

中泰桥梁 (002659.SZ) 买入 (维持评级)

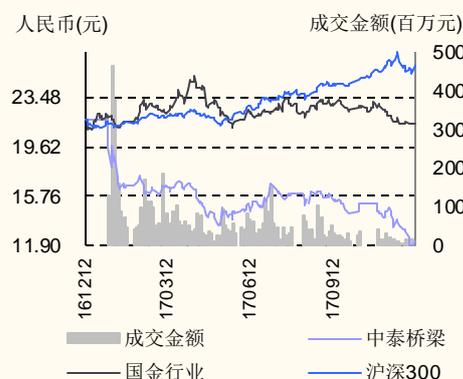
公司点评

市场价格 (人民币): 12.27 元

目标价 (人民币): 20 元

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)	6,117.42
年内股价最高最低 (元)	21.77/11.90
沪深 300 指数	4069.50
深证成指	11143.26



中泰桥梁：桥梁业务剥离完成+现金收购文凯兴剩余股权，A股最纯教育公司正式登场

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	0.269	0.108	0.482
每股净资产 (元)	1.94	4.48	4.75	4.86	5.34
每股经营性现金流 (元)	0.56	-0.63	1.05	0.19	0.67
市盈率 (倍)	2,535.72	-113.01	45.55	113.65	25.43
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%	N/A	-59.92%	346.82%
净资产收益率 (%)	0.47%	-4.30%	5.67%	2.22%	9.03%
总股本 (百万股)	311.00	498.57	498.57	498.57	498.57

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 2017年12月11日，公司公告，公司控股股东八大处控股拟以现金对价将所持有的文凯兴剩余 20.22% 股权转让给中泰桥梁全资子公司文学华信，交易价格拟定为 2.7 亿元，对应文凯兴整体估值为 13.35 亿元。本次交易完成后，文凯兴将成为公司的全资子公司。

投资建议

- 交易完成后持有文凯兴 100% 股权，提高教育业务资产的独立性和完善性。本次交易完成后，上市公司将持有文凯兴 100% 股权，从而消除了控股股东与公司之间的同业竞争，提高了公司国际教育业务资产的独立性和完善性，为国际教育业务长期发展奠定基础，能够更大程度的整合教育资源，增强公司的竞争实力，有利于促进公司持续健康发展。
- 已剥离桥梁钢结构业务，获 1.44 亿利润，成为 A 股最纯教育标的。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中泰桥梁全资子公司新中泰公司。公司将新中泰以现金交易的方式转让给中晶建材，依据资产基础法估值 6.39 亿元，相较净资产 4.95 亿元增值 29%，交易收益为 1.44 亿元。截止 2017 年 11 月 24 日，标的资产已经完成过户。交易完成后，上市公司主要资产为朝阳凯文学校及海淀凯文学校，成为 A 股最纯交易标的。本次交易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，高定位，强盈利能力公司，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，具有较强的盈利能力。由于近期公司完成原桥梁钢结构业务的剥离，并且本次拟收回文凯兴剩余股权，我们对公司盈利预测进行了调整，我们预测公司 2017-2019 年 EPS 为 0.269 元，0.108 元、0.482 元，采取相对估值法，18、19 年对应 PE114x，25x，给予买入评级，因为公司学校为新建学校，海淀学校 2016 年开学，朝阳学校 2017 年 9 月开学，学校从建设到盈利需要一定时间，一般为 2-3 年，而实现盈利之后盈利增长弹性较大，公司预计 2019 年迎来盈利快速增长，根据现金流估值，我们给予公司 6-18 月内目标价 20 元。
- 风险提示：学校招生或不及预期，学生学籍管理可能存在一定风险，未来学生升学情况尚不确定，学校课程可能依据国家政策要求有所改动

相关报告

1. 《中泰桥梁：桥梁业务摘牌，剥离事项顺利推进》，2017.10.12
2. 《中泰桥梁：金陵投资溢价转让公司 6% 股权登记完成，彰显各方股东...》，2017.8.24
3. 《中泰桥梁：拟剥离桥梁业务，A 股最纯教育公司可期》，2017.8.10
4. 《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
5. 《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

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号：S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

