

# 洪涛股份 (002325)

## 在手订单充裕，并购学历教育再次延伸第二主业范围

公司近日公告最新年报，2017 年公司营收 33.31 亿元，同增 15.77%；归母净利润 1.37 亿元，同增 4.88%。2018 年一季度实现营收 8.61 亿元，同增 18.03%；归母净利润 0.56 亿元，同增 12.05%。我们的点评如下。

### 在手订单充裕，突破海外市场未来业绩可期

2017 年，公司在手订单充裕，全年新签订单总额达 58 亿，同增 26.25%，新签订单收入比 1.74。18 年一季度新签订单额达 7.50 亿元，较去年减少 3.51 亿合同额，同比下降 25.07%，但中标未签订单额是去年的 4 倍，预计下一季度新签订单额将大幅上升。公司加大海外市场开拓力度，跨国承包柬埔寨金边金塔 42 项目，合同额 8.26 亿元，占 17 年营收 24.80%，预计 18 年境外营收将大幅上升。

### 营收继续稳健增长，期间费用率增加致毛利率略有下降

17 年公司实现营收 33.31 亿元，同增 15.77%。其中占营收 89.72%的装饰业务同增 17.65%，受国家考试政策影响，控股子公司学尔森业绩未达预期，占营收 8.26%的职业教育同减 0.76%。公司一季度实现营收 8.61 亿元，同增 18.03%。

公司剔除营改增影响的毛利率为 22.40%，较去年下降 0.97 个百分点，主要受劳动力成本上升较快影响，装饰业务毛利率 18.47%，较去年下降 1.37 个百分点。职业教育板块毛利率 70.43%，维持较高水平。公司期间费用率 18.12%，较去年提高 2.98 个百分点。其中销售费用率受广告宣传费减少的影响，同减 0.91 个百分点；管理费用率上升 1.11 个百分点，主要系股权激励计划，计提摊销费用；财务费用率上升 2.78 个百分点，主要是因为有息负债较去年同期增加，以及本期理财产品利息计入投资收益。综合起来，公司 17 年归母净利润 1.37 亿，同增 4.88%。一季度归母净利润 0.56 亿元，同增 12.05%，盈利能力有所提高。

### 外延并购发展教育第二主业，业绩不达预期

受国家考试政策影响，部分资格证书暂停考试，学尔森本期未能完成业绩承诺，亏损 3584.6 万元，公司已暂缓相关募投项目。跨考教育实现净利润 4689.56 万元，完成业绩承诺 78.16%，主要系 17 年主动进行战略转型，同时 IT 研发投入加大致利润下滑。

17 年公司战略决策进入并布局前端学历职业教育领域，18 年公司通过签订收购四川新概念教育 51%股权的框架协议，控制四川城市职业学院，若实现业绩承诺，18 年预计对净利润贡献 3315 万元，占 17 年归母净利润 24.20%。同时，公司今年计划参股 55%广州涉外经济职业技术学院，因其人数与四川新概念相近，我们预计净利润也与四川新概念规模一致，未来有望进一步增厚教育板块业绩。

**投资建议：**公司在手订单充裕，锁定未来业绩稳健增长，外延并购发展教育产业，短期内公司业绩有望快速增长。由于 17 年教育业务不及预期，我们下调 2018-2020 年 EPS 分别为 0.20、0.25、0.29 元/股（原 18-19 年为 0.25、0.34 元），对应 PE 为 22、17、15 倍。至去年 7 月以来受投资行为和公司业绩不达预期等影响公司估值下行 30%，我们也相应下调目标价从 7.54 至 5.5 元，暂维持“买入”评级。

**风险提示：**教育并购整合不达预期，商誉减值风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,877.12	3,330.88	4,636.26	5,860.64	7,256.90
增长率(%)	(4.30)	15.77	39.19	26.41	23.82
EBITDA(百万元)	220.36	349.59	539.49	679.95	816.73
净利润(百万元)	130.81	137.19	251.40	311.76	363.84
增长率(%)	(63.41)	4.88	83.25	24.01	16.70
EPS(元/股)	0.10	0.11	0.20	0.25	0.29
市盈率(P/E)	41.68	39.74	21.68	17.49	14.98
市净率(P/B)	1.57	1.50	1.38	1.28	1.18
市销率(P/S)	1.89	1.64	1.18	0.93	0.75
EV/EBITDA	45.42	20.99	15.63	12.52	13.43

