

2015年04月23日

新南洋 (600661.SH)

业绩优于预期，整合资源打造终身教育体系

■ **业绩表现优于预期。**公司14年实现营收11.66亿元，同比下降4.08%（较追溯调整后13年同口径数据，下同）；归母净利润0.63亿，同比增长17.05%；EPS 0.25元，同比增长16.74%；扣非后EPS为0.15元。公司公告由于母公司报表累计未分配利润仍为负数，本年度不进行利润分配。

■ **昂立教育贡献业绩增长，积极调整提升教育领域长期核心竞争力。**公司全年实现营收11.66亿元，收入小幅减少主要系公司对信息服务业采取收缩战略所致。

■ **教育服务、成本控制提升整体毛利，费用刚性小幅上涨。**公司主营业务毛利率41.27%，同比增加4.04个百分点，主要受益于公司对各领域营业成本的有效控制。全年净利率为4.51%，同比增加0.82个百分点。

■ **定位综合教育集团，四大板块持续发力。**公司定位于综合教育服务集团，旗下拥有K12（昂立）、出国留学、高端管理培训、职业教育四大板块，未来将在四大板块持续发力，实现多维立体化成长。

■ **设立投资基金整合教育资源，打造终身教育产业链。**15年3月，公司发起设立教育投资基金，基金规模10.05亿元，未来或利用资金杠杆实现30-50亿规模，通过现金以8-10倍PE收购标的公司。同时，投资基金将成为公司利润蓄水池，待收购标的发展成熟时或将注入上市公司，从而提升上市公司长期业绩。

■ **调整盈利预测，维持买入-A评级。**我们预测2015-2017年公司EPS为0.36元、0.58元、0.82元，当前股价对应PE为119倍、74倍、52倍。维持买入-A评级。

■ **风险提示：**投资基金未来项目拓展具有不确定性。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	565.2	1,165.6	1,737.8	2,682.8	3,539.8
净利润	15.0	63.1	94.4	150.5	213.6
每股收益(元)	0.06	0.24	0.36	0.58	0.82
每股净资产(元)	1.35	3.21	2.73	3.33	4.17

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	748.6	177.4	118.6	74.4	52.4
市净率(倍)	31.9	13.5	15.8	13.0	10.4
净利润率	2.6%	5.4%	5.4%	5.6%	6.0%
净资产收益率	4.3%	7.6%	13.3%	17.5%	19.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.1%	12.2%	15.4%	19.0%	53.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

整合营销

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

54.05元

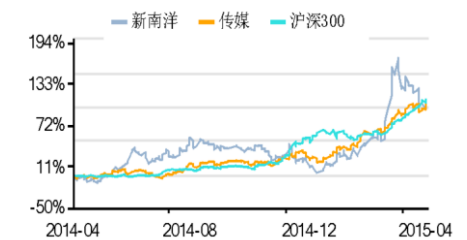
股价(2015-04-22)

43.20元

交易数据

总市值(百万元)	11,192.11
流通市值(百万元)	7,502.84
总股本(百万股)	259.08
流通股本(百万股)	173.68
12个月价格区间	17.83/55.25元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-35.77	29.30	-21.25
绝对收益	-14.00	62.16	94.51

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

乘教改东风之势，扬并购远航之帆	2015-03-17
新南洋：待到风起时，扬帆济沧海！	2015-01-09

业绩表现优于预期。公司 14 年实现营收 11.66 亿元，同比下降 4.08%（较追溯调整后 13 年同口径数据，下同）；归母净利润 0.63 亿，同比增长 17.05%；EPS 0.25 元，同比增长 16.74%；扣非后 EPS 为 0.15 元。其中，14Q4 实现营收 2.67 亿，同比下降 22.26%（Q1-Q3 增速分别为+16.18%、-3.90%、-3.75%）；净利润 0.17 亿，同比下降 16.48%，（Q1-Q3 同比增速分别为+86.78%、+14.19%、-54.06%）。公司公告由于母公司报表累计未分配利润仍为负数，本年度不进行利润分配。

昂立教育贡献业绩增长，积极调整提升教育领域长期核心竞争力。公司全年实现营收 11.66 亿元，收入小幅减少主要系公司对信息服务业采取收缩战略所致。其中，教育服务营收 8.32 亿元（占比 71.35%），同比减少 0.4%；精密制造营收 1.19 亿元（占比 10.20%），同比增长 1.72%；数字电视与信息服务业营收 2.15 亿元（占比 18.44%），同比减少 18.36%。公司于 14 年成功收购昂立教育股权，并于 14 年 9 月起将其正式纳入合并报表。昂立教育在 K12 领域优势显著，全年实现营业收入 6.27 亿元，净利 5106.89 万元（业绩承诺 4605.53 万元）。净利的增长主要受益于智立方产品营收与净利的大幅提升，其他业务中，昂立外语保持快速稳健发展，全国少儿阶段性调整，未来将贡献更多利润。公司未来将更加专注于教育产业的发展，对精密制造、数字电视运营和信息服务业板块业务，将积极调整优化并加快低效资产处置，从而提升公司核心竞争力。

教育服务、成本控制提升整体毛利，费用刚性小幅上涨。公司主营业务毛利率 41.27%，同比增加 4.04 个百分点，主要受益于公司对各领域营业成本的有效控制。其中，教育服务毛利率为 50.65%，同比增加 3.4 个百分点；精密制造毛利率 23.75%，同比增加 5.18 个百分点；数字电视与信息服务业毛利率 14.43%，同比增加 0.11 个百分点。公司 14 年期间费用率为 35.35%，同比增加 3.16 个百分点；其中，销售费用率 18.73%，同比增加 1.04 个百分点，主要系职工薪酬刚性上涨所致；管理费用率 14.53%，同比增加 2.27 个百分点，主要受职工薪酬与研发费的增长影响；财务费用率 2.09%，同比减少 0.15 个百分点。全年净利率为 4.51%，同比增加 0.82 个百分点。

定位综合教育集团，四大板块持续发力。公司定位于综合教育服务集团，旗下拥有 K12（昂立）、出国留学、高端管理培训、职业教育四大板块，未来将在四大板块持续发力，实现多维立体化成长。K12 方面，公司将以昂立为主要经营平台，从内容与区域扩张双层面强化 K12 核心产品，内容上主推小班教学和一对三教学，降低学生获取成本提高留存率；区域上长三角地区完善昂立自身复制的教学点的加密，其他区域通过并购实现覆盖。出国留学方面，成立专门的事业部，以轻资产输出方式实现异地扩张，同时加强与国外机构的合作。高端管理培训方面，现由海外教育发展公司运作，未来主要加强针对民营企业的非学历教育，协助企业建设企业大学提供咨询服务。职业教育方面，目前旗下拥有并运营嘉兴南洋职业技术学院，未来将重点发展工业制造与医学护理两个领域的职业教育培训。

设立投资基金整合教育资源，打造终身教育产业链。15 年 3 月，公司发起设立教育投资基金，基金规模 10.05 亿元，未来或利用资金杠杆实现 30-50 亿规模，通过现金以 8-10 倍 PE 收购标的公司。教育改革正在开始，民办教育产业迎来蓬勃的发展机会。公司致力于成为教育产业资源整合者，实现并购常态化，未来将重点整合 K12、国际教育、职业教育、互联网教育等领域的优质资源，通过昂立教育、交大教育集团、海外教育发展公司三大平台，打造终身教育体系。同时，投资基金将成为公司利润蓄水池，待收购标的企业发展成熟时或将注入上市公司，从而提升上市公司长期业绩。

调整盈利预测，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，覆盖四大教育子板块。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。教育产业投资基金的设立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，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。我们预测 2015-2017 年公司 EPS 为 0.36 元、0.58 元、0.82 元，当前股价对应 PE 为 119 倍、74 倍、52 倍。维持买入-A 评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月22日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	565.2	1,165.6	1,737.8	2,682.8	3,539.8	成长性					
减:营业成本	436.1	684.5	990.5	1,502.4	1,946.9	营业收入增长率	13.3%	106.2%	49.1%	54.4%	31.9%
营业税费	9.8	27.5	41.0	57.7	81.1	营业利润增长率	-143.2%	222.5%	85.6%	61.0%	42.9%
销售费用	38.6	218.3	328.4	509.7	672.6	净利润增长率	-130.0%	321.9%	49.6%	59.5%	41.9%
管理费用	64.2	169.3	260.7	429.2	566.4	EBITDA 增长率	-623.0%	107.9%	28.7%	48.2%	36.8%
财务费用	20.2	24.4	-	-	-	EBIT 增长率	-252.5%	124.1%	36.8%	61.0%	42.9%
资产减值损失	1.4	1.3	7.1	3.3	3.9	NOPLAT 增长率	-209.3%	107.7%	39.6%	61.0%	42.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-12.5%	10.7%	30.2%	-48.9%	23.1%
投资和汇兑收益	26.3	28.1	16.8	23.8	22.9	净资产增长率	-7.4%	116.3%	-12.8%	19.6%	23.2%
营业利润	21.2	68.4	126.8	204.2	291.9	利润率					
加:营业外净收支	5.1	3.1	3.7	4.0	3.6	毛利率	22.8%	41.3%	43.0%	44.0%	45.0%
利润总额	26.3	71.5	130.5	208.2	295.5	营业利润率	3.8%	5.9%	7.3%	7.6%	8.2%
减:所得税	5.4	18.9	32.6	52.0	73.9	净利润率	2.6%	5.4%	5.4%	5.6%	6.0%
净利润	15.0	63.1	94.4	150.5	213.6	EBITDA/营业收入	10.6%	10.7%	9.2%	8.9%	9.2%
						EBIT/营业收入	7.3%	8.0%	7.3%	7.6%	8.2%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	150	86	63	38	26
货币资金	175.0	435.0	139.0	510.9	634.6	流动营业资本周转天数	-2	-35	-20	-22	-29
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	226	179	142	122	131
应收帐款	58.5	111.0	141.6	307.6	233.0	应收帐款周转天数	38	26	26	30	27
应收票据	15.7	10.6	28.6	70.5	26.3	存货周转天数	64	31	30	30	29
预付帐款	10.1	25.8	31.6	48.6	57.6	总资产周转天数	636	418	326	233	213
存货	106.5	93.0	198.7	243.7	327.6	投资资本周转天数	382	182	148	82	47
其他流动资产	-	116.8	38.9	51.9	69.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	25.9	8.6	11.5	15.3	ROE	4.3%	7.6%	13.3%	17.5%	19.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.1%	3.0%	6.9%	7.6%	10.4%
长期股权投资	329.8	437.6	437.6	437.6	437.6	ROIC	5.1%	12.2%	15.4%	19.0%	53.2%
投资性房地产	32.2	28.2	28.2	28.2	28.2	费用率					
固定资产	244.5	315.6	293.4	271.2	249.0	销售费用率	6.8%	18.7%	18.9%	19.0%	19.0%
在建工程	-	2.3	2.3	2.3	2.3	管理费用率	11.4%	14.5%	15.0%	16.0%	16.0%
无形资产	12.1	76.0	64.4	52.7	41.1	财务费用率	3.6%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	2.4	45.2	8.6	11.6	15.5	三费/营业收入	21.8%	35.3%	33.9%	35.0%	35.0%
资产总额	986.6	1,723.0	1,421.6	2,048.4	2,137.2	偿债能力					
短期债务	338.1	197.0	176.2	-	-	资产负债率	56.4%	46.0%	42.9%	52.6%	44.0%
应付帐款	82.1	91.4	170.8	223.8	283.0	负债权益比	129.1%	85.0%	75.1%	111.0%	78.6%
应付票据	-	-	1.7	0.8	1.0	流动比率	0.66	1.03	0.96	1.15	1.44
其他流动负债	131.6	478.0	254.2	846.7	649.9	速动比率	0.47	0.91	0.63	0.92	1.09
长期借款	-	17.8	-	-	-	利息保障倍数	2.05	3.81			
其他非流动负债	4.3	7.6	6.8	6.2	6.9	分红指标					
负债总额	556.0	791.8	609.7	1,077.5	940.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	79.8	100.1	103.6	109.2	117.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	173.7	259.1	259.1	259.1	259.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	177.1	372.1	449.2	602.6	820.1						
股东权益	430.6	931.2	811.9	970.9	1,196.4						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	20.8	52.5	94.4	150.5	213.6	EPS(元)	0.06	0.24	0.36	0.58	0.82
加:折旧和摊销	19.0	42.3	33.8	33.8	33.8	BVPS(元)	1.35	3.21	2.73	3.33	4.17
资产减值准备	1.4	1.3	-	-	-	PE(X)	748.6	177.4	118.6	74.4	52.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	31.9	13.5	15.8	13.0	10.4
财务费用	21.3	24.4	-	-	-	P/FCF	166.2	-99.3	-82.1	30.3	93.7
投资损失	-26.3	-28.1	-16.8	-23.8	-22.9	P/S	19.8	9.6	6.4	4.2	3.2
少数股东损益	5.9	-10.6	3.5	5.6	8.0	EV/EBITDA	38.3	41.6	70.3	45.1	32.6
营运资金的变动	11.3	7.1	-184.2	357.3	-133.0	CAGR(%)	95.7%	61.6%	-224.1%	95.7%	61.6%
经营活动产生现金流量	59.5	197.1	-69.3	523.5	99.6	PEG	7.8	2.9	-0.5	0.8	0.9
投资活动产生现金流量	22.2	-82.8	34.1	20.9	19.1	ROIC/WACC	0.5	1.2	1.5	1.8	5.1
融资活动产生现金流量	-58.3	-30.4	-260.8	-172.5	5.0	REP	8.3	7.1	9.4	14.2	4.1

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	shengcx@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

