

# 中泰桥梁 (002659.SZ) 教育行业

评级：买入 维持评级

公司点评

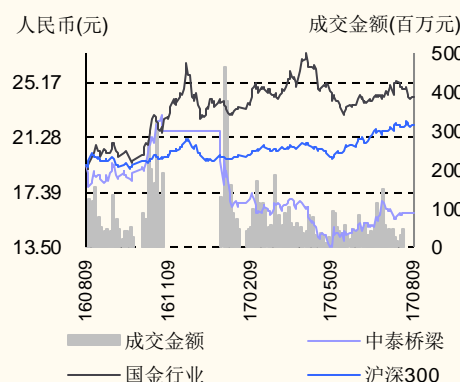
市场价格 (人民币): 15.97 元

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	3731.04
深证成指	10544.59



## 相关报告

1. 《2017 半年报点评: 教育业务放量, 预计全年扭亏为盈, 确定性强...》, 2017.8.8
2. 《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
3. 《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

## 中泰桥梁: 拟剥离桥梁业务, A 股最纯教育公司可期

### 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	0.198	0.604
每股净资产(元)	1.94	4.48	4.48	4.68	5.29
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	11,476.79	76.15	25.01
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%	14972.15%	204.52%
净资产收益率(%)	0.47%	-4.30%	0.03%	4.24%	11.43%
总股本(百万股)	311.00	498.57	498.57	498.57	498.57

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

### 事件

- 2017 年 8 月 9 日, 公司公告, 拟以公开挂牌方式出售新中泰公司 100% 股权, 上市公司股票将于 8 月 10 日 (周四) 开市起复牌。
- 新中泰公司为中泰桥梁全资子公司, 2017 年 2 月至今, 上市公司已将所有的与桥梁钢结构业务相关的资产、债权债务、经营资质及人员逐步下沉至新中泰公司。
- 截至 2017 年 6 月 30 日, 新中泰公司净资产为 4.95 亿元, 评估价值 6.39 亿元。经中林评估出具的《资产评估报告书》, 采用资产基础法和市场法两种估值方法对新中泰股东全部权益进行了评估, 并选用资产基础法评估结论作为本次交易的价值参考依据, 新中泰在评估基准日 2017 年 6 月 30 日评估价值为 6.39 亿元, 相对净资产评估增值 1.44 亿元, 增值率 29%。

### 投资建议

- 剥离桥梁资产, 教育业务纯化, A 股最纯正教育公司可期。若本次交易完成, 中泰桥梁将不再从事桥梁钢结构业务, 全部业务均为国际学校运营业务, 成为 A 股最纯正教育公司。假设交易价格为挂牌低价, 即 6.39 亿元, 则本次交易收益为 1.44 亿元, 同时, 本次交易完成或将一定程度缓解公司在教育业务建设中的现金压力, 有助于公司教育业务持续稳步推进。
- 高壁垒, 高确定性, 高增长公司, 维持“买入”评级。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。
- 产业资本溢价入股, 公司价值持续得到认可。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: 本次出售资产交易尚未完成

## 1. 事件

- 2017年8月9日，公司公告，拟以公开挂牌方式出售新中泰公司100%股权，上市公司股票将于8月10日（周四）开市起复牌。
- 新中泰公司为中泰桥梁全资子公司，2017年2月至今，上市公司已将所拥有的与桥梁钢结构业务相关的资产、债权债务、经营资质及人员逐步下沉至新中泰公司。

## 2. 新中泰公司情况简析

- 新中泰公司为上市公司中泰桥梁体系内桥梁钢结构业务子公司。近年来，桥梁钢结构业务竞争加剧，利润空间收窄，新中泰公司2016年归母净亏损0.84亿元，2017年1-6月归母净亏损0.03亿元。
- 截至2017年6月30日，新中泰公司净资产为4.95亿元。经中林评估出具的《资产评估报告书》，采用资产基础法和市场法两种估值方法对新中泰股东全部权益进行了评估，并选用资产基础法评估结论作为本次交易的价值参考依据，新中泰在评估基准日2017年6月30日评估价值为6.39亿元，相对净资产评估增值1.44亿元，增值率29%。事件

## 3. 本次交易对上市公司的影响

- 本次交易完成后，上市公司将剥离桥梁钢结构业务与全部相关资产，交易完成后，上市公司将不再从事桥梁钢结构业务，主营业务将转变为教育及相关产业。
- 未来公司将集中资源发展更具优势的国际教育业务，随着公司资源向国际教育方向集中，相关教育项目的发展将不断加速，有利于增强上市公司持续盈利的能力，有效降低经营负担、优化资源配置，推进业务转型。
- 此外，本次交易价格及交易对手并未确定，对公司业绩影响暂时难以准确计量。假设交易价格为挂牌低价，即6.39亿元，则本次交易收益为1.44亿元，同时，本次交易完成或将一定程度缓解公司在教育业务建设中的现金压力，有助于公司教育业务持续稳步推进。

