

交运股份 (600676)

增持 (首次)

迪士尼插上业绩翅膀

市场数据

报告日期	2014-10-29
收盘价(元)	6.49
总股本(百万股)	862.37
流通股本(百万股)	782.14
总市值(百万元)	5596.81
流通市值(百万元)	5076.10
净资产(百万元)	3253.59
总资产(百万元)	6843.6
每股净资产	3.77

分析师:

纪云涛

jiyt@xyzq.com.cn

S0190511020003

研究助理:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

分析师:

王品辉

wangph@xyzq.com.cn

S0190514060002

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com

S0190514070002

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	8381	8761	9320	10062
同比增长	6.6%	4.5%	6.4%	8.0%
净利润(百万元)	300	324	344	423
同比增长	8.7%	7.9%	6.2%	22.8%
毛利率	11.8%	11.1%	11.1%	11.6%
净利润率	3.6%	3.7%	3.7%	4.2%
净资产收益率(%)	9.5%	9.5%	9.4%	10.4%
每股收益(元)	0.35	0.38	0.40	0.49
每股经营现金流(元)	0.60	0.86	0.34	0.86

投资要点

- **汽配制造+公路客货运，主业稳健增长：**2013 年公司营收 82 亿元，同比增 7%；净利润 3 亿元，同比增 8.7%。汽车零部件制造及汽车售后服务收入占比 67%，同比增 9.9%，毛利占比 64%；公路客运及物流业务，收入占比 32%，同比增 2%，毛利占比 37%。
- **实际控制人上海国资委、大股东上海交运集团：**随着上海国资整合推进，我们认为交运股份也可能受益，大股东交运集团还有部分物流资产未进入上市公司，此外二股东久事集团旗下的资产更有吸引力及想象空间，存在合并同类项的整合可能。
- **受益迪士尼，客运业务或增厚公司业绩 20%：**公司披露将配合迪斯尼开展业务，我们认为公司或开展迪斯尼直通客车业务，可能的形式为长三角直通车以及上海机场车站接驳业务。根据测算前两项业务将增厚公司利润 0.3 亿元、0.28 亿元；此外公司传统客运业务受益迪斯尼带来的客流增长可增厚利润 0.1 亿元，总计增厚公司业绩 20%。
- **土地重估空间大，按住宅用地价值 83 亿：**公司 12 个客运站位于上海核心地段（14.7 万平方米），此外公司拥在上海的仓储物流用地，按照住宅用地价格重估价值约为 83 亿元，超过市值；按照商业地产用地重估也可达 52 亿元，因此土地价值重估空间巨大。
- **冷链物流行业空间巨大：**公司拥有冷库 3 个，面积 2 万多平米，冷藏车 150 辆，合作客户包括百胜、沃尔玛，负责长三角肯德基、沃尔玛超市等冷链服务。由于冷链行业空间巨大，我们不排除公司未来在冷链行业有继续扩张可能。
- **钢铁电商平台展开想象空间：**公司在钢铁物流业务上有着深厚的客户资源，且上海政府正在大力推进大宗商品国际交易平台项目，我们认为公司有基础开展钢铁物流电商平台业务。若这一假设落实，则新业务可能增厚公司业绩、同时公司提高估值。
- **投资策略：**我们认为公司主业增长稳健、分红率高达 40%，其他业务想象空间巨大。考虑 2016 年迪斯尼带来的业绩增厚，暂时不考虑冷链及电商带来的潜在业绩提高，预计 2014-2016 年公司 EPS 为 0.38 元、0.40 元、0.49 元，PE 为 18.8x、17.8x、14.6x，业绩增长稳健、估值具有安全边际，首次覆盖、给予“增持”评级。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

目 录

一、 交运股份：公路客运、物流+汽车零配件制造	- 4 -
1.1、上海国资委旗下、上海交运集团控股	- 4 -
1.2 营业总收入稳健增长、利润率企稳回升	- 4 -
1.3 五大子公司支撑三大板块	- 6 -
1.4 汽配制造占半壁江山、业绩稳健	- 7 -
1.5 客货运站土地价值可观、物流业务想象空间巨大	- 10 -
1.6 水上旅游服务业绩低于预期	- 16 -
二、 乘迪斯尼东风、增厚客运业务业绩	- 16 -
2.1 亚洲最大迪斯尼乐园 2015 年底上海开园	- 16 -
2.2、“迪士尼效应”带动上海客流量快速增长	- 18 -
2.3、打造迪斯尼客运专线、增厚公司业绩 20%以上	- 19 -
三、 上海国企改革可能带来新机遇	- 20 -
四、 投资策略：业绩稳健、估值安全，想象空间巨大	- 22 -
图 1、交运股份股权结构	- 4 -
图 2、交运股份营业收入历史情况	- 5 -
图 3、交运股份净利润率、毛利率历史情况	- 5 -
图 4、2013 年交运股份主营业务占比	- 5 -
图 5、交运股份主营业务占比历史情况	- 5 -
图 6、2013 年交运股份主营业务毛利占比	- 5 -
图 7、交运股份主营业务毛利历史情况	- 5 -
图 8、交运股份主要子公司	- 6 -
图 9、2013 年交运股份主要子公司收入占比	- 7 -
图 10、2013 年交运股份主要子公司利润占比	- 7 -
图 11、汽车相关服务收入变化情况	- 7 -
图 12、汽车相关业务毛利率情况	- 7 -
图 13、相关车型月销量情况	- 9 -
图 14、上海市汽车修理有限公司控股及合营企业	- 9 -
图 15、上海人均 GDP 变动情况	- 10 -
图 16、上海市私人汽车保有量变动情况	- 10 -
图 17、运输与物流服务收入历史情况	- 10 -
图 18、运输与物流服务毛利率历史情况	- 10 -
图 19、上海交运巴士（集团）有限公司客运站布局	- 11 -
图 20、交运股份主要仓库分布情况	- 13 -
图 21、2013 年淘宝加天猫农产品类目增长率	- 15 -
图 22、水上旅游业收入历史情况	- 16 -
图 23、水上旅游业毛利率情况	- 16 -
图 24、上海迪士尼乐园一期及远期规划示意图	- 17 -
图 25、上海久事公司旗下控股公司	- 22 -
图 26、2003-2006 年香港迪士尼概念股变动情况	- 22 -
表 1、2014 年上半年公司主营业务收入结构	- 6 -
表 2、2013 年子公司经营情况	- 6 -
表 3、汽车零部件制造行业上市公司盈利和估值对比	- 8 -
表 4、交运精密市场情况	- 8 -
表 5、交运巴士客运站地价估值	- 12 -
表 6、交运日红主要子公司介绍	- 13 -
表 7、交运股份主要仓库地价估算	- 14 -
表 8、交运沪北主要客户及服务	- 14 -

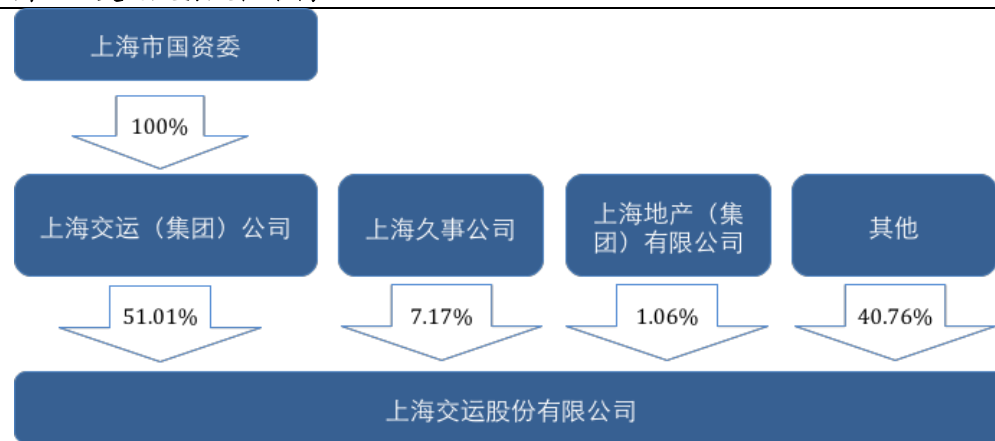
表 9、上海迪士尼项目重要时间节点	- 17 -
表 10、 全球各大迪斯尼乐园详细情况	- 18 -
表 11、迪士尼城际专线巴士客流量预测情况.....	- 20 -
表 12、交运集团子公司介绍	- 20 -
表 13、交运集团各业务业绩预测	- 23 -
附表	- 25 -

一、交运股份：公路客运、物流+汽车零配件制造

1.1、上海国资委旗下、上海交运集团控股

上海交运集团股份有限公司的前身为“上海钢铁汽车运输股份有限公司”，成立于1993年7月，同年9月在上海证券交易所上市交易。母公司上海交运（集团）公司为公司最大控股股东，其由原“上海交通运输局”改制而来，是上海市国资委直管的大型国有企业，大股东持股51.01%。上海久事公司和上海地产（集团）有限公司以各自子公司股权认购公司股份成为公司另外两大控股股东，分别控股7.17%、1.06%。公司于1993年上市，且2012年更名为“上海交运集团股份有限公司”。

图 1、交运股份股权结构



资料来源：上市公司年报、兴业证券研究所

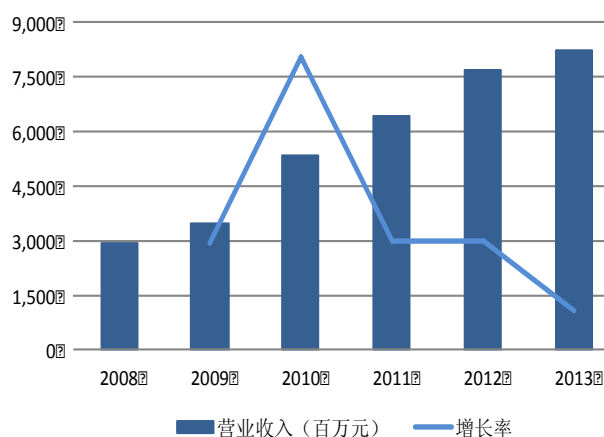
1.2 营业总收入稳健增长、利润率企稳回升

2013年公司整体运营情况稳健、良好，全年主营业务收入82.11亿元，同比增长7.1%；归属母公司所有者的净利润为3亿元，同比增长8.7%。公司营业收入整体继续保持稳定增长趋势，但是受宏观经济等影响，汽车客货运运输收入增速有所下降，因此公司总营业收入增速同步收敛。但是公司运输物流业务及汽车配套服务的毛利率以及净利率在2013年都企稳回升，分别达到12%和4%。

公司核心业务包括运输与物流服务业、汽车零部件制造与汽车后服务业、水上旅游服务业三大主营板块。其中，运输与物流服务业收入占比为32.56%，汽车零部件制造与汽车后服务业收入占比为67.03%，水上旅游业收入占比为0.41%。

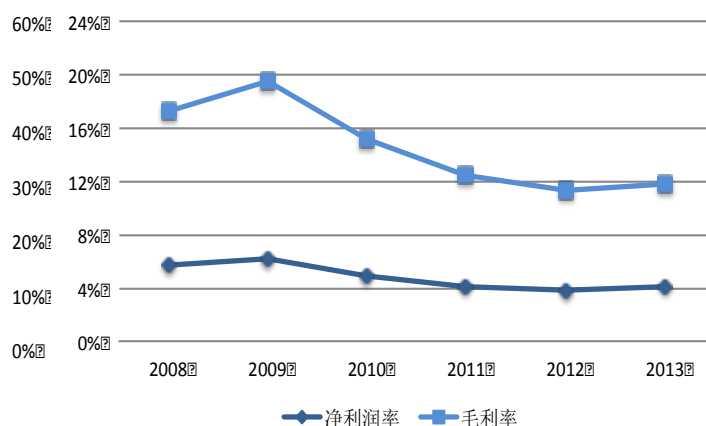
毛利占比与营业收入占比基本一致，运输与物流服务业毛利占比为35.8%，汽车零部件制造与汽车后服务业毛利占比为63.9%，水上旅游业毛利占比为0.34%。

图 2、交运股份营业收入历史情况



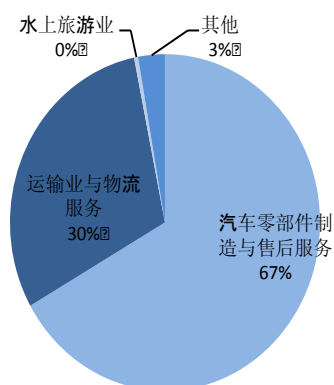
数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

图 3、交运股份净利润率、毛利率历史情况



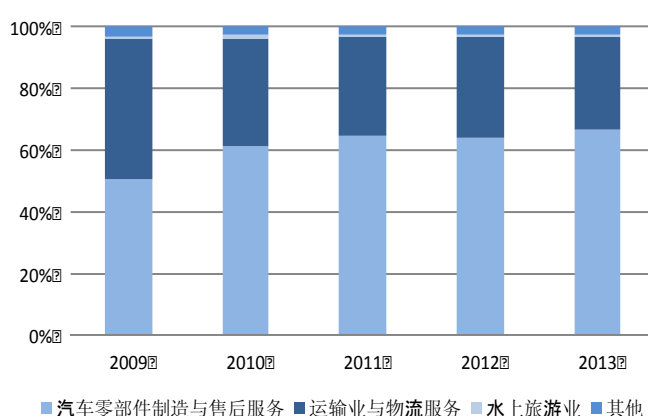
数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

图 4、2013 年交运股份主营业务占比



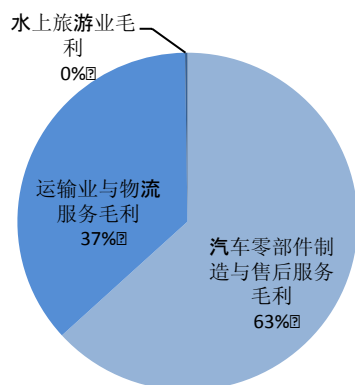
数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

图 5、交运股份主营业务占比历史情况



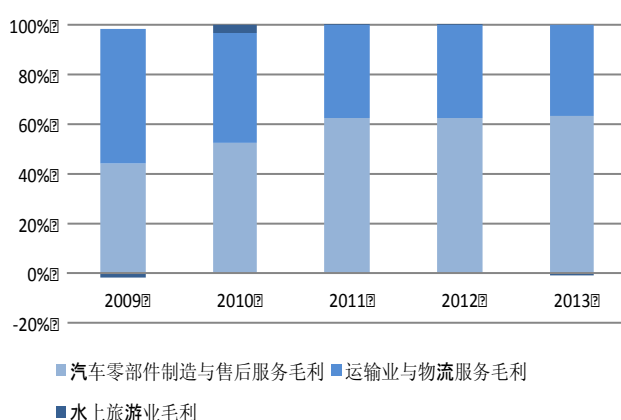
数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

图 6、2013 年交运股份主营业务毛利占比



数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

图 7、交运股份主营业务毛利历史情况



数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

表 1、2014 年上半年公司主营业务收入结构

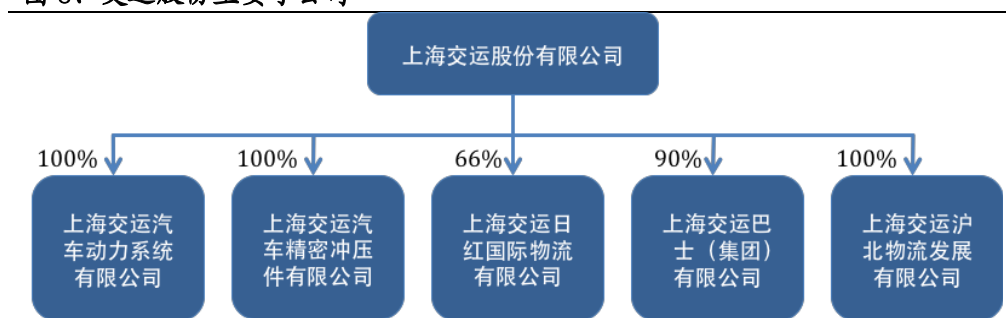
项目	营业收入（百万元）	占比	绝对毛利（百万元）	占比
汽车零部件制造与汽车后服务	2952.67	67.03%	305.72	63.89%
运输业与物流服务	1434.23	32.56%	171.18	35.77%
水上旅游服务	18.05	0.41%	1.62	0.34%
合计	4404.96	100%	478.52	100%

数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

1.3 五大子公司支撑三大板块

公司旗下的汽车零部件制造子公司主要有上海交运汽车动力系统有限公司（持股 100%，2013 年营业收入 12 亿元）、上海交运汽车精密冲压件有限公司（持股 100%，2013 年收入 2 亿元）；客运子公司主要是上海交运巴士（集团）有限公司（持股 90%，2013 年收入 4.7 亿元）；物流子公司主要有上海交运日红国际物流有限公司（持股 66%，2013 年收入 16.9 亿元）和上海交运沪北物流发展有限公司（持股 100%，2013 年收入 4.8 亿元）。

图 8、交运股份主要子公司



资料来源：上市公司年报、兴业证券研究所

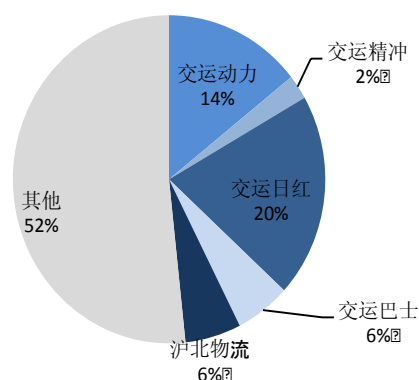
2013 年，公司主要子公司中交运动力收入增长最快，共实现营业收入 11.98 亿元，占交运股份总收入的 14.3%，同比增加 43.2%，净利润 9604 万元，占比 28.3%，同比增加 24%；交运精冲业绩保持稳定，收入和利润与上年持平；交运日红净利率水平大幅提高，实现净利润 4529 万元，同比增加 32.14%；交运巴士实现收入 4.77 亿元，同比增加 6.11%，净利润 9610 万元，占公司总利润的 28.35%，同比增加 10.4%；沪北物流实现营业收入 4.85 亿元，同比增加 7.2%，净利润 3162 万元，同比增加 14.6%。

表 2、2013 年子公司经营情况

项目	营业收入（百万元）	占比	同比	净利润（百万元）	占比	同比
交运动力	1197.82	14.29%	43.21%	96.04	28.33%	24.02%
交运精冲	203.70	2.43%	0.43%	35.03	10.33%	0.28%
交运日红	1686.14	20.12%	-0.27%	45.29	13.36%	32.14%
交运巴士	477.10	5.69%	6.11%	96.10	28.35%	10.38%
沪北物流	485.01	5.79%	7.20%	31.62	9.33%	14.64%

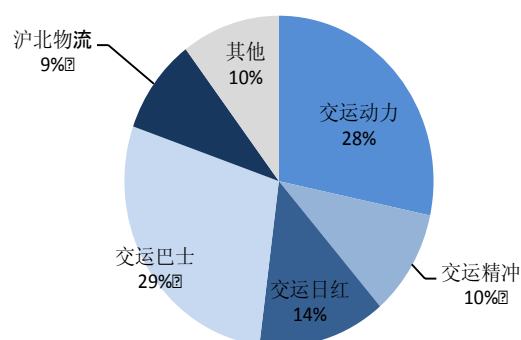
数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

