

洪涛股份

围绕职教持续布局，强势推进第二主业

公司动态

公司近况

洪涛股份公告以现金 2.975 亿元收购上海学尔森文化传播有限公司 85% 股权，以现金 3,900 万元收购北京金英杰教育科技有限公司 20% 股权（未来拟进一步收购以实现控股），以现金 2,000 万元通过增资扩股方式收购北京筑龙伟业科技有限公司 10% 股权。

学尔森主要为二、三级建造师、造价工程师、造价员、消防工程师、建筑现场八大员等提供 O2O 考前培训，是国内建筑培训领导品牌，并承诺 2015~17 年净利润分别不低于 2,500 万元、4,000 万元和 6,000 万元。金英杰教育主要提供卫生资格、医师资格、药师资格、职称晋升等培训，以及司法考试培训服务，是医学和司法培训的高端品牌，其预计 2015 年净利润 1,500 万元。筑龙伟业下属筑龙网则是最领先的建筑信息服务商之一。

评论

有利于完善职业教育业务的布局。公司 2014 年提出将职业教育打造为第二主业，此前先后收购了中装新网和跨考教育，进入装饰和考研培训领域。此次收购后将拓展至建筑、医学、司法培训等领域，有利于完善业务布局、创造盈利增长点、形成协同效应。

体现了强势打造第二主业的决心。在公装业务景气下滑背景下，公司转型决心坚决，在并购和整合上投入了大量精力，新业务板块已初具规模。当然，大量并购后如何有效整合尚待观察。

估值建议

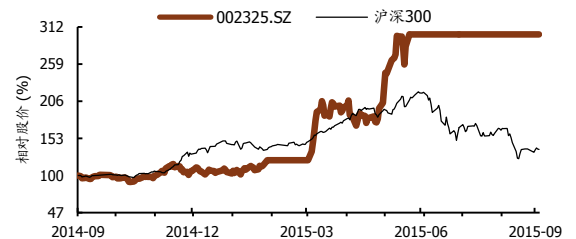
稀缺性提供估值溢价，但短期有较大补跌空间。洪涛股份是装饰行业内唯一一家以职业教育为转型方向的公司，且其规模偏小，应享受一定估值溢价。公司目前股价对应 2015 年 P/E 达 80 倍，远高于板块平均的 28 倍，而停牌期间板块平均下跌 52%，因此短期具有较大补跌空间。**维持目标价 12.4 元（40x 2015e P/E），维持“中性”评级。**

风险

投资增速持续下滑，收购整合慢于预期。

维持中性

股票代码	002325.SZ
评级	中性
最新收盘价	人民币 24.88
目标价	人民币 12.40
52 周最高价/最低价	人民币 31.92~9.31
总市值(亿)	人民币 250
30 日日均成交额(百万)	
发行股数(百万)	1,002
其中：自由流通股(%)	64
30 日日均成交量(百万股)	
主营行业	建筑与工程



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	3,546	3,393	3,085	3,544
增速	24.8%	-4.3%	-9.1%	14.9%
归属母公司净利润	280	295	311	337
增速	36.7%	5.7%	5.2%	8.3%
每股净利润	0.28	0.29	0.31	0.34
每股净资产	1.83	2.90	3.17	3.46
每股股利	0.04	0.04	0.04	0.05
每股经营现金流	-0.23	0.22	0.46	0.16
市盈率	89.1	84.3	80.2	74.0
市净率	13.6	8.6	7.8	7.2
EV/EBITDA	59.2	59.9	64.8	55.8
股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
平均总资产收益率	9.1%	6.5%	5.7%	5.8%
平均净资产收益率	16.8%	12.5%	10.2%	10.1%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

