

2016年04月28日

新南洋 (600661.SH)

# 业绩增长 65%超预期，关注 K12 与职教长期布局

■ **营收增长近 20%，归母净利增 65.08%**：4 月 27 日，公司公告 16Q1 实现营业收入 2.89 亿元，同比增长 19.62%(15Q1-Q4 同比增速分别为 72.15%，112.41%，-2.47%，21.19%)；归母净利润 1384.43 万，同比增长 65.08% (15Q1-Q 同比增速分别为 985.29%，582.94%，7.79%，-38.66%)；扣非后归母净利润 1289.35 万，同比增长 58.39%；EPS 为 0.05 元。收入与业绩增长的主要原因是教育培训与服务板块稳健增长，而原有精密制造业务和数字电视与信息服务业务调整与处置已与上年逐步完成，负面影响逐渐降低。

■ **毛利率回升，期间费用率呈下降趋势**：公司 16Q1 毛利率 39.68%，同比增加 4.19 个百分点，主要系公司收入结构变动所致，毛利率较小的数字电视、精密仪器等业务收入占比逐渐下降。报告期内期间费用率为 32.60%，同比减少 3.95 个百分点；其中销售费用率为 18.01%，同比增加 2.28 个百分点；管理费用率为 13.77%，同比减少 6.36 个百分点；财务费用率为 0.83%，同比增加 0.14 个百分点。

■ **定增与股权激励有序推进，K12 与职业教育双轮驱动加速发展**。公司 3 月 31 日召开股东大会审议通过 15 年 10 月末披露的定向增发预案，定增募集资金主要用于拓展 K12 与职业教育两大板块，分别组建上海南洋昂立教育发展有限公司和上海新南洋职业教育发展有限公司。K12 预期将新设 60 个学习中心重点拓展上海及长三角地区的 K12 教育业务，职教将在 3 年内预计与不少于 10 所高职院校合作，帮助其实现专业设置、课程体系设计、实训服务等方面的改善，提升其办学水平和学生就业，即以轻资产教研及管理服务输出方式实现公司长期收入与业绩的提升。此外，公司股权激励方案已依据 15 年年报情况进行相关的调整重新上报教育部、财政部审批，预期通过后将帮助公司实现管理层和核心员工的利益绑定，促进未来加速发展。

■ **维持盈利预测，维持“买入-A”评级**：假设定增将于年内完成，不考虑公司外延扩张的影响情况下，我们预测 16-18 年公司摊薄 EPS 分别为 0.32 元、0.47 元、0.63 元，对应 PE 为 89x、60x、45x，6 个月目标价 33.43 元。

■ **风险提示**：

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,165.6	1,165.2	1,368.2	1,655.6	1,964.5
净利润	63.1	60.1	97.4	146.1	194.6
每股收益(元)	0.24	0.23	0.32	0.47	0.63
每股净资产(元)	3.21	3.23	5.54	6.01	6.70
<b>盈利和估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
市盈率(倍)	116.6	122.4	89.0	60.2	45.2
市净率(倍)	8.9	8.8	5.1	4.7	4.2
净利润率	5.4%	5.2%	7.1%	8.8%	9.9%
净资产收益率	7.6%	7.2%	5.8%	7.8%	9.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	12.2%	3.3%	19.8%	14.2%	69.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 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

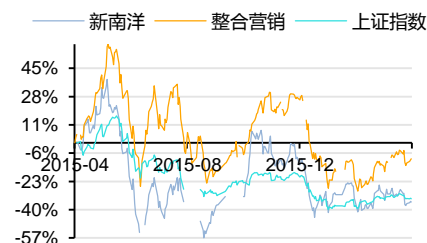
6 个月目标价：**33.43 元**

股价 (2016-04-28) **27.86 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	7,355.18
流通市值(百万元)	5,149.95
总股本(百万股)	259.08
流通股本(百万股)	181.40
12 个月价格区间	18.90/60.94 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.93	-8.32	-0.5
绝对收益	-6.8	-0.35	-34.28

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001  
liuzm@essence.com.cn  
021-35082336

张璐芳

报告联系人

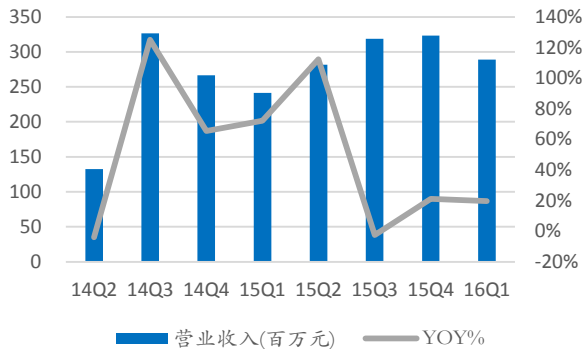
zhanglf2@essence.com.cn  
021-68766135

### 相关报告

- 新南洋：昂立教育业绩优于预期，K12 与职教双轮驱动加速发展 2016-03-30
- 新南洋：新南洋三季报：外延内生双轮驱动教育业务快速发展，股权激励提高经营效率 2015-10-29
- 新南洋：业绩优于预期，整合资源打造终身教育体系 2015-04-23
- 新南洋：乘教改东风之势，扬并购远航之帆 2015-03-16

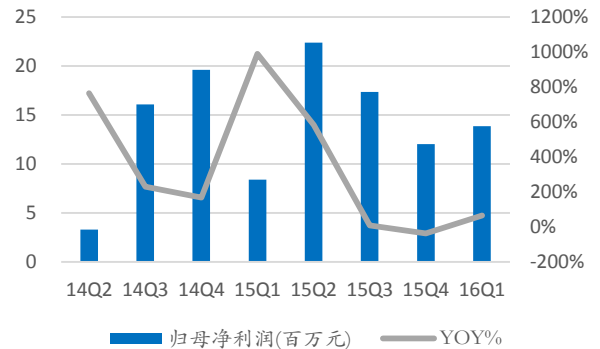
营收增长近 20%，归母净利增 65.08%。4 月 27 日，公司公告 16Q1 实现营收 2.89 亿元，同比增长 19.62%(15Q1-Q4 同比增速分别为 72.15%，112.41%，-2.47%，21.19%)；归母净利润 1384.43 万，同比增长 65.08%(15Q1-Q 同比增速分别为 985.29%，582.94%，7.79%，-38.66%)；扣非后归母净利润 1289.35 万，同比增长 58.39%；EPS 为 0.05 元。收入与业绩增长的主要原因是教育培训与服务板块稳健增长，而原有精密制造业务和数字电视与信息业务调整与处置已与上年逐步完成，负面影响逐渐降低。公司于年报预计 2016 年实现营业收入 12.5 亿元，Q1 完成全年目标 23.12%。

图 1：营收小幅上涨



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

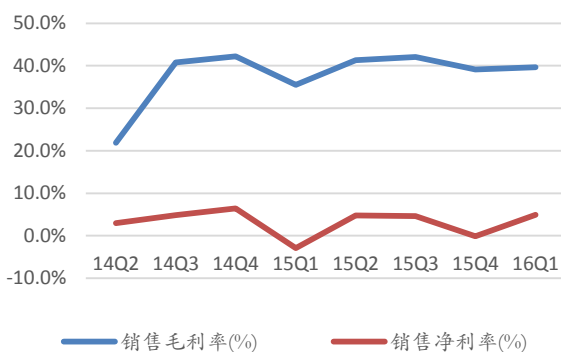
图 2：归母净利同比增长 65.08%



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

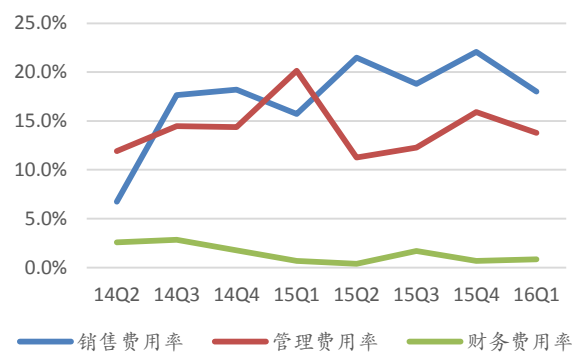
毛利率回升，期间费用率呈下降趋势。公司 16Q1 毛利率 39.68%，同比增加 4.19 个百分点，主要系公司收入结构变动所致，毛利率较小的数字电视、精密仪器等业务收入占比逐渐下降。报告期内费用率保持下降，期间费用率为 32.60%，同比减少 3.95 个百分点；其中销售费用率为 18.01%，同比增加 2.28 个百分点，主要是教育业务增长带来营销费用的上涨；管理费用率为 13.77%，同比减少 6.36 个百分点；财务费用率为 0.83%，同比增加 0.14 个百分点，系 POS 费用增加所致。

图 3：Q1 毛利率 39.68%



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

图 4：期间费用进入下降区间



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

定增与股权激励有序推进，K12 与职业教育双轮驱动加速发展。公司 3 月 31 日召开股东大会审议通过 15 年 10 月末披露的定向增发预案，定增募集资金主要用于拓展 K12 与职业教育两大板块，分别组建上海南洋昂立教育发展有限公司和上海新南洋职业教育发展有限公司。K12 预期将新设 60 个学习中心重点拓展上海及长三角地区的 K12 教育业务，职教将在 3 年内预计与不少于 10 所高职院校合作，帮助其实现专业设置、课程体系设计、实训服务等方面的改善，提升其办学水平和学生就业，即以轻资产教研及管理服务输出方式实现公司长期

收入与业绩的提升。此外，公司股权激励方案已依据 15 年年报情况进行相关的调整重新上报教育部、财政部审批，预期通过后将帮助公司实现管理层和核心员工的利益绑定，促进未来加速发展。

**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，新南洋≠昂立科技，而是一家综合教育服务集团，公司未来将持续加强 K12 线上线下融合以及职业教育轻资产输出的布局。假设定增将于年内完成，不考虑公司外延扩张的影响情况下，我们预测 16-18 年公司摊薄 EPS 分别为 0.32 元、0.47 元、0.63 元，对应 PE 为 89x、60x、45x。维持买入-A 评级。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1,165.6	1,165.2	1,368.2	1,655.6	1,964.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	684.5	702.5	786.6	924.6	1,072.8	营业收入增长率	106.2%	0.0%	17.4%	21.0%	18.7%
营业税费	27.5	33.0	38.8	44.3	54.6	营业利润增长率	222.5%	-52.8%	229.9%	52.5%	33.9%
销售费用	218.3	229.7	260.0	311.3	367.4	净利润增长率	321.9%	-4.7%	62.1%	49.9%	33.2%
管理费用	169.3	170.9	199.8	241.7	284.8	EBITDA 增长率	107.9%	-37.4%	82.2%	40.6%	33.1%
财务费用	24.4	10.3	-3.2	-12.2	-14.0	EBIT 增长率	124.1%	-54.1%	142.4%	45.5%	35.4%
资产减值损失	1.3	-0.4	0.5	0.5	0.2	NOPLAT 增长率	107.7%	-70.3%	283.0%	45.5%	35.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	10.7%	-37.0%	103.7%	-72.5%	241.8%
投资和汇兑收益	28.1	13.1	20.6	16.8	18.7	净资产增长率	116.3%	-2.7%	92.9%	8.7%	9.9%
<b>营业利润</b>	68.4	32.3	106.4	162.3	217.3	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	3.1	11.4	6.5	7.0	8.3	毛利率	41.3%	39.7%	42.5%	44.2%	45.4%
<b>利润总额</b>	71.5	43.7	113.0	169.4	225.6	营业利润率	5.9%	2.8%	7.8%	9.8%	11.1%
减:所得税	18.9	22.9	28.2	42.3	56.4	净利润率	5.4%	5.2%	7.1%	8.8%	9.9%
<b>净利润</b>	63.1	60.1	97.4	146.1	194.6	EBITDA/营业收入	10.7%	6.7%	10.4%	12.1%	13.6%
						EBIT/营业收入	8.0%	3.7%	7.5%	9.1%	10.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	固定资产周转天数	86	96	77	65	63
货币资金	435.0	373.3	812.7	1,511.8	1,157.0	流动营业资本周转天数	-35	-90	-41	-57	-66
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	179	248	270	352	343
应收账款	111.0	129.1	152.8	154.9	236.7	应收账款周转天数	26	37	37	33	36
应收票据	10.6	7.6	13.8	15.9	16.3	存货周转天数	31	26	30	30	27
预付账款	25.8	44.9	8.3	59.7	26.7	总资产周转天数	418	554	524	555	532
存货	93.0	78.5	153.1	119.1	178.8	投资资本周转天数	182	156	156	110	89
其他流动资产	116.8	181.3	99.4	132.5	137.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	25.9	159.3	61.7	82.3	101.1	ROE	7.6%	7.2%	5.8%	7.8%	9.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.0%	1.1%	4.0%	4.3%	6.0%
长期股权投资	437.6	395.4	395.4	395.4	395.4	ROIC	12.2%	3.3%	19.8%	14.2%	69.7%
投资性房地产	28.2	27.4	27.4	27.4	27.4	<b>费用率</b>					
固定资产	315.6	305.5	281.3	317.2	373.5	销售费用率	18.7%	19.7%	19.0%	18.8%	18.7%
在建工程	2.3	0.3	0.3	35.2	42.6	管理费用率	14.5%	14.7%	14.6%	14.6%	14.5%
无形资产	76.0	75.2	60.2	69.1	72.1	财务费用率	2.1%	0.9%	-0.2%	-0.7%	-0.7%
其他非流动资产	45.2	83.1	53.4	62.5	56.1	三费/营业收入	35.3%	35.3%	33.4%	32.7%	32.5%
<b>资产总额</b>	1,723.0	1,860.9	2,119.7	2,982.9	2,821.4	<b>偿债能力</b>					
短期债务	197.0	127.0	-	-	-	资产负债率	46.0%	51.3%	17.6%	36.3%	26.0%
应付账款	91.4	162.1	125.6	173.9	179.9	负债权益比	85.0%	105.4%	21.3%	57.0%	35.2%
应付票据	-	-	0.3	0.1	0.1	流动比率	1.03	0.86	3.39	1.85	2.41
其他流动负债	478.0	657.5	239.5	901.9	546.3	速动比率	0.91	0.78	2.97	1.74	2.17
长期借款	17.8	-	-	-	-	利息保障倍数	3.81	4.12	-32.42	-12.34	-14.55
其他非流动负债	7.6	8.2	6.7	7.5	7.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	791.8	954.7	372.1	1,083.4	733.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	100.1	69.1	56.4	37.3	11.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	259.1	259.1	305.3	309.7	309.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	372.1	432.2	1,385.9	1,552.5	1,765.9						
<b>股东权益</b>	931.2	906.1	1,747.5	1,899.6	2,087.6						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
净利润	52.5	20.7	97.4	146.1	194.6	EPS(元)	0.24	0.23	0.32	0.47	0.63
加:折旧和摊销	42.3	47.2	39.2	50.2	63.3	BVPS(元)	3.21	3.23	5.54	6.01	6.70
资产减值准备	1.3	-0.4	-	-	-	PE(X)	116.6	122.4	89.0	60.2	45.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.9	8.8	5.1	4.7	4.2
财务费用	24.4	8.1	-3.2	-12.2	-14.0	P/FCF	-65.3	37.9	-20.1	12.2	-26.2
投资损失	-28.1	-13.1	-20.6	-16.8	-18.7	P/S	6.3	6.3	6.3	5.3	4.5
少数股东损益	-10.6	-39.4	-12.7	-19.1	-25.4	EV/EBITDA	41.6	122.2	54.5	35.7	28.0
营运资金的变动	7.1	157.8	-414.2	646.6	-456.0	CAGR(%)	34.2%	101.4%	59.6%	34.2%	101.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	197.1	250.7	-314.0	794.8	-256.1	PEG	3.4	1.2	1.5	1.8	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-82.8	-257.8	118.1	-133.7	-130.1	ROIC/WACC	1.2	0.3	1.9	1.3	6.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	-30.4	-54.6	635.2	38.1	31.4	REP	7.2	78.7	5.2	24.2	1.5

资料来源: 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

刘章明声明，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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034