

乘教改东风之势，扬并购远航之帆

■**设立教育产业投资基金。**公司3月14日公告，拟与上海交大产业投资集团、东方创业、上海赛领、创旗投资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。基金规模10.05亿，首期认缴5.025亿（公司1.3亿元，交大产投1.2亿元，东方创业1.5亿元、上海赛领1亿元、创旗投资253万元），存续期为5年；其中，创旗投资为普通合伙人，其余各方为有限合伙人。

■**释放重要信号，践行并购新常态。**本次设立教育产业投资基金，是公司收购昂立科技后的首次资本运作，标志公司教育资产整合大幕的拉开。携交大唯一经营性资产投管平台——交大产投共同设立基金，一方面表明上海交大做大做强教育产业的明确态度，另一方面也证明新南洋将成为交大教育资产证券化的大平台。同时，本次引入赛领资本、东方创业等强势合作伙伴，借助上海国资优势整合国内教育资源，亦明确了上海市政府对教育产业改革与并购发展的支持，符合上海市加快建设具有全球影响力的科技创新中心战略定位。

■**教育改革东风至，综合教育集团远航正当时。**教育改革之风已起，营利性民办教育改革已是众望所归。新南洋是民办教育机构的先行者，在教育培训领域具有先发优势，本次投资基金的设立显示了公司借助资本市场大力整合资源的重大决心与重要举措。公司定位于综合教育集团，目前主要在K12、国际教育、职业教育、高端培训四大方面进行布局，未来将通过内生和外延同步扩张，不断丰富产品线的同时强化核心产品。

■**维持盈利预测，维持买入-A评级。**2014-2016年EPS为0.23元、0.46元、0.70元，当前股价对应PE为109倍、54倍、36倍。

■**风险提示：**并购基金未来项目拓展具有不确定性。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	499.0	565.2	1,390.7	1,737.8	2,682.8
净利润	-49.8	15.0	58.6	115.1	175.1
每股收益(元)	-0.19	0.06	0.23	0.46	0.70
每股净资产(元)	1.43	1.35	3.94	4.40	5.10

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	-228.2	760.3	188.2	95.8	63.0
市净率(倍)	30.7	32.4	11.1	10.0	8.6
净利润率	-10.0%	2.6%	4.2%	6.6%	6.5%
净资产收益率	-13.4%	4.3%	5.9%	10.4%	13.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-4.5%	5.1%	16.1%	21.8%	43.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

54.05元

股价(2015-03-16)

43.88元

交易数据

总市值(百万元)	11,368.28
流通市值(百万元)	7,620.94
总股本(百万股)	259.08
流通股本(百万股)	173.68
12个月价格区间	16.75/43.88元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	42.30	64.83	54.58
绝对收益	48.19	77.01	129.14

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

新南洋：待到风起时，扬帆 2015-01-09
济沧海！

设立教育产业投资基金。公司3月14日公告，拟与上海交大产业投资集团、东方创业、上海赛领、创旗投资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。基金规模10.05亿，首期认缴5.025亿（公司1.3亿元，交大产投1.2亿元，东方创业1.5亿元、上海赛领1亿元、创旗投资253万元），存续期为5年；其中，创旗投资为普通合伙人，其余各方为有限合伙人。基金主要从事境内外股权投资、债权投资、夹层投资及其他投资，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、互联网教育等领域；基金投资方式包括直接投资，和引入外部资金设立子基金进行投资，利用资金杠杆，放大投资功能，提升基金收益。

释放重要信号，践行并购新常态。本次设立教育产业投资基金，是公司收购昂立科技后的首次资本运作，标志公司教育资产整合大幕的拉开。携交大唯一经营性资产投管平台——交大产投共同设立基金，一方面表明上海交大做大做强教育产业的明确态度，另一方面也证明新南洋将成为交大教育资产证券化的大平台。同时，本次引入赛领资本、东方创业等强势合作伙伴，借助上海国资优势整合国内教育资源，亦明确了上海市政府对教育产业改革与并购发展的支持，符合上海市加快建设具有全球影响力的科技创新中心战略定位。本次设立投资基金是新南洋长期发展规划中的重要内容，公司致力于成为教育产业资源整合者，通过此次投资践行了公司“并购常态化”的目标。本次基金自有资金10亿，未来或将利用资金杠杆（3-5倍杠杆即可实现30-50亿规模），通过现金以8-10倍PE收购标的公司。基金将成为利润蓄水池，待标的发展成熟时或将注入上市公司，从而提升上市公司业绩。

