天风证券 TF SECURITIES

新南洋（600661）

证券研究报告
2017 年 09 月 05 日

减持交大昂立 1168 万股获投资收益约 5040 万元，内生+外延加速 K12 教培龙头成长

继续减持交大昂立 1168 万股，贡献投资收益约 5040 万元

9 月 5 日，公司公告，公司于 9/5 日通过大宗交易方式减持交大昂立 1168 万股，占总 1.50%，减持价格为 5.95 元/股，本次减持前公司持有交大昂立无限售条件股 15.03%，减持后持有 13.53%，**预计本次减持产生投资收益为 5040 万元。公司曾于 16 年 7-12 月减持交大昂立 2200 万股，本次减持系公司正常市值管理计划，未来不排除进一步减持。**

昂立加快网点布局，实现优质内生成长

新南洋旗下昂立教育作为最早登陆 A 股的 K12 教培机构，品牌示范效应及内生成长能力极强。**昂立 17H1 营收 4.7 亿，+15.5%YoY；归母净利 5354.3 万，+47.7%YoY；截止 6 月 31 日，新南洋预收款项 10.6 亿，+44.8%YoY。**昂立业绩高速增长主要系网点扩张加快，17H1 新拓校区 20 家，预计下半年或提速网点布局；**布局 STEM 等优质高景气细分领域，体制灵活激发管理层干劲，**公司新项目幼少儿数学思维小法狮顺利启动，目前已新拓三家校区；去年新投入 STEM，高端少儿英语智培星，夏加儿美术等项目运营良好；在线一对一嗨课堂项目发展迅速。新设立项目子公司中，公司持股 70%，员工持股 30%，彻底激发管理层积极性。

多赛道布局打造华东一流综合教育服务商

一方面，背靠交大优质资源，K12 加快网点拓展，预收账款高速增长；**职教**依托交大品牌优势，创建可复制的轻资产扩张模式；**国际教育**专注提供示范园区一站式解决方案；幼教业务依靠托管+外延快速发展。另一方面，公司成立资管投资平台（事业部），在交大信用背书下通过高效外延式扩张支撑配合内生式增长。

上调盈利预测，给予买入评级

公司背靠上海交通大学，定位于综合性的教育服务提供商，已形成了包括 K12 教育、职业教育、国际教育、幼儿教育等多个方向的教育培训服务业务产业链，为公司实现内涵式增长和外延式扩张的双轮驱动战略提供了有力的支撑。考虑到本次减持交大昂立带来的非经常性损益，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.64 元、0.82 元、1.01 元，当前股价对应 PE 分别为 33 倍、26 倍，21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：昂立内生增长不及预期。

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	283.34	361.21	450.38
净利润(百万元)	60.10	182.87	184.71	233.57	289.57
增长率(%)	(4.72)	204.26	1.01	26.45	23.97
EPS(元/股)	0.21	0.64	0.64	0.82	1.01
市盈率(P/E)	102.51	33.69	33.35	26.38	21.28
市净率(P/B)	7.36	6.58	6.07	4.87	4.02
市销率(P/S)	5.29	4.43	3.15	2.51	2.05
EV/EBITDA	122.18	25.30	19.96	12.44	10.63

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	21.50 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)	286.55
流通 A 股股本(百万股)	259.08
A 股总市值(百万元)	6,160.80
流通 A 股市值(百万元)	5,570.15
每股净资产(元)	5.20
资产负债率(%)	46.60
一年内最高/最低(元)	34.42/19.35

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

1 《新南洋-半年报点评:17H1 扣非净利大增 35.5%，昂立教育加速扩张助力 A 股教育龙头价值成长！》 2017-08-30
2 《新南洋-公司点评:控股股东发行可交换债券 8 亿元，借力股东优势完善教育产业版图》 2017-07-27
3 《新南洋-公司点评:投资夏加儿美术教育，布局艺术培训完善教育版图》 2017-06-15

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	338.72	1,514.15	1,276.49
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**	**1,112.90**	**2,266.07**	**2,258.36**
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**	**2,078.46**	**3,302.74**	**3,297.84**
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	78.39	104.34	136.52
股本	259.08	259.08	286.55	286.55	286.55
资本公积	254.17	254.17	209.70	239.35	234.41
留存收益	432.23	594.37	727.63	979.08	1,244.26
其他	(108.43)	(170.74)	(209.70)	(239.35)	(234.41)
股东权益合计	**906.11**	**1,005.55**	**1,092.56**	**1,369.97**	**1,667.32**
负债和股东权益总	**1,860.85**	**2,250.23**	**2,078.46**	**3,302.74**	**3,297.84**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	20.73	182.48	184.71	233.57	289.57
折旧摊销	47.25	57.84	35.40	39.83	44.35
财务费用	8.15	4.38	(3.64)	(10.03)	(15.11)
投资损失	(13.06)	(164.72)	(127.00)	(145.86)	(136.43)
营运资金变动	157.75	144.60	(261.96)	989.45	(514.57)
其它	29.89	229.08	9.72	25.95	32.17
经营活动现金流	**250.71**	**453.65**	**(162.77)**	**1,132.91**	**(300.02)**
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)	9.21	(83.31)	1.81
投资活动现金流	**(257.79)**	**(173.72)**	**91.47**	**16.22**	**71.37**
债权融资	127.00	50.00	2.40	0.80	1.07
股权融资	(61.29)	(66.75)	(93.61)	42.86	13.36
其他	(120.32)	(75.13)	(60.17)	(17.35)	(23.44)
筹资活动现金流	**(54.61)**	**(91.89)**	**(151.37)**	**26.31**	**(9.01)**
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**	**(222.67)**	**1,175.43**	**(237.66)**

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	314.98	392.91	484.15
财务费用	10.33	7.64	(3.64)	(10.03)	(15.11)
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	127.00	145.86	136.43
其他	(26.11)	(329.44)	(254.00)	(291.72)	(272.86)
营业利润	**32.26**	**215.42**	**251.58**	**331.41**	**421.14**
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**	**259.24**	**346.03**	**427.80**
所得税	22.94	42.12	64.81	86.51	106.05
净利润	**20.73**	**182.48**	**194.43**	**259.52**	**321.75**
少数股东损益	(39.37)	(0.39)	9.72	25.95	32.17
归属于母公司净利润	**60.10**	**182.87**	**184.71**	**233.57**	**289.57**
每股收益（元）	0.21	0.64	0.64	0.82	1.01

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%	16.79%	31.73%	27.07%
归属于母公司净利润	-4.72%	204.26%	1.01%	26.45%	23.97%
获利能力					
毛利率	39.71%	43.48%	45.96%	46.58%	47.78%
净利率	5.16%	13.16%	9.44%	9.51%	9.62%
ROE	7.18%	19.52%	18.21%	18.46%	18.92%
ROIC	3.27%	46.46%	142.00%	47.46%	-75.83%
偿债能力					
资产负债率	51.31%	55.31%	47.43%	58.52%	49.44%
净负债率	14.88%	45.19%	57.96%	47.07%	25.06%
流动比率	0.86	0.98	1.14	1.18	1.39
速动比率	0.78	0.93	0.89	1.10	1.23
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	0.90	0.91	0.91
每股指标（元）					
每股收益	0.21	0.64	0.64	0.82	1.01
每股经营现金流	0.87	1.58	-0.57	3.95	-1.05
每股净资产	2.92	3.27	3.54	4.42	5.34
估值比率					
市盈率	102.51	33.69	33.35	26.38	21.28
市净率	7.36	6.58	6.07	4.87	4.02
EV/EBITDA	122.18	25.30	19.96	12.44	10.63
EV/EBIT	224.34	29.41	22.81	13.98	11.79

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