



买入

31% ↑
目标价格:人民币 40.00

600661.CH

价格:人民币 30.55

目标价格基础:133 倍 16 年市盈率

板块评级:增持

新南洋

昂立教育业绩超承诺, K12 教育+职业教育开启全国化进程

(1) 新南洋公布年报, 2015 年, 公司实现营业收入 11.65 亿元, 同比减少 0.03%; 实现归母净利润 6,010.12 万元, 同比减少 4.72%; 实现扣非后净利润 5,163.60 万元, 同比增长 64.06%; 每股收益 0.2320 元, 同比减少 7.31%。(2) 公司以现金出资人民币 1,600 万元设立上海南洋昂立教育发展有限公司, 出资比例为 100%, 未来将增资至 4.66 亿元; 以现金出资为人民币 1,800 万元设立上海新南洋职业教育发展有限公司, 出资比例为 100%, 未来将增资至 2.68 亿元。

支撑评级的要点

- 昂立教育业绩超承诺, 职业教育“轻资产”加速复制。公司形成“K12 教育+职业教育+国际教育+高端管理培训”的多领域教育产业链, 目前仍以 K12 教育+职业教育为主。公司教育培训与服务板块实现收入 9.62 亿元, 同比增长 15.73%, 贡献净利润 5,569.18 万元, 同比增长 8.69%; 其中昂立教育实现营业收入 7.22 亿元, 同比增长 14.71%, 贡献净利润 6,974.03 万元, 同比增长 36.56%, 完成了 2015 年业绩承诺 (5,815.91 亿元)。
- 梳理“K12 教育+职业教育”业务, 全国化进程拉开序幕。公司拟设立南洋昂立、新南洋职业教育两个全资子公司梳理旗下 K12 教育、职业教育业务。南洋昂立将重点拓展上海及长三角地区的 K12 教育业务, 计划在上海、南京、宿迁、温州等地新设 60 个学习中心, 形成规模化及品牌优势, 展开全国化进程。

评级面临的主要风险

- 增速不达预期。

估值

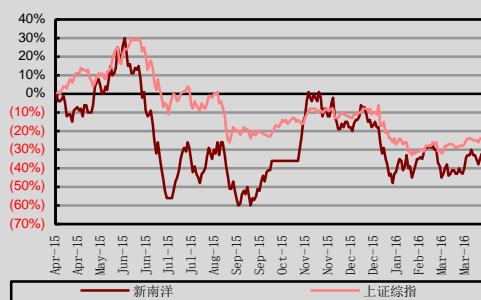
- 预计 2016-2018 年每股收益 0.30 元、0.36 元、0.42 元 (暂不考虑增发), 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	1,166	1,165	1,258	1,351	1,464
变动(%)	106	(0)	8	7	8
净利润(人民币 百万)	63	60	77	94	109
全面摊薄每股收益(人民币)	0.243	0.232	0.298	0.361	0.419
变动(%)	182.8	(4.7)	28.4	21.2	16.1
先前预测每股收益(人民币)			0.351	0.456	
调整幅度(%)			(15.10)	(20.83)	
全面摊薄市盈率(倍)	125.5	131.7	102.6	84.6	72.9
价格/每股现金流量(倍)	40.1	31.6	92.5	65.5	27.1
每股现金流量(人民币)	0.76	0.97	0.33	0.47	1.13
企业价值/息税折旧前利润(倍)	71.2	100.4	65.6	50.1	41.0
每股股息(人民币)	0.039	0.037	0.047	0.057	0.066
股息率(%)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(12.1)	14.5	(20.9)	(38.4)
相对上证指数	7.3	4.4	(1.5)	(17.4)

发行股数(百万)	259
流通股(%)	70
流通股市值(人民币 百万)	5,542
3 个月日均交易额(人民币 百万)	152
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
上海交大产业投资管理(集团)有限公司	24

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 4 月 1 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 互联网传媒

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

*范欣悦为本报重要贡献者

事件:

(1) 新南洋公布年报, 2015年, 公司实现营业收入 11.65 亿元, 同比减少 0.03%; 实现归母净利润 6,010.12 万元, 同比减少 4.72%; 实现扣非后净利润 5,163.60 万元, 同比增长 64.06%; 每股收益 0.2320 元, 同比减少 7.31%。(2) 公司以现金出资人民币 1,600 万元设立上海南洋昂立教育发展有限公司, 出资比例为 100%, 未来将增资至 4.66 亿元; 以现金出资为人民币 1,800 万元设立上海新南洋职业教育发展有限公司, 出资比例为 100%, 未来将增资至 2.68 亿元。

点评:

