

**新南洋(600661)/教育**
**大股东可交债换股，股权结构进一步优化**
**评级：买入(维持)**

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	287
流通股本(百万股)	259
市价(元)	30.61
市值(百万元)	8771
流通市值(百万元)	7930

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 K12 加速扩张，中金增持带来股价催化
- 2 获中金集团及一致行动人举牌，股权结构持续优化
- 3 昂立教育利润贡献大增，分红率大幅提高

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1390	1724	2068	2410	2731
增长率 yoy%	19.3	24.0	20.0	16.5	13.3
净利润	183	123	160	203	243
增长率 yoy%	204.3	-32.7	29.6	27.3	19.6
每股收益(元)	0.64	0.43	0.56	0.71	0.85
每股现金流量	0.32	-0.24	0.73	0.37	-0.42
净资产收益率	18.2	7.6	9.2	10.8	11.8
P/E	48	71	55	43	36
PEG	0	-2	2	2	2
P/B	9.5	9.5	9.4	5.6	5.2

备注：股价使用 2018 年 5 月 24 日收盘价。

**投资要点**

- **事件：**2018 年 5 月 23 日，交大产业集团 2017 年非公开发行可交换债券持有人长甲投资将其所持有的可交换债券交换为公司股票，总计换股 2401.92 万股，换股价格 24.98 元/股，占公司总股本比例为 8.38%。换股完成后，交大产业集团可交换债券换股已全部完成。
- **点评：**
- **实际控制人未发生变化。**换股后导致交大产业集团持股数量少于交大企管中心，公司第一大股东由交大产业集团变更为交大企管中心。由于交大产业集团与交大企管中心为同一实际控制人控制，交大产业集团和交大企管中心合计持有公司 24.65% 股权，实际控制人未发生变化。交大产业集团拟在未来 90 天内通过大宗交易方式减持不超过 2%，减持后不影响对公司的实际控制权。
- **民资先后入场。**换股完成后，长甲投资持股 8.38%，加上其一致行动人长甲宏泰合计持股 12.71%，未来 12 个月内目前没有增持或减持的意向。长甲投资实际控制人赵长甲为长甲集团的董事长，长甲集团拥有地产、资产管理、资本运营三大业务板块。中金集团及一致行动人合计持股 15%，未来 5 个月计划增持至 16.04~23.04%。
- **教育部和民资持股比例接近。**假设中金集团及一致行动人增持至上限，将与交大产业集团和交大企管中心的合计持股比例非常接近。虽然目前公司实际控制权未发生变化，但股权结构优化将带动管理效率提高。
- **校企体制改革或将迎来突破。**5 月 11 日，中央全面深化改革委员会第二次会议指出，高等学校所属企业体制改革，要坚持国有资产管理体制改革方向，尊重教育规律和市场经济规律，对高校所属企业进行全面清理规范，理清产权和责任关系，分类实施改革工作，促进高校集中精力办学、实现内涵式发展。
- **投资建议：**教育部和民资持股比例逐步接近，股权结构逐步优化，带来管理效率的提高。暂维持 2018/19/20 年每股收益 0.56/0.71/0.85 元的盈利预测，对应估值 55x/43x/36x，校企体制改革及民资举牌形成股价催化，维持“买入”评级。
- **风险提示：**校企体制改革细则尚未出台，具有不确定性；培训网点扩张、招生不达预期。

图表 1: 公司主要财务数据及盈利预测

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F		2016	2017	2018F	2019F	2020F
营业收入	1,390	1,724	2,068	2,410	2,731	货币资金	561	667	548	654	678
营业成本	786	976	1,165	1,349	1,524	存货	66	76	76	77	76
毛利率	43.48%	43.39%	43.67%	44.03%	44.20%	应收账款	56	50	50	50	50
营业税金及附加	28	13	16	19	21	其他流动资产	531	1,289	1,631	2,066	2,557
营业费用	300	418	495	541	586	流动资产	1,214	2,082	2,306	2,848	3,360
营业费用率	21.55%	24.25%	23.95%	22.45%	21.45%	固定资产	297	345	288	231	175
管理费用	216	276	321	369	416	长期股权投资	303	266	266	266	266
管理费用率	15.57%	16.03%	15.53%	15.33%	15.23%	无形资产	66	61	61	61	61
财务费用	8	-2	-7	-5	-7	其他长期资产	370	404	410	418	409
财务费用率	0.55%	-0.13%	-0.32%	-0.23%	-0.24%	非流动资产	1,036	1,076	1,025	976	911
投资收益	165	109	109	109	109	资产总计	2,250	3,158	3,332	3,824	4,271
营业利润	215	162	183	243	297	短期借款	50	0	0	0	0
营业利润率	15.50%	9.38%	8.87%	10.10%	10.88%	应付账款	60	63	82	91	105
营业外收入	16	4	16	16	16	其他流动负债	1,127	1,474	1,514	1,849	2,101
营业外支出	7	11	6	8	8	流动负债	1,237	1,537	1,596	1,940	2,207
利润总额	225	155	193	251	305	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	42	50	48	63	76	其他长期负债	8	7	8	9	9
所得税率	18.75%	32.46%	25.00%	25.00%	25.00%	非流动性负债	8	7	8	9	9
少数股东损益	0	-19	-15	-15	-15	负债合计	1,245	1,544	1,604	1,949	2,216
归属于母公司股东的净利润	183	123	160	203	243	股本	259	287	287	287	287
净利率	13.16%	7.14%	7.72%	8.43%	8.90%	资本公积	254	821	821	821	821
每股收益(元)(摊薄)	0.64	0.43	0.56	0.71	0.85	股东权益合计	1,006	1,614	1,727	1,875	2,055
						少数股东权益	69	53	39	24	9
						负债股东权益总计	2,250	3,158	3,332	3,824	4,271
						比率分析					
							2016	2017	2018F	2019F	2020F
						增长率(%)					
						营业收入	19.3	24.0	20.0	16.5	13.3
						营业利润	567.7	-24.9	13.5	32.7	22.0
						净利润	204.3	-32.7	29.6	27.3	19.6
						利润率(%)					
						毛利率	43.5	43.4	43.7	44.0	44.2
						EBIT Margin	4.4	2.3	3.4	5.5	6.7
						EBITDA Margin	8.5	6.5	6.2	7.8	8.8
						净利率	13.2	7.1	7.7	8.4	8.9
						回报率(%)					
						净资产收益率	18.2	7.6	9.2	10.8	11.8
						总资产收益率	8.4	4.0	4.8	5.3	5.7
						其他(%)					
						资产负债率	55.3	48.9	48.2	51.0	51.9
						所得税率	18.8	32.5	25.0	25.0	25.0
						股利支付率	11.3	46.5	20.0	20.0	20.0

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。