半年报点评: 教育业务放量, 预计全年扭亏为盈, 确定性强定位高端长期看好

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.009	-0.193	0.001	0.188	0.572
每股净资产(元)	1.94	4.48	5.20	5.39	5.96
每股经营性现金流(元)	0.56	-0.63	1.50	0.66	1.61
市盈率(倍)	2,535.72	-113.01	12,114.50	80.38	26.39
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	-77.88%	-3453.75%	100.52%	14972%	204.52%
净资产收益率(%)	0.47%	-4.30%	0.02%	3.49%	9.61%
总股本(百万股)	311.00	498.57	526.27	526.27	526.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 2017 年 8 月 4 日晚, 中泰桥梁发布了 2017 年半年报, 2017H1, 公司中营收 2.31 亿元 (+25.99%YoY), 归母净亏损 0.25 亿元 (去年同期同样呈亏损)。
- 17H1 教育业务收入 0.25 亿元。中泰桥梁 2017H1 实现教育收入 2465 万元, 主要来自于海淀凯文学校的学费确认收入, 这一部分收入去年同期是没有的, 表明公司教育业务已走上正轨, 未来随着招生持续推进, 盈利能力有望稳步成长。
- 2017 年随着教育业务持续发展, 公司预计扭亏为盈。公司旗下两所国际学校, 海淀凯文学校和朝阳凯文学校, 其中海淀学校 2016 年 9 月份第一批学生入学, 朝阳学校 2017 年 9 月第一批学生入学。此外, 2016 年下半年公司计提坏账准备 3129 万元, 2017 年预计并不计提坏账准备。综合而言, 我们认为, 未来随着公司旗下两所学校招生持续推进, 2017 年全年公司预计扭亏为盈。
- 预收款项-学费显现教育业务盈利能力。2017H1, 公司预收中, 预收学费达 9660 万元, 考虑到 2016 年 9 月海淀凯文入学的学生的学费仅余 2 个月计入预收款项, 这一部分主要包括 2017 年海淀凯文学校部分学生的学费, 对比 2017H1 确认的 2465 万元教育业务收入, 9660 万元的教育业务预收款显示出公司教育业务强劲的盈利能力, 而这部分盈利能力之后将随着时间推进, 逐渐显示在主营业务收入上。

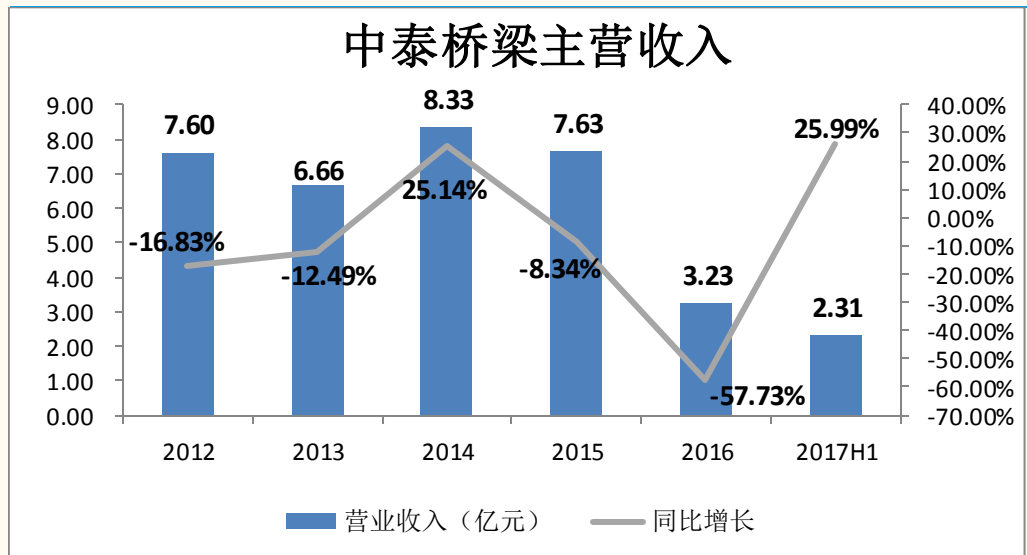
### 投资建议

- 公司旗下有朝阳和海淀两所国际学校, 定位高端, 满座率提升空间大, 未来具有较强成长性同时确定性较强, 我们预测公司 2017-2019 年 EPS 为 0.001 元, 0.198 元、0.604 元, ①采取相对估值法, 18、19 年对应 PE81x, 26x, ②采取 DCF 估值法, 选取 5 年期贷款基准利率 4.9% 进行折现, 保守假定 2022 年之后现金流会等同于 2021 年, 则 2017 年现值为 142.95 亿元, 对应股价 27.16 元, 给予买入评级, 考虑到公司 2017 年利润不高, 存在一定估值风险, 我们给予 6-18 个月内目标价 22 元。
- 风险提示: 2017 年经营性利润或较低, 整体估值偏高

