

**调研报告**

交通运输行业

汽车服务及现代物流业

**锦江投资 (600650)**
**推荐**

目标价 10.75 元

(首次评级)

2006 年 11 月 27 日

**交通运输行业首席分析师: 唐建华**

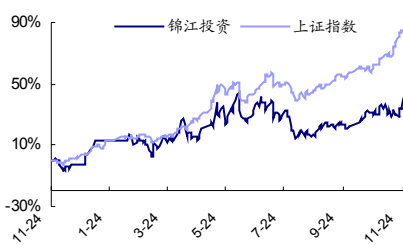
 工学学士, 货币银行学硕士, 2005 年《新财富》  
 最佳分析师

电话: 0755-82130833

Email: tangjianhua@guosen.com.cn

**投资价值分析**

## 特色鲜明的汽车服务和现代物流企业

**国信港口行业与上证指数收益率**


资料来源: 国信证券经济研究所

**相关报告**

《关注物流地产 深化价值投资》

---2006.08.10

**独立性申明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**●公司汽车服务堪称上海乃至全国翘首, 内在价值为 4.92 元**

包括城市公共客运、国宾接待、旅游、汽修汽贸等功能在内的汽车服务板块贡献了公司总盈利的 60%, 与城市化、旅游和汽车消费直接关联, 受益于 08 年奥运会和 10 年世博会, 市场规模、综合接待能力、服务水准堪称上海乃至全国翘首。相对于国内外同业, 服务产业链条完整, 车辆和零配件购置成本低, 特许经营权、线路使用权商誉为零, 牌照账面价值低, 在采用双倍余额折旧政策的条件下综合盈利能力仍居前。不考虑 07 年以后商誉摊销取消, 汽车服务的旗舰-锦江汽车的 ROA 将由 05 年的 9.66% 提升至 08 年的 10.76%, 并将持续保持在 10% 以上水平。06-08 年该板块业绩复合增速为 15.84%, 06-08 年合理 PE 分别为 16 倍、16 倍、15 倍, EPS 分别为 0.26 元、0.31 元、0.36 元, 内在价值为 4.92 元。

**●与 YRCW、ProLogis、Lufthansa Cargo 等股东一起成长, 现代物流业务做大做强概率大, 内在价值 7.05 元**

包括浦东机场货站、冷链物流、航空货代在内的现代物流板块是未来最重要的盈利增长点。公司对服务业有很深的理解和领悟, 相信能够成功地将其在汽车服务领域的竞争优势复制到现代物流领域, 08 年其物流业的盈利模式将更变得更加清晰而被投资者广泛看好。占 13% 权益的机场货站具有一定垄断性, 冷链物流方面具有较强竞争优势, 携手普洛斯后低温物流可成功向全国扩张。与 YRCW 合资的 JHJ 是双方在中国唯一的战略旗舰, 与 YRCW 的国际网络和国际客户对接后有望于 08 年成长为亚太区域性公司。JHJ 和浦东国际货站的综合 05ROA 为 18.91%, 仅次于外运发展。06-08 年公司现代物流板块纯利复合增长率高达 30%, 合理 PE 为 20 倍, 预测该板块 EPS 分别为 0.20 元、0.28 元、0.36 元, 内在价值 7.05 元。

**●考虑 1132 亩项目占地重估价值和至少 13.4 亿元无形资产价值重估, 整体价值 10.75 元, 给予推荐评级**

综合汽车服务板块和现代物流板块的分类估值, 我们得出公司持续经营价值为 10.56 元, 加上 07 年每股 0.19 元的特殊收益, 公司内在价值为 10.75 元。7.77 元现价距离内在价值有 38% 的折让, 并考虑公司 06 年 ROE 明显上升而股价走势弱于大盘, 估值严重偏低, 给予推荐评级。

## 内 容 目 录

公司基本情况.....	4
<b>成功转型为上海市客运服务和现代物流业龙头企业</b> .....	4
资产向主业进一步集中 .....	4
旗下主要业务运营平台及相互之间关系 .....	4
<b>汽车服务是稳定器，现代物流业务是增长点</b> .....	5
汽车服务板块.....	5
<b>出租车、外事、商旅综合接待能力上海最强</b> .....	5
<b>加速折旧政策下盈利能力上海最强</b> .....	7
<b>改变折旧政策汽车服务业绩增速将有所加快</b> .....	8
汽车服务收入将小幅度上升 .....	8
改变折旧政策汽车服务毛利率呈上升趋势.....	8
改变折旧政策汽车服务板块业绩增速将提升至 15%以上 .....	8
现代物流板块.....	9
<b>物流仓储是公司发展现代物流的重要基石</b> .....	9
上海浦东机场国际货站发展航空货代业务的强大支点.....	9
公司在低温仓储业有较强竞争优势 .....	10
上海市对冷库需求在一段时间内将激增 .....	10
欲携手普洛斯打造具有国际标准的第三方冷链物流服务平台.....	11
<b>第三方物流业务有做强做大的潜质</b> .....	11
与 YRCW 联姻的 JHJ、世联锦江是公司第三方物流战略平台 .....	11
原 JHJ 在国际航空货代领域小有成就.....	12
站在巨人肩上，JHJ 将迅速变身为全球性货代公司的重要组成部分 .....	12
第三方物流市场规模快速增长.....	14
新 JHJ 发展空间大.....	14
公司隐蔽价值高 .....	15
<b>出租车特许经营权和线路经营权隐蔽价值至少 5.5 亿元</b> .....	15
<b>自有车牌照隐蔽价值 7.9 亿元</b> .....	15
<b>向集团收购的冷库和驾驶培训中心地产升值潜力大</b> .....	16
<b>其他隐蔽性资产</b> .....	16
盈利预测及投资评级.....	17
盈利预测假设.....	17
盈利预测及简表 .....	17
盈利预测说明.....	18
估值与投资建议 .....	19
<b>汽车板块合理动态 PE 为 14 倍~16 倍</b> .....	19
<b>物流板块合理动态 PE 为 20 倍</b> .....	20
美国第三方物流公司 PE 高至 21 倍，卡车运输同类平均 10 倍 .....	20
国内典型物流企业平均 PE 为 20 倍-21 倍 .....	21
公司现代物流板块目标 PE 为 20 倍.....	21
<b>公司整体内在价值 10.75 元，给予推荐评级</b> .....	22

## 图表目录

图 1: 公司股东及旗下控股公司、联营公司股权关系示意图 .....	4
图 2: 汽车服务板块下的运营公司及业务模块 .....	6
图 3: 公司物流仓储业务资源及运营平台 .....	9
图 4: 公司低温物流发展战略、业务资源与运营平台 .....	11
图 5: 公司的第三方物流发展战略和营运平台 .....	13
图 6: YRCW71-05 年股价走势图 .....	21
表 1、公司固定资产净值结构单位: 万元) .....	4
表 2、锦江投资主要合并报表部门经营情况(单位: 万元) .....	5
表 3、公司主要业务类型及市场占有率情况 .....	6
表 4、上海市汽车服务公司运输设备折旧方法 .....	7
表 5、锦江汽车服务有限公司主要部门盈利情况(单位: 万元) .....	7
表 6、2005 年上海汽车服务类上市公司营业规模及盈利能力比较(单位: 万元) .....	8
表 7、两大汽车服务平台前 6 年纯利(单位: 万元) .....	9
表 8、06-08 年锦江汽车服务公司各项业务收入增长率及毛利率预测(单位: 万元) .....	9
.....	9
表 9、JHJ 分支机构 .....	12
表 10、经济总量的增长带动了物流总需求的扩张                      单位: 万亿元、人民币 .....	14
.....	14
表 11、上海市汽车服务公司特许经营权价账面值(单位: 万元) .....	15
表 12、锦江汽车服务公司出租车牌照原值与净值(单位: 万元) .....	16
表 13、2006 年公司已收购或拟收购项目基本发问(单位: 万元) .....	16
表 14、公司拥有的“小非”成本与现值 .....	17
表 15、公司其他股权投资(单位: 万元) .....	17
表 16、持续盈利预测简表(单位: 万元) .....	18
表 17、国际城市汽车服务类公司盈利能力及估值水平比较 .....	19
表 18: 国内 A 股市场汽车服务类公司盈利能务及估值水平比较 (2006 年 11 月 23 日收盘价) .....	20
.....	20
表 19、YRCW 近几年业绩表现及预测 .....	20
表 20、美国卡车运输类公司营运数据及估值比较 (货币单位: 美元) .....	20
表 21: 汽车服务业务估值 (2006 年 11 月 23 日收盘价) .....	21
表 22、公司持续经营业务内在价值(单位: 万元) .....	22
表 23、公司 06、07 年特殊收益明细(单位: 万元) .....	22

