

2015 年 01 月 09 日

新南洋 (600661.SH)

新南洋：待到风起时，扬帆济沧海！

■综合教育服务集团，内生与外延开启广阔增长空间：新南洋作为 A 股唯一真正教育资产，是一家综合教育服务集团，旗下除 K12 板块（以昂立教育为主导）外，还拥有国际教育（目前涵盖国际高中、A Level 培训等）、职业教育（以上海交通大学教育集团平台为主导）、高端管理培训（企业中高阶管理培训）等三大板块。昂立科技资产注入后，公司持续进行相关整合以提升经营效率，强化核心产品的同时完善产品线。昂立未来成长路径分为横向扩张和纵向挖潜。第一，横向扩张。1. 直营校加速扩张。上海及周边江浙沪教育培训市场空间广阔，昂立未来或加速直营校拓展，抢占市场份额。2. 加盟校加强整合。万亿教育培训市场集中度低，并购标的众多，公司有望依靠 A 股优质融资平台率先进行并购整合。第二，纵向挖潜。1. 体质改善推动盈利能力提升。作为校办企业转企公司，当前经营效率显著低于行业平均水平，上市后体制激励机制改善有望推动经营效率提升。2. 强教育产品化能力推动未来业务放量。公司具备教育内容产品化隐性变现能力，拥有强研发能力，团队、版权、动画等内容积累已久，培育期产品众多。我们认为，教育产业链中教育内容是核心，内容研发投入积累高额无形资产，未来有望通过全渠道进行产品变现。

■进军在线教育，打造中国大学联盟式 MOOC 平台：互联网公共平台学习知识已成为现代生活的一种趋势。公司已于 2011 年同全球规模最大的在线教育集团 Mega Study 合作创办在线考研教育平台——高学网 (www.onlystudy.cn)，未来公司在线教育内容拓展途径多样。新南洋依托于全国最优秀大学之一的上海交通大学，有偿使用和共享交大的师资和其他研究资源。公司未来不排除可能联合更多优秀大学成立中国大学联盟，根据市场需求设计相关专业和课程，建立国内大学的 MOOC 平台，为更多的消费者提供丰富的教学服务。

■教育改革下先发优势显著，并购扩张抢占优质民办资产：1 月 7 日，国务院常务会议通过教育法案修正案草案。草案明确对民办学校实行

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	499.0	565.2	1,390.7	1,632.9	1,924.1
净利润	-49.8	15.0	65.0	101.2	133.1
每股收益(元)	-0.19	0.06	0.25	0.39	0.51
每股净资产(元)	1.43	1.35	4.59	4.98	5.50

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	-124.9	416.2	95.8	61.5	46.7
市净率(倍)	16.8	17.7	5.2	4.8	4.4
净利润率	-10.0%	2.6%	4.7%	6.2%	6.9%
净资产收益率	-13.4%	4.3%	5.5%	7.8%	9.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-4.5%	5.1%	16.5%	18.9%	32.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

整合营销

投资评级

买入-A
首次评级
6 个月目标价
36.50 元
股价 (2015-01-08)
24.02 元
交易数据

总市值(百万元)	6,223.02
流通市值(百万元)	4,171.72
总股本(百万股)	259.08
流通股本(百万股)	173.68
12 个月价格区间	13.48/31.41 元

股价表现


资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-13.46	-60.44	16.95
绝对收益	-4.04	-16.83	75.71

张龙

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450511020030
 zhanglong@essence.com.cn
 021-68766113

相关报告

分类管理，允许兴办营利性民办学校。本次修正案旨从顶层设计上解决历史遗留问题，民办教育并购整合黄金时代即将到来。但是短期内，民办学校若想进入 A 股市场存在较大难度，需要取得教育部营利性认定后方可进行工商登记。新南洋是 A 股唯一经历民非转企的龙头标的，具有无可比拟的先发优势。公司未来不排除以并购基金的方式，将优质的民办学校标的资产纳入公司控制体系中，缓冲解决民办学校合法合规和财务规范性等问题。

■ **投资建议：**给予新南洋买入-A 投资评级，6 个月目标价 36.50 元。新南洋是 A 股第一家教育培训产业公司，公司处于高速成长的初级阶段。教育法案修正案正式审批通过后，民办教育产业将迎来崭新的篇章，未来公司存在较大并购整合机会，我们坚定看好教育体制改革下新南洋未来的外延式发展。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.25 元、0.39 元、0.51 元，当前股价对应 PE 为 96 倍、62 倍、47 倍。首次给予买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**教育法案修订案人大通过未达预期，公司并购整合进度慢于预期。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 01 月 09 日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	499.0	565.2	1,390.7	1,632.9	1,924.1	成长性					
减:营业成本	396.4	436.1	860.9	1,007.5	1,185.3	营业收入增长率	-5.7%	13.3%	146.1%	17.4%	17.8%
营业税费	6.9	9.8	24.1	28.3	33.4	营业利润增长率	-651.1%	-143.2%	442.6%	42.1%	42.4%
销售费用	30.8	38.6	235.0	279.2	322.3	净利润增长率	-1,511.6%	-130.0%	334.7%	55.7%	31.6%
管理费用	69.4	64.2	205.8	244.9	280.9	EBITDA 增长率	-125.2%	-623.0%	135.1%	25.8%	38.5%
财务费用	22.0	20.2	8.2	-3.7	-4.6	EBIT 增长率	-186.6%	-252.5%	197.9%	29.6%	42.9%
资产减值损失	18.6	1.4	7.0	9.0	5.8	NOPLAT 增长率	-248.4%	-209.3%	181.7%	29.6%	42.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-3.8%	-12.5%	13.1%	-17.2%	14.7%
投资和汇兑收益	-4.0	26.3	65.3	95.8	131.8	净资产增长率	-9.0%	-7.4%	200.6%	9.7%	12.5%
营业利润	-49.1	21.2	115.0	163.5	232.8	利润率					
加:营业外净收支	2.9	5.1	5.8	4.6	5.1	毛利率	20.6%	22.8%	38.1%	38.3%	38.4%
利润总额	-46.2	26.3	120.8	168.0	237.9	营业利润率	-9.8%	3.8%	8.3%	10.0%	12.1%
减:所得税	4.9	5.4	30.2	42.0	59.5	净利润率	-10.0%	2.6%	4.7%	6.2%	6.9%
净利润	-49.8	15.0	65.0	101.2	133.1	EBITDA/营业收入	-2.3%	10.6%	10.2%	10.9%	12.8%
						EBIT/营业收入	-5.4%	7.3%	8.9%	9.8%	11.9%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资本周转天数	166	150	61	48	37
货币资金	155.8	175.0	627.6	862.2	963.0	流动资本周转天数	20	-2	6	5	5
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	251	226	209	270	276
应收账款	61.2	58.5	235.9	109.7	297.5	应收账款周转天数	45	38	38	38	38
应收票据	21.5	15.7	75.7	31.6	94.9	存货周转天数	66	64	49	50	50
预付账款	11.7	10.1	32.9	17.4	41.7	总资产周转天数	732	636	367	401	384
存货	93.1	106.5	274.1	182.8	351.9	投资资本周转天数	470	382	154	127	105
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-13.4%	4.3%	5.5%	7.8%	9.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-5.1%	2.1%	4.9%	7.0%	7.7%
长期股权投资	391.3	329.8	329.8	329.8	329.8	ROIC	-4.5%	5.1%	16.5%	18.9%	32.7%
投资性房地产	33.3	32.2	32.2	32.2	32.2	费用率					
固定资产	225.8	244.5	226.8	209.1	191.4	销售费用率	6.2%	6.8%	16.9%	17.1%	16.8%
在建工程	1.1	-	-	-	-	管理费用率	13.9%	11.4%	14.8%	15.0%	14.6%
无形资产	12.4	12.1	11.8	11.5	11.3	财务费用率	4.4%	3.6%	0.6%	-0.2%	-0.2%
其他非流动资产	2.3	2.4	1.9	1.6	1.4	三费/营业收入	24.5%	21.8%	32.3%	31.9%	31.1%
资产总额	1,009.3	986.6	1,848.7	1,788.0	2,315.1	偿债能力					
短期债务	365.6	338.1	-	-	-	资产负债率	54.0%	56.4%	30.0%	20.6%	31.0%
应付账款	76.8	82.1	226.5	140.6	288.9	负债权益比	117.2%	129.1%	42.8%	25.9%	44.9%
应付票据	0.6	-	2.7	0.1	2.8	流动比率	0.64	0.66	2.27	3.32	2.45
其他流动负债	93.0	131.6	320.4	221.6	421.0	速动比率	0.47	0.47	1.77	2.82	1.96
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-1.23	2.05	14.99	-42.89	-50.02
其他非流动负债	8.6	4.3	4.9	6.0	5.1	分红指标					
负债总额	544.6	556.0	554.5	368.2	717.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	93.8	79.8	104.1	128.6	172.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	173.7	173.7	259.1	259.1	259.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	197.2	177.1	931.0	1,032.2	1,165.3						
股东权益	464.7	430.6	1,294.2	1,419.8	1,597.3						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	-51.2	20.8	65.0	101.2	133.1	EPS(元)	-0.19	0.06	0.25	0.39	0.51
加:折旧和摊销	15.9	19.0	18.0	18.0	18.0	BVPS(元)	1.43	1.35	4.59	4.98	5.50
资产减值准备	18.6	1.4	-	-	-	PE(X)	-124.9	416.2	95.8	61.5	46.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	16.8	17.7	5.2	4.8	4.4
财务费用	22.7	21.3	8.2	-3.7	-4.6	P/FCF	-1,118.1	92.4	-18.0	29.7	110.7
投资损失	4.0	-26.3	-65.3	-95.8	-131.8	P/S	12.5	11.0	4.5	3.8	3.2
少数股东损益	-1.4	5.9	25.6	24.9	45.3	EV/EBITDA	-110.7	38.3	40.1	30.7	21.9
营运资金的变动	25.6	11.3	-91.0	91.0	-94.7	CAGR(%)	-235.0%	104.6%	97.4%	-235.0%	104.6%
经营活动产生现金流量	22.6	59.5	-39.5	135.5	-34.6	PEG	0.5	4.0	1.0	-0.3	0.4
投资活动产生现金流量	-17.3	22.2	65.3	95.8	131.8	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-10.2	-58.3	426.8	3.3	3.6	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮 编： 200123

北京市

地 址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮 编： 100034