业绩符合预期，布局民办职教打开成长空间

2018.04.27

	肖明亮(分析师)	叶锟（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

事件： 公司发布年度报告：①公司 2017 年实现营收 33.3 亿元，同比增加 15.77%，实现归母净利润 1.37 亿元，同比增加 4.88%，基本每股收益为 0.11 元，每 10 股派发现金红利 0.20 元；②2018 年 Q1 实现营收 8.61 亿元，同比增长 18.03%，实现归母净利润 5639 万元，同比增长 15.99%。

核心观点：

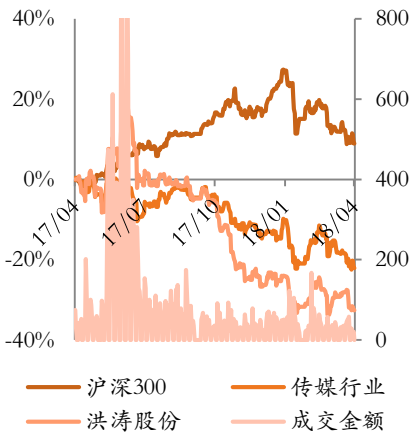
- **装饰主业成长稳定，教育培训业务处调整期压制业绩。**2017 年公司装饰主业营收为 30.7 亿元，同比增长 20.8%，主业成长维持稳定；教育培训实现营收 2.6 亿元，同比减少 6%，受业务调整原因学尔森以及跨考分别实现净利润为-3585 万元以及 4689 万元，未能完成业绩承诺；受学尔森业绩影响，公司计提 4131 万元商誉，此外公司加强应收账款管控成效初现，报告期内坏账确认损失 2349 万元，同比去年减少 3729 万元；公司实现综合毛利率 22.88%，同比减少 1.92pct，其中教育业务毛利率维稳，装饰毛利率受产品结构调整影响同比下降 1.11pct 至 18.85%；受股权激励以及有息债券增加影响，管理费用以及财务费率同比提升 1.12pct 和 2.78pct。考虑公司主业成长维持稳定，职教培训有望迎来边际改善，公司业绩有望迎来触底回升。
- **进军民办学校资产，打开新一轮成长空间。**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。
- **53 亿订单储备，主业成长有确定性高。**公司 2017 年新签订单超过 58 亿元，同比增长 26.52%，目前拥有 53 亿订单储备，我们看好公司凭借丰厚的订单储备保持稳定的成长，贡献业绩。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2018-2020 年归母净利润为 2.67/3.02/3.42 亿元，对应 EPS 为 0.21/0.24/0.27 元/股，对应 PE 为 20/18/16 倍。结合行业可比公司估值，**我们给予公司 18 年 30 倍 PE，维持目标价 6.66 元/股，维持强烈推荐评级。**
- **风险提示：**教育整合并购不达预期，传统主业大幅下滑

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3330.88	4408.07	4972.18	5572.15
同比(%)	15.77%	32.34%	12.80%	12.07%
归母净利润	137.19	267.70	302.25	342.91
同比(%)	4.88%	95.14%	12.91%	13.45%
毛利率(%)	22.88%	25.01%	25.01%	25.04%
ROE(%)	3.79%	6.76%	7.08%	7.56%
每股收益(元)	0.11	0.21	0.24	0.27
P/E	39.69	20.34	18.01	15.88
P/B	1.54	1.38	1.32	1.25
EV/EBITDA	13.61	11.32	10.57	9.46

强烈推荐(首次覆盖)

现价：	4.36
目标价：	6.66
股价空间：	**53%**

公司股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
洪涛股份	-1.6	-11.2	-28.6
传媒行业	-7.6	-13.3	-18.9
沪深 300	-4.0	-14.3	-5.6

公司基本资料

总市值（亿元）	54.5
总股本（亿股）	12.5
流通股比例	72.4%
资产负债率	66.2%
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）深度报告：主业增长职教培训边际改善，进军民办学校资产-20180326

*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

附录：公司财务预测表

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	8389	7756	7981	7884
现金	965	1299	1193	1090
应收账款	5021	4727	4874	4801
其它应收款	433	357	390	393
预付账款	390	302	346	324
存货	27	24	26	25
其他	1552	1047	1152	1250
非流动资产	2800	2733	3256	3539
长期投资	52	49	50	50
固定资产	580	892	1170	1420
无形资产	259	316	352	401
其他	1910	1475	1683	1668
资产总计	11190	10489	11237	11423
流动负债	5965	4922	5411	5302
短期借款	2006	1596	1800	1800
应付账款	1881	1799	1840	1820
其他	2078	1526	1771	1683
非流动负债	1448	1418	1436	1438
长期借款	243	248	252	256
其他	1205	1170	1184	1182
负债合计	7413	6340	6846	6740
少数股东权益	153	198	253	313
股本	1249	1249	1249	1249
资本公积	914	914	831	747
留存收益	1546	1788	2058	2374
归属母公司股东权益	3528	3951	4138	4370
负债和股东权益	11190	10489	11237	11423

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-139	1007	243	477
净利润	128	268	302	343
折旧摊销	44	56	79	100
财务费用	155	108	101	108
投资损失	-76	-37	-41	-43
营运资金变动	-486	351	-50	-124
其它	96	261	-147	93
投资活动现金流	-1280	-237	-363	-373
资本支出	-501	-328	-342	-326
长期投资	207	139	-24	-30
其他	-986	-47	3	-17
筹资活动现金流	1267	-437	14	-207
短期借款	818	-409	204	0
长期借款	4	4	4	4
普通股本增加	47	0	0	0
资本公积金增加	165	0	-83	-83
其他	233	-32	-111	-128
现金净增加额	-152	333	-106	-103

利润表				单位:百万元
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3331	4408	4972	5572
营业成本	2569	3305	3729	4177
营业税金及附加	16	77	60	64
营业费用	227	278	338	379
管理费用	222	277	319	357
财务费用	155	108	101	108
资产减值损失	65	20	25	25
公允价值变动收益	0	-1	-1	-0
投资净收益	76	37	41	43
营业利润	161	379	440	505
营业外收入	14	15	15	15
营业外支出	4	3	4	5
利润总额	170	391	451	516
所得税	42	78	94	113
净利润	128	313	357	403
少数股东损益	-9	45	55	60
归属母公司净利润	137	268	302	343
EBITDA	332	555	631	724
EPS（摊薄）	0.11	0.21	0.24	0.27

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	15.8%	32.3%	12.8%	12.1%
营业利润增长率	15.9%	136.1%	16.0%	14.8%
归属于母公司净利润增长率	4.9%	95.1%	12.9%	13.4%
获利能力				
毛利率	22.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利率	3.8%	7.1%	7.2%	7.2%
ROE	3.8%	6.8%	7.1%	7.6%
ROIC	3.6%	6.8%	6.9%	7.4%
偿债能力				
资产负债率	66.2%	60.4%	60.9%	59.0%
净负债比率	31.74%	29.74%	30.78%	31.49%
流动比率	1.41	1.58	1.48	1.49
速动比率	1.40	1.57	1.47	1.48
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.41	0.46	0.49
应收账款周转率	0.70	0.90	1.04	1.15
应付账款周转率	1.43	1.80	2.05	2.28
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.21	0.24	0.27
每股经营现金流(最新摊薄	-0.11	0.81	0.19	0.38
每股净资产(最新摊薄)	2.83	3.16	3.31	3.50
估值比率				
P/E	39.69	20.34	18.01	15.88
P/B	1.54	1.38	1.32	1.25
EV/EBITDA	13.61	11.32	10.57	9.46

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。