

商业城 (600306)

收购宜租车联网，变身A股租车第一股

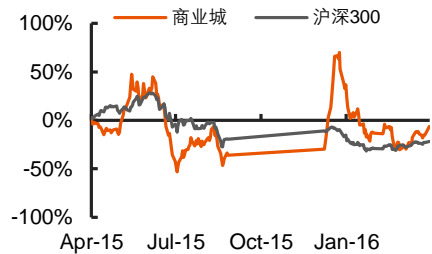
推荐 (首次)

现价: 18.15 元

主要数据

行业	非银金融
公司网址	www.e-syc.com.cn
大股东/持股	中兆投资管理有限公司 /24.22%
实际控制人/持股	黄茂如/%
总股本(百万股)	178
流通 A 股(百万股)	177
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	32.33
流通 A 股市值(亿元)	32.20
每股净资产(元)	0.11
资产负债率(%)	99.10

行情走势图



证券分析师

缴文超 投资咨询资格编号 S1060513080002 010-56800136 JIAOWENCHAO233@PINGAN.COM.CN

徐问 投资咨询资格编号 S1060513050003 0755-22622625 XUWEN007@PINGAN.COM.CN

陈雯 投资咨询资格编号 S1060515040001 0755-33547327 CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

研究助理

罗晓娟 一般从业资格编号 S1060114080008 010-56800142 LUOXIAOJUAN567@PINGAN.COM.CN

平安观点:

■ 传统零售业务步履维艰，持续亏损:

受国内外经济增速放缓、消费市场竞争激烈、电商异军突起等因素的影响，公司原主营业务经营惨淡，连续处于亏损状态，公司亟需寻找新的业务方向实现转型。

■ 非公开发行股份收购宜租车联网，并募集配套资金:

商业城公告方案显示，拟以 13.28 元/股非公开发行 1.13 亿股，作价 14.6 亿元收购宜租车联网 100%股权，同时向张振新等 6 人非公开发行 1.05 亿股，募集配套资金 14 亿元，用于新车购置、车联网平台建设以及补充流动资金。

本次交易后，公司将转型为以汽车租赁业务为基础的，覆盖从车辆采购到车辆处置的全生命周期闭环式服务的车联网业务企业。

同时，本次交易完成后，大股东也将完成更迭，“先锋系”接手“茂业系”，先锋集团实际控制人张振新将成为公司实际控制人。

■ 宜租车联网经营状况良好，各项业务在稳步推进:

公司自营车辆 2175 台，业务范围覆盖全国 27 个城市。

宜租车联网的业务分为汽车租赁业务、司机管理培训业务和车联网数据增值业务三大类，其中车联网数据增值业务又包括车联网平台管理业务、集采服务和二手车衍生业务等。在三大类主营业务中，营业收入和毛利贡献最高的仍是传统的汽车租赁业务，分别占公司总营业收入和总毛利的 64.88%、83.56%。

目前宜租车联网主要客户为政府、企事业单位，而重点发展客户为滴滴快的、AA 租车等大型互联网专车平台公司。

■ 转型业务迎发展良机，市场巨大

近些年，车联网行业政策利好不断，国家连连推出政策促进车联网未来发展。政策利好影响下，尚有较大市场待开发的车联网行业迎来快速发展的

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1860	1494	1443	1804	2165
YoY(%)	16.3	-19.7	-3.4	25.0	20.0
净利润(百万元)	-277	32	-100	125	209
YoY(%)	-120.8	101.9	-410.7	-224.4	67.5
毛利率(%)	13.2	16.8	19.1	30.1	30.1
净利率(%)	-14.9	2.2	-6.9	6.9	9.6
ROE(%)	-412.5	27.0	-2530.0	4.2	6.7
EPS(摊薄/元)	-1.56	0.18	-0.56	0.70	1.17
P/E(倍)	-11.7	100.2	-32.3	25.9	15.5
P/B(倍)	48.1	27.0	816.1	1.1	1.0

机会，宜租车联网也借此东风迎来发展良机。

汽车租赁行业的发展也处于初期阶段，随着公车改革的逐步推进，专车的需求将会愈加旺盛，这对汽车租赁行业，尤其是对宜租车联网这样专注于企事业单位的汽车租赁公司的发展将是一个很大的契机。

■ **投资建议：**

商业城此次收购宜租车联网意在借政策利好，从商业模式上由传统商业服务转型至新兴商业服务，完成新的消费发展趋势下的业务转型。新的业务方向发展空间较大，并且易乘投资承诺 2016 年、2017 年、2018 年的宜租车联网净利润分别为 1.22 亿元、1.89 亿元、2.42 亿元，将有效增厚公司业绩。考虑到稀缺标的的溢价，给予“推荐”评级。

■ **风险提示：**

市场系统性风险、重组不达预期风险、业务转型和整合风险。

正文目录

一、沈阳零售龙头，传统业务步履维艰	5
1.1 沈阳零售巨头，经营连年亏损	5
1.2 全国百货业持续低迷，短期无复苏迹象	5
1.3 东北区域经济下行，居民购买力难提振	6
1.4 沈阳商业地产严重过剩，零售市场饱和	6
1.5 主业经营压力持续，商业物业价值丰富	8
二、积极谋变，收购宜租车联网	8
2.1 发行股份，购买宜租车联网 100%股权	8
2.2 宜租车联网基本情况介绍	10
2.2.1 宜租车联网经营状况	10
2.2.2 宜租车联网子公司情况	11
2.2.3 宜租车联网业务模式	12
2.3 交易完成后，公司将实现业务转型	16
三、转型业务迎发展良机，市场巨大	16
3.1 车联网：政策指引明确，发展进入快车道	16
3.2 汽车租赁：发展仍处初期，潜力巨大又迎国企车改	18
四、投资建议	20
五、风险提示	20

图表目录

图表 1	主业营收增长乏力	5
图表 2	扣非净利润连续四年亏损	5
图表 3	社零增速处于低位	6
图表 4	大型零售企业处境艰难	6
图表 5	区域社零增速低于全国水平	6
图表 6	区域内 GDP 增速低于全国水平	6
图表 7	沈阳率先进入商业地产大建设时代，商业营业用房投资增速前期偏高	7
图表 8	沈阳优质零售物业空置率远远偏高	7
图表 9	沈阳首层租金水平偏低且走势疲软	7
图表 10	沈阳商业城门店	8
图表 11	铁西百货大楼	8
图表 12	公司自有物业情况	8
图表 13	商业城非公开发行股份用途及认购情况	9
图表 14	商品城本次募集资金使用情况（单位：亿元）	9
图表 15	交易前后商业城股权结构变化情况	10
图表 16	易乘投资对宜租车联网的利润承诺情况（单位：百万元）	10
图表 17	宜租车联网业务范围覆盖 27 个城市	11
图表 18	宜租车联网经营情况（单位：百万元）	11
图表 19	宜租车联网子公司情况	12
图表 20	宜租车联网闭环式服务模式	12
图表 21	宜租车联网经营业务	13
图表 22	宜租车联网营业收入结构	13
图表 23	宜租车联网毛利贡献结构	14
图表 24	宜租车联网汽车租赁业务关联方客户结构	14
图表 25	宜租车联网平台架构原理图	15
图表 26	汽车租赁业务与数据增值业务之间相辅相成	16
图表 27	近年来车联网重要相关政策一览	16
图表 28	乘用车车联网分为前装车联网和后装车联网	17
图表 29	中国车联网用户数量（单位：万户）	18
图表 30	汽车租赁市场规模（单位：亿元）	18
图表 31	中国汽车租赁市场的总车队规模（单位：辆）	19
图表 32	2012 年中国汽车租赁渗透率	19
图表 33	公车改革之路	20

一、沈阳零售龙头，传统业务步履维艰

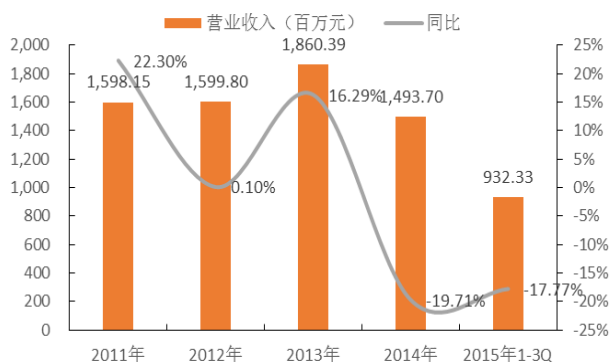
1.1 沈阳零售巨头，经营连年亏损

沈阳商业城始建于 1988 年，1991 年底开始对外营业，1996 年“4.2”火灾后，经过近半年抢建修复，于当年 9 月底重新开业。公司经过 20 余年的发展壮大，已经发展成为沈阳零售业的龙头企业，在沈阳消费者中树立了良好的口碑。

在 2014 年之前，公司以百货业经营为主，同时向金融投资业、物流业、地产业、酒店业等多领域延伸。经历多年亏损之后，2014 年公司开始陆续剥离非核心业务，将物流、地产、酒店等资产出售给实际控制人茂业商厦，从而实现聚焦零售业发展。

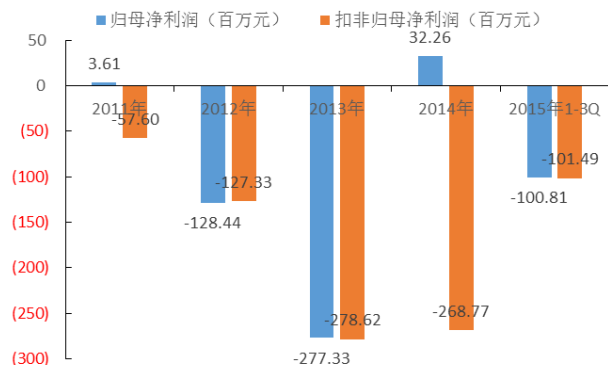
从近几年公司经营情况来看，公司营业收入自 2014 年开始出现大幅下滑，其主要原因是零售行业不景气及剥离非主营业务影响。2015 年前三季度，公司营业收入仅为 9.32 亿元，同比下降 17.77%。从利润水平来看，归母净利润 2012 年、2013 年均均为负值，2015 年业绩预亏 1.47 亿元，而 2014 年度之所以实现盈利，主要是由于公司出售辽宁物流有限公司 99.94% 的股权、沈阳安置置业经营有限公司 100% 的股权所带来的非经常性损益。若排除非经常性损益，2014 年度公司亏损 2.69 亿元，连续四年亏损。

图表1 主业营收增长乏力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 扣非净利润连续四年亏损



资料来源: Wind, 平安证券研究所

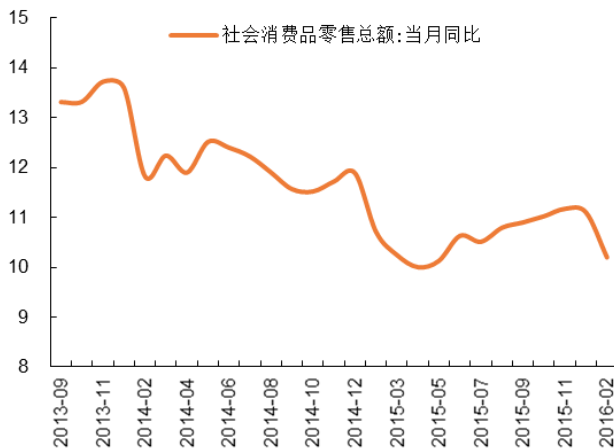
1.2 全国百货业持续低迷，短期无复苏迹象

目前，受宏观经济形式恶化影响，社会消费品零售总额增速十分缓慢，且短期看不到改善迹象。此外，随着电商影响力逐步扩大，跨境电商、生鲜电商、农村电商等新模式的涌现，百货行业受到冲击日益猛烈。

2015 年下半年宏观经济低位企稳，消费数据呈微弱复苏迹象。截止 2016 年 2 月，社零增速持续低位震荡，虽然下半年当月增速由 7 月份的 10.51% 升至 12 月的 11.10%，但 16 年前两月增速仅为 10.20%，出现明显回落。综合来看，虽然消费增速呈现前低后高的走势，但仅表现为弱复苏，未有明显企稳改善。

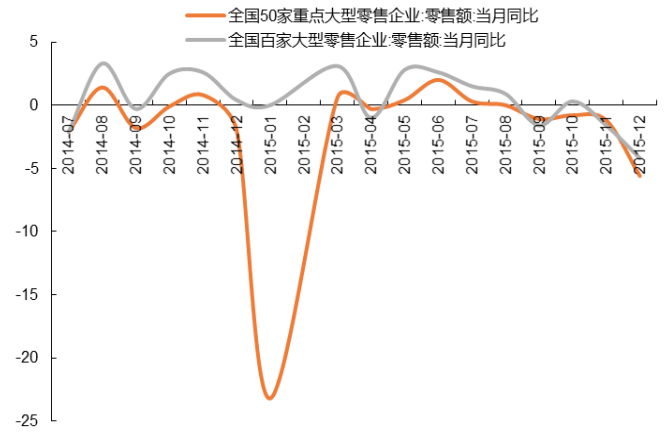
受困消费低迷、电商冲击，实体零售企业经营压力增大。2015 年 7 月以来，大型零售企业销售增速进入下行区间，自 9 月开始，全国 50 家重点大型零售企业已连续 4 月处于负增长，且降幅不断扩大。

图表3 社零增速处于低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 大型零售企业处境艰难

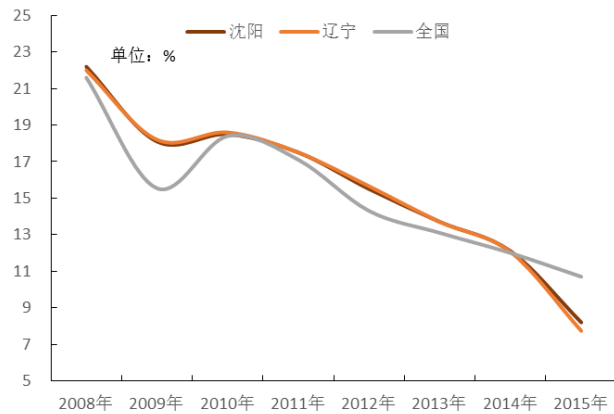


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 东北区域经济下行，居民购买力难提振

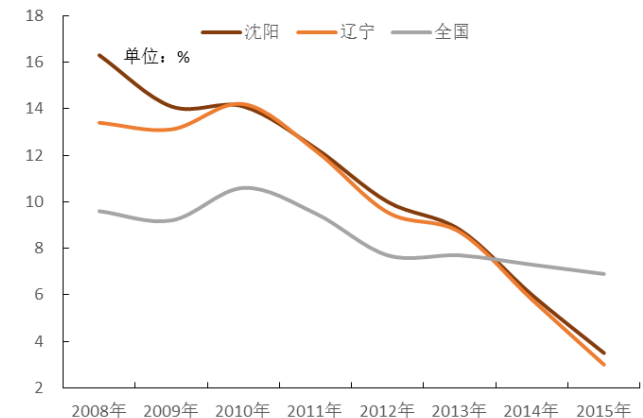
公司主营业务收入全部来自于沈阳，而沈阳作为辽宁省会、经济中心，其辐射范围遍及全省。受困于区域内经济发展乏力，区域内消费力增长仍在放缓，自 2013 年开始，沈阳、辽宁经济下行加速，2014 年已低于全国平均水平，2015 年进一步恶化，沈阳、辽宁 GDP 增速仅有 3.5%、3%，远低于全国 6.9% 的平均增速。经济恶化自然导致区域内购买力萎缩，从 2015 年的社会消费品零售总额增速来看，沈阳、辽宁分别为 8.2%、7.73%，落后于全国 10.7% 的平均水平。

图表5 区域社零增速低于全国水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 区域内 GDP 增速低于全国水平

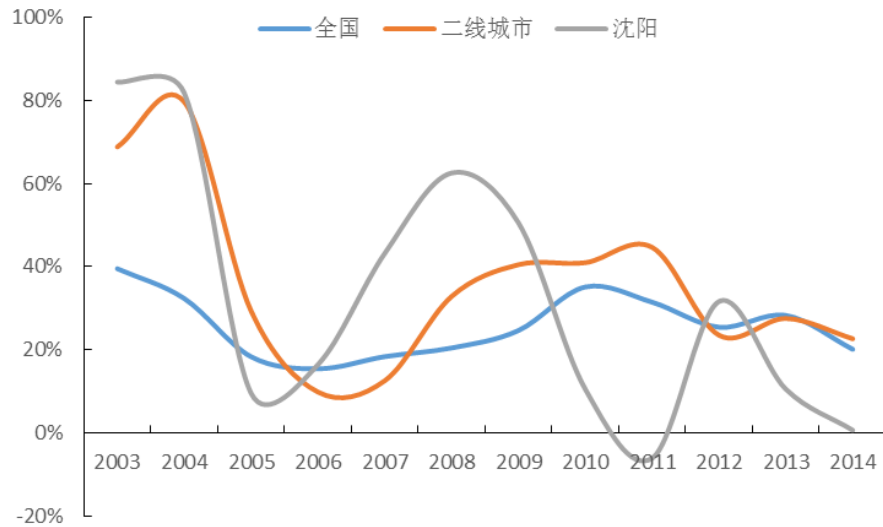


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.4 沈阳商业地产严重过剩，零售市场饱和

沈阳率先进入商业地产大建设时期。自 2009 年开始，在四万亿刺激计划及房价上涨的双重影响下，商业地产进入高速发展期，投资增速长期处于高位，但细分城市来看，沈阳的商业地产发展速度无疑领先于全国、二线城市平均水平，经过多年的发展，沈阳的商业地产存量已处于高位。

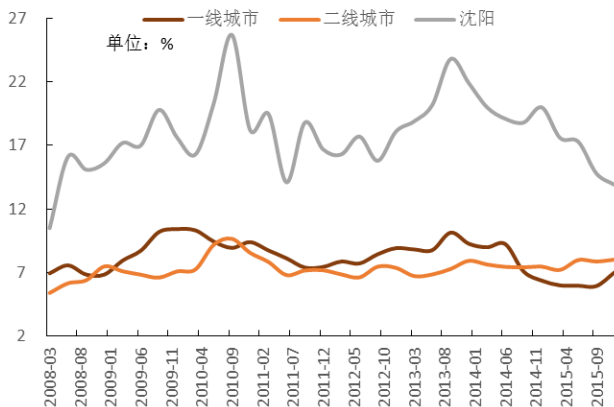
图表7 沈阳率先进入商业地产大建设时代，商业营业用房投资增速前期偏高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

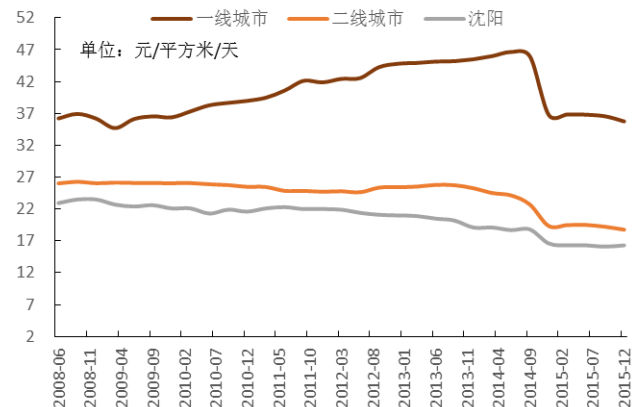
沈阳商业地产供求失衡。根据戴德梁行发布的沈阳 2014 年房地产市场数据显示，沈阳市人均商业面积近 1 平方米，接近发达国家每人平均 1.0~1.2 平方米的水平，预计到 2020 年，沈阳人均商业面积将达到 1.6 平方米。以目前沈阳的人均收入水平而言，商业地产严重过剩。此外，从优质零售物业来看，也能发现沈阳商业地产存量过剩的迹象。沈阳优质零售物业空置率长期在 13% 以上，远远高于一二线城市 7% 左右的平均水平；沈阳首层租金水平低于一二线城市租金水平，并且租金走势疲软，一直处于下行通道。

图表8 沈阳优质零售物业空置率远远偏高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 沈阳首层租金水平偏低且走势疲软



资料来源: Wind, 平安证券研究所

商场同质化严重，市场竞争激烈。经过多年的商业地产建设大跃进，沈阳商城分布密度较高，但单体特色缺乏。2014 年，沈阳零售市场单体面积为 10 万平方米以上的商业零售项目 50 个以上，服务功能、经营格局、营销手段、商场设计和建筑规模等要素同质化现象严重。沈阳商业地产严重过剩的现状、同质化的运营，给沈阳的零售行业带来巨大的压力。因此，沈阳的零售市场在相当长的时期内仍居于严重饱和状态。

1.5 主业经营压力持续，商业物业价值丰富

公司作为沈阳的高端百货企业，深受百货业态竞争力下滑、区域内经济形势影响，随着辽宁省内高端消费能力增长乏力，公司的经营将继续面临巨大的压力。

作为沈阳的老字号零售企业，公司在沈阳各大商圈布局完善，具备先发优势。目前，公司拥有商业城和铁西百货两家门店，分别位于各自区域的核心商圈，具备地段优势。其中，商业城位于最具历史且客流量较大的中街商圈的中心位置，是中街门店沿街面积最长的商场。此外，商业城和铁西百货大楼在沈阳经营历史均在 20 年以上，居民家喻户晓，在消费者心中积累了较高的声誉。

图表10 沈阳商业城门店



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表11 铁西百货大楼



资料来源：百度图片，平安证券研究所

公司作为传统零售企业，在沈阳拥有多处自有物业，物业价值丰富，其中商业城和铁西百货大楼是其主要构成。根据我们的测算，公司拥有自有物业 17.1 万平方米左右，且均位于当地核心商圈，预计物业重估价值约为 32.7 亿元。

图表12 公司自有物业情况

项目	建筑面积（万平方米）	估值单价（元/平方米）	物业估值（亿元）
商业城（一期）	9.1	20000	18.2
商业城（二期）	5	20000	10
铁西百货	3	15000	4.5
总计	17.1		32.7

资料来源：公司公告，平安证券研究所

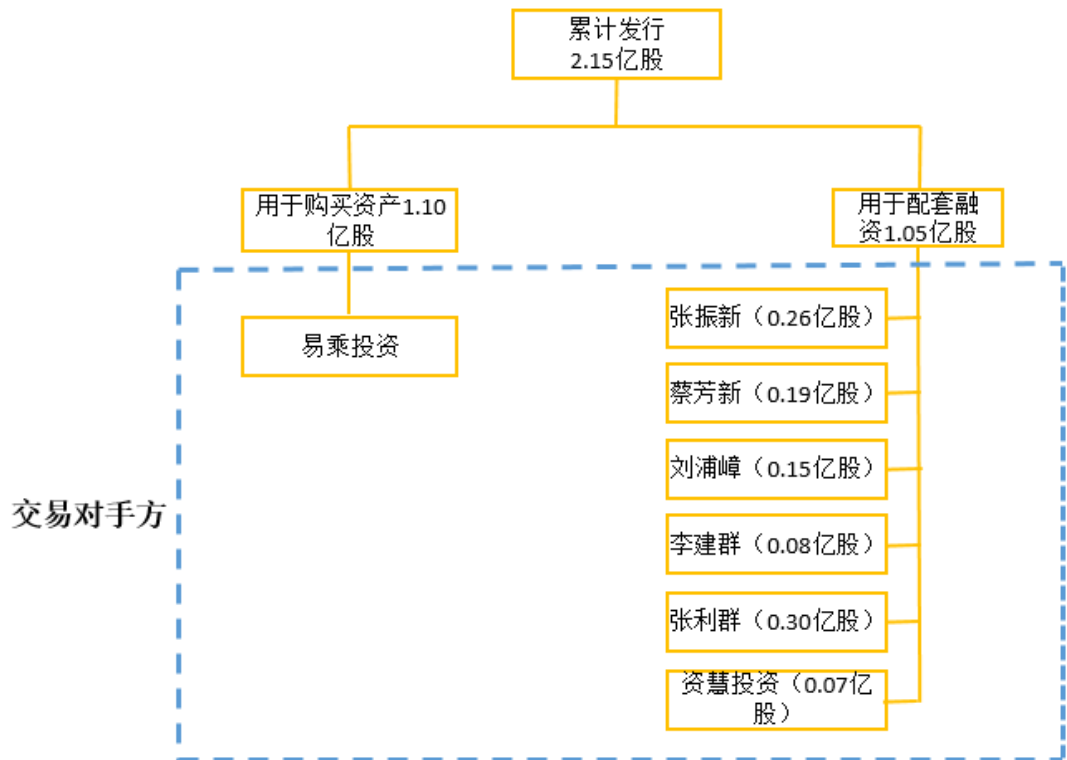
二、积极谋变，收购宜租车联网

面对上述情况，公司开始进行业务转型。

2.1 发行股份，购买宜租车联网 100%股权

公司拟发行股份 2.15 亿股用于购买资产及募集配套资金，拟定增发价格为 13.28 元/股，本次增发的锁定期为 3 年。具体发行股份的用途和认购对象如下图所示：

图表13 商业城非公开发行股份用途及认购情况



资料来源：公司公告 平安证券研究所

本次募集配套资金总额不超过 14 亿元，其中，扣除发行费用后拟用于拓展互联网专车平台业务的新车购置不超过 10 亿元、车联网信息系统平台建设不超过 1 亿元和补充上市公司流动资金不超过 3 亿元。

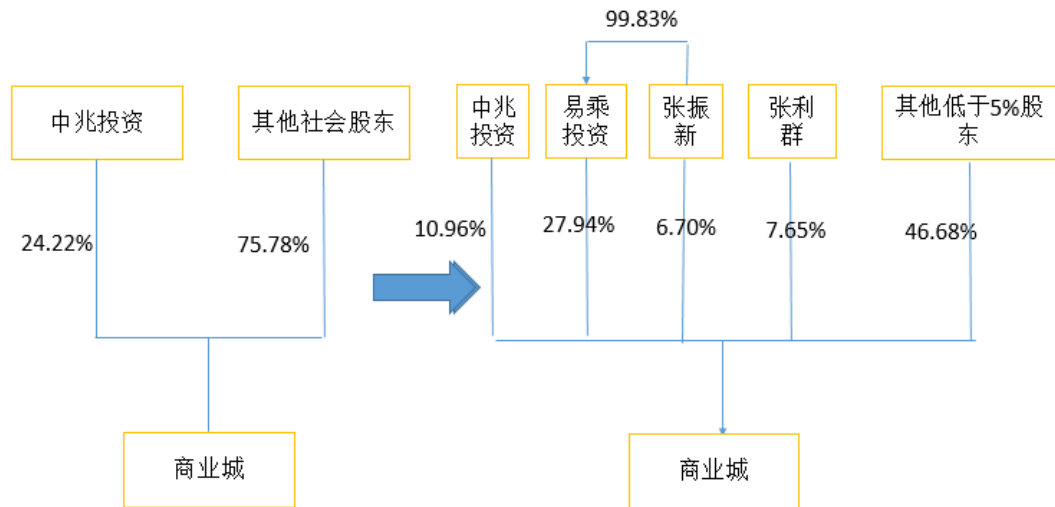
图表14 商品城本次募集资金使用情况（单位：亿元）

项目	数额	备注
互联网专车平台业务新车购置	10	主要用于商务高端用车业务覆盖地域的快速市场布局，购置车辆 2000 台，单台价格在 50 万元左右
车联网信息系统平台建设	1	主要内容为车载信息系统的开发，应用客户端的开发、后台管理平台的开发以及智能终端的定制，投资建设期 2 年。
补充流动资金	3	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

若本次交易完成，公司控股股东将发生变化，由中兆投资变更为易乘投资，实际控制人变为张振新，张利群为其一致行动人。值得关注的是，张振新也是先锋金融的实际控制人、董事长。

图表15 交易前后商业城股权结构变化情况



资料来源：公司公告 平安证券研究所

易乘投资对宜租车联网 2016 年至 2018 年合并报表口径下归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润进行承诺，承诺数额如下表所示：

图表16 易乘投资对宜租车联网的利润承诺情况（单位：百万元）

利润承诺方	2016 年度	2017 年度	2018 年度	合计
易乘投资	122.05	188.63	242.08	552.76

资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.2 宜租车联网基本情况介绍

宜租车联网是实际控制人张振新根据战略发展规划，设立的车联网相关资产整合平台，是一家以汽车租赁业务为基础的，覆盖从车辆采购到车辆处置的全生命周期服务的车联网企业。截止目前，宜租车联网注册资本为 3 亿元人民币。

2.2.1 宜租车联网经营状况

宜租车联网具备稳定增长的车辆租赁业务，同时拥有成熟的车辆管理信息系统，并且具备良好的司机管理培训能力，有着不断创新优化的网络平台开发运维能力，经过近年来的不断业务整合，已步入发展期，盈利增长潜力逐步显现。

截至 2015 年 9 月 30 日，公司自营车辆 2175 台，拥有专业的司机行为分析和先进的车队实时定位、监控、调度管理等技术系统，业务范围覆盖全国 27 个城市。

图表17 宜租车联网业务范围覆盖 27 个城市



资料来源：公司网站、平安证券研究所

公司近两年营业收入及利润情况如下，可以看出，公司营业收入持续上涨，利润也在逐年增多，2015 年前三季度业绩实现扭亏为盈。

图表18 宜租车联网经营情况（单位：百万元）

	2013	2014	2015 年 1-9 月
营业收入	62.46	105.79	126.31
营业利润	-33.36	-31.18	16.02
利润总额	-33.35	-31.13	15.80
净利润	-27.89	-20.86	11.02
归属于母公司所有者的净利润	-27.89	-20.86	11.02

资料来源：公司公告、平安证券研究所

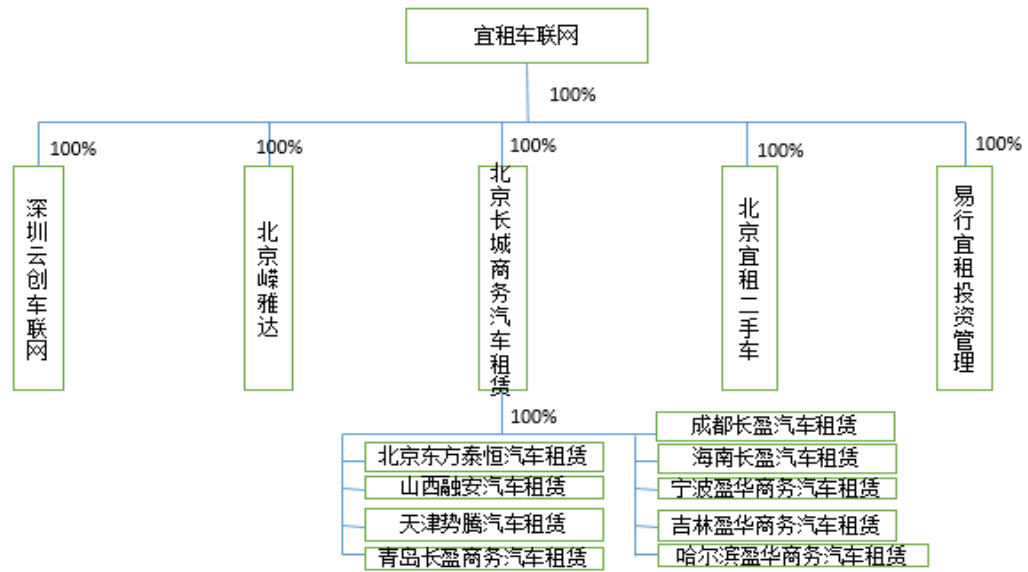
目前，宜租车联网的各项业务正处于上升阶段，已初步形成围绕车辆全生命周期的车联网业务，开发的汽车运营管理平台系统得到客户认可，多项车联网业务也将由服务内部企业扩大到向第三方提供将形成了新的利润增长点。

同时，随着逐步积累用户数据、行车数据、司机行为数据等海量数据，并运用于公司车辆集中采购、保险集中采购、二手车衍生业务、司机管理培训等具体业务，不断扩大收入类型和收入来源，提高企业运营效率，公司盈利能力将趋于稳定，并具有可持续性。

2.2.2 宜租车联网子公司情况

宜租车联网目前有 5 家子公司：深圳云创车联网有限公司（车联网平台业务，2014 年成立）、北京嵘雅达劳务服务有限责任公司（司机培训业务，2008 年成立）、北京长城商务汽车租赁有限公司（租车业务，2004 年成立）、北京宜租二手车鉴定评估有限公司（二手车业务，2015 年 7 月成立）、北京易行宜租投资管理有限公司。

图表19 宜租车联网子公司情况

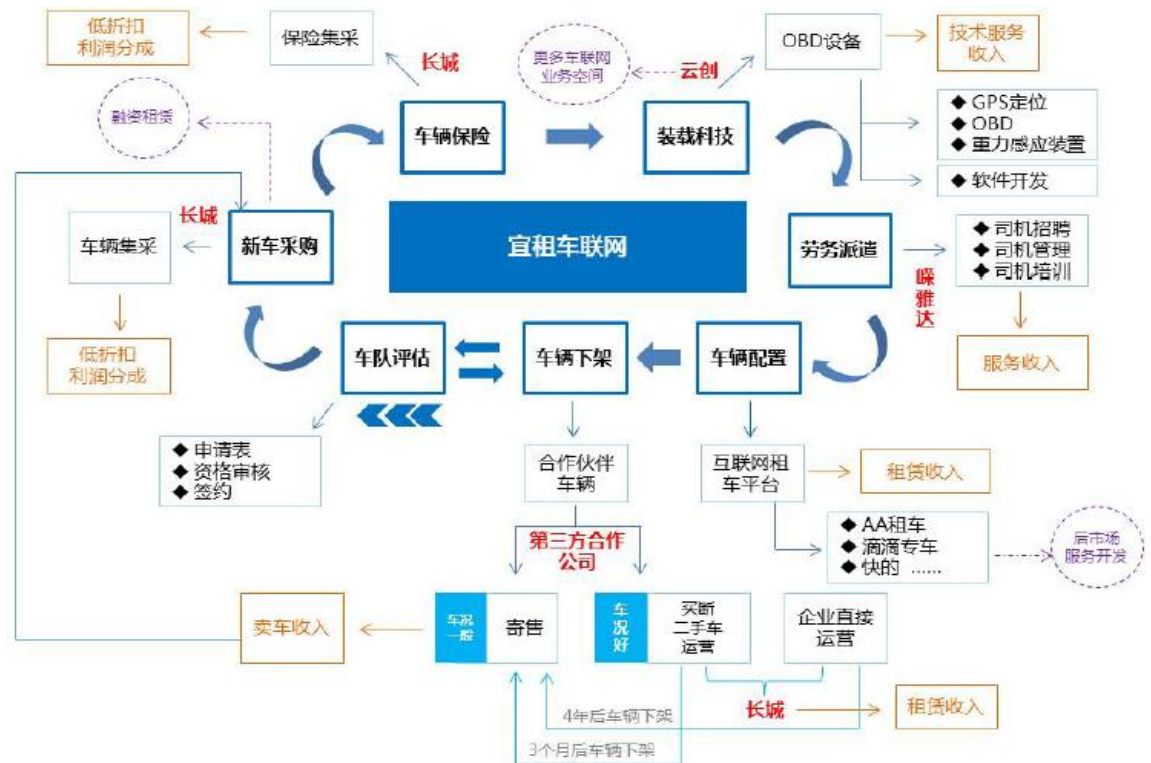


资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.2.3 宜租车联网业务模式

公司未来致力于成为一个依托车联网来为客户提供管理出行综合解决方案的 O2O 闭环式服务平台。宜租车联网的闭环式服务模式如下图所示，

图表20 宜租车联网闭环式服务模式

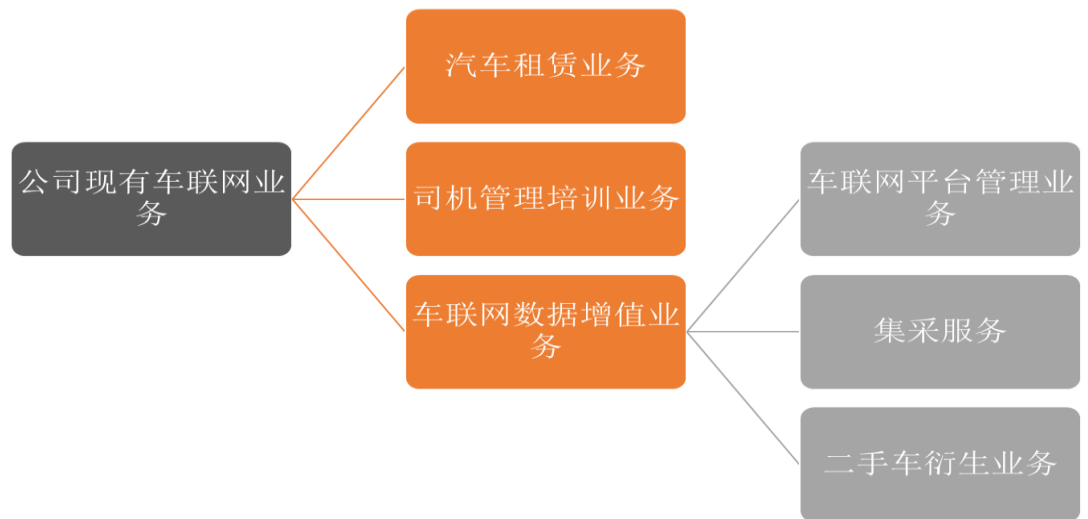


资料来源：公司公告 平安证券研究所

公司主要为企事业单位，包括互联网专车平台，提供车联网平台管理及技术研发，车辆租赁，加盟商服务，司机招聘、管理、培训和二手车衍生业务等服务。可以看出，公司的服务对象主要是 B 端，而非 C 端。

可将公司的业务分为汽车租赁业务、司机管理培训业务和车联网数据增值业务三大类，其中车联网数据增值业务又包括车联网平台管理业务、集采服务和二手车衍生业务等。

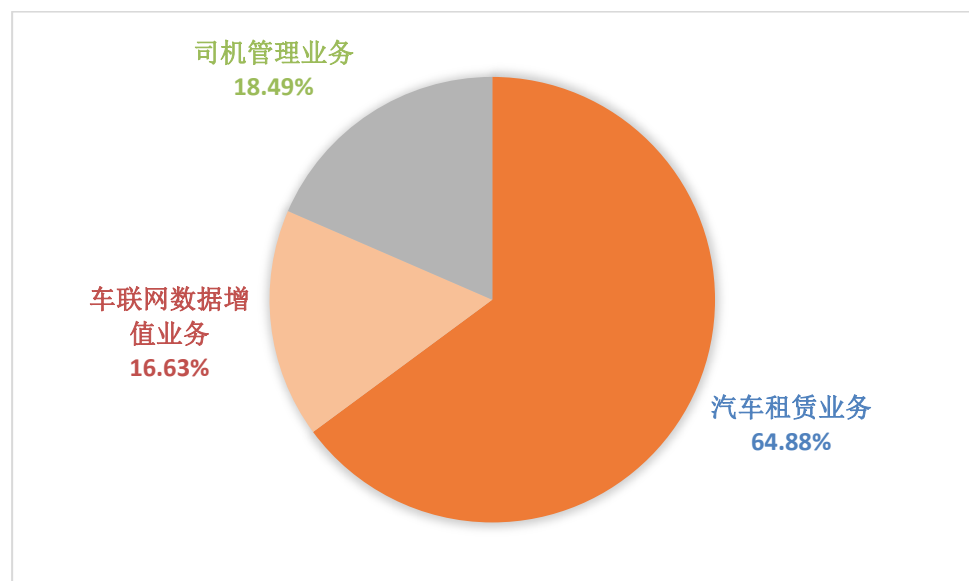
图表21 宜租车联网经营业务



资料来源：公司公告、平安证券研究所

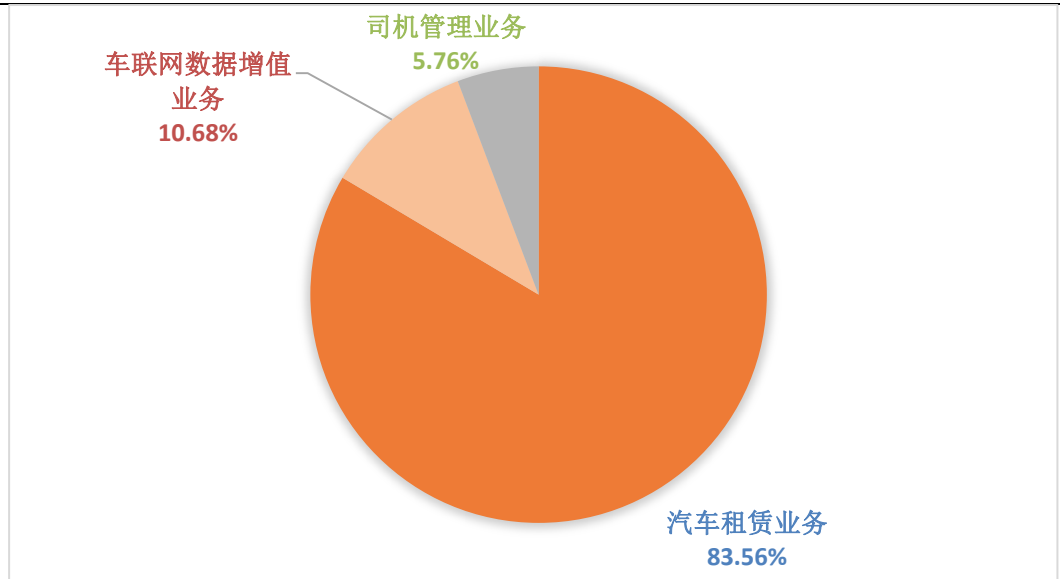
目前来看，宜租车联网三大类主营业务中，营业收入和毛利润贡献最高的仍是传统的汽车租赁业务，分别占公司总营业收入和总毛利的 64.88%、83.56%。相信随着公司车联网平台管理业务、二手车衍生业务、司机管理培训业务的逐步开展，传统租赁业务的比重会逐步降低，业务结构也将不断得到优化。

图表22 宜租车联网营业收入结构



资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表23 宜租车联网毛利贡献结构



资料来源：公司公告 平安证券研究所

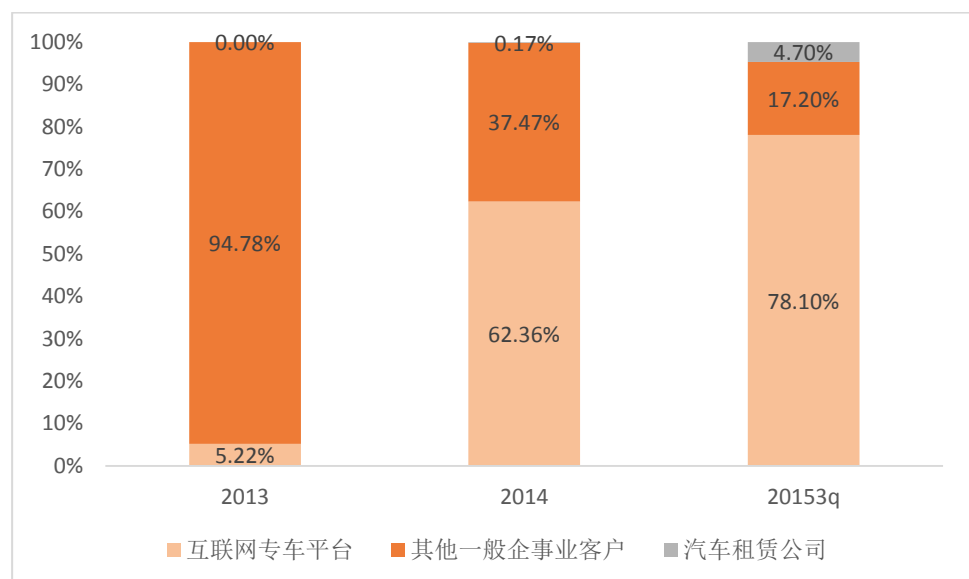
具体业务情况如下：

（1）**汽车租赁业务**：主要为自有车辆租赁业务，目前开展车辆租赁业务的子公司均已取得相关资质或正在办理（成都长盈），目前宜租车联网的汽车租赁业务主要集中在企事业客户业务。

宜租车联网的汽车租赁业务板块经营主体是长城商务及其 10 家子公司，主要客户有 AA 租车、地方政府机关单位和其他企业。

宜租车联网主营业务中关联方客户占比达到 42.22%，从关联方客户的情况来看，2014 年以来，互联网专车平台客户占比最大，分别占了 62%、78%，该关联方客户是“先锋智道”，该公司是基于移动互联网的智能化短租租车平台，通过移动互联网租车应用软件“AA 用车”提供用车服务。目前，宜租车联网已与滴滴快的签订了《业务合作框架协议》，且与多家其他大型互联网专车平台公司洽谈相关合作事宜，未来互联网专车平台类公司客户更加多元化。

图表24 宜租车联网汽车租赁业务关联方客户结构



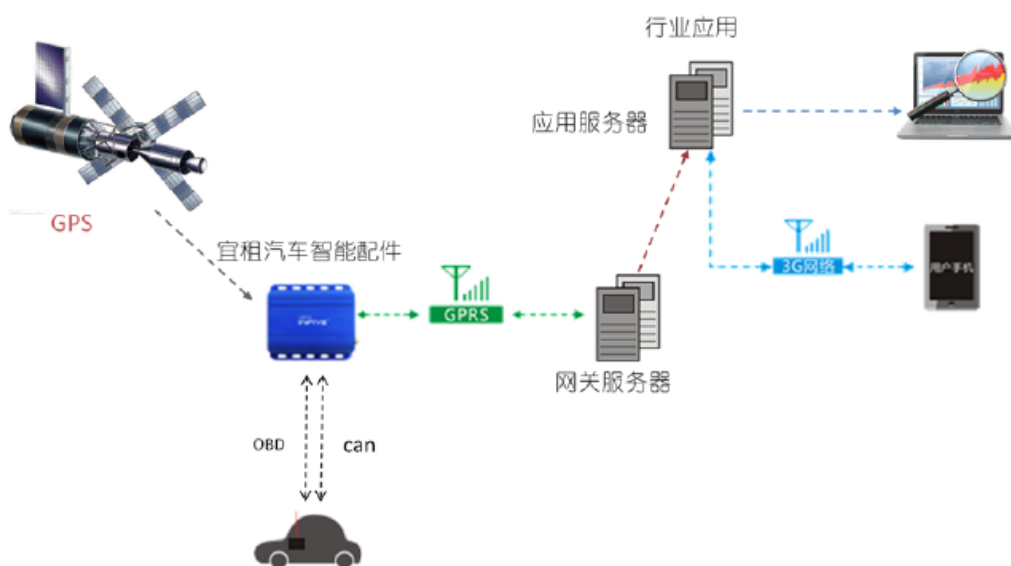
资料来源：公司公告 平安证券研究所

(2) **司机管理培训业务**：包括司机招聘、培训及管理服务，客户为需要司机服务但不自己雇佣司机的用车人，主要为政府和企事业单位，重点客户为**滴滴快的**等大型互联网专车平台公司。目前，**宜租车联网**已与**滴滴**签订了《**业务合作框架协议**》，且正在与其他大型互联网专车平台公司进行商务洽谈。宜租车联网为了能够足额提供优质的司机人员，已与君安投资管理（北京）有限公司签订了《战略合作协议》，以接收退伍军人和转业军人作为司机人员的有利补充。

(3) **车联网数据增值业务**：

——**车联网平台业务**：宜租车联网平台主要业务包括车辆定位&监控服务、车辆运营管理数据服务和车联网软件定制开发服务。公司目前的车联网平台管理业务经营方式是为客户提供基于车载OBD+GPS设备的车联网管理平台，依据客户使用平台管理的车辆规模台数向客户每月收取服务费。软件定制开发服务原先仅为标的公司内部服务，不直接产生营业收入，预计未来将针对外部客户和加盟商客户开展软件定制开发服务业务。

图表25 宜租车联网平台架构原理图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

宜租车联网的车辆定位&监控服务业务服务主体包括加盟车辆和非加盟车辆，服务费用标准均为 80 元/月/辆；宜租车联网将在现有服务对象（**加盟商、AA 租车**）的基础上进一步拓展，目前已与**滴滴**签订了《**业务合作框架协议**》，正积极与其他大型互联网专车平台公司洽谈相关合作事宜。

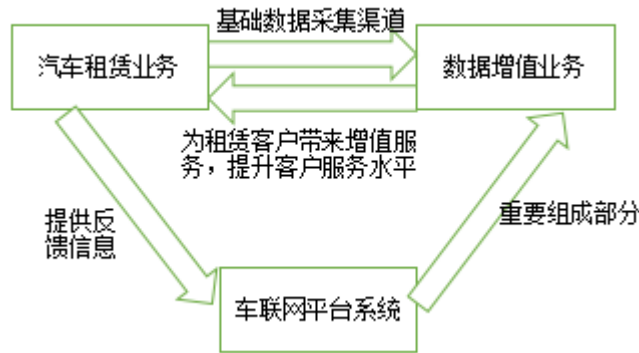
——**二手车衍生业务**：包括自有二手车处置、非自有二手车处置咨询等服务。其中非自有二手车处置咨询服务的客户目前只针对内部客户，未来会对外部客户和加盟商客户开展。二手车处置业务目前仅限于自有车辆。

——**集采服务**：利用自身的行业地位和规模、品牌优势可以为加盟商集中采购到价格更优惠的车辆和保险服务，同时跟加盟商收取一定数量的服务费。截至 2015 年 9 月 30 日，集采服务尚未对外开展，原先仅为标的公司内部服务。目前标的公司正在积极与车辆供应商洽谈车辆采购的框架协议，与平安保险洽谈有关保险采购的框架协议。这些框架协议预计将在未来构成对外部客户的集采服务。

其中，汽车租赁业务与车联网数据增值业务并不独立存在，租赁业务是数据增值业务的基础数据采集渠道，数据增值业务反过来亦为租赁业务的客户带来增值服务、提升客户服务水平及竞争力，因此两者是车联网整体业务下的有效结合。

车联网业务以汽车租赁业务为基础，同时汽车租赁业务亦为数据增值业务采集基础的各种数据，还能为车联网平台系统的不断优化提供大量的反馈信息，而车联网平台系统的升级又会改善租车用户的客户体验从而提高用户满意度和改善精细化管理效率。

图表26 汽车租赁业务与数据增值业务之间相辅相成



资料来源：平安证券研究所

总体来看，宜租车联网已经成熟的业务有汽车租赁业务、二手车衍生业务中的车辆处置业务、车联网平台管理业务中的车辆定位&监控服务业务、司机管理培训业务，处于初步发展期的业务是车辆集采业务，尚未对外开展的业务是非自有二手车处置咨询业务。

我们认为，未来公司在业务规模以及服务深度方面都将继续拓展，业务结构也会不断得以优化。

2.3 交易完成后，公司将实现业务转型

本次重组完成后，本公司主营业务发生将由之前单一的商品零售业务转变为以车辆租赁全产业链业务为主，同时兼营商品零售业务的上市公司，未来发展前景广阔。并且，若未来零售业务板块经营困境仍无好转，上市公司整体业绩因而下滑，不排除择机卖出该业务板块，以保证上市公司长期稳定发展。

三、 转型业务迎发展良机，市场巨大

3.1 车联网：政策指引明确，发展进入快车道

近些年，促进车联网发展的政策高密度推出，政策指引明确，车联网行业进入快车道。

图表27 近年来车联网重要相关政策一览

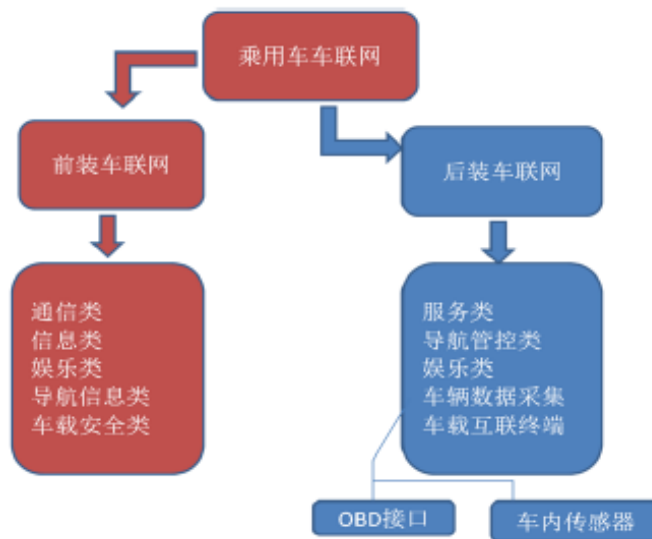
时间	政策内容
2009年	交通运输部要求各级地方交管部门全面开展重点营运车辆GPS联网联控建设工作。
2011年	《国家“十二五”科学技术发展规划》中将车联网项目列为国家科技重大专项项目。
2011年	发改委发布了《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》，确定了当前优先发展集成电路、电子专用设备、汽车电子、民用雷达、汽车关键零部件等与智能驾驶、汽车电子相关的子行业领域的重点支持意见。
2013年	国务院出台《国务院关于推进物联网有序健康发展的指导意见》，将车联网应用作为物联网的核心应用领域
2015年	李克强总理在“两会”政府工作报告中首次提出要制定“互联网+”行动计划
2015年	国务院发布《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，着重提出加快车联网、智能汽车等技术的研发、应用及标准化，车联网成为“互联网+”最典型的应用领域之一
2015年	工信部正式对外发布了《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》(下称《“互联网+”行动意见》)的行动计划(2015~2018年)，首次提出要出台《车联网发展创新行动计划(2015~2020年)》，要求推动车联网技术研发和标准制定，组织开展车联网试

时间	政策内容
	点、基于 5G 技术的车联网示范。

资料来源：交通运输部、发改委、平安证券研究所

汽车工业的快速发展和庞大的汽车后市场规模为车联网的快速发展提供支撑：2012-2017 年，中国乘用车销量保持快速增长阶段，其中超过 90% 的车辆未搭载前装车联网设备，后装乘用车车联网市场有巨大发展空间。2013 年，汽车后市场规模已突破 5000 亿元，预计到 2017 年市场规模将超过万亿。

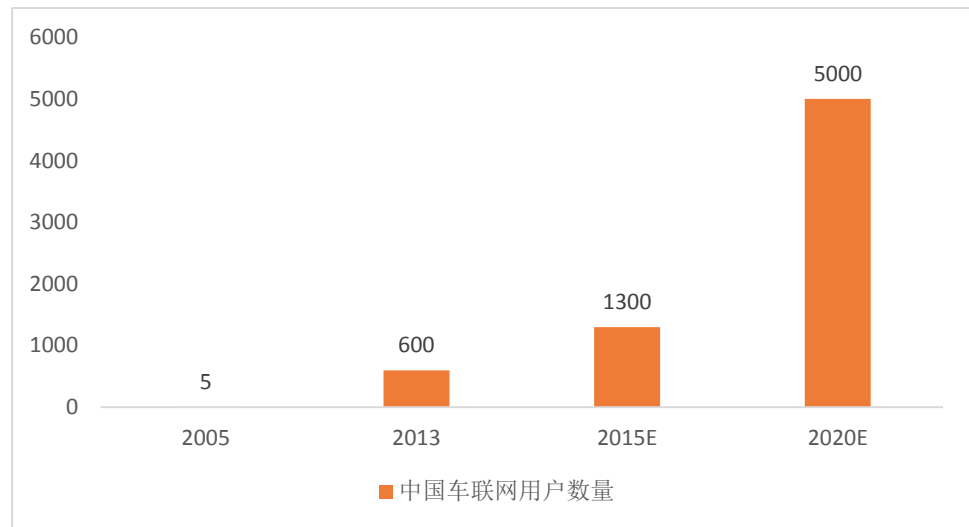
图表28 乘用车车联网分为前装车联网和后装车联网



资料来源：公司公告、平安证券研究所

根据前瞻产业研究院发布的《2015-2020 年中国车联网行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》数据显示，从 2005 年至 2013 年，中国车联网用户数量从 5 万增至 600 万，年复合增长率达到 81.92%。而随着我国汽车保有量和产量的不断增长，预计这一数字还将扩大，到 2015 年有望突破 1300 万户，2020 年突破 5000 万户。2014-2020 年车联网用户的年均增幅有望达到 33.48%，行业渗透率超过 20%。

图表29 中国车联网用户数量（单位：万户）



资料来源：公司公告 平安证券研究所

随着经济的发展，大数据及互联网+被广大人民所熟识，用户可以利用手机客户端与租车平台建立联系，目前国内利用广泛的大型租车平台有：一嗨、神州、滴滴等，而小型租车公司的网络化还有待加强，对车联网平台的需求强劲。

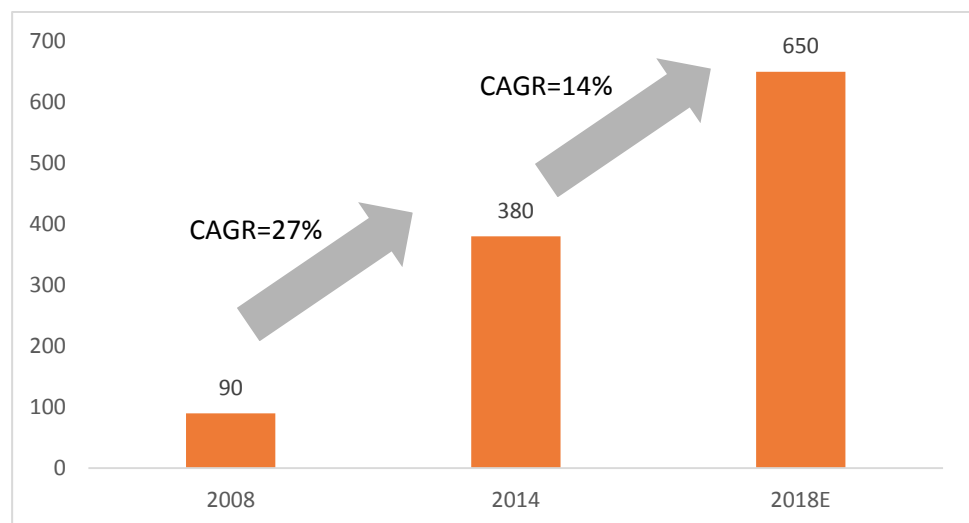
3.2 汽车租赁：发展仍处初期，潜力巨大又迎国企车改

汽车租赁是指在约定时间内，租赁经营人将租赁汽车交付承租人使用，不提供驾驶劳务的经营方式。

■ 我国汽车租赁行业仍处于发展初期，对比国外市场渗透率仍不高

中国汽车租赁行业尚处于发展初期，近年来出现大幅增长，按收入计算，中国汽车租赁市场的总体规模由 2008 年的约人民币 90 亿元增至 2014 年的约人民币 380 亿元，复合年增长率为 27%。预计到 2018 年，市场总体规模将进一步增至约人民币 650 亿元，复合年增长率为 14%。

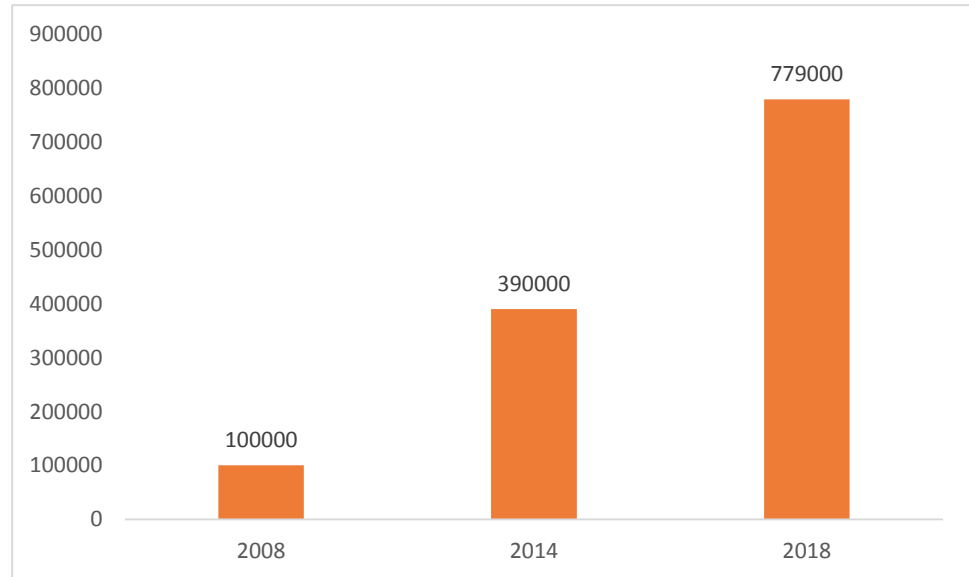
图表30 汽车租赁市场规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告 平安证券研究所

中国汽车租赁市场的总车队规模由 2008 年的约 100,000 辆车辆增至 2014 年的 390,000 辆,复合增长率为 26%, 预计于 2018 年增至约 779,000 辆车辆, 2014 年至 2018 年的复合年增长率为 19%。

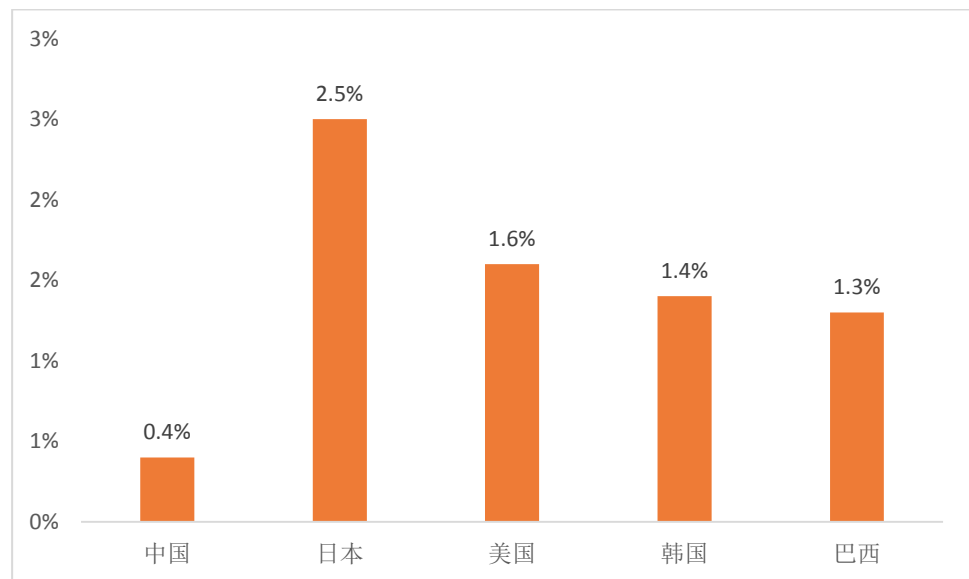
图表31 中国汽车租赁市场的总车队规模 (单位: 辆)



资料来源: 公司公告 平安证券研究所

由于中国的汽车租赁市场仍处于发展初期, 与美国及日本等较成熟市场相比, 中国汽车租赁的渗透率(租赁车辆数量占车辆总数的百分比)仍相当低, 据统计, 2012 年中国汽车租赁的渗透率为 0.4%, 而日本、美国、韩国及巴西分别为 2.5%、1.6%、1.4%及 1.3%。

图表32 2012 年中国汽车租赁渗透率



资料来源: 公司公告 平安证券研究所

■ 迎国企车改良机，客户群体将进一步增大

图表33 公车改革之路

时间	事件
2014年7月	中办国办印发意见和方案。中央和国家机关本级车改启动
2014年12月	134个部门实施方案获批，年底完成车辆封存停驶、发放公务交通补贴等工作
2015年上半年	又分两批完成了其他6个部门实施方案的审批
2015年12月	中央和国家机关本级车改全面完成，进入后续监督阶段
2016年2月	《中央事业单位公务用车制度改革实施意见》《中央企业单位公务用车制度改革实施意见》发布，企事业车改正式启动。

资料来源：新浪新闻、新华网、中国青年网、平安证券研究所

截止 2015 年底，中央和国家机关本机车改已经基本完成，140 个部门取消车辆 3868 辆，占比 62%，各部门涉改公务人员 49355 人。中央企事业单位车改也于 2016 年 2 月份正式启动，据统计，中央企事业单位车改涉及一级预算的中央直属事业单位 10 余家，中央和国家机关部门所属的各级事业单位 1 万家左右，国资委管理的中央企业 100 多家，还有数十家中央金融企业及各部委管理的中央企业。各级地方政府也陆续推出了公车改革方案。

改革后多数公务出行将以租车的方式进行，这对汽车租赁行业，尤其是对宜租车联网这样专注于企事业单位的汽车租赁公司的发展将是一个很大的契机，像滴滴快的这样的平台也会向专业汽车租赁公司租赁车辆，从而促进专业汽车租赁公司的快速发展。

四、 投资建议

商业城此次收购宜租车联网意在借政策利好，从商业模式上由传统商业服务转型至新兴商业服务，完成新的消费发展趋势下的业务转型。易乘投资承诺 2016 年、2017 年、2018 年的宜租车联网净利润分别为 1.22 亿元、1.89 亿元、2.42 亿元，将有效增厚公司业绩。考虑到稀缺标的的溢价，给予“推荐”评级。

五、 风险提示

市场系统性风险、重组不达预期风险、业务转型和整合风险、专车管理政策变化。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	736	1159	968	1725
现金	574	14	565	218
应收账款	1	36	120	120
其他应收款	7	115	37	145
预付账款	17	99	26	124
存货	137	896	220	1119
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	1744	1546	2399	2055
长期投资	86	0	0	0
固定资产	1272	1121	1970	1720
无形资产	381	337	293	249
其他非流动资产	5	88	136	86
资产总计	2480	2706	3368	3780
流动负债	2353	2703	409	652
短期借款	1968	2188	0	0
应付账款	197	363	242	483
其他流动负债	187	152	167	168
非流动负债	6	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	6	4	4	4
负债合计	2358	2704	409	652
少数股东权益	2	-2	0	3
股本	178	178	394	394
资本公积	204	204	2849	2849
留存收益	-281	-378	-284	-118
归属母公司股东权益	120	4	2958	3124
负债和股东权益	2480	2706	3368	3780

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-15	-634	1031	-356
净利润	32	-100	125	209
折旧摊销	89	194	244	342
财务费用	204	104	52	-9
投资损失	-316	3	3	3
营运资金变动	308	-816	636	-861
其他经营现金流	-332	-19	-28	-40
投资活动现金流	236	0	-1100	0
资本支出	-56	0	1100	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	292	0	-2200	0
筹资活动现金流	-171	116	620	9
短期借款	-555	220	-2188	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	215	0
资本公积增加	20	0	2645	0
其他筹资现金流	364	-104	-52	9
现金净增加额	50	-518	551	-347

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1494	1443	1804	2165
营业成本	1243	1167	1260	1512
营业税金及附加	24	29	36	43
营业费用	36	35	44	53
管理费用	280	219	274	329
财务费用	207	110	59	-0
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	316	0	0	0
营业利润	15	-119	129	226
营业外收入	2	16	16	16
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	16	-104	144	241
所得税	10	0	17	29
净利润	5	-104	127	212
少数股东损益	-27	-4	2	3
归属母公司净利润	32	-100	125	209
EBITDA	308	179	425	559
EPS (元)	0.18	-0.56	0.70	1.17

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入(%)	-19.7	-3.4	25.0	20.0
营业利润(%)	-8.7	60.3	207.8	75.4
归属于母公司净利润(%)	-111.6	-410.7	-224.4	67.5
获利能力				
毛利率(%)	16.8	19.1	30.1	30.1
净利率(%)	2.2	-6.9	6.9	9.6
ROE(%)	27.0	-2530.0	4.2	6.7
ROIC(%)	7.6	-2.8	6.4	7.0
偿债能力				
资产负债率(%)	95.0	99.9	12.1	17.3
净负债比率(%)	1622.1	105889.7	0.0	0.0
流动比率	0.30	0.43	2.37	2.65
速动比率	0.24	0.10	1.83	0.93
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.53	0.54	0.57
应收账款周转率	1505.7	40.1	15.0	18.0
应付账款周转率	3.0	2.7	2.7	2.9
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.18	-0.56	0.70	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	-3.56	5.79	-2.00
每股净资产(最新摊薄)	0.67	0.02	16.61	17.54
估值比率				
P/E	100.2	-32.3	25.9	15.5
P/B	27.0	816.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	14.9	29.7	15.3	12.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033