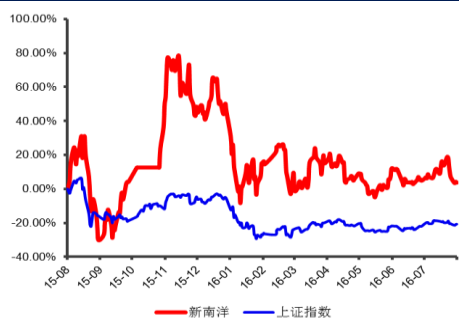


2016年8月4日

评级：推荐

新南洋（600661）事件点评

最近 52 周走势：



相关研究报告：

2016/6/22 深度报告：K12+职业教育双翼齐飞，期待民促法落地

2016/5/16 事件点评：近期高考招生计划调整利好教育培训市场

报告作者：

分析师：徐艺

执业证书编号：S0590515090003

联系人：

徐艺

电话：0510-82833337

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。

事件：

公司公告：1) 股权激励草案修订稿，拟向 172 名激励对象授予 2575600 份期权，占比公司现有股本的 0.99%；2) 聘任曹连东担任公司副总经理；3) 上海昂立教育科技集团有限公司拟以现金方式受让上海好时光投资管理有限公司所持有的上海昂立优培教育培训有限公司 20% 股权。

点评：

- **股权激励以昂立教育的核心管理和技术人员为主体，有利于提升团队积极性。**本计划授予激励对象为上市公司董事、高级管理人员以及对上市公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理和技术骨干合计 172 名，授予股票期权的行权价格为 28.09 元。股权激励的行权条件包括 2016、2017、2018 年相对 2014 年的净利润增长率不低于 32%、52% 和 75%。
- **聘任具备教育投资和学校运营经验的高管，有望提升公司投资和学校运营实力。**公司新聘任的副总经理曹连生历任广东珠江投资集团有限公司教育投资部经理、中山大学南方学院筹备组资方负责人、北京科技大学天津学院副院长、副书记，珠江投资股份集团教育医疗投资事业部副总经理（兼任珠江教育投资集团副总经理）。
- **K12 教育加快校区拓展，计划新开 60 家校区。**公司目前是上海最大、全国唯一拥有公办院校品牌背书的非学历教育培训机构。业务地域将从目前的上海地区逐步扩展到长三角地区，公司新组建上海南洋昂立教育发展有限公司，依托昂立品牌，计划在上海、江苏、浙江新设 60 个学习中心，其中上海 20 家，江苏 30 家，浙江 10 家，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。

目前，昂立教育已拥有学习中心 123 个，年均培训学员约 10 万人次。此次公司以现金方式受让上海好时光投资管理有限公司所持有的上海昂立优培教育培训有限公司 20% 股权也是为了进一步夯实少儿教育作为整个昂立教育产品的客户基础，利于整个昂立教育的后端产品发展。

- **依托交大背景，开启职业教育新征程，已与 5 家职业学校签订合作意向协议书。**公司在非公开发行方案中提出，公司拟使用募集资金 2.5 亿元新设立职业教育产业平台，目前公司已经与湖南吉利汽车职业技术学院、江苏省姜堰中等专业学校、山东深泉职业培训学院及无锡南洋职业技术学院等院校签署了合作办学意向协议书。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。
- **此前公司已经设立 10 亿并购基金，关注 K12、国际教育、职业教育、互联网教育领域。**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。
- **维持“推荐”评级。**预计公司 16-18 年净利润分别为 0.84 亿、1.16 亿和 1.62 亿，对应的每股收益分别为 0.33 元，0.43 元和 0.61 元，对应当前股价 PE 分别为 84.7x，61.6x 和 44.1x。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，维持公司推荐评级。

- **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。

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	1,404	1,668	1,991
营业成本	702	809	934	1,085
营业税金及附加	33	39	47	56
销售费用	230	267	317	378
管理费用	171	204	242	279
EBIT	29	83	126	191
财务费用	13	3	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	89	135	202
营业外净收入	11	3	3	3
利润总额	44	92	138	205
所得税	23	23	35	51
净利润	21	69	104	154
少数股东损益	-39	-15	-12	-8
归属母公司净利润	60	84	116	162

主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	0.0%	20.5%	18.8%	19.4%
营业利润	52.8%	176.7%	51.6%	49.2%
净利润	-4.7%	40.1%	37.5%	39.7%
获利能力				
毛利率(%)	39.7%	42.4%	44.0%	45.5%
净利率(%)	1.8%	4.9%	6.2%	7.7%
ROE(%)	7.2%	9.3%	11.6%	14.4%
ROA(%)	3.2%	5.2%	6.5%	8.0%
偿债能力				
流动比率	0.86	0.90	1.04	1.19
速动比率	0.78	0.76	0.89	1.04
资产负债率%	51.3%	39.2%	38.7%	39.6%
营运能力				
总资产周转率	62.6%	86.6%	94.0%	98.3%
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	0.33	0.45	0.62
每股净资产	3.23	3.49	3.85	4.35
P/E	118.7	84.7	61.6	44.1
P/B	8.5	7.9	7.2	6.3

数据来源：国联证券研究所

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E
现金	373	100	158	296
应收款项净额	137	165	196	234
存货	78	89	104	121
其他流动资产	226	211	250	299
流动资产总额	815	565	708	950
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	1,620	1,775	2,026
短期借款	127	46	0	0
应付款项	71	67	78	91
其他流动负债	749	514	602	704
流动负债	947	627	679	795
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	635	688	803
少数股东权益	69	81	91	97
股东权益	837	904	997	1,126
负债和股东权益	1,861	1,620	1,775	2,026

现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
税后利润	60	84	116	162
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	-257	14	12
经营活动现金流	120	-125	177	220
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	-17	-23	-32
其它融资现金流	-243	-81	-46	0
融资活动现金流	-219	-98	-69	-32
现金净变动额	-62	-273	58	138

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。