

新南洋 (600661.SH)

盈利稳健增长，教育产业布局逐步推进

● **盈利：16年教育业务和减持昂立股权实现增长，1季度盈利增长达16%**
 公司2016年实现营收13.9亿元，同比增长19.3%，归母净利1.8亿元，同比增204.3%，扣非归母净利5372.1万，同比增4.0%。其中，昂立教育实现营收8.8亿元，归母净利润为8641.3万，超过业绩承诺的7997.0万元。此外，公司确认投资收益1.6亿元，其中因减持交大昂立股权确认1.4亿元收益。盈利能力方面，公司16年毛利率和净利率分别为43.5%和13.2%，同比分别增长3.8和8.0个百分点。17年1季度公司实现营业收入、归母净利润分别为3.5亿元和1605.3万元，同比增加21.0%和16.0%。

● **分业务：制造业务逐渐剥离，教育业务稳定增长**

教育和服务：16年教育业务贡献营收11.9亿元，同比增长25.0%，毛利率为46.6%。教育业务贡献净利润约8134.0万元，其中K12领域贡献8641.3万元，职教领域亏损684.7万元，国际教育领域贡献177.4万元。

其他业务：16年精密制造和数字电视运营业务分别实现营业收入1.3和0.5亿元，同比增长0.4%和下降20.5%，实现净利润约-944.34和49.3万元。

● **未来看点：教育布局四大板块，定增、股权激励及产业基金助力增长**

四大教育业务稳步推进：(1) K12教育，昂立教育以上海为根据地逐渐辐射江浙地区，16年底校区总数已达125个，同时布局东书房（琴棋书画教育培训）等新项目；(2) 职业教育，目前公司拟使用募集资金2.5亿元新设立职业教育产业平台，同时嘉兴南洋学院完成迁建新校区工作，校园用地580亩，建筑面积达18万平方米，即将投入使用；(3) 国际教育，公司的湖州现代教育园区项目顺利推进，业务涵盖0-18岁的学校教育/学历和非学历教育，计划将于17年9月开始招生；(4) 幼教，目前公司计划通过直营、托管等方式，快速介入幼教领域，目前公司已成立幼教事业部，着力打造“世纪昂立”品牌。16年12月定增项目已审核通过。

教育基金助力外延扩张：基金总规模10.05亿元，首次认缴出资5.025亿元，存续期5年。其中，新南洋出资1.3亿元，出资比例为25.9%。通过设立教育产业并购基金，公司有望实现外延式扩张。

拟实施股权激励提升经营效率：公司拟实施股权激励的授予对象中昂立教育的人员数量达到144人，占总人数的84%，拟授予昂立教育的期权量占总授予量同样达到84%。此次股权激励有望激发调动董事、高管及公司业务骨干的积极性，改善公司经营效率。

● **内生+外延发展稳步推进，全产业链布局打造综合教育服务龙头**

公司为A股教育龙头企业，依托交大背景资源，定位综合教育服务集团，深耕K12培训、积极推进职业教育，拓展幼教和国际教育。公司未来将受益于政策红利下教育行业景气上行，成为国内领先的综合教育服务集团。暂不考虑定增影响，预计公司17-19年EPS分别为0.28、0.33和0.38元，17年对应PE 87倍，短期估值偏高，不过考虑到公司K12培训快速发展、职教业务前景广阔，维持“买入”评级。

● **风险提示：**定增和股权激励方案审批进度低于预期，昂立教育盈利情况低于预期，职业教育业务拓展低于预期，经济持续下行，政策风险。

公司评级

买入

当前价格 23.62元

前次评级 买入

报告日期 2017-05-03

相对市场表现



分析师：安鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师：沈涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

相关研究：

新南洋 (600661.SH)：聚焦 2017-03-13

K12和职教，教育龙头蓄势待发

联系人：姚遥 18521722468

gfyaoyao@gf.com.cn

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,165.20	1,389.76	1,653.56	1,909.97	2,140.06
增长率(%)	-0.03%	19.27%	18.98%	15.51%	12.05%
EBITDA(百万元)	76.40	118.60	85.29	104.49	119.19
净利润(百万元)	60.10	182.87	72.78	86.58	98.41
增长率(%)	-4.72%	204.26%	-60.20%	18.96%	13.66%
EPS(元/股)	0.232	0.706	0.281	0.334	0.380
市盈率(P/E)	166.44	40.28	87.25	73.34	64.53
市净率(P/B)	11.95	7.86	7.34	7.04	7.30
EV/EBITDA	127.70	57.79	68.84	55.09	48.04