1. 事件：拟以 2.7 亿元现金收购文凯兴剩余 20.22% 股权

- 2017 年 12 月 11 日，公司公告，公司控股股东八大处控股拟与公司全资子公司文学华信签订《资产收购协议》，以现金对价将所持有的文凯兴剩余 20.22% 股权转让给中泰桥梁全资子公司文学华信，交易价格拟定为 2.7 亿元，对应文凯兴整体估值为 13.35 亿元。本次交易完成后，文凯兴将成为公司的全资子公司。

2. 剥离原桥梁业务，收购文凯兴剩余股权，同业竞争问题解决，A 股最纯教育标的正式登场

- 本次交易完成后，上市公司将持有文凯兴 100% 股权，从而消除了控股股东与公司之间的同业竞争，提高了公司国际教育业务资产的独立性和完善性，为国际教育业务长期发展奠定基础，能够更大程度的整合教育资源，增强公司的竞争实力，有利于促进公司持续健康发展。
- 2017 年 11 月 24 日上市公司已经完成剥离桥梁钢结构业务与全部相关资产，不再从事桥梁钢结构业务，摆脱桥梁钢结构业务业绩波动对上市公司的不利影响，将主营业务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，促进公司长期健康发展及发展战略的顺利实现。出售新中泰的交易价格为 6.39 亿元，相较新中泰净资产 4.95 亿元，交易收益为 1.44 亿元，本次交易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。

3. 投资建议

- **交易完成后持有文凯兴 100% 股权，提高教育业务资产的独立性和完善性。** 本次交易完成后，上市公司将持有文凯兴 100% 股权，从而消除了控股股东与公司之间的同业竞争，提高了公司国际教育业务资产的独立性和完善性，为国际教育业务长期发展奠定基础，能够更大程度的整合教育资源，增强公司的竞争实力，有利于促进公司持续健康发展。
- **已剥离桥梁钢结构业务，获 1.44 亿利润，成为 A 股最纯教育标的。** 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（中泰桥梁全资子公司）。公司实施重大资产重组，将新中泰以现金交易的方式转让给中晶建材，依据资产基础法估值 6.39 亿元，相较净资产 4.95 亿元增值 29%，交易收益为 1.44 亿元。截止 2017 年 11 月 24 日，新中泰 100% 股权转让至中晶建材的股东变更工商手续已办理完成，标的资产已经完成过户。交易完成后，上市公司主要资产为文凯兴（朝阳凯文学校）及凯文智信（海淀凯文学校），成为 A 股最纯交易标的。本次交易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，高定位，强盈利能力公司，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，具有较强的盈利能力。由于近期公司完成原桥梁钢结构业务的剥离，并且本次拟收回文凯兴剩余股权，我们对公司盈利预测进行了调整，我们预测公司 2017-2019 年 EPS 为 0.269 元、0.108 元、0.482 元，采取相对估值法，18、19 年对应 PE114x、25x，给予买入评级，因为公司学校为新建学校，海淀学校 2016 年开学，朝阳学校 2017 年 9 月开学，学校从建设到盈利需要一定时间，一般为 2-3 年，而实现盈利之后盈利增长弹性较大，公司预计 2019 年迎来盈利快速增长，根据现金流估值，我们给予公司 6-18 月内目标价 20 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：本次现金收购交易尚未完成，教育业务推进不及预期，学校招生不及预期，学生学籍管理风险，学校课程可能依据国家要求有所改动等