图 9、2013 年交运股份主要子公司收入占比



数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

图 10、2013 年交运股份主要子公司利润占比



数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

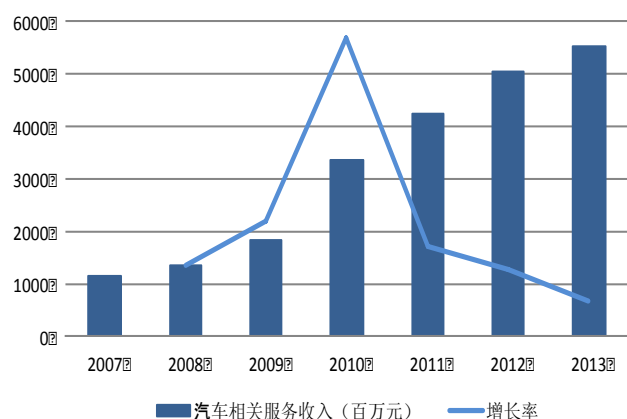
1.4 汽配制造占半壁江山、业绩稳健

上海交运集团股份有限公司汽车零部件制造分公司成立于 2009 年，下辖上海交运汽车动力系统有限公司、上海交运集团股份有限公司汽车零部件分公司、上海交运汽车精密冲压件有限公司、沈阳中瑞汽车零部件有限公司、烟台中瑞汽车零部件有限公司 5 家全资子公司，以及中外合资企业上海英提尔交运汽车零部件有限公司。

公司拥有上海地区中山南二路、金桥、川沙、白鹤、安亭和山东烟台、辽宁沈阳等生产基地，自动变速器总成换挡机构总成国产化能力居行业领先水平，车身中小冲压焊接总成居上海前 3 名。

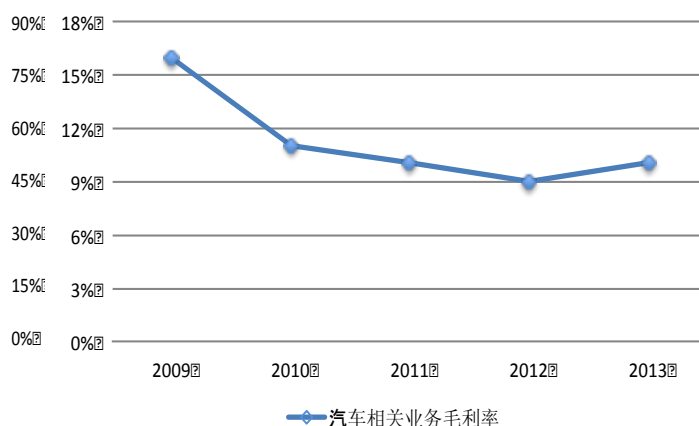
公司主要从事汽车自动变速箱换挡机构、发动机连杆、汽车座椅骨架、仪表盘托架、汽车座椅调角器、高速列车座椅骨架等零件的冲压、焊接、加工、制造等，拥有强大的产品开发、工艺开发和试验开发能力，主要为上海通用、上海大众、美国福特等汽车制造商提供配套服务。

图 11、汽车相关服务收入变化情况



数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

图 12、汽车相关业务毛利率情况



数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

2013 年，公司汽车零部件制造与汽车后服务实现主营业务收入 55.23 亿元，同比增长 9.9%，占总营业收入 67%；共实现毛利 5.4 亿元，占总毛利的 63%；共计实现净利润 1.56 亿元。零部件制造方面，全年 36 项新产品开发项目均按时间进度完成交样；汽车后服务企业成功获得沃尔沃授权，奥迪预审也如期通过。

上海交运汽车动力系统有限公司

上海交运汽车动力系统有限公司是一家汽车发动机核心零部件制造企业，成立于 2001 年 7 月，是上海大众汽车有限公司和一汽大众汽车有限公司的长期配套供应商。其主导产品是 4T65E 自动变速箱换挡机构总成和凸轮轴调节机构总成，为上海通用汽车有限公司独家配套生产。公司拥有从美、德、瑞士、意大利等国进口的强力旋压机、花键冷成型机、激光焊机具有国际先进水平的装备和较强的技术开发能力。2013 年，交运动力共实现营业收入 11.98 亿元，占交运股份总营业收入的 14.5%；实现净利润 9604 万元。

对比汽车零部件制造行业内几家上市公司盈利和估值情况，子公司上海交运汽车动力系统有限公司的净资产收益率达到 14.06%、净利率 8.0%，均处于行业领先水平。而公司整体估值情况也表现良好，股息率 0.57% 处行业中高水平。

表 3、汽车零部件制造行业上市公司盈利和估值对比

	ROE (%)	净利率 (%)	PE	PB	P	资产负债率	EPS	分红率
万里扬	7.4%	10.9%	25.6	2.2	14.0	38%	0.43	1.1%
精锻科技	11.8%	22.9%	25.0	2.9	18.1	19%	0.68	0.8%
中原内配	9.6%	14.7%	23.1	2.2	16.5	24%	0.69	1.2%
天润曲轴	3.3%	6.4%	37.7	1.5	8.2	33%	0.18	0.2%
亚夏汽车	5.5%	0.9%	106.3	3.1	9.5	70%	0.21	0.5%
上柴股份	6.3%	6.8%	54.9	3.1	11.9	39%	0.24	0.5%
交运股份	14.06%	8.0%	19.2	1.8	6.7	47%	0.35	1.6%

(交运动力) (交运动力)

数据来源：Wind 资讯、兴业证券研究所

上海交运汽车精密冲压件有限公司

上海交运汽车精密冲压件有限公司是上海交运股份有限公司下属新建全资子公司。主营业务分为两大板块：一是以汽车座椅调节机构为主的轿车零部件制造，主要为上海通用、上海大众、一汽大众、安徽奇瑞等国内一流整车厂商提供配套服务。年生产轿车座椅调节机构 43 万台套，年销售额达 9000 万余元；二是以与中国铁道部的中国四大高速列车项目相配套的座椅骨架的开发与制造。公司 2013 年共实现营业收入 11.98 亿元，占总收入的 14.3%；净利润 9604 万元

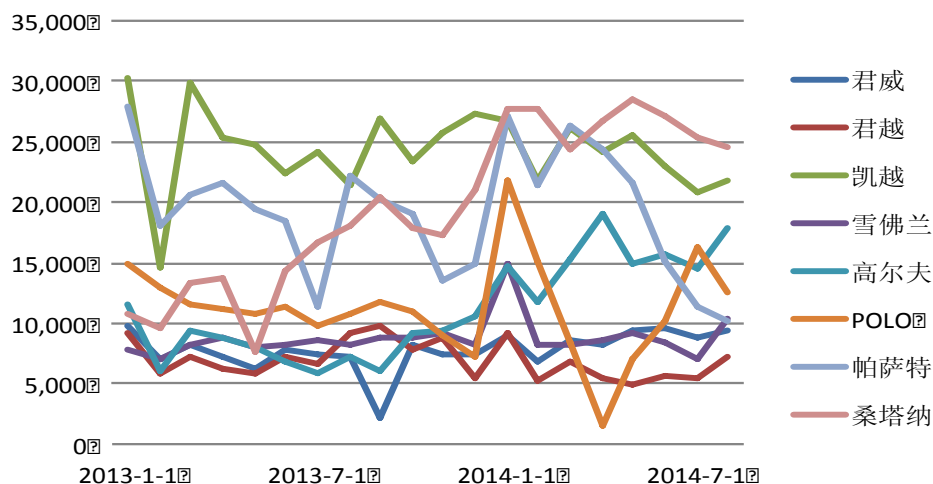
表 4、交运精密市场情况

客户	服务项目	配套车型
上海通用汽车有限公司	座椅调节机构	君威、君越、凯越、雪佛兰
上海大众汽车有限公司	座椅调节机构	高尔夫、POLO、帕萨特、桑塔纳 2000
安徽奇瑞汽车有限公司	座椅调节机构	东方之子、520
上海坦达轨道车辆座椅系统有限公司	高速轨道座椅骨架	CRH1、CRH 2、CRH 3、CRH 4 高速列车

资料来源：兴业证券研究所

2013 年以来，公司主要配套车型月销量基本保持稳定且略有增长，其中上海大众的桑塔纳和高尔夫月销量增幅较快，同比增速分别为 36%和 144%。公司汽车零部件制造业务受汽车需求量增加的影响，相关业务保持稳定增长态势。

图 13、相关车型月销量情况



资料来源: Wind 资讯、兴业证券研究所

上海市汽车修理有限公司

上海市汽车修理有限公司成立于 1956 年，前身为上海市汽车修理公司，是上海交运集团股份有限公司的全资子公司。公司注册资本 1.3 亿元人民币，拥有 13 家汽车销售 4s 店、7 家专业汽车修理厂、25 个维修网点、3 家汽车技术检测站、1 家汽车快修站、1 家定损中心、1 家汽车销售公司、1 家拆车有限公司，还设有配件中心、急修中心、技术培训中心等，是上海地区著名的以汽车销售和汽车维修为主的汽车后服务经销商。

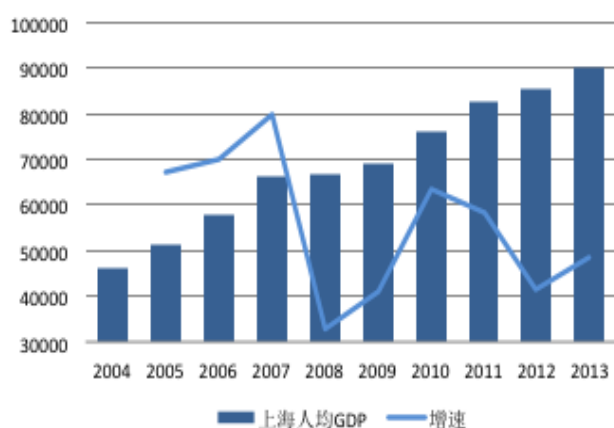
图 14、上海市汽车修理有限公司控股及合营企业



资料来源: 兴业证券研究所

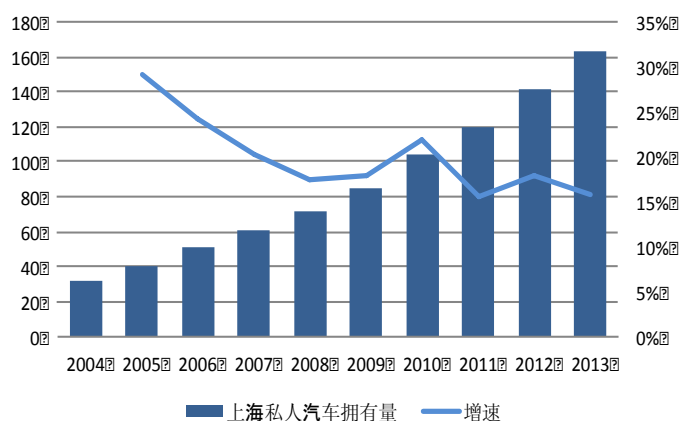
公司经营范围包括汽车销售、汽车修理、汽车修理技术咨询、培训、转让、服务、质量检测、汽车配件零售、批发。目前汽车销售服务品牌涉及上海大众系列、斯柯达、起亚、荣威、一汽奥迪、一汽大众、一汽马自达、广汽丰田、广汽菲亚特、华晨系列等，是汽车维修行业一类企业。

