

主业增长职教培训边际改善，进军民办学校资产

2018年3月26日

	肖明亮(分析师)	叶轫(研究助理)
电话:	020-88832290	020-88836101
邮箱:	xiaoml@gzgzhs.com.cn	yek@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517070001	A1310117040003

强烈推荐

现价:	4.29
目标价:	6.66
股价空间:	55%

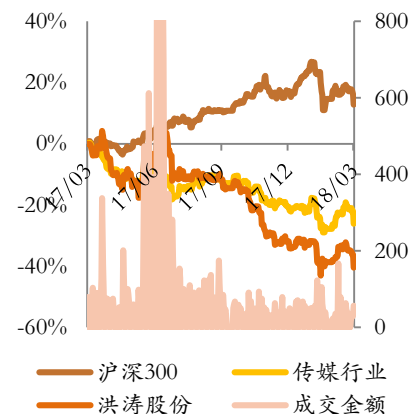
投资要点

- **核心观点:** 1) 市场认为目前公共建筑装饰行业增速放缓，公司公装主业发展承压。我们认为从短期来看：2017年Q4签订未完工订单为54.7亿元(2016为29.66亿元，Q4同比增长42%)，订单储备持续提升且足以支持公司未来2年公装主业营收趋稳向好；从长期来看：文化、医疗、交通系统等未来公装需求稳定+近万亿级存量翻新开启行业成长下一个10年，公司作为公装行业领先企业有望通过内部优化从而保持稳定成长；2) 此前公司教育转型不达预期，市场担忧教育板块后续成长乏力。我们认为在非学历教育板块：政策负面影响已得到消化，学尔森以及跨考教育经过内部外部调整有望迎来边际改善；同时公司凭借专职整合团队与较充裕的资金优势，有望持续加码布局民办高等教育行业，进一步完善公司教育板块生态增厚公司业绩。
- **主业回暖+职教培训边际改善+股东密集增持构建多层安全垫。** 2017年公司公装主业累计签订未完工订单持续增加，至2017Q4拥有54.7亿元未完工订单，可支撑公司未来两年主业成长；经过2016-2017年的调整，外部政策负面影响消除，内部管理得到调整，学尔森95%产品得到恢复，职教培训板块有望获得边际改善。2017年初公司完成向核心骨干与员工等增发5200万股作为股权激励，占总股本达到4.58%；从2017年5月起，公司股东合计增持1.7亿元，平均价格为5.5元/股，彰显公司股东信心，同时当前股价倒挂率22%以上，构建安全垫。
- **职业培训转型学历职业教育，切入千亿民办高等教育行业。** 公司拟作价5.1亿元和3.4亿元分别收购四川城市职业学院以及广州涉外经济职业技术学院母公司51%以及55%权益，其中四川城市职业学院股东四川新概念公司2018-2020业绩承诺为6500/7500/8500万元。四川城市职业学院目前拥有1.4万学生，考虑学校近期获得专升本资格及新建校区扩容近万学位的双重驱动，学生人数后续有望获得积极增长；广州涉外经济职业技术学院目前在校生1.3万人，考虑2017年新建校区主楼封顶，有望在近期投入使用扩充学校学生容量带来业绩增长。
- **民办高等学校行业空间大+壁垒高，并购整合成为发展突破口。** 2016年中国民办高等教育行业市场规模为1030亿元，YOY+11.7%，后续有望受益于学生人口基数+学费+毛入学率的提升驱动行业持续成长；但由于新办学校实行一事一议，单校审批抬高办学门槛高，并购成为切入行业的重要突破口，当前公司账上资金充裕，整合学校资产弹药充足。
- **盈利预测与估值:** 公司在手订单充裕奠定未来2年装饰收入较高增长；学尔森亏损与商誉双重压制有望消除并扭亏；假设成都职业学院与广州涉外学院2018年并表，我们预计2017-2019年实现归母净利润为1.38、2.76、3.02亿元，对应EPS为0.11、0.22、0.24元，对应当前股价PE为38.8、19.32、17.69倍。给予公司2018年30倍估值，对应目标价为：6.66元/股。对应当前股价依然有55%的上涨空间。
- **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、商誉减值风险。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2877.12	3362.09	4481.59	4939.78
同比(%)	-4.30%	16.86%	33.30%	10.22%
归属母公司净利润	130.81	137.61	276.41	301.81
同比(%)	-63.41%	5.20%	100.87%	9.19%
毛利率(%)	24.80%	21.95%	24.80%	24.92%
ROE(%)	3.89%	3.88%	7.41%	7.77%
每股收益(元)	0.11	0.11	0.22	0.24
P/E	39.42	38.80	19.32	17.69
P/B	1.52	1.46	1.40	1.38
EV/EBITDA	19.62	17.23	11.14	10.36

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
洪涛股份	-2.9	-12.6	-34.0
传媒行业	2.3	-7.0	-17.3
沪深300	-1.6	-3.7	1.6

基本资料

总市值(亿元)	53.6
总股本(亿股)	12.5
流通股比例	72.5%
资产负债率	62.3%
大股东	刘年新
大股东持股比例	31.2%

相关报告

*广证恒生传媒行业-洪涛股份(002325)公司事件点评: 高管增持彰显信心, 双擎驱动业绩增长-20170514

*广证恒生传媒行业-洪涛股份(002325)公司事件点评: 双主业拐点在即, 关注教育业绩释放+持续整合-20170504

目录

1. 公司简介.....	3
1.1 从高端工装龙头到“建筑装饰+职业教育”双擎驱动.....	3
1.2 高管团队优化革新，股权激励助推成长，股东增持构建安全垫.....	4
2. 行业回暖成长可期，内部优化谋求突破.....	5
2.1 存量翻新+下游需求释放，催生行业新机会.....	5
2.1.1 增量市场，文化、医疗、交通市场需求维稳.....	6
2.1.2 存量翻新，开启行业下一个增长十年.....	6
2.2 订单收入双提升，加速内部优化谋突破.....	7
2.2.1 后续订单储备充足，17年Q1营收环比增速迎拐点.....	7
2.2.2 加速内部改革，驱动主业成长.....	7
2.3 切入互联网家装，寻找新增业绩突破点.....	8
3. 跨界进入教育行业，布局非学历教育生态.....	9
3.1 建工类教育板块：龙头牵引，体系内联动.....	10
3.1.1 学尔森：政策影响得到消化，产品优化升级促龙头成长.....	10
3.1.2 中装艺高：切入高端建筑设计教育，完善建工类教育布局.....	11
3.2 金英杰教育：医学教育培训龙头，模式成熟全国复制扩张可期.....	11
3.3 跨考教育：行业扩容+产品优化+品牌效应，驱动业绩成长.....	12
5. 团队到位资金充沛，切入学历教育做大做强教育生态.....	14
5.1 民办高等学校行业空间大+壁垒高，并购整合成为发展突破口.....	14
5.1.1 民办学校市场空间高+成长稳定+渗透率提升.....	14
5.1.2 行业格局分散+进入壁垒高，行业整合并购成重要突破口.....	15
5.2 并购切入民办高校行业，加码打造教育生态.....	16
5.3 团队完善+资金充裕，教育板块加速整合可期.....	17
5.3.1 董事长亲自抓手，外聘专家助力发展.....	17
5.3.2 现金+银行授信充裕，奠定整合基础.....	18
5. 风险提示.....	20