### 中泰桥梁 2017 年半年度财务数据：教育业务顺利启航贡献营收 2465 万，营收同比增长 25.99%

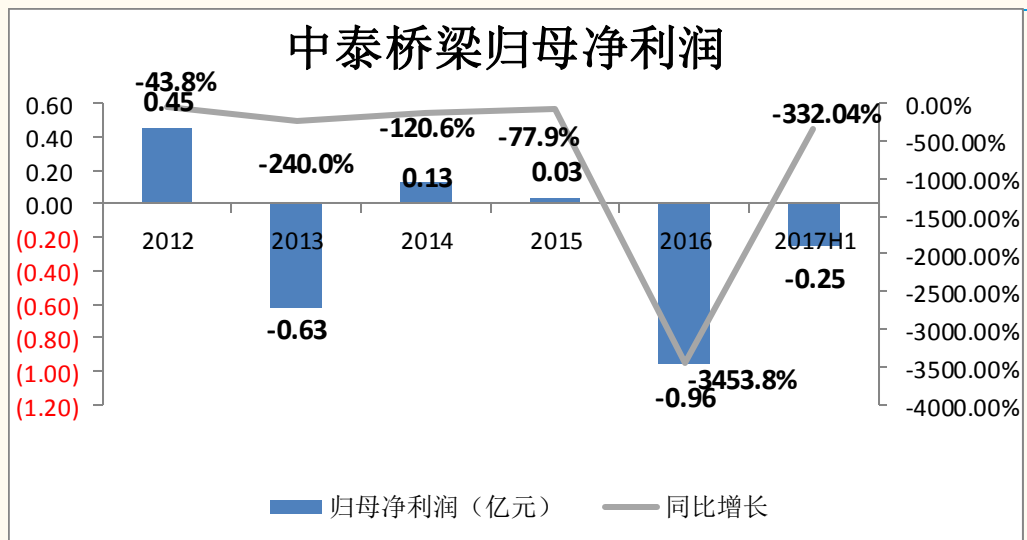
- 2017 年 8 月 4 日晚，中泰桥梁发布了 2017 年半年报，2017H1，公司中营收 2.31 亿元 (+25.99%YoY)，归母净亏损 0.25 亿元（去年同期同样呈亏损）。
- **17H1 教育业务收入 0.25 亿元。**中泰桥梁 2017H1 实现教育收入 2465 万元，主要来自于海淀凯文学校的学费确认收入，这一部分收入去年同期是没有的，表明公司教育业务已走上正轨，未来随着招生持续推进，盈利能力有望稳步成长。
- **2017 年随着教育业务持续发展，公司预计扭亏为盈。**公司旗下两所国际学校，海淀凯文学校和朝阳凯文学校，其中海淀学校 2016 年 9 月份第一批学生入学，朝阳学校 2017 年 9 月第一批学生入学。此外，2016 年下半年公司计提坏账准备 3129 万元，2017 年预计并不计提坏账准备。综合而言，我们认为，未来随着公司旗下两所学校招生持续推进，2017 年全年公司预计扭亏为盈。

图表 1：中泰桥梁主营收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：中泰桥梁归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

## 教育业务持续推进，各项经营指标向好，看好国际学校领域

- **教育业务营收达 2645 万元，两所国际学校招生稳步推进中。**2017H1，公司教育收入为 2465 万元，考虑到 2017H1 教育业务收入仅包括 2016 年 9 月海淀凯文学校入学的学生，计算得出学费每年 APRU 值约为 25 万元。2017H1 教育收入仅包含 2016 年入学的海淀校区学生的学费，而 2017 年全年学费将包含海淀校区 2016 年入学的学生的学费，海淀和朝阳校区 2017 年入学的学生的学费，上市公司整体加权学生数有望大幅提高，预计 2017 年，上市公司将扭亏为盈，实现盈利。
- **预收款项-学费显现教育业务盈利能力。**2017H1，公司预收中，预收学费达 9660 万元，考虑到 2016 年 9 月海淀凯文入学的学生的学费仅余 2 个月计入预收款项，这一部分主要包括 2017 年海淀凯文学校部分学生的学费，对比 2017H1 确认的 2465 万元教育业务收入，9660 万元的教育业务预收款显示出公司教育业务强劲的盈利能力，而这部分盈利能力之后将随着时间推进，逐渐显示在主营业务收入上。
- **看好民办国际学校行业未来两年迎来大发展机遇。**国际教育受益于消费升级，需求持续增长。2013 年，教育部对公立学校办国际班的政策开始收紧，出台了《高中阶段国际项目暂行管理办法》草案，要求：一，不再审批新的国际班；第二，现有的公办国际班，招生人数不再增加。**未来，随着政策实施推进，公立学校国际部或呈收窄趋势，而相应的，民办国际学校或迎发展大机遇。**国际学校具有门槛高，需求旺盛，客单价高，持续性强等特点，看好国际学校未来长期发展。