## 4. 投资建议

- 剥离桥梁资产，教育业务纯化，A股最纯正教育公司可期。若本次交易完成，中泰桥梁将不再从事桥梁钢结构业务，全部业务均为国际学校运营业务，成为A股最纯正教育公司。
- 高壁垒，高确定性，高增长公司，维持“买入”评级。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。
- 产业资本溢价入股，公司价值持续得到认可。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：本次出售资产交易尚未完成

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
主营业务收入	833	763	323	485	852	1,430	货币资金	211	338	269	50	50	1,281
增长率		-8.3%	-57.7%	50.5%	75.5%	67.9%	应收款项	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	217	220	1,533
%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%	6.4%	6.5%	37.4%
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%	70.6%	70.4%	44.1%
%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%	93.6%	93.5%	62.6%
息税前利润 (EBIT)	55	52	-71	100	371	738	资产总计	1,958	2,565	3,797	3,402	3,352	4,103
%销售收入	6.6%	6.9%	n.a	20.5%	43.6%	51.6%	短期借款	331	221	187	367	68	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	802	653	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%	负债	1,321	1,701	1,307	910	761	1,212
营业利润	13	7	-116	-2	113	399	普通股股东权益	602	604	2,235	2,235	2,334	2,636
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	负债股东权益合计	1,958	2,565	3,797	3,402	3,352	4,103
税前利润	16	6	-127	1	116	402							
利润率	1.9%	0.8%	n.a	0.2%	13.7%	28.1%	比率分析						
所得税	-5	-3	27	0	-17	-100		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	28.7%	56.3%	n.a	10.0%	15.0%	25.0%	每股指标						
净利润	11	3	-100	1	99	301	每股收益	0.042	0.009	-0.193	0.001	0.198	0.604
少数股东损益	-2	0	-4	0	0	0	每股净资产	1.935	1.941	4.482	4.484	4.682	5.286
归属于母公司的净利润	13	3	-96	1	99	301	每股经营现金净流	0.297	0.559	-0.632	1.497	0.658	1.610
净利率	1.6%	0.4%	n.a	0.1%	11.6%	21.1%	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	2.15%	0.47%	-4.30%	0.03%	4.24%	11.43%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	0.66%	0.11%	-2.53%	0.02%	2.95%	7.34%
净利润	11	3	-100	1	99	301	投入资本收益率	3.22%	1.92%	-2.01%	3.03%	11.41%	18.44%
少数股东损益	-2	0	-4	0	0	0	增长率						
非现金支出	41	42	68	32	52	62	主营业务收入增长率	25.14%	-8.34%	-57.73%	50.45%	75.47%	67.87%
非经营收益	35	26	-26	82	49	49	EBIT增长率	N/A	-4.54%	-235.75%	-240.06%	272.39%	98.63%
营运资金变动	5	104	-258	672	147	435	净利润增长率	-120.61%	-77.88%	3453.75%	N/A	#####	204.52%
经营活动现金净流	92	174	-315	788	346	847	总资产增长率	18.00%	30.99%	48.07%	-10.41%	-1.48%	22.42%
资本开支	-49	4	-825	-1,096	4	503	资产管理能力						
投资	0	0	-477	-11	0	0	应收账款周转天数	110.2	109.8	328.0	0.2	0.2	0.2
其他	17	20	20	0	0	0	存货周转天数	334.6	397.1	589.2	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	-32	24	-1,282	-1,107	4	503	应付账款周转天数	127.5	164.7	321.4	102.0	102.0	102.0
股权募资	0	0	1,727	0	0	0	固定资产周转天数	158.3	170.1	394.3	846.7	678.9	442.0
债权募资	4	0	-169	134	-299	-67	偿债能力						
其他	-102	-110	14	-34	-52	-52	净负债/股东权益	57.80%	-1.08%	1.04%	17.04%	4.87%	-40.54%
筹资活动现金净流	-98	-110	1,572	100	-351	-119	EBIT利息保障倍数	1.6	1.3	-3.9	1.0	1.4	2.2
现金净流量	-37	88	-25	-219	0	1,231	资产负债率	67.48%	66.33%	34.41%	26.76%	22.71%	29.53%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	3	6	6	6	7
增持	3	5	5	5	6
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.71	1.58	1.58	1.58	1.57

来源：朝阳永续

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。

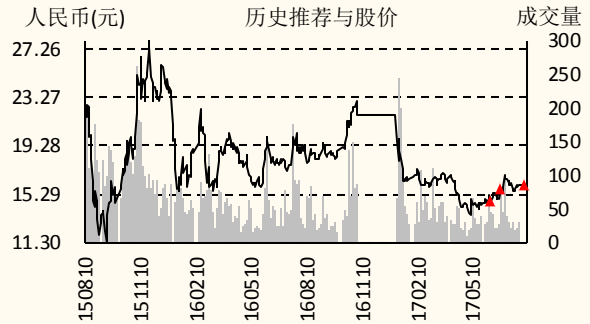
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
3	2017-08-08	买入	15.97	22.00~22.00

来源：国金证券研究所



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。

**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