



东兴证券
DONGXING SECURITIES

驾培龙头全国扩张开启，涉足航空培训

——东方时尚（603377）2016 年年报点评

2017 年 4 月 11 日

强烈推荐/维持

东方时尚

财报点评

姓名	分析师：杨若木	执业证书编号：S1480510120014
	Email: yangrm@dxzq.net.cn	
姓名	分析师：洪一	执业证书编号：S1480516110001
	Email: hongyi@dxzq.net.cn	

事件：

东方时尚(6003377.SH)4月11日发布2016年年报。公司2016年营业收入为11.55亿元,同比减少12.92%,归母净利润为2.46亿元,同比减少25.27%,EPS为0.60,同比降低32.58%。

财务指标预测：

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,326.88	1,155.44	1,328.75	1,468.63	1,627.79
增长率(%)	3.28%	-12.92%	15.00%	10.53%	10.84%
净利润(百万元)	315.96	236.39	279.49	313.59	349.27
增长率(%)	6.02%	-25.18%	18.24%	12.20%	11.38%
净资产收益率(%)	43.68%	15.09%	14.85%	14.49%	14.09%
每股收益(元)	0.89	0.60	0.67	0.92	1.03
PE	43	63	57	41	37
PB	18.66	9.79	8.48	7.38	6.44

观点：

- **异地扩张导致业绩下滑，云南、石家庄项目扭亏为盈有望。**2016年度公司业绩下滑一方面是由于学员培训时间增长，收入不能及时从预收账款中确认。另一方面是公司积极开拓异地市场，前期投资规模大，外阜公司尚未完全正常运营。

控股子公司云南东方时尚2016年共招收学员25210人，同比去年增长34%，营业收入增长73.48%；全资子公司石家庄东方时尚毕业学员6063人，同比上升74%，营业收入同比增长15.30%。公司在云南、石家庄市场占有率上升，亏损大幅减小，随着规模进一步扩大，市场渐趋成熟，盈利在望。

- **驾培市场海量空间，公司未来将自建+并购驾校持续扩张。**2016年公司先后通过自建或并购方式成立东方时尚驾驶学校(江西)有限公司(51%股权)、深圳东方时尚公司(10%股权)、内蒙古东方时尚为公司、山东东方时尚，收购湖北荆州驾校。武汉项目2016年6月开工尚未启动招生，重庆项目仍在方案

设计期, 拟以 7.81 亿元投资山东淄博东方时尚驾驶培训基地项目。东方时尚作为行业龙头, 将通过自建驾校与并购当地成熟驾校的方式整合驾培市场, 实现扩区域扩张。

- **横向丰富产品品类涉足航空培训, 纵向延伸产业链进入汽车后市场。**公司与昆明理工大学签署战略合作意向, 双方共同投资航空学院, 建设实训基地, 申办飞行技术等重点专业, 以此切入飞行员培训市场。同时, 公司将借助驾驶培训的竞争优势在汽车维修、汽车消费金融、汽车美容等衍生业务领域继续发力。
- **盈利预测和投资评级:**公司未来将继续通过自建驾校和并购成熟驾校的方式进行全国扩张, 随着新建驾校运营渐趋成熟, 公司业绩拐点将至。公司将受益于行业集中度提升, 横向丰富产品品类, 纵向延伸产业链, 享驾培和汽车后海量市场。我们预计公司 2017 到 2019 年的每股收益为 0.67 元、0.92 元和 1.03 元。维持公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示:**异地项目招生不及预期, 驾考政策变化。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	386	1003	1271	1690	2133	营业收入	1327	1155	1329	1469	1628
货币资金	336	501	768	1187	1630	营业成本	567	547	638	705	781
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	43	17	20	22	24
其他应收款	21	2	3	3	3	营业费用	47	39	45	49	55
预付款项	19	8	8	8	8	管理费用	225	231	265	293	325
存货	0	0	0	0	0	财务费用	3	0	-2	-10	-14
其他流动资产	9	492	492	492	492	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1287	1627	1465	1330	1203	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-0.42	7.28	0.00	0.00	0.00
固定资产	529.85	517.24	505.84	450.50	395.16	营业利润	441	330	363	409	456
无形资产	302	713	642	578	520	营业外收入	14.10	11.01	11.01	11.01	11.01
其他非流动资产	266	154	154	154	154	营业外支出	7.37	1.80	1.80	1.80	1.80
资产总计	1673	2630	2736	3020	3336	利润总额	448	339	373	418	466
流动负债合计	652	593	461	462	464	所得税	132	102	93	105	116
短期借款	0	134	0	0	0	净利润	316	236	279	314	349
应付账款	12	12	13	15	16	少数股东损益	-13	-10	0	0	0
预收款项	312	351	351	351	351	归属母公司净利	329	246	279	314	349
一年内到期的	105	3	3	3	3	EBITDA	843	1144	488	519	556
非流动负债合计	139	144	131	131	131	EPS (元)	0.89	0.60	0.67	0.92	1.03
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	792	737	591	593	594	成长能力					
少数股东权益	128	263	263	263	263	营业收入增长	3.28%	-12.92%	15.00%	10.53%	10.84%
实收资本(或	370	420	420	420	420	营业利润增长	4.76%	-25.34%	10.27%	12.51%	11.63%
资本公积	49	756	756	756	756	归属于母公司净	13.64%	12.20%	13.64%	12.20%	11.38%
未分配利润	226	315	539	790	1069	获利能力					
归属母公司股	753	1630	1882	2164	2478	毛利率(%)	57.29%	52.69%	52.00%	52.00%	52.00%
负债和所有者	1673	2630	2736	3020	3336	净利率(%)	23.81%	20.46%	21.03%	21.35%	21.46%
现金流量						总资产净利润	0.41%	19.67%	9.35%	10.21%	10.38%
单位:百万元						ROE(%)	43.68%	15.09%	14.85%	14.49%	14.09%
2015A						2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金	346	244	410	440	464	偿债能力					
净利润	316	236	279	314	349	资产负债率(%)	47%	28%	22%	20%	18%
折旧摊销	399.42	814.43	0.00	55.34	55.34	流动比率	0.59	1.69	2.76	3.66	4.60
财务费用	3	0	-2	-10	-14	速动比率	0.59	1.69	2.76	3.66	4.60
应付帐款的变	0	0	0	0	0	营运能力					
预收帐款的变	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.79	0.54	0.50	0.51	0.51
投资活动现金	-261	-844	18	0	0	应收账款周转率	23416	11368	9422	9248	9260
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	131.21	98.97	105.91	103.92	104.06
长期股权投资	0	0	18	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	7	0	0	0	每股收益(最新)	0.89	0.60	0.67	0.92	1.03
筹资活动现金	-226	765	-160	-22	-21	每股净现金流	-0.38	0.39	0.64	1.00	1.05
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最	2.04	3.88	4.48	5.15	5.90
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	50	0	0	0	P/E	42.70	63.33	57.10	41.15	36.95
资本公积增加	0	707	0	0	0	P/B	18.66	9.79	8.48	7.38	6.44
现金净增加额	-141	165	268	418	443	EV/EBITDA	16.40	13.63	31.15	28.49	25.80

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 2 年新三板投资研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所, 关注教育、新三板领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。