1. 昂立教育业绩超承诺, 职业教育“轻资产”加速复制。公司形成“K12 教育+职业教育+国际教育+高端管理培训”的多领域教育产业链, 目前仍以 K12 教育+职业教育为主。公司教育培训与服务板块实现收入 9.62 亿元, 同比增长 15.73%, 贡献净利润 5,569.18 万元, 同比增长 8.69%; 其中昂立教育实现营业收入 7.22 亿元, 同比增长 14.71%, 贡献净利润 6,974.03 万元, 同比增长 36.56%, 完成了 2015 年业绩承诺 (5,815.91 亿元)。

(1) **K12 教育领域**, 依托“昂立教育”, 构建智立方、中学生精品学堂、新课程、昂立外语、上海少儿、全国少儿六个 K12 战略事业部群, 形成了中学生、青少儿、全国少儿三大业务群, 深耕上海市场, 辐射华东地区。

(2) **职业教育领域**, 打造“新南洋职业教育”, 湖州现代教育园区奠基, 嘉兴南洋职业技术学院将于 2016 年 9 月完成迁建工作, 未来将依托品牌优势, 轻资产模式进行全国复制。

(3) **教育投资基金**, 加速整合外部优质教育资源。

2. 梳理“K12 教育+职业教育”业务, 全国化进程拉开序幕。公司拟设立南洋昂立、新南洋职业教育两个全资子公司梳理旗下 K12 教育、职业教育业务。南洋昂立将重点拓展上海及长三角地区的 K12 教育业务, 计划在上海、南京、宿迁、温州等地新设 60 个学习中心, 形成规模化及品牌优势, 展开全国化进程。新南洋职业教育拟 (1) 与职业教育学院合作, 向合作方提供招生就业咨询、课程体系建设、师资队伍建设与培训、实训及服务设施配套、促进与重点高校合作等方面的服务, 收取服务费、配套及实训设施使用费; (2) 开展各类技术人员的非学历培训业务, 收取非学历学费。

3. 战略收缩 IT 业务, 资源向教育业务倾斜。公司逐步优化原有的精密制造业务和数字电视与信息服务业务, 积极处置低效资产, 将公司资源进一步向教育业务聚拢整合。2015 年, 精密制造板块实现收入 1.27 亿元, 同比增长 16.1%; 数字电视与信息服务板块实现收入 6,543.68 万元, 同比减少 69.5%, 主要是收缩 IT 业务所致。

图表 1. 新南洋营业收入拆分

(人民币: 万元)	营业收入	营业收入同比变动(%)	毛利率(%)	毛利率同比增减(百分点)
教育服务	95,498.84	17.39	45.18	(5.47)
精密制造	12,717.99	16.10	20.09	(3.66)
数字电视与信息 服务	6,543.68	(69.50)	10.61	(3.82)

资料来源: 公司公告, 中银证券

4.投资建议: 公司以“K12教育+职业教育”双轮驱动, 设立两个全资子公司梳理教育业务, 未来将依托上市公司+教育投资基金加速优质教育资产整合, 目前定增已得到教育部、财务部的批复认可, 并通过股票期权激励团队积极性。看好公司依托上海交大, 形成“昂立教育”+“新南洋职业教育”品牌优势, 预计 2016-2018 年每股收益 0.30 元、0.36 元、0.42 元 (暂不考虑增发), 维持买入评级。

图表 2. 新南洋 2015 年财务指标及同比增速

(人民币, 百万)	2014	2015	同比(%)
营业收入	1,165.60	1,165.20	(0.03)
营业成本	684.54	702.48	2.62
毛利润	481.06	462.73	(3.81)
营业税金及附加	27.50	33.03	20.11
管理费用	169.32	170.87	0.91
销售费用	218.35	229.68	5.19
经营利润	65.89	29.16	(55.75)
资产减值	1.29	(0.38)	(129.78)
财务费用	24.36	10.33	(57.58)
公允价值变动损益			
投资收益	28.12	13.06	(53.57)
营业外收入	9.03	13.00	43.96
营业外支出	5.92	1.59	(73.08)
税前利润	71.47	43.67	(38.90)
所得税	18.94	22.94	21.13
少数股东损益	(10.55)	(39.37)	(273.19)
归属于母公司的净利润	63.08	60.10	(4.72)
基本每股收益(元)	0.25	0.23	(7.20)
毛利率(%)	41.27	39.71	减少 1.56 个百分点
净利率(%)	5.41	5.16	减少 0.25 个百分点
扣非后归属于母公司的净利润	31.47	51.64	64.06
销售费用率(%)	18.73	19.71	增加 0.98 个百分点
管理费用率(%)	14.53	14.66	增加 0.14 个百分点
财务费用率(%)	2.09	0.89	减少 1.2 个百分点