教育改革东风至，综合教育集团远航正当时。根据百度统计，2014年全国网民对教育行业的检索关注度同比提升15%。2015年1月国务院正式通过教育法律修正案草案，决定提请全国人大常委会审议。近期两会上，多位人大代表建议尽快修订教育法，引导全社会对教育的关注与投资，建设全民教育与终身教育体系。教育改革之风已起，营利性民办教育改革已是众望所归。新南洋是民办教育机构的先行者，在教育培训领域具有先发优势，本次投资基金的设立显示了公司借助资本市场大力整合资源的重大决心与重要举措。公司定位于综合教育集团，目前主要在K12、国际教育、职业教育、高端培训四大方面进行布局，未来将通过内生和外延同步扩张，不断丰富产品线的同时强化核心产品。

维持盈利预测，维持买入-A评级。新南洋是A股第一家教育培训产业公司，市场对公司存在预期差，认为新南洋≠昂立科技。实际上，新南洋是综合教育服务集团，旗下拥有K12（昂立）、出国留学、企业管理培训、职业教育四大板块，多维立体化成长，市值成长空间较大。教育法案修正案正式审批通过后，民办教育产业将迎来崭新的篇章，教育产业并购与证券化变革即将规模性展开。本次设立教育产业投资基金是公司迈开变革的第一步，公司将凭借教育领域丰富的经验识别优秀标的，借助资金杠杆最大化效益，我们坚定看好教育体制改革下新南洋未来的外延式发展和内生效率的提升。风已至，且看如何乘东风之势，扬远航之帆。我们维持盈利预测，2014-2016年EPS为0.23元、0.46元、0.70元，当前股价对应PE为109倍、54倍、36倍。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月16日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	499.0	565.2	1,390.7	1,737.8	2,682.8	成长性					
减:营业成本	396.4	436.1	860.9	1,042.7	1,609.7	营业收入增长率	-5.7%	13.3%	146.1%	25.0%	54.4%
营业税费	6.9	9.8	24.1	30.1	46.5	营业利润增长率	-651.1%	-143.2%	386.7%	80.8%	65.1%
销售费用	30.8	38.6	235.0	297.2	445.3	净利润增长率	-1,511.6%	-130.0%	292.0%	96.3%	52.2%
管理费用	69.4	64.2	205.8	260.7	389.0	EBITDA 增长率	-125.2%	-623.0%	130.1%	45.9%	59.7%
财务费用	22.0	20.2	17.1	-2.8	-3.7	EBIT 增长率	-186.6%	-252.5%	190.7%	52.8%	65.5%
资产减值损失	18.6	1.4	7.0	9.0	5.8	NOPLAT 增长率	-248.4%	-209.3%	174.9%	52.8%	65.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-3.8%	-12.5%	13.1%	-17.0%	19.5%
投资和汇兑收益	-4.0	26.3	62.4	85.7	117.8	净资产增长率	-9.0%	-7.4%	153.8%	13.1%	18.9%
营业利润	-49.1	21.2	103.2	186.6	307.9	利润率					
加:营业外净收支	2.9	5.1	5.8	4.6	5.1	毛利率	20.6%	22.8%	38.1%	40.0%	40.0%
利润总额	-46.2	26.3	108.9	191.1	313.1	营业利润率	-9.8%	3.8%	7.4%	10.7%	11.5%
减:所得税	4.9	5.4	27.2	47.8	78.3	净利润率	-10.0%	2.6%	4.2%	6.6%	6.5%
净利润	-49.8	15.0	58.6	115.1	175.1	EBITDA/营业收入	-2.3%	10.6%	9.9%	11.6%	12.0%
						EBIT/营业收入	-5.4%	7.3%	8.6%	10.6%	11.3%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	166	150	61	45	27
货币资金	155.8	175.0	426.4	677.0	808.4	流动营业资本周转天数	20	-2	6	5	5
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	251	226	183	219	204
应收账款	61.2	58.5	235.9	131.9	435.9	应收账款周转天数	45	38	38	38	38
应收票据	21.5	15.7	75.7	38.5	137.8	存货周转天数	66	64	49	49	49
预付帐款	11.7	10.1	32.9	19.1	61.2	总资产周转天数	732	636	341	341	281
存货	93.1	106.5	274.1	198.8	527.4	投资资本周转天数	470	382	154	120	77