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

目录索引

盈利：16年教育业务和减持昂立股权实现增长，1季度盈利增长达16%.....	4
分业务：制造业务逐渐剥离，教育业务稳定增长.....	5
未来看点：教育布局四大板块，定增、股权激励及产业基金助力增长.....	6
内生+外延发展稳步推进，全产业链布局打造综合教育服务龙头，维持“买入”评级.....	8
风险提示.....	8

图表索引

图 1: 16 年实现营业收入 13.9 亿元, 同比增长 19.3%	4
图 2: 16 年归母净利润 1.8 亿元, 同比增幅达 204.3%	4
图 3: 16 全年实现毛利率 43.5%, 净利率 13.2%	5
图 4: 16 年期间费用率 37.7%, 同比增 2.4 个百分点	5
图 5: 16 年教育收入占比分别为 85.9%	6
图 6: 16 年教育业务收入同比增长 25.0%	6
图 7: 16 年教育毛利占比约为 92.1%	6
图 8: 教育培训业务毛利率为 46.6%	6

盈利：16年教育业务和减持昂立股权实现增长，1季度盈利增长达16%

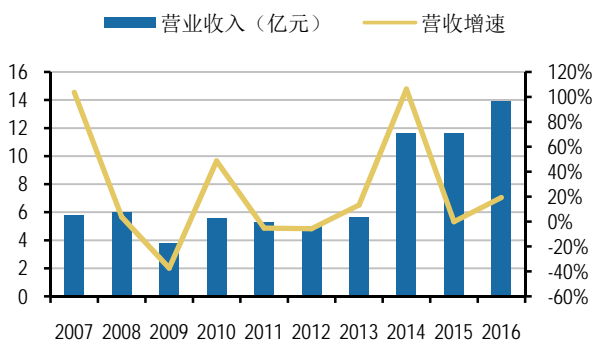
公司2016年实现营业收入13.9亿元，同比增长19.3%，归母净利润1.8亿元，同比增长204.3%，扣非归母净利润5372.1万，同比增长4.0%，16年EPS为0.71元/股。其中第4季度营业收入和归母净利润分别为3.7亿元和5268.7万元，同比分别上涨15.1%和338.5%。其中，上海昂立科技教育集团实现营收8.8亿元，同比增长21.2%，归母净利润和扣非归母净利润分别为8641.3万和7822.5万，分别同比增长23.9%和31.7%，超过业绩承诺的7997.0万元（已连续三年完成业绩承诺）。公司16年净利大幅增长，一方面由于教育业务高速发展贡献业绩，另一方面是因为公司本期确认投资收益1.6亿元，同比增长1161.6%，其中因减持交大昂立股权确认1.4亿元收益。

盈利能力方面，公司16年实现毛利率和净利率分别为43.5%和13.2%，同比分别增加3.8和8.0个百分点。其中单4季度毛利率和净利率分别为46.5%和14.2%，同比分别增加7.4和10.4个百分点。

期间费用方面，16全年期间费用率为37.7%，同比增加2.4个百分点，其中销售费用、管理费用和财务费用同比分别增加1.8个百分点、增加0.9个百分点和下降0.3个百分点。具体来看，**销售费用**：16年销售费用3.0亿元，主要因为公司处于扩张阶段，营销投入配比性增加；**管理费用**：16年管理费用2.2亿元，主要由于公司规模扩大后，在人员、研发等方面加大了投入；**财务费用**：16年财务费用为763.9万元，其中利息支出为437.5万元，同比减少46.3%，利息收入为506.1万元。

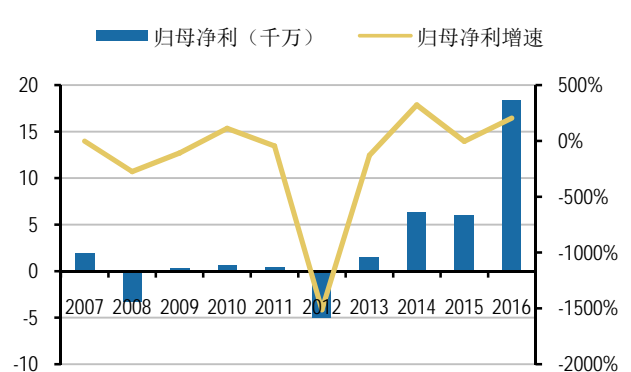
2017年1季度公司实现营业收入3.5亿元，同比增加21.0%，归母净利润1605.3万元，同比增加16.0%，扣非归母净利润1407.9万元，同比增加9.2%，EPS为0.062元。

图1：16年实现营业收入13.9亿元，同比增长19.3%

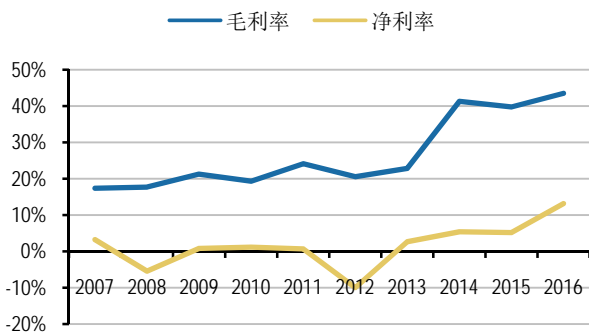


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

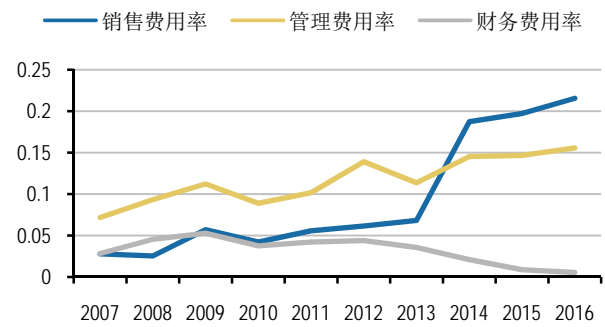
图2：16年归母净利润1.8亿元，同比增幅达204.3%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：16全年实现毛利率43.5%，净利率13.2%


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：16年期间费用率37.7%，同比增2.4个百分点


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

分业务：制造业务逐渐剥离，教育业务稳定增长

公司近年来逐渐收缩原有IT业务，于2014年三季度起并表昂立教育，教育板块逐步增厚公司业绩，并在整合后业绩稳步释放。从16年营收来看，教育业务、精密制造、数字电视运营和其他业务分别贡献营收11.9亿、1.3亿、0.5亿和0.2亿，贡献营收占比分别为85.9%、9.2%、3.7%和1.2%，教育业务已成为公司主营。

◇ **教育和服务：**16年教育业务贡献营收11.9亿元，同比增长25.0%，毛利率为46.6%，同比上升1.5个百分点。教育业务贡献营收占比85.9%，贡献毛利润占比92.1%，贡献净利润约8134.0万元，其中：

(1) K12板块主要子公司上海昂立教育科技集团有限公司实现营收8.8亿元，同比增长21.2%，归母净利润和扣非归母净利润分别为8641.3万和7822.5万，分别同比增长23.9%和31.7%，营收和归母净利润贡献分别占教育板块整体业绩的74.8%和106.2%，本报告期内昂立教育积极加快新校开拓和外地业务扩张，16年末校区总数达到125个，同时公司将出资1600万元组建全资子公司上海南洋昂立教育培训有限公司，助力上海及长三角K12业务；

(2) 职业教育板块主要子公司上海交大教育有限公司营收1.7亿元，同比增长140.2%，归母净利润亏损684.7万元，同比减亏25.1%，营收和归母净利润贡献占教育板块整体业绩的14.2%和-8.4%。本年度公司同意出资1800万元组建全资子公司上海新南洋教育科技有限公司，以此为平台发展公司职教业务；

(3) 国际教育板块（主要子公司上海交大海外教育发展有限公司）实现营收1.3亿元，同比下降11.4%，归母净利润为177.4万元，同比减48.0%，营收和归母净利润贡献占教育板块整体业绩的11.0%和2.2%。