资料来源：wind，天风证券研究所

## 证券研究报告

2018 年 05 月 02 日

### 投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.36 元
目标价格	5.5 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,250.31
流通 A 股股本(百万股)	904.78
A 股总市值(百万元)	5,451.34
流通 A 股市值(百万元)	3,944.86
每股净资产(元)	2.90
资产负债率(%)	64.52
一年内最高/最低(元)	7.95/4.08

### 作者

唐笑 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 联系人  
xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰 联系人  
chenhangjie@tfzq.com

### 股价走势



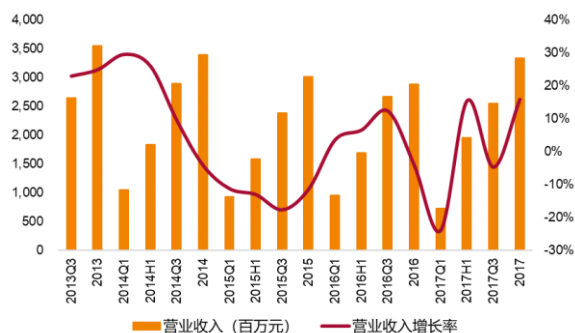
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《洪涛股份-半年报点评:营收增长有望持续，二季度提速明显》 2017-08-25
- 2 《洪涛股份-年报点评报告:在手订单较为稳定，职教业务逐步推进，业绩有望提升》 2017-05-06
- 3 《洪涛股份-半年报点评:中报点评：营收增长 6.47%，“建筑+教育”两架马车并驾齐驱》 2016-08-29

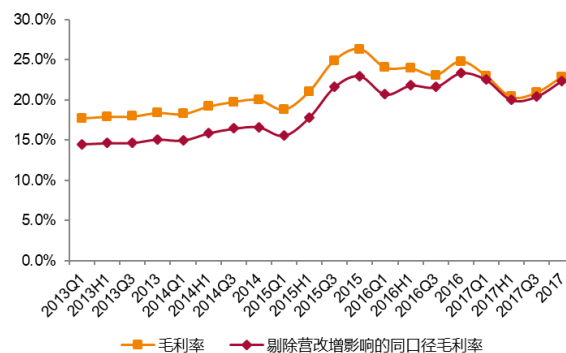


图 1：营业收入及增长率



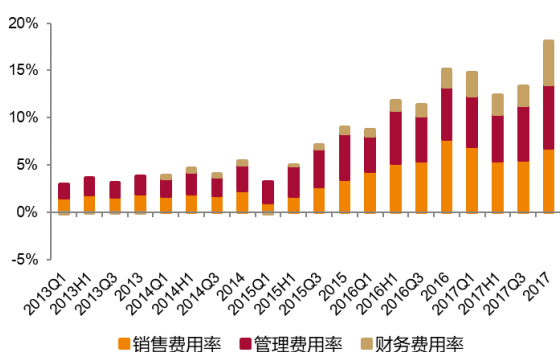
资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：公司毛利率



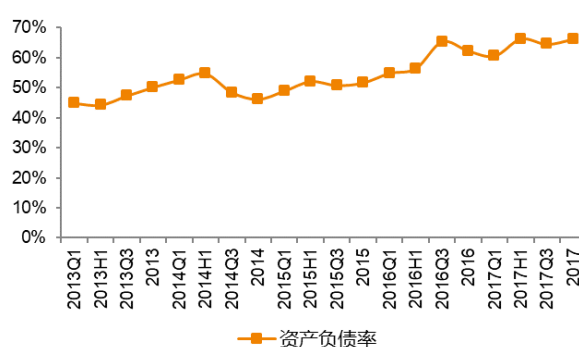
资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：期间费用率



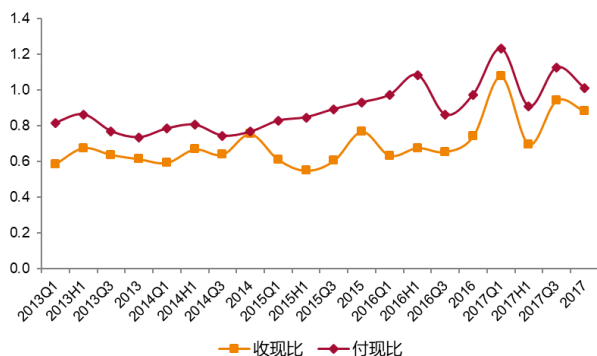
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：资产负债率