## 公司基本情况

### 成功转型为上海市客运服务和现代物流业龙头企业

#### 资产向主业进一步集中

公司 2004 年 6 月起进行了总量为 25 亿元的资产置换, 实现主业由酒店业成功转型为客运服务和现代物流(包括物流仓储和第三方物流), 之后进行了一些“加减法”, 如出让新锦江商厦、锦江麦德龙、锦江佘山会议中心及其他相关股权转让, 盘活非主业资产 2.1 亿元, 获得现金收入 5.5 亿元, 向主业投入资金 6 亿元, 其中客运业投向汽车维修、驾驶员培训以及相关资源, 物流业的投资主要有: 锦海捷亚收购 MIQ(中国)、设立世联锦江物流公司、设立锦海捷亚物流管理公司、设立锦江国际低温物流公司等。

截止 2005 年年底, 公司总资产 27.9 亿元, 其中固定资产净值 9.64 亿元, 占 34.55%, 固定资产净值中运输车辆账面价值 7.94 亿元, 占固定资产净值的 82.43%。公司净资产 19 亿元, 其中约 2/3 为汽车服务资产、1/3 为物流资产。

表 1、公司固定资产净值结构单位: 万元)

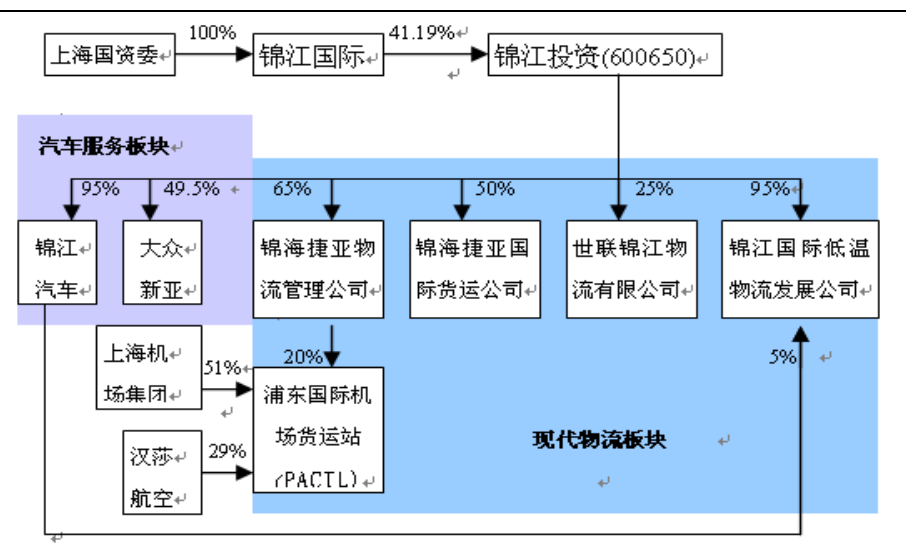
固定资产类别	05 年初余额	05 年末余额	占比%	折旧年限	残值率%
营运车辆	69180	79426	82.43%	5-8 年	4-5%
房屋	12702	12790	13.27%	20-25 年	4-10%
其他运输设备	2026	1244	1.29%	5-10 年	4-10%
电子设备、器具及家具	1516	1450	1.50%	2-10 年	4-10%
机器设备	1163	1208	1.25%	5-10 年	4-10%
经营租入固定资产改良支出	30	10	0.01%	租赁期	4-10%
合计	86921	96358	100.00%		

数据来源: 公司年报

#### 旗下主要业务运营平台及相互之间关系

公司旗下主要企业有: 上海锦江汽车服务有限公司 95% 股权、上海大众新亚出租汽车股份有限公司 49.5% 股权、锦海捷亚国际货运有限公司(以下简称 JHJ)50% 股权、上海锦海捷亚物流管理有限公司 65% 股权、世联锦江物流有限公司 25% 股权、锦江国际低温物流发展有限公司 95% (公司及旗下子公司、联营公司间股权关系见图 1)。

图 1: 公司股东及旗下控股公司、联营公司股权关系示意图



资料来源: 国信证券经济研究所

### 每年资本性开支及财务资源

公司过去年份的资本性开支主要为车辆购置和车辆更新投资，每年总额 2-3 亿元，未来收购或改造低温冷库、收购 MIQ 子公司和其他物流运营平台将有一定资本开支，但因为公司财务资源丰富，故负担不重。

公司的财务资源丰富主要有：1、公司无长期负债，截止 06 年 6 月 30 日，短期借款仅 4425 万元，资产负债率 33.95%，运用财务杠杆的空间还很大；2、持有 4.5 亿以上现金；3、近两年经营性现金流量净额均超过 4.5 亿元，子公司-上海锦江汽车服务有限公司经营性现金流每年保持 2 亿左右。

### 汽车服务是稳定器，现代物流业务是增长点

2005 年公司净利润总额为 25095 成万元，利润的主要贡献者为上海锦江汽车服务有限公司、上海大众新亚出租汽车公司、锦海捷亚国际货运有限公司、上海浦东国际机场货运站这四家子公司，它们近期经营情况见表 1。

截止 06 年 6 月 30 日，汽车服务、物流业务分别占总收入的 51.39%、47.38%，分别占营业利润总额的 70.36%、23.71%。

可见目前汽车服务业务仍然是公司的主要利润来源，未来公司的物流业务利润可能会超过汽车业务。

**表 2、锦江投资主要合并报表部门经营情况(单位：万元)**

公司及合并单位	注册资本	股比%	05 年底总资产	05 年主营收入	05 年净利润	05ROA	06H 净利润
锦江国际实业投资股份有限公司	55616	-	279218	327988	25095	9.05%	13155
上海锦江汽车服务有限公司	33849	95.00%	128583	110640	12418	9.66%	7326
上海大众新亚出租汽车	3000	49.50%	17952	11646	1873	10.43%	1221
锦海捷亚国际货运有限公司	8049	50.00%	57327	252542	4259	7.43%	2456
上海浦东国际机场货运站公司	19161	20.00%	110680	85258	53733	48.55%	29322

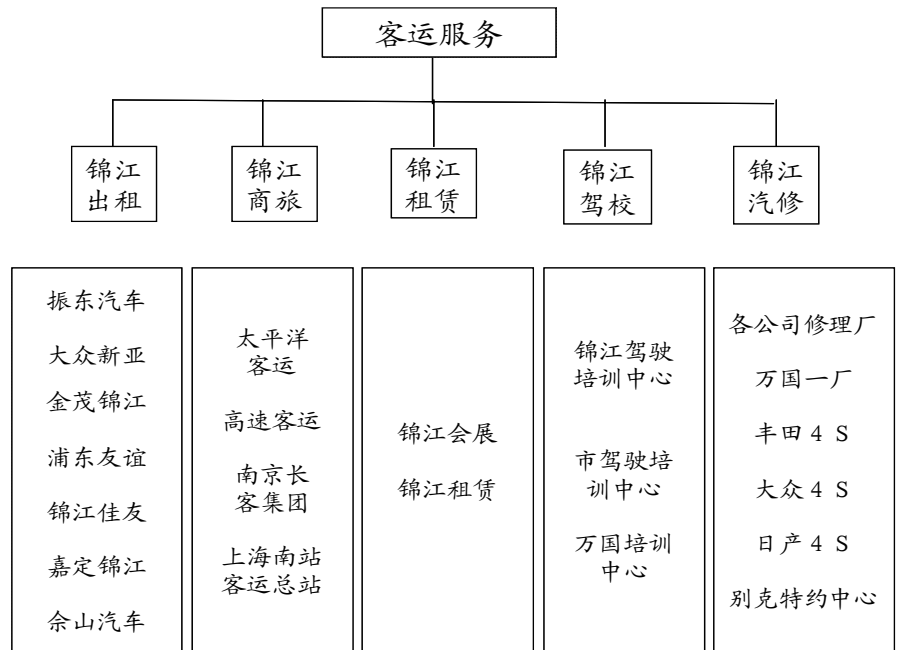
资料来源：公司信息、国信证券经济研究所

## 汽车服务板块

### 出租车、外事、商旅综合接待能力上海最强

公司竞争力综合指数在全国客运企业中名列前茅，综合接待能力排名上海第一，国宾和大型国际性会议接待供车在全市处于龙头地位，旅游大客车接待境外旅游团队人数位居上海第一，驾驶员培训量在上海市客运业中首屈一指。具有国家道路省际旅客运输一级资质、上海市出租汽车经营一级资质、上海市汽车维修一类资质，拥有现代化的“96961”GPRS 出租车卫星定位调度系统和大客车 GPS 调度系统。

图 2: 汽车服务板块下的运营公司及业务模块



资料来源: 公司

表 3、公司主要业务类型及市场占有率情况

主要业务类型	市场占有率情况
国宾接待	≥85%
旅游接待	30%
会议会展大型活动	80%
企事业班车	50%
省际客运	8%
商务包车	50%
社会出租	10%
旅游专线	70%

