

新南洋 (600661)

业绩同比增长 24.73%，定增+股权激励加速教育事业

行业名称	传媒
投资建议	买入
当前价格:	28.85元
目标价格:	34.62元

投资要点:

➢ 营收增长24.90%，归母净利增长24.73%

公司发布半年报，16H1实现营收6.53亿元，同比增长24.90%；归母净利3836.25万元，同比增长24.73%；扣非后归母净利3143.89万元，同比增长6.44%，EPS为0.15元。公司业绩上升主要是公司教育培训业务拓展，增加收入所致。

➢ 教育服务收入大幅增加，精密制造收入略有下降

分行业来看，教育服务营业收入5.54亿（占比84.84%），同比增加32.22%；精密制造营业收入5428.83万（占比8.27%），同比减少10.34%；数字电视与信息服务营业收入4158.21万（占比6.43%），同比增加3.24%。分地区来看，营收主要来自上海地区。上海地区营业收入6.27亿（占比96.02%），同比增加25.35%。

➢ 毛利率、净利率大幅增长，期间费用率小幅下降

16H1公司综合毛利率为42.35%，同比增长3.71个百分点。其中，教育服务毛利率45.64%，同比增长3.50个百分点；精密制造毛利率20.44%，同比减少2.73个百分点；数字电视与信息服务毛利率27.12%，同比增长2.77个百分点。报告期内，期间费用率33.28%，同比减少1.42个百分点。其中，销售费用率17.79%，同比减少1.04个百分点；管理费用率14.69%，同比减少0.66个百分点；财务费用率0.80%，比增长0.27个百分点。受毛利率增长及期间费用率小幅下降影响，报告期内公司净利率同比增长5.64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。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。

➢ 首次覆盖，给予买入评级

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0.29元、0.43元、0.60元，对应PE为101x、67x、48x，首次覆盖，给予买入评级。

➢ 风险提示：教育业务发展不及预期

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	259/181
流通A股市值（百万元）	5,233
每股净资产（元）	3.08
资产负债率（%）	56.08
一年内最高/最低（元）	50.20/18.51

一年内股价相对走势



刘章明 分析师
 执业证书编号: s1110516060001
 电话:
 邮箱: liuzm@sh.tfzq.com

孙海洋 联系人
 电话:
 邮箱: sunhy@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,165.60	1,165.20	1,368.20	1,655.65	1,964.45
增长率（%）	106.23%	-0.03%	17.42%	21.01%	18.65%
EBITDA（百万元）	124.89	78.22	131.99	181.24	236.78
净利润（百万元）	63.08	60.10	87.22	131.80	182.52
增长率（%）	321.90%	-4.72%	45.12%	51.12%	38.48%
EPS（元/股）	0.24	0.23	0.29	0.43	0.60
市盈率（P/E）	118.49	124.36	100.97	66.82	48.25
市净率（P/B）	8.99	8.93	10.68	9.21	7.73
EV/EBITDA	41.55	122.18	67.13	44.19	36.43

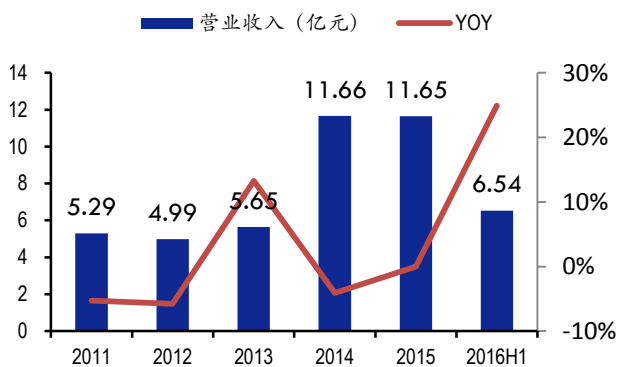
数据来源：公司公告，天风证券研究所



报告信息

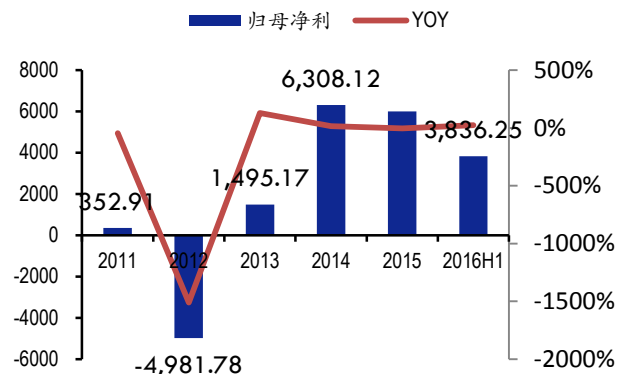
营收增长 24.90%，归母净利增长 24.73%。公司发布半年报，16H1 实现营收 6.53 亿元，同比增长 24.90%；归母净利 3836.25 万元，同比增长 24.73%；扣非后归母净利 3143.89 万元，同比增长 6.44%，EPS 为 0.15 元。公司业绩上升主要是公司教育培训业务拓展，增加收入所致。报告期内，公司教育培训业务增长态势良好，全资子公司上海昂立教育继续保持在 K12 教育领域各项培训业务的领先优势，实现营业收入 4.08 亿元，同比增长 28.90%，实现归母净利 3624.70 万元，同比增长 41.32%。此外，公司参股企业上海交大昂立股份有限公司经营情况稳定，实现利润 5729.92 万元。

图表 1: 2011-2016H1 公司营收及增长率



来源：公司公告，天风证券研究所

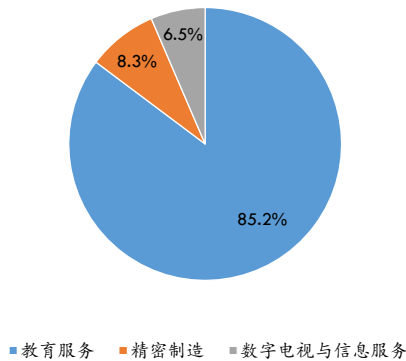
图表 2: 2011-2016H1 公司归母净利及增长率



来源：公司公告，天风证券研究所

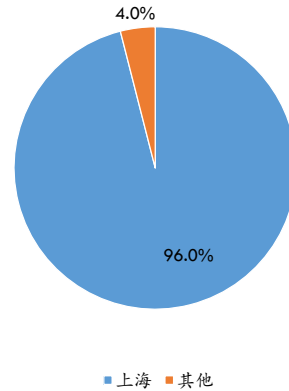
教育服务收入大幅增加，精密制造收入略有下降。报告期内公司营收 6.53 亿元，同比增长 24.90%，主要是公司教育培训业务拓展，增加收入所致。分行业来看，教育服务收入大幅增加，精密制造收入略有下降。教育服务营业收入 5.54 亿（占比 84.84%），同比增加 32.22%，主要是公司教育培训业务拓展，增加收入所致；精密制造营业收入 5428.83 万（占比 8.27%），同比减少 10.34%；数字电视与信息服务营业收入 4158.21 万（占比 6.43%），同比增加 3.24%。分地区来看，营收主要来自上海地区。上海地区营业收入 6.27 亿（占比 96.02%），同比增加 25.35%，主要系业务布局调整；其他地区营业收入 2235.00 万（占比 3.98%），同比增加 16.23%。

图表 3: 公司业务构成情况-分行业



来源: 公司公告, 天风证券研究所

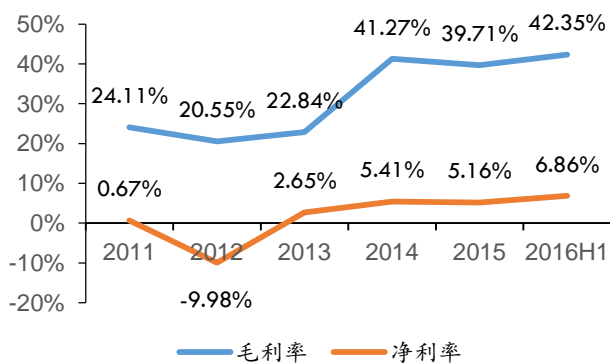
图表 4: 公司业务构成情况-分地区



来源: 公司公告, 天风证券研究所

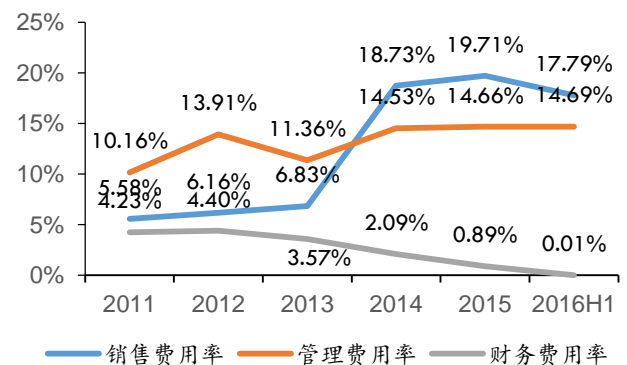
毛利率、净利率大幅增长, 期间费用率小幅下降。16H1 公司综合毛利率为 42.35%, 同比增长 3.71 个百分点。其中, 教育服务毛利率 45.64%, 同比增长 3.50 个百分点; 精密制造毛利率 20.44%, 同比减少 2.73 个百分点; 数字电视与信息服务毛利率 27.12%, 同比增长 2.77 个百分点。报告期内, 期间费用率 33.28%, 同比减少 1.42 个百分点。其中, 销售费用率 17.79%, 同比减少 1.04 个百分点, 主要是新设企业开办费及人工费用增加所致; 管理费用率 14.69%, 同比减少 0.66 个百分点, 主要是新设企业开办费及人工费用增加所致; 财务费用率 0.80%, 比增长 0.27 个百分点, 主要系上年同期银行 POS 机手续费在销售费用中列支。受毛利率增长及期间费用率小幅下降影响, 报告期内公司净利率同比增长 5.64 个百分点。

图表 5: 2011-2016H1 公司毛利率与净利率



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 6: 2011-2016H1 公司期间费用率



来源: 公司公告, 天风证券研究所

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。公司背靠实际控制人上海交大, 在教育领域的品牌建设、业务拓展等方面具有较强竞争优势, 已形成包括 K12 教育、职业教育、国际教育、高端管理培训等教育培训服务业务产业链, 为内涵增长和外延扩张提供有力支撑。3 月 31 日公司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, 其中, K12 领域, 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；**职教领域**，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。

首次覆盖，给予买入评级。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 0.29 元、0.43 元、0.60 元，对应 PE 为 101x、67x、48x，首次覆盖，给予买入评级。

图表 7: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	435.03	373.34	109.46	612.97	157.16	营业收入	1,165.60	1,165.20	1,368.20	1,655.65	1,964.45
应收账款	110.98	129.13	127.67	77.88	166.01	营业成本	684.54	702.48	786.60	924.56	1,072.82
预付账款	25.75	44.88	8.28	59.66	26.75	营业税金及附加	27.50	33.03	38.78	44.31	54.65
存货	92.97	78.49	181.93	85.12	261.00	营业费用	218.35	229.68	259.96	311.26	367.35
其他	127.39	188.93	139.12	132.93	186.10	管理费用	169.32	170.87	199.76	241.72	284.85
流动资产合计	792.11	814.77	566.46	968.55	797.01	财务费用	24.36	10.33	8.65	4.36	0.01
长期股权投资	437.65	395.41	395.41	395.41	395.41	资产减值损失	1.29	-0.38	0.45	0.45	0.17
固定资产	315.59	305.45	312.59	339.75	365.93	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2.29	0.29	36.17	69.70	71.82	投资净收益	28.12	13.06	20.59	16.82	18.71
无形资产	76.04	75.24	63.48	51.72	39.96	其他	-56.24	-26.11	-41.18	-33.65	-37.41
其他	99.30	269.69	240.04	229.37	213.48	营业利润	68.36	32.26	94.60	145.80	203.31
非流动资产合计	930.86	1,046.09	1,047.69	1,085.94	1,086.59	营业外收入	9.03	13.00	9.15	10.39	10.84
资产总计	1,722.98	1,860.85	1,614.15	2,054.50	1,883.61	营业外支出	5.92	1.59	2.62	3.38	2.53
短期借款	197.00	127.00	320.00	0.00	135.94	利润总额	71.47	43.67	101.13	152.82	211.62
应付账款	91.44	162.10	142.74	147.16	210.70	所得税	18.94	22.94	25.28	38.20	52.91
其他	477.99	657.48	239.83	901.98	338.62	净利润	52.53	20.73	75.84	114.61	158.72
流动负债合计	766.44	946.58	702.57	1,049.14	685.26	少数股东损益	-10.55	-39.37	-11.38	-17.19	-23.81
长期借款	17.80	0.00	21.91	0.00	33.78	归属于母公司净利润	63.08	60.10	87.22	131.80	182.52
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.24	0.23	0.29	0.43	0.60
其他	7.59	8.16	6.69	7.48	7.44						
非流动负债合计	25.39	8.16	28.60	7.48	41.22						
负债合计	791.82	954.74	731.17	1,056.62	726.48						
少数股东权益	100.07	69.07	58.26	41.36	18.08	主要财务比率					
股本	259.08	259.08	305.27	305.27	305.27		2014	2015	2016E	2017E	2018E
资本公积	254.17	254.17	254.17	254.17	254.17	成长能力					
留存收益	372.13	432.23	519.45	651.25	833.78	营业收入	106.23%	-0.03%	17.42%	21.01%	18.65%
其他	-54.29	-108.43	-254.17	-254.17	-254.17	营业利润	222.46%	-52.81%	193.22%	54.13%	39.44%
股东权益合计	931.16	906.11	882.98	997.88	1,157.12	归属于母公司净利润	321.90%	-4.72%	45.12%	51.12%	38.48%
负债和股东权益总计	1,722.98	1,860.85	1,614.15	2,054.50	1,883.61	获利能力					
						毛利率	41.27%	39.71%	42.51%	44.16%	45.39%
						净利率	5.41%	5.16%	6.37%	7.96%	9.29%
						ROE	7.59%	7.18%	10.58%	13.78%	16.02%
						ROIC	12.19%	3.27%	19.85%	12.83%	96.06%
						偿债能力					
						资产负债率	45.96%	51.31%	45.30%	51.43%	38.57%
						净负债率	4.62%	14.88%	51.46%	27.80%	38.06%
						流动比率	1.03	0.86	0.81	0.92	1.16
						速动比率	0.91	0.78	0.55	0.84	0.78
						营运能力					
						应收账款周转率	13.76	9.71	10.66	16.11	16.11
						存货周转率	11.69	13.59	10.51	12.40	11.35
						总资产周转率	0.86	0.65	0.79	0.90	1.00
						每股指标(元)					
						每股收益	0.24	0.23	0.29	0.43	0.60
						每股经营现金流	0.76	0.97	-1.29	3.52	-2.29
						每股净资产	3.21	3.23	2.70	3.13	3.73
						估值比率					
						市盈率	118.49	124.36	100.97	66.82	48.25
						市净率	8.99	8.93	10.68	9.21	7.73
						EV/EBITDA	41.55	122.18	67.13	44.19	36.43
						EV/EBIT	55.97	224.34	85.82	53.34	42.43

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)