



业绩稳定收益良好, 多元发展未来可期

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2017年上半年实现营业收入5.8亿元, 同比微降0.76%, 归母净利润1.1亿元, 同比微降1.88%; 全资子公司苏州东方时尚等拟与汇桥投资共同发起设立规模10亿元的产业并购基金。
- **整体与去年同期持平, 销售、财务费用有所提升。** 2017年上半年, 公司营收与去年同期基本持平, 毛利率小幅提升1.14pct。报告期内, 期间费用率增加2.58pct, 主要是1) 宣传活动和招生分部房租增加导致销售费用上升19.6%; 2) 银行贷款利息增加带动财务费用增加6539%。同时, 公司处置可供出售金融资产获得1053万元投资收益, 充实了利润表。公司经营活动产生的现金流量净额与去年同期基本持平, 主营业务现金比率为119.9%, 盈利质量较好。

从单体公司来看, 业绩微降主要由异地校区引起: 1) 上半年, 北京学校实现1.48亿净利润, 同比小幅增长1.7%; 2) 石家庄分校亏损3007万元, 云南分校亏损1441万元、重庆分校亏损328万元、江西分校亏损106万元、荆州分校盈利1394万元。与本土驾校相比, 公司管理更规范, 客户体验更好, 且在上市公司资本加持下, 公司分校竞争优势更为明显。我们认为, 随着分校业务的持续推进, 公司盈利情况将得到逐步改善。

- **规模化、品牌化大势所趋, 驾培龙头优势显著。** 目前, 我国驾培市场人口红利基本消失, 学员以18-30岁青年人为主, 市场需求稳定在每年2500-3000万水平。相应的, 全国拥有驾培机构1.7万家, 教练员超过70万人, 训练车辆近90万辆, 市场供给能力达到每年5000万人水平, 驾培行业存在供大于求的局面。驾培行业属于资金、资产密集型行业, 且随着人力成本上涨, 运营成本不断攀升, 降本增效成为驾培企业经营的关键所在。品牌化降低获客成本、规模化降低边际成本成为大势所趋, 而龙头企业在激烈竞争中具备显著优势。
- **驾培龙头品牌, 多元化发展打造核心竞争力。** 公司是国内领先的驾驶培训综合服务商, 提供驾培服务、陪练服务、汽车维修、汽车保险代理等各类汽车消费相关服务和产品。
 - 1) **品牌优势显著:** 经过多年经营, 公司积累了良好的市场口碑, 每年有超过1/3学员来源于口碑营销。良好的市场口碑一方面可以有效降低获客成本, 另一方面也为公司异地扩张形成助益。

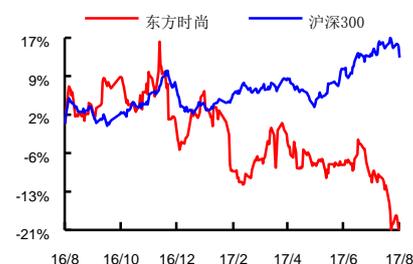
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1155.44	1142.83	1257.10	1357.94
增长率	-12.92%	-1.09%	10.00%	8.02%
归属母公司净利润(百万元)	245.94	286.22	349.05	405.63
增长率	-25.27%	16.38%	21.95%	16.21%
每股收益EPS(元)	0.59	0.68	0.83	0.97
净资产收益率ROE	12.49%	12.99%	14.02%	14.39%
PE	53	46	38	32
PB	8.06	7.03	6.08	5.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517030001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.20
流通A股(亿股)	1.18
52周内股价区间(元)	31.12-45.74
总市值(亿元)	131.33
总资产(亿元)	31.05
每股净资产(元)	3.85

相关研究



2) 招生渠道多样化:针对不同客户需求,公司建立了招生分部(63家)、签约客户服务中心(48家)、代办招生机构(40家)、网络招生等不同渠道。

3) 多方位确保服务品质:公司打造了一整套园区式集成服务模式,从报名至获得驾照全程周到服务,确保了学员良好的服务体验。多样化渠道保证报名便捷→完善的网络预约系统确保教学质量→与车管所良好的合作关系方便学员考试、取证。

4) “自建+并购”加速异地扩张:公司结合自建自营和并购合作不同模式进行异地扩张。自建自营方面,公司在重庆、深圳、山东、内蒙古等多省市设立子公司;并购合作方面,公司与江西、荆州当地企业合作提供驾培服务,其中荆州晶崮原股东承诺2017-2019年实现业绩分别为3385万、3723万和4096万元。公司目前在北京拥有30%的市场份额,异地市场份额也将随着相关子公司业务的逐步开展实现增长。

在深耕驾培服务传统业务的同时,公司也积极进行横向、纵向的产业延伸。

1) 纵向延伸至汽车后市场,如汽车维修、汽车金融、汽车美容等,实现与传统主业的多元协同发展,提升公司盈利水平;

2) 横向拓展至航空培训,公司与昆明理工大学达成战略合作,拟共同投资航空学院,申办飞行技术等专业,开拓航空驾驶培训新的业务形式,分散公司经营风险,提升公司核心竞争力。

- **存在股价倒挂现象,存在一定安全边际。**2017年6月,公司完成第一期员工持股计划,累计通过二级市场买入约670万股公司股票,占总股本的1.59%,购买均价约为35.89元/股(倒挂13.8%)。7月13至7月14日,公司控股股东投资公司通过集中竞价方式增持468万股公司股票,占总股本的1.11%,7月13日至14日区间成交均价约34.80元/股(倒挂11.3%)。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为2.9亿、3.5亿和4.1亿元,对应的EPS分别为0.68元、0.83元、0.97元。公司是驾培培训行业龙头企业,稀缺性显著,跨区域布局有望提升公司核心竞争力,建议持续关注。
- **风险提示:**行业政策变动风险,市场竞争加剧的风险,异地扩张或不及预期的风险,并购企业业绩或不及预期的风险。

关键假设：

假设 1：荆州东方时尚 4 月份开始并表贡献业绩，带动 2017 年驾培服务跌幅收窄；随着已有分校市占率提升，广东、苏州等新建分校投入运营，2018-2019 年公司驾培服务业务实现较快增长，2017-2019 年毛利率分别为 55%、58%和 60%；

假设 2：陪练服务业务稳步发展，2017-2019 年毛利率维持在 30%左右；

假设 3：2018-2019 年，云南、石家庄等分校经过多年经营达到盈亏平衡，公司盈利水平得到一定提升。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
驾培服务	收入	1144.2	1130.4	1243.5	1343.0
	增速	-13.0%	-1.2%	10.0%	8.0%
	毛利率	52.9%	55.0%	58.0%	60.0%
陪练服务	收入	7.6	7.9	8.5	9.1
	增速	4.8%	5.0%	7.0%	7.0%
	毛利率	26.0%	28.0%	30.0%	32.0%
其他	收入	3.7	4.4	5.1	5.9
	增速	-22.7%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	47.2%	47.0%	47.0%	47.0%
合计	收入	1155.4	1142.8	1257.1	1357.9
	增速	-12.9%	-1.1%	10.0%	8.0%
	毛利率	52.7%	54.8%	57.8%	59.8%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1155.44	1142.83	1257.10	1357.94	净利润	236.39	275.21	336.28	391.53
营业成本	546.64	516.77	530.92	546.49	折旧与摊销	137.92	130.64	130.64	130.64
营业税金及附加	17.16	9.14	9.43	10.18	财务费用	-0.15	0.11	0.27	0.43
销售费用	38.89	37.71	40.23	42.10	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	230.58	214.85	226.28	230.85	经营营运资本变动	-534.55	23.95	-15.83	-8.67
财务费用	-0.15	0.11	0.27	0.43	其他	403.90	-15.00	-13.00	-16.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	243.50	414.91	438.36	497.93
投资收益	7.28	15.00	15.00	15.00	资本支出	-32.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-810.84	15.00	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-843.62	15.00	15.00	15.00
营业利润	329.59	379.23	464.97	542.89	短期借款	134.07	-134.07	0.00	0.00
其他非经营损益	9.21	8.38	8.66	8.57	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	338.80	387.62	473.63	551.45	股权融资	756.88	0.00	0.00	0.00
所得税	102.41	112.41	137.35	159.92	支付股利	-126.00	-49.19	-57.24	-69.81
净利润	236.39	275.21	336.28	391.53	其他	-0.22	-2.77	-0.27	-0.43
少数股东损益	-9.55	-11.01	-12.78	-14.10	筹资活动现金流净额	764.73	-186.03	-57.51	-70.24
归属母公司股东净利润	245.94	286.22	349.05	405.63	现金流量净额	164.62	243.89	395.85	442.69
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	500.63	744.52	1140.37	1583.06	成长能力				
应收和预付款项	10.40	18.69	18.61	18.92	销售收入增长率	-12.92%	-1.09%	10.00%	8.02%
存货	0.00	0.00	-2.00	-1.00	营业利润增长率	-25.34%	15.06%	22.61%	16.76%
其他流动资产	492.14	486.77	535.44	578.39	净利润增长率	-25.18%	16.42%	22.19%	16.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-20.04%	9.12%	16.84%	13.10%
投资性房地产	7.32	7.32	7.32	7.32	获利能力				
固定资产和在建工程	561.19	520.35	479.51	438.67	毛利率	52.69%	54.78%	57.77%	59.76%
无形资产和开发支出	713.29	640.75	568.22	495.69	三费率	23.31%	22.11%	21.22%	20.13%
其他非流动资产	345.06	327.79	310.52	293.25	净利率	20.46%	24.08%	26.75%	28.83%
资产总计	2630.03	2746.19	3057.99	3414.31	ROE	12.49%	12.99%	14.02%	14.39%
短期借款	134.07	0.00	0.00	0.00	ROA	8.99%	10.02%	11.00%	11.47%
应付和预收款项	424.42	453.02	484.96	518.65	ROIC	23.28%	19.29%	25.75%	32.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	40.45%	44.63%	47.40%	49.63%
其他负债	178.22	173.82	174.64	175.55	营运能力				
负债合计	736.71	626.85	659.61	694.20	总资产周转率	0.54	0.43	0.43	0.42
股本	420.00	420.00	420.00	420.00	固定资产周转率	2.21	2.30	2.76	3.27
资本公积	756.00	756.00	756.00	756.00	应收账款周转率	11368.09	10255.40	12503.71	11783.57
留存收益	454.21	691.24	983.05	1318.87	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	1630.21	1867.24	2159.05	2494.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.10%	—	—	—
少数股东权益	263.12	252.11	239.33	225.23	资本结构				
股东权益合计	1893.33	2119.35	2398.38	2720.10	资产负债率	28.01%	22.83%	21.57%	20.33%
负债和股东权益合计	2630.03	2746.19	3057.99	3414.31	带息债务/总负债	18.20%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.69	2.59	3.28	3.96
					速动比率	1.69	2.59	3.28	3.96
					股利支付率	51.23%	17.19%	16.40%	17.21%
					每股指标				
					每股收益	0.59	0.68	0.83	0.97
					每股净资产	3.88	4.45	5.14	5.94
					每股经营现金	0.58	0.99	1.04	1.19
					每股股利	0.30	0.12	0.14	0.17
业绩和估值指标									
EBITDA	467.36	509.99	595.88	673.96					
PE	53.40	45.89	37.63	32.38					
PB	8.06	7.03	6.08	5.26					
PS	11.37	11.49	10.45	9.67					
EV/EBITDA	26.91	23.91	19.80	16.85					
股息率	0.96%	0.37%	0.44%	0.53%					

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 20 楼

邮编：200120

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn