

信用等级公告

联合〔2020〕128号

东方时尚驾驶学校股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对东方时尚驾驶学校股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

东方时尚驾驶学校股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

东方时尚驾驶学校股份有限公司拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年一月七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

东方时尚驾驶学校股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次可转换公司债券信用等级：AA
公司主体信用等级：AA
评级展望：稳定
发行规模：不超过 4.28 亿元（含）
债券期限：6 年
转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本次可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2020 年 1 月 7 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	26.30	31.60	40.11	42.06
所有者权益(亿元)	18.93	21.93	20.66	20.77
长期债务(亿元)	0.00	1.10	1.50	2.89
全部债务(亿元)	1.37	3.34	7.80	8.31
营业收入(亿元)	11.55	11.73	10.51	8.55
净利润(亿元)	2.36	2.22	2.27	2.00
EBITDA(亿元)	4.81	5.01	5.01	--
经营性净现金流(亿元)	2.44	2.94	-2.54	4.29
营业利润率(%)	51.20	52.73	47.66	51.87
净资产收益率(%)	17.91	10.88	10.64	9.66
资产负债率(%)	28.01	30.59	48.49	50.63
全部债务资本化比率(%)	6.74	13.23	27.40	28.59
流动比率(倍)	1.69	1.38	0.99	0.86
EBITDA 全部债务比(倍)	3.51	1.50	0.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	117.93	32.91	11.61	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.12	1.17	1.17	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径，2019 年前三季度数据未经审计，相关指标均未年化；2. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3. 其他应付款中的付息项已计入短期债务；4. 长期应付款中的付息项已计入长期债务

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对东方时尚驾驶学校股份有限公司（以下简称“公司”或“东方时尚”）的评级反映了公司作为国内以驾驶培训为主业的唯一 A 股上市公司，在行业地位、部分区域市场占有率、品牌知名度及认可度、招生渠道等方面具有的综合竞争优势。同时，联合评级也关注到公司业务受政策影响较大、报名学员数和营业收入均有所下降、部分经营用地存在续期风险、在建项目尚需投资规模较大、债务规模增长较快且以短期债务为主、商誉存在进一步减值风险等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的建成并投入运营，公司经营规模将进一步扩大，综合实力有望获得提升。联合评级对公司的评级展望为稳定。

本次可转换公司债券条款的设置有利于债券持有人转股，且本次可转换公司债券募投项目的实施有利于公司进一步提高综合实力。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司拥有 5 个已成熟运营的驾培基地，分布于多个城市，一定程度可以分散单一区域经营风险。

2. 公司下属 5 个驾培基地均有驾驶人考试中心，且北京驾培基地为全国第一个“残疾人驾驶汽车训练示范基地”。

3. 公司拥有较高的品牌知名度及认可度，且招生渠道较为多元，能够为稳定的招生来源提供一定保障。

关注

1. 受驾考新规、北京疏解非首都功能力度持续加大等因素的影响，2016—2018年，公司北京校区招生人数有所下降。

2. 公司北京校区所使用土地部分通过租赁所得，但租赁合同 2017 年到期，新的租赁合同正在磋商中，未来若政府收回租赁土地，对公司经营将产生不利影响。

3. 近年来，公司在建项目投资规模较大，面临一定资金支出压力；公司债务规模增长较快且短期债务占比较大。

分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：[//www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

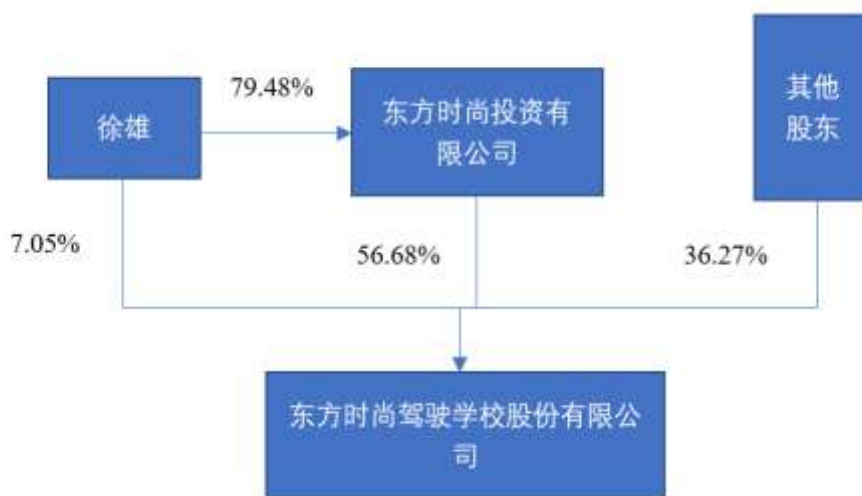

罗山岭

联合信用评级有限公司

一、主体概况

东方时尚驾驶学校股份有限公司（以下简称“东方时尚”或“公司”）成立于 2005 年 8 月，原名北京东方时尚驾驶学校有限公司（以下简称“东方时尚有限”），由北京时空新领域科技开发有限公司（以下简称“时空新领域”）与徐雄出资设立，注册资本 3,000 万元。2007 年，东方时尚有限第一次股权转让，徐雄收购时空新领域持有的东方时尚有限股权，东方时尚有限成为一人有限责任公司。后经多次股权转让，2011 年，东方时尚有限整体变更设立为股份公司，改制后由徐雄和其他 2 名自然人、11 家机构为发起人，注册资本增至 12,000 万元，公司名称变更为现名称。2014 年，公司以未分配利润、资本公积和盈余公积转增股本至 37,000 万元。2016 年 1 月，经中国证券监督管理委员会《关于核准东方时尚驾驶学校股份有限公司首次公开发行股票的批复》（证监许可〔2016〕93 号）核准，公司向社会公众公开发行 5,000 万股人民币普通股股票，注册资本变更为人民币 42,000 万元，股票代码为“603377.SH”，股票简称为“东方时尚”。2018 年，公司以资本公积转增股本，公司股本增至 58,800 万元。截至 2019 年 9 月底，公司股本为 58,800 万元，控股股东为东方时尚投资有限公司（以下简称“东方时尚投资”），徐雄先生合计持有公司 52.10% 的股份，系公司实际控制人。截至 2019 年 9 月底，东方时尚投资及其一致行动人徐雄先生已累计质押公司股份 24,827.60 万股，占其合计持有股份总数的 65.56%，占公司股本总额的 42.22%，质押比例较高。

图 1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：机动车驾驶培训；销售日用百货。

截至 2019 年 9 月底，公司内设招生办公室、法规教学处、教务处、考试管理处、资产管理处、客户服务中心、车辆维修处、培训考核处、财务处、人事处、办公室、科技信息处、安全保卫处、班车运营处、采购部、基建办公室、俱乐部和 9 个教学训练部门。截至 2019 年 9 月底，公司纳入合并范围子公司共计 15 家，在职员工 4,250 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 40.11 亿元，负债合计 19.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 20.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 17.48 亿元。2018 年，公司实现营业收入 10.51 亿元，净利润（含少数股东损益）2.27 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.54 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.41 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 42.06 亿元，负债合计 21.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 20.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益 17.11 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 8.55 亿元，净利润（含少数股东损益）2.00 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.29 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.38 亿元。

公司注册地址：北京市大兴区金星西路 19 号；法定代表人：徐雄。

二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

1. 本次可转换公司债券概况

本次债券名称为“东方时尚驾驶学校股份有限公司公开发行可转换公司债券”，以下简称（“本次可转换公司债券”）。本次可转换公司债券为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券，该可转换公司债券及未来转换的 A 股股票将在上海证券交易所上市。本次可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 4.28 亿元（含），具体发行数额将由公司股东大会授权公司董事会在上述额度范围内确定。本次可转换公司债券的期限为自发行之日起 6 年，每张面值为人民币 100 元，按面值发行；本次发行的可转换公司债券具体每一年的利率水平提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。

本次可转换公司债券无担保。

本次可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

（1）转股条款

初始转股价格的确认依据

本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

转股价格的调整方式及计算公式

本次发行的可转换公司债券发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股、派送现金股利等情况使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$

其中： P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， k 为配股率， A 为增发新股价或配股价， D

为每股派送现金股利，P1 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登董事会决议公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）；当转股价格调整日为本次发行的可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

转股价格向下修正条款

在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（2）赎回条款

到期赎回条款

在本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

（1）在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格高于当期转股价格的 130%（含 130%）；

（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时；

当期应计利息的计算公式为： $I_A = B \times i \times t / 365$ 。

I_A ：指当期应计利息；

B ：指本次发行的可转换公司债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额；

i ：指可转换公司债券当年票面利率；

t ：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（3）回售条款

有条件回售

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收

盘价格低于当期转股价的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次可转换公司债券募集资金扣除发行费用后，将用于投资以下项目：

表 1 本次可转换公司债券募集资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	拟投入募集资金金额
1	新能源车购置项目	30,000.00
2	偿还银行贷款和补充流动资金	12,800.00
合计		42,800.00

资料来源：公司提供

若本次扣除发行费用后的实际募集资金少于上述募集资金拟投入总额，公司董事会可根据项目的实际需求，在不改变本次募投项目的前提下，对上述项目的募集资金投入顺序和金额进行适当调整。

总体看，上述项目与公司主营业务相关，项目建设完成后公司业务拓展能力将有所加强，有助于进一步提升公司的综合竞争实力。

三、行业分析

公司主营机动车驾驶培训业务，属于汽车驾驶培训服务行业。

1. 行业概况

随着人们出行需求的不断增长、乘用车普及率的不断提高，驾驶技能作为一项生活必须技能而逐步受到普通民众的重视，汽车驾驶前后端服务的刚性需求随之日益凸显，市场潜力逐步释放，驾培服务行业整体发展稳定，未来仍有一定发展空间。

2013—2017 年，我国机动车驾驶员培训人数整体呈现持续增长态势。根据《中国道路运输发展

报告（2016）》《中国道路运输发展报告（2017）》，2016 年我国共完成机动车驾驶员培训 2,686.6 万人次，同比增加 2.3%。2017 年，我国共完成机动车驾驶员培训 2,706.7 万人次，同比增加 0.7%，其中培训合格的达 2,241.7 万人次，合格率为 82.8%。