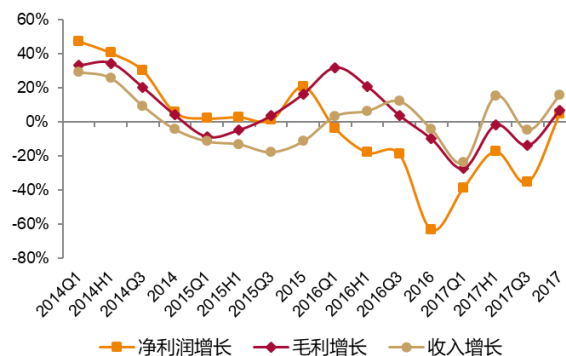
资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：收现比与付现比



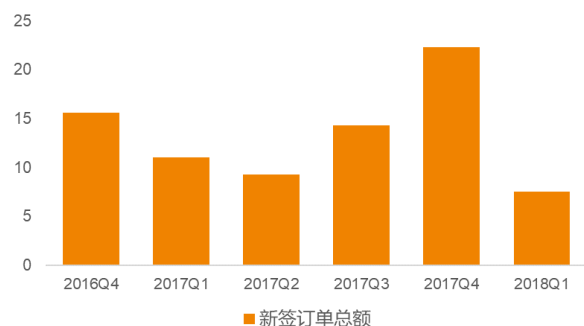
资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：公司净利润增长率



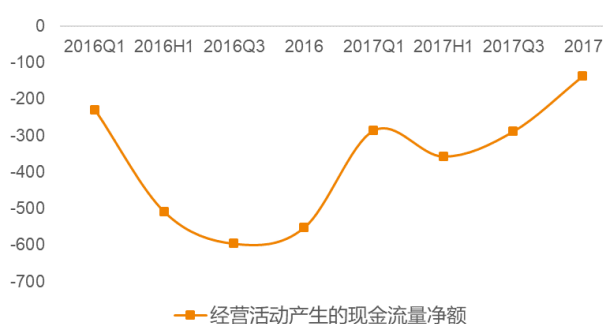
资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：新签订单总额（万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：经营性现金流（百万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,064.79	965.34	1,019.98	1,289.34	1,596.52
应收账款	4,814.38	5,454.44	8,892.41	9,334.37	13,359.41
预付账款	214.37	390.06	410.97	631.20	671.67
存货	20.58	27.26	36.14	46.35	56.78
其他	856.09	1,552.28	830.04	1,084.22	1,203.56
<b>流动资产合计</b>	<b>6,970.22</b>	<b>8,389.37</b>	<b>11,189.53</b>	<b>12,385.48</b>	<b>16,887.94</b>
长期股权投资	46.34	51.74	51.74	51.74	51.74
固定资产	273.10	579.90	620.32	637.17	638.32
在建工程	125.18	133.83	83.30	52.98	32.99
无形资产	195.78	287.17	277.07	266.94	256.76
其他	1,584.67	1,747.52	1,163.84	1,481.21	1,460.28
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,225.07</b>	<b>2,800.16</b>	<b>2,196.27</b>	<b>2,490.04</b>	<b>2,440.08</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,195.29</b>	<b>11,189.53</b>	<b>13,385.80</b>	<b>14,875.52</b>	<b>19,328.02</b>
短期借款	1,187.44	2,005.53	2,975.65	3,564.30	5,837.74
应付账款	1,904.11	2,460.77	3,280.13	3,752.01	4,988.31
其他	1,246.74	1,498.47	1,424.91	1,466.38	1,585.31
<b>流动负债合计</b>	<b>4,338.29</b>	<b>5,964.77</b>	<b>7,680.69</b>	<b>8,782.69</b>	<b>12,411.37</b>
长期借款	239.29	243.47	437.37	523.32	1,009.91
应付债券	1,101.11	1,133.05	1,117.08	1,125.06	1,121.07
其他	51.25	71.48	53.41	58.71	61.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,391.65</b>	<b>1,448.00</b>	<b>1,607.86</b>	<b>1,707.09</b>	<b>2,192.18</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,729.94</b>	<b>7,412.77</b>	<b>9,288.55</b>	<b>10,489.78</b>	<b>14,603.54</b>
少数股东权益	(12.86)	152.60	135.85	112.56	87.47
股本	1,201.85	1,248.71	1,250.31	1,250.31	1,250.31
资本公积	748.62	913.95	913.95	913.95	913.95
留存收益	2,182.01	2,459.70	2,711.10	3,022.86	3,386.70
其他	(654.26)	(998.20)	(913.95)	(913.95)	(913.95)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,465.35</b>	<b>3,776.76</b>	<b>4,097.26</b>	<b>4,385.73</b>	<b>4,724.48</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>9,195.29</b>	<b>11,189.53</b>	<b>13,385.80</b>	<b>14,875.52</b>	<b>19,328.02</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	118.85	128.20	251.40	311.76	363.84
折旧摊销	31.93	43.83	36.21	39.61	42.02
财务费用	55.70	159.59	201.77	266.60	334.80
投资损失	(3.76)	(75.78)	(8.00)	(8.00)	(8.00)
营运资金变动	(1,273.14)	(1,002.12)	(1,525.23)	(721.79)	(2,788.59)
其它	517.63	607.39	(0.09)	(17.73)	(34.35)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(552.79)</b>	<b>(138.89)</b>	<b>(1,043.94)</b>	<b>(129.55)</b>	<b>(2,090.29)</b>
资本支出	40.92	391.63	34.07	10.70	10.51
长期投资	6.76	5.40	0.00	0.00	0.00
其他	(1,161.02)	(1,676.80)	95.05	(41.55)	(45.98)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,113.34)</b>	<b>(1,279.78)</b>	<b>129.12</b>	<b>(30.85)</b>	<b>(35.47)</b>
债权融资	2,548.35	3,485.74	4,571.50	5,267.89	8,035.49
股权融资	75.84	(120.68)	(115.43)	(266.13)	(334.20)
其他	(486.47)	(2,097.95)	(3,486.61)	(4,571.99)	(5,268.36)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,137.72</b>	<b>1,267.12</b>	<b>969.46</b>	<b>429.77</b>	<b>2,432.93</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>471.59</b>	<b>(151.55)</b>	<b>54.64</b>	<b>269.36</b>	<b>307.18</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2,877.12</b>	<b>3,330.88</b>	<b>4,636.26</b>	<b>5,860.64</b>	<b>7,256.90</b>
营业成本	2,163.59	2,568.71	3,402.86	4,297.75	5,343.35
营业税金及附加	41.18	15.98	22.25	28.13	34.83
营业费用	222.17	226.81	315.27	398.52	493.47
管理费用	159.52	221.69	315.27	404.38	500.73
财务费用	54.04	155.13	201.77	266.60	334.80
资产减值损失	100.12	64.81	101.99	105.07	108.55
公允价值变动收益	(1.69)	0.00	16.67	5.56	(9.26)
投资净收益	3.76	75.78	8.00	8.00	8.00
其他	(4.14)	(158.64)	(49.33)	(27.11)	2.52
<b>营业利润</b>	<b>138.58</b>	<b>160.63</b>	<b>301.51</b>	<b>373.74</b>	<b>439.91</b>
营业外收入	20.22	13.73	13.61	13.61	13.61
营业外支出	6.32	4.41	4.08	4.94	4.47
<b>利润总额</b>	<b>152.48</b>	<b>169.94</b>	<b>311.04</b>	<b>382.41</b>	<b>449.04</b>
所得税	33.63	41.74	76.40	93.93	110.30
<b>净利润</b>	<b>118.85</b>	<b>128.20</b>	<b>234.64</b>	<b>288.48</b>	<b>338.74</b>
少数股东损益	(11.96)	(8.99)	(16.76)	(23.28)	(25.09)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>130.81</b>	<b>137.19</b>	<b>251.40</b>	<b>311.76</b>	<b>363.84</b>
每股收益（元）	0.10	0.11	0.20	0.25	0.29

