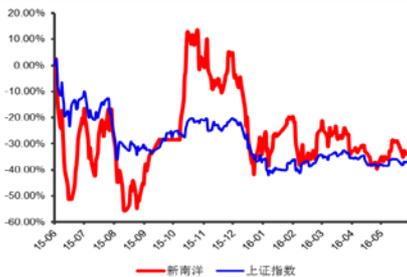


2016年6月22日

——新南洋（600661.SH）深度报告

评级：推荐

52周走势



报告作者

分析师：徐艺

执业证书编号：S0590515090003

联系人

徐艺

电话：0510-82823337

Email: xuyi@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。
国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

- **新南洋：A股教育培训第一股。**新南洋由上海交通大学发起并组建成立，2014年新南洋实施并购重组，收购昂立科技全部股权，成为A股教育培训第一股。昂立科技是上海知名的教育培训机构，具有多年的办学经验，品牌认知度较高。昂立科技的加入加码了新南洋在教育领域的布局。
- **行业分析：政策利好、消费升级、需求增加促进教育行业发展。**一方面，密集出台的扶持政策持续推动教育行业的改革与发展。15年12月，教育法及高等教育法二读通过，并将于2016年6月1日起施行，备受关注的民办教育促进法也有望今年通过；另一方面消费升级和需求增加也促进了教育的发展，腾讯教育发布的《2014年K12教育市场分析报告》显示，K12培训市场培训人数超过8000万，整体市场空间超过4000亿。受教育者人数增加，催化K12教育行业进一步成长，市场空间大。
- **公司整合优质资源，K12+职业教育双轮驱动，背靠上海交大，优势明显。**当前新南洋主要业务集中于K12教育培训市场，正在加码向长三角地区和其他省份扩张，未来三年公司计划在上海、南京、宿迁、温州等地新设60个学习中心。依托交大的品牌影响力以及教学实力，公司进军职业教育领域，也符合普通高校向应用型职业学校转型的趋势。公司非公开发行募集10亿用于拓展K12教育和职业教育。同时，发起参与设立10.05亿元教育产业基金，用于整合K12、国际教育、职业教育、互联网教育领域。
- **给予“推荐”评级。**预计公司16-18年净利润分别为0.81亿、1.12亿和1.58亿，对应的每股收益分别为0.31元，0.43元和0.61元，对应当前股价PE分别为88.5x，63.9x和45.3x。考虑教育行业空间大，未来集中度提升是趋势，公司作为K12+职业教育综合教育平台，控股股东参与定增彰显信心，通过并购基金外延预期强，未来有望受益民办教育促进法和高等院校改革政策的推动，给予公司推荐评级。
- **风险因素：**（1）教育行业的政策波动风险；（2）资源整合进度不达预期的风险；（3）新设教育点不达预期的风险。

目 录

目 录	2
1. 新南洋：A股教育培训第一股	3
1.1 以K12 教育为核心，多方位构建教育产业链	3
1.2 股权结构:	4
2 K12 行业正处于成长期	6
2.1 K12 市场需求旺盛	6
2.2 政策重视教育质量	6
2.3 人口和消费升级推动K12 发展	8
2.3.1 受教育者人数增加	8
2.3.2 受教育者教育培训投入增加	8
3 公司分析——K12 教育+职业教育双引擎	9
3.1 K12 教育加速扩张	10
3.2 开启职业教育新征程	12
3.3 控股股东参与定增+股权激励有望推出，员工积极性将提 升	15
3.4 背靠上海交通大学 教育资源丰富	16
3.5 发起设立教育基金 整合行业优质资源	17
4. 盈利预测和估值	18
5. 风险因素	18

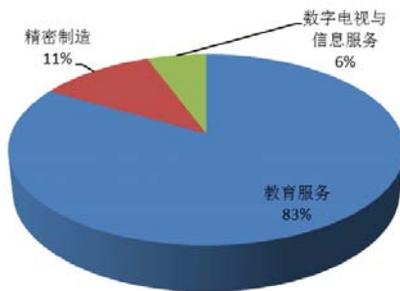
1. 新南洋：A 股教育培训第一股

新南洋 1992 年由上海交通大学发起并组建成立，主营业务由教育与服务、精密制造及数字电视服务业务构成，其中教育服务是公司未来规划发展的重点业务。2014 年新南洋实施并购重组，以发行股份方式收购昂立科技全部股权。昂立科技的加入使得公司在教育培训领域更具竞争力，壮大了主营业务的发展。新南洋是上海最大、全国唯一拥有公办院校品牌背书的非学历教育培训机构，教育点分布广泛，整套服务体系完善，管理运营经验丰富。

1.1 以 K12 教育为核心，多方位构建教育产业链

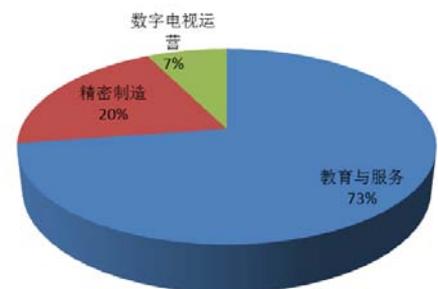
教育服务占比提升，营收占比超 80%。根据新南洋 2015 年年报，教育服务业务占比达到 83%，精密制造和数字电视与信息信息服务收入占比 17%。其中教育培训增长态势良好，在营收中的占比较 2014 年和 2015 年上半年都有所提升。