图 15、上海人均 GDP 变动情况



数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

图 16、上海市私人汽车保有量变动情况



数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

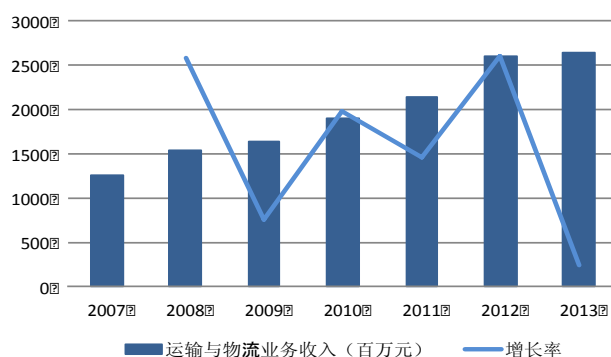
公司 4S 店销售汽车和修理业务运营情况，同私家车保有量存在密切关系。2013 年上海人均 GDP 保持 6% 的增长水平，受此影响，越来越多的家庭购买私家车，13 年涨幅约为 15%。私家车数量的不断上涨，必然导致公司汽车销售和修理业务也保持着较快的增长。

1.5 客货运站土地价值可观、物流业务想象空间巨大

公司省际道路客运服务企业拥有分布在上海市区东、西、南、北的长途汽车客运站 12 座，中高档长途客车 600 多辆，运营 600 多条跨省市客运班线，是全国道路旅客运输一级企业。

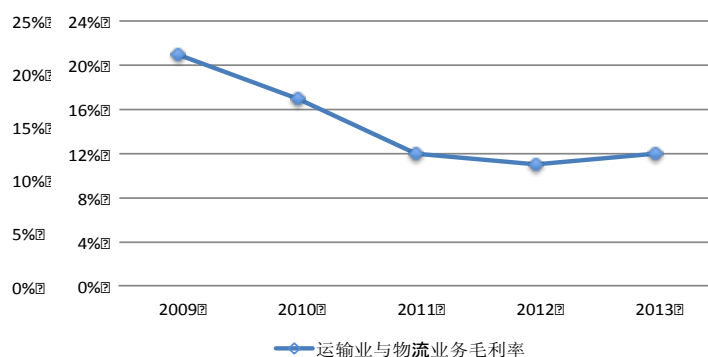
货运与物流服务企业拥有货运车辆约 3100 辆，物流配送仓储面积 18 万平方米（共 18 座仓库，其中现代化冷库 3 座），堆场面积 20 多万平方米，全国联运、配载网络分支机构 11 个，定向定时发送直达快运班线 119 条，通达全国 260 多个城市，运输能力和运营范围基本实现全国通达无障碍。

图 17、运输与物流服务收入历史情况



数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

图 18、运输与物流服务毛利率历史情况



数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

2013 年，南港物流中心、罗氏制药仓储中心、交运钢材物流基地等项目顺利

进行以及“崇明城际巴士”开通，公司运输业与物流服务实现主营业务收入 26.44 亿元，占总收入的 30%，同比增长 2%；实现毛利 3.13 亿元，占总毛利的 37%；实现净利润 1.48 亿元，同比增长 19.4%，占总利润的 44%。

上海交运巴士（集团）有限公司

公司子公司上海交运巴士（集团）有限公司是由原上海交运集团、上海久事公司和上海交投集团以资产整合重组而诞生的一家立足上海，面向“长三角”，服务中外旅客的大型省际道路客运企业。交运巴士集团自 1997 年第一次改制建立以来，通过多次资产重组，已从一个普通的长途客运企业脱胎成长为上海交运集团股份有限公司旗下的上海长途客运行业的龙头企业。

截止 2013 年末，集团注册资金达 2 亿元人民币，总资产为 10.54 亿元，净资产 4.05 亿元，下辖 5 家全资子公司、7 家控股公司和 2 家参股公司，拥有营运线路 600 多条，各类中高档大客车 600 多辆，是全国道路旅客运输一级企业。公式营运线路辐射华东、华南、华中、华北、西南的江、浙、皖、鲁、赣、闽、粤、湘、鄂、豫、川、渝、晋等省市，营运车日营运里程 40 余万公里，日发班次 1700 余班，日运送旅客约 3 万人次，高峰时日达 10 万人次。

集团拥有 12 个客运站，场站遍布上海的东、西、南、北、中。其中，公司所属的上海长途客运东站、上海长途客运南站、上海长途客运西站、上海长途客运北站均为上海市五大主站之一。

交运巴士 2013 年共实现营业收入 4.77 亿元，占公司总收入的 5.7%；实现净利润 9609 万元，占总利润的 28.35%。

图 19、上海交运巴士（集团）有限公司客运站布局



资料来源：兴业证券研究所

公司 12 个客运站遍布上海东南西北，总占地面积达 14.7 万平方米，我们测算了这些土地的价值，若土地价值重估，价值可观。按照开发住宅用地价格估算，总价值约为 48.96 亿元；按商业用地价格估值约为 28.17 亿元；若按照工业用地价格估算为 2.01 亿元。

表 5、交运巴士客运站地价估值

客运站	占地面积 (m ²)	地理位置	估值(百万元)		
			住宅用地	商业用地	工业用地
上海长途客运东站	16000	浦东南路	623.1	239.5	14.5
长途客运南站	20000	徐汇区石龙路	1362.4	1014.0	19.6
虹桥长途西站	15000	闵行区中虹路	473.3	433.2	17.1
长途汽车北站	15000	宝山区江场西路	369.2	105.2	14.1
长途汽车沪太站	5100	闸北区中山北路	333.2	287.4	65.1
崇明长途客运站	7000	崇明县南门支路	27.9	15.7	5.4
川沙长途客运站	7800	浦东新区川沙镇	303.7	116.8	7.1
南汇长途客运站	14000	浦东新区惠南镇	545.2	209.6	12.7
长兴长途汽车站	20000	崇明县长兴岛	79.6	45.0	15.4
高桥长途客运站	8000	浦东新区高桥镇	311.5	119.7	7.3
吴淞码头客运站	9000	宝山区泰和路	221.5	63.1	8.5
美兰湖客运站	10000	宝山区罗店新镇	246.1	167.9	14.1
合计	146900		4896.6	2817.2	200.8

数据来源：兴业证券研究所

上海交运日红国际物流有限公司

为打造现代物流主业板块，交运集团将旗下 8 家国资物流企业进行整合，并作为优质资产整体与日本丸红株式会社进行合资，成立了国有控股的中外合资企业——上海交运日红国际物流有限公司。公司于 2009 年 3 月正式注册成立并投入运营，公司现有员工 5000 多人，下设 3 个事业部、直属全资子公司 6 家，控股及参股企业 29 家。

上海交运日红国际物流有限公司现有 4000 台套运输车辆及各类装卸搬运设备、各类仓库 12 万平方米（其中，冷库 2 万平方米、保税库 2.5 万平方米）、拥有面向全国 120 多个城市（特别是近 20 个汽车工业发达城市和 40 多个口岸城市）的运输线路和覆盖长三角地区的高密物流网络、成熟应用包括 PUMA 和 SMART 在内的运输管理信息系统和 REPEX 仓储管理信息系统。

公司主营业务包括：海关监管运输、制造业物流、汽车零部件物流、化工危险品储运、冷链物流、大型/特种物资运输、城市配送与货运出租车等。

2013 年，交运日红共计实现营业收入 16.86 亿元，占交运股份总收入的 20.12%；实现净利润 4529 万元，占总利润的 13.4%。

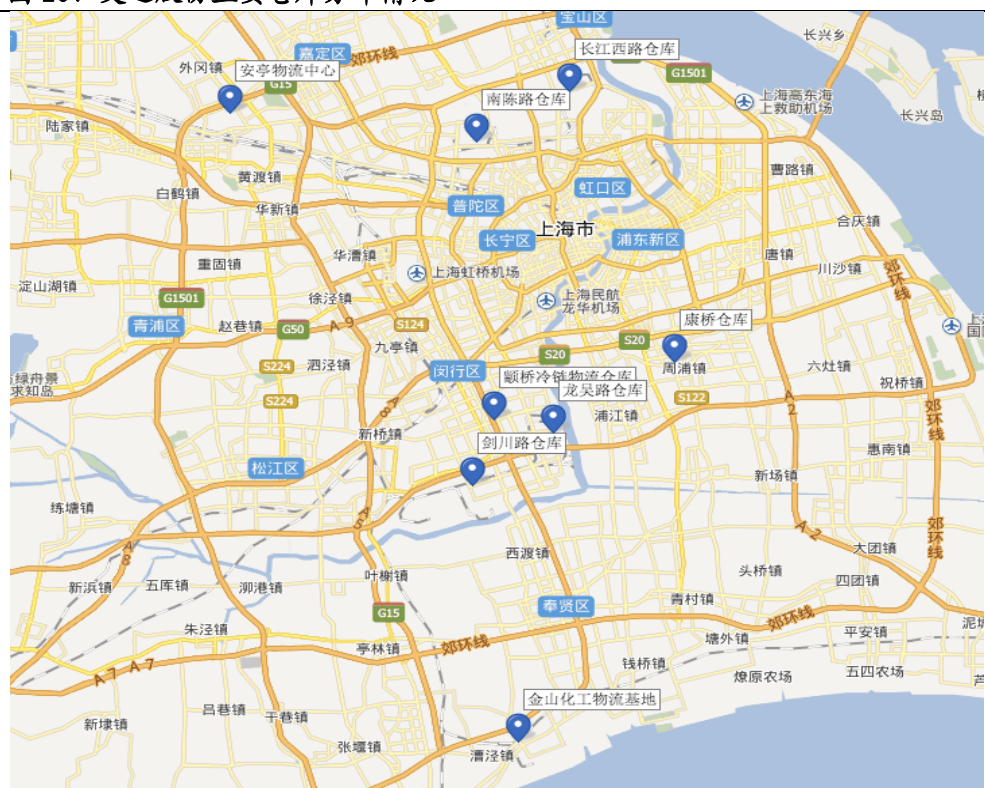
表 6、交运日红主要子公司介绍

	业务领域	车辆情况	其他
上海交荣冷链物流有限公司	冷冻冷藏物品仓储配送、流通加工、贸易采销	150 辆各类冷藏车	冷库 2 万平方米，内有储位 6000 个
上海交运维卡物流有限公司	制造企业物流运作、整体物流方案设计	飞翼厢式车近 40 辆	仓库面积 1.5 万平方米
上海交运便捷货运有限公司	即时叫车，预约用车，物流配送，外省快运，货运代理，合同运输	700 余辆货运出租车辆和各类配送车辆	依托呼叫中心和电子商务平台
上海市化工物品汽车运输有限公司	危险货物运输、国际集装箱运输、危险货物集装箱运输	厢型，平板、槽罐、汽瓶专用、集装箱、气体管束等车辆 300 辆	化学品仓库 1.6 万平方米
上海浦东汽车运输有限公司	海关监管运输、汽车零部件物流、商贸配送、冷链配送	海关监管车 530 辆、飞翼式货车 110 辆、冷冻冷藏车辆近 100 辆	浦运一体化管理信息系统
上海市长途汽车运输有限公司	仓储、区域配送、危险品运输、海关监管运输和保温冷冻运输	各种车机设备 700 多辆、台	恒温仓储、普货仓储

资料来源：兴业证券研究所

仓库土地是公司拥有的主要资产之一，按照上海市平均住宅用地价格测算，主要仓库地价总额达到 33.6 亿元；若开发商业用途，土地价格总估值为 24.7 亿元；若仅作为工业用地，估值约为 1.28 亿元。

图 20、交运股份主要仓库分布情况



资料来源：兴业证券研究所

表 7、交运股份主要仓库地价估算

项目	功能	面积 (m ²)	估值 (百万元)		
			住宅用地	商业用地	工业用地
南陈路仓库	配送中心	2500	61.5	17.5	2.3
康桥仓库	仓储	3500	136.3	52.4	3.2
金山一、二期	化学品仓储	15700	87.5	76.1	6.7
颛桥一、二期	冷藏、冷冻仓储	14200	448.0	410.1	16.2
颛桥三期	恒温仓储	5300	167.2	153.1	6.0
安亭物流中心	仓储、配送	15000	142.0	107.6	8.4
龙吴路仓库	仓储	20000	631.0	577.6	22.8
剑川路仓库	仓储	30000	946.5	866.5	34.2
长江西路仓库	仓储	30000	738.3	210.4	28.2
合计		136200	3358.4	2471.4	128.1

数据来源：兴业证券研究所

上海交运沪北物流发展有限公司

上海交运沪北物流发展有限公司成立于 2008 年，是上海交运集团股份有限公司的全资子公司，注册资本 1 亿元人民币。公司主要经营范围为普通货物运输、搬场运输、冷藏运输、专用集装箱运输、堆存（仓储）理货、货运代理、搬运装卸、起重、盘路、吊装、海上国际货物运输代理，公路国际货物运输代理，航空国际货物运输代理，轮胎、汽车零配件销售，自有设备租赁，自有房屋租赁等。

公司拥有各类大型平板车、重型倾卸车、搬场车、冷藏车、拉幕式厢式车、国际集装箱专用车、海关监管车辆等 500 多辆。拥有长江西路、剑川路和龙吴路物流基地，总占地 120 亩，建有 20000 平方米高台式钢结构彩板仓库房，配备近 3.5 万平方米的外堆场。

公司与宝钢、沪东中华造船厂、上海东船物流等建立了长期合作伙伴关系，是全市首家使用双蒸发器的冷链物流企业，提供本市和长江三角洲、珠江三角洲的冷冻冷藏、多点配送、门店直达等配送服务。所属沪东搬场城市配送物流中心是上海市搬场协会五星级企业。

2013 年，沪北物流公司全年共实现营业收入 4.85 亿元，占总收入的 5.8%；净利润 3162 万元，占总利润的 9.33%。

表 8、交运沪北主要客户及服务

客户	服务内容
宝钢集团及一钢、二钢、五钢	钢铁运输配送
沪东中华造船(集团)公司	船舶运输配送
克莉丝汀、达能公司	冷链物流配送
百盛集团	城际物流配送

资料来源：兴业证券研究所

关注：冷链物流资产及钢铁运输平台业务想象空间巨大

冷链物流行业空间巨大：

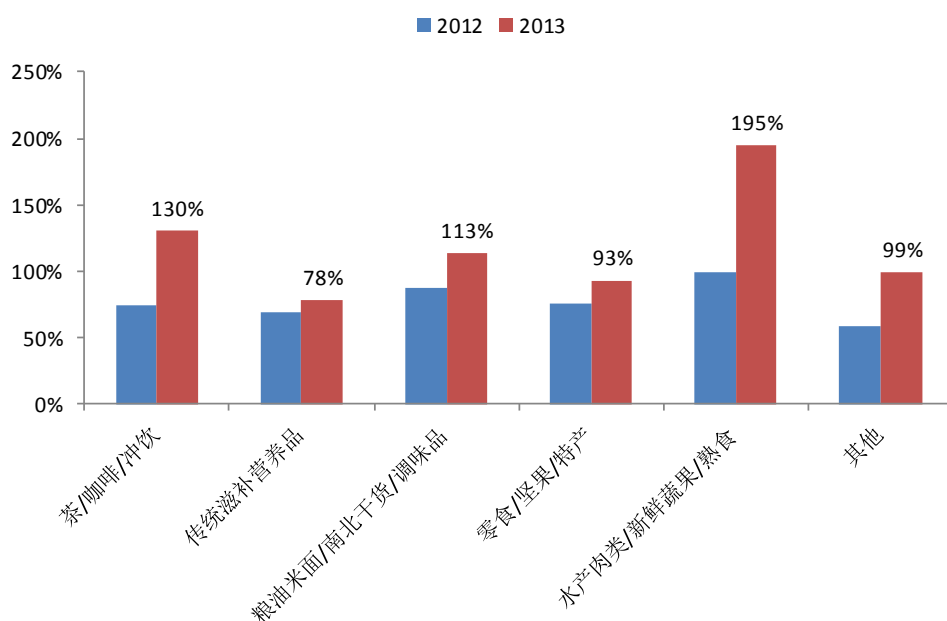
交运日红于 2014 年 3 月中标百胜、沃尔玛长三角冷链物流配送业务，两家公司旗下在长三角地区的肯德基餐厅、沃尔玛超市等门店提供冷冻、冷藏等冷链物

流配送服务将由交运日红承担。交运日红旗下的上海交荣冷链物流有限公司拥有 150 辆各类冷藏车，冷库 2 万平方米，可提供专业的冷链物流服务。

我们认为，未来生鲜电商将会促进冷链产业链快速增长，而上海市内的冷链宅配的需求可以为公司的冷链业务带来巨大想象空间。

据粗略统计，2012 年，生鲜电商市场规模约 250 亿元，占生鲜产品零售额的 1%。我们认为，习惯网购的年轻一代的收入水平随年龄增长会逐渐提高，他们的购物理念将持续推动生鲜类产品的电子商务的高速发展，按照生鲜电商未来达到中国电子商务预期渗透率 10% 来估算，生鲜电商的潜在市场空间将达到 2500 亿元。理想情况下，冷链宅配的成本约占销售额的 15%，因此，可以测算出，仅生鲜宅配这一块的冷链物流（包括仓储和运输）市场规模，将达到 375 亿。

图 21、2013 年淘宝加天猫农产品类目增长率



资料来源：阿里巴巴、兴业证券研究所

钢铁运输平台展开想象空间：

公司货运物流业务中的重要部分为钢铁物流业务，除了深厚的历史客户基础，公司也在不断积极推进这块业务的做大做强。2014 年 4 月，交运沪北物流有限公司中标湛江钢铁厂内钢制品运输 BOO 项目，其项目合同价为人民币 3.71 亿元。湛江钢铁厂内钢制品运输 BOO 项目属于广东湛江钢铁基地项目总运输工程的一部分，一期工程为年产 874.91 万吨坯。该项目主要为钢制品、废钢、连铸、宽厚板提供运输服务，为相关设备进行投资配置，以及对设备设施的管理、使用、保养及维修。这次中标湛江钢铁厂内钢制品运输 BOO 项目，是交运集团继 2013 年 6 月中标湛江钢铁厂内汽车、工程机械运输 BOO 项目的原料运输板块项目和特种罐车运输板块项目后，又一次重大项目的中标，预期大幅增加公司未来业绩。

几乎在同一时间段，2014 年 8 月，上海市政府发布《上海国际贸易中心建设 2014-2015 年重点工作安排》。其中表示，上海将大力发展平台经济，将在自贸区建设石油天然气、铁矿石、棉花、液体化工品、白银、大宗商品、有色金属等 8 个国际交易平台。上海将积极发展电子商务城市物流配送，鼓励国内外优秀的快递、仓储等物流企业以及邮政部门开展流通电子商务物流业务，建立物流公共信息平

台和第三方配送中心。鼓励国内外大型商业连锁经营企业建立物流配送中心。鼓励物流企业与生产制造及商贸流通企业建立产业联盟，延伸供应链管理服务。

我们认为凭借公司在钢铁物流业务的深厚资源，以及相关政策支持，公司未来有可能开展钢铁物流电商平台业务。深厚的客户资源包括公司一直以来与宝钢有着良好的合作关系，同时公司在供应链管理方面有一定积累。我们认为如果该预测落实，则一定程度提高公司业绩、同时提高公司估值。

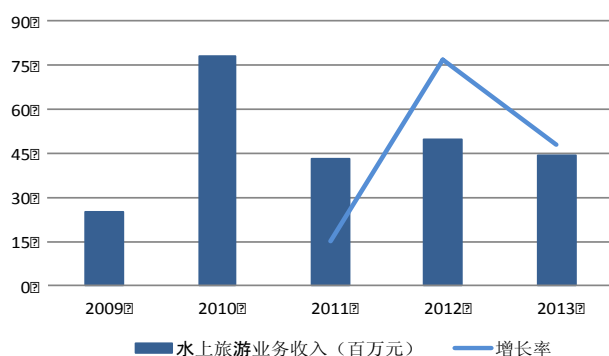
1.6 水上旅游服务业绩低于预期

公司控股子公司上海市浦江游览有限公司成立于 1998 年，注册资本 5000 万人民币。拥有规格齐全的各类旅游船舶 9 艘、近 3400 客位，为上海旅游业一个著名的景点和城市景观，是同行业规模最大、服务范围最广的企业之一。目前已开辟“吴淞口三夹水”、“双龙戏珠”（南浦大桥—杨浦大桥）、卢浦大桥等多条水上旅游航线，承办各类企事业单位商务活动、媒体发布会、私人婚庆、生日派对等游船包租业务。

公司“浦江游览 1”新龙船、“工行号”、“全球通”等游船在社会上具有良好的品牌形象和市场知名度。公司新建的 3 艘世博游览船在世博期间圆满完成各项水上交通任务。公司还曾多次出色完成包括 2001 年 APEC 会议、2006 年上海合作组织峰会在内的国内、国际重大接待任务和重要活动。

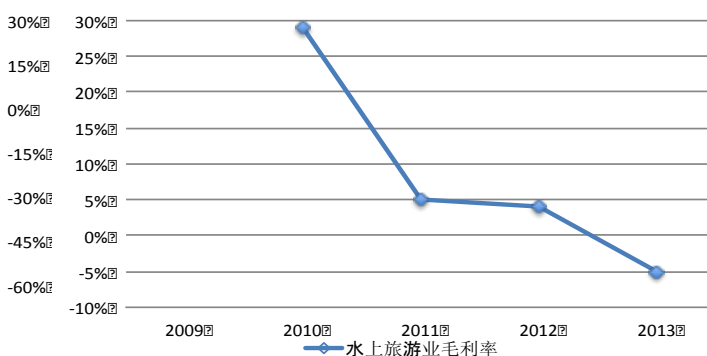
2013 年，由于浦江游船同业竞争情况严重，尽管公司加大特色航班产品的市场营销力度，不断扩展业务种类，全年水上旅游业收入共计 0.44 亿元，但同比下降 15%。自 2009 年开展该业务以来首次出现亏损状况，共计损失利润 370 万元。所幸公司水上业务服务总收入占比不大，对公司影响并不明显。

图 22、水上旅游业收入历史情况



数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

图 23、水上旅游业毛利率情况



数据来源：上市公司年报、兴业证券研究所

二、乘迪斯尼东风、增厚客运业务业绩

2.1 亚洲最大迪斯尼乐园 2015 年底上海开园

上海迪士尼项目一期规划 3.9 平方公里，包括上海迪士尼乐园（0.9 平方公里）、两家主题酒店、一个零售餐饮娱乐区，以及人工湖、停车场和公共交通枢纽等设

施，计划 2015 年底开园。

在整个配套规划中，上海迪士尼乐园大约 0.9 平方公里（225 英亩），若算上停车场则为 1.16 平方公里（287 英亩）。迪斯尼酒店两座，共有 1220 间客房，一座为豪华酒店，另一座为经济型酒店。零售、餐饮、娱乐区的总建筑面积为 46000 平方米，可租赁面积 27900 平方米。其他设施有 100 英亩的人工湖（0.40 平方公里）及其他室外休闲设施，停车场和交通枢纽。

图 24、上海迪士尼乐园一期及远期规划示意图



资料来源：兴业证券研究所

华特迪士尼公司与上海申迪集团共同投资上海迪士尼度假区项目，其中申迪控股 57%，迪士尼控股 43%。中方公司情况：上海申迪（集团）有限公司，注册资金为 3 亿元人民币。上海市国资委管理的锦江国际出资 7500 万元，占股 25%；上海广播电影电视发展有限公司出资 9000 万元，占股 30%；上海陆家嘴（集团）公司出资 1.35 亿元人民币，占股 45%。上海申迪（集团）有限公司旗下有两家全资子公司：上海申迪旅游有限公司、上海申迪建设有限公司。未来迪斯尼项目的运营公司在双方协议的基础上成立，迪士尼拥有 70% 的股份，申迪拥有 30% 的股份。

表 9、上海迪士尼项目重要时间节点

时间	事件
2009 年 01 月	迪士尼已宣布与上海市政府签订《项目建议书》，将联合上海市政府，在浦东兴建全球第 6 个迪士尼乐园，并将报告提交中央政府审批。
2009 年 10 月	国家发展改革委正式批复核准上海迪士尼乐园项目，项目由中方公司和美方公司共同投资建设。
2010 年 11 月	负责上海迪士尼项目管理和开发的上海国际旅游度假区管委会、上海申迪（集团）有限公司揭牌。投资规模约 245 亿元人民币
2011 年 04 月	上海迪士尼乐园项目正式开工，预计于 5 年后建成。
2012 年 04 月	上海迪士尼项目获 129 亿贷款额度。上海迪士尼项目及周边约 20 平方公里区域为上海国际旅游度假区。
2013 年 05 月	施工团队将城堡的第一根永久混凝土桩打入地基，奇幻童话城堡的施工正式启动。
2013 年 09 月	上海迪士尼度假区的两家主题酒店正式启动混凝土浇筑作业。
2013 年 10 月	上海迪士尼主题乐园地上建筑的首根钢柱安装完毕，地上建筑工程正式

启动。
2014 年 05 月 上海迪士尼项目将增资约 50 亿元，新增大型景点和娱乐演出、餐饮零售设施。

资料来源：兴业证券研究所

目前 11 个迪士尼配套项目进展正常，包括周邓公路(申江路-南六公路)、南六公路(S1-S32)等 10 条道路和 1 个公交枢纽,其中唐黄路(S1-周邓公路)、航城路(S2-南六公路)、六奉公路(周邓公路-南次入口)3 条道路已竣工。我们预计迪斯尼乐园按照规划在 2015 年年底开园为大概率事件。

2.2、“迪士尼效应”带动上海客流量快速增长

全球已有的 5 大迪斯尼主题乐园，都是当地经济的有力引擎。美国奥兰多的华特迪斯尼世界每年迎来约 4000 万人次的游客；游客在东京迪斯尼度假区的年消费金额达到 170 亿美元；香港迪斯尼乐园为当地提供了近 2 万个工作岗位，游客为香港带来 96 亿港元的额外消费；巴黎迪斯尼乐园度假区的年税收收入达 4.35 亿美元；美国洛杉矶的迪斯尼乐园度假区，附近聚集了其他的 30 个景点和 2 万多间酒店客房。

上海迪斯尼乐园作为世界第六个迪斯尼主题公园，外围总面积约 24.7 平方公里，核心面积 7 平方公里，一期规划 3.9 平方公里，建成后将成为亚洲最大，世界第三大的迪斯尼主题乐园。根据《上海浦东新区“十二五”规划纲要(草案)》，迪斯尼乐园开园初期预计每年游客接待能力将达到 730 万人次左右，这个预计相对较为保守。在全球的已经成立的 5 家迪斯尼乐园中，美国加州和日本东京的迪斯尼体量与上海迪斯尼相当，而 2013 年美国加州迪斯尼接待旅客人数为 2248 万，日本东京迪斯尼为 2593 万。我们预计迪斯尼 2016 年旅客流量在 2000-2500 万左右，2017 年以后常态化接待旅客能力在 2500 万左右。

2013 年上海全年接待国内外游客逾 2.6 亿人次，如果 2015 年上海旅客接待人数达到 3.0 亿人次，那么 2016 年迪斯尼客流带来的客流弹性为 7%左右。迪斯尼乐园项目能够增添上海都市旅游的新核心，带动宾馆、零售、餐饮、会展、娱乐、交通运输、金融保险、建筑等各行业的发展，影视娱乐、出版印刷、媒体网络、玩具生产、特许经营、广告等相关行业也会显著受益。

表 10、全球各大迪斯尼乐园详细情况

全球迪斯尼乐园	面积(平方公里)	开园时间	2013 年客流(万人)
美国加州(2 座乐园)	2.1		
加州迪斯尼乐园	0.5	1955	1614
迪斯尼加州冒险乐园	0.2	2001	634
合计			2248
美国奥兰多(4 座乐园)	122.3		
神奇王国	0.4	1971	1714
迪斯尼好莱坞影城	0.5	1989	970
艾波卡特世界园	0.3	1982	1083
动物王国	2.0	1998	978
合计			4745
日本东京(2 座乐园)	2.1		
东京迪斯尼乐园	0.4	1983	1400

东京迪士尼海洋	0.5	2001	1193
合计			2593
法国巴黎（1座乐园）	19.5		
巴黎迪士尼乐园	0.7	1992	1099
中国香港（1座乐园）	1.3		
香港迪士尼主题乐园	0.8	2005	590
中国上海	7（一期3.9）		
上海迪士尼主题乐园一期	0.9	2015	

2.3、打造迪斯尼客运专线、增厚公司业绩 20%以上

2010 年，公司充分借助了世博会的契机，客运及旅游业务得到了快速的发展。2009 年，上海交运巴士（集团）有限公司与浦东旅游会展服务中心共同出资建设了浦东世博旅游集散中心，即现在的浦东长途客运站。项目总投资 1.25 亿元，其中交运巴士出资 7850 万元。该客运站按国家一级客运站标准设计建造，总占地面积 1.6 万平方米，建筑面积 2 万多平方米，是上海浦东地区最大、设备设施最先进的长途客运站，也是全国首创集长途客运、旅游集散、商务办公等为一体的综合性经营基地。

借助浦东长途客运站地理位置的优越性，交运巴士开通了多条上海至江浙两省的世博专线，共计达 29 班，包括启东班线、昆山班线、萧山班线、周庄班线、常熟班线、慈溪班线等。2010 年 5 月 18 日，新开通的上海-杭州世博专线，时长仅 2.5 小时，全程票价为 48 元。首推 10 天共发出 258 班次，人次 8764 人，实载率 66.61%。据此估算，世博会期间（6 个月）该条线路公司客运收入共计 750 万元。城际专线巴士在世博会期间推动公司收入的增加，而之后又帮助公司拓展了长三角客运业务：目前浦东长途客运站拥有省市客运代办班线近 300 条，日发班近 300 班，遍布江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东、河南、湖北、湖南、贵州、重庆等 11 个省市。

公司在 2013 年中报披露，会结合自身优势、配合上海迪斯尼乐园开展相关业务。我们认为，根据世博会的经验，公司依托上海的 12 座客运站以及丰厚的长途客运班次资源，开通迪斯尼相关专线巴士，将使公司带来客运收入大幅提高。而相比于世博会仅仅开园 6 个月时间，上海迪斯尼是个长期性的旅游项目，且能带动周边地区相关产业链发展，其带来的推动力量更加持久。

据预测，2015 年上海迪斯尼开园后，园区内年接待客流量将达到 2500 万人次。这其中包含了上海市本地、长三角地区、外省市和国外游客，我们假设客源比例约为 20: 30: 45: 5。

我们预计公司可能开展的业务包括长三角地区迪斯尼直达客车以及上海市内迪斯尼直达客车两类专项业务。其中，长三角地区直达列车主要是杭州、南京以及苏州无锡等地直达客运列车，我们预计来自长三角地区的客源大约占总客源的 30% 左右，单程票价大约为 100 元左右（往返暂定 200 元），假设搭乘直通客车的占比为 10%，则增加公司收入 1.5 亿元，按照公司目前客车运输行业（巴士集团）净利润 20% 测算，公司可增加利润 0.3 亿元。

而另一项业务可能是开展客运站、机场、火车站以及上海重要城市中心到迪斯尼的大巴，假设平均票价大约为单程 20 元（参考机场巴士定价），我们预计上

海市区、外省市（到达火车站、客车站、飞机场）、国外客源到达上海后使用大巴接驳方式占比分别为 20%、20%、20%，则可增加公司收入 1.4 亿元，按照公司目前客车运输行业（巴士集团）净利润 20% 测算，增加公司净利润 0.28 亿元。

表 11、迪士尼城际专线巴士客流量预测情况

旅客来源	占比	出行方式	客流量(万人次)	搭乘城际专线比例	城际载客量(万人次)	搭乘市内巴士比例	市内载客量(万人次)
上海	20%	轨道交通、公交	500	0	0	20%	100
长三角	30%	铁路、专线巴士、私家车	750	10%	75	0%	0
外省市	45%	铁路、飞机、专线巴士	1125	0	0	20%	225
国外	5%	飞机	125	0	0	20%	25
合计	100%		2500		75		350

资料来源：兴业证券研究所

此外，除了配合迪斯尼新增的客运业务，公司原有客运业务也会相应受到迪斯尼带来的客运量影响相应增加，2013 年公司主要客运业务子公司交运巴士 2013 年共实现营业收入 4.77 亿元，实现净利润 9609 万元。据测算迪斯尼增加上海客流整体 7% 客流，而我们认为短途旅客（来自长三角地区）更多的为迪斯尼的目标客源，会更多的使用公路客运的方式，因此我们假设公司客运业务增速为 10%，则公司客运业务增加收入 0.48 亿元，增加收入 0.096 亿元。

综上，公司传统客运业务增厚利润 0.096 亿元，长途迪斯尼专线可增加利润 0.3 亿元，上海市内接驳迪斯尼专线可增加利润 0.28 亿元。总计可增加利润 0.676 亿元，增厚业绩约 20%。

三、上海国企改革可能带来新机遇

2013 年 12 月，上海市出台国资国企改革 20 条，提出“利用国内外多层次资本市场，推动企业整体上市、核心业务资产上市或引进战略投资者，成为公众公司，实现投资主体多元化、经营机制市场化”，“推动国有控股上市公司、非上市公司开放性市场化重组整合”。我们认为，未来上海国资或将迎来新一轮资产重组热潮。

同样作为国资委控股的交运股份，我们整理了交运集团所有主要子公司资产（包含不在上市公司中的），我们发现集团内还有一些优质的物流及运输资产，可能有注入可能。

表 12、交运集团子公司介绍

公司	业务	资产
上海市沪东汽车运输公司	搬运运输、危险货物运输、集装箱运输、普通货物运输业务、低温冷链和专项专户运输	冷藏车、厢式车、平板车、倾卸车、槽罐车、集装箱车等 500 多辆
上海市沪南汽车运输公司	主要承担三菱电梯、百事可乐饮料、“狮王”啤酒、“和成卫浴”洁具等专项合同运输，以及建材、煤炭、土方、杂货、搬运等货物运输	400 余辆各类货运车（机），12000 平方米大型钢结构室内仓库
上海市轮渡有限公司	主要经营客渡、水上旅游巴士、汽车轮渡和港内交通艇业务。	总资产 3.3 亿元，拥有土地 12.5 万平方米，房屋建筑面积约 6 万余平方米，水域岸线约 3.5 千米。现有各类营运船舶 66 艘，日均客运量 30 余万人次，日均车运量为 1 万辆次。

上海公兴搬场物流有限公司	主要经营居民、企事业单位搬场，小件快运，都市物流配送，集装箱运输，化工运输等项目。	12 家分公司遍布全市，各类运输车辆、起重机械 300 多辆（台）
上海市装卸储运总公司	内河装卸、仓储堆存和道路运输	总资产 2.65 亿元，拥有码头岸线 2087 余米，年货物装卸吞吐能力 600 万吨，仓库建筑面积 2.23 万平方米，堆场面积 7.9 万平方米。
上海交运集装箱发展有限公司	国际、国内集装箱汽车运输；其它陆上运输、货物联运、仓储、道路危险品运输；货运和仓储的代理及相关的业务咨询	62 辆危险货物集卡车、8 个 30 英尺容量为 35 立方米的集装罐、5 辆配备输出电压为 360 伏的柴油发电机的集装箱牵引车，可全程制冷

资料来源：兴业证券研究所

此外，公司第二大股东久事集团（持股公司 7%的股权）旗下资产更加丰富，我们不排除久事集团中资产与公司资产做相关资产置换的可能性，当然一切目前还停留在“想象空间”，需待上海国资改革政策不断落实。

久事集团

上海久事公司系国有投资经营控股公司，是上海市人民政府于 1987 年批准组建的，也是政府投融资体制改革和创新的产物。目前注册资本为 252.7 亿元，资信等级 AAA 级。1990 年，市政府决定将上海久事公司同上海实事公司合并，新增代市政府管理财力资金的职能，成为新的更具实力的上海久事公司。

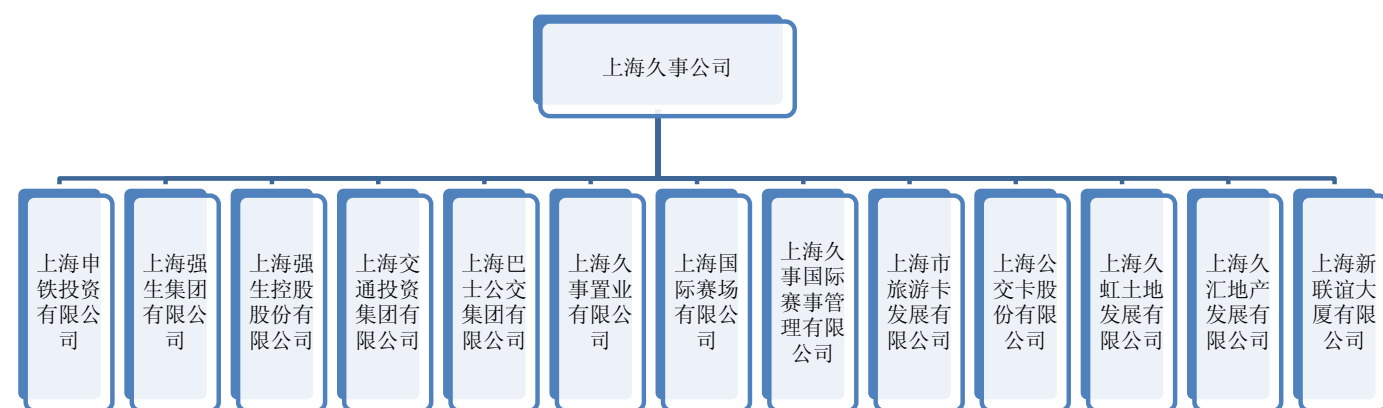
2005 年下半年，市政府为深化城市交通管理体制改革的，将上海交通投资（集团）有限公司、上海巴士实业（集团）股份有限公司、上海强生集团有限公司、上海五汽冠忠公共交通有限公司和上海现代交通建设发展有限公司等五家公交骨干企业的党政隶属关系和资产关系先后划转至上海久事公司。

2009 年 3 月，根据上海公交新一轮改革的总体安排，公司全资成立了上海巴士公交（集团）有限公司，公交线路和车辆约占全市份额的 60%，通过收购重组和资产注入等方式，统一经营浦西地区和金山、崇明、奉贤区域内的地面公交。改革后，公交公益性行业特征日益突出。

2010 年 6 月，为加快推进资源整合与产业链融合，公司启动强生控股的重组工作，平稳实施出租汽车、汽车租赁、汽车服务板块整合。重组后，出租汽车规模全国最大，汽车租赁、汽车服务规模本市最大，车辆采购成本显著下降。

目前，党政关系隶属公司的二级企业共有 12 家，分别是上海交通投资（集团）有限公司、上海巴士公交（集团）有限公司、上海强生集团有限公司、上海强生控股股份有限公司、上海新联谊大厦有限公司、上海申铁投资有限公司、上海国际赛车场有限公司、上海久事国际赛事管理有限公司、上海都市旅游卡发展有限公司、上海久事置业有限公司、上海久虹土地发展有限公司和上海久汇地产发展有限公司，另有投资参股企业 36 家。所属成员企业共 200 多家，员工 8 万多人，主要集中在公交行业。

图 25、上海久事公司旗下控股公司

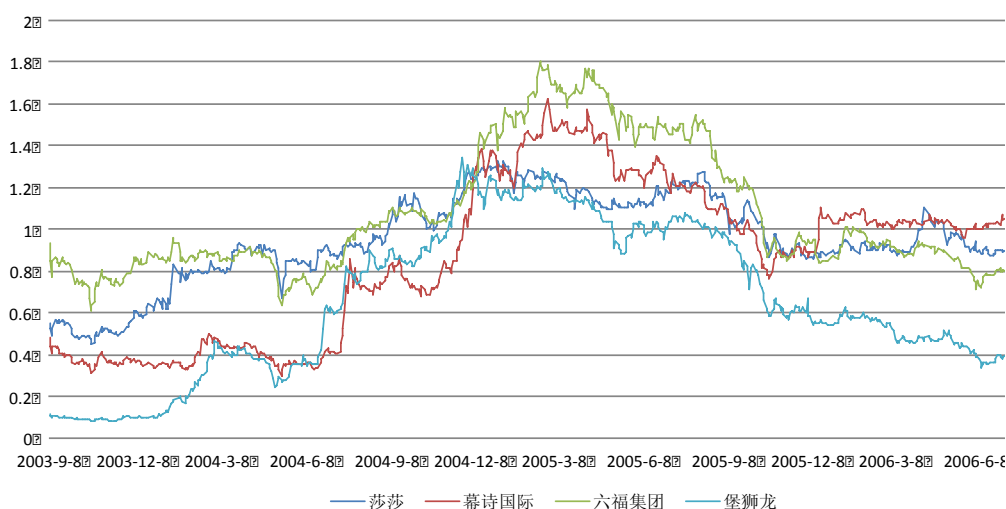


数据来源：公司公告、兴业证券研究所

四、投资策略:业绩稳健、估值安全，想象空间巨大

从投资的角度，我们更加关注公司股价的走势。从主题炒作方面，我们借鉴了香港市场对迪士尼概念股的炒作，在迪士尼开园的前两年开始了一波高峰，相关概念股在香港迪士尼开业前一年已积累了可观的涨幅。如服装零售商堡狮龙在一年内股价飙升了近 10 倍，慕诗国际同期涨幅达 165%；珠宝零售商周生生和六福集团 2004 年 5 月至 2005 年 9 月分别上涨了 122% 和 70%；化妆品零售商莎莎 2003 年 7 月至 2005 年 9 月累计上涨了 249%；而 2004 年 4 月份上市，主营崇光百货的利福国际，至 2005 年 9 月也累计上涨了近 55%。这些股票的涨幅均高于同期恒指的涨幅。

图 26、2003-2006 年香港迪士尼概念股变动情况



资料来源：Bloomberg 数据库、兴业证券研究所

因受到地理环境的限制，香港迪士尼乐园存在园区面积偏小、人流过多等问题，这也使市场对迪士尼的信心开始动摇。乐园占地仅 126 公顷，游客花一天的时间便可以参观完全部项目，因此外地游客未必需要到香港作长时间逗留。而

2005 年香港迪士尼乐园开幕后，却因为公众对乐园的评价一般，后市缺乏上涨动力。

而从规模来看，上海迪士尼应该是仅次于佛罗里达和法国巴黎的第三大项目（按核心面积统计）。相较于香港迪士尼乐园，本次上海的迪士尼项目显然不存在园区面积的瓶颈问题。上海迪士尼乐园规划面积是香港迪士尼乐园的 3 倍，首轮投资规模达 245 亿元人民币。从土地和人口这两大生产要素来讲，上海未来的经济发展仍在第三产业，而迪士尼项目都是继续推动第三产业发展的良机，建成后将对经济产生巨大推动力量。因此，从主题炒作的角度，作为纯正迪斯尼概念股，我们认为公司股价有巨大提升空间。

而从公司业绩基本面角度看，历史上看公司每年业绩增长稳健，平均分红率高达 40%，基本面安全边际十分高。展望未来，我们认为未来 3 年公司主业增长稳健，汽车零部件制造以及客运物流业务收入业绩增速均可保持 10% 左右，同时考虑 2016 年迪斯尼带来的业绩增厚，暂不考虑冷链及电商带来的潜在业绩提高，预计 2014-2016 年公司 EPS 为 0.38 元、0.40 元、0.49 元，PE 为 18.8x、17.8x、14.6x，业绩增长稳健、估值具有安全边际，首次覆盖给予“增持”评级。

表 13、交运集团各业务业绩预测

万元		2012	2013	2014H1	2014E	2015E	2016E
汽车零部件制造与售后服务	收入	502,378	552,328	295,267	590,991	632,361	676,626
	同比	19%	10%	7%	7%	7%	7%
	成本	456,537	498,008	264,695	517,929	554,184	592,976
	同比	21%	9%	3.34%	4.00%	7.00%	7.00%
	毛利率	9%	10%	10%	12%	12%	12%
	占比	66%	67%	67%	67%	68%	67%
运输业与物流业务	收入	259,217	264,403	143,423	280,268	294,281	323,709
	同比	22%	2%	5%	6%	5%	10%
	成本	231,526	233,028	126,305	258,195	271,105	292,794
	同比	24%	1%	14%	11%	5%	8%
	毛利率	11%	12%	12%	8%	8%	10%
	占比	34%	32%	33%	32%	32%	32%
水上旅游业	收入	4,998	4,397	1,805	4,837	5,321	5,853
	同比	17%	-12%	13%	10%	10%	10%
	成本	4,795	4,610	1,967	4,840	5,082	5,336
	同比	18%	-4%	-4%	5%	5%	5%
	毛利率	4%	-5%	-9%	0%	4%	9%
	占比	0.70%	0.50%	0.40%	0.60%	0.60%	0.60%
合计	主营业务收入	766,593	821,129	440,496	876,096	931,962	1,006,188
	同比	20%	7%	6%	7%	6%	8%
	主营业务成本	692,858	735,646	392,966	780,964	830,371	891,106
	同比	22%	6%	6%	6%	6%	7%

资料来源：WIND、兴业证券研究所

风险提示：受经济下行影响，汽车零配件制造或客运业务或受影响

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3234	3895	4451	5261
货币资金	1084	1811	2043	2858
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	792	830	882	953
其他应收款	93	103	107	117
存货	974	895	1121	1027
非流动资产	3486	3292	3044	2828
可供出售金融资产	1	1	1	1
长期股权投资	356	356	356	356
投资性房地产	71	73	72	73
固定资产	2228	1981	1735	1489
在建工程	285	285	285	285
油气资产	0	0	0	0
无形资产	349	374	378	393
资产总计	6719	7187	7495	8089
流动负债	1872	2022	2042	2149
短期借款	210	249	230	239
应付票据	95	123	119	134
应付账款	870	892	962	1025
其他	696	757	731	751
非流动负债	1294	1355	1360	1394
长期借款	127	169	184	212
其他	1167	1186	1176	1181
负债合计	3166	3377	3402	3543
股本	862	862	862	862
资本公积	1108	1108	1108	1108
未分配利润	963	1174	1399	1795
少数股东权益	382	410	443	474
股东权益合计	3553	3811	4093	4546
负债及权益合计	6719	7187	7495	8089

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	300	324	344	423
折旧和摊销	267	273	273	273
资产减值准备	12	1	7	3
无形资产摊销	27	26	27	26
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	53	-13	-25	-40
投资损失	-37	-35	-36	-35
少数股东损益	39	28	33	31
营运资金的变动	-118	179	-310	92
经营活动产生现金流量	516	743	296	745
投资活动产生现金流量	-458	-14	10	-8
融资活动产生现金流量	-293	-2	-74	78
现金净变动	-235	727	233	815
现金的期初余额	0	1084	1811	2043
现金的期末余额	0	1811	2043	2858

利润表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8381	8761	9320	10062
营业成本	7393	7791	8284	8890
营业税金及附加	28	31	32	36
销售费用	51	52	56	60
管理费用	558	558	607	648
财务费用	44	-13	-25	-40
资产减值损失	12	16	14	15
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	37	35	36	35
营业利润	331	360	386	488
营业外收入	108	105	107	106
营业外支出	7	5	6	6
利润总额	432	460	487	588
所得税	93	108	109	135
净利润	339	352	377	453
少数股东损益	39	28	33	31
归属母公司净利润	300	324	344	423
BPS (元)	0.35	0.38	0.40	0.49

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性				
营业收入增长率	6.6%	4.5%	6.4%	8.0%
营业利润增长率	12.2%	8.8%	7.3%	26.4%
净利润增长率	8.7%	7.9%	6.2%	22.8%
盈利能力				
毛利率	11.8%	11.1%	11.1%	11.6%
净利率	3.6%	3.7%	3.7%	4.2%
ROE	9.5%	9.5%	9.4%	10.4%

偿债能力

资产负债率	47.1%	47.0%	45.4%	43.8%
流动比率	1.73	1.93	2.18	2.45
速动比率	1.20	1.48	1.62	1.96

营运能力

资产周转率	125.8%	126.0%	126.9%	129.1%
应收帐款周转率	10.4%	10.3%	10.4%	10.48%

每股资料 (元)

每股收益	0.35	0.38	0.40	0.49
每股经营现金	0.60	0.86	0.34	0.86
每股净资产	3.68	3.94	4.23	4.72

估值比率 (倍)

PE	15.4	14.3	13.5	11.0
PB	1.5	1.4	1.3	1.1

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn			
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）			传真：021-38565955		
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
地址：北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609（100033）			传真：010-66290200		
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035）			传真：0755-23826017		
海外销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）			传真：021-38565955		

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人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,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,我们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。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。