资料来源: 公司

**锦江汽车公司:** 是上海市车型品种全、车辆档次高、综合接待能力强的大型旅游客运企业。现有各款车辆 8000 余辆, 员工队伍 1.5 万余人。公司所属锦江出租汽车服务公司、锦江外事汽车服务公司、锦江商旅汽车服务股份有限公司、锦江汽车维修公司、锦江驾驶培训管理公司等 40 余家。锦江汽车是上海市租赁车市场的龙头, 在国宾和大型国际会议接待用车市场排名第一, 旅游大客车接待境外旅游团队人数排名第一, 其国宾接待车辆数量约占包车、商务、租车市场份额的 30%。

**锦江出租汽车服务公司:** 拥有出租车 4500 余辆, 规模仅次于大众交通(600611)、强生控股(600662)、巴士股份(600741)。

**锦江外事汽车服务公司:** 是上海市政府指定的国宾接待单位, 拥有奔驰、凯迪拉克、奥迪、别克等 50 余种车型的各类中高档小客车、商务车和面包车 1500 余辆。

**锦江商旅汽车服务股份有限公司:** 是国内最大的大客车旅游客运企业, 为上海市唯一具有长途客运一级资质和大客车 GPS 调度系统的企业, 获得

ISO9001—2000 版质量体系审核认证。拥有凯斯鲍尔、沃尔沃、北方、田野、现代、金龙等大中客车 1000 余辆(大客车 802 辆), 下设 3 个旅游客运分公司, 1 个长途公司。主要承接国内外重要宾客、省际、市内旅游, 大型活动会展会务, 上海市企事业单位班车和省际长途班车等业务。接待有组织的旅游团队游客人数占到上海接待总量的 70%以上。拥有近百条高速班线, 自营、代办客运班线辐射江苏、浙江、四川等 7 个省的 60 个地区。

**锦江汽车修理公司:** 拥有别克(持 100%)、丰田(持 70%)、大众(持 48%)、日产(持 50%)等 6 家 4S 特约汽车经销店, 2 家汽车贸易销售公司, 9 家具有一类资质的修理厂和通用别克、金杯、北方、日野、金龙、现代、安凯 7 家特约维修站。拥有高级技师、技师、高级工 72 人, 占理工的 53%。

**锦江驾驶培训管理公司:** 拥有市机动车驾驶员培训中心、万国机动车驾驶员培训中心(50%), 锦江教育培训中心 3 家驾驶员培训公司。驾驶员培训、行业培训量在上海市客运业中首屈一指。在市交通局公布的 2005 年下半年上海市 134 家机动车驾驶培训机构排行榜上, 公司 3 家培训机构名列前茅。

**江苏南京长途汽车客运集团公司:** 05 年投资 2300 万收购南京长途客运集团 23%股权, 为进军长三角市场搭建了新的发展平台。该公司旗下南京长途客运总站(新站)开通 1000 多条国内长途客运线路。

#### 加速折旧政策下盈利能力上海最强

公司自 2004 年开始对有顶灯出租营运车辆和商务小车(营运车辆), 从其达到预定可使用状态的次月起按双倍余额递减法分 6 年计提折旧, 双倍余额递减法折旧属快速折旧法, 原理是前期多提, 后期少提, 计算公式是: 年折旧率=2/估计使用年限, 年折旧费用=本期期初固定资产账面净值\*年折旧率。这样的会计处理使得公司业绩更真实、保守, 并且为公司的快速扩张提供更有利的资金支持, 也为公司于若干年后快速缓放利润埋下了伏笔。

上海市其他汽车服务公司普遍采用年限平均法计提折旧, 比较各公司的车辆折旧方法(见表 4)可以看出, 锦江投资营运车辆预计使用年限最短仅 5-8 年, 导致出租车业务毛利率仅 38.1%, 低于巴士的 47.11%和强生的 40.98%。

**表 4、上海市汽车服务公司运输设备折旧方法**

	预计使用年限	净残值率	年折旧率
巴士股份	6-12 年	5%	15.83%-7.92%
大众交通	8-15 年	4%-5%	11.88% - 6.4%
强生控股	6-10 年	5%	15.83%-9.5%
锦江投资	5-8 年	4-5%	19.2%-11.9%

数据来源: 公司年报

**表 5、锦江汽车服务有限公司主要部门盈利情况(单位: 万元)**

	现折旧方法	07 年后折旧方法	05 年净利润规模
商旅汽车	10 年直线	6 年直线	2000
出租汽车	双倍余额	5 年直线	7000
外事汽车	双倍余额	6 年直线	3000
汽修汽贸	-	-	1000

数据来源: 公司, 国信证券经济研究所

**表 6、2005 年上海汽车服务类上市公司营业规模及盈利能力比较(单位: 万元)**

上海市汽车服务公司业务类别	巴士股份		大众交通		强生控股		锦江汽车服务公司	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
大客车(商旅、公交、长途)	294974	21.58%	NA	NA	-	-	16707	23.2%
出租车	75122	47.11%	NA	NA	75057	40.98%	49142	38.1%
汽修汽贸	-	-	NA	NA	62753	8.43%	22582	8.1%
商务租赁	-	-	NA	NA	-	-	22208	27.2%
汽车服务合计	370096	26.77%	265715	22.66%	137810	26.16%	93933	27.5%

数据来源: 各公司年报, 国信证券经济研究所

### 改变折旧政策汽车服务业绩增速将有所加快

#### 汽车服务收入将小幅度上升

尽管上海存在地铁的竞争, 但上海市作为经济最活跃的国际性大都市, 国内外商务人士赴上海参会、参展、公干、旅游的数量和频繁都在增长, 将带动公司汽车服务需求增长。

增长动力主要来自规模扩张和汽修汽贸(4S 店)等相关服务的推动, 尽管上海市已基本停发出租车牌照, 但因公司综合能力强尤其是上海市唯一国宾接待单位, 具有一定的行政垄断权, 前几年政府发放的增量牌照指标有一半落入公司名下, 此外公司每年通过市场化收购了一些牌照, 但来牌照价格呈上升趋势, 未来两年牌照的收购步伐放缓。

我们预测公司 06-08 年的汽车服务收入增速为 12.41%、7.93%、7.98%

#### 改变折旧政策汽车服务毛利率呈上升趋势

**油价上涨对公司汽车业务负面影响小于市场预期:** 公司出租车业务采取 3-4 年承包按月收租的商业模式, 油价上涨不调月租, 实行年终调节机制, 油价上涨对驾驶员的影响大些, 对公司影响轻微, 近年来单车盈利维持在 3 万元左右, 并未受太大冲击, 从这个意义上公共交通是最具防御性的行业。

**人工成本有所上升:** 公司非常规范, 驾驶员一直视为公司员工, 为其缴纳“4 金”即“医疗保险金、养老保险金、住房公积金、失业保险金”, 随着最低生活保障水平的提高、和谐社会和分配制度改革的推进, 驾驶员和管理人员人工成本将有所上升。

**车辆购置成本呈下降趋势:** 1、公司具有完整的汽车销售、汽车修理、售后服务、零配件专卖、维修保养、二手车交易等与主营业务相关的上下游产业链, 公司购置车辆时可通过自有渠道; 2、公司对汽车零部件及相关产品实行公开招标机制, 统一采购可降低成本; 3、公司保持每 4 年更新一批新车, 车型越来越好, 一方面增加了购置成本, 另一方面由于汽车及配件出厂价格一路下滑, 总体上公司更新车辆、维修保养成本呈下降趋势。

#### 改变折旧政策汽车服务板块业绩增速将提升至 15%以上

目前公司汽车服务业务毛利率为 27.54%, 07 年折旧政策由双倍余额递减法改为年限平均法后, 我们预测公司 06-08 年汽车服务业务毛利率分别为 26.59%、29%、30.6%, 毛利增幅分别为 8.55%、17.63%、14%。



表 7、两大汽车服务平台前 6 年纯利(单位: 万元)

项目	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年 1-11 月	2004 年	2005 年
锦江汽车	3189	5656	4946	6992	10526	12418
大众新亚	-86	200	531	814	NA	1873

数据来源: 公司

表 8、06-08 年锦江汽车服务公司各项业务收入增长率及毛利率预测(单位: 万元)

	2005 年收入	毛利率%	06 年增长率%	毛利率%	07 年增长率%	毛利率%	08 年增长率%	毛利率%
出租车	49142	38.10%	5.00%	38.10%	5.00%	41.2%	5.00%	42.7%
商务租赁	22208	27.24%	10.00%	27.00%	10.00%	26.9%	10.00%	34.0%
大客车	16707	23.20%	15.82%	23.10%	10.00%	23.1%	10.00%	30.4%
汽修汽贸	22582	8.05%	28.38%	8.10%	10.00%	8.2%	10.00%	8.3%
合计	110640	27.54%	12.41%	26.59%	7.93%	29%	7.98%	30.6%

