谨慎买入 20% ⬆

目标价格:人民币 23.00

原评级: 持有 原目标价格: 人民币 14.60

600327.CH

价格:人民币 19.21

目标价格基础:92 倍 15 年市盈率

板块评级:增持

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	147.6	48.5	128.7	295.3
相对上证指数	93.4	31.1	74.4	143.5

发行股数(百万)	522
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	10,022
3 个月日均交易额(人民币 百万)	340
净负债比率(%)(2015E)	净现金
主要股东(%)	
江苏无锡商业大厦集团有限公司	43

资料来源：公司数据，聚源及中银国际研究
以 2015 年 6 月 12 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

商业贸易：一般零售

唐佳睿, CFA/CAIA/FRM
(8621)20328511
jiarui.tang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300513110001

林琳
(8621)20328527
lin.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300513090005

大东方

募集资金 11 亿元，用于打造汽车后市场及三凤桥 O2O 平台

公司拟非公开发行股票的数量为不超过 81,620,905 股，募集资金不超过 110,024.98 万元，每股定价为 13.48 元，用于“汽车后市场综合服务 O2O 平台建设项目”、“三凤桥食品 O2O 综合服务平台建设项目”及“补充流动资金项目”。限售期以 2015 年 6 月 13 日为基准日为 12 个月。我们将目标价格上调至 23.00 元，评级上调至*谨慎买入*。

支撑评级的要点

- **汽车后市场综合服务 O2O 平台建设项目：**公司计划在三年内建设 200 家社区快修快保店（包括 A 级店 40 家、B 级店 60 家、C 级店 100 家）以及 4 家综合维修服务中心。快修快保店与社区快修快保店相互呼应、优势互补。同时公司将建设仓储物流中心，为 4S 店、社区快修快保店、综合维修服务中心提供多种汽车零部件的仓储及配送。线上系统平台建设项目将建立汽车线上系统平台，使得公司各方面资源得到高效配置。**我们认为该项目将优化汽车销售及后市场布局，加快汽车互联网综合服务平台建设，为公司整车销售及售后维修业务的稳步快速发展提供有力支撑。**
- **三凤桥食品 O2O 综合服务平台建设项目：**项目将围绕“三凤桥”品牌建设食品互联网综合服务平台，线下建设方面，公司计划在无锡地区建设 35 家线下食品专营店，其中中心店 6 家、综合店 17 家、单一店 12 家，此外还将建设仓储物流配送中心。线上系统建设方面，公司将开发的平台包括直营体系、全网分销、手机渠道 3 大销售渠道，建立线上线下相结合的“O2O”模式。**我们认为三凤桥食品 O2O 项目将扩大公司销售规模，降低公司运营成本，增强企业盈利能力和整体竞争实力，提升公司在食品行业中的综合竞争力。**
- **补充流动资金项目：**募集资金 30,000 万元，向子公司东方汽车增资的方式补充其流动资金。截至 2015 年 3 月 31 日，东方汽车资产负债率为 75.65%，补充流动资金后将优化公司资本结构，降低总体风险。

评级面临的主要风险

- 区域竞争激烈，营业收入地区分布集中。

估值

- 此次募集资金所投项目将有利于公司扩大现有业务的市场和品牌影响力，并通过互联网平台的搭建实现汽车销售及服务、餐饮与食品等业务线上线下的有效融合，满足公司业务发展的资金需求，优化公司资本结构，增强公司抗风险能力实现整体业务的快速增长，由于项目建设周期为三年，短期对公司业绩影响有限，按新增 81,620,905 股计算，我们调整公司 2015-17 年每股收益预测至 0.25、0.27 和 0.28 元，目标价由 14.60 元上调至 23.00 元，对应 92 倍 15 年市盈率，上调评级至*谨慎买入*。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	8,899	8,554	8,981	9,430	9,902
变动(%)	19	(4)	5	5	5
净利润(人民币 百万)	187	147	153	162	168
全面摊薄每股收益(人民币)	0.310	0.244	0.254	0.268	0.278
变动(%)	33.5	(21.3)	4.2	5.5	3.8
先前预测每股收益(人民币)			0.29	0.31	0.32
调整幅度(%)			(14)	(14)	(14)
全面摊薄市盈率(倍)	62.0	78.8	75.6	71.7	69.1
价格/每股现金流量(倍)	105.4	81.6	19.2	34.6	34.0
每股现金流量(人民币)	0.18	0.24	1.00	0.55	0.56
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.6	20.9	20.5	20.6	19.7
每股股息(人民币)	0.104	0.086	0.052	0.055	0.057
股息率(%)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 1.募集资金投向

项目	募集资金投入
汽车后市场综合服务 O2O 平台建设项目	57,881.98 万元
三凤桥食品 O2O 综合服务平台建设项目	22,143.00 万元
补充流动资金项目	30,000.00 万元
合计	110,024.98 **万元**

资料来源:中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	8,899	8,554	8,981	9,430	9,902
销售成本	(7,764)	(7,481)	(7,877)	(8,289)	(8,714)
经营费用	(595)	(591)	(653)	(704)	(743)
息税折旧前利润	540	482	452	437	446
折旧及摊销	(214)	(210)	(186)	(190)	(194)
经营利润 (息税前利润)	326	272	265	247	252
净利息收入/(费用)	(50)	(47)	(56)	(25)	(14)
其他收益/(损失)	(202)	(211)	(177)	(181)	(185)
税前利润	288	221	226	232	247
所得税	(86)	(69)	(70)	(67)	(77)
少数股东权益	(15)	(5)	(3)	(3)	(3)
净利润	187	147	153	162	168
核心净利润	159	135	143	152	158
每股收益 (人民币)	0.310	0.244	0.254	0.268	0.278
核心每股收益 (人民币)	0.263	0.224	0.237	0.251	0.261
每股股息 (人民币)	0.104	0.086	0.052	0.055	0.057
收入增长(%)	19	(4)	5	5	5
息税前利润增长(%)	23	(17)	(2)	(7)	2
息税折旧前利润增长(%)	24	(11)	(6)	(3)	2
每股收益增长(%)	33	(21)	4	5	4
核心每股收益增长(%)	33	(15)	6	6	4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	288	221	226	232	247
折旧与摊销	214	210	186	190	194
净利息费用	58	55	49	25	14
运营资本变动	750	534	(44)	(265)	(495)
税金	86	69	70	67	77
其他经营现金流	(1,286)	(947)	116	85	303
经营活动产生的现金流	110	142	604	335	341
购买固定资产净值	0	0	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	255	80	(2)	(2)	(2)
其他投资现金流	(425)	(155)	414	39	43
投资活动产生的现金流	(170)	(75)	312	(63)	(59)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(42)	(63)	(52)	(31)	(33)
其他融资现金流	(270)	42	(366)	(178)	(183)
融资活动产生的现金流	(312)	(20)	(418)	(209)	(216)
现金变动	(372)	47	498	63	66
期初现金	703	759	1,257	1,320	1,386
公司自由现金流	(52)	75	909	272	282
权益自由现金流	(110)	19	868	247	268

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	703	759	1,257	1,320	1,386
应收帐款	108	98	81	85	89
库存	896	1,036	1,024	1,078	1,133
其他流动资产	380	333	458	479	500
流动资产总计	2,087	2,226	2,820	2,961	3,108
固定资产	1,315	1,165	1,085	1,004	921
无形资产	573	560	534	509	486
其他长期资产	575	600	243	260	275
长期资产总计	2,484	2,343	1,862	1,774	1,682
总资产	4,571	4,569	4,681	4,735	4,790
应付帐款	502	454	473	497	523
短期债务	705	794	477	324	155
其他流动负债	1,630	1,511	1,826	1,874	1,935
流动负债总计	2,837	2,760	2,776	2,696	2,613
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	170	181	173	173	173
股本	522	522	603	603	603
储备	852	931	950	1,081	1,215
股东权益	1,373	1,453	1,554	1,684	1,819
少数股东权益	190	176	179	182	185
总负债及权益	4,571	4,569	4,681	4,735	4,790
每股帐面价值 (人民币)	2.28	2.41	2.57	2.79	3.01
每股有形资产 (人民币)	1.33	1.48	1.69	1.95	2.21
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	0.06	(1.29)	(1.65)	(2.04)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	6.1	5.6	5.0	4.6	4.5
息税前利润率(%)	3.7	3.2	3.0	2.6	2.5
税前利润率(%)	3.2	2.6	2.5	2.5	2.5
净利率(%)	2.1	1.7	1.7	1.7	1.7
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	5.6	4.8	6.5	10.0	18.7
净权益负债率(%)	0.1	2.2	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
估值					
市盈率 (倍)	62.0	78.8	75.6	71.7	69.1
核心业务市盈率(倍)	73.0	85.8	80.9	76.5	73.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	87.4	102.7	96.9	91.6	88.0
市净率 (倍)	8.4	8.0	7.5	6.9	6.4
价格/现金流 (倍)	105.4	81.6	19.2	34.6	34.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.6	20.9	20.5	20.6	19.7
周转率					
存货周转天数	42.1	47.1	47.7	46.3	46.3
应收帐款周转天数	4.4	4.2	3.6	3.2	3.2
应付帐款周转天数	20.6	19.4	18.8	18.8	18.8
回报率					
股息支付率(%)	33.5	35.5	20.4	20.4	20.4
净资产收益率 (%)	13.6	10.1	10.2	10.0	9.6
资产收益率 (%)	5.0	4.1	4.0	3.7	3.6
已运用资本收益率(%)	14.7	11.6	11.1	11.2	11.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371