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-4.30%	15.77%	39.19%	26.41%	23.82%
营业利润	-65.94%	15.91%	87.71%	23.95%	17.70%
归属于母公司净利润	-63.41%	4.88%	83.25%	24.01%	16.70%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.80%	22.88%	26.60%	26.67%	26.37%
净利率	4.55%	4.12%	5.42%	5.32%	5.01%
ROE	3.76%	3.79%	6.35%	7.30%	7.85%
ROIC	4.47%	6.17%	7.59%	6.96%	7.96%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.31%	66.25%	69.39%	70.52%	75.56%
净负债率	64.72%	56.05%	72.28%	84.30%	83.24%
流动比率	1.61	1.41	1.46	1.41	1.36
速动比率	1.60	1.40	1.45	1.40	1.36
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	0.65	0.65	0.65	0.64	0.64
存货周转率	172.90	139.24	146.24	142.09	140.73
总资产周转率	0.36	0.33	0.38	0.41	0.42
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.10	0.11	0.20	0.25	0.29
每股经营现金流	-0.44	-0.11	-0.83	-0.10	-1.67
每股净资产	2.78	2.90	3.17	3.42	3.71
<b>估值比率</b>					
市盈率	41.68	39.74	21.68	17.49	14.98
市净率	1.57	1.50	1.38	1.28	1.18
EV/EBITDA	45.42	20.99	15.63	12.52	13.43
EV/EBIT	51.96	23.77	16.75	13.30	14.16

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com