

进军汽车后市场，区域龙头可期

投资要点

- **事件:** 日前，我们与大东方董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **多元化业务初现成效，大股东增持彰显信心。** 公司为无锡市百货行业龙头，2013年公司开始拓展外延市场，目前公司形成“精品百货零售、汽车销售服务、名特食品产业”的“一体两翼”发展战略。15年7月-16年1月，大股东大厦集团增持521万股，承诺在增持实施期间及法定期限内不减持所持有的公司股份。
- **实际控股股东为百强民企，旗下业务多处开花:** 公司的实际控制人为王均金，系均瑶集团董事长，均瑶集团在中国品牌500强排行榜中排名第81位，现形成了以航空运输、食品饮料、零售为主，并涉及置业和投资等领域的多元化格局，对于公司的多元化业务格局建立具有协同和指导作用。
- **定增拓展汽车后市场，区域龙头可期:** 公司拟发行不超过1.23亿股新股，募集资金总额不超过11亿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以及补充流动资金。由于公司本身在无锡市场建立的强大4s店销售网络和已经建立的品牌形象，我们看好公司成长为无锡汽车后市场的区域龙头。
- **区块链促进二手车市场繁荣，提前布局抢占市场。** 公司积极开拓二手车市场，在运作中引入“车易拍”平台，加入“行认证”打造诚信高地，提升服务理念，创新营销方式。随着区块链技术进一步应用，有效促进二手车市场繁荣，公司二手车业务有望迎来快速增长期。
- **估值与评级:** 预计公司2016年业绩下滑状况改善，募投项目在2017年集中放量，考虑公司多元业务结构发展良好，外延预期强烈，给予公司2016年32倍估值，对应目标价10.88元，公司调价后的定增价为8.96元，现股价拥有较高的安全边际，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 募投项目进展不顺、多元业务整合不顺等风险。

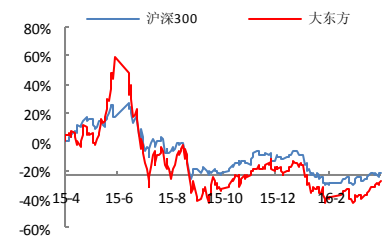
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	8553.68	8249.75	8637.17	9752.89
增长率	-3.88%	-3.55%	4.70%	12.92%
归属母公司净利润(百万元)	147.06	144.33	177.16	304.36
增长率	-21.30%	-1.86%	22.75%	71.79%
每股收益EPS(元)	0.28	0.28	0.34	0.58
净资产收益率ROE	9.34%	8.62%	9.81%	14.82%
PE	31	32	26	15
PB	2.80	2.64	2.45	2.15

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn
联系人: 蔡欣
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	5.22
流通A股(亿股)	5.22
52周内股价区间(元)	6.68-20.92
总市值(亿元)	45.65
总资产(亿元)	48.08
每股净资产(元)	3.87

相关研究

目 录

1. 多元化业务初现成效，大股东增持彰显信心	1
1.1 “一体两翼”初见成效，多元业务协同发展.....	1
1.2 大股东为百强民企，规模增持彰显信心.....	2
2. 延伸产业链，打造无锡汽车售后龙头	2
2.1 汽车售后市场前景广阔，分割行业利润蛋糕.....	2
2.2 依托原有渠道，区域龙头可期.....	3
3. 盈利预测与投资建议	4

图 目 录

图 1: 公司 2015H1 主营业务收入结构情况.....	1
图 2: 公司 2015H1 主营业务毛利情况.....	1
图 3: 公司 2012 年以来营业收入及增速.....	1
图 4: 公司 2012 年以来净利润及增速.....	1
图 5: 公司股权结构.....	2
图 6: 我国汽车行业利润分成.....	3
图 7: 成熟汽车行业利润分成.....	3

表 目 录

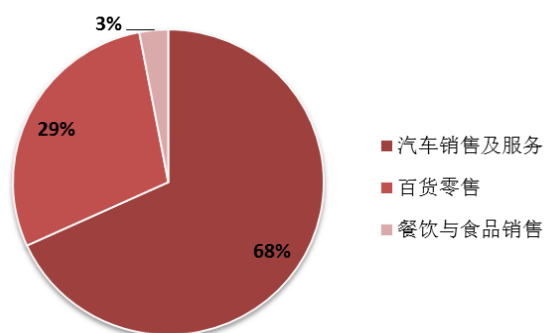
表 1: 分业务收入及毛利率.....	4
附表: 财务预测与估值.....	5

1. 多元化业务初现成效，大股东增持彰显信心

1.1 “一体两翼”初见成效，多元业务协同发展

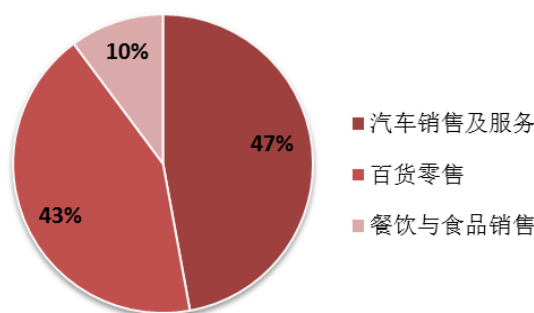
公司为无锡市百货行业龙头，2013年，在经济增速继续放缓大大背景下，整个百货行业也面临竞争激烈、增长乏力的局面，公司积极应对，拓展外延市场。现在，公司汽车销售和多元化经营也初显成效，贯彻企业“精品百货零售、汽车销售服务、名特食品产业”的“一体两翼”发展战略。

图 1: 公司 2015H1 主营业务收入结构情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

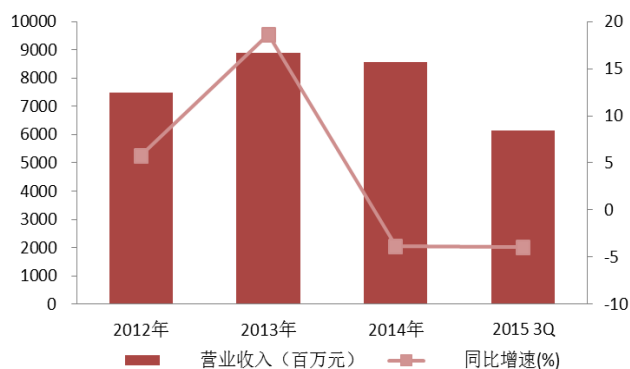
图 2: 公司 2015H1 主营业务毛利情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

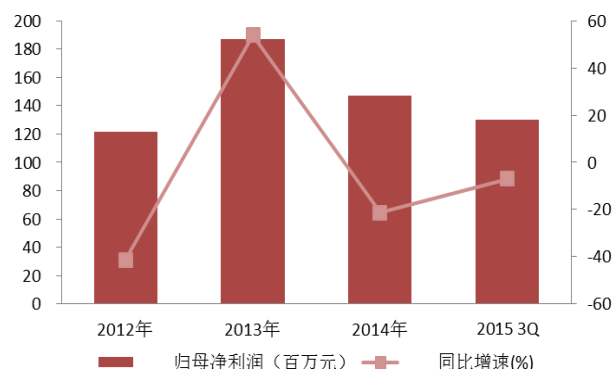
公司业绩状况: 2015年前三季度实现营业收入 61.54 亿元，同比下降 4%，归属上市公司股东净利润 1.30 亿元，同比下降 7%，主要是汽车销售拉低增速。就汽车销售整个行业而言，销量增长放缓已成趋势，增量市场增幅下滑，存量市场不断扩大，向汽车后服务链条布局延伸。总体而言，相较于其他零售业公司，大东方的业务增长稳健，物业资产价值高，安全边际大。

图 3: 公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 公司 2012 年以来净利润及增速

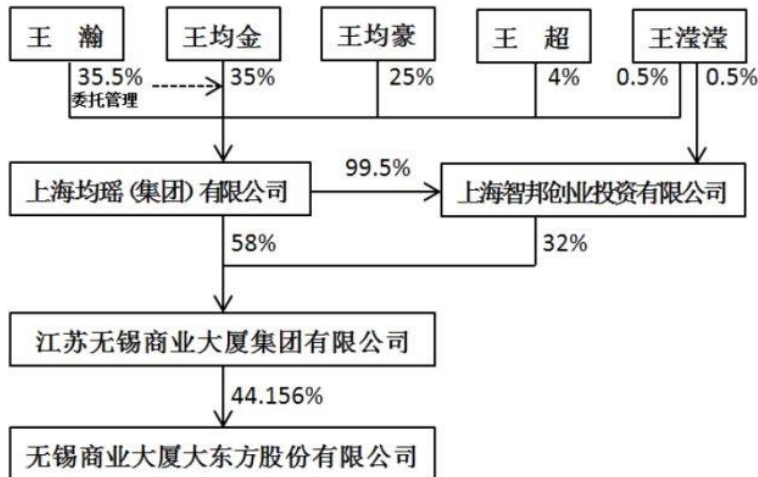


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.2 大股东为百强民企，规模增持彰显信心

公司控股股东江苏无锡商业大厦集团有限公司，自 2015 年 7 月至 2016 年 1 月，增持公司股份 521 万股，目前大厦集团合计持有公司 2.3 亿股，占公司股份总额的 44.16%。公司控股股东承诺，在增持实施期间及法定期限内不减持所持有的公司股份。

图 5: 公司股权结构



数据来源：公开资料，西南证券整理

公司的实际控制人为王均金，系均瑶集团董事长，均瑶集团是全国首个入股航空公司的民营企业，开创了民间资本参股全国资行业的先河，2006 年筹建的吉祥航空于 2015 年登陆主板市场，均瑶集团持有 71% 股权，1994 年创建的均瑶乳液为全国著名品牌。均瑶在世界品牌价值实验室（World Brand Value Lab）编制的 2010 年度《中国品牌 500 强》排行榜中排名第 81 位，现形成了以航空运输、食品饮料、零售为主，并涉及置业和投资等领域的多元化格局，对于公司的多元化业务格局建立具有协同和指导作用。目前控股股东旗下有两大上市平台，我们判断集团零售资产或可能注入大东方这一平台，未来想象空间较大。

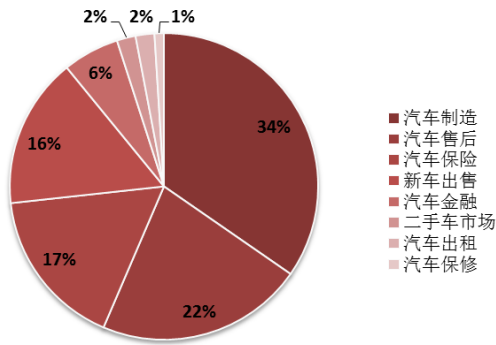
2. 延伸产业链，打造无锡汽车售后龙头

2 月 29 日，公司收到证监会关于非公开发行股票核准批复。公司拟发行不超过 1.23 亿股新股，募集资金总额不超过 11 亿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、补充流动资金项目。汽车后市场一直是公司转型的重点，汽车后市场综合服务 O2O 平台也是此次募投的重点项目。

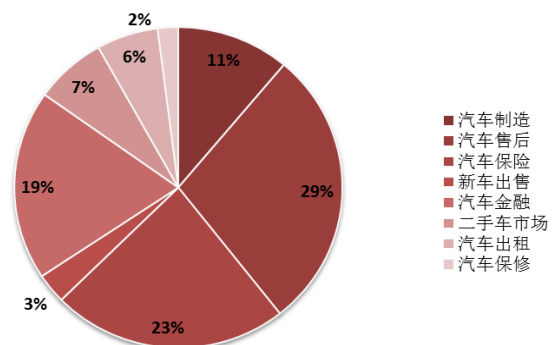
2.1 汽车售后市场前景广阔，分割行业利润蛋糕

据统计，在我国汽车行业利润构成中，新车制造分割了超过三分之一的行业利润，其次就是汽车售后，约占据了 22%。随着我国经济增长，汽车保有量加速上升，汽车售后服务市场规模也处于不断扩大的过程中。对比成熟汽车市场，汽车售后将会成为汽车行业利润主要贡献力量，随着市场结构完善，产业链条成熟，汽车售后和二手车市场的利润空间会进一步扩大。汽车后市场与新车市场不同，其是一个存量市场，整个来说几乎不受经济周期的影响，“反而经济不好的时候需求更大”。

对于汽车后市场而言，最高频次的为汽车美容，包括洗车、查违章等，覆盖全车主用户；中频养护如更换机油机滤、定期维护保养等；低频次为零件更换，故障修复以及汽车金融、二手车交易等。其中，高频的汽车美容一般都是流量入口，利润极低，商家主要依靠中频、低频服务提升利润，这就对客户粘性有较强要求，培育品牌信誉度至关重要。

图 6：我国汽车行业利润分成


数据来源：公开资料，西南证券整理

图 7：成熟汽车行业利润分成


数据来源：公开资料，西南证券整理

2.2 依托原有渠道，区域龙头可期

公司是无锡地区规模最大的汽车销售及服务企业，共开设 4S 店 50 余家，其中：公司下属东方汽车城有 4S 店近 20 家，无锡地区其他 4S 店数量 15+ 家，南通、湖州等周边城市设立 4S 店 15+ 家，在长江三角洲地区形成强大的汽车销售及服务网络体系。本次募投项目将在无锡市设立 200 家社区快修快保店以及 4 家综合维修服务中心，全面覆盖无锡汽车维修保养市场。

项目建设完成后，每年能够提供汽车维修保养服务累计达到 168 万次，假设每个客户平均每年对汽车进行 3.2 次维修保养，则需要 52.5 万个客户能够发挥平台最大效用，这个数量约占无锡市私人汽车保有量的 34.88%。公司凭借原 4s 店渠道布局和客户存量，原积累的会员数已经达到近 50 万。通过发挥“东方新纪元”品牌优势，有助于快速在该区域树立品牌形象，迅速拓展公司在快修快保领域的市场份额。同时，公司将充分发挥规模效应，通过大批量、集中化的采购，降低维修保养过程中零部件的成本，相对其他汽车修理厂等经营业态形成较为明显的价格优势，从而促使项目目标的快速实现。公司通过自主创新“定保通”服务、汽车延保服务等差异化产品，开展一系列网络营销的尝试，现阶段，公司已组建专业团队开始设计线上端平台，提前布局 O2O 平台。

公司积极开拓二手车市场，在运作中引入“车易拍”平台，加入“行认证”打造诚信高地，提升服务理念，创新营销方式。随着区块链技术进一步应用，有效促进二手车市场繁荣，公司二手车业务有望迎来快速增长期。

3. 盈利预测与投资建议

我们做如下假设：

- 1) 公司继续剥离亏损百货资产后，百货业务逐步改善，超市业务剥离；
- 2) 汽车后市场综合服务平台建立，2016年开始部分放量，2017年集中放量；
- 3) 食品板块的建设，提升高毛利食品板块总营收占比，促进公司整体毛利水平提高。

表 1: 分业务收入及毛利率

单位：百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
合计	收入	8,553.7	8,249.8	8,637.2	9,752.9
	增速	-3.88%	-3.55%	4.70%	12.92%
	毛利率	12.53%	12.67%	13.08%	14.62%
汽车销售	收入	6023.08	5842.3876	5,959.24	6,138.01
	增速	-2.43%	-3.00%	2.00%	3.00%
	毛利率	8.86%	8.90%	8.90%	8.90%
百货零售	收入	2231.49	2164.5453	2,207.84	2,251.99
	增速	-8.18%	-3.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	18.75%	19.00%	19.00%	19.00%
食品餐饮	收入	206.89	216.20	242.14	399.54
	增速	4.04%	4.50%	12.00%	65.00%
	毛利率	45.65%	46.00%	46.00%	46.00%
汽车后市场	收入	-	-	200.00	934.00
	增速	-	-	-	367.00%
	毛利率	-	-	26.50%	27.00%
超市	收入	66.87	-	-	-
	增速	-11.36%	-	-	-
	毛利率	16.67%	-	-	-
其他	收入	25.38	26.65	27.98	29.38
	增速	18.76%	5.00%	5.00%	5.00%
		11.17	11.99	12.59	13.22
	毛利率	55.99%	55.00%	55.00%	55.00%

数据来源：西南证券

估值端：我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.28 元、0.34、0.58 元，考虑公司多元业务结构进一步优化，外延预期强烈，给予公司 2016 年 32 倍估值，对应目标价 10.88 元，公司调价后的定增价为 8.96 元，现在的股价拥有较高的安全边际，因此，首次覆盖，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	8553.68	8249.75	8637.17	9752.89	净利润	152.07	149.25	183.20	314.73
营业成本	7480.63	7204.41	7507.53	8326.60	折旧与摊销	209.75	196.08	199.14	202.33
营业税金及附加	58.51	58.35	60.68	68.37	财务费用	62.49	51.66	38.21	23.59
销售费用	323.71	313.49	336.85	385.24	资产减值损失	-0.89	0.00	0.00	0.00
管理费用	452.43	437.24	462.09	526.66	经营营运资本变动	-342.60	190.60	-16.53	47.94
财务费用	62.49	51.66	38.21	23.59	其他	61.25	-74.19	-10.64	-17.36
资产减值损失	-0.89	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	142.07	513.42	393.38	571.23
投资收益	32.54	18.00	20.00	22.00	资本支出	126.43	-100.00	0.00	-100.00
公允价值变动损益	0.03	0.02	0.03	0.03	其他	-201.07	14.62	21.16	21.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-74.64	-85.38	21.16	-78.35
营业利润	209.38	202.63	251.83	444.45	短期借款	89.61	-181.76	-286.54	-289.06
其他非经营损益	11.93	17.32	15.52	16.12	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	221.30	219.94	267.35	460.57	股权融资	-5.30	0.00	0.00	0.00
所得税	69.23	70.69	84.15	145.84	支付股利	-62.61	-46.43	-47.18	-57.49
净利润	152.07	149.25	183.20	314.73	其他	-42.04	-51.66	-38.21	-23.59
少数股东损益	5.01	4.92	6.04	10.38	筹资活动现金流净额	-20.33	-279.86	-371.93	-370.15
归属母公司股东净利润	147.06	144.33	177.16	304.36	现金流量净额	47.10	148.17	42.62	122.73
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	759.30	907.47	950.09	1072.82	成长能力				
应收和预付款项	377.57	403.47	408.93	458.92	销售收入增长率	-3.88%	-3.55%	4.70%	12.92%
存货	1035.59	915.08	968.95	1090.68	营业利润增长率	-19.54%	-3.22%	24.28%	76.49%
其他流动资产	53.23	51.34	53.75	60.68	净利润增长率	-24.80%	-1.86%	22.75%	71.79%
长期股权投资	48.72	48.72	48.72	48.72	EBITDA 增长率	-10.79%	-6.49%	8.62%	37.04%
投资性房地产	170.85	174.26	173.12	173.50	获利能力				
固定资产和在建工程	1169.00	1148.23	1024.40	997.39	毛利率	12.54%	12.67%	13.08%	14.62%
无形资产和开发支出	559.50	496.92	434.34	371.76	三费率	9.80%	9.73%	9.69%	9.59%
其他非流动资产	394.85	382.11	369.38	356.64	净利率	1.78%	1.81%	2.12%	3.23%
资产总计	4568.60	4527.61	4431.68	4631.12	ROE	9.34%	8.62%	9.81%	14.82%
短期借款	794.46	612.69	326.16	37.10	ROA	3.33%	3.30%	4.13%	6.80%
应付和预收款项	1609.35	1627.12	1677.46	1862.94	ROIC	8.84%	8.67%	11.06%	18.60%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.63%	5.46%	5.66%	6.87%
其他负债	536.73	556.92	561.17	606.95	营运能力				
负债合计	2940.54	2796.73	2564.78	2506.99	总资产周转率	1.87	1.81	1.93	2.15
股本	521.71	521.71	521.71	521.71	固定资产周转率	6.90	7.23	8.10	9.85
资本公积	36.15	36.15	36.15	36.15	应收账款周转率	83.12	85.00	87.95	91.38
留存收益	894.64	992.54	1122.52	1369.38	存货周转率	7.31	6.79	7.48	7.58
归属母公司股东权益	1452.50	1550.40	1680.39	1927.25	销售商品提供劳务收到现金营业收入	115.73%	—	—	—
少数股东权益	175.55	180.47	186.51	196.89	资本结构				
股东权益合计	1628.05	1730.87	1866.90	2124.13	资产负债率	64.36%	61.77%	57.87%	54.13%
负债和股东权益合计	4568.60	4527.61	4431.68	4631.12	带息债务/总负债	27.02%	21.91%	12.72%	1.48%
					流动比率	0.81	0.87	1.00	1.15
					速动比率	0.43	0.52	0.59	0.68
					股利支付率	42.57%	32.17%	26.63%	18.89%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	481.61	450.38	489.19	670.37	每股收益	0.28	0.28	0.34	0.58
PE	31.04	31.63	25.77	15.00	每股净资产	3.12	3.32	3.58	4.07
PB	2.80	2.64	2.45	2.15	每股经营现金	0.27	0.98	0.75	1.09
PS	0.53	0.55	0.53	0.47	每股股利	0.12	0.09	0.09	0.11
EV/EBITDA	7.93	7.73	6.45	4.09					
股息率	1.37%	1.02%	1.03%	1.26%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn