

东方时尚 (603377.SH)

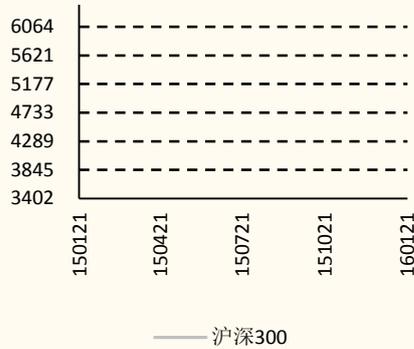
新股研究报告

上市定价 (人民币): 17.30-17.40 元
 目标价格 (人民币): 25.00-30.00 元
 询价定价 (人民币): 15.50-17.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

总股本(百万股) 370.00
 沪深 300 指数 3081.35
 上证指数 2880.48



驾驶培训区域龙头，异地扩张有空间

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	2.220	0.882	0.912	0.975	1.099
每股净资产(元)	4.24	1.70	2.51	3.20	4.20
每股经营性现金流(元)	3.46	1.41	1.84	2.08	3.03
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	39.13%	22.50%	3.41%	6.91%	12.75%
净资产收益率(%)	52.37%	51.97%	36.35%	30.48%	26.19%
总股本(百万股)	120.00	370.00	370.00	370.00	370.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司主营业务为机动车驾驶培训:** 目前提供九种准驾车型的培训服务, 以及陪练服务、汽车维修、汽车保险代理等汽车消费相关服务和产品。收入与净利润增速有所放缓, 毛利率接近 60%, 有所下滑。
- **驾培需求与汽车驾驶员占人口比重的上升趋势紧密相关, 仍将较快发展:** 相比发达国家和全球平均水平, 我国汽车人均保有量仍然处于较低水平。驾培行业仍有发展空间, 2013 年我国汽车驾驶员占总人口比为 16.13%, 与发达国家相比仍然较低。近年来, 培训人次达到 2000 万人次/年。
- **行业集中度较低, 并购和异地扩张将是趋势:** 驾培服务市场规模较大, 估计有 1000 亿元。但行业的主要现状是“小规模、过于分散、实力不强”。2013 年底, 我国共有机动车驾驶员培训机构户 12556 户。北京等城市驾培服务行业逐渐成熟, 未来区域性市场将加速整合。随着二、三线城市的汽车驾驶服务市场逐步变大, 优质企业将逐步实施跨地区经营。
- **公司是北京区域龙头, 作为驾校第一股, 将借助资本市场扩张:** 公司在北京地区市占率达到 25.5%, 是区域龙头企业。公司收入增长主要来自驾驶培训市场需求增长, 和学费上涨。未来公司能借助资本市场, 通过并购或跨区域自营加速扩张, 目前积极拓展石家庄、武汉和昆明市场。

投资建议

- 以公司计划募集资金与发行费用计算, 建议申购价为 17.33 元。公司本次公开发行 5000 万股, 占发行后总股本的比例为 11.90%, 根据发行后股本计算, 2014 年扣除非经常损益后的 EPS 约为 0.7544 元, 对应申购价约 23 倍 PE。

盈利预测与估值

- 预计 2015-2017 年 EPS 为 0.91 元、0.98 元、1.10 元。公司作为驾校上市唯一标的, 或享受估值溢价。

风险

- 驾驶培训模式改革的风险, 北京大兴校区训练道路减少的风险, 异地市场拓展的风险等。

戴亚雄 联系人
 (8621)61038274
 daiyaxiong@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

内容目录

驾驶培训区域龙头	3
主营机动车驾驶培训业务	3
公司收入与净利润增速有所放缓	3
并购与异地扩张是行业趋势，公司扩张空间大	5
驾培需求与汽车驾驶员占人口比重的上升趋势紧密相关，仍将较快发展	5
行业集中度较低，并购和异地扩张将是趋势	6
公司是北京区域龙头，作为驾校第一股，将借助资本市场扩张	7

图表目录

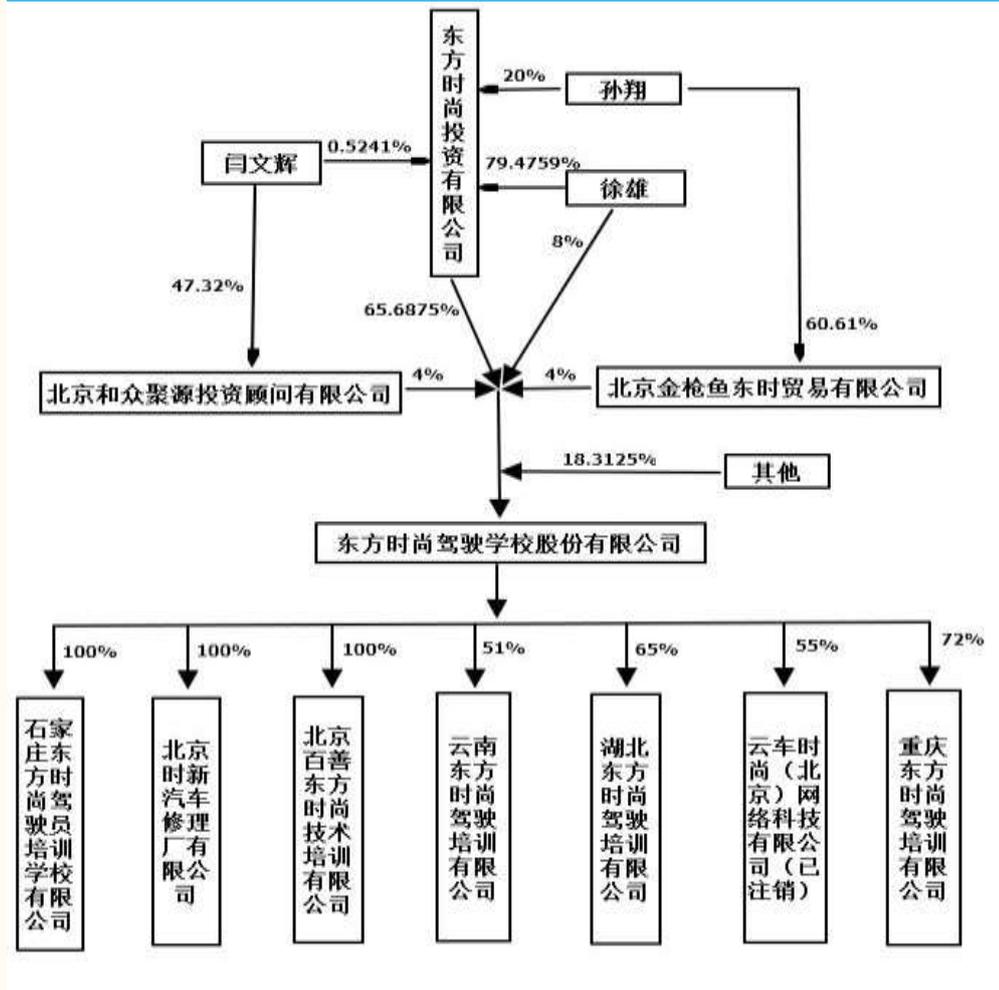
图表 1：公司股权结构	3
图表 2：公司收入较快增长（百万元）	4
图表 3：公司净利润情况（百万元）	4
图表 4：公司业务毛利率较高	4
图表 5：2009-2014 年 11 月全国民用汽车保有量	5
图表 6：2009-2013 年全国汽车驾驶员人数及增速	5
图表 7：2009-2013 年我国机动车驾驶员培训完成情况	6
图表 8：22008-2013 年全国机动车驾驶员及汽车驾驶员占总人口比重	6
图表 9：2009-2013 年我国机动车驾驶员培训机构数量及增长率	6
图表 10：2012 年武汉市驾驶培训服务企业市场份额分布状况	7
图表 11：2012 年石家庄市驾驶培训服务企业市场份额分布状况	7
图表 12：国内新增汽车驾驶员（万人）	8
图表 13：公司北京地区平均驾培收费（元/人）	8
图表 14：公司北京地区学员数量（万人）	8
图表 15：公司北京地区市场占有率	8
图表 16：公司募投项目	9

驾驶培训区域龙头

主营机动车驾驶培训业务

- 公司主营业务为机动车驾驶培训。目前提供九种准驾车型的培训服务，属于汽车消费综合服务商。公司提供驾培服务、陪练服务、汽车维修、汽车保险代理等汽车消费相关服务和产品。
- 公司实际控制人为徐雄先生。本次发行前，东方时尚投资公司持有公司 24,304.375 万股，占本次发行前股本总额的 65.6875%，为公司控股股东。徐雄直接持有公司 8% 股份，并持有投资公司 79.4759% 的股份，为公司实际控制人。

图表 1：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

公司收入与净利润增速有所放缓

- 招生人数下降，子公司处于起步阶段，拖累业绩。

2012-2014 年，公司收入保持 30% 以上增长，但增速有所下滑。净利润增速也有所下滑。

公司 2015 年招生人数比 2014 年减少 19147 人，下降 7.79%。公司主要的子公司云南东方时尚和石家庄东方时尚均于 2014 年下半年开始正式营业，两家子公司 2015 年上半年的亏损额较上年同期大幅增加。

- 预计 2015 年归母净利润同比增长-5 至 5%之间。

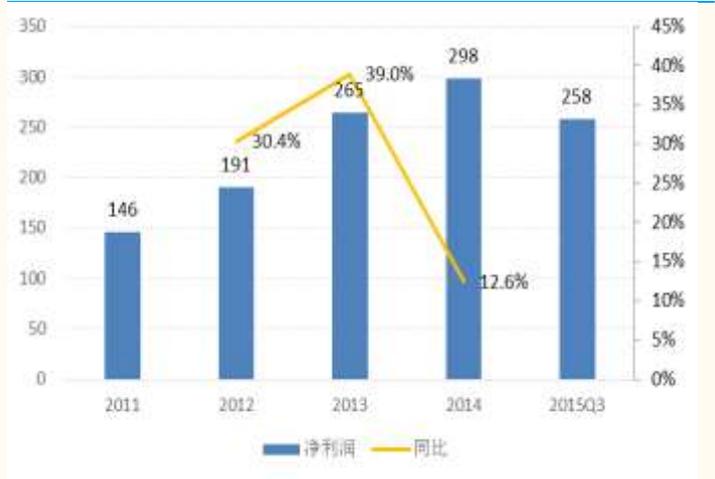
公司 2014 年营业收入约 12.85 亿元，归属于母公司股东净利润为 3.26 亿元。预计 2015 年度营业收入较上年波动在 5%至 10%之间，2015 年归属于母公司股东的净利润较上年的波动在-5%至 5%之间。

图表 2：公司收入较快增长（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

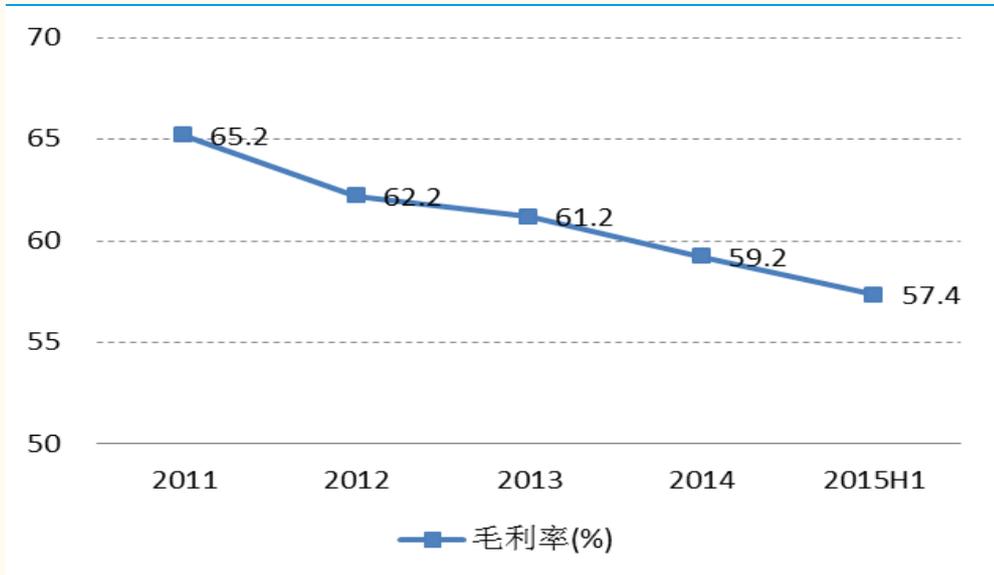
图表 3：公司净利润情况（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

毛利率保持较高水平，但有所下滑。

图表 4：公司业务毛利率较高



来源：公司公告，国金证券研究所

并购与异地扩张是行业趋势，公司扩张空间大

驾培需求与汽车驾驶员占人口比重的上升趋势紧密相关，仍将较快发展

- 相比发达国家和全球平均水平，我国汽车人均保有量仍然处于较低水平。

据测算，2012 年全球平均汽车保有量已达到 1:6.32，即平均每 6.32 人即拥有一台汽车。在意大利，该数字为 1.42，在日本，该数字为 1.68，在美国，该数字为 1.25，而在中国，该数字为 1:12.34，即平均每 12.34 人拥有一台汽车，仍处于较低水平。

- 汽车保有量高速增长期已过，但驾培行业仍有发展空间。

近年来，全国民用汽车保有量保持高速增长态势，最近五年平均增量 1454 万辆，年均增长率 16.3%。2014 年 6 月全国汽车驾驶员人数达到 2.31 亿人，近五年年均增速 12.4%。高速增长期已过，但仍有一定的增速。

从产业链角度分析，随着发达国家汽车保有量增速变缓，汽车产业已由制造链向消费服务链不断延伸，汽车消费综合服务行业在汽车产业链的地位在增强。从区域发展角度分析，发达国家汽车生产和消费行业已进入发展成熟期，以中国市场为代表的广大发展中国家汽车产业链还在全面扩容，汽车驾培服务行业仍处于快速规模性扩张阶段。

图表 5：2009-2014 年 11 月全国民用汽车保有量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2009-2013 年全国汽车驾驶员人数及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 相比发达国家，我国汽车驾驶员占总人口的比重依然有提升空间。近年来，培训人次达到 2000 万人次。

培训人次 2013 年有所下降，但仍保持高位。2013 年，我国共完成机动车驾驶员培训 2044 万人次，比 2012 年减少 184.8 万人，降幅为 8.3%。其中培训合格的达 1710 万人次，完成道路运输从业资格培训 258 万人次，比 2012 年减少 38.9 万人。

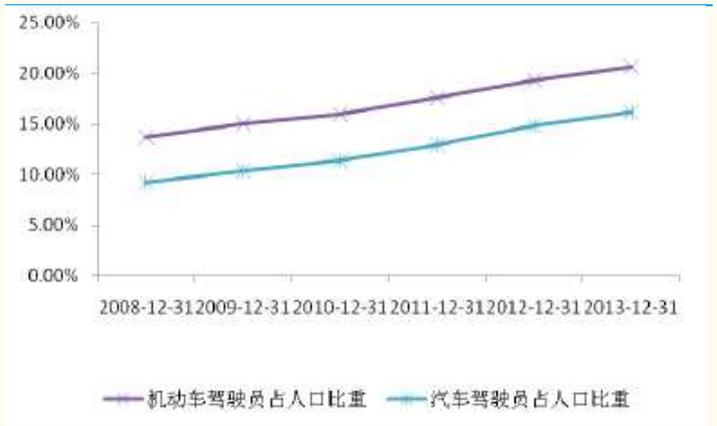
近年来，我国机动车驾驶员及汽车驾驶员占总人口的比重逐年上升，截至 2013 年，全国机动车驾驶员占总人口的比重已达 20.6%，全国汽车驾驶员占总人口的比重已达 16.1%，但与美、日、韩等国家依然相距甚远。

图表 7: 2009-2013 年我国机动车驾驶员培训完成情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 2008-2013 年全国机动车驾驶员及汽车驾驶员占总人口比重



来源: 公司公告, 国金证券研究所

行业集中度较低, 并购和异地扩张将是趋势

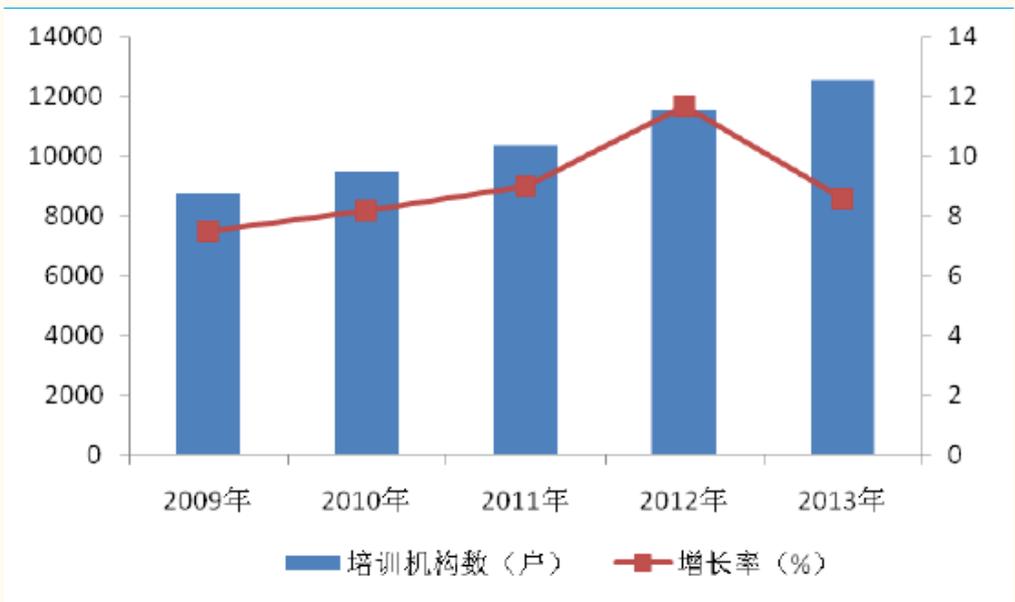
- 驾培服务市场规模较大, 估计有 1000 亿元。

2009-2013 年, 我国新增汽车驾驶员人数分别为 1463 万人、1389 万人、2286 万人、2611 万人和 1844 万人, 按照公司汽车驾培培训人均价格近三年的平均数计算, 市场规模已超过 1,000 亿元。

- 目前行业的主要现状是“小规模、过于分散、实力不强”。2013 年底, 我国共有机动车驾驶员培训机构户 12556 户。

随着国家道路交通安全法、法规、政策的出台, 驾驶员培训步入市场化机制运作阶段, 各类驾校如雨后春笋般地产生。驾校数量虽然有了较快发展, 但在教学质量、效果上各驾校发展不一致, 各地区之间差距较大。

图表 9: 2009-2013 年我国机动车驾驶员培训机构数量及增长率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

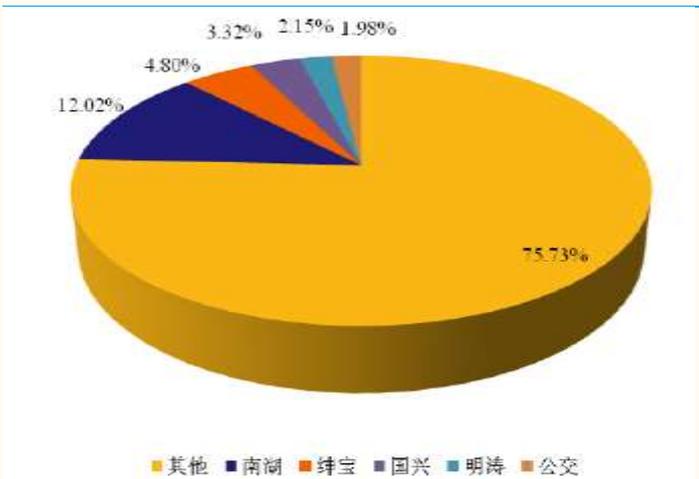
- 驾培服务市场集中度很低，区域性市场整合与跨地区经营将成为行业趋势。

以公司未来将重点拓展的石家庄和武汉市场为例。目前武汉市共有72家驾校，2012年武汉市第一大驾校的市场份额也仅约为12%。2012年石家庄市场占有率排名前五的驾校依次为蓝天（5.18%）、燕赵（3.62%）、华丰（3.54%）、安通（3.45%）、中通（3.15%），合计占总体市场份额的18.95%，市场集中度很低。