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	1,166	1,165	1,258	1,351	1,464
销售成本	(685)	(702)	(745)	(787)	(847)
经营费用	(373)	(386)	(395)	(409)	(432)
息税折旧前利润	108	76	118	155	186
折旧及摊销	(42)	(47)	(59)	(68)	(76)
经营利润(息税前利润)	66	29	59	87	110
净利息收入/(费用)	(24)	(10)	(11)	(12)	(11)
其他收益/(损失)	30	25	25	26	26
税前利润	71	44	73	101	125
所得税	(19)	(23)	(38)	(53)	(65)
少数股东权益	11	39	42	46	49
净利润	63	60	77	94	109
核心净利润	63	63	81	97	113
每股收益(人民币)	0.243	0.232	0.298	0.361	0.419
核心每股收益(人民币)	0.244	0.244	0.311	0.375	0.434
每股股息(人民币)	0.039	0.037	0.047	0.057	0.066
收入增长(%)	106	(0)	8	7	8
息税前利润增长(%)	300	(56)	103	47	27
息税折旧前利润增长(%)	205	(29)	54	32	20
每股收益增长(%)	183	(5)	28	21	16
核心每股收益增长(%)	187	0	27	21	16

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	71	44	73	101	125
折旧与摊销	42	47	59	68	76
净利息费用	24	10	11	12	12
运营资本变动	98	192	(19)	(7)	(1)
税金	(19)	(23)	(38)	(53)	(65)
其他经营现金流	(20)	(19)	0	0	147
经营活动产生的现金流	197	251	86	121	292
购买固定资产净值	(38)	(64)	(115)	(127)	(131)
投资减少/增加	(38)	(64)	0	0	0
其他投资现金流	(7)	(130)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(83)	(258)	(115)	(127)	(131)
净增权益	85	0	0	0	0
净增债务	(116)	(95)	2	2	2
支付股息	0	(13)	(13)	(16)	(20)
其他融资现金流	0	54	(12)	(12)	(12)
融资活动产生的现金流	(30)	(55)	(22)	(27)	(30)
现金变动	84	(62)	(52)	(33)	131
期初现金	351	435	373	321	288
公司自由现金流	114	(7)	(30)	(6)	162
权益自由现金流	(2)	(102)	(28)	(4)	164

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	435	373	321	288	420
应收帐款	52	47	48	50	52
库存	93	78	75	72	71
其他流动资产	212	316	335	352	375
流动资产总计	792	815	779	763	918
固定资产	318	306	326	345	369
无形资产	62	71	93	99	103
其他长期资产	529	645	657	689	714
长期资产总计	931	1,046	1,103	1,162	1,217
总资产	1,723	1,861	1,882	1,924	2,135
应付帐款	46	71	68	72	77
短期债务	204	127	129	131	133
其他流动负债	517	749	749	754	772
流动负债总计	766	947	946	957	982
长期借款	18	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	8	8	8
股本	259	259	259	259	259
储备	572	578	639	713	944
股东权益	831	837	898	972	1,203
少数股东权益	100	69	30	(13)	(58)
总负债及权益	1,723	1,861	1,882	1,924	2,135
每股帐面价值(人民币)	3.21	3.23	3.47	3.75	4.64
每股有形资产(人民币)	2.97	2.96	3.11	3.37	4.25
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.82)	(0.95)	(0.74)	(0.61)	(1.11)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.3	6.6	9.4	11.5	12.7
息税前利润率(%)	5.7	2.5	4.7	6.4	7.5
税前利润率(%)	6.1	3.7	5.8	7.5	8.5
净利率(%)	5.4	5.2	6.1	6.9	7.4
流动性					
流动比率(倍)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.9
利息覆盖率(倍)	2.7	2.8	5.3	7.2	8.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.9
估值					
市盈率(倍)	125.5	131.7	102.6	84.6	72.9
核心业务市盈率(倍)	125.4	125.2	98.3	81.4	70.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	164.2	163.9	128.6	106.6	92.1
市净率(倍)	9.5	9.5	8.8	8.1	6.6
价格/现金流(倍)	40.1	31.6	92.5	65.5	27.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	71.2	100.4	65.6	50.1	41.0
周转率					
存货周转天数	53.2	44.5	37.6	34.0	30.8
应收帐款周转天数	15.9	15.5	13.8	13.3	12.7
应付帐款周转天数	18.3	18.2	20.1	18.9	18.6
回报率					
股息支付率(%)	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
净资产收益率(%)	10.7	7.2	8.9	10.0	10.0
资产收益率(%)	3.6	0.8	1.5	2.2	2.6
已运用资本收益率(%)	6.9	2.7	5.7	8.1	9.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371