图表目录

图表 1	公司营收收入和归母净利润及其增速	3
图表 2	公司毛利率在行业内领先	3
图表 3	公司建筑装饰业务代表案例	3
图表 4	技术改良带来车模产品毛利率提升	3
图表 5	公司股权结构及主要控参股公司	4
图表 6	首期激励解锁业绩目标	4
图表 7	预留部分解锁业绩目标	4
图表 8	近期公司股东增持情况	5
图表 9	近年全国建筑装饰行业增速放缓	5
图表 10	近年公共建筑装饰行业增速放缓	5
图表 11	中国文化机构房屋面积稳定增长	6
图表 12	医疗行业固定资产投资完成额保持较快增长	6
图表 13	十三五规划新建续建机场名单	6
图表 14	中国高档酒店有望迎来翻新高峰期	7
图表 15	2017 年国内公装行业翻新规模测算	7
图表 16	公司建筑装饰主业新增订单情况	7
图表 17	建筑装饰行业应收账款周转率对比	8
图表 18	2017 年 Q3 资产减值损失同比大幅减少	8
图表 19	优装美家网站首页	9
图表 20	优装美家 4 大优势	9
图表 21	公司非学历职教板块布局全景图	9
图表 22	公司教育标的对赌业绩及实现情况	10
图表 23	学尔森受政策负面影响的课程名单及后续情况	10
图表 24	学尔森教育网站首页	11
图表 25	金英杰教育成绩显著	12
图表 26	医学教育市场需求巨大	12
图表 27	金英杰教育网站首页	12
图表 28	高校毕业生人数增长稳定	13
图表 29	考研人数增速首超留学人数	13
图表 30	考研辅导班报名意愿排名	13
图表 31	跨考教育核心竞争力	13
图表 32	万亿中国高等教育规模稳定成长	14
图表 33	千亿民办高等教育市场规模稳定成长	14
图表 34	中国民办高等教育学生人数渗透率逐渐提升	14
图表 35	中国高等教育毛入学率仍较大提升空间	14
图表 36	三种行业进入方式条件对比	15
图表 37	中国民办高等教育学生人数渗透率逐渐提升	16
图表 38	民办高等教育 CR5 不足 5%	16
图表 39	民办高校并购整合成为成长重要突破口	16
图表 40	两所高校主要情况	16
图表 41	四川新概念公司营收以及净利润情况	17
图表 42	四川新概念公司毛利率情况	17
图表 43	公司教育板块核心团队	18

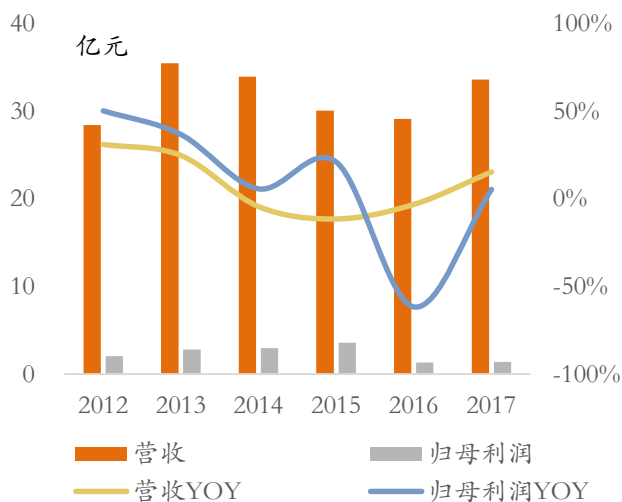
1. 公司简介

1.1 从高端公装龙头到“建筑装饰+职业教育”双擎驱动

公司是国内领先的公共建筑高端装饰服务商，连续10年排名中国建筑装饰行业百强企业前5名。公司成立于1985年，拥有超过30年的高端建筑装饰行业经验，专注高端大堂、大剧院、国宾馆装饰、五星级标准酒店装饰等细分市场，获得包括鲁班奖、全国建筑工程装饰奖在内的各类荣誉2000余项，其代表作包括：人民大会堂国宴厅、钓鱼台国宾馆、中央电视台总部大楼、上海大剧院等国内顶级项目。

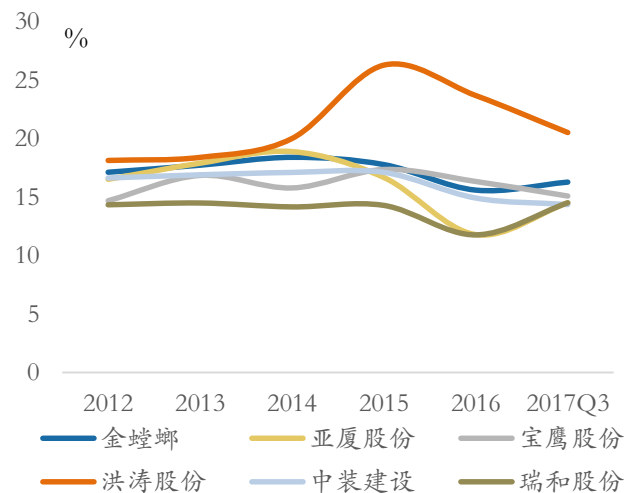
并购切入职业教育，开启双主业发展时代。从2014年起，公司大力往教育行业并购转型，先后切入建筑、司法、医学、考研等教育领域，同时于2015年底成立洪涛教育，今后将重点统筹教育板块业务发展。由于公司一直从事高端公装行业，毛利率一直处于行业领先地位，随着教育业务的加入，公司整体毛利率得到进一步提升，近两年保持在20%以上。

图表1 公司营收收入和归母净利润及其增速



资料来源：公司公告，广证恒生

图表2 公司毛利率在行业内领先



资料来源：公司公告，广证恒生

图表3 公司建筑装饰业务代表案例

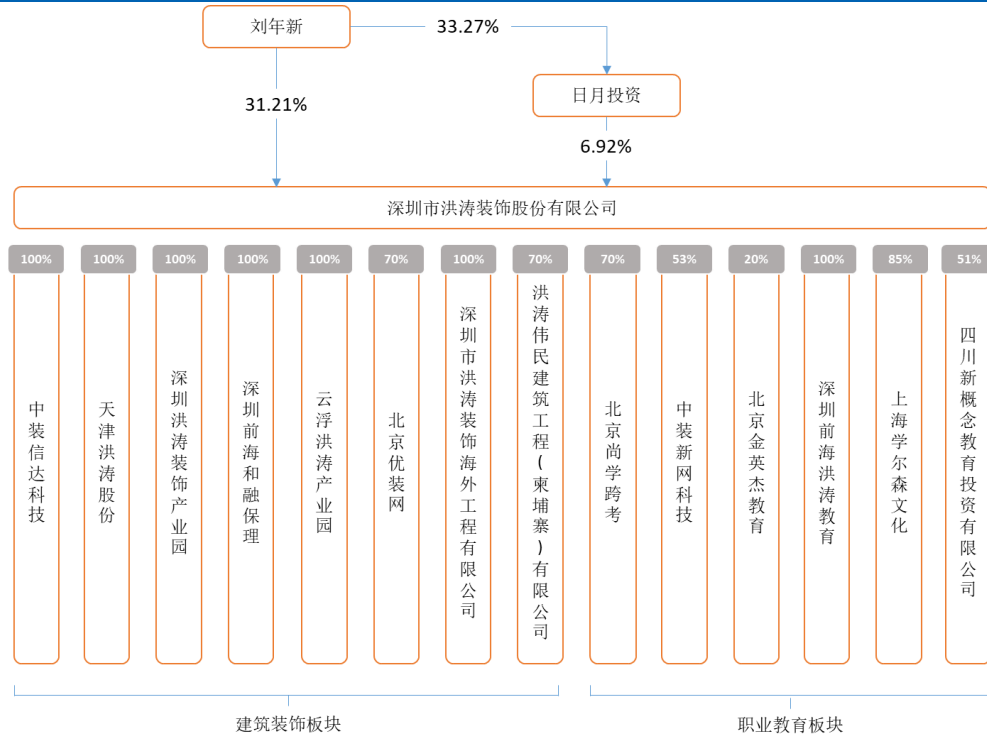


资料来源：互联网资料收集，广证恒生

图表4 技术改良带来车模产品毛利率提升



资料来源：公司官网，广证恒生

图表 5 公司股权结构及主要控参股公司


资料来源：公司公告，广证恒生

1.2 高管团队优化革新，股权激励助推成长，股东增持构建安全垫

新任高管团队专业化、年轻化，新老结合有望给公司带来新的发展活力。2016年，公司对其高管团队进行了较大的优化变革。公司邀请前深圳市建筑工务署处长薛依东先生担任总经理，薛总毕业于清华，拥有丰富的建筑行业资源，其加盟有望给公司在建筑装饰业务带来新的发展机会；公司邀请到北大硕士、清华博士，前新高教集团首席战略管陈国定统筹公司教育板块；同时，公司还引入多位年轻、专业的高管成员，新老结合的团队组合有望发挥各自优势，带领公司走向新一轮发展。

股权激励锁定利益，力助公司后续稳定成长。公司公告显示，拟向激励对象授予5500万股限制性股票，约占公司股本的4.58%。其中首次授予4700万股，占公司股本总额3.91%；预留800万股，占公司股本总额0.67%，占本计划授予股票总数的14.55%，授予价格为3.86元/股。因部分高管在6个月内减持公司股票且部分人员放弃此次股权激励，调整后本次激励计划实际授予激励对象共294人，授予限制性股票共4545万股。首次授予股票解锁条件为以公司2016年营收为基准，17-19年营收增长率不低于12%、24%、36%；预留股票解锁条件为以公司2016年营收为基准，18-20年营收增长率不低于24%、36%、48%。

图表 6 首期激励解锁业绩目标

解除限售期	业绩考核目标
第一期	以2016年公司营业收入为基数，2017年营业收入增长率不低于12%
第二期	以2016年公司营业收入为基数，2018年营业收入增长率不低于24%

图表 7 预留部分解锁业绩目标

预留解除限售期	业绩考核目标
第一期	以2016年公司营业收入为基数，2018年营业收入增长率不低于24%
第二期	以2016年公司营业收入为基数，2019年营业收入增长率不低于36%

第三期	以2016年公司营业收入为基数，2019年营业收入增长率不低于36%
-----	------------------------------------

资料来源：公司公告，广证恒生

第三期	以2016年公司营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于48%
-----	------------------------------------

资料来源：公司公告，广证恒生

近期公司股东密集增持，平均增持价格为5.5元/股，当前股价倒挂。自2017年5月以来，公司股东累计买入公司股票3176万股，增持成本约1.75亿元，平均增持成本价格为5.5元/股，目前倒挂率在22%以上，具有较高的安全垫。

图表8 近期公司股东增持情况

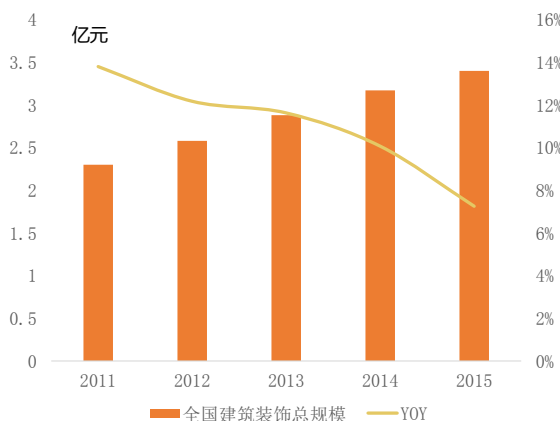
买入日期	股东名称	买入数量(万股)	参考市值(万元)	买入均价(元)
2018年2月9日	刘年新	297.24	1,340.56	4.51
2018年2月8日	刘年新	1,203.00	5,233.05	4.35
2017年5月22日	刘年新	178.13	1,154.29	6.48
2017年5月19日	陈远芬	81.63	533.03	6.53
2017年5月18日	陈远芬	140	926.8	6.62
2017年5月17日	陈远芬	303.53	2,009.38	6.62
2017年5月12日	陈远芬	42.97	278.88	6.49
2017年5月12日	刘年新	408.29	2,621.21	6.42
2017年5月11日	刘年新	521.74	3,370.42	6.46

资料来源：Wind，广证恒生

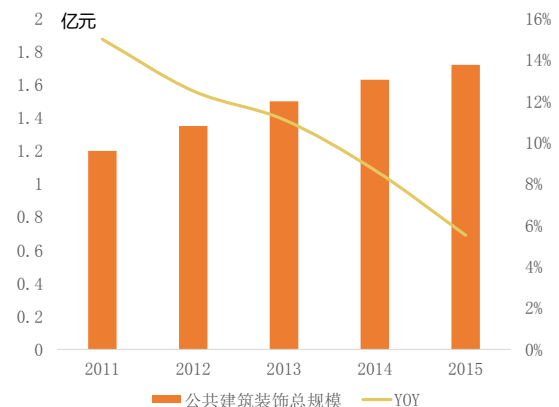
2. 行业回暖成长可期，内部优化谋求突破

2.1 存量翻新+下游需求释放，催生行业新机会

建筑装饰市场规模：过去10多年，中国建筑装饰行业受益于国家社会的大力投入，行业规模从2003年不足1万亿元增长至2015年3.4万亿元，《中国建筑装饰蓝皮书》预计2016-2020年建筑装饰总产值增速将高于GDP增速并保持6.5%增速增长。近几年由于宏观经济及行业投资量的放缓，建筑装饰行业规模增速相应放缓。行业存量建筑翻新以及来自文化、体育、娱乐、交通等细分市场的需求增加，预计至2020年建筑装饰总需求将达到5.49万亿元。

图表9 近年全国建筑装饰行业增速放缓


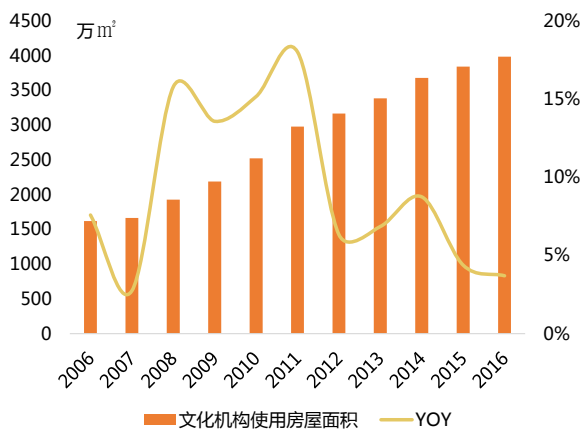
资料来源：中国建筑装饰协会，广证恒生

图表10 近年公共建筑装饰行业增速放缓


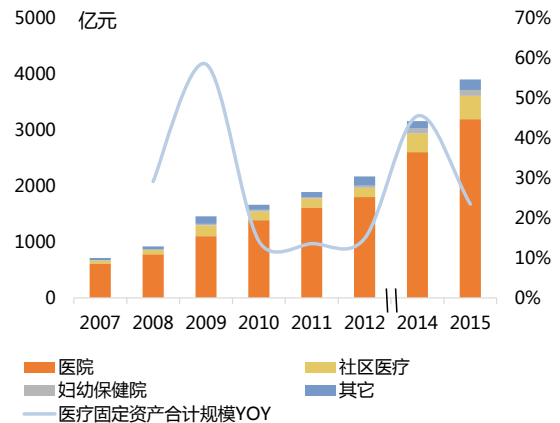
资料来源：中国建筑装饰协会，广证恒生

2.1.1 增量市场，文化、医疗、交通市场需求维稳

消费升级驱动文化医疗装饰领域需求稳定增长。文化机构使用房屋面积从 2006 年的 1622 万平方米增长至 2016 年的 3991 万平方米，10 年年复合增长率为 9.4%。随着消费驱动以及国家对体育场馆、图书馆、艺术馆等场馆的投入的持续，文化场馆装饰需求将保持稳定增长。国家《“十三五”卫生与健康规划》明确指出要持续完善医疗卫生机构基础设计建设，2015 年医疗卫生行业固定资产投资完成额同比增长 23% 至 3905 亿元，预计在十三五期间医疗固定资产投资将保持较快增速。

图表 11 中国文化机构房屋面积稳定增长


资料来源：Wind，广证恒生

图表 12 医疗行业固定资产投资完成额保持较快增长


资料来源：Wind，广证恒生

十三五规划新建续建 74 个机场，机场基建需求凸显。十三五期间，我国将新建以及续建 74 个机场，建成机场超过 50 个，到 2020 年，我国民用运输机场数量将由 2015 年的 207 个发展到 260 个以上，航班的正常率将从 2015 年的 67% 提升至 80%，基本建成布局合理、功能完善、安全高效的机场网络，国家持续民航事业的持续投资，对机场基建装饰行业有较大的拉动作用。

图表 13 十三五规划新建续建机场名单

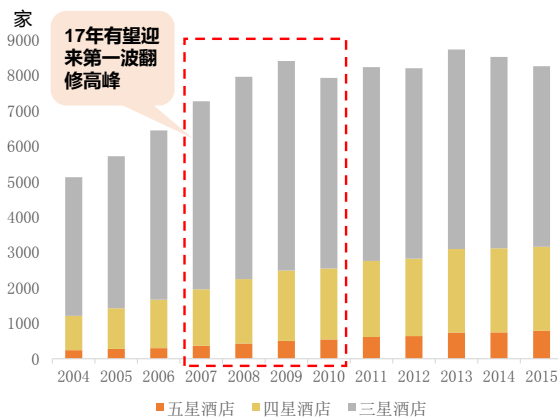
项目	名单
新建机场 (44 个)	成都新机场、邢台、朔州、正蓝旗、林西/克什克腾、阿拉善左旗、东乌旗、四平、绥芬河、丽水、嘉兴、芜湖/宣城、亳州、瑞金、蚌埠、菏泽、枣庄、商丘、安阳、鲁山、荆州、鄂州/黄冈、郴州、湘西、娄底、韶关、玉林、武隆、乐山、甘孜、威宁、黔北、红河、元阳、怒江、府谷、宝鸡、定边、平凉、共和、石嘴山、昭苏、于田、塔什库尔干
续建机场 (30 个)	北京新机场、承德、临汾、霍林郭勒、扎兰屯、乌兰察布、松原、白城、建三江、五大连池、三明、上饶、信阳、十堰、武冈、岳阳、琼海、西沙、南沙、巫山、巴中、仁怀、沧源、澜沧、陇南、果洛、祁连、莎车、若羌、图木舒克

资料来源：国家民航局，广证恒生

2.1.2 存量翻新，开启行业下一个增长十年

2017 年公装翻新市场规模有望达到 7000 亿，存量翻新成为公装行业新机会。公共建筑装饰翻新周期一般在 8-10 年左右，高端建筑翻新周期更加的短。过去十多年，公装行业快速发展，高端酒店新开张数量不断攀升，给予了当下公装翻新市场大量的机会，我们假定以 8 年为翻新周期，翻新率为 70%，2017 年的公装翻新规模将接

近 7000 亿元，预计将占 2017 年公装规模的 37% 左右。

图表 14 中国高档酒店有望迎来翻新高峰期


资料来源: Wind, 广证恒生

图表 15 2017 年国内公装行业翻新规模测算

翻修率 \ 翻修周期	60%	65%	70%	75%	80%
6	7320	7930	8540	9150	9760
7	6360	6890	7420	7950	8480
8	5940	6435	6930	7425	7920
9	4200	4550	4900	5250	5600
10	3240	3510	3780	4050	4320

资料来源: 中国建筑装饰协会, 广证恒生

2.2 订单收入双提升，加速内部优化谋突破

2.2.1 后续订单储备充足，17 年 Q1 营收环比增速迎拐点

公司新订单强势补充，后续订单储备丰富：公司 2017 年 Q1 新签订单 11 亿，累计未完成订单 33 亿元，未完成订单/16 年建筑装饰业务收入比例从 2016 年 Q4 的 1.17 增长至 2017 年 Q1 的 1.3，预示公司后续订单储备丰富，为公司业绩的增长给予稳定保障。

图表 16 公司建筑装饰主业新增订单情况

时间	新签	中标未签	未完成订单	未完成订单/16 年建筑装饰业务收入
2016 年 Q4 (亿元)	15.60	3.40	29.70	1.17
2017 年 Q1 (亿元)	11.00	2.30	33.00	1.30
2017 年 H1 (亿元)	28		35	1.38
2017 年 Q4 (亿元)	22.32	1.69	54.7	2.15

资料来源: 公司公告, 广证恒生

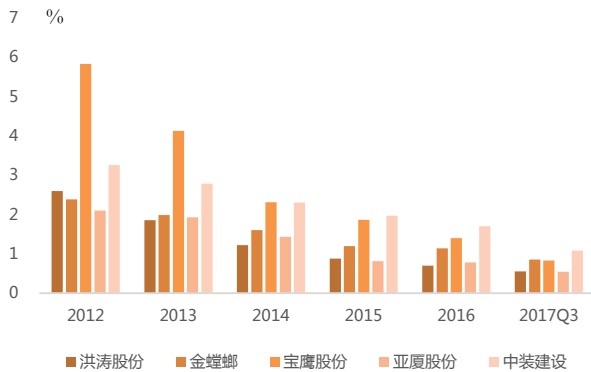
2.2.2 加速内部改革，驱动主业成长

公司传统主业以高端公装项目为主，客户以政府机构为大多数，导致公司应收账款周转率较低，挤压了大量的应收账款，大量的应收账款还带来了较高的回款风险，2016 年计提 1 亿的资产减值损失，其中坏账损失 6079 万元，同比增长 67%，压制了业绩的释放。公司后续有望通过提高工程项目管理的科学性及施工的效率，从而提升应收账款周转率，降低回款风险，保证公司装饰主业良性成长发展，得益于公司内部管控的加强，2017 年前三季度公司资产减值损失同比去年减少 102%。后续公司主要从两个维度落实内部管控改革：

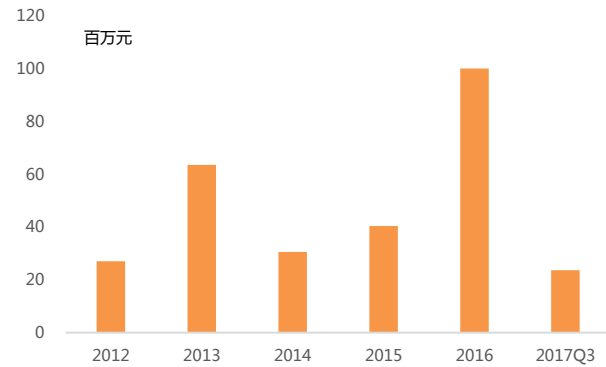
完善公司组织架构，提升决策及工程效率：调整客户部、投标部、市场部、采购中心等多个部门，新建劳务

管理部、成本预算部、合约统计部及审计督察部；以区域为划分要素，将市场部拆分为多个分支，同时取消地区事业部；以优化项目管理和业务职能为重点，调整施工部、采购中心等部门的管理流程和制度，提升决策效率，加快项目施工进度；建立健全质量安全体系，充分发挥质安管理部职能作用，建立质量安全巡查抽查制度、负责项目完工的质量验收和（内部）评定，保障工程质量，提高项目经济效益。

优化公司运营模式，确保项目管理科学性与有效性：明确项目类型和规模的划分，加强信息登记的审查和管控；完善分公司运营模式，促进各分公司充分挖掘项目资源、寻找优质项目，拓宽业务渠道促进营销工作全面发展；成立投标决策委员会，研究制定营销战略、跟踪重大项目、保障投标决策的科学性与有效性。

图表 17 建筑装饰行业应收账款周转率对比


资料来源：公司公告，广证恒生

图表 18 2017 年 Q3 资产减值损失同比大幅减少


资料来源：公司公告，广证恒生

2.3 切入互联网家装，寻找新增业绩突破点

成立优装美家互联网家装平台，战略布局家装领域。公司在 2015 年设立优装美家互联网家装平台，是专注于打造家装、家具、家饰垂直细分领域的电商平台。公司利用传统家装行业的资源整合和长期以来的用户积累，2016 年成功在上海、广州、深圳等 11 个一二线城市设立了城市分站，签约装饰公司 274 家，完成交易金额 1.9 亿元，已有超过 2000 名设计师过万份设计方案。公司获得全国工商联家具装饰业商会颁发的《2016 年度中国家居电商行业最具投资价值品牌》及《2016 年度中国家居电商行业最佳互联网装修交易服务平台》，同时被亿欧网评选为中国互联网百大未来之星，成为入选该榜单的唯一互联网家装平台。

目前，公司正在大力在全国铺开合作商，公司产品已获得用户良好口碑，解决了售后施工过程中施工质量、施工标准及价格的的用户核心痛点，未来有望在做大流量的情况下，依靠新用户购买及老用户口碑营销带来公司业绩增长。

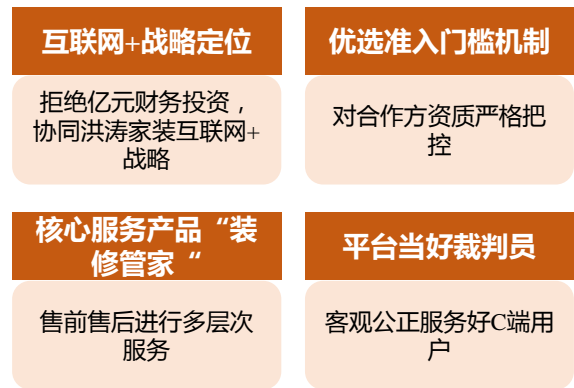
公司互联网家装产品主要有 4 大优势：①**定位清晰：**注重企业内部组织架构、企业文化考评机制、人才战略和利益分配等机制的组建，协同洪涛互联网+战略前行；②**优选准入门槛机制：**对公司合作方进行严格地筛选；③**强化核心产品“装修管家”作用：**“装修管家”可以比拟公证的第三方裁判、装修监理的升级版，既在线下售中环节为消费者提供更细致、更专业的服务，又将服务延展到售前与售后；④**平台充当裁判员：**客观公正服务好 C 短客户。