## 投资建议

- ①公司旗下有朝阳和海淀两所国际学校，定位高端，满座率提升空间大，未来具有较强成长性同时确定性较强，我们预测公司 2017-2019 年 EPS 为 0.001 元，0.198 元、0.604 元，①采取相对估值法，18、19 年对应 PE81x，26x，②采取 DCF 估值法，选取 5 年期贷款基准利率 4.9%进行折现，保守假定 2022 年之后现金流会等同于 2021 年，则 2017 年现值为 142.95 亿元，对应股价 27.16 元，给予买入评级，考虑到公司 2017 年利润不高，存在一定估值风险，我们给予 6-18 个月内目标价 22 元。
- ②此前，公司公告，公司股东之一的金陵投资以 18.8 元/股（溢价 19%）转让上市公司公司 6%股份，受让方为大型教育集团慧科教育的控股股东浙江慧科，溢价转让+产业资本介入或预示着公司价值持续得到认可。

风险提示：2017 年经营性利润或较低，整体估值偏高

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>833</b>	<b>763</b>	<b>323</b>	<b>485</b>	<b>852</b>	<b>1,430</b>	货币资金	211	338	269	184	483	1,782
增长率		-8.3%	-57.7%	50.5%	75.5%	67.9%	应收账款	318	257	409	21	36	61
主营业务成本	-728	-661	-336	-344	-453	-649	存货	747	690	395	94	124	178
%销售收入	87.4%	86.6%	104.2%	71.0%	53.2%	45.4%	其他流动资产	26	27	565	52	9	13
毛利	105	103	-14	141	399	781	流动资产	1,303	1,312	1,638	351	652	2,034
%销售收入	12.6%	13.4%	n.a	29.0%	46.8%	54.6%	%总资产	66.5%	51.2%	43.1%	9.9%	17.2%	44.2%
营业税金及附加	-7	-6	-6	-2	-4	-7	长期投资	202	284	279	291	290	290
%销售收入	0.9%	0.8%	1.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	372	891	1,326	2,403	2,361	1,809
营业费用	-4	-2	-4	0	-4	-7	%总资产	19.0%	34.8%	34.9%	68.0%	62.4%	39.3%
%销售收入	0.5%	0.3%	1.1%	0.0%	0.5%	0.5%	无形资产	54	53	501	491	481	471
管理费用	-39	-42	-48	-39	-19	-29	非流动资产	655	1,252	2,159	3,185	3,132	2,570
%销售收入	4.6%	5.5%	15.0%	8.0%	2.2%	2.0%	%总资产	33.5%	48.8%	56.9%	90.1%	82.8%	55.8%
息税前利润 (EBIT)	55	52	-71	100	371	738	<b>资产总计</b>	<b>1,958</b>	<b>2,565</b>	<b>3,797</b>	<b>3,536</b>	<b>3,784</b>	<b>4,604</b>
%销售收入	6.6%	6.9%	n.a	20.5%	43.6%	51.6%	短期借款	331	221	187	0	0	0
财务费用	-35	-41	-18	-102	-258	-339	应付款项	734	1,303	942	249	463	880
%销售收入	4.2%	5.4%	5.6%	21.0%	30.3%	23.7%	其他流动负债	7	19	24	187	122	222
资产减值损失	-7	-4	-31	0	0	0	流动负债	1,072	1,543	1,153	436	585	1,102
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	5	0	0	0	其他长期负债	249	158	154	108	108	108
%税前利润	0.0%	0.0%	-3.9%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>1,321</b>	<b>1,701</b>	<b>1,307</b>	<b>544</b>	<b>693</b>	<b>1,212</b>
营业利润	13	7	-116	-2	113	399	<b>普通股股东权益</b>	<b>602</b>	<b>604</b>	<b>2,235</b>	<b>2,736</b>	<b>2,835</b>	<b>3,136</b>
营业利润率	1.6%	0.9%	n.a	n.a	13.3%	27.9%	少数股东权益	35	260	256	256	256	256
营业外收支	3	-1	-12	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,958</b>	<b>2,565</b>	<b>3,797</b>	<b>3,536</b>	<b>3,784</b>	<b>4,604</b>
税前利润	16	6	-127	1	116	402	<b>比率分析</b>						
利润率	1.9%	0.8%	n.a	0.2%	13.7%	28.1%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-5	-3	27	0	-17	-100	<b>每股指标</b>						
所得税率	28.7%	56.3%	n.a	10.0%	15.0%	25.0%	每股收益	0.042	0.009	-0.193	0.001	0.188	0.572
净利润	11	3	-100	1	99	301	每股净资产	1.935	1.941	4.482	5.199	5.387	5.960
少数股东损益	-2	0	-4	0	0	0	每股经营现金净流	0.297	0.559	-0.632	1.497	0.658	1.610
归属于母公司的净利润	<b>13</b>	<b>3</b>	<b>-96</b>	<b>1</b>	<b>99</b>	<b>301</b>	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	1.6%	0.4%	n.a	0.1%	11.6%	21.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	2.15%	0.47%	-4.30%	0.02%	3.49%	9.61%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	0.66%	0.11%	-2.53%	0.02%	2.61%	6.54%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	3.22%	1.92%	-2.01%	2.90%	9.87%	15.80%
净利润	11	3	-100	1	99	301	<b>增长率</b>						
少数股东损益	-2	0	-4	0	0	0	主营业务收入增长率	25.14%	-8.34%	-57.73%	50.45%	75.47%	67.87%
非现金支出	41	42	68	32	52	62	EBIT增长率	N/A	-4.54%	-235.75%	-240.06%	272.39%	98.63%
非经营收益	35	26	-26	82	49	49	净利润增长率	-120.61%	-77.88%	3453.75%	N/A	#####	204.52%
营运资金变动	5	104	-258	672	147	435	总资产增长率	18.00%	30.99%	48.07%	-6.88%	7.02%	21.66%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>92</b>	<b>174</b>	<b>-315</b>	<b>788</b>	<b>346</b>	<b>847</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-49	4	-825	-1,096	4	503	应收账款周转天数	110.2	109.8	328.0	0.2	0.2	0.2
投资	0	0	-477	-11	0	0	存货周转天数	334.6	397.1	589.2	100.0	100.0	100.0
其他	17	20	20	0	0	0	应付账款周转天数	127.5	164.7	321.4	102.0	102.0	102.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-32</b>	<b>24</b>	<b>-1,282</b>	<b>-1,107</b>	<b>4</b>	<b>503</b>	固定资产周转天数	158.3	170.1	394.3	846.7	678.9	442.0
股权募资	0	0	1,727	501	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	4	0	-169	-232	0	1	净负债/股东权益	57.80%	-1.08%	1.04%	-2.54%	-12.12%	-49.32%
其他	-102	-110	14	-34	-52	-52	EBIT利息保障倍数	1.6	1.3	-3.9	1.0	1.4	2.2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-98</b>	<b>-110</b>	<b>1,572</b>	<b>234</b>	<b>-52</b>	<b>-51</b>	资产负债率	67.48%	66.33%	34.41%	15.38%	18.31%	26.31%
<b>现金净流量</b>	<b>-37</b>	<b>88</b>	<b>-25</b>	<b>-85</b>	<b>299</b>	<b>1,300</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	3	3	4
增持	1	2	2	2	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.40	1.40	1.40	1.43

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-12	买入	15.26	22.00~22.00
2	2017-06-27	买入	14.95	22.00~22.00

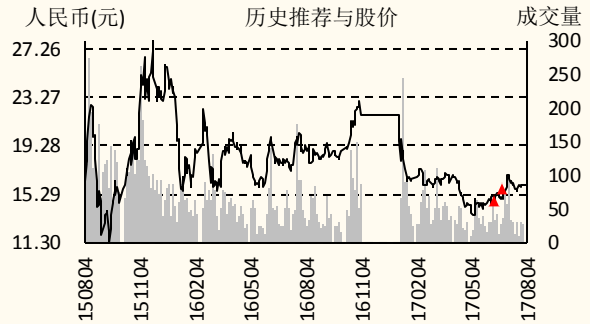
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD