



新股定价

X14340.CH

目标价格：人民币 18.60

目标价格基础：市盈率

板块评级：未有评级

东方时尚

国内领先的驾驶培训服务商

公司是国内领先的集机动车驾驶员培训、汽车陪练和汽车维修等业务于一体的汽车消费综合服务商。公司已在北京昌平区、昆明、武汉、石家庄和重庆设立了子公司，凭借服务质量在学员群体中形成的良好口碑，为公司实施口碑式营销积累深厚基础。2014年公司实现销售收入达12.9亿元，归属母公司净利润2.7亿元。我们预计公司2015-17年全面摊薄每股收益0.81元、0.93元和1.14元。基于23倍2015年全面摊薄每股收益，给予目标价18.60元。

支撑评级的要点

- **汽车保有量屡创新高，驾驶培训市场需求日益增长。**近年来随着道路交通基础设施逐渐完善、人均可支配收入持续提升以及汽车售价降低等诸多因素的影响，私人汽车逐步成为生活必需品，驾驶技能亦成为重要生活技能并受到了普遍重视，驾驶培训市场需求旺盛。截至2013年底，全国共有各类驾校一万两千余所，驾驶培训市场有很大的发展潜力。
- **品牌效应+招生渠道扩展助力公司高速增长。**公司良好的服务品质深受广大学员的好评。通过公司近几年的积累和发展，辅以广告、赞助和捐赠等形式的宣传活动，公司获得了良好的声誉，品牌效应逐步增强，吸引了更多学员来公司参加培训。同时，公司不断创新招生方式，扩展招生渠道，改善招生网点布局，扩大了招生规模。公司已在北京昌平区、昆明、武汉、石家庄和重庆设立了子公司，凭借服务质量在学员群体中形成的良好口碑，为公司实施口碑式营销积累深厚基础。根据公司招生办统计数据，2012年至2015年6月公司每年约有1/3以上的学员属于“朋友介绍”或“学员介绍”。
- **加强公司网络建设，进一步提升企业综合效益。**本次募集资金将主要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、湖北东方时尚驾驶培训基地项目等项目建设。公司公开发行募集资金到位以后，将进一步增强公司资产规模，提高公司的综合竞争实力和抗风险能力。培训能力将有较大幅度的提升，进一步提升公司的规模效益，提高公司的整体市场份额。增强企业盈利能力，实现企业可持续发展。

评级面临的主要风险

- 驾驶培训模式改革的风险；驾驶市场需求减少风险；募投项目实施不达预期风险。

估值

- 预计公司2015-17年全面摊薄每股收益0.81元、0.93元和1.14元。基于23倍2015年全面摊薄每股收益，给予目标价18.60元。

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)	957	1,285	1,381	1,588	1,985
变动(%)	38	34	7	15	25
净利润(人民币 百万)	263	270	331	377	477
全面摊薄每股收益(人民币)	0.634	0.777	0.814	0.926	1.141
变动(%)	39.1	22.5	4.8	13.8	23.1
全面摊薄市盈率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
价格/每股现金流量(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
每股现金流量(人民币)	0.99	1.24	1.06	1.47	2.24
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(0.9)	(0.7)	(0.5)	(0.3)	(0.5)
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.278	0.342

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

彭勇*

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514060001

*魏敏、朱朋为本报告重要贡献者

目录

投资摘要.....	3
公司概况：主营驾驶培训，驾校行业之首	4
主营业务：机动车驾驶培训.....	5
公司竞争优势分析.....	9
财务分析.....	12
募投项目分析.....	16
盈利预测及假设	18
研究报告中所提及的有关上市公司.....	20

投资摘要

公司是集机动车驾驶员培训、汽车陪练和汽车维修等业务于一体的汽车消费综合服务商。报告期内公司主营业务收入占营业收入的比例均在 99% 以上，主营业务突出，其中主营业务收入以驾培服务收入为主，其占比稳定在 98% 以上；陪练服务收入逐年上升，随着公司拓展力度的加大和品牌影响力的加强，未来市场前景较为广阔。其他业务收入主要为租赁给酒店管理公司的房屋租赁收入、汽车维修收入和汽车保险代理收入等。

■ 汽车保有量屡创新高，驾驶培训市场需求日益增长

近年来随着道路交通基础设施逐渐完善、人均可支配收入持续提升以及汽车售价降低等诸多因素的影响，私人汽车逐步成为生活必需品，驾驶技能亦成为重要生活技能并受到了普遍重视，驾驶培训市场需求旺盛。截至 2013 年底，全国共有各类驾校一万两千余所，驾驶培训市场有很大的发展潜力。

■ 品牌效应+招生渠道扩展助力公司高增长

公司良好的服务品质，深受广大学员的好评。通过公司近几年的积累和发展，辅以广告、赞助和捐赠等形式的宣传活动，公司获得了良好的声誉，品牌效应逐步增强，吸引了更多学员来公司参加培训。同时，公司不断创新招生方式，扩展招生渠道，改善招生网点布局，扩大了招生规模。公司已在北京市昌平区、昆明、武汉、石家庄和重庆设立了子公司，通过完善自身软硬件服务质量与管理水平，不断提升客户体验，凭借服务质量在学员群体中形成的良好口碑，为公司实施口碑式营销积累深厚基础。根据公司招生办统计数据，2012 年至 2015 年 6 月公司每年约有 1/3 以上的学员属于“朋友介绍”或“学员介绍”。

■ 募集资金拟投资项目的达产将进一步提升企业综合效益

本次募集资金将主要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、湖北东方时尚驾驶培训基地项目等项目建设。公司公开发行募集资金到位以后，将进一步增强公司资产规模，提高公司的综合竞争实力和抗风险能力。募集资金项目建成后，培训能力将有较大幅度的提升，进一步提升公司的规模效益，提高公司的整体市场份额。本次募集资金拟投资项目的达产将进一步提升企业效益，增强企业盈利能力，实现企业可持续发展。

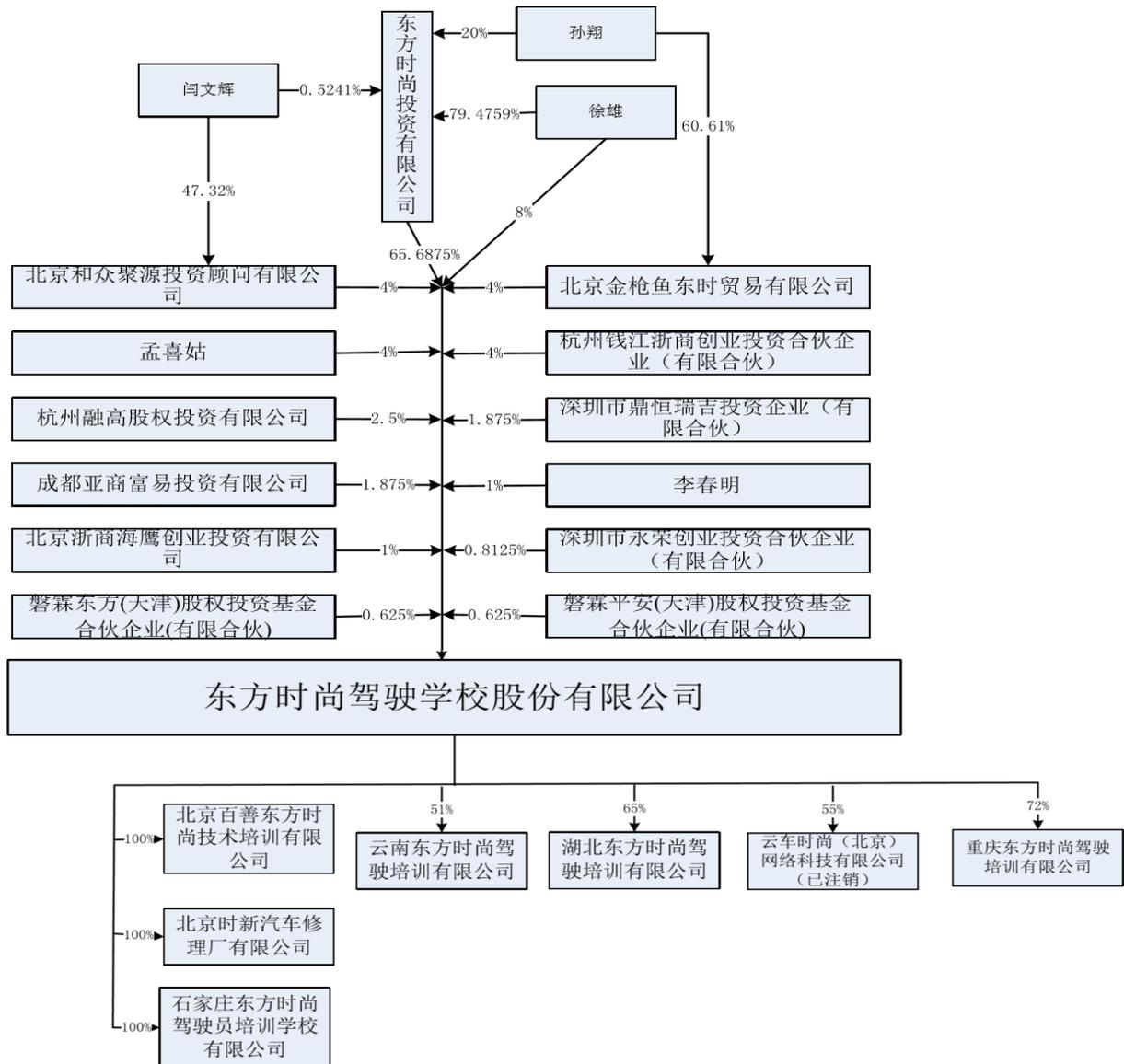
公司现有股本 37,000 万股，按照新发行 5,000 万股，预计发行后总股本 42,000 万股。经盈利模型预测，我们预计公司 2015-17 年全面摊薄每股收益 0.81 元、0.93 元和 1.14 元。基于 23 倍 2015 年全面摊薄每股收益，给予目标价 18.60 元。

公司概况：主营驾驶培训，驾校行业之首

公司的主营业务为机动车驾驶培训，提供的服务包括驾培服务、陪练服务、汽车维修、汽车保险代理等。公司拥有世界一流的训练场及配套设施，员工3,000余人，总资产达数亿元。公司是全国第一个“残疾人驾驶汽车训练示范基地”，拥有外籍学员培训资质，年培训学员数量和考试合格率均居驾校行业之首。

本次发行前，公司总股本3.7亿股，法定代表人为徐雄。投资公司持有公司2.4亿股，占本次发行前股本总额的65.7%，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79.5%的股份，为公司实际控制人。公司自然人股东包括徐雄、孟喜姑、李春明，除徐雄担任公司董事长外，公司其他自然人股东不在公司担任职务公司。本次拟公开发行人不超过5,000万股，占发行后总股本的比例为11.90%，

图表 1. 本次发行前，东方时尚股权结构图



资料来源：公司招股说明书、中银国际证券

主营业务：机动车驾驶培训

公司主营业务为机动车驾驶培训，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。公司的营业收入主要分为驾培服务、陪练服务、其他业务收入，最近三年公司的营业收入构成情况如下：