图表 1: 2015 年公司营收构成



资料来源：公司公告 国联证券研究所

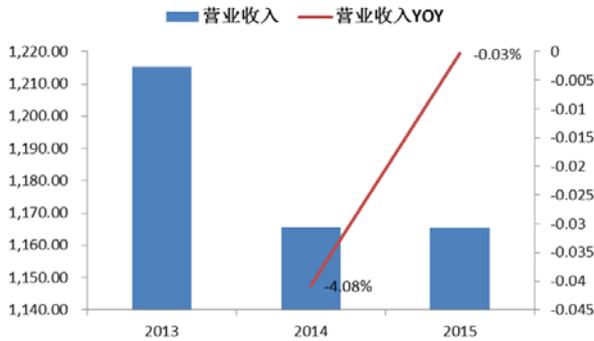
图表 2: 2014 年公司营收构成



资料来源：公司公告 国联证券研究所

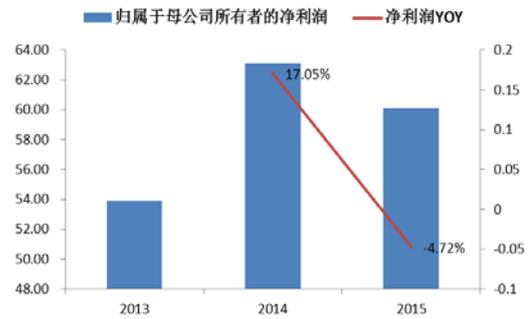
2015 年，新南洋实现的营业收入为 11.65 亿元，归属上市公司的净利润为 6010 万元，分别较 2014 年增长了 -0.03% 和 -0.42%。主要原因是公司更加聚焦主业，剥离了一部分非教育服务业务，昂立科技略超业绩承诺，后期公司有望将资源集中于教育服务领域，通过 K12 和职业教育双轮驱动业绩。

图表 3: 公司营业收入情况



资料来源: 公司公告 国联证券研究所

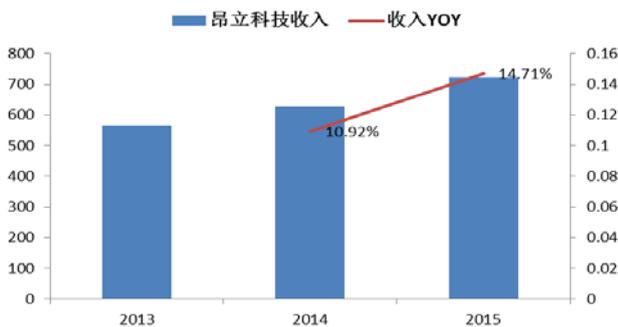
图表 4: 公司净利润情况



资料来源: 公司公告 国联证券研究所

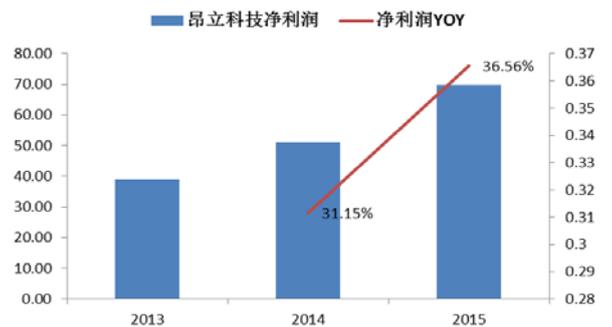
昂立科技 14-15 年净利润分别为 3894.02 万元、5106.89 万元、6974.03 万元, 均超出业绩承诺 (昂立科技承诺 2013 年、2014 年、2015 年实现的净利润分别不低于人民币 3,430.44 万元、4,605.53 万元、5,815.91 万元)。

图表 5: 昂立科技收入情况



资料来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 6: 昂立科技利润情况



资料来源: 公司公告 国联证券研究所

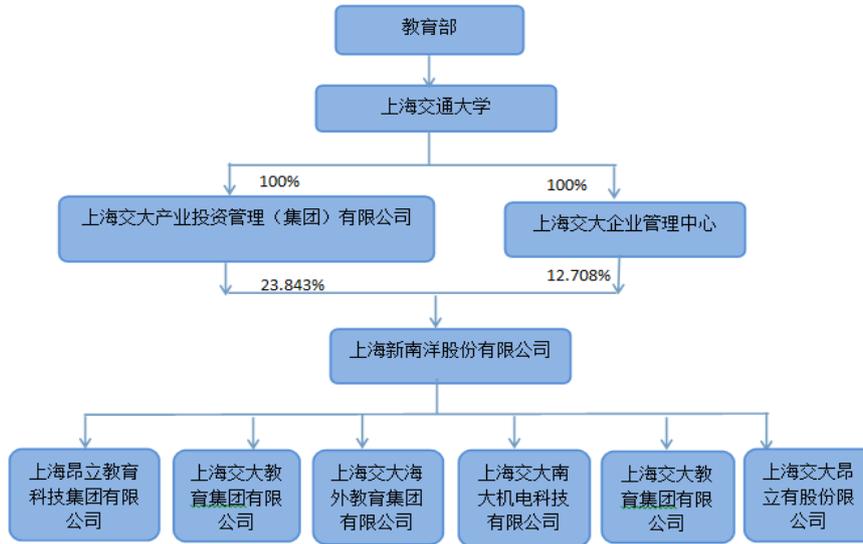
公司教育业务主要分为四大板块: 一、强化 K12 核心产品, 主推小班教学和一对三教学, 降低学生获取成本提高留存率; 教学点加密覆盖区域为长三角地区, 在其他地区通过并购覆盖; 二、出国留学: 公司一方面加强和国外机构合作, 另一方面设立专门部门异地扩张; 三、高端管理培训目前是海外教育发展公司运作, 未来方向是对民营企业的非学历教育, 协助企业建设企业大学提供咨询服务; 四、职业教育, 目前旗下拥有并运营嘉兴南洋职业技术学院, 未来将重点发展工业制造与医学护理两个领域的职业教育培训。

1.2 股权结构:

上市公司实际控制人为上海交通大学, 第一大股东是上海交大产业投资管理 (集团) 有限公司, 持有 23.843% 股份, 第二大股东上海交大企业管

理中心持有 12.708%股份，交大产业集团和交大企管中心互为一致行动人。
公司股权结构图如下：

图表 7：公司股权结构



数据来源：公司公告 国联证券研究所

新南洋旗下共有近 50 家控股或参股子公司，覆盖教育培训、精密制造、数字电视等多个业务模块，具体有：上海交通大学教育（集团）有限公司、上海交大海外教育发展有限公司、上海新南洋数字电视产业投资有限公司等。

图表 8：新南洋主要控股及参股企业经营情况

企业名称	主要产品或服务	注册资本	总资产	对上市公司贡献的净利润
上海昂立教育科技有限公司	教育服务, 教育信息咨询	12,180.0	88,611.73	6974.03
		0		
上海交通大学教育集团有限公司	高等、成人教育研发投资	15,000.0	29,268.87	-914.28
		0		
上海交大海外教育发展有限公司	教育服务, 教育研究开发	500.00	9,952.09	340.84
上海交大南洋机电科技有限公司	液力耦合器、锻造、铸造	2,500.00	12,821.41	43.27
上海新南洋数字电视产业投资有限公司	数字电视广播体系投资	5,000.00	5,161.81	89.13
上海交大昂立股份有限公司	生物制品、保健食品制售	31,200.0	268,803.71	1,772.06
		0		

资料来源：公司公告 国联证券研究所

2 K12 行业正处于成长期

2.1 K12 市场需求旺盛

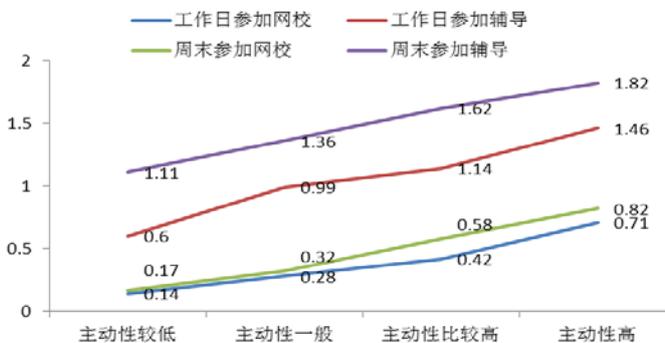
由于目前学生小升初、初升高以及高考竞争较为激烈，中国的 K12 教育市场呈现出刚性的需求。腾讯教育发布的《2014 年 K12 教育市场分析报告》显示，培训人数约为 8731 万人，培训市场年均消费约为 5121 元/人。

K12 重要子行业中，线下培训和教育信息化为主要盈利点，在线教育的盈利模式仍处于探索中。

由于目前学生小升初、初升高以及高考竞争较为激烈，教育培训成为 K12 重要发展领域，国内主要以小班授课和一对一为主，龙头包括新东方、好未来、学大教育、昂立教育等。K12 的特点在于客户与用户分离，由于用户群体的特征，在线教育的接受程度还不高，线下培训更容易把控，虽然传统线下企业普遍正在尝试线上突破，但单纯在线业务难以找到盈利模式。

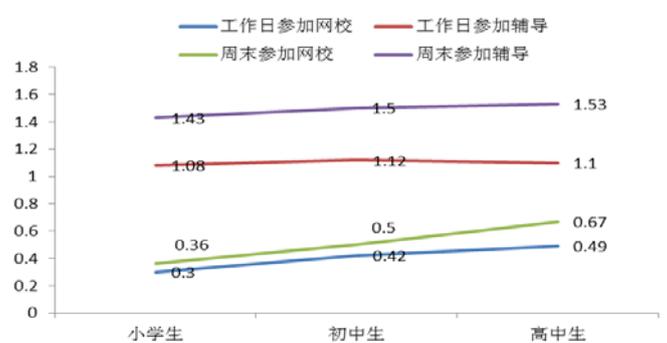
K12 教育的学生平均每天参加辅导 1.5-2 小时，参加的时间随着主动性的提高而递增，且学生们偏好在周末参加辅导，相比于网校，更多地是参加辅导机构的学习。K12 教育的学生平均每天参加辅导的时间按照年级升高而增加。具体数据可见下图：

图表 9: K12 教育的学生平均每天参加辅导 1.5-2 小时



资料来源：腾讯课堂 国联证券研究所

图表 10: 培训时间随着年级的增长逐步增加



资料来源：腾讯课堂 国联证券研究所

目前行业分散，整合是未来主要趋势。目前，国内的 K12 教育培训已经有几大品牌脱颖而出，包括新东方、学大教育、学而思、昂立教育等。但总体来说，中国 K12 课外辅导市场还处于高度分散、竞争激烈的状态，预计行业整合和信息化发展是未来几年重点。

2.2 政策重视教育质量

教育是是国家战略性行业，受政策驱动效应强。教育决定着人类的今天，也决定着人类的未来。当今世界的综合国力竞争，说到底人才竞争，

人才越来越成为推动经济社会发展的战略性资源，教育的基础性、先导性、全局性地位和作用更加突显。

十三五规划从国家战略上指明了教育的新方向，一揽子法律法规出台大力支持教育行业发展，民办学校也从法律上获得国家肯定，这一系列现象鼓励教育行业扬帆起航。基础教育、职业教育、国际教育等各领域有各种社会力量参与推动，这股合力将促进民办教育投资迎来新一轮爆发。

图表 11: 我国近年关于教育的政策法规及教育的基本法

时间	政策法规	内容
2016 年 2 月	《教育部 2016 年工作要点》	推进民办教育分类改革。进一步修改并出台鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见。研究制定民办学校分类登记实施细则、营利性民办学校监督管理实施细则等，有序实施民办学校分类管理。
2015 年 9 月	《教育法》修正案草案 《高等教育法》修正案（草案）	将《教育法》第 25 条“任何组织和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构”的规定删除。 删除“设立高等学校，应当符合国家高等教育发展规划，符合国家利益和社会公共利益，不得以营利为目的”中“不得以营利为目的”。
2015 年 5 月	《国务院办公厅关于深化高等学校创新创业教育改革的实施意见》	全面部署深化高校创新创业教育改革工作。
2014 年 12 月	《构建利用信息化手段扩大优质教育资源覆盖面有效机制的实施方案》	明确了到 2015 年、2017 年和 2020 年的目标和重点任务，形成了新时期教育信息化全方位的整体部署。
2014 年 11 月	《关于幼儿园教育改革与发展的指导意见》	确定了我国学前教育的基本政策，进一步明确了我国学前教育的管理体制。
2014 年 6 月	《现代职业教育体系建设规划（2014-2020 年）》	明确提出职业教育“分步走”战略以及到 2015 年的初级发展目标。
2014 年 5 月	《关于加快发展现代职业教育的决定》	全面部署加快发展现代职业教育，明确了今后一个时期加快发展的现代职业教育的指导思想、基本原则、目标任务和政策措施。
2010 年 12 月	国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）	

资料来源：国联证券研究所

2.3 人口和消费升级推动 K12 发展

随着“4+2+1”的家庭结构越来越成为主流的家庭模式，子女的教育问题已成为家庭的重中之重，相应在教育上的花费也水涨船高。另外，随着全面放开二胎政策，受教育者人数增加，催化 K12 教育行业进一步成长，市场容量大。

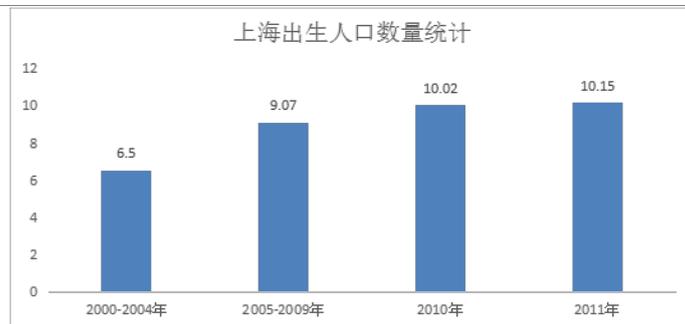
2.3.1 受教育者人数增加

教育部每年公布的《全国教育事业统计公报》中的统计数据显示，2014 年全国小学的在校生人数为 9451.07 万人，比上年增加 90.52 万人，全国义务教育阶段在校生共 1.38 亿人。根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要》，参与各类教育的人数及相关比例至 2020 年均按一定的比例提升，未来受教育者数量的上升将有利于教育行业的收入增长。

纲要提出阶段战略目标：到 2020 年，我国 K12 教育的实际在校人数将达到 2.12 亿人。对 K12 教育培训行业而言，意味着巨大的潜在客户基数，为 K12 教育未来发展带来庞大的潜在需求。

由于目前昂立科技线下培训主要在上海地区，根据《上海统计年鉴》数据显示，2000 年-2004 年，上海出生人口为 32.73 万人，平均每年出生约 6.5 万人；2005 年-2009 年，上海出生人口为 45.35 万人，平均每年出生 9.07 万人。2010 年、2011 年上海出生人口分别为 10.02 万人和 10.15 万人，近 5 年的出生率约为 8%。根据有关专家估计，上海未来数年的出生率都将达到这个水平，再加上在上海地区上学的外地户籍儿童，未来数年内上海市小学在校平均人数都将达到 73 万人左右。适龄人群数量的不断增加为昂立科技非学历教育业务发展的增长空间奠定了良好基础。

图表 12: 上海出生人口数量



数据来源：国家统计局 国联证券研究所

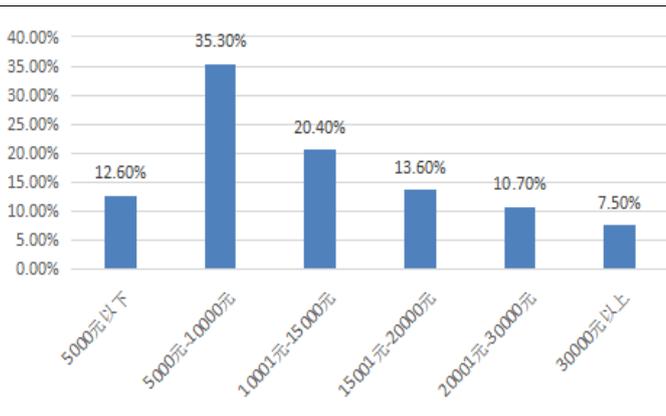
2.3.2 受教育者教育培训投入增加

首先，伴随教育观念的增强以及消费水平的提高，教育类支出也会有所增长。根据世界银行数据统计，从 2010 年到 2014 年，我国国民收入从

40.71 万亿元增长到 63.40 万亿元，居民人均消费水平从 1.09 万元增长到 1.77 万元。随着中国社会进步及经济发展，普通民众的可支配收入中教育支出部分金额逐年增加。《2014 搜狐教育行业白皮书》中数据显示，56.5% 的家长把孩子教育投资列在最重要位置，75% 左右的家庭每月在孩子教育上的投入为 500 至 1000 元，10% 的家庭每月投入在 1000 元以上。

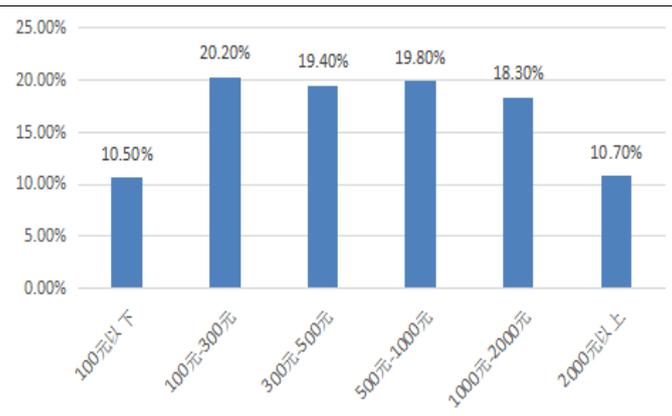
其次自上世纪 90 年代以来，家庭的教育支出以平均每年 29.3% 的速度增长，明显快于家庭收入的增长，也快于国内生产总值的增长。可见受教育者教育投入空间巨大。中国青少年研究中心家庭教育研究所曾经在 2011 年 5~6 月对北京、哈尔滨、石家庄、银川、成都、西安、南京、广州 8 个城市 4960 个家庭的义务教育阶段家庭进行调查，调查显示：在义务教育阶段，我国城市家庭教育支出平均占家庭养育子女费用总额的 76.1%，占家庭经济总收入的 30.1%。

图表 13：2015 年中国家庭月收入情况



资料来源：搜狐教育 国联证券研究所

图表 14：2015 年中国家庭每月教育支出情况



资料来源：搜狐教育 国联证券研究所

经济发达水平越高的省份，其教育投入也越高。上海作为全国，乃至全球知名大城市，居民家庭的教育理念及投入一直为全国领先，上海家庭年均在教育上的花费一直以来都是全国最高。相关数据显示，子女教育费用在上海居民总消费中被排在第一位，超过养老和住房。且所受教育的品种也是全国领先，尤其以英语等外语培训最为火热。

3 公司分析——K12 教育+职业教育双引擎

公司是 K12 教育龙头，并依托品牌优势和股东优势开启职业教育征程，定增 10 亿有望加快公司发展，控股股东参与定增彰显对公司的信心，同时股权激励有望推出提升员工积极性，10 亿并购基金将整合行业优势资源。

3.1 K12 教育加速扩张

昂立科技从上世纪 90 年代最早的大学四六级和口语培训开始逐步发展到现在，形成了较为完整的终身教育产业链。目前是上海最大、全国唯一拥有公办院校品牌背书的非学历教育培训机构。公司在此基础上不断开拓创新，加快教育布局。

16 年 3 月，公司拟出资组建上海南洋昂立教育发展有限公司，拟出资组建上海南洋昂立教育发展有限公司，南洋昂立注册资本为 1600 万元。公司以现金出资人民币 1600 万元，出资比例为 100%，待公司定向增发完成后拟再对其进行增资至 4.66 亿元。

计划三年新增 60 个学习中心。南洋昂立将重点拓展上海及长三角地区的 K12 教育业务，业务地域将从目前的上海地区逐步扩展到长三角地区，公司成立后计划在上海、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，从而提高公司在 K12 业务领域的市场占有率，并为今后向全国扩张打下基础。新南洋利用昂立科技拥有昂立的品牌、教师培训、内容库资源、管理系统等核心资源进行业务扩张。目标成为成为华东地区最具规模、中国最优秀的教育培训服务提供商。

根据收购昂立科技时的公告，昂立教育是深耕上海的地方教育培训巨头。昂立教育目前的教育培训业务主要集中在上海，旗下培训机构设立的教学点共有 78 个，其中 61 个教学点位于上海。

图表 15: 昂立教育教学点分布情况

城市	教学点个数	占比
上海	61	78%
长沙	7	9%
杭州	6	7.7%
南京	1	1.28%
南通	1	1.28%
无锡	1	1.28%
苏州	1	1.28%
总计	78	100%

资料来源：公司公告 国联证券研究所

昂立中学生精品学堂以小班形式面授，主要有拓展型、研究型 and 特需型三种课程。其中拓展型课程着重培养、激发和发展学生对学科的兴趣爱好，体现学科知识的扩展、延伸与综合能力的深入发展，开发学生的潜能，

培养学生科学过程与方法。通过结合中学生各年龄的学习思路与方法的分析，依据各个年级的学习特点，夯实基础，巩固提高，掌握方法，形成能力。

研究型课程着重在学科的专题性、综合性研究和探究过程中，实现知识的迁移和相应的创新精神与实践能力的培养。通过对各学科知识结构的归纳整理和强化应用，使学生在知识内容与学习能力上达到较高素质。

特需型课程主要为了满足部分学生特殊阶段的个性化需要而开设的课程，同时也为培养学生艺术修养而开设艺术类课程。

在精品课堂的基础上，近几年昂立科技研发出智立方中学生1对1课程，并全国首创1对3课程，是昂立科技多年的发展中形成的高品质教育机构，成为沪上中学生个性化教育的领导品牌。

15年10月30日，公司发布定增方案，在K12教育业务发展项目拟投资4.49亿元，用于教学研究及数字化课程建设、IT系统研发及咨询互动平台建设及校区拓展。

图表 16: 非公开发行募集资金用途

单位: 万元

企业名称	项目名称	预计总投资	拟使用募集资金金额
1	K12教育业务发展项目	44,885.34	44,885.34
2	职业教育业务发展项目	25,000.00	25,000.00
3	补充流动资金	30,600.00	30,114.66
	合计	100,485.34	100,000.00

资料来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 17: K12教育业务发展项目

单位: 万元

企业名称	项目名称	预计总投资	预计投入金额	合计
教学研究及数字化课程建设	课程产品体系研发升级	长三角地区中学生专项知道课程研发	1,814.40	10,814.40
		昂立青少儿英语专项指导课程内容研发	1,000.00	
	题库建设	普通精选题库	600.00	
		自编精选题库	500.00	
		配套微课录制	900.00	
	教师队伍建设投入	教师招聘及培训经费支出	1,000.00	

IT 系统研发及咨询互动平台建设	数字化平台系统建设	基础硬件投入	300.00	4,000.00
		基础软件投入	200.00	
		专项研发投入	1,500.00	
		数字化学校配套硬件投入	1,000.00	
	第三方入口平台建设及运营	平台研发、运营和维护	1,000.00	
学习中心拓展	新设学习中心	场地租赁及装修 设备购置及安装 人员工资及宣传 学校中心拓展	30,070.94	30,070.94

资料来源：公司公告 国联证券研究所

3.2 开启职业教育新征程

16年3月公司公告组建上海新南洋职业教育发展有限公司，并在此前的定增方案中提出，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5,015.90万元与某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。

新南洋职业教育拟通过与职业教育学院合作的方式，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，使学校提升教学质量、扩大招生规模、提高学生就业率，实现学校的良性发展，为社会培养更多更优秀的实践型人才。

目前已经比较明确的一个合作方是一所以培养服务汽车产业的技能型人才为主要目标的公办高等职业院校，占地1,000亩，建筑面积26.1万平方米，教职工630人，在校生11,480人。学院设有汽车制造工程系等9个教学系部，开设了汽车制造与装配技术等31个专业。学院建有3.5万平方米的实训中心，校内实训室115处，仪器设备总值7,276万元，校外实训基地206处。

双方合作的具体内容如下表所示：

图表 18: 新南洋与职业教育学校的具体合作内容

序号	主要内容	投资回报方式	期限
1	共同设立教育管理服务公司，并通过其向学校提供教育服务	收取服务费	二十年
2	提供学生宿舍	收取住宿费用	二十年
3	建设实训中心	收取使用费	二十年

数据来源：公司公告 国联证券研究所

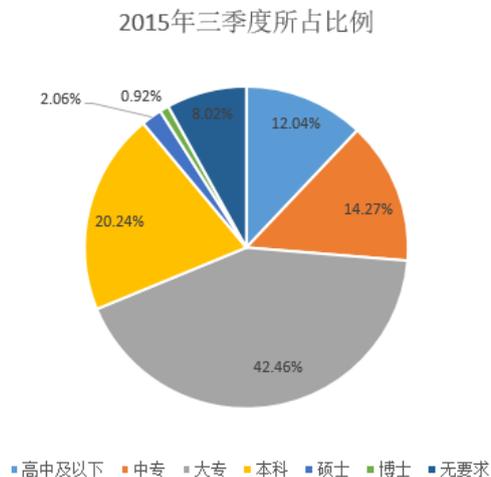
职业教育是解决就业问题的最好途径，也是我国教育体系中的重要组成部分。近 10 年来中职毕业生就业率始终保持在 95%以上，有力地带动提升了全社会的整体就业水平，成为产业大军中坚力量。

教育部公布的数据显示：2015 年中职毕业生 515 万名，就业率达 96.3%，接近 80%的人就业专业对口，显示出中职毕业生在就业市场上比较抢手。

当前我国处于低生育率、低死亡率和低自然增长率的发展阶段，人口年龄结构老化，适龄劳动力人口占比不断降低，影响着我国劳动力市场的供给和经济发展战略选择。人口红利的逐步释放使得我国加快实施产业升级，产业发展战略从劳动密集型向附加值更高的技术密集型转变。对劳动力的需求，不仅从数量上，更从质量上提出了更高的要求。传统的低端劳动力供应市场处于饱和状态，供给充足；而中高端劳动力由于更顺应社会对知识技术复合型人才的需求，拥有更强的市场竞争力。

2015 年第三季度用人单位对学历需求如下，其中中专需求同比下降 0.10%，大专需求同比上升 4.5%。然而与经济发展对专业技能型人才需求增速不符的是，我国中等职业教育以及高职专科类学校的招生增速不断放缓，甚至出现了负增长的趋势。中职教育在经历了 2005 年至 2009 年的上涨后，迅速回落，至 2013 年底，跌落至 2005 年水平。同样地，高职专科院校招生增速也非常缓慢，近六年招生人数稳定在 320 万上下。而同时随着高校的进一步扩招，社会“学历崇拜”情况愈演愈烈，普通高校本科招生数不断攀升，本专科招生规模差距拉大。中职及高职招生规模增幅小于市场需求，职业教育市场目前存在明显的供需失衡。

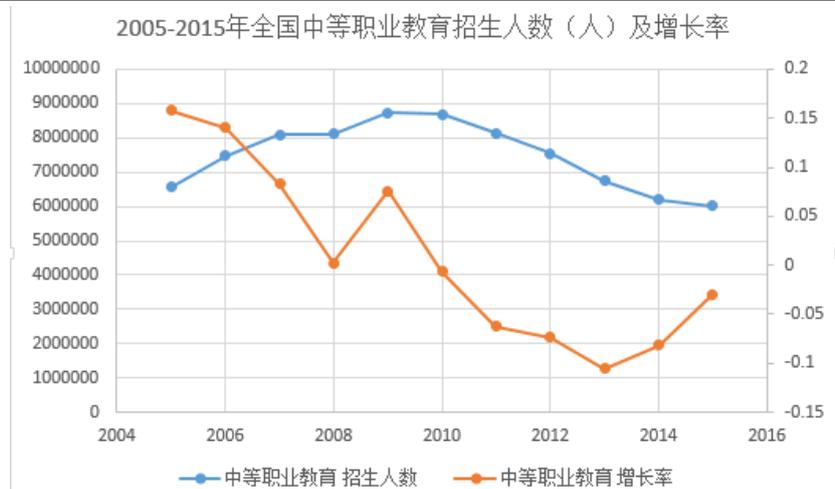
图表 19：2015 年三季度用人单位对学历需求情况



数据来源：中国人力资源市场网 国联证券研究所

根据 2015《教育蓝皮书：中国教育发展报告》，2005-2008 年间，我国中等职业学校的招生规模从 655.7 万增加到 812.1 万，平均每年以 7.3% 的速度增加，与同期普通高中学校招生规模下降趋势（年均减少 1.6%）相反，跟普高（2008 年招生 837.0 万）几近形成平分天下的局面。自 2011 年起，中等职业学校招生规模逐渐低于普通高中招生规模，且差值不断拉大。2013 年，两者差值达到了 164 万。同样地，自 2009 年起，高等职业教育专科招生规模较之本科类教育的差值也不断放大，距离高等职业教育规模占高等教育一半以上的目标存在较大的发展空间。

图表 20: 2005-2015 年全国中等职业教育招生人数及增长率



数据来源: Wind 国联证券研究所

国家对于职业教育改革给予较高的关注，出台一系列政策法规来发展职业教育。

图表 21: 我国近年关于教育的政策法规及教育的基本法

时间	政策法规	内容
2016 年 3 月	“十三五”规划纲要	逐步分类推进中等职业教育免除学杂费，实行国家基本职业培训包制度；鼓励高等学校学科共建、资源共享，推动职业教育统筹发展。
2016 年 1 月	《现代职业教育治理提升计划转向资金管理办法》	支持各地建立完善以改革和绩效为导向的高等职业院校生均拨款制度；推动建立健全中等职业学校生均拨款制度。
2015 年 11 月	《高等职业教育创新发展行动计划（2015-2018 年）》	持续缩减本科高校举办专科高等职业教育的规模，推动部分地方普通本科高等学校转型发展；推动产学研结合培养专业学位研究生；开展设立专科高等职业教育学位的可行性研究。

2015年7月	《深化职业教育教学改革全面提高人才培养质量的若干意见》	推进产教深度融合，深化校企协同育人；发挥集团化办学优势，推动校企联合招生、培养；推进“双证书”制度。
2014年6月	《现代职业教育体系建设规划（2014-2020年）》	提出两步走战略，2015年初步形成现代职业教育体系框架，2020年基本建成中国特色现代职业教育体系。
2014年5月	《关于加快发展现代职业教育的决定》	不仅提出要加快构建现代职业教育体系，提升发展保障水平，提高人才培养质量，还强调了要激发职业教育办学活力，特别是提出要鼓励、支持和引导社会力量兴办职业教育。
2013年4月	《关于积极推进高校职业教育考试招生制度的指导意见》	指出今后专科层次的高等职业学校要逐步扩大中职学校毕业生招生比例，本科学校要逐步扩大面向高职学校和中职学校学生比例。同时要逐步扩大面向在职人员的招生比例。

资料来源：各教育网站 国联证券研究所

与发达国家相比，我国教育投入效率相对较低，尚有较大提升空间。

援引《2015年全国教育经费执行情况统计公告全文》的数字：2015年我国各级教育生均公共财政预算教育经费支出情况中，全国中等职业学校平均为8784.64万元，不及本科投入一半。

目前职业教育体系以政府办学为主体，财政性经费职业教育总投入的比例为74%，未来将形成以政府办学为主体、全社会积极参与、公办与民办共同发展的格局。2016年政府工作报告中明确提出，要大力发展现代职业教育，推动具备条件的普通本科高校向应用型转变。在系列政策推动下，职业教育行业将迎来快速发展期，预计到2020年，职业教育总市场规模或有望达到1.24万亿元。

3.3 控股股东参与定增+股权激励有望推出，员工积极性将提升

在去年10月公司公告的10亿的定增方案中，上海交大产业投资管理（集团）有限公司和上海交大企业管理中心参与2亿，认购价格为21.65元/股，锁定期3年，彰显控股股东对公司未来发展信心。

图表 22: 定增认购情况

序号	发行对象名称	认购数量(股)	认购金额(元)
1	上海交大产业投资管理(集团)有限公司	4,618,937	99,999,986.05
2	上海交大企业管理中心	4,618,937	99,999,986.05
3	上海赛领并购投资基金合伙企业(有限合伙)	9,237,875	199,999,993.75
4	上海诚鼎新扬子投资合伙企业(有限合伙)	9,237,875	199,999,993.75
5	上海赛领讯达股权投资基金合伙企业(有限合伙)	9,237,875	199,999,993.75

6	东方国际集团上海投资有限公司	4,618,937	99,999,986.05
7	毛蔚瀛	4,618,940	100,000,051.00

资料来源：公司公告 国联证券研究所

新南洋于2015年10月发布股权激励草案，对公司董事、高级管理人员以及对其经营业绩和持续发展有显著贡献的管理、技术骨干进行股权激励——授予4,439,244份股权，占股本1.71%。每份股票期权拥有在有效期内以确定的行权价格在满足行权条件的情况下购买一股新南洋股票的权利。股票来源为公司向激励对象定向发行的普通股。

此举有利于充分调动、提高公司的高级管理人员和核心员工的积极性和创造性，将股东利益、公司利益和员工利益有效地结合在一起，保障公司业绩持续、稳健提升。

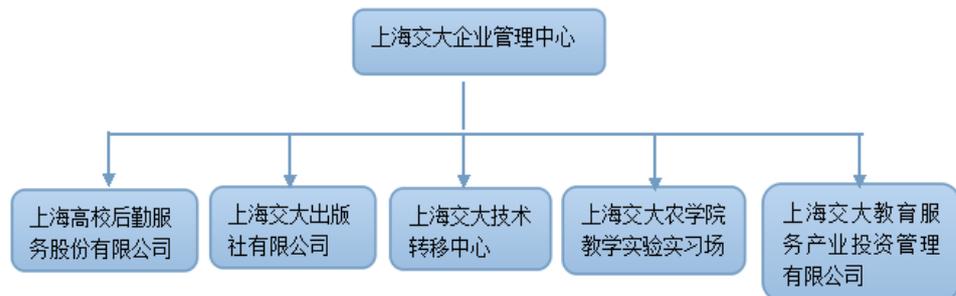
股权激励提升了股东的价值，维护所有者的利益，且可以深化公司薪酬制度改革，形成股东、公司与员工之间的利益共享与风险共同承担。此外，对于帮助管理层平衡短期目标与长期目标，支持公司战略实现和对长期可持续发展有促进作用，使得优秀管理人才和业务骨干能够留在公司里，为公司出力，确保公司长期发展。

3.4 背靠上海交通大学 教育资源丰富

上海交大是教育部直属、教育部与上海市共建的全国重点大学，是中国历史最为悠久的顶尖学府之一，综合实力名列前茅，特别是工学、商学、医学。经过百余年的不懈努力，上海交大已经成为一所“综合性、研究型、国际化”的国内一流、国际知名大学。

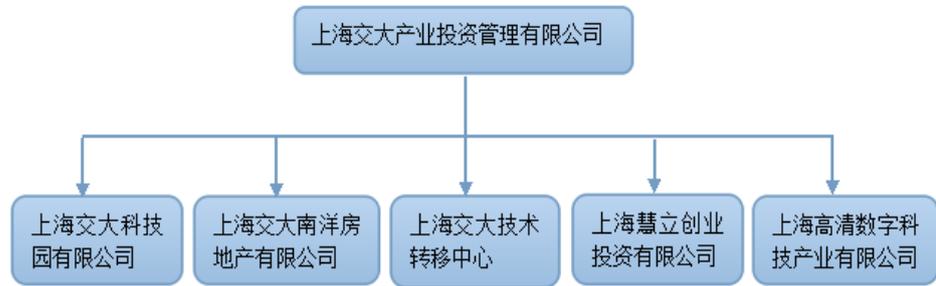
新南洋第一大股东为上海交大产业集团，依托上海交大形成“产、学、研”一体化格局，教育培训产业资源丰富。公司携交大唯一经营性资产管理平台——交大产投共同设立基金，一方面表明了上海交大做大做强教育产业的明确态度，另一方面也证明新南洋将成为交大教育资产

图表 23：上海交大企业管理中心主要教育科技下属公司



数据来源：互联网 国联证券研究所

图表 24: 上海交大产业投资管理有限公司主要下属公司



数据来源: 互联网 国联证券研究所

上海交大慧谷信息产业股份有限公司由上海交通大学等共同出资发起设立的股份有限公司。2002年7月,公司在香港创业板上市。公司集科研、生产、经营于一体,主要从事计算机网络与网络安全集成、应用软件开发、楼宇智能化系统集成,以及IT产品的代理销售等。目前公司业务覆盖政府、法院、公安、高校及企业等领域,在经济效益方面保持稳健、快速增长。

上海交大出版社有限公司在科学人文、外语教学等领域具有明显的特色和优势。其出版的图书产品包括:外语、高等教育、职业教育、基础教育、科学人文、经济管理、科学技术、医药卫生八大分类。此外,出版社出版了“课课e点通·智能练习系统”等基础教育的电子课件,帮助学生在线学习。该产品与新南洋K12教育的在线课程有互通之处,双方发挥协同作用开发题库系统和学习软件。

昂立科技借助上海交通大学旗下的兄弟公司在教育和科技方面的经验优势,积极研究教育产品来满足日益增长的社会教育需求,形成了系统的校验体系,教学业务主要立足上海并辐射全国,成为上海领先、全国知名的非学历教育培训品牌。

3.5 发起设立教育基金 整合行业优质资源

设立10亿并购基金,重点关注教育培训类的优秀企业。2015年3月公司公告拟出资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合伙企业(有限合伙)以及上海创旗投资管理中心(有限合伙)共同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,首期认缴规模5.025亿元。

该基金重点关注教育培训类的优秀企业,包括但不限于K12、国际教育、职业教育、互联网教育领域,并借助赛领综合优势参与上市公司定向

增发、并购重组。同等条件下，公司对本基金投资的项目具有优先购买权。同时，3月17日东方国际集团和交大产业签署战略合作协议，借助上海国资优势整合国内教育资源，顺应上海市加快建设具有全球影响力的科技创新中心潮流。

4. 盈利预测和估值

预计公司16-18年净利润分别为0.81亿、1.12亿和1.58亿，对应的每股收益分别为0.31元、0.43元和0.61元，对应当前股价PE分别为88.5x、63.9x和45.3x。考虑教育行业空间大，未来集中度提升是趋势，公司作为K12+职业教育综合教育平台，控股股东参与定增彰显信心，通过并购基金外延预期强，未来有望受益民办教育促进法和高等院校改革政策的推动，给予公司推荐评级。

5. 风险因素

- (1) 教育行业的政策波动风险；
- (2) 资源整合进度不达预期的风险；
- (3) 新设教育点不达预期的风险。

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,165	1,356	1,621	1,948
营业成本	702	783	909	1,062
营业税金及附加	33	38	45	55
销售费用	230	258	308	370
管理费用	171	197	235	273
EBIT	29	78	121	186
财务费用	13	4	1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
投资净收益	13	10	10	10
营业利润	32	85	130	197
营业外净收入	11	3	3	3
利润总额	44	88	133	200
所得税	23	22	33	50
净利润	21	66	100	150
少数股东损益	-39	-15	-12	-8
归属母公司净利润	60	81	112	158

主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	0.0%	16.4%	19.6%	20.2%
营业利润	52.8%	162.6%	53.7%	51.0%
净利润	-4.7%	34.4%	38.5%	40.9%
获利能力				
毛利率(%)	39.7%	42.3%	43.9%	45.5%
净利率(%)	1.8%	4.9%	6.2%	7.7%
ROE(%)	7.2%	9.0%	11.3%	14.1%
ROA(%)	3.2%	5.0%	6.4%	7.9%
偿债能力				
流动比率	0.86	0.89	1.03	1.19
速动比率	0.78	0.75	0.88	1.04
资产负债率%	51.3%	38.8%	38.2%	39.3%
营运能力				
总资产周转率	62.6%	84.5%	92.6%	97.4%
应收账款周转天数	42.84	42.84	42.84	42.84
存货周转天数	39.58	40.00	40.00	40.00
每股收益	0.23	0.31	0.43	0.61
每股净资产	3.23	3.48	3.83	4.31
P/E	118.9	88.5	63.9	45.3
P/B	8.5	7.9	7.2	6.4

数据来源: 国联证券研究所

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E
现金	373	100	149	284
应收款项净额	137	159	190	229
存货	78	86	101	118
其他流动资产	226	203	243	292
流动资产总额	815	549	683	924
固定资产	305	313	321	331
无形资产	71	68	65	62
长期股权投资	395	395	395	395
其他长期资产	274	274	274	274
资产总额	1,861	1,605	1,750	2,000
短期借款	127	52	0	0
应付款项	71	65	76	89
其他流动负债	749	497	585	689
流动负债	947	614	660	778
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	8	8
负债总额	955	622	669	786
少数股东权益	69	81	91	97
股东权益	837	902	991	1,117
负债和股东权益	1,861	1,605	1,750	2,000

现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
税后利润	60	81	112	158
加: 少数股东损益	31	12	10	6
公允价值变动	0	0	0	0
折旧和摊销	12	36	38	40
营运资金的变动	18	-261	14	13
经营活动现金流	120	-132	173	217
短期投资	0	0	0	0
长期股权投资	42	0	0	0
固定资产投资	-5	-50	-50	-50
投资活动现金流	37	-50	-50	-50
股权融资	84	0	0	0
负债净变化	-18	0	0	0
支付股利、利息	-12	-16	-22	-32
其它融资现金流	-243	-75	-52	0
融资活动现金流	-219	-91	-75	-32
现金净变动额	-62	-273	49	136

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦 9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。