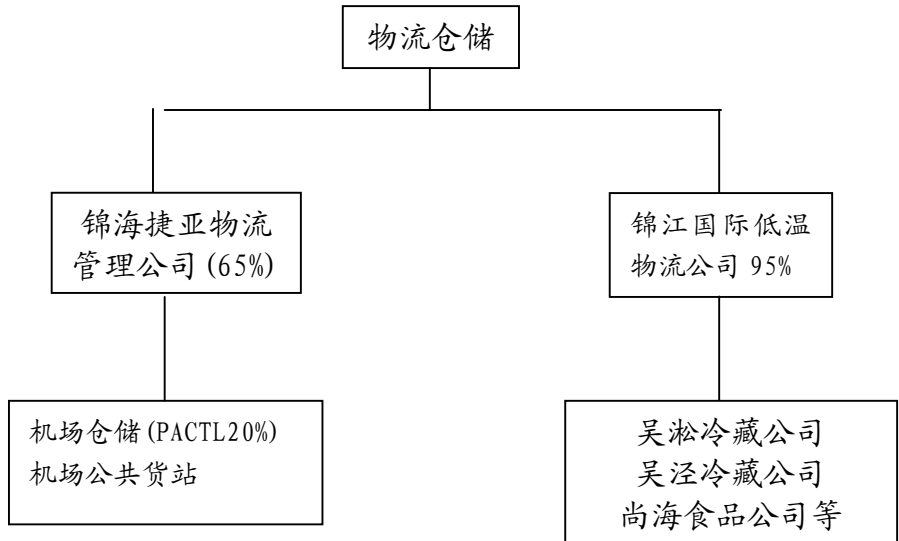
数据来源: 公司、国信证券经济研究所

## 现代物流板块

### 物流仓储是公司发展现代物流的重要基石

公司的物流仓储业务主要有两块, 一是国际货站业务, 由锦海捷亚物流管理公司旗下的上海国际机场国际货运站公司(PACTL)经营; 二是低温物流仓储, 由刚设立的锦江国际低温物流公司经营。

图 3: 公司物流仓储业务资源及运营平台



资料来源: 公司调研, 国信证券研究所

### 上海浦东机场国际货站发展航空货代业务的强大支点

PACTL 由公司控股 65% 提锦海捷亚物流管理公司持有 20% 股份, PACTL 的另外两家股东分别为上海机场集团(51%)、德国汉沙航空公司(Lufthansa Cargo 29%), 前者拥有货站资源, 后者拥有货站管理技术, 因此 PACTL 在浦东机场内具有一定的垄断优势。

锦海捷亚物流管理公司另两家股东为锦江集团(香港)持有 21.66%、海港集团持有 13.33%。

PACTL 目前主要经营机场 I、II 期货运站(占地约 20 万平方米), 05 年底总资产 110680 万元, 05 年全年处理 81 万吨货物(其中国际货 78.8 万吨、国内货 2.29 万吨), 实现净利润 53733 万元, ROA 高达 48.55%。预计 06-08 年 I、II 期货物处理量分别为 97、107、115 万吨。

PACTL 拟与其他两方设立新的合资公司经营 III 期(公共货站), 该货站面积相当于占地约 40 公顷, 约为西货运区的四分之一。公共货站总投资 8 亿元, 设计货物处理能力为 120 万吨/年, 预计 2007 年底与浦东机场第 3 条跑道(货运专用)一起投入运营, 公共货站 08、09 年可分别处理 30 万吨、50 万吨货物。假设货站费率不变, 预计公共货站 08 年可实现 5000 万元利润。06-08 年 PACTL 净利润分别为 6.37 亿元、7 亿元、7.86 亿元。

### 公司在低温仓储业有较强竞争优势

#### 大股东拥有发展冷链物流必须的冷库资源并将分批注入公司

锦江集团全资拥有的上海食品集团旗下拥有冷库近 10 万吨, 占上海冷库总量的 30%, 其冷库储存量、储存率在上海居前。最近上市公司投资 1.35 亿元先期收购了集团拥有的吴淞冷藏库、吴泾冷藏库、尚海食品库, 容量共 7.3 万吨, 占上海冷库总量 22%, 土地资源 276.4 亩。

#### 大股东拥有 20 年传统冷库和多年现代化冷库管理经验

上海食品集团历史悠久, 拥有一大批在冷库销售、能源管理、库内服务方面颇具专长的人力资源, 有 20 年传统冷库和多年现代冷库管理经验, 在成本控制方面极有心得。

**大股东拥有冷链物流管理平台并创出“新天天配送”品牌:** 上海市食品(集团)所属的“新天天配送中心”自 2000 年就开始了第三方低温物流业务运作, 是国内起步最早的专业化第三方物流企业。该中心于 2003 年 10 月改制成“上海新天天大众低温物流有限公司, 锦江国际集团持 37%、大众交通集团持 33%、日本三井物产株式会社持 30%。

### 上海市对冷库需求在一段时间内将激增

**冷链物流需求增长速度惊人:** 95-04 年我国人均冷冻冷藏食品消费量由 2 公斤/年上升至 8 公斤, 10 年增长了 4 倍。预计 2010 年上海世博会期间, 国内外到沪参观游览人数将达到 1.4 亿人次, 冷藏食品物流需求旺盛。

**上海冷库资源严重不足, 冷库建设将加速:** 上海人均冷库占有量仅为发达国家 5%, 未来需要加速建设。上海现有冷库企业 150 多家, 33 万吨容量的冷库, 其中冻结食品贮存库有 26 万吨, 生鲜食品贮存库 7 万吨, 70% 的冷库接近 30 年库龄。

**冷链物流业发展空间巨大:** 我国每年运输途中腐烂变质的水果、蔬菜等食品价值 750 亿元。近年来食品安全越来越受到政府和居民关注, 而保持食品安全的最有效手段就是推广应用冷链技术。上海市目前 5400 多个连锁超市、大卖场、便利店、饮食店等的冷链商品销售持续增长, 预计上海市冷冻冷藏食品年消费量将以 8% 以上速度增长。医药、轻工、化工、电子等行业对低温物流的需求也在增长。

**公司潜在客户群都是大企业:** 冷库的需求方目前主要是冷饮、肉制品等速冻食品厂商, 如蒙牛、和路雪、雀巢等等大型企业。

**冷链物流仓储业类具有长期稳定回报:** 冷库项目一次性投入高, 冷库建造成本取决于用地成本, 一般 1 万吨库容仓库需投资 1 亿元左右, 若在原基础上改造成本

要低一些，ROE 一般为 6%左右，但收益期长且稳定，类似于商铺的盈利模式。

**欲携手普洛斯打造具有国际标准的第三方冷链物流服务平台**

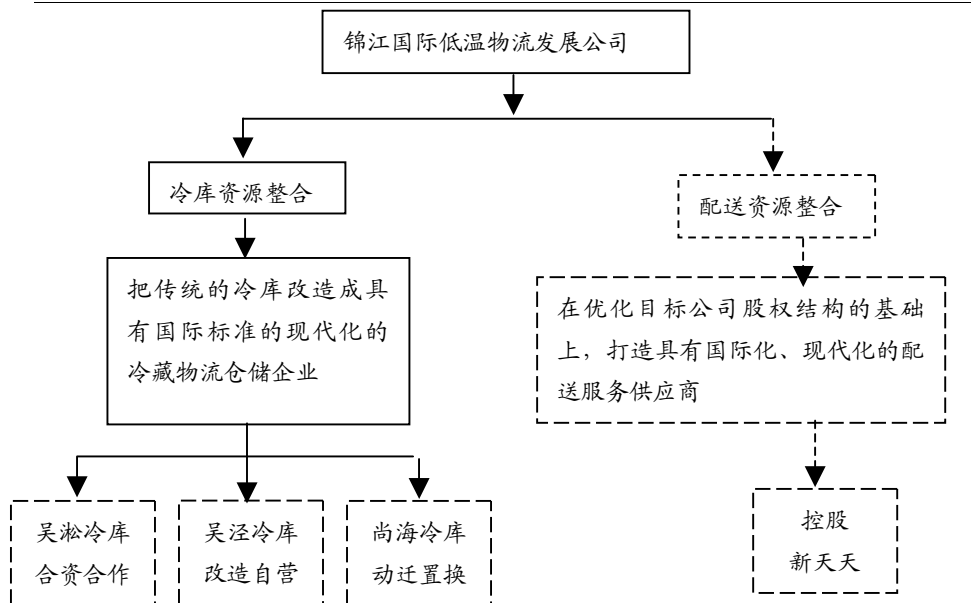
**拟与普洛斯(ProLogis)合资经营新吴淞冷库，探索新的可复制的盈利模式：**

公司长远目标是成为全国冷链物流供应商前三名，近两年目标是通过收购集团冷库、租借冷库、自建冷库等方式，实行大客户战略，集成新天天、世联锦江配送资源，迅速打造上海冷链物流中心，然后以上海为根据地，在长三角甚至北京、广州、武汉、成都等全国枢纽城市租借或自建冷库，形成全国冷链服务网络，扩张网络的同时将吴淞冷库商业模式复制到全国。

为此，公司 07 年拟投资 8400 万元将占地面积最大的吴淞库改造成现代化冷库，由公司和全球最大工业物流地产投资开发商-普洛斯组成的合资公司来经营和管理。我们认为，与普洛斯合作可以发挥其全球影响力，吸引跨国物流公司进驻冷库，迅速提升冷库项目盈利能力，并形成可复制的商业模式，这种战略成功的概率很大。

**公司将适时发展冷链物流配送打造全程冷链物流平台：**公司拟在发展物流仓储业的同时，思考进一步延伸低温物流的产业链，适时发展物流配送业，为此公司可能于 07 年收购并控股一家已有一定规模且盈利的冷链配送公司，将该公司发展成以信息技术为支撑、以分拨配送、仓储、运输等服务为核心能力的第三方冷链物流服务企业。

图 4：公司低温物流发展战略、业务资源与运营平台



资料来源：公司调研，国信证券研究所，虚线表示正在做或未来准备做的事项

**第三方物流业务有做强做大的潜质**

**与 YRCW 联姻的 JHJ、世联锦江是公司第三方物流战略平台**

锦海捷亚国际货运有限公司(JHJ)于 05 年与美国 YELLOW ROADWAY CORPORATION WORLDWIDE (以下称 YRCW) 合资，双方各占 50%，并签有

排它协议-即双方约定中国互为唯一合作伙伴。新 JHJ 除强化原有的国际航空货代业务外，未来将在 YRCW 协助下逐步增加全程物流(直接货)的比重。

世联锦江物流有限公司由 YRCW 全资子公司 MIQ 与公司合资，双方各占 75% 和 25%(中方保留增持股份至 40% 的权利)，总投资 2500 万美金，首期注册资金 1000 万美金。世联锦江的计划是收购目标企业进入第三方物流企业，并发展卡车运输信息平台，主要为在中国的全球 500 强企业提供地面运输、仓储、分拨等物流服务。

### 原 JHJ 在国际航空货代领域小有成就

JHJ 创立于 1992 年，公司成长至今，在 IATA 组织的中国货代评比中已连续 6 年名列榜首，在中国货代行业的竞争中取得了明显的竞争优势。

JHJ 建立了优质高效的海、陆、空全方位的立体交通运输物流体系。在所有由上海始发的主要航线中确立了主导地位，其出口份额在上海货运市场上举足轻重。与国内外航空公司有着密切良好的合作，相继被东航、国航、UPS、维珍、港龙、意航评为最佳销售代理，航线遍及欧、美、亚的主要空港。在浦东机场拥有五个大型的海关监管仓库，拥有先进的仓储操作设备及完善的货物操作系统。

JHJ 的国内网络以北京、天津、青岛、大连为集转中心向华北、华西辐射，以及上海、杭州、宁波为集转中心向华南、华东辐射。新建深圳、西安分公司和营口办事处等 7 个，使分支机构增加到 37 家。

**表 9、JHJ 分支机构**

华北	北京、大连、天津、青岛、黄岛、烟台、石家庄、营口
华中	武汉、郑州、成都、西安
华东	上海、南京、常州、无锡、苏州、昆山、杭州、宁波、吴江
华南	广州、厦门、深圳、福州

资料来源：公司

### 站在巨人肩上，JHJ 将迅速变身为全球性货代公司的重要组成部分

#### 新 JHJ 愿景是与 YRCW 对接，逐步成长为亚太区域性的公司

新 JHJ 宗旨是在有限的物流空间中为客户提供无限的优质服务，用延伸服务发展现代物流。新 JHJ 正加快国际、国内网络建设，在巩固发展传统货代主业基础上，计划用 3-5 年时间实现由传统货代业向现代物流业的转型，建成一个真正的国际性大型物流企业。

新 JHJ 收购 YRCW 的子公司- MIQ(中国)100% 股权后，将进一步整合美国 YRCW 和 MIQ 的大中华区(含 MIQ(中国)、MIQ(香港)、MIQ(亚洲))货运代理业务，成为美国 YRCW 和 MIQ 在中国货运代理业务的唯一操作平台。同时还将通过收购、兼并等方式，逐步形成大中华货运代理业务圈。

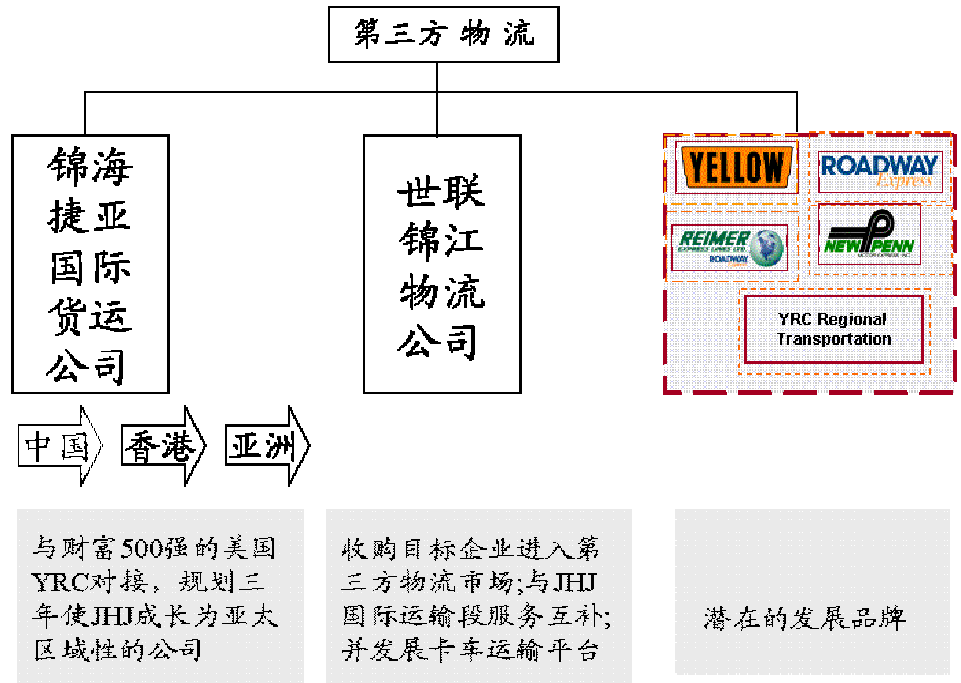
#### 新 JHJ 将实施 JHJ 和 MIQ 双品牌战略

由于公司与 YRCW 签有排他协议，未来 YRCW 使用 JHJ 和 MIQ 双品牌，国外(含港澳)市场和国际客户一般用 MIQ 品牌，国内市场 and 国内客户一般用 JHJ 品牌，为此公司于 06 年上半年收购了 YRCW 全资子公司 MIQ(中国)，MIQ(中国)已于 06 年 9 月注销了法人资格，成为 JHJ 的子公司。07 年将收购 MIQ(香港)，该公司的业务主要在深圳港口，以船运货和国际客户为主。

JHJ 将以 MIQ 品牌为全球 500 强企业在中国的分支提供先进的信息技术，搭建供货商-运输业-需求方的平台，在这个公平的、高效的基础上使资讯得到充分

交换，为客户降低成本、提高效率、帮助客户实现“零库存”的理想。

图 5: 公司的第三方物流发展战略和营运平台



资料来源：公司调研，国信证券经济研究所

### YRCW 和 MIQ 简介

YRCW 原名 YR(YELLOW ROADWAY)是在美国 NASDAQ 市场上市的最大零担卡车公路运输公司，也是全球最大的运输和物流服务提供商之一，全球财富 500 强之一。其主要业务是通过网络终端合并多方客户的货物于单一拖车并运往最终收货人，目标是为客户提供运输、仓储、分拨、供应链管理等一系列无缝的全程物流服务。

YRCW 业务范围现已遍及 70 个国家，员工近 7 万名。2005 年 5 月 YR 收购了 USF Corp.，2003 年又收购了 Roadway Corp.，改名为 YRC Worldwide 的新公司将继续以下列不同品牌维持运营。

**1. YELLOW Transportation Inc.:** 成立于 1924 年，主要业务覆盖北美、波多黎各和夏威夷，提供全方位的区域内、跨区、国际性的工业、商业、零售货物服务，包括卡车零担业务(LHL)、卡车服务和海运业务。其 43% 的业务在 2 天内完成。拥有 13215 间门店及 22000 名雇员。03、04、05 年其收入分别占 YRCW 整体收入的 47%、92%、39%。

**2. ROADWAY Express Inc.:** 成立于 1930 年，拥有 13484 间门店及 23000 名雇员。主要业务覆盖北美，50 个州、加拿大、墨西哥和波多黎各，拥有 Reimer Express Lines 子公司在加拿大开展业务。提供拖车、区域间和区域内的卡车零担服务，包括 LTL、卡车运输及高附加值的服务，其 30% 的业务在 2 天内完成。04、05 年其收入分别占 YRCW 整体收入的 46% 和 38%。

**3. Reimer Express Lines:** 成立于 1952 年，在加拿大、墨西哥、和美国间

为客户提供无缝的运输服务。

**4、YRC Regional Transportation Inc.:** 分为 USF Holland Inc, USF Reddaway Inc, USF Bestway Inc.,USF Glen Moore Inc.及 New Penn Motor Express。YRC Regional transportation 共有 17000 名雇员。覆盖美国、魁北克、加拿大、墨西哥和波多黎各, 提供全天候地面运输服务。USF Glen Moore Inc.在美国境内提供卡车运输。YRC Regional Transportation Inc 65%的业务在 2 天内完成。04、05 年其收入分别占 YRCW 整体收入的 4%和 18%。

**5、Meridian IQ:** 拥有 2500 名雇员, 服务包括供应链分析设计、全球运输和海关代理、运输管理、供应商/采购订单管理、分销和履约, 以及提供各种技术工具, 是一家全球性物流公司, 为客户在全球范围内设计管理协调货物运输。通过在北美、南美、欧洲和亚洲的分公司, MIQ 利用行业专家、最佳流程和高端的信息网络技术以及全球物流管理经验帮助客户大幅提升运输网络和供应链的效率。03-05 年其收入分别占 YRCW 整体收入的 4%、3%、5%。

### 第三方物流市场规模快速增长

十五期间我国社会物流总额达 158.7 万亿元, 比九五增长 1.4 倍, 年均增长 23%, 扣除价格因素, 年均增长 15%, 明显快于十五期间 GDP 增长 9.5%的水平, 在经济总量和政策扶持的背景下, 未来物流市场仍将保持快速增长。

**表 10、经济总量的增长带动了物流总需求的扩张**

单位: 万亿元、人民币

年份	GDP%	物流总值	同比%	物流总成本	同比%	占总成本%	物流增加值	同比%	第三方物流营		每单位 GDP 的
									业额	物流需求系数	
2001 年	7.5	19.5	14	2.03	6.7	21.1	6634 亿	3.9	400 亿	1.87	
2002 年	8.3	23.3	19.6	2.2	8.4	21.5	7133 亿	7.5	600 亿	2.36	
2003 年	9.1	29.6	27.5	2.5	13.6	21.4	7880 亿	10.5	800 亿	3.02	
2004 年	9.5	38.4	29.9	1.86	16.8	18.8	8459 亿	8.4	1000 亿	3.15	
2005 年	9.9	48.1	25.2	2.5	13.6	18.6	12000 亿	12.7	1250 亿	2.55	

数据来源: 航贸网, 国信证券经济研究所

**物流基础设施和装备发展初具规模。**十五期间物流相关行业固定资产投资年均增速 19.7%, 比九五加快 4.2 个百分点, 2005 年同比增长 22.8%。目前已经在交通运输、仓储设施、信息通讯、货物包装与搬运等物流基础设施和装备方面取得了长足的发展, 为物流产业的发展奠定了必要的物质基础。在仓储设施方面, 近年来发展比较迅速, 投资规模出现了快速增长趋势, 仓储总面积约 3 亿平方米。

**企业物流外包已成为发展趋势。**反映现代物流发展特征和趋势的业务收入明显快于全国物流平均增速, 如信息及相关服务、配送、流通加工、包装收入分别增长 28%、28%、27.2%、29.9%。真正第三方物流企业的营业额 04 年已 1000 亿人民币, 反映工业与流通企业物流外包明显增加, 有 60%左右的企业选择部分或大部分物流外包。

**对外开放的格局初步形成。**我国政府从 2002 年开始先在江苏、浙江、广东、北京、天津、重庆、上海、深圳等八个省市开展外商投资物流业的试点工作。2006 年 6 月开始, 我国全面放开外商投资物流业限制。

### 新 JHJ 发展空间大

YRCW 目前已拥有包括沃尔玛在内的 80 万客户群, 其中许多大型跨国公司已在中国内地进行直接投资, 迫切需要一个在中国的平台为其中国业务提供全程的物流服务, JHJ 将借助于 YRCW 先进的技术和管理经验在中国物流高层上大展拳脚。

中国的卡车运输业是个分割市场，卡车的装备、维护和服务水准缺乏标准化，亟待 JHJ 这样的强者出来整合，JHJ 面临跨跃式发展机会。

## 公司隐蔽价值高

### 出租车特许经营权和线路经营权隐蔽价值至少 5.5 亿元

出租车经营和公交线路经营属公用事业，须政府特许才能经营。目前上海市仅巴士股份、大众交通、强生控股、锦江投资、农工商等少数企业获得了特许经营权和公交线路经营权，该等经营权利是公司的无形资产，是有价值的且会不断升值。如强生控股早年以 50551 万元代价购得出租车特许经营权，而锦江投资出租车特许经营权账面值为零，是因为 04 年 6 月重组时大股东以零价格注入上市公司，我们估计其出租车特许经营权市场价值至少 5 亿元，线路经营权价值至少 5000 万元，净资产隐形增值 5.5 亿元或每股 1 元。

表 11、上海市汽车服务公司特许经营权价账面值(单位: 万元)

	出租车特许经营权		线路经营权		车辆牌照	
	原始金额	05 年末余额	原始金额	05 年末余额	原始金额	05 年末余额
巴士股份	97509	72826	4160	3141	1744	1304
大众交通	0	0	9506	7151	83144	68362
强生控股	50551	43465	0	0	0	0
锦江投资	0	0	0	0	NA	7996

数据来源：公司年报

### 自有车牌照隐蔽价值 7.9 亿元

公司的车辆绝大部分为 04 年锦江集团置入资产，近两年公司又通过市场竞拍、收购、合资合作经营、政策争取等手段，增加了嘉定区域性出租车牌照 35，增加租赁车牌照 250 个，使车辆数突破 8000 辆，其中自有权益出租车牌、外宾接待车牌、旅游大巴车牌分别为 3500 个、1500 个、900 个。

近年来，上海市出于对出租车辆进行总量控制的原因已不再核发新的出租车辆营运牌照，目前总量约 4.5 万张，出租车牌照因此成为稀缺资源。

06 年以来尽管油价持续上扬，上海市出租车(含租租车)牌照交易价格近一年来有所回落，但上海市车辆牌照资源紧缺未来将持续，预计牌照价格总体呈上升态势。保守预测出租车牌(不计租赁车牌照)、外宾接待车牌、旅游大巴车牌市场价格分别为 40 万元、5 万、5 万，04 年资产置换中出租车辆营运牌照的评估增值幅度较大，出租车牌平均置入成本约 19.8 万元/张，外宾接待车牌、旅游大巴车牌成本为零，公司自有车牌照市场价值 13.2 亿元，扣除账面值约 5.3 亿元，牌照隐形增值 7.9 亿，折合每股净资产约 1.4 元。

公司未来收购牌照步伐将放缓，原因是牌照的市场价值因油价上涨有所下跌，加上驾驶员短缺。

**表 12、锦江汽车服务公司出租车牌照原值与净值(单位: 万元)**

	2004 年	2005 年	2006 年中
重组置入原值	8634	-	-
重组置入评估值	63020	-	-
2004 年增加原值	771	1244	22
年末余额	9405	10649	10671
重组置入摊销	2375	-	-
本年计提余额	2475	2653	2732
年末净额	6929	7996	7939

数据来源: 公司年报、中报

### 向集团收购的冷库和驾驶培训中心地产升值潜力大

一年来公司不断以较低的价格向锦江国际(集团)收购一些项目, 这些项目的会计利润不一定很好, 但其依附的土地(共 1132 亩, 每亩代价平均约 22 万元)都是开展驾驶培训、汽修和低温仓储业务所必须的。

未来 10 年汽车进入家庭的速度将加快, 汽车保养和培训支出将出现爆发性增长, 总市场规模相当于家庭汽车产值至少一半以上, 随着居民生活水平的不断提高, 食品安全和冷链物流也将快速发展, 因此上述资源是稀缺的和不断升值的。