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	833	763	323	450	426	792
增长率		-8.3%	-57.7%	39.4%	-5.3%	85.9%
主营业务成本	-728	-661	-336	-334	-273	-340
%销售收入	87.4%	86.6%	104.2%	74.3%	64.2%	42.9%
毛利	105	103	-14	116	153	452
%销售收入	12.6%	13.4%	n.a	25.7%	35.8%	57.1%
营业税金及附加	-7	-6	-6	-4	-4	-7
%销售收入	0.9%	0.8%	1.8%	0.8%	1.0%	0.9%
营业费用	-4	-2	-4	-9	-15	-16
%销售收入	0.5%	0.3%	1.1%	2.0%	3.5%	2.0%
管理费用	-39	-42	-48	-67	-68	-119
%销售收入	4.6%	5.5%	15.0%	15.0%	16.0%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	55	52	-71	35	65	310
%销售收入	6.6%	6.9%	n.a	7.9%	15.3%	39.2%
财务费用	-35	-41	-18	-3	4	9
%销售收入	4.2%	5.4%	5.6%	0.6%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-7	-4	-31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	5	144	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	-3.9%	80.2%	0.0%	0.0%
营业利润	13	7	-116	177	69	319
营业利润率	1.6%	0.9%	n.a	39.3%	16.3%	40.3%
营业外收支	3	-1	-12	3	3	3
税前利润	16	6	-127	180	72	322
利润率	1.9%	0.8%	n.a	39.9%	17.0%	40.7%
所得税	-5	-3	27	-45	-18	-81
所得税率	28.7%	56.3%	n.a	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	11	3	-100	135	54	242
少数股东损益	-2	0	-4	0	1	1
归属于母公司的净利润	13	3	-96	134	54	241
净利率	1.6%	0.4%	n.a	29.9%	12.6%	30.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	11	3	-100	135	54	242
少数股东损益	-2	0	-4	0	1	1
非现金支出	41	42	68	11	11	20
非经营收益	35	26	-26	-134	1	12
营运资金变动	5	104	-258	510	28	61
经营活动现金净流	92	174	-315	522	94	334
资本开支	-49	4	-825	-800	25	22
投资	0	0	-477	279	-1	-2
其他	17	20	20	144	0	0
投资活动现金净流	-32	24	-1,282	-377	24	20
股权募资	0	0	1,727	0	0	0
债权募资	4	0	-169	-16	-17	5
其他	-102	-110	14	-10	-5	-5
筹资活动现金净流	-98	-110	1,572	-26	-21	0
现金净流量	-37	88	-25	119	97	355

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	211	338	269	388	485	840
应收账款	318	257	409	3	8	17
存货	747	690	395	4	7	11
其他流动资产	26	27	565	251	260	265
流动资产	1,303	1,312	1,638	646	760	1,133
%总资产	66.5%	51.2%	43.1%	19.5%	22.4%	30.4%
长期投资	202	284	279	0	1	3
固定资产	372	891	1,326	1,520	1,514	1,499
%总资产	19.0%	34.8%	34.9%	45.8%	44.5%	40.2%
无形资产	54	53	501	1,100	1,073	1,049
非流动资产	655	1,252	2,159	2,669	2,638	2,591
%总资产	33.5%	48.8%	56.9%	80.5%	77.6%	69.6%
资产总计	1,958	2,565	3,797	3,315	3,398	3,724
短期借款	331	221	187	217	200	205
应付款项	734	1,303	942	352	396	468
其他流动负债	7	19	24	13	14	22
流动负债	1,072	1,543	1,153	582	610	695
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	249	158	154	108	108	108
负债	1,321	1,701	1,307	690	718	803
普通股股东权益	602	604	2,235	2,369	2,423	2,663
少数股东权益	35	260	256	257	257	258
负债股东权益合计	1,958	2,565	3,797	3,315	3,398	3,724

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.042	0.009	-0.193	0.269	0.108	0.482
每股净资产	1.935	1.941	4.482	4.752	4.860	5.342
每股经营现金净流	0.297	0.559	-0.632	1.048	0.189	0.670
每股股利	4.374	0.004	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.15%	0.47%	-4.30%	5.67%	2.22%	9.03%
总资产收益率	0.66%	0.11%	-2.53%	4.05%	1.58%	6.46%
投入资本收益率	3.22%	1.92%	-2.01%	0.90%	1.64%	7.19%
增长率						
主营业务收入增长率	25.14%	-8.34%	-57.73%	39.42%	-5.30%	85.89%
EBIT增长率	N/A	-4.54%	-235.75%	-149.80%	84.05%	375.28%
净利润增长率	-120.61%	-77.88%	3453.75%	N/A	-59.92%	346.82%
总资产增长率	18.00%	30.99%	48.07%	-12.70%	2.50%	9.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	110.2	109.8	328.0	0.3	4.0	6.0
存货周转天数	334.6	397.1	589.2	4.0	10.0	12.0
应付账款周转天数	127.5	164.7	321.4	85.0	130.0	85.0
固定资产周转天数	158.3	170.1	394.3	34.6	288.5	286.6
偿债能力						
净负债/股东权益	57.80%	-1.08%	1.04%	-2.43%	-6.60%	-18.03%
EBIT利息保障倍数	1.6	1.3	-3.9	12.4	-15.6	-35.1
资产负债率	67.48%	66.33%	34.41%	20.80%	21.14%	21.55%

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
	0	1	2	2	8
	1	2	3	3	11
	0	0	0	0	1
	0	0	0	0	0
	2.00	1.67	1.60	1.60	1.65

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

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



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者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 7GH