廖明兵

分析师
 mingbing.liao@cicc.com.cn
 SAC 执证编号：S0080512070003
 SFC CE Ref: BDO970

吴慧敏

分析师
 huimin.wu@cicc.com.cn
 SAC 执证编号：S0080511030004
 SFC CE Ref: AUZ699

张雪蓉

联系人
 xuerong.zhang@cicc.com.cn
 SAC 执证编号：S0080115080066



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	3,546	3,393	3,085	3,544	营业收入	24.8%	-4.3%	-9.1%	14.9%
营业成本	2,893	2,713	2,467	2,834	营业利润	23.4%	3.3%	5.6%	8.4%
营业税金及附加	117	115	104	120	EBITDA	36.0%	-0.4%	-8.7%	16.2%
营业费用	69	77	70	80	净利润	36.7%	5.7%	5.2%	8.3%
管理费用	65	92	93	96	盈利能力				
财务费用	-1	15	-4	-9	毛利率	18.4%	20.0%	20.0%	20.0%
其他	-64	-31	15	-22	营业利润率	9.6%	10.3%	12.0%	11.3%
营业利润	339	350	370	401	EBITDA 利润率	11.7%	12.2%	12.2%	12.4%
营业外收支	2	1	1	1	净利率	7.9%	8.7%	10.1%	9.5%
利润总额	340	351	371	402	偿债能力				
所得税	61	57	60	65	流动比率	1.77	1.93	2.06	2.01
少数股东损益	0	-1	0	0	速动比率	1.75	1.92	2.06	2.00
归属母公司净利润	280	295	311	337	现金比率	0.19	0.08	0.20	0.17
EBITDA	415	413	377	438	资产负债率	50.2%	46.2%	42.1%	42.8%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	349	200	467	443	回报率分析				
应收账款及票据	2,518	3,129	2,845	3,268	总资产收益率	9.1%	6.5%	5.7%	5.8%
预付款项	203	213	194	222	净资产收益率	16.8%	12.5%	10.2%	10.1%
存货	32	17	16	18	每股指标				
其他流动资产	163	1,263	1,249	1,270	每股净利润 (元)	0.28	0.29	0.31	0.34
流动资产合计	3,265	4,822	4,771	5,221	每股净资产 (元)	1.83	2.90	3.17	3.46
固定资产及在建工程	278	345	378	410	每股股利 (元)	0.05	0.05	0.04	0.05
无形资产及其他长期资产	136	246	343	442	每股经营现金流 (元)	-0.23	0.22	0.46	0.16
非流动资产合计	414	590	720	852	估值分析				
资产合计	3,679	5,413	5,491	6,073	市盈率	89.1	84.3	80.2	74.0
短期借款	0	0	0	0	市净率	13.6	8.6	7.8	7.2
应付账款及票据	1,335	1,709	1,554	1,785	EV/EBITDA	59.2	59.9	64.8	55.8
其他流动负债	510	792	757	816	股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
流动负债合计	1,845	2,501	2,311	2,601					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	0	0	0	0					
负债合计	1,845	2,501	2,311	2,601					
股东权益合计	1,834	2,908	3,176	3,467					
少数股东权益	0	4	4	4					
负债及股东权益合计	3,679	5,413	5,491	6,073					
现金流量表									
净利润	280	295	311	337					
折旧和摊销	13	18	27	25					
营运资本变动	-290	-1,050	127	-188					
其他	-232	961	-4	-9					
经营活动现金流	-230	223	460	164					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	114	1,270	156	156					
投资活动现金流	-114	-1,270	-156	-156					
股权融资	80	846	0	0					
银行借款	199	96	0	0					
其他	-27	-50	-36	-33					
筹资活动现金流	251	891	-36	-33					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-92	-155	267	-25					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

洪涛股份于 2009 年在深交所中小企业板上市，实际控制人为刘年新。公司是国内公共建筑装饰行业龙头之一，在全国建筑装饰行业百强实力评比中位列第四。其主要为政府机构、大型国有企业、跨国公司、高档酒店等提供建筑装饰设计和施工服务，在高端大堂、大剧院、国宾馆装饰、五星级标准酒店装饰等细分市场具有领先优势。