图表 19 优装美家网站首页



资料来源：公司网站，广证恒生

图表 20 优装美家 4 大优势

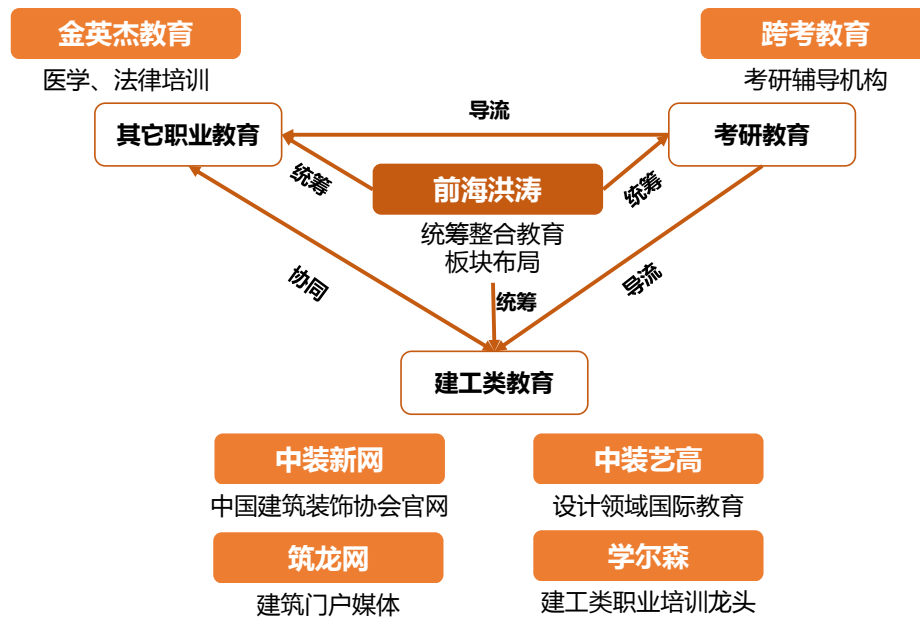


资料来源：广证恒生

3. 跨界进入教育行业，布局非学历教育生态

公司从 2014 年开始大力切入职业教育领域，先后通过现金+发股方式收购中装新网、跨考教育、金英杰教育、学尔森，并于 2015 年成立统筹整合教育板块的平台前海洪涛，2016 年成立中装艺高，至今公司职业教育版图主要涉及考研培训、医学与法律培训以及建工类教育等众多细分领域。

图表 21 公司非学历职教板块布局全景图



资料来源：公司公告，广证恒生

政策负面影响得到消化+产品升级完成，业绩有望逐渐释放。学尔森：受政策的影响注册安全工程师考试、上海地区二级建造师 2016 年未开考，2017 年恢复考试，全国二级消防工程师 2016 年未开考，2017 年时间待定，前期由于考试未能如期开考，学生数量下降较多，2017 年大部分考试已经恢复正常。同时，管理层的变动，市场的持续推广，计提 3932 万的商誉也严重拖累了公司业绩。**跨考教育**：2015 年跨考教育未能实现业绩承诺，主要由于公司仍然处于产品优化升级期，前期投入较大，2016 年逐步完成产品升级，收入增长，业绩体现。

图表 22 公司教育标的对赌业绩及实现情况

标的	业绩承诺			归母净利润	
	2015	2016	2017	2015	2016
学尔森	2500	4000	6000	919.5	(4558)
跨考	3500	4600	6000	1729.67	4628

资料来源：公司公告，广证恒生

3.1 建工类教育板块：龙头牵引，体系内联动

3.1.1 学尔森：政策影响得到消化，产品优化升级促龙头成长

初级入门资格考试被取消，高端资格证需求长期存在。从 14 年至今，国务院分 7 个批次取消了 434 项职业资格证书，占以前全部资格证总数的 70% 以上，同时规定“设置准入类职业资格，其所涉职业（工种）必须关系公共安全、人身健康、生命财产安全等，且有法律法规或国务院决定为依据；设置水平评价类职业资格，应是具有较强专业性和社会通用性、技术技能要求较高、行业管理和人才建设确需的职业或工种”，表明今后政策趋势将往取消一般入门级别考试以及注重高端人才选拔方向发展。

学尔森：建工类职业培训领先企业，政策负面影响消除后续有望率先成长。学尔森、环球职业教育在线及正保远程是国内建工类职业培训的领先企业，而学尔森则是专注于建工类职业的龙头，其主要课程产品体系包括建设工程学院、消防安全学院、工程设计学院以及房地产学院，主要覆盖的资格证考试包括一二级建造师、二级消防工程师、注册安全工程师以及建工类职称认证等较为高端的品类。从 17 年的考试情况来看，绝大多数考试已经恢复正常，一批中小教育机构在 16 年倒闭，以教研教学质量为核心立足点的教育机构将得到更好的发展机会，公司作为行业龙头有望率先恢复业绩增长。

图表 23 学尔森受政策负面影响的课程名单及后续情况

考试项目	2016 年情况	2017 年情况
注册安全工程师	未开考	2017 年 10 月 28、29 日开考
全国二级消防工程师	未开考	未公布考试时间
上海地区二级建造师	未开考	2017 年 5 月 20、21 日开考
部分地区工程师职称英语以及职称计算机考试	未开考	绝大部分恢复

资料来源：公司公告，广证恒生

图表 24 学尔森教育网站首页


资料来源：公司官网，广证恒生

深耕教学内容+互联网转型+构建品牌壁垒，全方位提高核心竞争力。①**应试教育+实践能力共同推进**：近来，国家对建筑行业及关联产业的从业人员技能、实操能力进一步提出要求，对执业上岗人员的项目实践能力考察进一步加强，不仅执业证书含金量要求更高，关联的实操培训要求更高，更持续，特别是建筑信息模型（BIM）等行业信息化技术变革的趋势越来越明显，对于拥有强大的课程研发能力、学员全程学习指导与服务能力、企业教育培训综合服务能力、建工人才培养与就业输送能力的教育机构来说，在 2017 年更有可能获得新的发展，取得新的差异化竞争优势。②**完成互联网教育平台建设，线上线下结合教学**：公司完成了互联网平台建设，平台建设费用大部分计入 2016 年，后续有望迎来平台建设费用缩减+线上线下结合优化教学内容的发展红利时期。③**打造 IP 名师+口碑转化提升品牌价值**：学尔森历来是建工类职业教育龙头企业，后续将持续围绕打造 IP 名师、打造高端就业班型，将学习成果与培训价值转化为品牌口碑等重点策略提高品牌壁垒。

3.1.2 中装艺高：切入高端建筑设计教育，完善建工类教育布局

专注于高端建筑设计教育，完善公司建工类教育布局。中装艺高是从中装新网分拆出来目前隶属于前海教育的子公司，主要以国际教育为主营业务，以市场需求为导向，链接国际优质教育资源与国内教育需求者，为设计精英提供优质的教育服务。公司现有主营项目有设计名校学分认证课程、设计工作营、境外合作机构等。2016 年中装艺高参与并组织了系列活动，分别与 20 所国外学校、20 所国内学校、2 个合作旅行社建立了合作关系。公司在互联网推广方面取得了系列突破，推出环球设计广告及中装艺高公众号，用户数量持续增长。2017 年中装艺高将重点突破市场推广及招生渠道，强化社招数据导入，弱化招生代理渠道。线上营销策略与线下活动并行，计划重点放在华南地区、华东地区、西南地区、华北地区。以产品为主要驱动，与在职设计师市场、设计院校市场及市场推广平台建立稳固的合作关系，达到资源互换、利益共享。

3.2 金英杰教育：医学教育培训龙头，模式成熟全国复制扩张可期

线上+线下结合，医学教育龙头起航。2015 年 3 月公司以股权转让方式以人民币 3900 万元的对价受让取得标的公司 20% 的股权。目前金英杰累计培训学时超过 29 万名，全国拥有 320 所分校，127 个合作伙伴；公司在 2016 年新开发了 23 家线上图书渠道、35 所护校市场、41 所医学类本科院校，在全国各地开设 484 场公开课，

为各地地面学习考生提供 2889 课时的面授课；新签约合作师资 154 名，主编研发十大类学习包、图书 119 种，累计发送图书 12 万册，技能类图书占领市场 70% 的份额。同时，公司积极发展线上教育：公司在线学习平台提供了 7 大专业免费网课 5962 课时、直播课 4197 课时、题库试题 10 万道、在线答疑量达 80004 次，官网日均流量达 10 万以上、移动端流量达 29 万以上。

医学培训行业空间大，公司有望通过夸张分校+延长医学教育价值链赢得机会。目前，包括护士资格证考试、执业医师考试及职业药剂师考试等 3 大考试报名数量均接近百万级别，行业空间大。后续公司将继续在全国范围拓展直营分校规模，并在医学教育产业链上不断延伸，从而获得更大的收益。

图表 25 金英杰教育成绩显著


资料来源：公司网站，广证恒生

图表 26 医学教育市场需求巨大

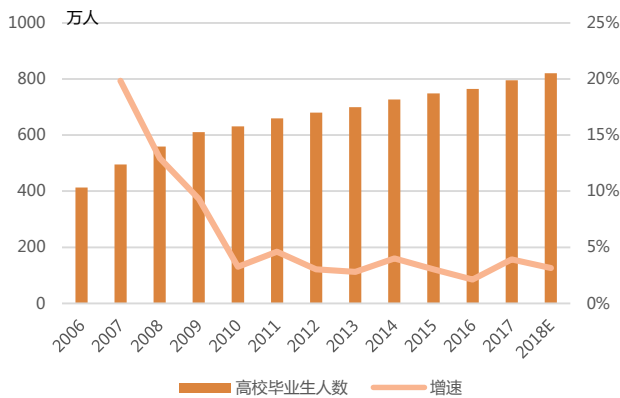

资料来源：公司网站，广证恒生

图表 27 金英杰教育网站首页

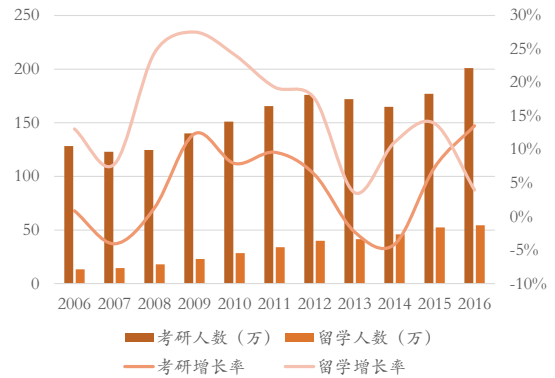

资料来源：公司官网，广证恒生

3.3 跨考教育：行业扩容+产品优化+品牌效应，驱动业绩成长

考研人数持续增长，11 年来增速首超留学市场：1999 年高校扩招以来，我国大学生人数快速上升，2017 年我国高校毕业人数达到 796 万人，再创历史新高。中高素质人才供过于求，加之经济不景气，许多年轻人加入考研大军。从 2006 年到 2015 年，我国留学人数的增速一直高于考研人数的增速，2016 年共有 201 万人报名参加国内的研究生考试（包括全日制与非全日制，YOY13.56%），近 11 年来首次超越留学增速（YOY3.97%）。我们认为，随着高校毕业人数持续上升，“史上更难就业季”连年上演，国内“考研热”也将持续升温。跨考教育所处的考研辅导行业将加速扩容，有利于公司业绩增长。

图表 28 高校毕业生人数增长稳定


资料来源：教育部，广证恒生

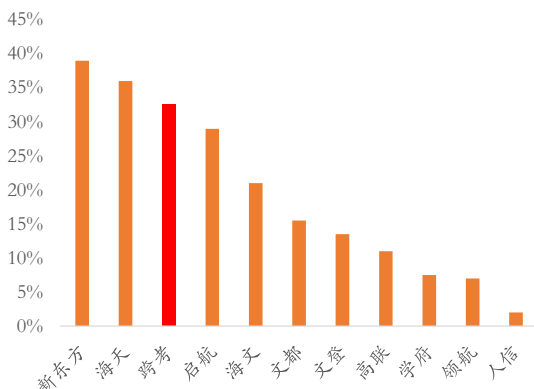
图表 29 考研人数增速首超留学人数


资料来源：教育部，广证恒生

跨考教育目前已在全国创立 2 大全日制教学基地，10 个直营分校，100 余个加盟分校，拥有行业顶级的 160 多位考研全职名师，1500 多名考研各界状元的辅导顾问团队，累计服务学员超过 50 万人。

跨考教育：互联网转型完成+直播升级+品牌影响力取得突破，驱动业绩大增 167.54%。跨考教育在巩固线下培训业务优势的同时，积极往互联网转型，完成 KTS 教学管理系统 3.0 版本研发，O2O 业务得到升级，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。得益于上市公司资金和资源的持续支持，跨考持续进行技术研发投入，打造行业领先的“智能云学习平台”，巩固竞争优势。在直播类业务模式方面，跨考也取得巨大突破，经济、金融、会计等热门专业直播进入发展“快车道”。同时，受益于前期平台搭建工作基本完成，2016 年各项费用下降，净利润同比增长 167.54%。

核心竞争力：技术领先+模式领先+组织领先。
 ①**技术领先：**持续进行技术研发投入，打造行业领先的“智能云学习平台”，为学员提供优良的使用体验；
 ②**模式领先：**传统业务上用信息化重塑“中央厨房研发+O2O 教学+KTS 系统管理”的业务模式，提升学员体验，巩固竞争优势；新兴业务方面：积极探索“名师大 IP”的价值挖掘和“在线一对一”用移动+直播的业务模式，为三四线城市学员提供最好的教育资源；
 ③**组织领先：**通过持续对组织结构进行“小微化重构”，激发组织的活力，提升人员效率，使每一个小微业务单元都可以快速复制，迅速提升市场占有率。

图表 30 考研辅导班报名意愿排名


资料来源：中国教育在线，广证恒生

图表 31 跨考教育核心竞争力

技术领先	行业领先的“智能云学习平台”
模式领先	①构建“中央厨房研发+O2O 教学+KTS 系统管理”3.0 版本 ②挖掘“名师大 IP”+“在线一对一”模式价值
组织领先	对组织“小微化重构”，激发组织活力

资料来源：公司公告，广证恒生

5. 团队到位资金充沛，切入学历教育做大做强教育生态

5.1 民办高等学校行业空间大+壁垒高，并购整合成为发展突破口

5.1.1 民办学校市场空间高+成长稳定+渗透率提升

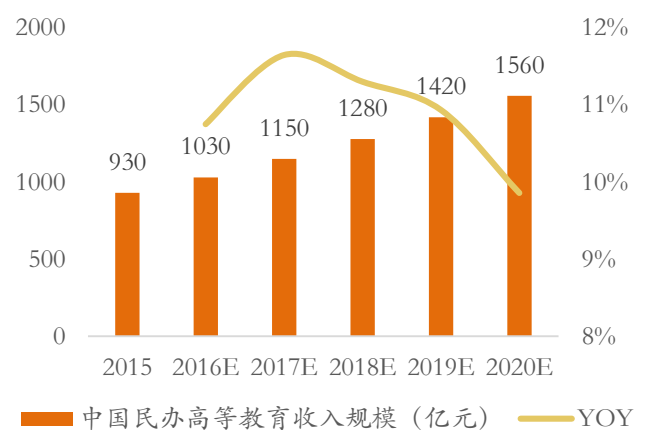
高等教育行业万亿规模，YOY7%+稳定成长；民办高等教育行业千亿规模，YOY10%+稳定成长。中国2016年高等教育市场规模约为10200亿元，同比增长7.3%，预计至2020年将增加至13840亿元；同时，2016年中国民办高等教育市场规模为1030亿元，同比增长为11.7%，考虑民促法的催化作用，目前民办高等教育行业将加快资产证券化步伐，处于跑马圈地时期的行业将受益于资本的投入加速成长，预计至2020年行业规模将增长至1560亿元。

图表 32 万亿中国高等教育规模稳定成长



资料来源：弗诺斯特沙利文，广证恒生

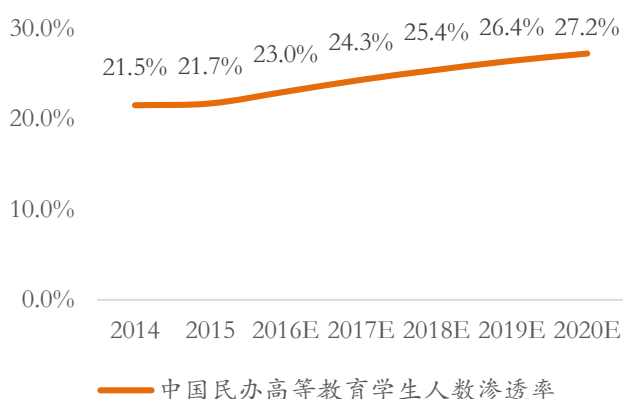
图表 33 千亿民办高等教育市场规模稳定成长



资料来源：弗诺斯特沙利文，广证恒生

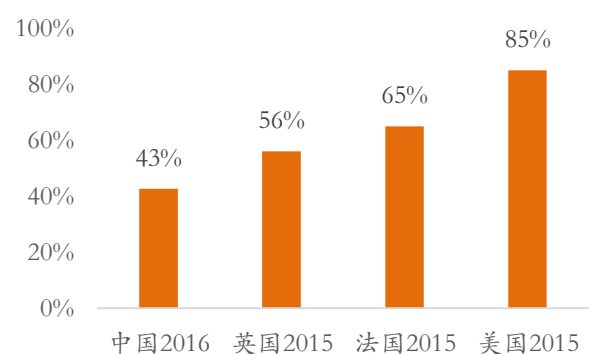
渗透率提升成为中国民办高等教育行业成长关键驱动因素。2016年我国民办高等教育学生人数渗透率为23%左右，受益于民办高校行业的成长，预计至2020年学生人数渗透率将提升至27.2%；中国2017年高等教育毛入学率为42.7%，同比2015年增加2.7pct，但对比美国、法国、英国2015年毛入学率水平仍有较大的差距，未来中国高等教育毛入学率水平仍有提升空间，驱动民办高等教育行业成长。

图表 34 中国民办高等教育学生人数渗透率逐渐提升



资料来源：弗诺斯特沙利文，广证恒生

图表 35 中国高等教育毛入学率仍较大提升空间



资料来源：弗诺斯特沙利文，国家统计局，广证恒生

5.1.2 行业格局分散+进入壁垒高，行业整合并购成重要突破口

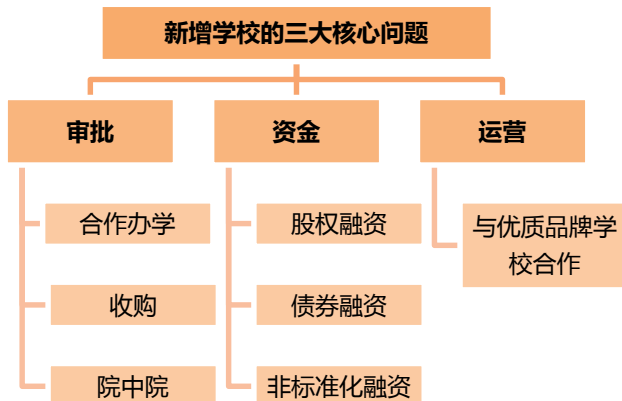
进入壁垒高：新建民办学校实行一事一议，单校审批，所以办学门槛高，异地扩张困难。目前新增学校的方式主要有：1) 购买土地使用权自筹自建新学校；2) 与独立第三方订立合作安排，合作办学；3) 向独立第三方兼并收购现有学校。其中**自筹自建新学校**，教育集团拥有学校举办权，但对公司资金实力要求较高，原则上各阶段均适用，但更适用于运营经验成熟、资金实力强的教育集团。**合作办学**减少了兴办学校的支出，但可能会受学校实际举办人的影响或制约；更适合于运营模式可复制性高、运营投入占投资比例低的基础教育阶段；而高等教育由于分院系运营差异大，整体轻资产运营难度高，但可以将部分院系拆分以“院中院”的模式进行运作。**兼并收购**对于考察标的资质提出了更高的要求，可能会受到标的运营和业绩不达预期、招生能力等的影响，各阶段均适用。

行业格局分散，为整合提供机会。民办高等教育参与者众多，行业格局分散，其中前五大民办高等教育集团在校生人数市占率不足5%，考虑民办学校资产证券化提速，行业集中度有望逐步提升，行业领跑者有望逐步显现。

图表 36 三种行业进入方式条件对比

	自筹自建	合作办学	兼并收购
建设方	教育集团	第三方或教育集团	原举办人
运营方	教育集团	教育集团	教育集团
举办人	教育集团	第三方或教育集团	与收购比例有关
资金压力	自筹资金，压力大	减少了兴办学校的支出，资金压力较小	一次性支出较大
财务处理	采用每年折旧摊销的方式计算费用	以行政费用或租金的方式计算费用	如控股进入合并报表；参与计入投资收益
风险点	回收周期长	可能会受学校实际举办人的影响和制约。	业绩不达预期
适用阶段	各阶段均适用 更适用于运营经验成熟的教育集团	更适合于运营模式可复制性高、运营投入占投资比例低的基础教育阶段。 而高等教育由于分院系运营差异大，整体轻资产运营难度高，但可以将部分院系拆分以“院中院”的模式进行运作	各阶段均适用

资料来源：广证恒生

图表 37 中国民办高等教育学生人数渗透率逐渐提升


资料来源：广证恒生

图表 38 民办高等教育 CR5 不足 5%

中国民办高等教育市场领先参与者在招生人数

学校集团	人数 (千人)
TPO1	74.3
TPO2	51.9
TPO3	41.2
TOP4	39.1
TOP5	35

资料来源：弗诺斯特沙利文，国家统计局，广证恒生

图表 39 民办高校并购整合成为成长重要突破口

收购方	标的	收购价格 (亿元)
宇华教育	75%的湖南猎鹰股权；湖南猎鹰旗下有湖南涉外经济学院、湖南猎鹰技工学校、湖南猎鹰物业管理和湖南涉外经济学院职业技能培训中心全部举办者权益。	14.3
新高教集团	洛阳科技职业学院 55%权益	3.96
新高教集团	新疆财经大学商务学院 56%权益	2.24
民生教育	安徽文达学校工程学院 51%权益	5
中教控股	西安铁道技师学院 62%	5.76 (含增资)
中教控股	郑州铁路技师学院	8.55 (含增资)

资料来源：广证恒生

5.2 并购切入民办高校行业，加码打造教育生态

作价 8.4 亿元现金收购民办高校切入行业。公司①拟作价 5.1 亿元收购四川新概念教育投资有限公司 51% 股权，新概念公司为四川城市职业学院举办者，公司由此取得城市学院控制权，其中四川新概念投资承诺 2018-2020 年净利润不低于 6500/7500/8500 万元；②拟作价 3.36 亿元收购广东维城公司 55% 股权，进而控制广州涉外经济职业技术学院事宜达成意向性约定，广东维城公司为涉外学院的举办者，涉外学院为其 100% 所有；

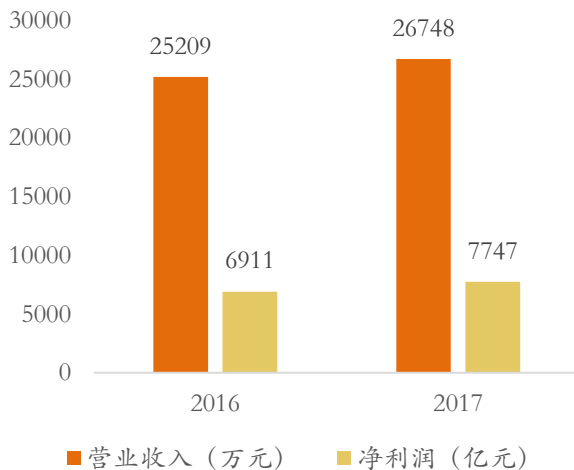
图表 40 两所高校主要情况

学校	属性	在学人数	平均学费	内生扩容分析
广州涉外经济职业技术学院	财经类民办普通高职院校	1.3 万	1.6 万元	新校区主楼已封顶，容量 1 万人，合计 2.3 万人。
四川城市职业学院	综合性普通高等学校	1.4 万	1.4 万元	1) 新校区容量 1 万人，合计 2.5 万人容量； 2) 获得专升本资格

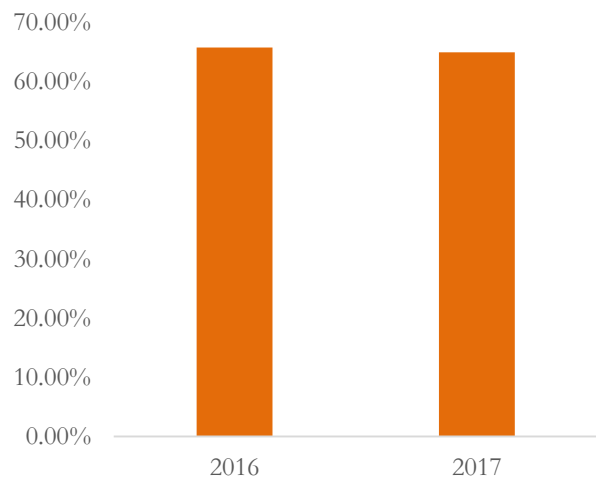
资料来源：公司公告，广证恒生

四川城市职业学院：新校区扩容+专科升本科双叠加贡献后续成长。城市学院是经四川省人民政府批准、教

教育部备案的全日制综合性普通高等学校，根据 2016 年武汉大学中国科学评价研究中心出具的《2016 年中国大学及学科专业评价咨询报告》，城市学院在四川省 109 所大学中排名第 20 位，是四川省 18 所民办高职中唯一进入全国 600 强的民办高职院校。城市学院目前在校生人数 14,655 人，人平均学费约 1.4 万元。2016 年城市学院在四川省 18 所民办高职院校中收入规模第一。成都老校区、眉山新校区占地面积达到 1000 多亩，建筑面积 40 多万平方米，两校区学生承载力约为 2.5 万人。新校区扩容与专科升本科将有望为学院带来双重叠加的新增长点。

图表 41 四川新概念公司营收以及净利润情况


资料来源：公司公告，广证恒生

图表 42 四川新概念公司毛利率情况


资料来源：公司公告，广证恒生

广州涉外经济职业技术学院：广东领先财经类职业学院，新校区完工在即打开业绩成长空间。是经广东省政府批准、国家教育部备案的省属全日制财经类民办普通高职院校，是一所“涉外”办学特色的财经高校，因其办学特色在众多高校中具备独特的强竞争力。广州涉外经济职业技术学院荣获“广东省高等教育（民办）院校竞争力十强”、“全国职业教育产教融合特色办学示范高校”等荣誉称号，名列广州日报发布的“2017 全国民办高职高专院校排行榜 TOP100”榜单，在广东省高职同行中名列前茅。目前在校生规模近 1.3 万人，人平均学费约 1.6 万元。学院主校区位于广州白云区，2015 年学院规划汤塘新校区，规划面积 600 多亩，已购土地 460 多亩，2017 年 53000 平方米主教学楼封顶，未来可容纳新增学生 10,000 人左右，新校区扩容有望为学院带来新的利润增长点。

5.3 团队完善+资金充裕，教育板块加速整合可期

5.3.1 董事长亲自抓手，外聘专家助力发展

目前公司教育板块由集团董事长刘年新亲自负责，常务副总裁陈国定为原新高教集团首席战略官及副总裁，在教育行业投资经验丰富。公司教育团队组建就绪，至上而下由董事长亲自抓手，有望加速在教育板块整合突破。

图表 43 公司教育板块核心团队



资料来源：公司官网，广证恒生

5.3.2 现金+银行授信充裕，奠定整合基础

截止 2017Q3，公司账上有 12.3 亿现金，5.1 亿结构性存款+银行理财，合计 17.4 亿元可用资金，考虑公司收够四川成都职业学院与广州涉外经济学院需要用约 8.4 亿元，可调用账上灵活资金依然超过 9 亿元。此外在银行授信方面，公司此前向上海浦东发展银行深圳分行申请 30 亿银行授信，有望为教育板块整合奠定资金基础。

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
单位:百万元					单位:百万元				
流动资产	6970	7666	8367	8651	营业收入	2877	3362	4482	4940
现金	1065	2419	1099	843	营业成本	2164	2624	3370	3709
应收账款	4433	4685	6576	7066	营业税金及附加	41	17	22	25
其它应收款	381	264	300	315	营业费用	222	202	291	321
预付账款	214	238	320	352	管理费用	160	202	269	296
存货	21	19	25	30	财务费用	54	64	72	92
其他	856	40	46	45	资产减值损失	100	100	55	50
非流动资产	2225	1517	1805	1956	公允价值变动收益	-2	-2	0	0
长期投资	46	29	38	38	投资净收益	4	5	6	7
固定资产	273	342	379	405	营业利润	139	157	408	454
无形资产	196	234	286	315	营业外收入	20	10	8	8
其他	1710	912	1102	1197	营业外支出	6	3	4	4
资产总计	9195	9183	10172	10607	利润总额	152	164	412	458
流动负债	4338	4182	4963	5289	所得税	34	36	91	101
短期借款	1187	1187	1187	1187	净利润	119	128	321	357
应付账款	1718	1906	2587	2828	少数股东损益	-12	-10	45	55
其他	1433	1089	1189	1273	归属母公司净利润	131	138	276	302
非流动负债	1392	1370	1380	1380	EBITDA	255	253	515	584
长期借款	239	239	239	239	EPS (摊薄)	0.11	0.11	0.22	0.24
其他	1152	1131	1141	1141					
负债合计	5730	5552	6343	6669	主要财务比率				
少数股东权益	-13	-23	22	77	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	1202	1245	1245	1245	成长能力				
资本公积	749	862	862	862	营业收入增长率	-4.3%	16.9%	33.3%	10.2%
留存收益	1433	1547	1700	1754	营业利润增长率	-65.9%	13.1%	160.2%	11.3%
归属母公司股东权益	3382	3654	3807	3861	归属于母公司净利润增长率	-63.4%	5.2%	100.9%	9.2%
负债和股东权益	9195	9183	10172	10607	获利能力				
					毛利率	24.8%	21.9%	24.8%	24.9%
现金流量表					净利率	4.1%	3.8%	7.2%	7.2%
					ROE	3.9%	3.9%	7.4%	7.8%
					ROIC	3.6%	3.5%	7.1%	8.0%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	偿债能力				
经营活动现金流	-456	1190	-907	126	资产负债率	62.3%	60.5%	62.4%	62.9%
净利润	119	138	276	302	净负债比率	25.26%	25.82%	22.64%	21.57%
折旧摊销	32	25	31	35	流动比率	1.61	1.83	1.69	1.64
财务费用	54	64	72	92	速动比率	1.60	1.83	1.68	1.63
投资损失	-4	-5	-6	-7	营运能力				
营运资金变动	-835	492	-1240	-213	总资产周转率	0.36	0.37	0.46	0.48
其它	177	476	-40	-82	应收账款周转率	0.70	0.74	0.80	0.72
投资活动现金流	-1113	108	-220	-46	应付账款周转率	1.25	1.45	1.50	1.37
资本支出	-664	-40	-31	-43	每股指标 (元)				
长期投资	20	46	-28	4	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.11	0.22	0.24
其他	-470	103	-161	-7	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.38	0.96	-0.73	0.10
筹资活动现金流	2138	56	-193	-336	每股净资产(最新摊薄)	2.81	2.94	3.06	3.10
短期借款	419	0	0	0	估值比率				
长期借款	239	0	0	0	P/E	39.42	38.80	19.32	17.69
普通股增加	200	43	0	0	P/B	1.52	1.46	1.40	1.38
资本公积金增加	-199	114	0	0	EV/EBITDA	19.62	17.23	11.14	10.36
其他	1478	-100	-193	-336					
现金净增加额	568	1354	-1320	-257					

5. 风险提示

风险提示:

- 建筑装饰行业市场不景气;
- 民办学校资产并购整合不达预期;
- 原有在校教育资产商誉减值风险

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。