

新南洋 (600661)

证券研究报告

2017年06月14日

投资夏加儿美术教育，布局艺术培训完善教育版图

以“债转股”方式投资夏加儿美术教育

6月14日，公司公告，全资子公司昂立教育以“债转股”方式战略投资“上海夏加儿教育科技有限公司”，先期由昂立教育向夏加儿提供1280万借款，期限三年，同时享有在夏加儿达到业绩承诺时将1280万债权转为对夏加儿新增股权的转股权，转股后所持夏加儿股权比例不低于18.86%。**夏加儿美术：致力于成为中国最专业的少儿美术培训机构。**夏加儿美术成立于09年6月，旗下运营美术项目培训、儿童美术馆、全国品牌连锁加盟、电子商务等项目。**夏加儿专注培养3-16岁青少年儿童，开设儿童想象画、油画、版画、素描等课程，拥有完整教学体系，自助研发夏加儿美术教材，并出版发售；同时在全国各地开班500家以上品牌加盟连锁基地。**

江苏试点将音乐、美术考核结果计入中考总分

此前，江苏淮安、南京、南通等地宣布将陆续试点实施中小学生艺术素质评价制度，将音乐、美术考核结果计入中考总分。16年年8月，江苏省出台《关于全面加强和改进学校美育工作的实施意见》，其中明确，“十三五”末，艺术素质测评结果计入中考，将在江苏每个市推行，以督促中小学开齐开足音乐、美术课程。**未来不排除全国其他省份也先后将音乐美术等项目计入中考分数，进一步激发素质教育类考培需求，加速细分行业成长。**

切入艺培市场完善教育版图，“债转股”锁定优质标的降低投资风险

昂立教育此次战略投资，一方面切入艺术培训市场，抢占赛道，提高“昂立教育”资源输出能力，构建跨领域协同发展模式；另一方面以“债转股”模式投资，建立战略合作关系，可分步控制投资风险，有利于后续进一步整合运作。目前公司定增已拿到批文，资金到位后将全面布局K12及职教业务，**公司作为优质内生教育白马，系统布局K12（以昂立为核心实现优质内生增长）+职教（联手交大海外学院共同运营高端继教培训项目，轻资产扩张+品牌优势显著）+幼教（“世纪昂立”）等教育细分赛道；同时外延已储备国内外优质教育项目，未来或直接增厚公司利润体量。**

维持盈利预测，给予买入评级

公司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35.90倍、24.92倍，20.32倍。

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)	89.36	29.37	35.90	24.92	20.32
市净率(P/B)	6.42	5.73	5.64	4.52	3.76
市销率(P/S)	4.61	3.86	2.75	2.19	1.78
EV/EBITDA	122.18	25.30	21.01	11.28	9.87

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	20.73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)	5,370.66
流通A股市值(百万元)	3,760.42
每股净资产(元)	3.66
资产负债率(%)	54.71
一年内最高/最低(元)	34.42/19.41

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

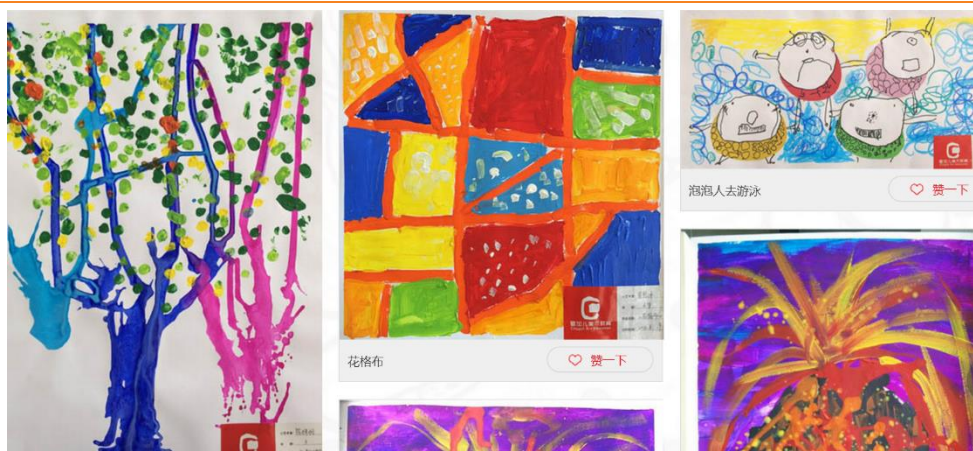
- 《新南洋-公司点评:正式拿到定增批文，开启发展新征程》2017-05-23
- 《新南洋-公司点评:17Q1归母净利同比增长15.96%，内生+外延全面布局各个击破》2017-05-01
- 《新南洋-公司点评:定增终过会，成长翻开新篇章!》2016-12-22



1280 万以“债转股”方式投资夏加尔美术教育，未来转股后持股不低于 18.86%，6 月 14 日，公司公告，全资子公司昂立教育以“债转股”方式战略投资“上海夏加尔教育科技有限公司”，先期由昂立教育向夏加尔提供 1280 万借款，期限三年，同时享有在夏加尔达到业绩承诺时将 1280 万债权转为对夏加尔新增股权的转股权，转股后所持夏加尔股权比例不低于 18.86%。

夏加尔美术：致力于成为中国最专业的少儿美术培训机构。夏加尔美术成立于 09 年 6 月，旗下运营美术项目培训、儿童美术馆、全国品牌连锁加盟、电子商务等项目。夏加尔专注培养 3-16 岁青少年儿童，开设儿童想象画、油画、版画、素描等课程，拥有完整教学体系，自主研发夏加尔美术教材，并出版发售；同时在全国各地开班 500 家以上品牌加盟连锁基地。夏加尔儿童美术馆开馆于 2012 年 5 月，占地面积 800 多平米，是目前上海较有知名度的儿童美术馆，馆内常年展示 3-16 岁少年儿童绘画成品、举办各种形式的个展、比赛活动等。

图 1：夏加尔美术学院部分作品展



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：夏加尔美术学院部分作品展



资料来源：公司公告，天风证券研究所

江苏试点将音乐、美术考核结果计入中考总分，此前，江苏淮安、南京、南通等地宣布将陆续试点实施中小学生艺术素质评价制度，将音乐、美术考核结果计入中考总分（其中淮安 17 年中考就将试点这一新政，艺术科目音乐和美术合卷，卷面满分各 50 分，按卷面得分的 10%(四舍五入)计入中考总分，考试时间为 30 分钟；南京将对 17 年秋季新入学的初一新生 3 年后开始实施这一新政，也就是在 2020 年实施艺术课程进中考，可能采用等级评价的方式进行；南通试点将音乐、美术放入学业水平测试中，测试结果以 A、B、C、D 四个等级呈现）。16 年年 8 月，江苏省出台《关于全面加强和改进学校美育工作的实施意见》，其中明确，“十三五”末，艺术素质测评结果计入中考，将在江苏每个市推行，以督促中小学开齐开足音乐、美术课程。**未来不排除全国其他省份也先后将音乐美术等项目计入中考分数，进一步激发素质教育类考培需求，加速细分行业成长。**

切入艺培市场完善教育版图，“债转股”锁定优质标的降低投资风险，昂立教育此次战略投资，一方面切入艺术培训市场，抢占赛道，提高“昂立教育”资源输出能力，构建跨领域协同发展模式；另一方面以“债转股”模式投资，建立战略合作关系，可分步控制投资风险，有利于后续进一步整合运作。目前公司定增已拿到批文，资金到位后将全面布局 K12 及职教业务，**公司作为优质内生教育白马，系统布局 K12（以昂立为核心实现优质内生增长）+职教（联手交大海外学院共同运营高端继教培训项目，轻资产扩张+品牌优势显著）+幼教（“世纪昂立”）等教育细分赛道；同时外延已储备国内外优质教育项目，未来或直接增厚公司利润体量。**

维持盈利预测，给予买入评级，公司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，通过构建“投资运营+资金结构+资本运作+投后管理”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 35.90 倍、24.92 倍，20.32 倍，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	373.34	561.39	275.60	1,431.89	1,167.81
应收账款	129.13	115.23	228.76	227.77	311.76
预付账款	44.88	47.14	48.01	86.52	75.81
存货	78.49	66.24	245.07	141.17	264.05
其他	188.93	424.47	252.34	296.46	330.26
流动资产合计	814.77	1,214.47	1,049.78	2,183.81	2,149.69
长期股权投资	395.41	302.78	302.78	302.78	302.78
固定资产	305.45	297.13	317.85	356.54	392.13
在建工程	0.29	0.04	36.03	69.62	71.77
无形资产	75.24	72.61	60.51	48.40	36.30
其他	269.69	363.20	248.39	259.33	236.50
非流动资产合计	1,046.09	1,035.76	965.56	1,036.67	1,039.48
资产总计	1,860.85	2,250.23	2,015.34	3,220.48	3,189.17
短期借款	127.00	50.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	162.10	171.63	223.34	308.79	322.31
其他	657.48	1,011.79	753.55	1,614.51	1,298.30
流动负债合计	946.58	1,233.42	976.89	1,923.30	1,620.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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
少数股东权益	69.07	68.67	76.54	100.49	129.85
股本	259.08	259.08	259.08	259.08	259.08
资本公积	254.17	254.17	209.70	239.35	234.41
留存收益	432.23	594.37	693.83	928.14	1,169.72
其他	(108.43)	(170.74)	(209.70)	(239.35)	(234.41)
股东权益合计	906.11	1,005.55	1,029.45	1,287.70	1,558.65
负债和股东权益总	1,860.85	2,250.23	2,015.34	3,220.48	3,189.17

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	20.73	182.48	149.58	215.52	264.27
折旧摊销	47.25	57.84	35.40	39.83	44.35
财务费用	8.15	4.38	(3.30)	(9.24)	(14.07)
投资损失	(13.06)	(164.72)	(80.00)	(122.36)	(101.18)
营运资金变动	157.75	144.60	(261.96)	989.45	(514.57)
其它	29.89	229.08	7.87	23.95	29.36
经营活动现金流	250.71	453.65	(152.40)	1,137.14	(291.84)
资本支出	(20.12)	(70.74)	82.26	99.53	69.56
长期投资	(42.24)	(92.63)	0.00	0.00	0.00
其他	(195.42)	(10.35)	(37.79)	(106.81)	(33.44)
投资活动现金流	(257.79)	(173.72)	44.47	(7.28)	36.12
债权融资	127.00	50.00	2.40	0.80	1.07
股权融资	(61.29)	(66.75)	(121.42)	42.08	12.32
其他	(120.32)	(75.13)	(58.84)	(16.44)	(21.74)
筹资活动现金流	(54.61)	(91.89)	(177.86)	26.43	(8.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(61.69)	188.05	(285.79)	1,156.29	(264.07)

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,165.20	1,389.76	1,956.39	2,455.66	3,010.88
营业成本	702.48	785.53	1,057.26	1,311.75	1,572.39
营业税金及附加	33.03	27.54	48.91	61.39	75.27
营业费用	229.68	299.51	413.78	513.23	608.20
管理费用	170.87	216.40	316.94	395.36	484.15
财务费用	10.33	7.64	(3.30)	(9.24)	(14.07)
资产减值损失	(0.38)	2.43	0.53	0.86	1.27
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.06	164.72	80.00	122.36	101.18
其他	(26.11)	(329.44)	(160.00)	(244.72)	(202.36)
营业利润	32.26	215.42	202.28	304.67	384.86
营业外收入	13.00	16.19	12.50	19.10	12.10
营业外支出	1.59	7.01	4.84	4.48	5.45
利润总额	43.67	224.60	209.94	319.29	391.51
所得税	22.94	42.12	52.49	79.82	97.88
净利润	20.73	182.48	157.46	239.47	293.63
少数股东损益	(39.37)	(0.39)	7.87	23.95	29.36
归属于母公司净利润	60.10	182.87	149.58	215.52	264.27
每股收益(元)	0.23	0.71	0.58	0.83	1.02

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-0.03%	19.27%	40.77%	25.52%	22.61%
营业利润	-52.81%	567.75%	-6.10%	50.62%	26.32%
归属于母公司净利润	-4.72%	204.26%	-18.20%	44.08%	22.62%
获利能力					
毛利率	39.71%	43.48%	45.96%	46.58%	47.78%
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%
偿债能力					
资产负债率	51.31%	55.31%	48.92%	60.02%	51.13%
净负债率	14.88%	45.19%	61.52%	54.97%	32.08%
流动比率	0.86	0.98	1.07	1.14	1.33
速动比率	0.78	0.93	0.82	1.06	1.16
营运能力					
应收账款周转率	9.71	11.37	11.37	10.76	11.16
存货周转率	13.59	19.21	12.57	12.72	14.86
总资产周转率	0.65	0.68	0.92	0.94	0.94
每股指标(元)					
每股收益	0.23	0.71	0.58	0.83	1.02
每股经营现金流	0.97	1.75	-0.59	4.39	-1.13
每股净资产	3.23	3.62	3.68	4.58	5.51
估值比率					
市盈率	89.36	29.37	35.90	24.92	20.32
市净率	6.42	5.73	5.64	4.52	3.76
EV/EBITDA	122.18	25.30	21.01	11.28	9.87
EV/EBIT	224.34	29.41	24.75	12.80	11.05

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 37 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