

新南洋 (600661)

证券研究报告

2017年05月22日

正式拿到定增批文，开启发展新征程

正式拿到定增批文

5月19日，公司公告，收到证监会《关于核准上海新南洋股份有限公司非公开发行股票批复》，公司本次定增历经五次修订，并于16年12月通过证监会审核，目前正式拿到核准批复开始进入定增实施阶段。公司作为A股最纯正教育标的，背靠交大，重组昂立，全面布局K12+职业教育+国际教育+幼教领域，拿到定增批复后预计股权激励加快推进，综合教育集团成长可期。

定增募资5.9亿元投向K12及职业教育业务

具体来看，K12业务：线上建设线下开拓，强化K12教育内容及平台核心竞争力包含3个子项：①教学研究及数字化课程建设（1.08亿元），旨在进一步提升课程核心竞争力，进行产品研发升级，配合业务发展及区域扩张；②IT系统研发及资讯互动平台建设（4000万），从“i昂立”数字化战略、数字化平台建设和第三方入口平台建设；③学习中心拓展（3亿元）以长三角地区为立足点逐步进行学习中心拓展，新设学习中心。职业教育业务：轻资产输出拓展职业院校教育服务，把握职业教育跨越式发展机遇与红利。公司拟投入资金2.5亿元新设立职业教育产业平台，通过该平台与职业院校开展多方位的合作，向职业学院提供教育管理服务，提高学院的办学水平和教学质量。

内生稳定增长，外延逐步落地

一方面，内生长成：①K12以昂立为核心，精耕上海拓展全国，布局素质教育开辟增长点，重点拓展江浙地区；利用全国少儿目前的网络渠道，择优并购加盟学校，构建中心校体系，拓展全国市场；②职教联手交大海外学院共同运营高端继教培训项目，依托品牌优势，采用轻资产扩张方式，创建可复制的以整体托管职业技术学院及与职业技术学院合作设立院中院的合作办学模式；③幼教打造“世纪昂立”品牌，通过直营+托管等方式快速介入；另一方面，外延已储备优质项目+交大信用背书，未来或直接增厚公司利润体量。

给予买入评级

以教育培训为主营业务，成立资管投资平台（事业部），通过高效的外延式扩张支撑配合内生式增长，借助资本市场运作，通过构建“投资运营+资金结构+资本运作+投后管理”的一体化模式，落实打造华东地区最具规模、中国最优秀的教育培训服务品牌战略目标。我们预计公司17-19年EPS分别为0.58元、0.83元、1.02元，当前股价对应PE分别为37倍、26倍，21倍，维持“买入”评级。

风险提示：外延扩张不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,165.20	1,389.76	1,956.39	2,455.66	3,010.88
增长率(%)	(0.03)	19.27	40.77	25.52	22.61
EBITDA(百万元)	78.22	259.25	234.39	335.26	415.13
净利润(百万元)	60.10	182.87	149.58	215.52	264.27
增长率(%)	(4.72)	204.26	(18.20)	44.08	22.62
EPS(元/股)	0.23	0.71	0.58	0.83	1.02
市盈率(P/E)	93.11	30.60	37.41	25.97	21.18
市净率(P/B)	6.69	5.97	5.87	4.71	3.92
市销率(P/S)	4.80	4.03	2.86	2.28	1.86
EV/EBITDA	122.18	25.30	21.98	11.95	10.41

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.60元
目标价格	41.4元
上次目标价	41.4元

基本数据

A股总股本(百万股)	259.08
流通A股股本(百万股)	181.40
A股总市值(百万元)	5,596.05
流通A股市值(百万元)	3,918.24
每股净资产(元)	3.66
资产负债率(%)	54.71
一年内最高/最低(元)	34.42/20.22

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

张璐芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517020001
zhanglufang@tfzq.com

孙海洋 联系人
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《新南洋-公司点评:17Q1归母净利润同比增长15.96%，内生+外延全面布局各个击破》2017-05-01
- 《新南洋-公司点评:定增终过会，成长翻开新篇章！》2016-12-22
- 《新南洋-季报点评:归母净利润大幅增长170.93%，“K12+职教”双引擎持续发力》2016-11-03

正式拿到定增批文，5月19日，公司公告，收到证监会《关于核准上海新南洋股份有限公司非公开发行股票批复》，公司本次定增历经五次修订，并于16年12月通过证监会审核，目前正式拿到核准批复开始进入定增实施阶段。**公司作为A股最纯正教育标的，背靠交大，重组昂立，全面布局K12+职业教育+国际教育+幼教领域，拿到定增批复后预计股权激励加快推进，综合教育集团成长可期。**

表 1：募投项目情况

序号	项目名称	预计总投资	拟使用募集资金
1	K12 教育业务发展项目	4.49 亿元	3.56 亿元
2	职业教育业务发展项目	2.5 亿元	2.37 亿元
合计		6.99 亿元	5.93 亿元

资料来源：公司公告、天风证券研究所

定增募资 5.9 亿元投向 K12 及职业教育业务，具体来看，K12 业务：线上建设线下开拓，强化 K12 教育内容及平台核心竞争力包含 3 个子项：①教学研究及数字化课程建设（1.08 亿元），旨在进一步提升课程核心竞争力，进行产品研发升级，配合业务发展及区域扩张；②IT 系统研发及资讯互动平台建设（4000 万），从“i 昂立”数字化战略、数字化平台建设和第三方入口平台建设；③学习中心拓展（3 亿元）以长三角地区为立足点逐步进行学习中心拓展，新设学习中心。**职业教育业务：轻资产输出拓展职业院校教育服务，把握职业教育跨越式发展机遇与红利。**公司拟投入资金 2.5 亿元新设立职业教育产业平台，通过该平台与职业院校开展多方位的合作，向职业学院提供教育管理服务（包括招生就业咨询、课程体系建设、师资队伍建设与培训、实训及服务设施配套等），提高学院的办学水平和教学质量。

表 2：K12 募投项目情况

分类	具体项目	投入金额（万元）
教学研究及数字化课程建设	昂立中学生专项指导课程研发	1814
	昂立青少年英语专项指导课程研发	1000
	普通精选题库建设	600
	自编精选题库建设	500
	配套微课录制	900
	中学生专项（5 万单元视频课程）	3000
	青少儿英语专项（3 万单元视频课程）	2000
IT 系统研发及资讯互动平台建设	教师队伍建设投入	1000
	基础硬件投入	300
	基础软件投入	200
	专项研发投入	1500
学习中心拓展	第三方入口平台建设及运营	1000
	新设学习中心	30070

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 3：职教募投项目情况

序号	合作院校	拟投资金额（万元）
1	烟台汽车工程职业学校	5015.9
2	江苏省姜堰中等专业学校	6050
3	山东深泉职业培训学院	5500
4	湖南吉利汽车职业技术学院	4400
5	无锡南洋职业技术学院	4034

资料来源：公司公告、天风证券研究所

内生稳定增长，外延逐步落地。一方面，内生长成：①K12 以昂立为核心（FY16 净利+23%达 8641.28 万）精耕上海拓展全国，布局素质教育开辟增长点，将上海地区做深做透，重点拓展江浙地区，涵盖学科辅导和素质提升（国学、艺术、STEM、体育等）；利用全国少儿目前的网络渠道，在全国各区域联合少儿优秀加盟学校作为上海产品落地的优先合作方，并择优并购加盟学校，构建中心校体系，拓展全国市场；②职教联手交大海外学院共同运营高端继教培训项目，原有职教项目或实现利润贡献，依托品牌优势，采用轻资产扩张方式，创建可复制的以整体托管职业技术学院及与职业技术学院合作设立院中院的合作办学模式；③幼教打造“世纪昂立”品牌，通过直营+托管等方式快速介入；另一方面，外延已储备优质项目+交大信用背书，未来或直接增厚公司利润体量。通过高效外延式扩张支撑配合内生式增长，构建“投资运营+资金结构+资本运作+投后管理”一体化模式，打造华东地区最具规模、中国最优秀教培服务品牌。

给予买入评级，以教育培训为主营业务，成立资管投资平台（事业部），通过高效的外延式扩张支撑配合内生式增长，借助资本市场运作，通过构建“投资运营+资金结构+资本运作+投后管理”的一体化模式，落实打造华东地区最具规模、中国最优秀的教育培训服务品牌战略目标。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.58 元、0.83 元、1.02 元，当前股价对应 PE 分别为 37 倍、26 倍，21 倍，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	373.34	561.39	275.60	1,431.89	1,167.81	营业收入	1,165.20	1,389.76	1,956.39	2,455.66	3,010.88
应收账款	129.13	115.23	228.76	227.77	311.76	营业成本	702.48	785.53	1,057.26	1,311.75	1,572.39
预付账款	44.88	47.14	48.01	86.52	75.81	营业税金及附加	33.03	27.54	48.91	61.39	75.27
存货	78.49	66.24	245.07	141.17	264.05	营业费用	229.68	299.51	413.78	513.23	608.20
其他	188.93	424.47	252.34	296.46	330.26	管理费用	170.87	216.40	316.94	395.36	484.15
流动资产合计	814.77	1,214.47	1,049.78	2,183.81	2,149.69	财务费用	10.33	7.64	(3.30)	(9.24)	(14.07)
长期股权投资	395.41	302.78	302.78	302.78	302.78	资产减值损失	(0.38)	2.43	0.53	0.86	1.27
固定资产	305.45	297.13	317.85	356.54	392.13	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.29	0.04	36.03	69.62	71.77	投资净收益	13.06	164.72	80.00	122.36	101.18
无形资产	75.24	72.61	60.51	48.40	36.30	其他	(26.11)	(329.44)	(160.00)	(244.72)	(202.36)
其他	269.69	363.20	248.39	259.33	236.50	营业利润	32.26	215.42	202.28	304.67	384.86
非流动资产合计	1,046.09	1,035.76	965.56	1,036.67	1,039.48	营业外收入	13.00	16.19	12.50	19.10	12.10
资产总计	1,860.85	2,250.23	2,015.34	3,220.48	3,189.17	营业外支出	1.59	7.01	4.84	4.48	5.45
短期借款	127.00	50.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	43.67	224.60	209.94	319.29	391.51
应付账款	162.10	171.63	223.34	308.79	322.31	所得税	22.94	42.12	52.49	79.82	97.88
其他	657.48	1,011.79	753.55	1,614.51	1,298.30	净利润	20.73	182.48	157.46	239.47	293.63
流动负债合计	946.58	1,233.42	976.89	1,923.30	1,620.61	少数股东损益	(39.37)	(0.39)	7.87	23.95	29.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	60.10	182.87	149.58	215.52	264.27
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益（元）	0.23	0.71	0.58	0.83	1.02
其他	8.16	11.26	9.00	9.47	9.91						
非流动负债合计	8.16	11.26	9.00	9.47	9.91						
负债合计	954.74	1,244.69	985.89	1,932.77	1,630.52	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	69.07	68.67	76.54	100.49	129.85	成长能力					
股本	259.08	259.08	259.08	259.08	259.08	营业收入	-0.03%	19.27%	40.77%	25.52%	22.61%
资本公积	254.17	254.17	209.70	239.35	234.41	营业利润	-52.81%	567.75%	-6.10%	50.62%	26.32%

留存收益	432.23	594.37	693.83	928.14	1,169.72	归属于母公司净利润	-4.72%	204.26%	-18.20%	44.08%	22.62%
其他	(108.43)	(170.74)	(209.70)	(239.35)	(234.41)	获利能力					
股东权益合计	906.11	1,005.55	1,029.45	1,287.70	1,558.65	毛利率	39.71%	43.48%	45.96%	46.58%	47.78%
负债和股东权益总	1,860.85	2,250.23	2,015.34	3,220.48	3,189.17	净利率	5.16%	13.16%	7.65%	8.78%	8.78%
						ROE	7.18%	19.52%	15.70%	18.15%	18.50%
						ROIC	3.27%	46.46%	113.96%	43.63%	-69.05%
现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	20.73	182.48	149.58	215.52	264.27	资产负债率	51.31%	55.31%	48.92%	60.02%	51.13%
折旧摊销	47.25	57.84	35.40	39.83	44.35	净负债率	14.88%	45.19%	61.52%	54.97%	32.08%
财务费用	8.15	4.38	(3.30)	(9.24)	(14.07)	流动比率	0.86	0.98	1.07	1.14	1.33
投资损失	(13.06)	(164.72)	(80.00)	(122.36)	(101.18)	速动比率	0.78	0.93	0.82	1.06	1.16
营运资金变动	157.75	144.60	(261.96)	989.45	(514.57)	营运能力					
其它	29.89	229.08	7.87	23.95	29.36	应收账款周转率	9.71	11.37	11.37	10.76	11.16
经营活动现金流	250.71	453.65	(152.40)	1,137.14	(291.84)	存货周转率	13.59	19.21	12.57	12.72	14.86
资本支出	(20.12)	(70.74)	82.26	99.53	69.56	总资产周转率	0.65	0.68	0.92	0.94	0.94
长期投资	(42.24)	(92.63)	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
其他	(195.42)	(10.35)	(37.79)	(106.81)	(33.44)	每股收益	0.23	0.71	0.58	0.83	1.02
投资活动现金流	(257.79)	(173.72)	44.47	(7.28)	36.12	每股经营现金流	0.97	1.75	-0.59	4.39	-1.13
债权融资	127.00	50.00	2.40	0.80	1.07	每股净资产	3.23	3.62	3.68	4.58	5.51
股权融资	(61.29)	(66.75)	(121.42)	42.08	12.32	估值比率					
其他	(120.32)	(75.13)	(58.84)	(16.44)	(21.74)	市盈率	93.11	30.60	37.41	25.97	21.18
筹资活动现金流	(54.61)	(91.89)	(177.86)	26.43	(8.35)	市净率	6.69	5.97	5.87	4.71	3.92
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	122.18	25.30	21.98	11.95	10.41
现金净增加额	(61.69)	188.05	(285.79)	1,156.29	(264.07)	EV/EBIT	224.34	29.41	25.89	13.56	11.66

资料来源：公司公告，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。

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门、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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编: 100031	邮编: 430071	邮编: 201204	邮编: 518017
邮箱: research@tfzq.com	电话: (8627)-87618889	电话: (8621)-68815388	电话: (86755)-82566970
	传真: (8627)-87618863	传真: (8621)-68812910	传真: (86755)-23913441
	邮箱: research@tfzq.com	邮箱: research@tfzq.com	邮箱: research@tfzq.com