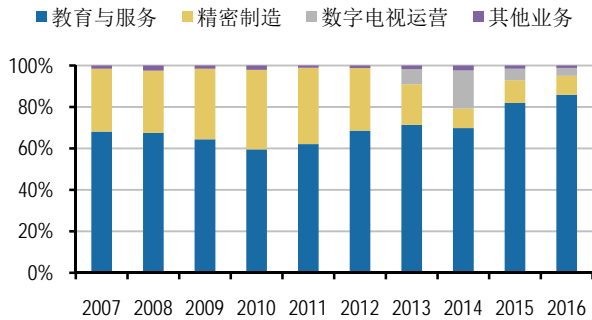
◇ **精密制造：**16年精密制造业务实现营业收入1.3亿元，同比增长0.4%，毛利率为15.7%，同比下降4.3个百分点。精密制造业务贡献营收占比9.2%，贡献毛利润占比3.3%，实现净利润约-944.34万元。

◇ **数字电视运营：**16年数字电视运营业务实现营业收入0.5亿元，同比下降20.5%，毛利率为33.7%，同比上升23.1个百分点。数字电视运营业务贡献营收占比3.7%，

贡献毛利润占比2.9%，实现净利润约49.3万元。

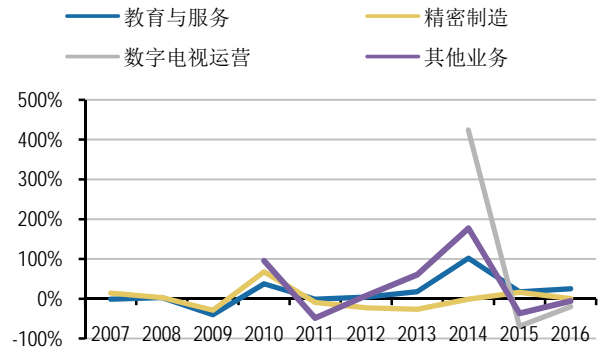
◇ **其他业务：** 16年实现营收0.2亿元，同比下降6.0%，毛利率为60.0%，同比上升67.1个百分点，贡献营收占比约1.2%，贡献毛利润占比约1.6%

图5：16年教育收入占比分别为85.9%



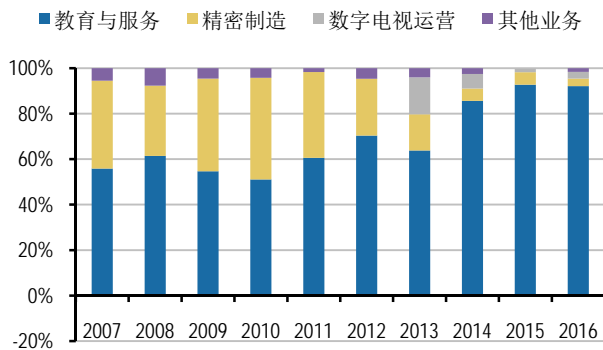
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图6：16年教育业务收入同比增长25.0%



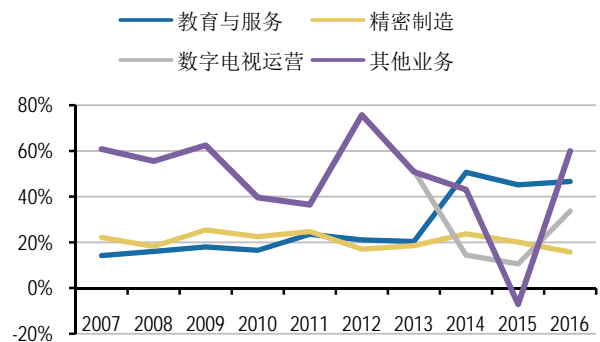
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图7：16年教育毛利占比约为92.1%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图8：教育培训业务毛利率为46.6%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

未来看点：教育布局四大板块，定增、股权激励及产业基金助力增长

公司自2015年发力教育行业，分别通过定增募集资金进一步投资教育领域、设立产业基金、拟实施股权激励等方式全面转型教育领域、加快资源整合、逐步提升经营效率。具体来看，未来看点主要在于：

➤ **四大教育业务稳步推进：**公司已成功转型为以教育培训为主营业务的上市公司，目前教育业务涉及K12、职业教育、国际教育和幼教等领域，各领域同步推进：

(1) **K12教育：**公司并购昂立教育后，拟将所有与K12相关的业务全部注入昂

立教育，通过旗下培训机构向客户提供包括少儿教育、中学生课外兴趣培训、语言类培训等多元化的非学历教育服务，区域以上海为根据地逐渐辐射江苏、浙江等周边地区，16年底校区总数已达125个。在K12教培的基础上，布局东书房（琴棋书画教育培训）、夏加儿（美术培训）、慧动体育（体育培训）、嗨课堂（K12在线一对一培训）等新项目。公司16年12月定增项目通过审核，拟用3.6亿投资K12教育业务发展项目，助力公司扩张提速，继续深耕K12领域；

(2) 职业教育：公司依托品牌优势，以国际化为特色，采用轻资产扩张方式，创建可复制的以整体托管职业技术学院及与职业技术学院合作设立院中院的合作办学模式。目前公司拟使用募集资金2.5亿元新设立职业教育产业平台，其中拟投入5016万元烟台汽车工程职业学院进行多方位的合作，剩余资金用于积极拓展与其他职业院校开展教育服务合作，同时嘉兴南洋学院完成迁建新校区工作，校园用地580亩，建筑面积达18万平方米，即将投入使用。本年度职教业务出现亏损，但公司定增募集资金拟使用2.4亿投资于职业教育发展项目，资金支持下职教业务有望实现增长；

(3) 国际教育，通过“园区+项目”整合优质教育资源，业务涵盖幼儿园到高中阶段的国际教育，同时向留学、预科、游学延伸。公司的湖州现代教育园区项目顺利推进，业务涵盖0-18岁的学校教育/学历和非学历教育，计划将于17年9月开始招生（幼儿园30个班，小学36个班，初高中各18个班），同时华侨生、大学预科等项目招生有望实现突破；

(4) 幼教，公司在重组昂立教育时，将子公司昂立少儿举办的两所幼儿园“上海闵行区世纪昂立幼儿园”、“上海徐汇区民办世纪昂立幼稚园”剥离给交大企管中心，目前公司计划通过直营、托管等方式，快速介入幼教领域，目前公司已成立幼教事业部，着力打造“世纪昂立”品牌。

- **教育基金助力外延扩张：**2015年3月，公司出资1.3亿元与上海交大产业投资管理集团有限公司、东方国际创业股份有限公司、上海赛领资本管理有限公司受托管理的上海赛领股权投资基金和上海创旗投资管理中心共同发起设立教育产业投资基金——上海交大赛领创业教育股权投资基金。基金总规模10.05亿元，首次认缴出资5.025亿元，存续期5年。其中，新南洋出资1.3亿元，出资比例为25.9%。该基金主要从事境内外股权投资、债券投资、夹层投资等，重点投资整合教育培训类的优质资源，包括但不限于K12、国际教育、职业教育和互联网教育等领域，有望推动公司教育培训主业和相关产业链布局的外延扩张。
- **拟实施股权激励提升经营效率：**2015年10月，公司通过了股权激励草案，拟向董事、高管以及管理和技术骨干合计184人授予443.92万份股票期权(占公司现有股本的1.8%左右)，行权价格28.01元。2016年8月公司调整了激励草案，拟授予期权规模调减为257.56万份，占比公司现有股本的0.99%。拟激励对象调整为172名，行权价格为28.09元。目前，股权激励计划尚待财政部有关部门审核批准。此次拟实施的股权激励的授予对象中来自昂立教育的人员数量达到144人，占总人数的84%，拟授予昂立教育的期权量占总授予量同样达到84%。此次股权激励有望激发调动董事、高管及公司业务骨干的积极性，改善公司经营效率。

内生+外延发展稳步推进，全产业链布局打造综合教育服务龙头，维持“买入”评级

16年公司实现营收13.9亿元，归母净利润1.8亿元，业绩同比增幅达204.3%，主要依靠教育业务高速增长以及减持交大昂立2200万股确认投资收益1.4亿元。具体来看，教育业务贡献净利润约8134.0万元，其中K12领域贡献8641.3万元，职教领域亏损684.7万元，国际教育领域贡献177.4万元。

公司依托交大背景资源，并购昂立教育后教育板块发展迅猛，K12培训成为业绩主要来源。公司为A股教育龙头企业，定位综合教育服务集团，深耕K12培训、积极推进职业教育，拓展幼教和国际教育，拟定增6亿加码K12和职教。公司未来将受益于政策红利下教育行业景气上行，成为国内领先的综合教育服务集团。暂不考虑定增影响，预计公司17-19年EPS分别为0.28、0.33和0.38元，17年对应PE 87倍，短期估值偏高，不过考虑到公司K12培训快速发展、职教业务前景广阔，维持“买入”评级。

风险提示

定增和股权激励方案审批进度低于预期，昂立教育盈利情况低于预期，职业教育业务拓展低于预期，经济持续下行，政策风险。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	815	1214	1207	1367	1482
货币资金	373	561	679	764	794
应收及预付	182	172	391	447	513
存货	78	66	137	157	175
其他流动资产	181	415	0	0	0
非流动资产	1046	1036	1065	1086	1097
长期股权投资	395	303	347	347	347
固定资产	305	297	295	295	295
在建工程	0	0	0	0	1
无形资产	125	155	236	257	269
其他长期资产	220	281	186	186	186
资产总计	1861	2250	2272	2453	2580
流动负债	947	1233	1337	1481	1638
短期借款	127	50	200	170	170
应付及预收	820	1183	1137	1311	1468
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	8	11	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	11	0	0	0
负债合计	955	1245	1337	1481	1638
股本	259	259	259	259	259
资本公积	254	254	254	254	254
留存收益	178	340	413	500	598
归属母公司股东权	837	937	865	902	870
少数股东权益	69	69	69	70	71
负债和股东权益	1861	2250	2272	2453	2580

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	251	454	181	182	169
净利润	21	182	73	87	99
折旧摊销	47	58	17	19	19
营运资金变动	192	377	82	98	73
其它	-9	-164	9	-23	-23
投资活动现金流	-258	-174	-205	-212	-252
资本支出	-64	-134	-25	-32	-22
投资变动	-196	-45	-180	-180	-230
其他	2	5	0	0	0
筹资活动现金流	-55	-92	141	115	115
银行借款	112	112	150	120	120
债券融资	-207	-189	0	0	0
股权融资	13	6	0	0	0
其他	28	-21	-9	-6	-6
现金净增加额	-62	188	117	85	31
期初现金余额	435	373	561	679	764
期末现金余额	373	561	679	764	794

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-	19.3	19.0	15.5	12.0
营业利润增长	-52.8	567.7	-58.4	21.3	14.7
归属母公司净利润增长	-4.7	204.3	-60.2	19.0	13.7
获利能力(%)					
毛利率	39.7	43.5	39.6	40.0	40.2
净利率	1.8	13.1	4.4	4.6	4.6
ROE	7.2	19.5	8.4	9.6	11.3
ROIC	17.9	883.4	-66.0	-41.5	-34.8
偿债能力					
资产负债率(%)	51.3	55.3	58.9	60.4	63.5
净负债比率	-0.3	-0.5	-0.5	-0.6	-0.7
流动比率	0.86	0.98	0.90	0.92	0.90
速动比率	0.73	0.89	0.72	0.73	0.70
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.68	0.73	0.81	0.85
应收账款周转率	23.53	27.20	9.13	9.13	9.13
存货周转率	8.19	10.86	7.30	7.30	7.30
每股指标(元)					
每股收益	0.23	0.71	0.28	0.33	0.38
每股经营现金流	0.97	1.75	0.70	0.70	0.65
每股净资产	3.23	3.62	3.34	3.48	3.36
估值比率					
P/E	166.4	40.3	87.2	73.3	64.5
P/B	12.0	7.9	7.3	7.0	7.3
EV/EBITDA	127.7	57.8	68.8	55.1	48.0

利润表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1165	1390	1654	1910	2140
营业成本	702	786	998	1146	1280
营业税金及附加	33	28	47	54	61
销售费用	230	300	298	344	385
管理费用	171	216	242	280	314
财务费用	10	8	-1	-3	-4
资产减值损失	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	13	165	20	20	20
营业利润	32	215	90	109	125
营业外收入	13	16	10	10	10
营业外支出	2	7	2	2	2
利润总额	44	225	98	117	133
所得税	23	42	24	29	33
净利润	21	182	73	87	99
少数股东损益	-39	0	0	1	1
归属母公司净利润	60	183	73	87	98
EBITDA	76	119	85	104	119
EPS(元)	0.23	0.71	0.28	0.33	0.38

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016年社会服务行业新财富第五名，水晶球第五名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016年社会服务行业新财富第五名，水晶球第五名。
- 姚遥：研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2016年社会服务行业新财富第五名，水晶球第五名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。