图表 2. 2011-1H2015 公司业务分类别收入情况（单位：万元）

项目	2012		2013		2014		1H2015	
	收入	比例(%)	收入	比例(%)	收入	比例(%)	收入	比例(%)
主营业务收入	69,271.1	99.7	95,424.1	99.7	128,157.9	99.8	66,168.5	99.6
驾培服务	68,707.8	99.2	94,717.9	99.3	127,428.5	99.4	65,817.7	99.5
陪练服务	563.3	0.8	706.2	0.7	729.4	0.6	350.8	0.5
其他业务收入	198.8	0.3	262.2	0.3	312.1	0.2	278.9	0.4
营业收入合计	69,469.9	100.00	95,686.26	100.00	128,470.0	100.0	66,447.4	100.0

资料来源：公司招股说明书、中银国际证券

公司的产品情况

机动车驾驶培训服务

公司主要为机动车驾驶员提供培训服务，公司持有一级普通机动车驾驶员培训许可，可以从事三种（含三种）以上相应车型的普通机动车驾驶员培训业务。目前公司提供九种准驾车型的培训服务，涵盖了 A1、A2、B1、B2、C1、C2、C5、D、E 等机动车驾驶培训行业的培训车型。

图表 3. 公司提供九种准驾车型的培训服务

准驾车型	代号	准驾的车辆	准予驾驶的其他准驾车型
大型客车	A1	大型载客汽车	A3、B1、B2、C1、C2、C3、C4、M
牵引车	A2	重型、中型全挂、半挂汽车列车	B1、B2、C1、C2、C3、C4、M
中型客车	B1	中型载客汽车（含核载 10 人以上、19 人以下的城市公共汽车）	C1、C2、C3、C4、M
大型货车	B2	重型、中型载货汽车；重型、中型专项作业车	C1、C2、C3、C4、M
小型汽车	C1	小型、微型载客汽车以及轻型、微型载货汽车；轻型、微型专项作业车	C2、C3、C4
小型自动挡汽车	C2	小型、微型自动挡载客汽车以及轻型、微型自动挡载货汽车	
残疾人专用小型自动挡载客汽车	C5	残疾人专用小型、微型自动挡载客汽车（只允许右下肢或者双下肢残疾人驾驶）	
普通三轮摩托车	D	发动机排量大于 50ml 或者最大设计车速大于 50km/h 的三轮摩托车	E、F
普通二轮摩托车	E	发动机排量大于 50ml 或者最大设计车速大于 50km/h 的二轮摩托车	F

资料来源：公司招股说明书、中银国际证券

陪练服务

公司设立了东方时尚俱乐部，为新取得机动车驾驶证的学员提供“一对一”的陪练服务，聘请驾驶经验丰富的资深教练，针对实际交通特点，教给新驾驶员实际的行车技巧，大大减少安全隐患。

东方时尚俱乐部陪练的时间为早 8:00 至晚 21:00。陪练的项目包括主干道行驶、立交桥行驶、快速路行驶、环线道路、胡同驾驶、繁华商业区行驶、上下班高峰行驶、夜间行驶、雨雪天行车、停车泊位等技巧。

公司两大服务收入占主营业务收入比重基本保持稳定，其中驾培服务占比最大，2012-2015年上半年占同期主营业务收入的比例分别为99.2%、99.3%、99.4%和99.5%。

图表 4. 2011-1H2015 公司两大服务收入占主营业务收入比重情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际证券

驾培服务方面，2012-2015年上半年公司销售收入分别为6.9亿元、9.5亿元、12.7亿元和6.6亿元，占比主营业务收入分别为99.2%、99.3%、99.4%和99.5%，基本保持稳定。2014年公司驾培服务收入较2013年增长37.9%，保持平稳增长态势。

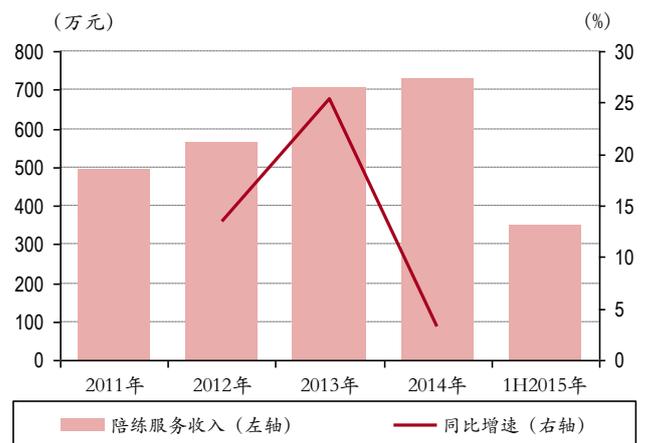
陪练服务方面，2012-2015年上半年公司鞋袜销售收入分别为563.3万元、706.2万元、729.4万元、350.8万元，占比主营业务收入分别为0.8%、0.7%、0.6%和0.5%。陪练服务收入逐年上升，随着公司拓展力度的加大和品牌影响力的加强，未来市场前景较为广阔。

图表 5. 2011-1H2015 公司驾培服务收入及增速情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际证券

图表 6. 2011-1H2015 公司陪练服务收入及增速情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际证券

公司的经营模式

招生模式

1. 自营为主，代办为辅，定向服务集团客户

为方便学员报名，公司设立了招生分部、签约客户服务中心、代办招生机构、网络招生四种招生渠道。招生分部、签约客户服务中心和网络招生为直销模式，代办招生机构为代销模式。多样化的招生渠道一方面可以更好的满足不同学员的报名需要，另一方面这些渠道是公司的招生基层单位，分布广泛，对东方时尚的品牌起到很好的宣传作用。

招生分部是公司以直营方式在北京市各主要区域开设的招生点，方便该区域学员就近报名，目前公司设立的招生分部共计 26 家（不含总部报名中心）。此外，公司控股子公司云南东方时尚开设了 12 家招生分部（不含报名中心）、公司全资子公司石家庄东方时尚开设了 8 家招生分部（不含报名中心）。公司成立了签约客户服务中心，对目标客户人员较多的大机构进行定向宣传、定向招生，并根据其需求制定相应的服务方案。目前，公司签约客户服务中心主要服务于一些集团公司、高等院校的报名学员。截至 2015 年 6 月 30 日，公司已在北京设立 43 家签约客户服务中心。

代办招生机构是公司针对招生分部覆盖不到的区域，建立的代理招生点，这是公司招生渠道的有益补充，截至 2015 年 6 月 30 日，公司已经在北京设立 13 家代办招生机构。网络招生是公司为方便学员报名，利用公司官方网站，开辟的网上报名通道，使得公司招生渠道得到有效延伸。

2. 口碑式营销

东方时尚的“口碑式营销”是以学员的满意为基础，通过学员的宣传和介绍，以现身说法和示范效应，给公司带来学员的一种招生方法。公司自成立以来始终坚持口碑式营销模式，始终坚持把向社会输送合格的驾驶人员作为己任，把学员是否满意作为工作的标准。公司摒弃了传统的师徒观念，代之以全新的朋友式教学关系，并全面树立为学员服务的经营理念，通过完善自身软硬件服务质量与管理水平，不断提升客户体验，凭借服务质量在学员群体中形成的良好口碑，为公司实施口碑式营销积累深厚基础。

根据公司招生办统计数据，2012 年至 2015 年 6 月公司每年约有 1/3 以上的学员属于“朋友介绍”或“学员介绍”。具体数据如下：

图表 7. 2012-1H2015 公司口碑式营销学员统计

项目	2015 年 1-6 月 报名	2014 年 报名	2013 年 报名	2012 年 报名
	人数 (人)	人数 (人)	人数 (人)	人数 (人)
学员来源-朋友介绍	27,557	50,779	31,806	33,752
学员来源-学员介绍	29,965	56,259	37,097	33,640
口碑式营销学员合计	57,522	107,038	68,903	67,392
当年学员总计	119,111	236,688	178,505	168,873
口碑式营销学员占比	48.3%	45.2%	38.6%	39.9%

资料来源：公司招股说明书、中银国际证券

采购模式

公司对外采购的物品包括车辆、燃料和汽车零配件等，车辆主要有训练用车和接送学员的班车，这两种车分别使用汽油和柴油作为主要燃料，此外公司还采购一些汽车维修用零配件。

公司采购遵照先急后缓、货比三家、大宗或特定物品从厂家或一级代理商直接进货的原则，加大集中采购力度，提高采购议价能力，从而降低采购成本。具体采购流程为：各部门根据实际需求出具物品采购单，由相关部门负责人签字确认后转交采购部，采购部根据采购单上的信息，如物资型号、规格、数量和用途等，同时与多家供应商进行商品定样和商品询价等采购准备工作，并与需求部门确认，把经过比对后更加合理的供应商报价标注在物品采购单上转交上级领导批准，在得到批准后再由采购部实施采购。

服务模式

1. 学员需求导向型的管理模式

公司以学员需求为导向，不断追求服务细节，提供完善的班车接送，公司园区内设置公交站、餐饮、娱乐、医疗等基础配套服务和便利服务设施。公司以创新服务理念为基础，打造园区式集成一体化的服务，从而为学员创造良好的客户体验。

2. 全方位园区式集成服务模式

公司以学员需求为导向，在树立良好服务理念的同时，打造了自学员报名至获得驾驶执照的全流程服务链条，有效地支撑了良好的客户体验。报名阶段，公司设有客服中心、招生分部、代办招生机构、网络招生四种招生渠道，最大化为学员报名提供方便；培训阶段，公司拥有完善的网络预约系统，保证学员训练课时，同时配之以合理的班车接送体系，方便学员往来公司与居住地；考试阶段，公司训练场是北京市车管所设定的 24 处考场之一，学员可直接在公司进行考试。北京市车管所在公司设立了驾驶证服务站，使得公司学员考试合格后当天即可获得驾驶执照。

公司竞争优势分析

服务优势

多年来，公司始终坚持把向社会输送合格的驾驶人作为己任，把学员是否满意作为工作的唯一标准，创立了“朋友式的教学关系”、“我们的服务与您的需求同步”、“三级服务链”等服务理念，形成了“服务、遵章、团结、自律、创新”促进公司建设与发展的十字方针，特别是围绕“让每位学员都满意”的工作追求，提出了杜绝行业不正之风、维护学员利益的“五项承诺”，并把这种企业文化贯穿到公司各个部门的日常工作当中。

1. 优异的服务品质

机动车驾驶员的安全意识和驾驶技能直接关系到驾驶员本人、每一名路人和千家万户的生命安全和切身利益。为严格控制培训质量，公司制定了《执教标准》、《训练处部门管理规定》，详细规定了教练员执教应该遵循的行为准则和注意事项，务求科学、规范、详尽、可执行，确保教练员提供标准、规范和高质量的培训服务。

2. 体贴入微的服务措施

(1) 招生规范

为保证招生过程的服务品质，公司以直营式招生为主。公司的招生分部、网络招生和签约客户服务中心为直营式招生，招生分部和网络招生为单个学员提供报名服务，签约客户服务中心为团体大客户提供相对优惠的团体报名服务，并可提供专门班车接送等个性化团体服务。为方便学员，公司还补充发展了行业内惯用的代办机构，但不同于行业内对代办机构仅着眼于招生人数的考核，公司对代办机构采用加盟方式管理，要求代办机构仅可代理东方时尚一家驾驶培训机构招生，公司按照直营招生分部的方式管理代办机构，在招生渠道上真正做到了统一管理、统一形象、统一服务，提升代办机构的服务品质。

(2) 班型设置全面

公司充分考虑不同学员对培训时段、培训车型、培训车辆档次和接送等配套服务的不同要求，设置了不同班型。有假日班、速成班、预约计时班、贵宾班、外宾班和外籍换证班，针对残疾人的专门班型及增驾大客、增驾中客和大型货车班型，学员可根据自身情况选择对应的班型。

(3) 培训过程友好和谐

在驾驶培训方面，公司严格执行“五项承诺”，杜绝行业不正之风。为了坚决杜绝行业内普遍存在的“吃、拿、卡、要”现象，公司把“不吸学员一支烟”作为为教清廉的最低要求，让全体员工树立学员交了学费后不再花额外一分钱的基本思想。公司将自律承诺写入《学员培训协议》，以书面协议保证学员的利益和获得赔偿的权利。公司严格贯彻教练员与学员“朋友式”的教学关系。

(4) 班车运营守时

为便于学员接受公司的机动车驾驶培训服务，公司配备110余辆班车，提供几乎覆盖整个北京城区的班车运营路线。同时，公司还承诺，如果公司班车晚点30分钟以上的，在一定标准内，学员可以乘坐出租车到公司，由公司报销费用。

(5) 一流的训练和考试设施

公司考试场是经北京市交通管理部门批准的 24 个机动车考试场之一，公司独立使用，保障了学员能够在训练完成及时参加考试。公司按照车管所的要求，建设了功能齐全、安全可靠的先进的电子化考试系统，保证考试的公开、公平、公正，同时极大节省了警力，确保考试工作不积压。

管理优势

公司的服务理念和服务措施依赖于管理层强有力的执行力保证。公司的管理优势具体表现在：

1. 标准化的运营体系

驾驶培训行业多年来传承的都是师傅带徒弟的培训模式，教练员缺乏主动的服务意识，培训内容由培训机构、培训人员随意安排，没有标准化的培训流程，培训质量参差不齐。而公司制定了百余项业务管理制度，涵盖了公司各部门、各岗位的服务流程和环节，使得员工在日常工作中有章可依，实现了公司业务运营的标准化。

2. 绩效考核、奖惩分明

公司制定了明确具体的员工薪酬制度，鼓励多劳多得、优劳多得。公司配置了数字化的信息系统，监督教练员的培训操作和行为规范，确保员工按章办事。同时，公司的《奖惩条例》将员工过失按情节轻重区分为轻微过失、一般过失、严重过失和重大过失，并将违规种类分为 11 个类别包括仪容仪表、文明礼仪、道德品质、环境卫生、考勤、纪律、服务标准及工作规范、车辆、安全、财务和网络，涵盖 265 种过失。

3. 人性化的管理

公司承诺给予员工全行业一流的薪酬，员工如果一旦发现同行业其他驾驶培训机构的员工薪酬高于东方时尚，可以通知管理层，经核实，在履行规定的程序后，公司将相应调整员工薪酬，保证员工薪酬行业一流。为鼓励员工改正错误行为，公司出台了鼓励员工改正过错，撤销处罚的决定，对发生了过失，能积极改正错误且在满一年后未再发生新过失的员工，经申请可撤销过失处罚、返还过失处罚扣款。公司提倡健康生活，鼓励员工不吸烟，对不吸烟和体重达标的员工发放“健康奖励”。此外，公司还制定了重大疾病补贴制度，在员工及其家属发生重大疾病时，在员工的医疗保险之外，给予员工补助，减少员工的经济压力。

4. 优秀的管理团队

公司坚持“服务、遵章、团结、自律、创新”的十字方针，在管理上切实做到了有章可循、有章必依、执章必严、违章必究，在对待员工方面做到人文关怀，奖惩分明，这些都依赖于公司有一支具有丰富行业经验的优秀管理团队。公司的管理团队把对公司的经营作为自己毕生追求的事业，希望通过自己的努力，提升驾驶培训行业的整体品质，为缓解道路拥堵、最大限度的降低道路交通事故发生率贡献自己的力量。在人员管理方面，公司按照“人尽其才、物尽其用”的原则，为每位员工创造一个充分展示自己才能的空间，通过内部培训提高和外部招聘高素质人员相结合，壮大公司的人才储备。

品牌优势

公司优质的服务和高效的管理，使得“东方时尚”品牌的市场影响力得到提升，得到了广大学员、同行、监管机构乃至社会的广泛认可。公司的品牌优势具体体现在：

1. 学员的认可

公司向每个学员均发放学员意见卡，学员在毕业时填好、密封交给证照管理部，该意见卡采用实名制，保留了学员资料，方便公司就意见卡上的意见和学员进行深入沟通。2012年至2014年公司收回的意见卡中，学员对东方时尚总体服务评价为好和很好的合计占比为95%以上。根据公司招生办统计数据，2012年至2015年6月公司每年约有1/3以上的学员属于“朋友介绍”或“学员介绍”。

2. 政府和社会的认可

东方时尚如今已成为驾培服务行业的知名品牌，拥有良好的客户满意度和社会信誉度，公司曾被中国保护消费者基金会评为全国市场放心消费单位。作为驾驶员培训行业的唯一企业代表，公司参与交通运输部2013年1月出版的机动车驾驶培训教材的编写；2013年8月，为科学设计和验证评估机动车驾驶人考试科目，为全国机动车驾驶人考试改进研究提供技术和实验支撑，公安部道路交通安全研究中心与东方时尚建立战略合作关系，联合建立机动车驾驶人考试实验基地，开展机动车驾驶人考试和训练研究实验，开展交通安全宣传、考试设备展示和经验交流等活动，开展人才培养和队伍建设。

财务分析

(一) 盈利能力分析

营业收入、利润等持续快速增长

报告期内，随着发行人招生网点的不断增加、品牌影响力的不断扩大、再加上外部市场需求的持续增长，发行人的营业收入、利润等持续快速增长，原因主要有以下几个方面：一是报告期内，受益于国内经济的快速发展以及汽车驾驶技能已成为重要生活技能，公司营业收入大幅增长，其中营业收入增长主要是由于学员人数的增加和学费的升高；二是公司多年来确立的发展理念，已经建立的经营管理体系为公司后继的持续快速发展打下了良好的基础，其中对成本费用的集约化管理，也使得公司利润保持高水平增长。

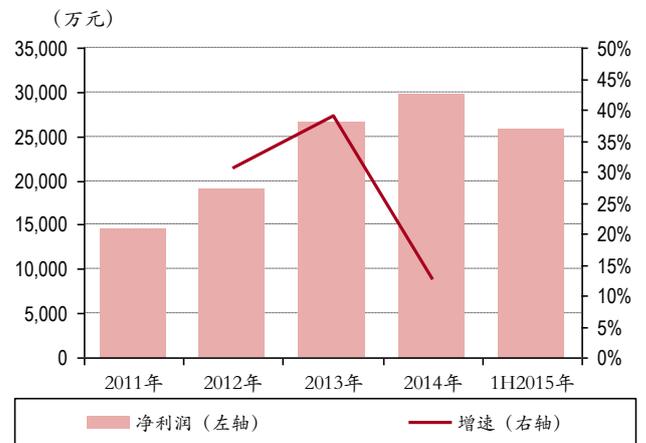
本公司是集机动车驾驶员培训、汽车陪练和汽车维修等业务于一体的汽车消费综合服务商。报告期内公司主营业务收入占营业收入的比例均在99%以上，主营业务突出，其中主营业务收入以驾培服务收入为主，其占比稳定在98%以上；陪练服务收入逐年上升，随着公司拓展力度的加大和品牌影响力的加强，未来市场前景较为广阔。其他业务收入主要为租赁给酒店管理公司的房屋租赁收入、汽车维修收入和汽车保险代理收入等。报告期内，公司主营业务收入占绝大部分，其增减变动直接决定营业收入的增减变动，且变动幅度基本相当。

图表 8. 2011-1H2015 年公司营业收入及增长情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际证券

图表 9. 2011-1H2015 年公司净利润及增长情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际证券

毛利率较高，总体稳定

公司营业毛利主要由主营业务毛利构成，报告期内占比均在99%以上，其他业务毛利占比较小。2012-2014年，主营业务毛利逐年上升，由2012年的4.3亿元提高到2014年的7.6亿元，2015年1-6月毛利为3.8亿元，保持了良好的增长势头。其中，公司主营业务毛利主要来源于驾培服务，报告期内驾培服务毛利占公司主营业务毛利总额的比例均在99%以上。

图表 10. 2012-1H2015 年公司两大主营业务毛利率水平情况

项目	2015 年		2014 年		2013 年		2012 年
	毛利率(%)	毛利率(%)	较上年提高百 分点	较上年提高百 分点	毛利率(%)	较上年提高百 分点	毛利率(%)
驾培项目	57.7	59.6	(1.9)		61.5	(1.1)	62.6
陪练服务	(0.4)	6.0	(16.8)		22.8	1.1	21.7
主营业务	57.4	59.2	(1.9)		61.2	(1.1)	62.2

资料来源：公司招股说明书、中银国际证券

2013 年公司驾培服务毛利率为 61.5%，较上年下降 1.11 个百分点，主要是公司为了满足培训需求继续加大资本支出，使得固定资产等长期资产增加导致的折旧摊销大幅上升，再加上人工成本进一步上升，虽然 2013 年公司也提高了培训价格，但毛利率仍然小幅下降。

2014 年公司驾培服务和陪练服务的毛利率分别为 59.6% 和 6.0%，分别较上年下降 1.9 个百分点和 16.8 个百分点，主要原因是该年公司进一步提升了员工薪酬水平，导致人工成本增加。

报告期内，公司逐步完善标准化和规模化教学，加大对成本的精细化和集约化控制，同时凭借其在市场上的定价权，使公司业务毛利率维持在较高水平。

与相似行业上市公司综合毛利率对比分析

报告期内，本公司与相似行业上市公司综合毛利率指标对比如下：

图表 11. 与相似行业上市公司综合毛利率指标对比

公司名称	2015 年 1-6 月	2014 年	2013 年	2012 年
北巴传媒(%)	27.2	25.0	24.4	25.3
大众交通(%)	30.1	22.5	21.9	23.6
亚夏汽车(%)	6.5	4.9	6.5	6.7
其中：驾驶培训(%)	40.3	48.8	51.8	54.3
东方时尚(%)	57.4	59.2	61.2	62.2

资料来源：公司招股说明书、中银国际证券

与相似行业上市公司比较，公司的毛利率较高，主要原因有：

(1) 业务不同导致毛利率差异

公司与相似行业上市公司主营业务有一定的相似之处，但在具体业务方面仍有较大差异。三家相似行业上市公司中，驾培服务收入占其各自总收入的比例均较小，以 2014 年度为例，北巴传媒和亚夏汽车的驾培服务收入占其总收入的比例分别为 15.0% 和 1.2%。公司与相似行业上市公司主营业务差异较大，导致毛利率有所差异。

(2) 公司具有规模化优势

公司营业的成本主要包括：①变动成本。公司教练员及其他工作人员的人工成本、汽油、柴油和配件等；②固定成本。固定资产、无形资产（包括基建工程、车辆和考试检测系统）的折旧和摊销。相较大部分同行业公司，公司每天运营时间较长。公司每天运营 14 小时，降低了单位时间固定成本支出，较同行业公司具有较大的规模化优势。

(3) 公司拥有较强的定价权

各相似行业上市公司驾驶培训业务收入占总收入比例很低，而公司专注于汽车驾驶培训，积累了先进的服务和管理经验，打造了行业领先的服务品牌。公司凭借自身良好的服务品质和在市场上的知名度，拥有较强的定价权。

(4) 公司差异化服务满足市场多样化需求

针对高端用户，公司推出了贵宾班、外宾班等班型，相比价格该等学员更为关注服务品质，所以在保证高品质的前提下，具有丰富培训经验和良好口碑的培训机构更容易获得该部分学员的青睐。

(二) 偿债能力较强，不存在偿债风险

报告期内公司主要偿债能力指标如下：

图表 12. 公司偿债能力主要指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-6 月
资产负债率（母公司）（%）	61.4	55.5	50.1	45.8
速动比率（倍）	1.2	0.8	0.8	0.8
流动比率（倍）	1.2	0.8	0.8	0.8
息税折旧摊销前利润（万元）	30,275.9	40,794.3	55,428.1	32,880.8
利息保障倍数	-	1344.6	63.4	60.6

资料来源：公司招股说明书、中银国际证券

2012-2015 年 6 月末，公司流动比率和速动比率均分别为 1.2、0.8、0.8 和 0.8。2012-2014 年，流动比率和速动比率逐年下降，主要原因是固定资产、土地投资逐年增大。

报告期内，公司盈利能力不断增强，息税折旧摊销前利润逐年增加。尽管母公司资产负债率均在 45% 以上，但大部分负债是不需要偿还的因政府补助而形成的递延收益，扣除该部分的影响，报告期各期末资产负债率分别为 44.7%、42.1%、39.6% 和 36.4%。同时，公司每年均有较大的经营活动产生的现金净流量，可以保证按时足额偿还负债。

报告期内，公司不存在对正常生产经营活动有重大影响的或有负债。总体来看，本公司偿债能力较强，并不存在偿债风险，主要体现在：

持续增长的盈利能力从根本上保障了公司的偿债能力

报告期各期，公司分别实现息税折旧摊销前利润 3.0 亿元、4.1 亿元、5.5 亿元和 3.3 亿元，显示了公司具有较强的偿债能力。

充沛的现金流量保障了公司及时偿还短期债务的能力

近年来，公司产品供不应求，公司经营性现金流较为充裕。报告期各期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 4.1 亿元、4.2 亿元、5.2 亿元和 2.1 亿元，充沛的现金流是公司按时偿还到期债务的有效保障。

(三) 营运能力分析：效率逐年提高

公司主营业务驾驶培训和陪练均为先收款后服务，不存在应收账款，只有子公司时新汽修存在金额很小的应收账款，故应收账款周转率较高。2012-2013年，公司固定资产周转率和总资产周转率保持上升趋势，表明公司资产的整体运营效率逐年提高。2014年固定资产周转率有所降低，主要是公司加大了固定资产投资。在营业收入大幅增长的情况下，公司加强了对各项资产的管理，从而使公司的资产周转能力得到进一步加强，有效节约了资产运营和管理成本，间接提高了公司效益水平。

图表 13. 公司运营能力主要指标

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1-6月
应收账款周转率(次)	44,589.2	8,720.9	10,267.0	8,181.4
固定资产周转率(次)	4.0	4.5	3.2	1.2
总资产周转率(次)	0.8	0.8	0.8	0.4

资料来源：公司招股说明书、中银国际证券

募投项目分析

根据发行人 2014 年 5 月 8 日的 2014 年第二次临时股东大会决议，公司首次公开发行人股票所募集的资金，扣除发行费用后，将用于如下项目：

图表 14. 公司本次募集资金项目

序号	项目名称	项目投资额 (万元)	拟募集资金 投入金额 (万元)	实施主体	募集资金 投入方式
1	东方时尚服务 配套设施项目	43,271.5	42,271.5	东方时尚	-
2	石家庄东方时尚 驾驶员培训项目	30,001.2	12,000.0	石家庄东方时尚	增资
3	湖北东方时尚驾 驶培训基地项目	115,000.5	29,163.1	湖北东方时尚	股东贷款
合计		188,273.2	82,434.6		

资料来源：公司招股说明书、中银国际证券

东方时尚服务配套设施项目

根据发展规划，该项目计划总投资 41,271.5 万元，其中 26,509.5 万元用于建安工程，4,600.0 万元用于教学车辆购置，3,300.0 万元用于交通车辆购置，5,600.0 万元用于模拟驾驶车辆购置，550.0 万元用于办公、后勤、教学设备购置，212.0 万元用于工程咨询，其中包括工程勘察费、工程设计费、工程监理费、招标代理服务费等，500 万元作为预备费，包括基本预备费和涨价预备费。

该项目的实施，将从培训服务到配套服务整体提升公司的服务质量，为文明交通和谐交通提供源头保障。公司通过该项目投入扩大培训能力后，预计新增 600 辆培训车辆，将大幅增加公司的培训课时资源，进一步提高学员的服务满意度，提升服务链集成水平，推广节能环保驾培方式。通过该项目的实施，公司将以自身优质的教学质量、服务理念和规范的考核流程，扩大企业规模，延长服务半径，可为整个驾驶员培训行业发挥标杆示范作用，从而带动行业内企业转变经营理念，提高自身管理与服务水平，最终推动行业提高竞争层次，带动行业规范化运作。

石家庄东方时尚驾驶员培训项目

该项目计划总投资 30,001.2 万元，其中 10,616.7 万元用于场地工程建设，12,000 万元用于设备购置，5,277.0 万元用于配套工程建设，907.5 万元用于工程咨询其他费用，475 万元作为预备费，铺底流动资金 725 万元。拟使用募集资金 12,000 万元，用于设备购置。

该项目的建设是东方时尚在全国普及驾培服务规范化管理，实施企业品牌化运作的重要环节。东方时尚拥有丰富的培训服务产品，建立了一整套以客户满意度为导向的公司管理制度。建成后的石家庄东方时尚驾校建设项目未来将继续沿用东方时尚驾校继承下来的竞争性产品、创新的管理模式和完善的的服务体系，达到东方时尚品牌和规模效应。

湖北东方时尚驾驶培训基地项目

该项目计划总投资 115,000.5 万元,其中工程投资 69,990.5 万元,设备投资 41,560 万元,其中 25,000 万元用于教学车辆购置、4,400 万元用于交通车辆购置、5,160 万元用于模拟教练车购置、7,000 万元用于其他设备购置,3,450 万元用于铺底流动资金和预备费用。

拟使用募集资金 29,163.1 万元,用于自有土地上的二期投资(不含土地出让金),其中工程投资 7,516.8 万元,设备投资 21,480 万元,其中 12,500 万元用于教学车辆购置、4,400 万元用于交通车辆购置、2,580 万元用于模拟教练车购置、2,000 万元用于其他设备购置,其余用于铺底流动资金和预备费用。

该项目是东方时尚持续发展的必由之路。东方时尚拥有丰富的培训服务产品,建立了一整套以客户满意度为导向的公司管理制度。建成后的湖北东方时尚驾驶培训基地项目将继续沿用东方时尚驾校继承下来的竞争性产品、创新的管理模式和完善的服务体系,达到东方时尚品牌和规模效应。

盈利预测及假设

公司现有股本 37,000 万股，按照新发行 5,000 万股，预计发行后总股本 42,000 万股。经盈利模型预测，我们预计公司 2015-17 年全面摊薄每股收益 0.81 元、0.93 元和 1.14 元。基于 23 倍 2015 年全面摊薄每股收益，给予目标价 18.60 元。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	957	1,285	1,381	1,588	1,985
销售成本	(403)	(566)	(621)	(712)	(874)
经营费用	(179)	(209)	(223)	(235)	(293)
息税折旧前利润	375	510	537	642	819
折旧及摊销	(49)	(83)	(88)	(124)	(167)
经营利润 (息税前利润)	326	427	449	518	652
净利息收入/(费用)	3	(6)	(5)	(1)	6
其他收益/(损失)	4	9	6	6	7
税前利润	333	430	450	523	665
所得税	(68)	(132)	(116)	(140)	(184)
少数股东权益	(2)	(28)	(3)	(5)	(4)
净利润	263	270	331	377	477
核心净利润	264	272	332	378	479
每股收益 (人民币)	0.634	0.777	0.814	0.926	1.141
核心每股收益 (人民币)	0.628	0.648	0.790	0.901	1.140
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.278	0.342
收入增长(%)	38	34	7	15	25
息税前利润增长(%)	28	31	5	15	26
息税折旧前利润增长(%)	29	36	5	20	28
每股收益增长(%)	39	22	5	14	23
核心每股收益增长(%)	39	3	22	14	26

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	333	430	450	523	665
折旧与摊销	49	83	88	124	167
净利息费用	(3)	6	5	1	(6)
运营资本变动	60	93	83	64	202
税金	(70)	(160)	(111)	(139)	(189)
其他经营现金流	46	70	(68)	42	102
经营活动产生的现金流	415	522	447	615	940
购买固定资产净值	(3)	147	560	560	560
投资减少/增加	1	1	1	1	1
其他投资现金流	(455)	(510)	(1,120)	(1,120)	(1,120)
投资活动产生的现金流	(457)	(362)	(559)	(559)	(559)
净增权益	0	0	0	(117)	(144)
净增债务	85	63	25	(169)	2
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(110)	(203)	(7)	(104)	(216)
融资活动产生的现金流	(25)	(113)	71	(287)	(137)
现金变动	(67)	47	(41)	(231)	244
期初现金	497	430	477	436	205
公司自由现金流	(42)	160	(112)	56	381
权益自由现金流	40	229	(82)	(111)	377

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	435	479	439	208	452
应收帐款	1	3	0	4	0
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	4	12	7	8	9
流动资产总计	440	494	446	221	461
固定资产	366	567	1,039	1,476	1,871
无形资产	163	310	309	308	307
其他长期资产	362	119	198	226	181
长期资产总计	891	995	1,547	2,011	2,359
总资产	1,389	1,697	2,146	2,330	2,864
应付帐款	10	9	18	15	36
短期债务	0	0	90	0	0
其他流动负债	525	651	669	760	941
流动负债总计	535	660	777	775	977
长期借款	85	137	80	79	60
其他长期负债	154	153	154	154	154
股本	120	370	370	420	420
储备	389	258	600	872	1,208
股东权益	809	678	1,020	1,292	1,628
少数股东权益	107	119	115	110	106
总负债及权益	1,389	1,697	2,146	2,330	2,864
每股帐面价值 (人民币)	1.93	1.61	2.43	3.08	3.88
每股有形资产 (人民币)	1.54	0.88	1.69	2.34	3.14
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.82)	(0.81)	(0.63)	(0.49)	(1.07)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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(%)	39.2	39.7	38.9	40.4	41.3
息税前利润率(%)	34.0	33.2	32.5	32.6	32.9
税前利润率(%)	34.8	33.4	32.6	32.9	33.5
净利率(%)	27.5	21.0	23.9	23.7	24.0
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.7	0.6	0.3	0.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	66.6	98.8	381.5	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.7	0.6	0.3	0.5
估值					
市盈率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
核心业务市盈率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
目标价对应核心业务市	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
盈率(倍)					
市净率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
价格/现金流(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	(0.9)	(0.7)	(0.5)	(0.3)	(0.5)
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	0.4	0.6	0.4	0.5	0.4
应付帐款周转天数	3.4	2.6	3.5	3.7	4.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	31.0	30.1
净资产收益率(%)	35.9	36.3	39.0	32.6	32.7
资产收益率(%)	21.3	19.2	17.3	16.9	18.2
已运用资本收益率(%)	7.6	8.4	7.6	7.2	7.6

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

北巴传媒(600386.CH/人民币 13.60, 未有评级)

大众交通(600611.CH/人民币 10.25, 未有评级)

亚夏汽车(002607.CH/人民币 10.40, 未有评级)

以2016年1月21日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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士，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。所有本报告期内使用的商标、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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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