北京等城市驾培服务行业逐渐成熟，未来区域性市场将加速整合。北京、上海等城市已逐步实现驾培服务行业规范化发展，市场规模增长逐步稳定，汽车驾驶员年增量数据趋于平稳，行业发展进入成熟阶段。预计未来五年内，一线城市将呈现行业集中程度逐步提高的趋势，优势企业将实现规模扩张。

随着二、三线城市的汽车驾驶服务市场逐步变大，优质企业将逐步实施跨地区经营。驾培服务企业有区域化发展的特点，但一些规范的大型驾培服务机构将逐步走出去，在全国范围内开展业务，实现跨地区连锁化经营。

图表 10：2012 年武汉市驾驶培训服务企业市场份额分布状况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：2012 年石家庄市驾驶培训服务企业市场份额分布状况



来源：公司公告，国金证券研究所

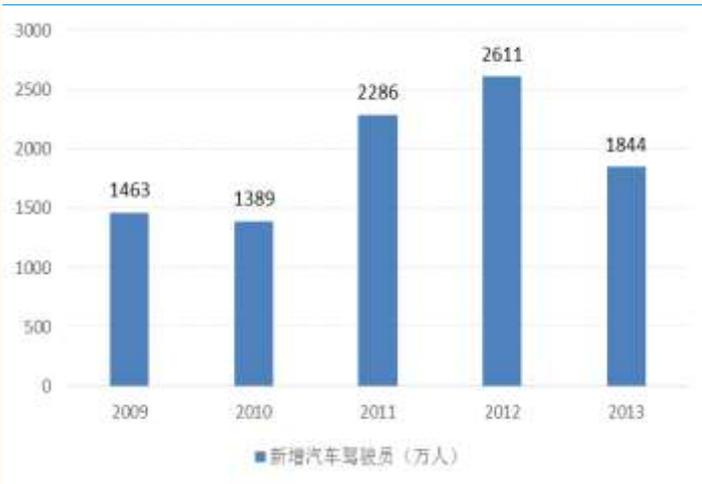
公司是北京区域龙头，作为驾校第一股，将借助资本市场扩张

- 公司收入增长主要来自驾驶培训市场需求增长，和学费上涨。

市场需求的增长是公司收入增长的有利保障。2009-2013年，我国新增汽车驾驶员人数分别为1463万人、1389万人、2286万人、2611万人和1844万人。

汽车驾驶培训服务行业，收入目前主要来源于培训学员的学费，成本主要体现在教练车的油耗、折旧以及人员工资，近年来驾驶员培训费用增长明显。以公司北京地区为例，2011-2014年人均驾培收费分别为4689元、5102元、5472元、5613元，逐年上升。

图表 12: 国内新增汽车驾驶员 (万人)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 公司北京地区平均驾培收费 (元/人)

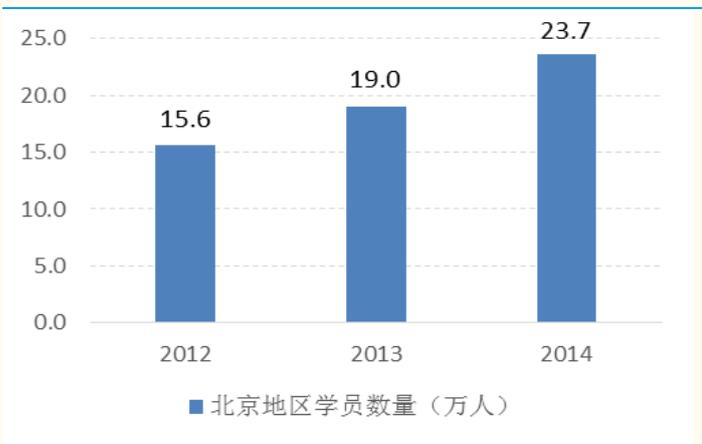


来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司在北京地区市占率较高, 是区域龙头企业。

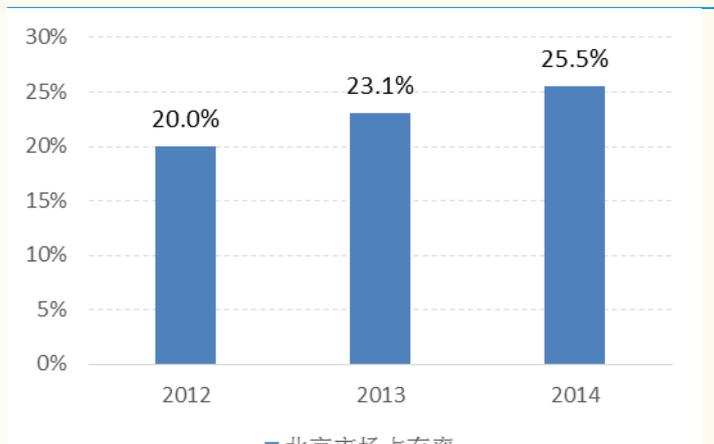
截至 2015 年 9 月 30 日, 公司拥有各种训练用车 3193 辆, 员工数量 5401 人。2012 年至 2014 年东方时尚在北京地区的受理学员人数分别为 155,932 人、190,266 人和 236,734 人, 在北京市场占有率分别为 19.96%、23.05%和 25.54%, 2015 年 1-6 月受理人数为 112,404 人。公司在北京驾驶培训市场居于领导地位。

图表 14: 公司北京地区学员数量 (万人)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 公司北京地区市场占有率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司作为驾校第一股, 未来能借助资本市场, 通过并购或跨区域自营加速扩张。从供给角度来看, 驾驶培训服务行业的供给量主要与行业内企业培训能力增长状况紧密联系在一起, 公司借助资本扩大供给, 能占领更大市场份额, 未来扩张的空间值得期待。

募投项目

公司首次公开发行股票所募集的资金, 扣除发行费用后, 将用于东方时尚服务配套设施项目, 石家庄东方时尚驾驶员培训项目和湖北东方时尚驾驶培训基地项目。

图表 16: 公司募投项目

投资项目	项目投资额 (亿元)	募集资金投入 金额 (亿元)	实施主体	募集资金投 入方式
东方时尚服务配 套设施项目	4.33	4.13	东方时尚	
石家庄东方时尚 驾驶员培训项目	3.00	1.20	石家庄东 方时尚	增资
湖北东方时尚驾 驶培训基地项目	3.0001.19	2.92	湖北东方 时尚	股东贷款
合计	18.83	8.24		

来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测

公司主营业务基本全为驾培服务, 因此分部预测不在此处展示。

核心假设:

2015-2017 年, 假设驾培服务收入增速为 8%, 15%, 20%。由于北京地区行业逐渐成熟, 学员数量增长放缓, 之后随着异地扩张, 学员数量增速上升。

2015-2017 年, 假设驾培服务毛利率为 57.5%, 55.5%, 54.5%。随着市场竞争激烈, 异地扩张项目处于起步阶段, 毛利率会有所下滑。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	695	957	1,285	1,384	1,591	1,908	货币资金	497	430	477	707	868	1,146
增长率		37.7%	34.3%	7.7%	15.0%	19.9%	应收款项	0	1	3	6	7	8
主营业务成本	-262	-372	-524	-592	-712	-872	存货	0	0	0	0	0	0
%销售收入	37.8%	38.8%	40.8%	42.8%	44.7%	45.7%	其他流动资产	2	9	14	32	38	46
毛利	432	585	761	792	879	1,036	流动资产	500	440	494	744	912	1,200
%销售收入	62.2%	61.2%	59.2%	57.2%	55.3%	54.3%	%总资产	48.2%	31.7%	29.1%	34.1%	35.4%	38.7%
营业税金及附加	-23	-32	-42	-44	-49	-57	长期投资	10	9	8	9	8	8
%销售收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%	固定资产	211	366	567	825	919	1,100
营业费用	-42	-73	-67	-83	-95	-114	%总资产	20.4%	26.4%	33.4%	37.7%	35.7%	35.5%
%销售收入	6.1%	7.7%	5.2%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	211	220	518	506	624	669
管理费用	-112	-155	-224	-235	-255	-324	非流动资产	538	949	1,203	1,441	1,662	1,899
%销售收入	16.1%	16.2%	17.5%	17.0%	16.0%	17.0%	%总资产	51.8%	68.3%	70.9%	65.9%	64.6%	61.3%
息税前利润 (EBIT)	255	326	427	429	480	540	资产总计	1,038	1,389	1,697	2,185	2,574	3,098
%销售收入	36.7%	34.0%	33.2%	31.0%	30.2%	28.3%	短期借款	0	0	11	0	0	0
财务费用	0	3	-6	1	2	3	应付款项	348	395	476	598	648	711
%销售收入	-0.1%	-0.3%	0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	80	140	173	213	232	259
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	428	535	660	811	880	969
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	85	137	187	237	287
投资收益	2	1	1	1	1	1	其他长期负债	155	154	153	150	160	170
%税前利润	0.8%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	负债	583	774	950	1,149	1,277	1,427
营业利润	258	329	421	432	483	544	普通股股东权益	358	509	628	928	1,183	1,553
营业利润率	37.1%	34.4%	32.8%	31.2%	30.3%	28.5%	少数股东权益	96	107	119	109	114	119
营业外收支	1	4	8	5	5	5	负债股东权益合计	1,038	1,389	1,697	2,185	2,574	3,098
税前利润	259	333	430	437	488	549	比率分析						
利润率	37.3%	34.8%	33.4%	31.5%	30.7%	28.8%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-68	-68	-132	-109	-122	-137	每股指标						
所得税率	26.4%	20.5%	30.6%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.595	2.220	0.882	0.912	0.975	1.099
净利润	191	265	298	327	366	412	每股净资产	2.983	4.238	1.697	2.509	3.198	4.198
少数股东损益	-1	-2	-28	-10	5	5	每股经营现金净流	3.400	3.462	1.410	1.841	2.079	3.032
归属于母公司的净利润	191	266	326	337	361	407	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
净利率	27.6%	27.8%	25.4%	24.4%	22.7%	21.3%	回报率						
							净资产收益率	53.48%	52.37%	51.97%	36.35%	30.48%	26.19%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	18.45%	19.17%	19.23%	15.44%	14.01%	13.13%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	41.31%	36.94%	33.08%	26.31%	23.46%	20.69%
净利润	191	265	298	327	366	412	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	39.84%	37.74%	34.26%	7.72%	14.96%	19.95%
非现金支出	44	75	118	247	338	624	EBIT 增长率	37.67%	27.69%	31.00%	0.65%	11.77%	12.58%
非经营收益	-2	0	7	1	4	6	净利润增长率	30.24%	39.13%	22.50%	3.41%	6.91%	12.75%
营运资金变动	176	76	98	106	62	80	总资产增长率	38.72%	33.88%	22.13%	28.80%	17.79%	20.36%
经营活动现金净流	408	415	522	681	769	1,122	资产管理能力						
资本开支	-129	-458	-363	-479	-554	-855	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资	142	1	1	-1	0	0	存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
其他	0	0	0	1	1	1	应付账款周转天数	17.1	8.8	6.4	3.0	3.0	3.0
投资活动现金净流	13	-457	-362	-479	-553	-854	固定资产周转天数	102.5	89.1	161.0	164.5	187.7	171.9
股权募资	49	12	40	0	-69	0	偿债能力						
债权募资	0	85	69	36	60	60	净负债/股东权益	#####	-56.05%	-44.01%	-50.14%	-48.62%	-51.38%
其他	-132	-122	-222	-8	-47	-49	EBIT 利息保障倍数	-639.1	-103.1	66.6	-367.1	-277.8	-204.2
筹资活动现金净流	-83	-25	-113	28	-56	11	资产负债率	56.22%	55.70%	56.01%	52.56%	49.62%	46.05%
现金净流量	338	-67	47	230	161	278							

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD