

交运股份（600676）：正在恢复途中

当前价：6.02 元

目标价：5.80 - 6.20 元

投资评级：观望（首次）

行 业：汽车与汽车零部件行业

研究员：陈 亮

电 话：025-84457777-894

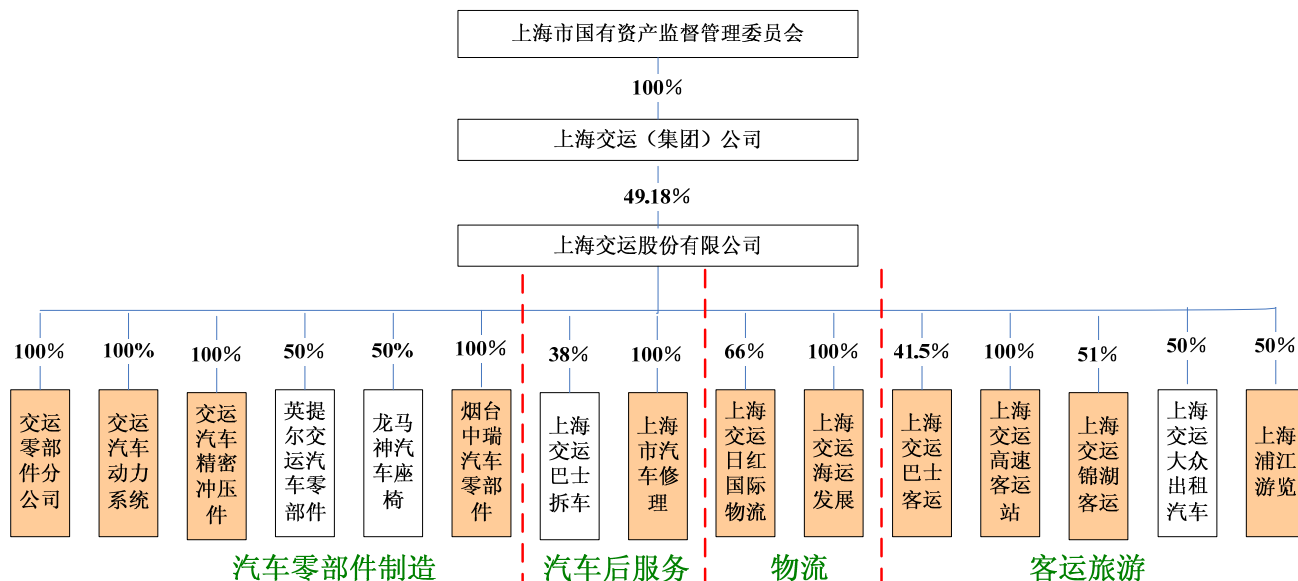
E-mail: pro7973@hotmail.com

2009 年 6 月 29 日

汽车零部件制造和物流业务是公司的主要利润来源

上海交运股份有限公司前身是上海钢铁汽车运输股份有限公司，于 1993 年 9 月上市。1997 年上海钢铁汽车运输股份有限公司与其控股公司——上海交运（集团）公司实施整体资产置换方式重组，更名为上海交运股份有限公司，主营业务变更为汽车零部件制造。2000 年 8 月和 2007 年 6 月，公司分别实施了公开增发和定向增发，增发后形成了汽车零部件制造和汽车后服务、运输业和物流服务、客运和水上旅游服务三大主营业务板块。

图表 1 交运股份实际控制人和主要业务分部

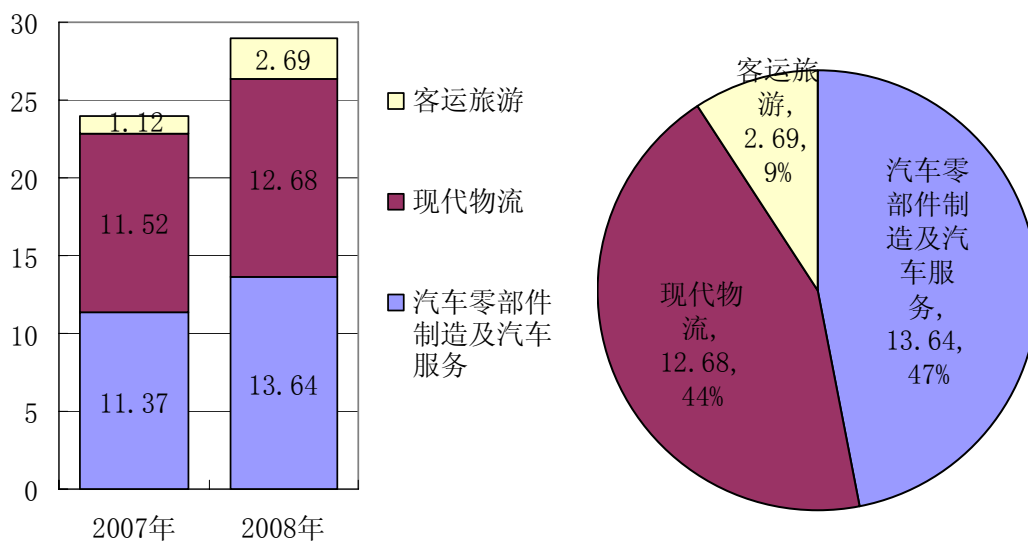


注：黄色背景的分部为合并报表范围

资料来源：公司公告

从公司合并报表范围来看，2008 年交运股份主营业务收入 29 亿元中，汽车零部件制造及汽车服务占 47%，现代物流业占比 44%，客运旅游占比 9%。汽车零部件制造及汽车服务中，汽车服务占比非常小，绝大部分收入是汽车零部件制造贡献的。

图表 2 交运股份合并报表范围主营业务收入 图表 3 2008 年合并报表范围主营业务收入占比

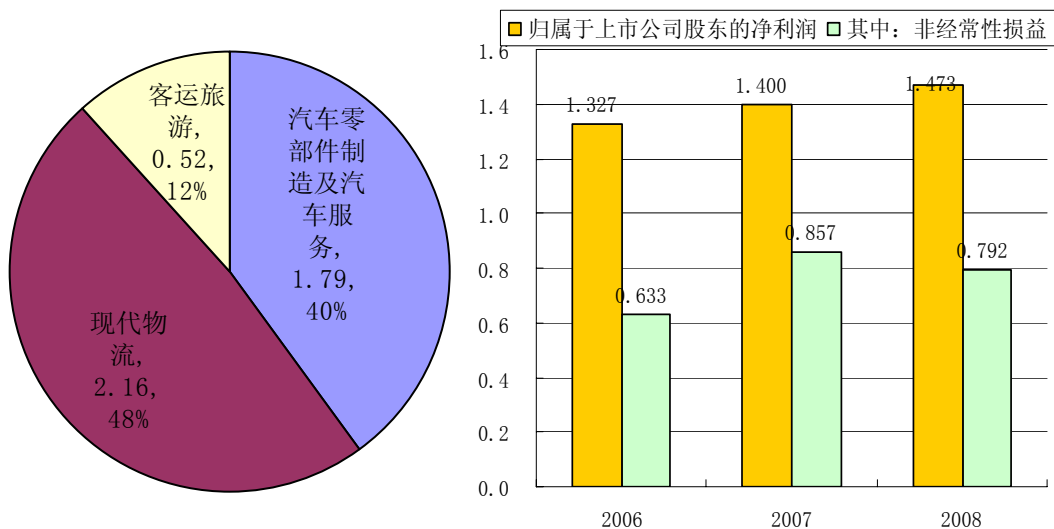


资料来源：公司公告

2008 年公司主营业务毛利中，汽车零部件制造及服务占 40%，现代物流占 48%，客运旅游占 12%。从净利润情况来看，公司近年来非经常性损益占比一直很高，2006、2007 和 2008 年公司非经常性损益占净利润比例分别为 48%、61% 和 54%；非流动资产处置产生的损益是公司非经常性损益的主要来源。

图表 4 公司 2008 年主营业务毛利分解

图表 5 公司非经常性损益与净利润对比

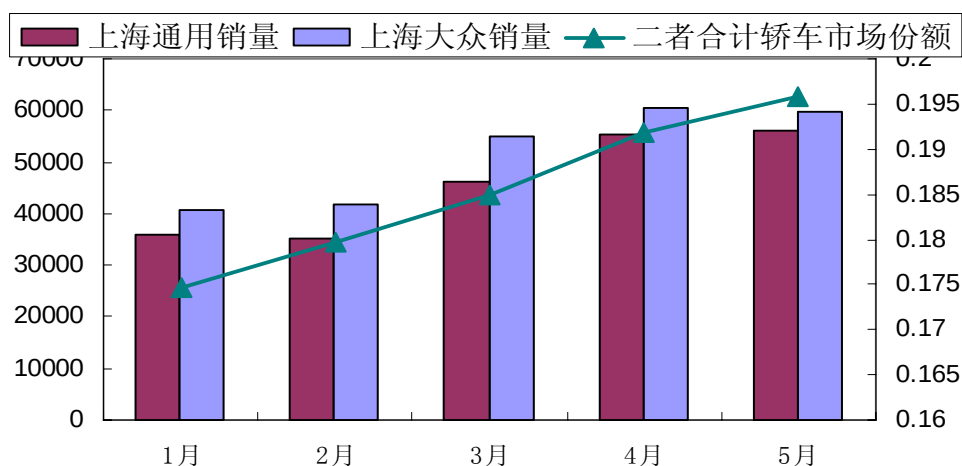


数据来源：公司公告

汽车零部件制造受益于轿车旺销

公司的汽车零部件业务主要包括合并报表的零部件分公司（烟台中瑞）、汽车动力系统公司、汽车精密冲压件有限公司，以及列在投资收益中的英提尔交运零部件公司、龙马神汽车座椅公司两家合资公司。公司零部件产品主要配套上海通用、上海大众和一汽大众，江淮瑞风和奇瑞也部分配套。由于起步较早，公司的主要产品在细分领域已经形成一定优势，且已经和上海通用、上海大众等整车厂家磨合较好；这使得公司虽然下游客户集中度很高，但短期被替代可能性较小。2009 年以来轿车的旺销将会带动配套零部件需求，同时公司的主要供应对象上海通用和上海大众 2009 年以来销量表现优异，公司下属的零部件企业将会显著受益。我们估计公司 2009 年汽车零部件制造和汽车后服务业务营业收入增幅将超过 30%，综合毛利率有望恢复到 15% 左右。

图表 6 上海通用和上海大众 2009 年销量情况



数据来源：CAAM

物流业务逐渐好转

公司控股股东上海交运集团公司是由原上海市交通运输局所属企业 1996 年改制而来。2007 年定向增发后，公司物流板块主要以上海国际物流有限公司为平台。2009 年 4 月，公司与日本丸红株式会社、丸红（中国）有限公司组建中外合资上海交运日红国际物流有限公司，丸红方以 1.64 亿元人民币的价格购买公司所持的“交运国际”的 24.26% 股权，并同时为合资公司增资 1 亿元，丸红方合计现金投资 2.64 亿元人民币，共持有合资公司 34% 的股权，交运股份以“交运国际”其余股东权益出资，持有合资公司 66% 的股权。新组建的合资公司将继承原“交运国际”在特大件运输、化工危险品运输、冷链运输，并将拓展液化天然气非管道运输等业务优势，利用上海两个中心建设契机，打造国内一流现代物流企业。

受国际金融危机影响，公司物流板块营业收入和利润同比目前仍是负增长，但环比已经逐渐改善，3-5 月间月度环比正增长。物流业务与宏观经济的关联度很高，如果下半年包括

房地产投资在内的固定资产投资增速较高，公司物流业务将会显著受益。

业绩预测与投资评级

我们预计公司 2009、2010 和 2011 年每股收益分别可达到 0.14 元、0.19 和 0.22 元，对应目前 5.93 元的股价，市盈率分别为 41、32 和 27 倍，估值偏高；公司目前市净率为 2.7 倍，基本合理；考虑到公司物流业务的核心优势和物流业务在宏观经济向好时较大的业绩弹性，我们给予公司“观望”评级。

图表 7 交运股份利润表预测

单位：百万元

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3092	2959	3616	3978
营业成本	2558	2498	3022	3324
营业税金及附加	42	39	48	53
营业费用	26	16	22	26
管理费用	365	326	362	398
财务费用	35	74	143	129
资产减值损失	5	3	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	85	72	84	80
营业利润	145	77	101	124
营业外收入	51	24	30	35
营业外支出	4	2	3	3
利润总额	191	98	128	156
所得税	26	12	15	20
净利润	165	86	113	136
少数股东损益	18	6	9	11
归属母公司净利润	147	81	104	125
EBITDA	337	232	334	347
EPS (元)	0.26	0.14	0.19	0.22

数据来源：公司公告、华泰证券研究所

附：公司主要下属企业及其主营业务

序号	企业名称	业务板块	主要产品（经营业务）	公司持 股权益	进入财务 报表方式
1	上海英提尔交运汽车零部件有限公司	汽车零部件制造	上海大众桑塔纳、帕萨特(B5)、POLO、GOL 轿车座椅骨架总成，上海通用别克轿车、商务车座椅骨架总成，奇瑞轿车座椅骨架总成，沈阳 M1 轿车座椅骨架总成，广州风神兰鸟轿车座椅骨架总成，以及出口美国 BESTOP 吉普车座椅总成	50%	权益法
2	上海龙马神汽车座椅有限公司	汽车零部件制造	汽车座椅骨架及总成	50%	权益法
3	上海交运汽车零部件分公司	汽车零部件制造	为上海通用别克系列、雪佛兰系列、上海大众桑塔纳系列、帕萨特系列等多种车型配套仪表安装架、车身中、小冲压件、前后保险杠骨架总成等产品；为上海大众和奇瑞配套升降座椅骨架系列产品。	100%	合并报表
4	上海交运汽车动力系统有限公司	汽车零部件制造	4T65E 自动变速箱换挡机构、凸轮轴调节器机构。	100%	合并报表
5	上海交运汽车精密冲压件有限公司	汽车零部件制造	轿车座椅调角器总成、高速列车座椅骨架总成。	100%	合并报表
6	上海市汽车修理有限公司	汽车后服务	（1）汽车销售：上海大众系列、斯柯达系列、荣威系列、韩国起亚系列、东风悦达起亚系列、中华系列、金杯系列等商用车及九座以上乘用车销售。 （2）汽车修理：上海大众汽车、上海斯柯达汽车、上海荣威汽车、上海通用、一汽大众、现代汽车、起亚汽车、中华汽车、金杯汽车、长安汽车、五菱汽车、克莱斯勒汽车、大宇汽车、伏尔伏汽车、双龙汽车、依维柯汽车、梅赛德斯-奔驰卡车、三菱汽车、东风风行汽车、长丰猎豹汽车、东南汽车、东风汽车、福田汽车、长丰三菱帕杰罗汽车、亚星-奔驰。 （3）汽车配件零售 职业技能培训：汽车维修工、汽车维修电工、汽车维修漆工、汽车维修钣金工、汽车维修机电工、现代轿车。 （4）汽车修理技术咨询	100%	合并报表
7	上海交运便捷货运有限公司	物流	拥有厢型货运出租车 900 辆，实行即时叫车、预约用车、物流配送、外省快运、货运代理、合同运输。叫车电话 65376537	100%	合并报表
8	上海交运大件物流有限公司	物流	道路大件运输、搬运装卸、国际集装箱运输、起重盘路、机械吊装、设备安装、堆存理货、货运代理、汽车维护、道路危险货物运输、信息咨询等。	100%	合并报表
9	上海交运海运发展有限公司	物流	经营国内沿海及长江中下游、内河省际成品油运输及化学品船、水路货物运输代理、船舶代理业务。	100%	合并报表

10	交运国际物流所属上海市联运总公司	物流	办理上海口岸至国内或境外的各类货物运输服务。包括：为客户代理报关、报验和订舱业务；为客户代理国际货物运输进出口和国内航空、国际航空以及公路、水路、铁路等运输方式通达范围的直达、中转、门到门货物运输服务；为客户提供仓储（含保税物资）、货物分拣分拨、整理配送、海关监管货物的运输服务；为客户办理货物运输保险、出险理赔和费用结算服务。	100%	合并报表
11	交运国际物流所属上海市浦东汽车运输总公司	物流	汽车运输，货物代理，货物包装，堆存仓库理货，搬运运输服务，公路旅客运输及代办服务，汽车修理，机械铲、吊、挖，道路危险货物运输，自有房屋场地出租，汽车安全检测，保险兼业务代理。	100%	合并报表
12	交运国际物流所属上海市长途汽车运输公司	物流	普通货物运输、危险货物运输、停车场（库）经营，汽车安全检测（线外检验、线内检验、路试检验）	100%	合并报表
13	交运国际物流所属上海市化工物品汽车运输公司	物流	道路普通货物运输、危险货物运输、国际集装箱运输、危险货物集装箱运输、货运代理、化工运输车辆槽罐安全性能检测和化工运输车辆维护修理。承运九大类化工危险品：①爆炸品；②压缩气体和液化气体；③易燃液体；④易燃固体、自燃物品和遇湿易燃物品；⑤氧化剂和有机过氧化物；⑥毒害品和感染性物品；⑦放射性物品；⑧腐蚀品；⑨杂类。	100%	合并报表
14	上海交运高速客运站有限公司	客运	经营省际道路旅客运输及道路旅客运输站；经营线路涵盖京、苏、浙、赣、皖、鲁、鄂、豫、闽等省市，日发 200 班次左右。	100%	合并报表
15	上海交运锦湖客运有限公司（原上海交通大宇公司）	客运	省际公路客运；主要线路为上海至武汉、黄石、连云港、合肥、铜陵、芜湖、黟县、南京、江阴、扬州、泰兴、姜堰、无锡、泰州、苏州、常州、镇江、丹阳、常熟、如东、宁波、杭州、慈溪、余姚、淳安、遂昌等地 30 余条线路。	51%	合并报表
16	上海大众交运出租汽车有限公司	客运	出租汽车营运服务	50%	权益法
17	上海浦江游览有限公司	旅游	吴淞三夹水、双龙戏珠（南浦大桥——杨浦大桥游）、卢浦大桥、共青森林公园等航线；承办水上旅游、特色船餐、商务活动、媒体发布会、私人婚庆等游船包租业务。	50%	合并报表

资料来源：公司公告

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现15%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 15%;

观望: 市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。