图 2 近年来我国机动车驾驶员培训完成情况



资料来源：《中国道路运输发展报告（2017）》

伴随下游需求的持续增长，2013—2017 年，驾驶员培训服务业户的数量亦呈现持续增长态势。截至 2016 年底，全国共有机动车驾驶员培训业户 16,512 户，同比增加 1,404 户，增幅为 9.3%。截至 2017 年底，全国共有机动车驾驶培训机构 17,804 户，同比增加 1,292 户，增幅 7.8%，从类型来看，普通机动车驾驶员培训业户主要以三级类型为主。2016 年三级类型比例为 52.2%且持续保持高速增长，增长率达 19.0%；一级和二级机动车驾驶员培训业户增幅分别为 1.4%和 0.5%。机动车驾驶员培训业户的数量在持续增长，整体类型以三级业户为主，呈现“小而散”的特点。

图 3 2012 - 2017 年我国机动车驾驶员培训机构数量及增长率



资料来源：《中国道路运输发展报告（2017）》

据公安部交管局统计，截至 2018 年底，全国机动车保有量达 3.27 亿辆，其中汽车保有量 2.40 亿辆，与 2017 年底相比，汽车保有量增加 2,285 万辆，增长 10.51%。2018 年机动车新注册登记量达 3,172 万辆。

2018 年机动车驾驶人数量达 4.09 亿人，其中汽车驾驶人超 3.69 亿人，占驾驶人总量的 89.06%，汽车驾驶员占总人口比由 2012 年的 14.79%，持续上升至 2018 年的 26.55%。随着人们出行需求的不断增长，掌握驾驶技术已成为人们社会生活中的必备基本技能，人们对学习机动车驾驶技术的需求不断扩大，导致机动车驾驶员培训完成人数持续增长。

2. 行业上下游

汽车驾驶培训服务行业的发展受上游制约很小；下游直接面对城乡居民，具有较为稳定的客户群体。

汽车驾驶培训服务行业的上游行业为汽车及相关行业。行业主要采购对象是汽车及零配件、燃料，因此企业提供服务前，需要与汽车生产商、经销商、燃料提供商相互沟通，根据企业需要集中采购。目前，国内汽车制造及销售已形成完全市场化竞争，大型服务企业对汽车采购及维修需求相对较大，对上游供应商有一定的议价能力。与此同时，汽车及燃料成本占公司经营成本比重有限，因此行业对上游汽车及相关行业依赖性较低。

汽车驾驶培训服务行业的下游为客户，即最终消费者，受中国道路交通基础设施建设完善、人均收入持续提升、汽车售价降低、民众对汽车驾驶消费观念变化等诸多因素的影响，近年来私人汽车已逐步成为生活必需品且保有量逐年较快增长，给汽车驾驶培训服务行业提供了较为稳定的客户群体。

3. 行业政策

我国对服务业发展的支持，以及驾驶人考试规范性的提高，有利于驾驶培训行业的发展；驾驶证自学直考政策的出台对驾驶培训行业影响有限。

根据《国务院关于加强发展服务业的若干意见》（国发〔2007〕7 号），近年来我国大力培育服务业市场主体，优化服务业组织结构。鼓励服务业企业增强自主创新能力，通过技术进步提高整体素质和竞争力，不断进行管理创新、服务创新、产品创新。依托有竞争力的企业，通过兼并、联合、重组、上市等方式，促进规模化、品牌化、网络化经营，形成一批拥有自主知识产权和知名品牌、具有较强竞争力的大型服务企业或企业集团。鼓励和引导非公有制经济发展服务业，积极扶持中小服务企业发展，发挥其在自主创业、吸纳就业等方面的优势。

根据国务院办公厅发布的《国务院办公厅关于加强发展服务业若干政策措施的实施意见》（国办发〔2008〕11 号），我国将加快实施品牌战略。大力支持企业开展自主品牌建设，鼓励企业注册和使用自主商标。鼓励流通企业与生产企业合作，实现服务品牌带动产品品牌推广、产品品牌带动服务品牌提升的良性互动发展。

2016 年 4 月 1 日，《公安部关于修改〈机动车驾驶证申领和使用规定〉的决定》和《关于机动车驾驶证自学直考试点的公告》正式实施。小汽车自学直考、自主约考、异地考试办证、放宽残疾人学车考证等措施正式施行。自学直考是在天津、包头、长春、南京、宁波、马鞍山、福州等 16 个试点城市中，学员可在车辆条件、随车指导人员条件均满足的情况下，在交管部门指定的时间、路线上自学驾驶技能。自学驾驶的车辆必须是非运营小型汽车，必须加装副刹车和辅助后视镜等装置，经检验合格后才能成为自学用车，对驾驶员培训服务行业影响有限。

2017年10月1日新修订的《机动车驾驶人考试内容和办法》（GA1026）实施。新的驾考中更加重视理论知识的考察，调整了理论内容，且上调了内容比例。内容的调整主要是为了提升学员安全文明的意识，新增理论内容涉及到交通法规、重大事故了解、文明驾驶知识等，其次更加重视题目内容与实际道路环境的结合，让考核内容更具实用性。实际操作考核中也将实用性的内容相应的提高的比重，原有的科目二项目中的倒车入库和侧方停车经过新规的更改新增了时间的限制，提高对学员的操作规范要求。

4. 行业关注

在驾驶员培训步入市场化机制运作后，各类驾校大量产生。近年来驾校数量仍在增长，但在教学质量、效果上各驾校发展不一致，各地区之间差距较大，“小规模、过于分散、实力不强”是目前驾校的主要现状。

（1）教学模式陈旧，内部缺乏科学管理体系

目前我国机动车驾驶员培训管理体制实行训考分管机制，随着各部门日益强化对机动车驾照考试的监管，考试难度也相应提高。但许多驾校内部缺乏科学的管理系统，无切实可行的规章制度，在教学方法上沿用旧的教学模式，在实际操作中压缩学员上车时间、一车配多名学员的现象多有出现，在培训过程中放松对学员的要求，缺乏对学员进行全面教育的思想，整个教学系统缺乏系统性和全面性。

（2）缺乏品牌意识

品牌是企业核心价值的体现，是一种无形资产，缺乏品牌意识将严重制约驾校的长远发展。许多驾校注重如何获取更多的经济利益上，忽视自身发展的长期规划。各驾校不是通过品牌价值来赢得消费者，而是主要依靠降低价格来提高市场占有率，这样就造成整个行业陷入恶性循环中；同时许多驾校缺乏品牌意识，在驾校发展过程中不注重品牌建设，忽视品牌的重要性。

（3）人口红利消失，供大于求，行业成长性受限

中国驾培市场的学员以18~30岁的青年人为主，人口红利已基本消失，每年的学员总量已经从峰值下降，未来十年驾培市场规模将较为稳定，行业成长性受限。在过去10年间，驾校数量随着市场需求快速增长，部分地区市场出现供给大于需求的现象，竞争日趋激烈。

5. 行业发展

随着乘用车普及率的继续提高，汽车驾驶培训行业未来仍将保持稳定增长趋势。

（1）汽车驾驶已成为重要生活技能，汽车驾培市场将稳步增长

随着生活水平的发展，汽车驾驶已经越来越成为人们的基本生活和工作技能，不论是否购置车辆，驾驶技能已与日常办公软件、基本英语水平等一样，由传统的生存技能转化为人们的生活技能，甚至成为了中国人必须掌握的生活技能之一。因此汽车驾培市场将稳步增长。

（2）汽车驾培服务逐步突破地域束缚，二、三线城市成为新的增长点

北京、上海等城市已逐步实现驾培服务行业规范化发展，市场规模增长逐步稳定，汽车驾驶员年增量数据趋于平稳，这些城市呈现出行业发展进入成熟阶段的特点。在一线城市涌现一些管理水平高、教学设施好、品牌优势突出的汽车驾培服务企业，随着区域性市场整合，预计未来五年内，一线城市将呈现行业集中程度逐步提高的趋势，优势企业将实现规模型扩张，突破行业发展的地域性束缚。近年来中国经济快速发展，公路总里程数不断增长，道路交通、用车环境等基础设施配套日趋成熟，二、三级城市的汽车驾驶服务市场逐步变大，呈现加速发展的趋势。

（3）优质企业将逐步实施跨地区经营

驾培服务企业有区域化发展的特点。但一些规范的大型驾培服务机构将逐步“走出去”，在全国范围内开展业务，实现跨地区连锁化经营。从驾培服务行业的发展趋势来看，随着人们生活水平提高，对服务意识和要求也随着提高，而国内市场规模却是不断增长的，这就必然导致行业内的公司优胜劣汰，不断进步，一些规范经营的公司通过跨区域发展一方面提升了自己的市场占有率，另一方面将良好的经营理念、管理模式和运行水平进行有效的传播和推广。

（4）服务链集成和多元化发展战略是驾培服务企业发展方向之一

部分优秀驾培服务机构凭借园区化经营服务平台，已逐步实施驾培服务链集成和业务多元化经营战略，并在经营模式和业务类型上取得突破。从驾培服务业务链横向发展，实现体检、约车、电话客服、预约考试、代理办证、证照年检、班车接送、食堂餐饮、商店超市等主营和配套服务的集成；从业务多元化纵向发展，实现汽车驾培服务、汽车维修、汽车消费金融、汽车美容等汽车消费综合服务业务的集成。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为国内以驾驶培训为主业的唯一 A 股上市公司，部分区域市场占有率较大，品牌知名度较高，经营资质齐全

公司主营机动车驾驶员培训业务，属于汽车消费综合服务商。公司提供驾培服务、陪练服务、汽车维修、汽车保险代理等汽车消费相关服务和产品，是 A 股唯一一家驾培企业。

2016—2018 年，公司在主要经营区域的市场占有率呈上升趋势，北京地区市场占有率分别约为 27.40%、29.96%和 35.23%；昆明地区市场占有率分别约为 9.81%、9.18%和 11.70%；石家庄地区市场占有率分别约为 2.12%、3.44%和 3.79%；2017 年、2018 年公司在荆州城区市场占有率分别约为 25.87%和 37.35%。

公司所获经营许可证包括驾驶员培训许可证、道路运输经营许可证、保险兼业代理业务许可证等

2. 人员素质

公司管理层具备多年的相关业务经历和企业管理经验，综合素质较高；员工学历和岗位构成能够满足公司经营需要。

公司现有董事、监事、高级管理人员共 20 名，其中，总经理 1 名、副总经理 9 名，重要高管均在公司任职多年，熟悉公司经营管理特点和发展方向，管理经验丰富。

公司董事长徐雄先生，1972 年出生，中国国籍，拥有美国永久居留权，硕士研究生学历。1992 年至 1995 年任某酒店用品供应中心经理，1995 年至 2005 年任京安艺校校长，2005 年至 2011 年任东方时尚有限董事长，2011 年至今任公司董事长，是公司及“东方时尚”品牌的主要创始人。

公司董事兼总经理闫文辉先生，1966 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。本科学历。1992 年至 1993 年担任北京海虹涂料厂业务厂长，1993 年至 1995 年担任北京辰天出租汽车公司经理，1995 年至 2005 年担任京安艺校副校长，2005 年至 2011 年任东方时尚有限总经理，2011 年至今任公司总经理及董事。现兼任政协北京市大兴区第四届委员、政协北京市第十二届执行委员、工商联北京市第十一、十二届执行委员。

截至 2019 年 9 月底，公司拥有职工 4,250 人。从文化程度来看，硕士及以上占 0.14%，本科学

历占 5.44%，大专学历占 20.87%，大专以下学历占 73.55%；从岗位构成看，其中教练占 64.78%，销售及客服人员占 20.42%，研发与技术人员占 4.21%，行政文员占 2.75%，高级管理人员占 2.02%，其他占人员 5.82%。

五、公司管理

1. 治理结构

公司作为上市公司，治理结构完善，运行较规范。

公司严格按照《公司法》及有关规定，设立了股东大会、董事会（及各专门委员会）、监事会及经营管理机构，逐步建立健全了法人治理结构。公司根据《公司章程》，对股东大会、董事会、监事会权责作出了明确的规定。公司制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》和《总经理工作细则》。股东大会、董事会、监事会按照《公司法》及《公司章程》的规定行使权利、履行义务，公司重大决策均按照《公司章程》及公司内部相关规定进行。

《公司章程》规定股东大会由公司全体股东组成。股东大会是公司的权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事，决定有关董事的报酬事项；选举和更换由股东代表出任的监事，决定有关监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议；对发行公司债券作出决议；对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议等职权。

公司董事会由 8 名董事组成，设独立董事 3 名，均由股东提名经股东大会选举产生。董事会设董事长 1 名，由董事会选举产生。根据《公司章程》规定，董事会依法行使负责召集股东大会，并向大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司监事会由 5 名监事组成，其中 3 名监事由股东提名，股东大会选举产生，2 名监事为职工监事，由职工代表大会选举产生。监事会设监事会主席 1 名，由监事会选举产生。根据《公司章程》规定，监事会依法行使检查公司的财务；对董事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、法规、章程或者股东大会决议的董事、总经理和其他高级管理人员提出罢免的建议；当董事、总经理和其他高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求其予以纠正；提议召开临时股东大会，在董事会不履行召集和主持股东大会会议职责时召集和主持股东大会会议；向股东大会会议提出提案等职权。

公司设立经营管理机构，负责公司的日常管理工作，并向董事会负责。公司设总经理 1 名，由董事长提名，经董事会聘任或解聘，总经理每届任期三年，连聘可以连任。总经理负责执行董事会的决议，组织领导公司的日常经营管理工作。

2. 管理水平

公司管理运作较规范，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

公司内设招生办公室、法规教学处、教务处、考试管理处、资产管理处、客户服务中心、车辆维修处、培训考核处、财务处、人事处、办公室、科技信息处、安全保卫处、班车运营处、采购部、基建办公室、俱乐部和 9 个教学训练部门，制定了相关的具体配套制度。

资金管理方面，财务处是负责公司货币资金管理的职能部门，公司的现金收支和保管业务均由

财务处统一办理，其它部门无权受理现金收支业务。现金的收入、支出和保管只限于出纳人员负责办理，非出纳人员不得经管现金。

关联交易决策方面，公司与关联人发生的交易金额在 3,000 万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值 5%以上的关联交易(公司提供担保、获赠现金资产、单纯减免公司义务的债务除外)，以及公司为关联人提供担保，应当由董事会通过后将该交易提交公司股东会审议通过，方可实施。公司与关联法人发生的关联交易金额在 300 万元以上，且占公司最近一期经审计净资产 0.5%以上的关联交易(公司提供担保除外)，由董事会通过后，方可实施。公司与关联自然人发生的关联交易金额在 30 万元以上的关联交易(公司提供担保、获赠现金资产、单纯减免公司义务的债务除外)，由执行董事通过，方可实施。公司不得直接或者间接向执行董事、监事、高级管理人员提供借款。除前述以外的关联交易，由总经理批准，方可实施。

六、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业收入波动下降，综合毛利率较为稳定。公司最主要的收入和利润来自北京校区，但受到北京非首都功能疏解以及驾考新规实施等因素影响，公司北京市场生源数量及收入呈下降态势，公司京外市场收入规模较小且盈利能力一般。

公司主要经营驾驶培训业务，主营业务收入分驾培服务和陪练服务收入。驾培服务是公司收入及毛利润主要来源，2016—2018 年，驾培服务占公司主营业务收入的比重分别为 99.02%、98.87% 和 99.21%。2016—2018 年，公司营业收入波动下降，分别为 11.55 亿元、11.73 亿元和 10.51 亿元，其中 2018 年营业收入较上年下降 10.41%，主要系北京疏解非首都功能使外来人员减少以及驾考新规实施使招生人数有所下降所致；净利润分别为 2.36 亿元、2.22 亿元和 2.27 亿元。2016—2018 年，公司主营业务收入分别为 11.52 亿元、11.68 亿元和 10.44 亿元，占营业收入的比重分别为 99.68%、99.54%和 99.54%，主营业务十分突出。

毛利率方面，2016—2018 年，公司驾培服务毛利率波动下降，但仍然保持在较高水平，2018 年为 49.09%，较 2017 年下降 4.56 个百分点，主要由于毛利率相对较高的北京地区收入下降所致。受此影响，2016—2018 年，公司综合毛利率波动下降。

表 2 近年来公司营业收入构成及毛利率情况(单位: 万元、%)

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
驾培服务	114,416.18	99.02	52.88	115,977.71	98.87	53.65	103,575.72	99.21	49.09	81,504.80	95.84	55.00
陪练服务	756.71	0.66	26.00	794.16	0.68	27.91	819.93	0.79	17.80	571.00	0.67	16.53
航空服务	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2,968.51	3.49	8.41
主营业务收入小计	115,172.88	99.68	52.71	116,771.87	99.54	53.47	104,395.65	99.54	48.84	85,044.31	99.44	52.93
营业收入	115,543.81	100.00	52.69	117,308.83	100.00	53.69	105,091.87	99.34	48.98	85,526.50	100.00	53.00

资料来源：公司年报，联合评级整理。

分区域来看，2016—2018 年，公司收入主要来源于北京地区，北京地区收入占比均在 80%以上；2018 年北京地区收入较上年下降 10.82%至 85,692.55 万元，主要系北京非首都功能疏解、驾考新规的实施，以及年龄满 18 周岁人口规模下降等因素所致。随着人口疏解政策影响的逐步减弱，北京地区的经营情况有所好转，2019 年 1-9 月，北京地区营业收入同比增长 5.90%。云南昆明为公司收入

的第二大来源地区，但近年来收入持续下降，年均复合下降 14.98%，主要系区域市场竞争激烈使得学员减少及学费下降所致。2017 年起，公司新开拓荆州市场，当年收入比重达 5% 以上，2018 年荆州地区收入较上年增长 2.91%。2016—2018 年，石家庄收入占比很小，对公司收入影响不大。

毛利率方面，2016—2018 年，北京区域毛利率较高且较为稳定；云南昆明区域毛利率持续下降，主要系竞争激烈所致；河北石家庄区域收入占比小、毛利率持续为负，主要系产能闲置、收费价格低以及计提校区工程摊销成本较大所致。2018 年湖北荆州市场毛利率 48.64%，较上年下降 19.76 个百分点，主要系市场竞争加剧，驾培费用下降所致。

表 3 近年来公司分区域收入情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
北京	99,322.18	86.24	59.86	96,088.74	82.29	61.48	85,692.55	82.08	58.05
云南昆明	13,678.99	11.88	28.81	11,877.84	10.17	22.31	9,887.65	9.47	15.73
河北石家庄	2,171.71	1.89	-127.48	2,920.43	2.50	-113.33	2,759.58	2.64	-118.14
湖北荆州	--	--	--	5,884.87	5.04	68.40	6,055.87	5.80	48.64
合计	115,172.88	100.00	52.71	116,771.87	100.00	53.47	104,395.65	100.00	48.84

资料来源：公司年报

2019 年 1—9 月，公司主要经营数据同比有所改善，实现营业收入 8.55 亿元，同比增长 5.90%；营业利润 1.99 亿元，同比增长 22.06%；净利润 2.00 亿元，同比下降 2.14%；扣非后归属于母公司净利润 1.42 亿元，同比增长 88.67%；综合毛利率 53.00%，较为稳定；公司新增航空服务业务，实现收入 2,968.51 万元，对收入贡献较小。

2. 驾培服务

（1）驾培基地情况

公司现有四个驾驶培训基地，北京校区成立时间长，品牌知名度高，在北京地区具有较强的竞争力，但北京校区租赁协议尚未续签，存在被收回风险。同时，受北京校区招生人数下降，公司教练人数持续下降，年可培训的人数波动下降。

公司自 2005 年在北京大兴建立北京驾培校区，开始发展驾驶员培训业务，随着北京校区的发展成熟，公司开始逐步在北京以外城市通过自建及收购的形式建立驾培基地。截至 2019 年 9 月底，公司投入运营的驾培基地共计 5 家，分别位于北京、云南昆明、河北石家庄、湖北荆州及山东淄博，同时公司正在重庆、湖北武汉以及山西晋中等地筹划建立新校区。

2016—2018 年，公司教练人数持续减少，年均复合下降 10.41%，主要系北京校区报名和受理的学员人数持续下降，公司节约成本主动减员所致；公司备案教练车辆波动下降，年均复合下降 0.68%，其中 2017 年备案教练车辆较上年增长 8.71%，主要系上年教练人数基数较大，而车辆配比较少，增加车辆配比所致；公司可培训人数上限受教练人数和培训车辆的影响波动下降，年均复合下降 6.92%。2019 年 1—9 月，公司将老旧车型按照报废年限报废处理，截至 2019 年 9 月底，教练车较年初下降 4.08% 至 3,008 辆，教练人数下降 6.32% 至 2,727 人，年可培训人数上限下降 2.61% 至 304,422 人。

表 4 近年来公司训练基地情况

项目	2016 年底	2017 年底	2018 年底	2019 年 9 月底
已备案教练车合计（辆）	3,179	3,456	3,136	3,008
其中：北京	2,161	2,161	2,022	1,844
昆明	568	576	519	519
石家庄	450	450	340	359
荆州	--	269	255	286
教练人数合计（人）	3,627	3,354	2,911	2,727
其中：北京	2,767	2,466	2,184	2,039
昆明	569	523	393	367
石家庄	291	288	249	235
荆州	--	77	85	86
年可培训人数上限合计（人）	360,763	379,881	312,590	304,422
其中：北京	254,998	254,277	194,112	195,412
昆明	45,765	46,236	51,158	36,722
石家庄	60,000	60,000	48,960	51,696
荆州	--	19,368	18,360	20,592

注：上述测算均以单人单车测算，但实际培训中部分科目存在多人一车情形，所以实际的年可培训人数上限要大于上表数
 资料来源：公司提供

公司北京校区位于北京市大兴区，截至 2019 年 9 月底，分为中心区、东区和西区，训练道路主要分布于中心区、东区和西区。北京校区可以提供 A1、A2、B1、B2、C1、C2、C5、D、E 等机动车驾驶培训，且北京校区为北京市车管所设定的 24 处考场之一，北京市车管所还在公司设立了驾驶证服务站，北京校区学员考试合格后当天即可获得驾驶执照。整体看，北京校区成立时间较长，且为驾驶人考场，整体竞争实力较强。

北京校区的中心区是核心经营区，配置有办公场地、法规培训教室、模拟机训练教室、驾驶训练考场和模拟训练道路，土地使用权为公司自有，面积 225 亩，已取得国有土地使用权证。公司东区大部分为代征绿地，涉及土地面积 183 亩，其中公司实际使用约 117 亩（包括长度约 6.4 公里的训练道路及少数构筑物等辅助训练设施），其他为绿化带等。公司与北京兴创投资有限公司（以下简称“兴创投资”）于 2009 年签署了《临时占用绿化协议》，兴创投资对东区土地收储后，将其委托给公司进行绿化和配套设施建设（含道路）、养护，在完成东区土地的征地手续后，公司按相关规定于 2011 年 8 月与北京市大兴区园林绿化局签署了《代征绿地移交书》，已将东区代征绿地移交给大兴区园林绿化局。公司已在 2011 年 4 月将东区建设的项目全部转让给控股股东。西区为预收储土地，涉及土地面积 1,056 亩，公司通过与兴创投资签订《北程庄公园项目委托代理协议书》（以下简称“协议书”）获得了该地块部分土地的使用权，截至 2019 年 9 月底，公司实际使用约 390 亩（包括长度约 70 公里的训练道路及少数构筑物等辅助训练设施）。公司与兴创投资签订的协议书未对西区租用的土地使用期限进行明确规定，但兴创投资与相关村集体签署的涉及公司西区的部分土地租用协议期限至 2017 年 9 月结束，截至 2019 年 9 月底，已过土地租用时限，目前公司正在兴创投资的协调下与相关村集体就西区部分土地的租用进行协商，如不能续签，公司将不能继续使用西区，根据《北京市大兴区土地利用总体规划（2006—2020 年）》，西区用地规划为风景旅游用地。若公司东区和西区训练场地被要求限期拆除、整改，公司训练道路将会有所减少，将对公司经营业绩产生较大不利影响。

石家庄校区于 2014 年建成投入使用，位于石家庄市鹿泉区，分为办公区和训练区。租赁经营土

地约 290 亩，可以提供 A1、B2、C1、C2、C5 机动车驾驶培训。该基地土地为公司 2013 年向石家庄市公安交通管理局租赁获得，租赁期限 15 年，租金起始为每年 700 万元，以后每年递增 15 万元，基地的地上建筑物为公司自行建设，主要包括新建房屋建筑物及其装修装饰，培训场地的改建、铺路、绿化及配套考试场的升级改造。2014 年，该基地相关工程已完工并投入使用，但由于产权尚未办理，且预计不能以公司名义办理¹，故将上述工程结转至长期待摊费用核算，按 15 年（土地租期）进行摊销。由于石家庄校区训练区域规模较大，但学员规模相对较小，相关训练设备未得到充分利用，且摊销等成本较大，目前尚处于亏损状态。

云南昆明校区于 2014 年建成投入使用，位于昆明市嵩明县，昆明校区可以提供 A1、B2、C1、C2、C5 等机动车驾驶培训。

荆州市校区为公司 2017 年收购获得，分为主校区、安运校区、洪湖校区三个校区。主校区位于荆州城南经济开发区金江路 99 号，可提供 C1、C2、C5、B1、B2、A1、A2、A3 机动车驾驶执照的培训；安运校区位于荆州市沙市区（荆州城区）荆监一级公路原收费站旁，土地为租赁获得，可提供 C1、C2、B2、A2 机动车驾驶执照的培训和考试业务；洪湖校区位于洪湖市螺山村，可提供 C1、C2 机动车驾驶执照的培训和考试业务。荆州主校区为荆州市车管所设定的驾驶人考场之一，能够为荆州校区获取学员提供竞争力。

（2）招生

公司招生渠道较为多元，品牌知名度及认可度较高，在生源获取方面具有一定优势；但近年来政策变动及新增适龄学车人口数量的减少使公司报名学员数量波动减少，公司主业受外部环境影响较大。

公司招生以自主招生为主，代理招生为辅，同时定向服务集团类客户，为学员提供了自学员报名至获得驾驶执照的全流程服务链条，有效地支撑了较好的客户体验。此外，公司是全国第一个“残疾人驾驶汽车训练示范基地”，还拥有外籍学员培训资质，生源更为广泛性。公司招生渠道较为多元，设立了招生分部、签约客户服务中心、网络招生和代办招生机构四种招生渠道，可以满足不同学员的报名需要，另一方面公司驾校所在城市招生点分布广泛，对公司品牌能够起到一定宣传作用。

招生分部是公司在各主要区域开设的招生点，方便该区域学员就近报名，截至 2019 年 9 月底，公司共设立招生分部 62 家，其中北京 26 家，昆明 17 家，石家庄 16 家，荆州 3 家。

网络招生主要是学员可以利用公司官方网站、手机 APP、电商平台开辟的网上报名通道报名学车，随着智能手机的普及和宣传力度的加强，网络招生成为公司重要的招生渠道。

签约客户服务中心主要针对目标客户人员较多的大机构进行定向宣传、定向招生，在企业和学校设立固定的代理和定期的现场宣传，根据其需求制定相应的服务方案。对于企业客户，公司可通过企业的内部 OA 平台进行通告；在高校，公司除设点外还会参与学校组织的各类大型活动进行宣传，该模式为公司提供了较为稳定的生源。近年来，公司设立的签约客户服务中心与京东、百度、360 等企业集团，以及北京大学、清华大学、北京交通大学等多家高等院校签订了战略合作协议。截至 2019 年 9 月底，公司已经设立 71 家签约客户服务中心，其中北京 29 家，昆明 8 家，石家庄 33 家，荆州 1 家。

代办招生机构是公司针对招生分部覆盖不到的区域，建立的代理招生点。公司一般和个人签署代办协议，授权其为东方时尚的合法招生门店。截至 2019 年 9 月底，公司已设立了 36 家代办招生机构，其中北京 22 家，昆明 4 家，石家庄 10 家。

¹ 主要由于石家庄校区的土地均为租赁获取，且地面建筑部分为原有建筑基础上修葺获得，部分建筑为公司新建，故无法获取产权证，将投入成本计入长期待摊费用。

除自主招生和代理招生外，公司还通过“口碑式营销”模式获取学员，主要是以学员的满意为基础，通过学员的宣传和介绍，给公司带来学员的一种招生方法。

表 5 近年来公司招生情况（单位：人）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
年内报名学员数	220,929	227,155	207,544	175,386
其中：北京	188,059	179,117	159,396	137,209
昆明	25,213	23,436	20,072	15,707
石家庄	7,657	11,726	9,446	8,664
荆州	--	12,876	18,630	13,806
受理人数	223,651	226,425	210,369	177,049
其中：北京	191,575	178,222	162,527	137,070
昆明	24,348	23,297	19,790	15,901
石家庄	7,728	10,720	9,706	8,758
荆州	--	14,186	18,346	15,320
毕业人数	201,212	210,563	200,399	158,606
其中：北京	171,865	167,885	155,836	123,007
昆明	23,346	22,004	20,236	15,288
石家庄	6,001	7,685	9,258	7,504
荆州	--	12,989	14,979	12,807

注：由于部分年底报名学员会于下年初被受理，因此会出现当年受理人数大于当年报名人数情况

资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司报名人数波动下降，分别为 220,929 人、227,155 人和 207,544 人，其中 2018 年较上年下降 8.63%，主要系受北京疏解非首都功能的政策持续实施，北京校区报名人数下降所致。2016—2018 年，受报名人数波动影响，公司受理学员波动下降，受理学员分别为 223,651 人、226,425 人和 210,369 人，毕业人数持续下降，分别为 201,212 人、210,563 人和 200,399 人。

（3）课程服务

公司驾培班型丰富，能满足各种类型的驾驶员培训需求，但受竞争加剧的影响，驾驶员人均培训费用持续下降。

公司主要为机动车驾驶员提供培训服务，公司持有一级普通机动车驾驶员培训许可，可以从事三种（含三种）以上相应车型的普通机动车驾驶员培训业务，公司具体培训服务流程见附件 2-机动车驾驶员培训服务流程图。截至 2019 年 9 月底，公司提供九种准驾车型的培训服务，涵盖了 A1、A2、B1、B2、C1、C2、C5、D、E 等机动车驾驶培训行业的培训车型。公司根据不同的学员群体、学车类型、学习时间，配置了不同品牌的车辆、学车时间及不同的培训班型，公司提供驾驶员培训服务的主要班型如下表所示。

表 6 公司北京校区培训课程情况

班型	车型	驾照	价格
学生私人定制班	伊兰特（手动挡/自动挡）	C1/C2	单人报 5,800
			双人报 5,500
			三人报 4,980
学生假日班	伊兰特（手动挡/自动挡）	C1/C2	单人报 6,000
			双人报 5,800
			三人报 5,500

白领私人定制班	伊兰特(手动挡/自动挡)	C1/C2	单人报 6,300
			双人报 6,100
			三人报 6,000
学生普通计时班	伊兰特(自动挡)	C1	单人报 5,200
			双人报 4,980
			三人报 4,800
速成班	宝来(手动挡/自动挡)	C1/C2	6,300
	伊兰特(手动挡/自动挡)	C1/C2	
预约计时班	宝来(手动挡/自动挡)	C1/C2	5,600
	伊兰特(手动挡/自动挡)	C1/C2	
假日班	宝来(手动挡/自动挡)	C1/C2	6,600
	伊兰特(手动挡/自动挡)	C1/C2	
贵宾班	宝来	C1/C2	11,000
			15,000
外宾班	宝来	C1/C2	11,000
			15,000
外籍换证	--	C1/C2	1,000
先学后付	伊兰特	C1/C2	首付 1,680
残疾人专用车型	伊兰特	C5	5,100
增驾大客	金龙(中通)	A1	13,800
增驾中客	金龙	B1	9,800
增驾大型货车	东风	B2	13,800
初学大型货车	东风	B2	19,000
牵引车	东风天锦	A2	19,000
摩托车平日班	嘉陵三轮摩托	D	2,200
	银钢三轮摩托	D	2,000
	二轮摩托	E	1,800
	轻便摩托	F	900
摩托车假日班	嘉陵三轮摩托	D	2,500
	银钢三轮摩托	D	2,300
	二轮摩托	E	2,100
	轻便摩托	F	1,200
摩托车贵宾班	三轮摩托	D	3,800
摩托车外宾班	二轮摩托	E	3,300

注：速成班和假日班合成为预置班型
 资料来源：公司提供

公司为学员提供了自学员报名至获得驾驶执照的全流程服务，学员报名后可以使用公司网络预约课程系统，根据自身时间直接通过网络预约学习时间和选择教练，同时也可以由专员协助安排整个课程学习。公司设立了投诉中心，在学习过程中，学员如果对教练或者课程不满意可直接在投诉中心进行意见反馈。同时公司为方便学员往返于居住地和校区，在各校区所在城市设立多个班车接送点。

公司设立了东方时尚俱乐部，为新取得机动车驾驶证的学员提供“一对一”的陪练服务，聘请资深教练，针对实际交通特点，为新驾驶员提供主干道行驶、立交桥行驶、快速路行驶、环线道路、胡同驾驶、繁华商业区行驶、上下班高峰行驶、夜间行驶、雨雪天行车、停车泊位等技巧培训。

表 7 近年来驾培经营数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
当年收到学费（亿元）	12.52	12.45	10.80	8.78
其中：北京	10.73	10.14	8.96	7.35
昆明	1.50	1.33	1.07	0.77
石家庄	0.29	0.40	0.34	0.31
荆州	--	0.57	0.43	0.35
平均每学员收费（元）	5,667.24	5,482.06	5,203.72	5,006.10
其中：北京	5,706.53	5,662.36	5,618.48	5,358.73
昆明	5,961.09	5,696.12	5,311.21	4,901.27
石家庄	3,734.81	3,450.13	3,589.19	3,618.37
荆州	--	4,434.78	2,317.31	2,556.35

资料来源：公司提供

2016 年至 2019 年前三季度，公司平均每学员收费逐年下降，分别为 5,667.24 元、5,482.06 元、5,203.72 元和 5,006.10 元，主要系竞争加剧公司下调学费所致；分区域来看，石家庄校区的人均学员收费较为稳定，北京校区和昆明校区人均收费持续下降，但降幅尚可控，荆州校区 2018 年竞争激烈，人均学员收费大幅下降，较上年下降 47.75%至 2,317.31 元。荆州校区于 2019 年 2 月末进行了调价，平均培训价格逐步提升。

3. 在建项目

公司在建项目投资规模较大，存在一定资金支出压力。

截至 2019 年 9 月底，公司有 2 个在建项目，其中重庆驾驶员培训基地项目预计总投资 8.55 亿元，已投资 3.77 亿元，尚需投资 4.78 亿元；山西晋中驾驶员培训基地项目预计总投资 4.50 亿元，已投资 1.56 亿元，尚需投资 2.94 亿元。未来公司存在一定资金支出压力。

表 8 截至 2019 年 9 月底在建项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	位置	预计总投资	已投资金额	尚需投资	驾校区项目建设时间
重庆驾驶员培训基地项目	重庆市渝北区龙兴镇	8.55	3.77	4.78	2017.6—2020.5
晋中驾驶员培训基地项目	晋中榆次	4.50	1.56	2.94	2018.4—2021.3
合计	--	13.05	5.33	7.72	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

4. 经营关注

(1) 驾校业务受政策影响大，公司主营业务收入波动下滑。

北京校区是公司收入与利润最主要的来源，但受到北京市疏解非首都功能，外来人口减少等因素的影响，近年来公司北京校区招生人数逐年下降，对公司收入和利润形成了较大的负面影响。

(2) 租赁土地续期风险

北京区域部分场地为租赁集体用地，于 2017 年租赁合同到期，至今新的租赁合同尚在磋商之中，若未来磋商不成功，政府收回用地，将对公司经营业绩造成一定影响。

(3) 公司在建项目存在一定的资金支出压力。

截至 2019 年 9 月底，公司在建的驾培基地预计总投资为 13.05 亿元，已投资 5.33 亿元，尚需投资 7.72 亿元，在建项目未来尚需资金投入，且项目前期运营仍需要一定的资金支持，公司面临一定的投融资压力。

(4) 商誉减值风险

荆州东方时尚经营业绩未达预期，公司计提商誉减值，对公司净利润影响较大。

5. 未来发展

公司经营战略切实可行，经营目标制定合理，有一定可行性。

未来，公司将在稳步经营现有校区的基础上，进一步提升北京市场的占有率，并充分发挥资本市场平台作用，通过收购控股权、投资参股等多种方式，实施全国重点区域扩张战略，提升行业整合速度，实现经营的“连锁化”，将公司打造成具有全国影响力的驾驶培训服务行业的领军企业。同时，公司将延伸服务领域，拓展驾驶培训的业务领域，将业务扩展至汽车陪练、汽车租赁、汽车维修、汽车保险等汽车消费其他相关行业。此外，公司将适时切入航空人才培训业务，主动服务“一带一路”国家战略，以创新拉动公司在全国市场的占有率，扩大公司在行业中的领先优势积极探索培训业务新模式，凭借自身在培训行业的管理经验，通过收购及新设航校等方式，进军航空培训服务行业；通过公司不断的服务创新，推动国内航空培训行业标准不断完善升级，逐步扩大公司在航空培训领域的市场影响力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见，2019 年 1—9 月合并财务报表未经审计。会计政策变更上，根据财政部 2017 年 5 月 10 日颁布的修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》的相关规定，公司自 2017 年 1 月 1 日起将与日常活动相关的政府补助，按照经济业务实质，计入其他收益，并在利润表中的“营业利润”项目之上单独列报“其他收益”项目；与经营活动无关的政府补助，计入营业外收入；根据财政部 2017 年 4 月 28 日发布并自 2017 年 5 月 28 日起施行的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（以下简称“发布的 42 号准则”），对于施行日存在的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营，要求采用未来适用法处理；根据财政部 2017 年 12 月 25 日发布的《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30 号），要求执行企业会计准则的非金融企业应当按照企业会计准则和本通知要求编制 2017 年度及以后期间的财务报表；财政部于 2018 年 6 月 15 日发布了《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕

15号），对一般企业财务报表格式进行了修订。

合并范围方面，2017年，公司合并范围子公司新增10家。2018年公司合并范围减少1家子公司。截至2019年9月底，公司纳入合并范围子公司共计15家，较年初并未发生变化。近年来，公司合并范围新增的企业规模较小，主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总额40.11亿元，负债合计19.45亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计20.66亿元，其中归属于母公司所有者权益17.48亿元。2018年，公司实现营业总收入10.51亿元，净利润（含少数股东损益）2.27亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.23亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.54亿元，现金及现金等价物净增加额-3.41亿元。

截至2019年9月底，公司合并资产总额42.06亿元，负债合计21.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计20.77亿元，其中归属于母公司所有者权益17.11亿元。2019年1—9月，公司实现营业总收入8.55亿元，净利润（含少数股东损益）2.00亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.91亿元；经营活动产生的现金流量净额4.29亿元，现金及现金等价物净增加额-0.38亿元。

2. 资产质量

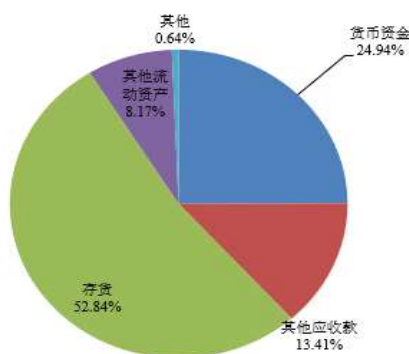
近年来，公司资产规模不断扩大，资产结构以非流动资产为主。流动资产中现金类资产较为充足，非流动资产中固定资产和无形资产占比较大，在建工程增长较快。公司受整体资产质量尚可。

2016—2018年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长23.49%。截至2018年底，公司资产合计40.11亿元，较年初增长26.94%。其中，流动资产占35.89%，非流动资产占64.11%，公司资产以非流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018年，公司流动资产呈波动增长态势，年均复合增加19.79%。截至2018年底，公司流动资产14.40亿元，较年初增长47.25%，主要系存货增加所致。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由货币资金（占24.94%）、其他应收款（占13.41%）、存货（占52.84%）和其他流动资产（占8.17%）构成。

图4 截至2018年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司年报

2016—2018年，公司货币资金波动下降，年均复合下降15.31%。截至2017年底，公司货币资金7.05亿元，较年初增长40.91%，主要系公司赎回理财产品所致。截至2018年底，公司货币资金3.59亿元，较年初下降49.11%，主要系关联方借款和项目建设投入增加所致；公司货币资金主要为银行存款，占比99.89%。公司无受限货币资金。

截至 2016 年底，公司无存货。截至 2018 年底，公司存货 7.61 亿元，较年初增加 7.61 亿元，主要系子公司晋中东方时尚置业有限公司土地开发成本增加所致。截至 2018 年底，公司未对存货计提跌价准备。

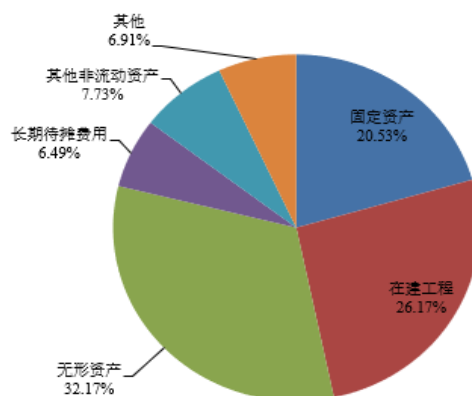
2016—2018 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 814.16%。截至 2018 年底，公司其他应收款 1.93 亿元，较年初增长 342.72%，主要系向西华经济开发区综合投资有限公司及参股子公司内蒙古东方时尚驾驶培训有限公司提供借款所致。截至 2018 年底，公司对其他应收款计提坏账准备 0.03 亿元，计提比例 1.67%；从其他应收款性质来看，其他应收款主要由关联方往来款（占比 67.35%）和往来款（占比 28.06%）所构成；从账龄来看，公司其他应收款中以一年以内的为主（占 99.48%）。

2016—2018 年，公司其他流动资产逐年下降，年均复合下降 51.11%。截至 2018 年底，公司其他流动资产 1.18 亿元，较年初下降 45.19%，主要系理财产品赎回所致。公司其他流动资产主要由理财产品（占 76.27%）、税费（占 13.56%）和分部房租及其他租赁等（占 10.17%）所构成。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 25.72%。截至 2018 年底，公司非流动资产 25.71 亿元，较年初增长 17.84%，主要系在建工程增加所致。公司非流动资产主要由固定资产（占比 20.53%）、在建工程（占比 26.17%）、无形资产（占比 32.17%）、长期待摊费用（占比 6.49%）和其他非流动资产（占比 7.73%）构成。

图 5 截至 2018 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司年报

2016—2018 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 1.02%。截至 2017 年底，公司固定资产 5.79 亿元，较年初增长 11.86%，主要系公司合并范围扩大所致；截至 2018 年底，公司固定资产 5.28 亿元，较年初下降 8.76%，主要系公司计提固定资产折旧所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 80.11%）、驾驶培训设备及运输设备构成（占 13.45%），未计提资产减值准备。截至 2018 年底，公司固定资产累计折旧 5.97 亿元，固定资产成新率为 47.25%，成新率较低。

2016—2018 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 291.33%。截至 2018 年底，在建工程 6.73 亿元，较年初增加 6.34 亿元，主要系湖北子公司工程项目和山东子公司工程项目投入增加所致。

2016—2018 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 7.69%。截至 2018 年底，公司无形资产 8.27 亿元，较年初增长 10.09%，主要系公司 2017 年为取得山东淄博校区的土地所预付土地款尚未取得土地使用权，2018 年公司取得相关土地使用权，对其他非流动资产中的土地使用权转入无形资

产所致；公司无形资产主要为土地使用权，占比 98.67%，公司已累计对土地使用权摊销 0.80 亿元。

截至 2016 年底，公司无商誉。2017 年，公司收购荆州东方时尚产生商誉 1.34 亿元。截至 2018 年底，公司对商誉计提减值准备 0.15 亿元，累计计提商誉减值准备 0.31 亿元，主要系荆州东方时尚未达业绩承诺所致。未来公司仍存在一定商誉减值风险。

2016—2018 年，公司长期待摊费用波动下降，年均复合下降 1.73%。截至 2017 年底，公司长期待摊费用为 1.89 亿元，较年初增长 9.39%，主要系房租及装修费增加所致。截至 2018 年底，公司长期待摊费用 1.67 亿元，较年初下降 11.73%。

2016—2018 年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长 13.45%。截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 4.51 亿元，较年初增加 2.97 亿元，主要系公司当期购置山东淄博驾培基地的土地支付款。截至 2018 年底，公司其他非流动资产 1.99 亿元，较年初下降 55.98%，主要系山东淄博驾培基地的土地支付款转入无形资产所致。

截至 2019 年 9 月底，公司所有权或使用权受限资产共计 2.65 亿元，为用于借款抵押的土地及建筑物，公司受限资产占总资产的 6.30%，受限比例低。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 42.06 亿元，较年初增长 4.87%，较年初变动不大；非流动资产占比 69.75%，流动资产占比 30.25%，资产结构变动不大。

3. 负债及所有者权益

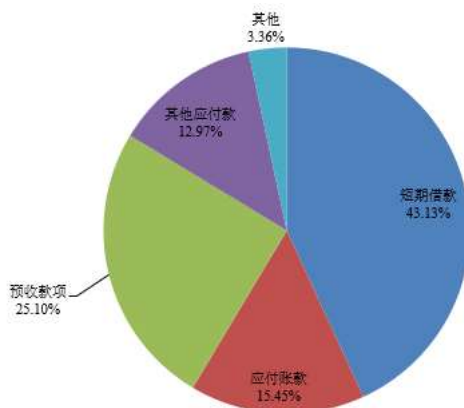
(1) 负债

近年来，公司负债持续增长，以流动负债为主，流动负债中预收款项和短期借款占比较大。公司债务规模增长较快，且以短期债务为主，但整体债务负担处于合理水平。

2016—2018 年，公司负债逐年增长，年均复合增长 62.48%。截至 2018 年底，公司负债合计 19.45 亿元，较年初增长 101.21%，主要系流动负债增长所致；公司流动负债占 75.10%，非流动负债占 24.90%，以流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 56.94%。截至 2018 年底，公司流动负债 14.61 亿元，较年初增长 105.79%，主要系短期借款和应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 43.13%）、应付账款（占 15.45%）、预收款项（占 25.10%）和其他应付款（占 12.97%）构成。

图 6 截至 2018 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

2016—2018 年，公司短期借款持续增长，年均复合增长 116.76%。截至 2018 年底，公司短期借款 6.30 亿元，较年初增长 238.66%，主要系公司项目投入增加使得融资需求增加所致，公司短期借款为保证借款（占 53.65%）和信用借款（占 46.35%）。

2016—2018 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 2.13%，截至 2017 年底，公司预收款项 3.76 亿元，较年初增长 6.92%，主要系预收学员学费增加所致。截至 2018 年底，公司预收款项 3.67 亿元，较年初下降 2.44%，较年初变动不大。

2016—2018 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 143.96%。截至 2018 年底，公司其他应付款 1.89 亿元，较年初增长 253.83%，主要系向关联方北辰方正集团晋中置业有限公司借款，用于子公司晋中置业的土地开发；公司其他应付款主要由关联方借款（占 71.43%）、往来款及其他（占比 17.46%）和受理费（占比 7.94%）构成。

2016—2018 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 83.55%。截至 2018 年底，公司非流动负债 4.84 亿元，较年初增长 88.57%，主要系递延收益增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 30.97%）和递延收益（67.20%）构成。

截至 2016 年底，公司无长期借款。截至 2018 年底，公司长期借款 1.50 亿元，较年初增长 36.36%，主要系公司项目投入增加，融资需求增大所致。从到期期限来看，截至 2019 年 9 月底，公司长期借款到期时间主要集中在 2020 年和 2021 年，具体到期金额如下表所示，考虑到长期借款规模较小，公司集中偿还压力不大。

表 9 截至 2019 年 9 月底公司长期借款期限分布(单位: 万元)

序号	借款规模	借款期限
1	10,000	2018.10.15-2021.8.27
2	12,000	2019.9.20-2021.12.30
3	6,600	2017.6.26-2020.6.25
合计	28,600	--

数据来源：公司提供

2016—2018 年，公司递延收益波动增长，年均复合增长 57.75%。截至 2018 年底，公司递延收益 3.25 亿元，较年初增长 160.93%，主要系东方时尚汽车文化项目所收到补贴增加所致。

2016—2018 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 138.75%。截至 2018 年底，公司全部债务 7.80 亿元，较年初增长 133.26%，主要系短期借款大幅增加所致；从债务结构来看，短期债务占 80.77%，长期债务占 19.23%，以短期债务为主。2016—2018 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续上升，其中资产负债率分别为 28.01%、30.59%和 48.49%，全部债务资本化比率分别为 6.74%、13.23%和 27.40%。2017—2018 年，公司长期债务资本化比率分别为 4.78%和 6.77%，公司整体债务负担持续加重，但仍处于合理水平。

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 21.29 亿元，较年初增长 9.49%，主要系非流动负债的增长所致，仍然以流动负债为主（占比 69.81%）。

截至 2019 年 9 月底，公司全部债务合计 8.31 亿元，较年初增长 6.60%；债务结构上来看，短期债务占比 65.22%，长期债务占比 34.78%，以短期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.63%、28.59%和 12.22%，较年初分别提高 2.14 个百分点、1.18 个百分点和 5.45 个百分点，公司债务负担有所加重，但仍属可控。

（2）所有者权益

近年来，公司所有者权益波动增长，以股本和资本公积为主，所有者权益结构稳定性较好。

2016—2018 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 4.46%。截至 2018 年底，公司所有者权益 20.66 亿元，较年初下降 5.79%。其中归属于母公司所有者权益 17.48 亿元，占比 84.60%。归属于母公司所有者权益中，股本占 33.64%、资本公积占 32.13%、盈余公积占 11.63%、未分配利润占 26.01%，所有者权益结构稳定性较好。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益 20.77 亿元，较年初增长 0.52%，所有者权益结构较年初变动不大。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入逐年下降，费用控制能力有待提高，主营业务盈利能力有所下降。2018 年，非经常性损益对利润总额贡献较大。

2016—2018 年，公司分别实现营业收入 11.55 亿元、11.73 亿元和 10.51 亿元，年均复合下降 4.63%，主要系驾驶培训学员人数减少、人均收费下降所致；公司营业成本年均复合下降 0.97%，变动较小。2016—2018 年，公司实现营业利润 3.30 亿元、3.30 亿元和 2.55 亿元，年均复合下降 12.09%；实现净利润 2.36 亿元、2.22 亿元和 2.27 亿元，年均复合下降 2.10%。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司期间费用总额分别为 2.69 亿元、2.95 亿元和 3.02 亿元，年均复合增长 5.94%。2016—2018 年，销售费用分别为 0.39 亿元、0.40 亿元和 0.49 亿元，年均复合增长 12.41%；管理费用分别为 2.31 亿元、2.42 亿元和 2.12 亿元，年均复合下降 4.08%，其中，2018 年管理费用较上年下降 12.32%，主要系研发费用重分类所致；财务费用分别为 -14.91 万元、1,345.16 万元和 2,488.31 万元，其中 2017 年起公司财务费用由负转正，主要系对外融资规模扩大所致。2016—2018 年，公司费用收入比逐年上升，分别为 23.31%、25.16%和 27.23%，逐年上升，费用控制能力有待提高。

2016—2017 年，公司营业利润主要来自主营业务，2018 年非经常性损益对利润的贡献较大，其中投资收益 0.31 亿元，较上年增长 53.00%，主要系公司处置子公司东方时尚驾驶学校（江西）有限公司所致，占公司营业利润的 12.16%；资产处置收益 0.41 亿元，较上年增加 0.40 亿元，主要系公司处置驾驶培训设备及运输设备所致，占公司营业利润的 16.08%；营业外收入 0.75 亿元，较上年增长 643.23%，主要系晋中市榆次区人民政府对东方时尚汽车文化小镇项目的补贴，占公司利润总额的 23.22%。

从盈利指标来看，2016—2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率逐年下降，其中总资本收益率分别为 16.41%、10.43%和 10.04%，总资产报酬率分别为 15.85%、12.10%和 10.22%，净资产收益率分别为 17.91%、10.88%和 10.64%。

随着北京人口疏解政策影响的减弱，公司主要经营数据同比有所改善。2019 年 1—9 月，实现营业收入 8.55 亿元，同比增长 5.90%；营业利润 1.99 亿元，同比增长 22.06%；净利润 2.00 亿元，同比下降 2.14%；扣非后归属于母公司净利润 1.42 亿元，同比增长 88.67%。

5. 现金流

近年来，公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量尚可；公司投资活动主要系理财产品的购买赎回和在建项目的持续投入，经营活动不能满足其投资活动现金需求，存在一定的外部融资需求。

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量持续增长，分别为 12.96 亿元、13.20 亿元和 21.39 亿元，年均复合增长 28.44%，其中 2018 年经营活动现金流入量较上年增长 62.00%，主要系关联方向公司偿还短期滚动借款所致；经营活动现金流出量波动增长，分别为 10.53 亿元、10.26 亿元和 23.93 亿元，年均复合增长 50.75%，其中 2018 年经营活动现金流出较上年增长 133.11%，主要系公司与关联方提供短期滚动借款所致。综上，公司 2016—2018 年经营活动现金流量净额分别为 2.44 亿元、2.94 亿元和 -2.54 亿元。2016—2018 年，公司现金收比分别为 106.10%、104.67%和 102.82%，公司收入实现质量尚可。

2016—2018 年，公司投资活动现金流入量波动增长，分别为 6.82 亿、21.02 亿元和 9.55 亿元，年均复合增长 18.36%，其中 2017 年投资活动现金流入量大幅增长 208.40%，主要系理财产品赎回所致；公司投资活动现金流出量分别为 15.25 亿元、23.39 亿元和 13.43 亿元，年均复合下降 6.18%，其中 2017 年投资活动现金流出量较上年下降 42.60%，主要系公司购买理财产品所致。综上，2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -8.44 亿元、-2.37 亿元和 -3.88 亿元。

2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量分别为 10.40 亿元、5.04 亿元和 12.51 亿元，年均复合增长 9.66%，其中 2017 年筹资活动现金流入量较上年下降 51.55%，主要系 2016 年公司发行股票使得当年基数较高所致；2018 年筹资活动现金流入量较上年增长 148.16%，主要系公司为满足投资需求加大对外融资力度所致；公司筹资活动现金流出分别为 2.75 亿元、3.61 亿元和 9.49 亿元，年均复合增长 85.71%，其中 2018 年筹资活动现金流出较上年增长 162.72%，主要系偿债金额增加所致。综上，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 7.65 亿元、1.43 亿元和 3.01 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金流净额 4.29 亿元，较上年同期下降 26.84%，主要系少数股东往来款和政府补贴减少所致；投资活动产生的现金流量净额 -2.43 亿元，净流出较上年同期下降 79.86%，主要系上年同期公司因购置土地和建设山东和湖北地区项目，投资支出较大所致；筹资活动产生的现金流量净额 -2.24 亿元，由上年同期的净流入转为净流出，主要系借款减少的同时偿债金额增加所致。

6. 偿债能力

近年来，受短期借款大幅增加及盈利能力下降的影响，公司长、短期偿债能力指标均大幅下降。但考虑到公司品牌知名度较高，经营资质齐全，未来随着在建项目的投运，其整体偿债能力有望回升。

从短期偿债指标来看，2016—2018 年，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均持续下降，其中流动比率分别为 1.69 倍、1.38 倍和 0.99 倍；公司速动比率分别为 1.69 倍、1.38 倍和 0.46 倍；公司现金短期债务比分别为 3.66 倍、3.14 倍和 0.57 倍，其中 2018 年公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均较上年有较大幅下降。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2016—2018 年，公司 EBTDA 逐年增长，分别为 4.81 亿元、5.01 亿元和 5.01 亿元，年均复合增长 2.10%。2018 年，公司 EBITDA 由折旧（占比 16.94%）、摊销（占比 9.93%）计入财务费用的利息支出（占比 8.62%）和利息总额（占比 64.52%）组成。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 117.93 倍、32.91 倍和 11.61 倍，EBITDA 全部债务比分别为 3.51 倍、1.50 倍和 0.64 倍。公司长期偿债能力较好。

截至 2019 年 9 月底，公司无对外担保情况。

截至 2019 年 9 月底，公司下属控股子公司荆州东方时尚存在 1 笔重大诉讼，荆州东方时尚为被告。2019 年 7 月，湖北省荆州市中级人民法院出具《执行裁定书》（（2019）鄂 10 执 247 号）、

《执行通知书》（（2019）鄂 10 执 247 号）及《报告财产令》（（2019）鄂 10 执 247 号），要求包含荆州东方时尚在内的被执行人清偿本息合计 10,619.26 万元，并承担案件受理费、保全费及执行费以及从 2019 年 7 月 23 日起至实际给付之日止按判决应支付的利息；冻结、划拨包含荆州东方时尚在内的被执行人的金融机构存款或查封、扣押、冻结其他等额财产；责令包含荆州东方时尚在内的被执行人如实向湖北省荆州市中级人民法院报告当前及收到执行通知书之日前一年的财产情况。2019 年 7 月，因不服湖北省高级人民法院作出的二审判决，荆州东方时尚及其他相关方向湖北省高级人民法院提起再审申请。湖北省高级人民法院已于 2019 年 8 月对上述再审申请进行立案，目前正处于再审过程中。截至 2019 年 9 月底，二审判决尚未执行，荆州东方时尚的相关财产尚未被冻结，荆州东方时尚的业务正常开展。荆州东方时尚各项经营业绩指标占发行人总规模的比重较小，对公司整体经营业绩影响较小；上述担保事项发生在发行人收购荆州东方时尚之前，荆州东方时尚原股东承诺承担本次诉讼所有损失，并将足额资产质押给公司，担保及由此产生的诉讼不会对公司未来生产经营产生重大不利影响。

截至 2019 年 9 月底，公司共获银行授信额度 13.50 亿元，尚未使用授信额度 3.24 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；作为 A 股上市公司，公司具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行征信报告（机构代码：G10110115037108401），截至 2019 年 12 月 12 日，公司未结清信贷记录中无不良或关注类信贷信息记录，已结清的信贷业务存在 1 笔金额为 1,064.12 元的欠息记录，系公司相关人员失误所致，已于 2016 年 1 月 5 日结清。

7. 母公司财务概况分析

公司本部以流动资产为主，负债以短期负债为主，结构有待改善，所有者权益结构稳定性较好，净利润主要来源于经营性收入，经营活动现金净流出，投资活动现金净流出，有一定外部融资需求。

截至 2018 年底，公司本部资产总额 33.34 亿元；其中流动资产 13.89 亿元，主要为货币资金（1.88 亿元）和其他应收款（11.02 亿元）；非流动资产 19.45 亿元，主要为长期股权投资（15.68 亿元）、固定资产（1.75 亿元）和无形资产（1.50 亿元）。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 11.52 亿元；其中流动负债 9.24 亿元，主要为短期借款（4.07 亿元）、预收款项（3.02 亿元）和其他应付款（1.73 亿元）；非流动负债 2.29 亿元，主要为长期借款（1.10 亿元）和递延收益（1.19 亿元）。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 21.81 亿元，其中股本 5.88 亿元，资本公积 6.11 亿元，盈余公积 2.03 亿元和未分配利润 8.39 亿元。

2018 年，公司本部实现营业收入 8.59 亿元，实现营业利润 3.98 亿元，利润总额 4.01 亿元，净利润 3.05 亿元。

2018 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 19.67 亿元和 23.07 亿元，经营活动现金净流入 -3.40 亿元；公司本部投资活动现金净流出 0.74 亿元，筹资活动现金净流入 0.17 亿元。

八、本次可转换公司债券偿还能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 9 月底，公司债务总额为 8.31 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 4.28 亿元（含），相对于目前公司债务规模，本次发债额度对公司债务水平影响较大。

以 2019 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 4.28 亿元，本次可转换公司债券发行

后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.19%、37.75%和 25.67%，较发行前分别上升了 4.56 个百分点、9.16 个百分点和 13.45 百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

考虑到可转换债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换债券将转换为公司的权益，有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 5.01 亿元，为本次可转换公司债券发行额度（4.28 亿元）的 1.17 倍，EBITDA 对本次可转换公司债券的覆盖程度较高；2018 年经营活动产生的现金流入 21.39 亿元，为本次可转换公司债券发行额度（4.28 亿元）的 5.00 倍，对本次可转换公司债券覆盖程度较高。

从本次可转换公司债券的发行条款看，公司作出了转股价格修正条款（在本次可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决）同时制定了有条件赎回条款（转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券）。上述条款有利于鼓励投资者将持有的债券转股。本次可转换公司债券发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，且募投项目的实施有助于进一步提高公司信息安全业务的竞争力，公司偿债的能力将进一步增强。