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-13.4%	4.3%	5.9%	10.4%	13.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-5.1%	2.1%	5.0%	8.7%	9.3%
长期股权投资	391.3	329.8	329.8	329.8	329.8	ROIC	-4.5%	5.1%	16.1%	21.8%	43.5%
投资性房地产	33.3	32.2	32.2	32.2	32.2	费用率					
固定资产	225.8	244.5	226.8	209.1	191.4	销售费用率	6.2%	6.8%	16.9%	17.1%	16.6%
在建工程	1.1	-	-	-	-	管理费用率	13.9%	11.4%	14.8%	15.0%	14.5%
无形资产	12.4	12.1	11.8	11.5	11.3	财务费用率	4.4%	3.6%	1.2%	-0.2%	-0.1%
其他非流动资产	2.3	2.4	1.9	1.6	1.4	三费/营业收入	24.5%	21.8%	32.9%	31.9%	31.0%
资产总额	1,009.3	986.6	1,647.4	1,649.5	2,536.7	偿债能力					
短期债务	365.6	338.1	-	-	-	资产负债率	54.0%	56.4%	33.7%	25.1%	42.1%
应付帐款	76.8	82.1	226.5	153.4	429.9	负债权益比	117.2%	129.1%	50.7%	33.5%	72.7%
应付票据	0.6	-	2.7	0.2	3.7	流动比率	0.64	0.66	1.90	2.61	1.85
其他流动负债	93.0	131.6	320.4	254.2	628.8	速动比率	0.47	0.47	1.40	2.12	1.36
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-1.23	2.05	7.04	-66.63	-81.92
其他非流动负债	8.6	4.3	4.9	6.0	5.1	分红指标					
负债总额	544.6	556.0	554.5	413.7	1,067.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	93.8	79.8	101.7	129.5	187.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	173.7	173.7	251.4	251.4	251.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	197.2	177.1	739.8	854.9	1,030.0						
股东权益	464.7	430.6	1,092.9	1,235.8	1,469.3						
						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	-0.19	0.06	0.23	0.46	0.70
净利润	-51.2	20.8	58.6	115.1	175.1	BVPS(元)	1.43	1.35	3.94	4.40	5.10
加:折旧和摊销	15.9	19.0	18.0	18.0	18.0	PE(X)	-228.2	760.3	188.2	95.8	63.0
资产减值准备	18.6	1.4	-	-	-	PB(X)	30.7	32.4	11.1	10.0	8.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-2,042.5	168.8	-31.3	49.6	151.3
财务费用	22.7	21.3	17.1	-2.8	-3.7	P/S	22.8	20.1	7.9	6.3	4.1
投资损失	4.0	-26.3	-62.4	-85.7	-117.8	EV/EBITDA	-110.7	38.3	77.2	51.8	32.2
少数股东损益	-1.4	5.9	23.1	28.3	59.7	CAGR(%)	-241.0%	124.2%	90.7%	-241.0%	124.2%
营运资金的变动	25.6	11.3	-91.0	89.8	-120.0	PEG	0.9	6.1	2.1	-0.4	0.5
经营活动产生现金流量	22.6	59.5	-36.6	162.7	11.3	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-17.3	22.2	62.4	85.7	117.8	REP					
融资活动产生现金流量	-10.2	-58.3	225.6	2.3	2.4						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会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, 也可能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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

