

业绩略超预期，未来火力全开

2016 年 4 月 6 日

投资要点

- 业绩全面爆发，表现略超预期。**公司 2015 年业绩全面爆发，全年实现收入 2.4 亿 (+160%)，其中车险代理为 1.54 亿 (+130%)，车管家为 0.86 亿 (+245%)。在创新商业模式全面深化下公司毛利率有所下滑，边际成本效应却也逐步凸显，三费占比由超过 30% 下降为 18%，净利率提高 7.11pct 至 12.54%；公司全年实现归母净利润 3,013 万 (+500.34%)，表现略超预期。
- 从毛利率变化看公司商业模式全面深化。**公司 2015 年整体毛利率为 37.92%，同比降低 7.12pct，两大业务车险代理与车管家毛利率均有所下降。
 - 车险代理直线加速“互联网+”。**公司车险代理可以划分为电话与互联网平台销售两种，前者直接面对终端客户，后者与汽车服务网点等合作获客。汽车服务网点等可以通过公司互联网平台便捷展业，将自有车主流量转化为车险客户并获取佣金分成，公司相应地打破行业发展瓶颈实现高速规模化发展。佣金分成的互联网模式比重加大使得业务毛利率有所下滑，由 2014 年的 42% 下降为 35%，但规模化下公司绝对盈利利润也获得迅速提升，收入由 2014 年的 6,673 万上涨到 1.54 亿，同比增长 130%，代理保费规模也增长超过一倍，营业利润同比增长超过 90%；
 - 车管家打开盈利空间。**银行为高端客户提供免费汽车美容等服务，公司的车管家业务为银行汽车服务整合提供商。2015 年公司与银行的结算方式逐步转变为基于高端客户的使用频次，该方式是银行在高度重视高端客户的价值下自主推行，期望高端客户通过切身享受服务提高对银行粘性。新结算方式下公司的毛利率有所下降，但是在银行配合推动下高端客户提高了使用汽车服务频次，公司盈利空间也全面打开，2015 年车管家实现营业收入 0.86 亿，同比增长 245%，营业利润同比增长也超过 170%。
- 未来业绩存在持续高速增长潜能。**
 - 车险代理业务，**国内车险保费规模每年保持 20% 增长，中介业务存量超过 2,500 亿，公司依托全国性资质和互联网平台模式打破行业难以规模化的瓶颈，当前公司代理保费规模超过 8 亿，海量空间下未来保费规模也存在持续翻番潜能；
 - 车管家业务，**从近期调研反馈来看，银行对高端客户的回馈更倾向于虚拟产品，汽车服务即其中一种，另外业内各领域供应商呈现“强者愈强，有限竞争”的特点，该特点源于风险主导型的银行对供应商设置高准入门槛，通过门槛的供应商随着服务年限增长不易被更换的同时也易于利用口碑和经验在其他银行推广。公司是银行汽车服务市场蓝海开拓者，2015 年业务收入主要来自于中国银行的广东与上海分行，当前业务已在中国银行其他多家分行推开，其他银行合作也在陆续推进。我们曾匡算银行汽车服务潜在需求超过 70 亿，公司有望凭借绝对领先的竞争地位获取持续高速增长。
 - 汽车金融业务，**从 2015 年报表可以看出公司该块业务已经开展，从牌照落地到业务展开不足一个月，可见公司在汽车服务领域积累的资源以及金融团队的执行能力。汽车金融业务可否迅猛发展取决于公司的融资能力，公司当前已开拓多种债务融资方式，该业务今年也有望贡献利润。
- 风险因素。**车险中介业务推进低于预期；车管家业务低于预期；人力资源管理 with 业务推进速度不匹配的风险。
- 盈利预测、估值分析与投资评级。**目前主板可比公司 2016~2017 年平均 PE 为 94X/61X；尚不考虑汽车金融业务，我们维持盛世大联 2016~2017 年 EPS 预测为 0.87/1.59 元，新增 2018 年 EPS 预测为 2.17 元，对应停牌前价格 2016~2018 年 PE 为 34/18/14X，PEG 为 0.58，维持“买入”评级。

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(万元)	9,247	24,039	43,545	79,984	114,936
增长率 YoY%	22.24	159.95	81.15	83.68	43.70
归母净利润(万元)	502	3,013	5,291	9,660	13,152
增长率 YoY%	39.31	500.34	75.58	82.58	36.15
每股收益 EPS(基本)(元)	0.10	0.52	0.87	1.59	2.17
市盈率 PE(x)	293	56	34	18	14

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 4 月 1 日收盘价



买入 (维持)

中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

执业证书编号：S1010510120019

叶倩瑜

电话：021-20262117

邮件：yeqianyu@citics.com

执业证书编号：S1010515040001

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

公司成立日期	2007-12-05
新三板挂牌日期	2014-12-31
新三板做市日期	2015-05-29
总股本/流通股本	60.6/23.43 百万股
近 12 月最高/最低价	26.01/3 元
近 1 月绝对涨幅	11.73%
近 6 月绝对涨幅	271.57%
今年以来绝对涨幅	271.57%
12 个月日均成交额	4.28 百万元
做市以来绝对涨幅	271.57%
做市商家数	2
做市商	兴业证券、华鑫证券

财务指标

14/15 营业收入	92.4/240.4 百万元
14/15 收入增速	5.8%/159.9%
14/15 净利润	5.17/30.34 百万元
14/15 净利增速	35%/486.8%
14/15 EPS	0.1/0.5 元
14/15 BPS	1.29/2.6 元
14/15 ROE	7.65%/19.09%
14/15 ROA	4.90%/11.14%

资料来源：Wind

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9,247	24,039	43,545	79,984	114,936
营业成本	5,083	14,924	28,162	52,202	76,128
毛利率	45.04%	37.92%	35.33%	34.73%	33.76%
营业税金及附加	524	1,328	2,395	4,399	6,321
营业费用	1,366	2,061	2,961	5,199	7,471
营业费用率	14.77%	8.57%	6.80%	6.50%	6.50%
管理费用	1,552	2,157	3,397	5,999	8,390
管理费用率	16.78%	8.97%	7.80%	7.50%	7.30%
财务费用	258	115	127	124	118
财务费用率	2.79%	0.48%	0.29%	0.16%	0.10%
投资收益	196	264	263	263	263
营业利润	523	3,743	6,658	12,156	16,551
营业利润率	5.66%	15.57%	15.29%	15.20%	14.40%
营业外收入	61	96	0	0	0
营业外支出	0	3	0	0	0
利润总额	584	3,835	6,658	12,156	16,551
所得税	66	802	1,332	2,431	3,310
所得税率	11.33%	20.90%	20.00%	20.00%	20.00%
少数股东损益	16	20	36	65	89
归属于母公司股东的净利润	502	3,013	5,291	9,660	13,152
净利率	5.43%	12.54%	12.15%	12.08%	11.44%

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	584	3,835	6,658	12,156	16,551
所得税支出	66	802	1,332	2,431	3,310
折旧和摊销	217	167	270	325	380
营运资金变动	4,083	2,158	4,016	7,725	10,646
其他	-8,134	-5,585	-10,734	-20,299	-27,853
经营现金流	-3,184	1,377	1,541	2,340	3,033
资本支出	-2,113	-962	-550	-550	-550
投资收益	196	264	263	263	263
其他	-	-5,964	-	-	-
投资现金流	-1,917	-6,663	-287	-287	-287
发行股票	100	960	-	-	-
负债变化	543	7,576	-6,120	1,320	1,339
股息支出	-	-	-	-	-
其他	1,747	3,836	5,994	-1,445	-1,457
融资现金流	2,390	12,372	-127	-124	-118
现金及现金等价物净增加额	-2,712	7,087	1,128	1,928	2,629

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,277	10,364	11,491	13,419	16,048
存货	0	0	0	0	0
应收账款	2,428	6,315	10,636	18,793	29,849
其他流动资产	4,243	4,447	4,863	5,585	6,294
流动资产	9,948	21,126	26,990	37,797	52,191
固定资产	61	92	128	159	184
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	36	1,565	1,856	2,098	2,290
其他长期资产	205	4,265	4,229	4,195	4,164
非流动资产	302	5,922	6,213	6,452	6,638
资产总计	10,251	27,047	33,204	44,249	58,829
短期借款	3,000	3,100	3,100	3,100	3,100
应付账款	161	426	845	1,462	1,903
其他流动负债	501	7,712	1,173	1,876	2,774
流动负债	3,662	11,238	5,117	6,438	7,777
长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	0.23	0.13	0.13	0.13	0.13
非流动性负债	0.23	0.13	0.13	0.13	0.13
负债合计	3,662	11,238	5,118	6,438	7,777
股本	5,100	6,060	6,060	6,060	6,060
资本公积	1,879	7,125	14,076	14,076	14,076
未分配利润	-417	2,596	7,887	17,547	30,699
股东权益合计	6,562	15,782	28,023	37,683	50,834
少数股东权益	27	28	63	129	217
负债股东权益总计	10,251	27,047	33,204	44,249	58,829

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率 (%)					
营业收入	22.24%	159.95%	81.15%	83.68%	43.70%
营业利润	38.04%	193.62%	88.70%	85.36%	45.83%
净利润	39.31%	500.34%	75.58%	82.58%	36.15%
利润率 (%)					
毛利率	45.04%	37.92%	35.33%	34.73%	33.76%
EBIT Margin	8.93%	16.35%	15.50%	15.27%	14.43%
EBITDA Margin	8.93%	16.35%	15.50%	15.27%	14.43%
净利率	5.43%	12.54%	12.15%	12.08%	11.44%
回报率 (%)					
净资产收益率	7.65%	19.09%	18.88%	25.64%	25.87%
总资产收益率	4.90%	11.14%	15.93%	21.83%	22.36%
其他 (%)					
资产负债率	35.72%	41.55%	15.41%	14.55%	13.22%
所得税率	11.33%	20.90%	20.00%	20.00%	20.00%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。