综上，考虑到公司在经营规模及品牌知名度等方面具有的竞争优势，随着在建项目的完工及投入使用，公司收入规模有望扩大、盈利能力有望得以提高，联合评级认为，公司对本次可转换公司债券的偿还能力很强。

九、综合评价

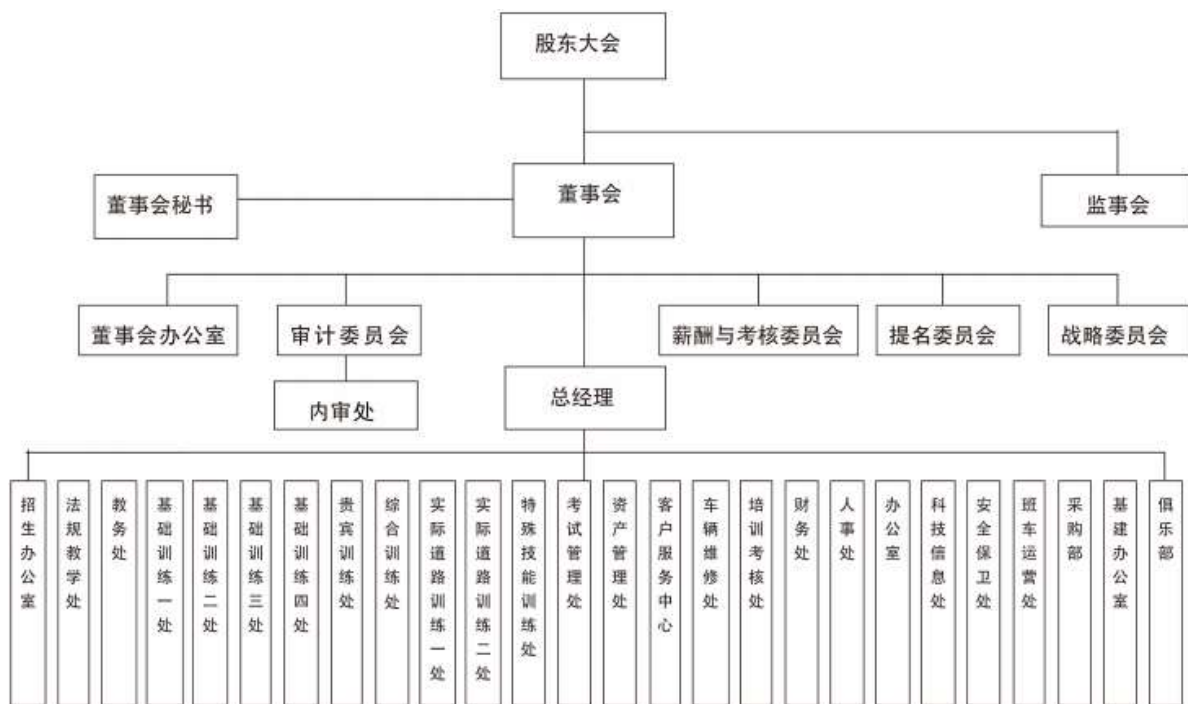
公司作为国内以驾驶培训为主业的唯一 A 股上市公司，在行业地位、部分区域市场占有率、品牌知名度及认可度、招生渠道等方面具有的综合竞争优势。同时，联合评级也关注到公司业务受政策影响较大、报名学员数和营业收入均有所下降、部分经营用地存在续期风险、在建项目尚需投资规模较大、债务规模增长较快且以短期债务为主、商誉存在进一步减值风险等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的建成并投入运营，公司经营规模将进一步扩大，综合实力有望获得提升。联合评级对公司的评级展望为稳定。

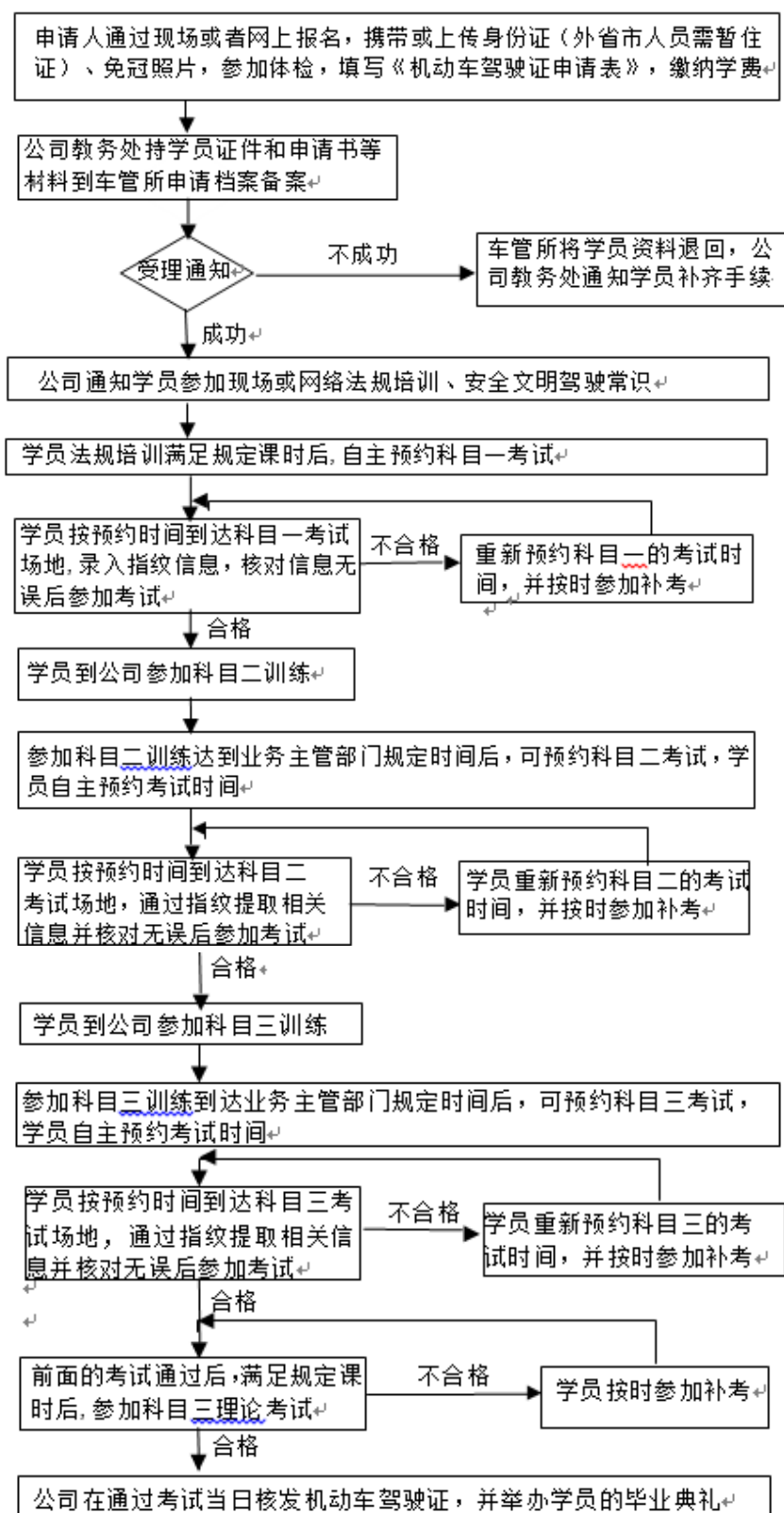
本次可转换公司债券条款的设置有利于债券持有人转股，且本次可转换公司债券募投项目的实施有利于公司进一步提高综合实力。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 东方时尚驾驶学校股份有限公司 组织结构图



附件 2 机动车驾驶员培训服务流程图²



² 该流程图仅适用于北京和荆州校区，不适用于昆明和石家庄校区。

附件 3 东方时尚驾驶学校股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额 (亿元)	26.30	31.60	40.11	42.06
所有者权益 (亿元)	18.93	21.93	20.66	20.77
短期债务 (亿元)	1.37	2.24	6.30	5.42
长期债务 (亿元)	0.00	1.10	1.50	2.89
全部债务 (亿元)	1.37	3.34	7.80	8.31
营业收入 (亿元)	11.55	11.73	10.51	8.55
净利润 (亿元)	2.36	2.22	2.27	2.00
EBITDA (亿元)	4.81	5.01	5.01	--
经营性净现金流 (亿元)	2.44	2.94	-2.54	4.29
应收账款周转次数 (次)	--	--	--	--
存货周转次数 (次)	--	--	1.41	--
总资产周转次数 (次)	0.53	0.41	0.29	0.21
现金收入比率 (%)	106.10	104.67	102.82	110.63
总资本收益率 (%)	15.88	10.43	10.04	--
总资产报酬率 (%)	15.94	12.10	10.22	--
净资产收益率 (%)	17.04	10.88	10.64	9.66
营业利润率 (%)	51.20	52.73	47.66	51.87
费用收入比 (%)	23.31	25.16	27.23	27.76
资产负债率 (%)	28.01	30.59	48.49	50.63
全部债务资本化比率 (%)	6.74	13.23	27.40	28.59
长期债务资本化比率 (%)	0.00	4.78	6.77	12.22
EBITDA 利息倍数 (倍)	117.93	32.91	11.61	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	3.51	1.50	0.64	--
流动比率 (倍)	1.69	1.38	0.99	0.86
速动比率 (倍)	1.69	1.38	0.46	0.32
现金短期债务比 (倍)	3.66	3.14	0.57	0.59
经营现金流动负债比率 (%)	41.07	41.37	-17.41	28.86
EBITDA/本次发债额度 (倍)	1.12	1.17	1.17	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径，2019 年前三季度数据未经审计，相关指标均未年化；2. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3. 其他应付款中的付息项已计入短期债务；4. 长期应付款中的付息项已计入长期债务；5. 公司应收账款数额极小，不具有参考意义，故未列应收账款周转次数；6. 公司 2016 - 2017 年存货极小，不具有参考意义，故未列存货周转次数

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 销售费用 + 财务费用 + 研发费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 东方时尚驾驶学校股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年东方时尚驾驶学校股份有限公司年度报告披露后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

东方时尚驾驶学校股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。东方时尚驾驶学校股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注东方时尚驾驶学校股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现东方时尚驾驶学校股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如东方时尚驾驶学校股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至东方时尚驾驶学校股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送东方时尚驾驶学校股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

三〇二〇年一月七日