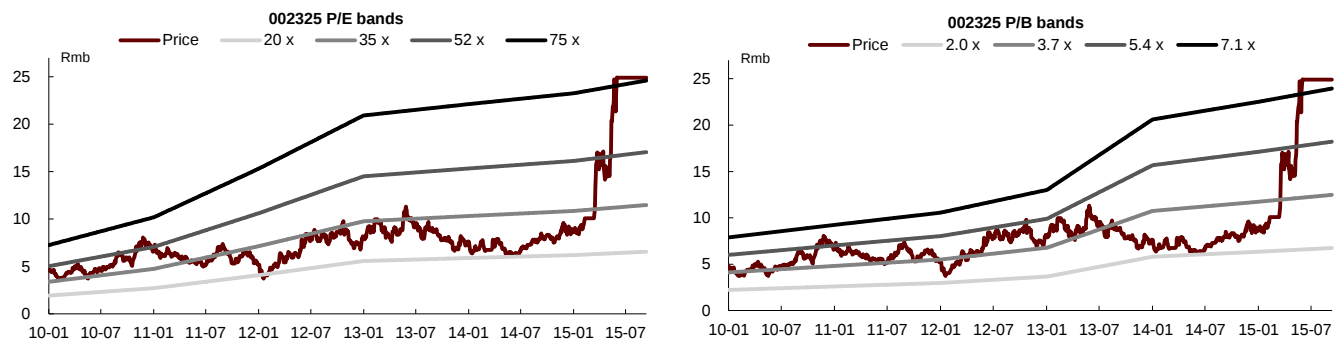
图表 1: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	交易货币	股价	市值 (百万)	市盈率				市净率				净资产收益率			
			15-09-13	15-09-13	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E
A股																
建筑装饰																
金螳螂	002081.CH	RMB	14.8	25,993	16.6	13.8	13.2	12.5	4.7	3.6	2.9	2.4	28%	26%	22%	19%
亚厦股份	002375.CH	RMB	14.5	19,376	21.7	18.8	18.7	18.7	4.5	3.0	2.6	2.3	21%	16%	14%	12%
广田股份	002482.CH	RMB	17.9	9,625	18.4	17.9	19.6	17.9	2.5	2.2	2.0	1.7	13%	12%	10%	10%
洪涛股份	002325.CH	RMB	24.9	24,918	89.1	84.3	80.2	74.0	13.6	8.6	7.8	7.2	15%	10%	10%	10%
宝鹰股份	002047.CH	RMB	10.0	12,606	57.3	46.9	30.6	23.1	12.1	6.1	5.1	4.3	21%	13%	17%	18%
全筑股份	603030.CH	RMB	22.6	3,610	53.9	48.1	38.3	31.0	10.5	8.6	4.1	3.6	19%	18%	11%	12%
瑞和股份	002620.CH	RMB	24.9	2,983	36.8	54.4	40.0	33.1	3.1	2.9	2.8	2.6	8%	5%	7%	8%
平均值					42.0	40.6	34.4	30.0	7.3	5.0	3.9	3.4	18%	14%	13%	13%
中间值					36.8	46.9	30.6	23.1	4.7	3.6	2.9	2.6	19%	13%	11%	12%
园林绿化																
东方园林	002310.CH	RMB	38.3	38,634	43.4	59.6	46.6	36.4	7.5	6.8	6.0	5.2	17%	11%	13%	14%
棕榈园林	002431.CH	RMB	16.8	9,237	23.2	21.6	30.7	29.3	3.6	3.1	2.9	2.6	15%	15%	9%	9%
普邦园林	002663.CH	RMB	7.4	11,893	39.0	29.9	24.4	19.7	5.5	3.3	2.9	2.6	14%	11%	12%	13%
铁汉生态	300197.CH	RMB	36.0	19,398	82.3	79.4	63.5	49.5	10.9	9.6	7.4	6.5	13%	12%	12%	13%
岭南园林	002717.CH	RMB	15.1	4,902	50.7	41.9	28.2	20.6	11.5	6.5	3.6	3.1	23%	16%	13%	15%
蒙草抗旱	300355.CH	RMB	12.2	5,377	51.7	32.2	27.6	22.9	6.0	3.7	3.4	2.9	12%	12%	12%	13%
云投生态	002200.CH	RMB	13.9	2,559	161.3	555.7	107.3	88.1	7.4	3.2	3.1	3.0	5%	1%	3%	3%
文科园林	002775.CH	RMB	31.8	3,810	39.0	42.3	34.7	29.0	8.3	7.1	3.8	3.4	21%	17%	11%	12%
平均值					61.3	107.8	45.4	36.9	7.6	5.4	4.1	3.7	15%	12%	11%	12%
中间值					47.1	42.1	32.7	29.2	7.5	5.1	3.5	3.0	15%	12%	12%	13%
幕墙																
江河创建	601886.CH	RMB	9.6	11,056	38.0	39.9	25.2	19.6	2.4	2.1	2.1	1.9	6%	5%	8%	10%
嘉寓股份	300117.CH	RMB	8.2	2,675	43.8	56.3	40.5	29.1	2.1	2.0	2.0	1.8	5%	4%	5%	6%
柯利达	603828.CH	RMB	27.4	3,389	35.0	35.6	31.7	25.0	8.8	7.1	6.0	5.0	25%	20%	19%	20%
中航三鑫	002163.CH	RMB	7.9	6,308	-12.3	330.7	n.a	n.a	6.7	6.6	n.a	n.a	-54%	2%	n.a	n.a
平均值					26.1	115.6	32.5	24.6	5.0	4.5	3.3	2.9	-4%	8%	11%	12%
中间值					36.5	48.1	31.7	25.0	4.5	4.3	2.1	1.9	6%	4%	8%	10%
H股																
远大中国-H	2789.HK	HKD	0.4	2,421	23.2	95.1	n.a	n.a	0.6	0.6	n.a	n.a	2%	1%	n.a	n.a
远东环球-H	830.HK	HKD	1.2	2,500	49.6	43.3	n.a	n.a	2.2	2.2	n.a	n.a	4%	5%	n.a	n.a
兴业太阳能-H	750.HK	HKD	4.8	3,350	6.5	7.0	5.0	4.2	1.3	1.1	0.9	0.7	20%	15%	18%	18%
平均值					26.4	48.5	5.0	4.2	1.3	1.3	0.9	0.7	9%	7%	18%	18%
中间值					23.2	43.3	5.0	4.2	1.3	1.1	0.9	0.7	4%	5%	18%	18%
总体平均					44.0	79.8	37.2	30.7	6.2	4.5	3.7	3.3	12%	11%	12%	12%
总体中间值					39.0	42.8	30.7	25.0	5.7	3.5	3.1	2.9	15%	12%	12%	12%

注: 标*的公司为市场一致预期, 其余为中金预测

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 2: 洪涛股份 12 个月 forward P/E 和 P/B bands



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