上述土地资产若不进行重估, 将为公司驾驶培训项目和物流项目的高盈利性奠定基础。

**表 13、2006 年公司已收购或拟收购项目基本发问(单位: 万元)**

收购项目	净值	评估净值	纯利	股比%	代价	占地面积	评估增值	在上海市的具体位置
上海万国机动车驾驶员培训中心	5191	9183	371	50%	4591	380	3814	浦东合庆镇奚阳路 505 号
上海市机动车驾驶员培训中心	3309	9933	203	33%	3310.7	476	5894	奉贤区星火农场政校车站
上海吴淞肉类联合加工厂	21	825	-1402	100%	825	157	1513	宝山区安达路 241 号
上海吴泾冷藏公司	6777	9640	-1022	100%	9640	105	1385	闵行吴泾通海路 333 号
上海尚海食品有限公司	1682	3239	-1288	95%	3239	15	327	上海市外马路 1218 号

数据来源: 公司

### 其他隐蔽性资产

由于公司特别是锦江集团是有“历史”, 旗下上海食品集团的剩余冷库、现有 4S 店和汽修厂等均占几十亩或几百亩的地块面积, 且账面价值应该很低, 未来增值潜力大。因属于世博会规划范围, 07、08 年若动迁, 政府需给予一定补偿, 这些补偿将作为投资收益计入当期损益。

公司多年前购买了爱建股份、上海电气等上海本地上市公司法人股, 当时这些法人股购入价为流通股价格, 因此无须支付对价, 现这部分法人股属“小非”性质, 随着“小非”的逐步解禁, 公司可以在合适价位逐步套现。若公司以现价计, 全部“小非”的现值为 3771 万元, 投资收益至少 2350 万元。

公司还拥有得夫得斯、交通银行、国泰君安等公司股权, 这些股权投资已正被逐步清理、套现, 以强化主业。有些股权项目目前很受市场欢迎, 如国泰君安的股份, 最近市场价 1.6 元/股, 公司共拥有 5249 万股, 仅此一项值 8398 万元, 投资收益 3149 万元。



**表 14、公司拥有的“小非”成本与现值**

被投资公司名称	股份性质	股票数量(股)	投资金额(万元)	22 日股价	现市值(万元)
上海氯碱化工股份有限公司	法人股	338800	124	4.51	153
上海百联集团股份有限公司	法人股	989816	183	7.48	740
上海豫园商城股份有限公司	法人股	515315	152	11.25	580
上海宏盛科技发展股份有限公司	法人股	290400	49	8.25	240
上海爱建股份有限公司	法人股	1875049	630	6.7	1256
上海广电股份有限公司(600637)	法人股	527076	135	3.57	188
上海三爱富新材料股份有限公司	法人股	549146	48	6.85	376
中能股份有限公司	法人股	150000	28	6.5	98
天地源股份有限公司(600665)	法人股	66000	14	3.12	21
上海电器股份有限公司(600835)	法人股	163200	50	7.32	119
合计			1414		3771

资料来源：公司信息，国信证券经济研究所

**表 15、公司其他股权投资(单位：万元)**

其他股权投资	投资期限	投资余额	股比%	备注及市场价值
上海锦江国际会议中心有限公司	无限期	700	20%	06 年 H 已出售,确认投资收益 172 万元
上海东锦江大酒店	无限期	1656	10%	锦江集团下属公司将在以后年度以 2318 万元收购
上海寰球制品有限公司	20 年	75	10%	
交通银行	无限期	811	<5%	是交行(3328,HK, 07 年拟 A 股上市)原始股,至少值 5700 万元
国泰君安证券股份有限公司	无限期	4765	<5%	国君 06 年盈利,05 年提了 1429.5 万元减值准备,07 年可能冲回
国泰君安投资管理有限公司	无限期	484	<5%	该公司 06 年盈利,05 年提了 250 万元减值准备, 07 年可能冲回
上海新世纪运输有限公司	20 年	224	11%	
上海南站长途客运公司	30 年	750	10%	
上海得夫得斯国际货运有限公司	20 年	141	34%	账面值 140.7 万元,转让价 5415.87 万元,投资收益 5275 万,06 年入账
北京西运国际货运代理有限公司	20 年	197	34%	

资料来源：公司信息，国信证券经济研究所

## 盈利预测及投资评级

### 盈利预测假设

- 1、2005 年 9 月 1 日-2006 年 12 月 31 日公司对 JHJ 会计并表方式进行调整,由原来的全额并表改为按持股 50%比例并表,07 年将不并表,被视为股权投资,每年收取投资收益;
- 2、车辆折旧由双倍余额递减法改为年限平均法;
- 3、假设 07 年年底成功收购 MIQ(香港),代价相当于其 06EBIT 的 10 倍;
- 4、假设上海市公交、出租车服务定价政策不变;
- 5、假设浦东机场货站费率不变;
- 6、04 年 6 月重组时产生的股权投资差额摊销 07 年停止,用资本公积金冲抵;
- 7、07 年公司继续做“加减法”,继续清理与主业无关的股权投资或项目

### 盈利预测及简表

**表 16、持续盈利预测简表(单位: 万元)**

项目	2006E	2007E	2008E
<b>汽车板块权益盈利</b>	14488	16951	19791
其中: 锦江汽车 95%	14000	16380	19165
大众新亚 49.5%	2400	2808	3201
<b>第三方物流 50%权益盈利</b>	2575	5815	8928
其中: 锦海捷亚 JHJ 品牌	5000	8940	12528
MIQ 中国	200	1440	1728
MIQ 香港		1500	3600
世联锦江	-100	-500	0
<b>物流仓储权益盈利</b>	8190	10749	12622
其中: 浦东国际运站 13%、7.8%	63000	78069	91556
货站吞吐量(万吨)	97	110	115
低温仓储 100%		1000	1200
<b>持续经营权益盈利合计</b>	<b>25253</b>	<b>33515</b>	<b>41341</b>

数据来源: 国信证券经济研究所预测

### 盈利预测说明

1、基于以下两个原因,我们按业务模块逻辑进行业绩预测,这有违传统流程,但我们认为这是切实可行的办法。原因①由于公司为控股型公司,业务均在旗下子公司或合营公司,母公司收入每季度稳定在 600 万元,主营业务利润几乎完全消化了本部发生的三费(营业费用、管理费用和财务费用);原因②07 年开始对 JHJ 不并表,收入和成本合并报表的几乎都属汽车板块,以前的合并报表数据可用性大大降低。

2、锦海捷亚于 2005 年 4 月 5 日向外资出售其持有的上海得夫得斯国际货运有限公司 34%的股权,06 年上半年得到商务部批准。该项资产账面值为 140.7 万元,转让价为人民币 5415.87 万元,投资收益 5275 万元将 06 年入账。

3、公司于 06 年上半年收购了 YRCW 全资子公司 MIQ(中国),总代价约 3600 万元,相当于 MIQ(中国)05 年 EBIT75 万美元的 10 倍,溢价部分导致的投资损失为 2600 万左右。06 年 10 月原 MIQ(中国)已为公司贡献 106 万毛利,预计 06-08 年分别可贡献 200 万、1440 万、1728 万元纯利。05 年 MIQ(香港)EBIT 约 1500 万港币,06 年可达 2600 万元港币,预计该公司 08 年将贡献 2500 万元纯利。

4、07 年用清理与主业无关的股权投资或项目、出让低温物流公司股权获取的投资收益,以及动迁时政府给予的补偿等,冲抵收购 MIQ(香港)并予注销产生的投资损失。

5、07 年按新的《会计准则》和上海税务局的要求,营运车辆可能改按年限平均折旧法,出租车采用 5 年平均,商旅、大客车采用 6 年平均。由于 04-06 年按双倍余额递减法折旧,大量车辆已约计提了相当于原值的 73%折旧额,剩余 3 年折旧额将很少,我们预测 07-08 年折旧额比前两年减少 2000 和 1000 万元左右。

6、冲回股权投资跌价准备直接增利 1680 万元

2005 年公司因国泰君安 05 年亏损对国泰君安的 5249 万股的投资提取了 1680 万元的股权投资跌价准备,国泰君安 06 年上半年已盈利 7 亿元,全年肯定盈利,07 年公司可将该部分股权投资跌价准备予以冲回,直接增利 1680 万元。

7、用公积金冲抵股权收购溢价部分可减少股权投资差异摊销 1335 万元

2007 年公司拟用资本公积金直接冲抵 04 年大股东置入资产时的溢价部分(现

余额约 4.8 亿元)和收购 MIQ(香港)的溢价部分(约 3.5 亿元)。截止 2006 年 9 月 30 日,公司帐上有资本公积金 8.92 亿元,盈余公积金 2.28 亿元,足够冲抵以上项目。

04 年公司进行资产置换时产生的股权投资差额共计 59151 万元,其中锦江汽车 52875 万元、大众新亚 2799 万元、锦海捷亚 3477 万元,前两者产生的股权投资差额主因为出租车牌照评估增值目前余额约 4.8 亿元,04-06 年公司对股权投资按成本法入账,三者带来的股权投资差额摊销分别为 1115 万、60 万、180 万元,但 07 年以后可能按权益法记账,由此可减少费用 1335 万元。

## 估值与投资建议

### 汽车板块合理动态 PE 为 14 倍~16 倍

国际上(主要是香港和新加坡)选取载通控股(0062HK,原名九龙巴士)、冠忠巴士(306HK)和进智公交(0077HK)作比较,国内 A 股市场选取大众交通、巴士股份、强生控股和北京巴士作比较。

3 家香港公司盈利能力和估值水平差异较大,ROE 最高的载通控股 PE、PB 高达 35.88 倍和 4.83 倍。从 ROA、ROE 指标看,锦江汽车与新加坡的康福德高较接近,康福德高 06PE、07PE 分别为 16.02 倍、14.36 倍,PB 为 2.44 倍(估计其净资产中对牌照和线路运营权等无形资产是按照重估价值进行计算)。

除北京巴士特异外,上海市的 3 家公共交通类企业的盈利能力和估值水平比较接近,06-08PE 平均值分别为 24.32 倍、23.71 倍、25.31 倍,06H、05PB 平均值分别为 1.75 倍、1.61 倍。

公司整体 05ROA 为 13.18%,其中锦江汽车、大众新亚 ROA 为 9.66%、10.43%,08 年将分别提升至 10.76%、12.14%左右。如果考虑 07 年以后大股东在重组时溢价置入资产带来的商誉不再摊销(每年 1335 万元),则汽车板块的盈利能力更高。虽然折旧政策改革带来的正效应可能于 09 年后消失,汽车服务板块业绩增速将有所放缓,但 ROA 仍将持续保持 10%以上水平。

可见,公司的汽车服务板块资产盈利能力明显高于上海市其它 3 家,也高于国际同类,我们认为公司汽车服务板块 06-08 年合理 PE 分别为 16 倍、16 倍、15 倍,合理 PB 为 2 倍~2.1 倍,预测公司汽车服务板块 06-08 年 EPS 分别为 0.26 元、0.31 元、0.36 元,汽车服务板块内在价值 4.92 元。

表 17、国际城市汽车服务类公司盈利能力及估值水平比较

	股价	PE(TTM)	07PE	PB	05ROE	05ROA
载通控股	42.70	35.88	4.90	4.83	14.11	6.15
冠忠巴士	1.21	1210		0.59	0.03	0.01
进智公交	1.45	14.02		1.61	10.92	8.98
康福德高	1.58	16.04	14.36	2.44	15.42	6.90

数据来源: Bloomberg,国信证券经济研究所

**表 18: 国内 A 股市场汽车服务类公司盈利能务及估值水平比较 (2006 年 11 月 23 日收盘价)**

证券代码	证券简称	收盘价	06PE	07PE	08PE	PB(06H)	PB(05)	ROA(05)	ROE(05)
600611	大众交通	5.74	19.58	21.37	25.41	1.77	1.32	5.81	8.16
600741	巴士股份	3.18	30.96	27.93	27.36	1.61	1.41	6.17	7.34
600662	强生控股	3.67	22.40	21.82	23.17	1.85	2.11	6.56	8.44
600386	北京巴士	7.97	48.64	17.57	14.66	3.84	1.26	-2.77	-12.79
平均(不含北巴)		24.32	23.71	25.31		1.75	1.61	6.18	7.98

数据来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所

### 物流板块合理动态 PE 为 20 倍

#### 美国第三方物流公司 PE 高至 21 倍, 卡车运输同类平均 10 倍

近 4 年 YRCW 销售额年复合增长率 35%, 每股收益年复合增长率 50%, 因此其股价期间涨了 4-5 倍, 05 年 3 月创出历史最高点 64 美元, 之后持续下滑, 主要原因是近年来油价大幅上升导致业绩增速下滑, 目前动态市盈率仅 7.88 倍。目前美国卡车运输公司行业业绩增速均放缓, 行业平均市盈率仅 15 倍, 其中通过互联网平台在全美国进行卡车运输客货配对的公司 LSTR (Landstar System Inc.) 因业务模式有所差异、属轻资产类和智慧型公司(是世联锦江将要复制的商业模式), 估值水平高达 21.45 倍。

**表 19、YRCW 近几年业绩表现及预测**

Quarters	2002	2003	2004	2005	2006E	2007E
March	NA	0.19	0.38	0.95	0.71	NA
June	NA	0.62	0.97	1.38	1.58	NA
September	NA	0.58	1.15	1.42	1.64	NA
December	NA	-0.02	1.24	1.34	1.43	NA
Totals	1.03	1.37	3.73	5.09	5.36	5.4

资料来源: YAHOO.WWW

**表 20、美国卡车运输类公司营运数据及估值比较 (货币单位: 美元)**

	LSTR	JBHT	SWFT	YRCW	ABFS	CNW	行业
市值	26.82 亿	31.51 亿	20.59 亿	23.46 亿	9.90 亿	22.59 亿	4.03 亿
员工数	1285	28128	21900	68000	12327	21800	3035
收入增长率 (ttm)	-3.90%	7.10%	0.30%	3.20%	9.50%	-0.70%	13.10%
收入 (ttm)	27.06 亿	33.35 亿	32.35 亿	99.94 亿	19.87 亿	43.51 亿	6.25 亿
毛利率 (ttm)	23.49%	47.37%	51.63%	70.68%	18.76%	20.12%	47.37%
EBITDA (ttm)	2.37 亿	5.56 亿	4.83 亿	8.84 亿	2.12 亿	5.22 亿	6741 万
营运利润率 (ttm)	8.16%	11.51%	8.60%	6.03%	7.31%	8.76%	6.80%
净收入 (ttm)	1.31 亿	2.27 亿	1.56 亿	3.07 亿	9768 万	2.35 亿	2081 万
每股收益 (ttm)	2.199	1.466	2.069	5.213	3.908	4.252	1.29
市盈率 (ttm)	21.45	14.9	13.29	7.88	10.15	11.29	14.93
市盈率与增长比率 (ttm)	1.41	1.01	1.18	0.99	1.04	0.96	1.01
市销率 (ttm)	0.99	0.96	0.64	0.24	0.5	0.53	0.53

数据来源: YAHOO.WWW

图 6: YRCW71-05 年股价走势图



资料来源: YRCW 公司网站、国信证券经济研究所

**国内典型物流企业平均 PE 为 20 倍-21 倍**

选取国内 A 股市场物流股外运发展、铁龙物流、交运股份、中储股份作比较, 除中储股份特异常, 其他 3 家物流企业 06-08PE 平均值分别为 21.64 倍、20.38 倍、14.8 倍。

**公司现代物流板块目标 PE 为 20 倍**

经我们多次调研, 我们确认公司管理层在规范性、透明性、谨慎性方面强于上述同行, 发展战略也更清晰, JHJ 和浦东国际货站的综合 ROA 为 18.91%, 仅次于外运发展(600270)。

公司的汽车服务水平一流, 经营管理层对服务业有很深的理解和领悟, 相信公司能够成功地将其在汽车服务领域的竞争优势和核心能力复制到现代物流领域。JHJ 过往小有成就, 与 YRCW 融合后将进入盈利高速增长阶段, 预计 JHJ08 年其收入及利润将比 05 年底翻番。

公司现代物流虽然处于搭建内部组织架构、重组客户资源和网络资源阶段, 盈利模式尚不清晰, 但相信 08 年后公司物流网络将初具规模, 盈利前景将被投资者看好。

综上, 我们认为公司的现代物流板块合理动态 PE 为 20 倍, 预测公司现代物流板块 06-08 年 EPS 分别为 0.20 元、0.28 元、0.36 元, 现代物流板块内在价值为 7.05 元。

表 21: 汽车服务业务估值 (2006 年 11 月 23 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价	PE(TTM)	06PE	07PE	08PE
600270	外运发展	7.66	14.67	14.59	12.62	13.30
600125	铁龙物流	7.35	30.75	25.62	20.16	16.30
600676	交运股份	3.48	18.61	24.71	28.37	-
600787	中储股份	6.37	52.21	57.16	42.56	27.46
平均(不含中储)			21.35	21.64	20.38	14.8

数据来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所

### 公司整体内在价值 10.75 元，给予推荐评级

综合汽车服务板块和现代物流板块的估值，我们得出的持续经营价值为 10.56 元，加上 07 年每股 0.19 元的特殊收益，公司内在价值为 10.75 元。

公司 12 个月内目标价为 10.75 元，以 11 月 23 日收盘价 7.77 元计，有 38% 的折让，给予推荐评级。

**表 22、公司持续经营业务内在价值(单位: 万元)**

项目	2006E	2007E	2008E
<b>每股收益</b>	0.458	0.589	0.719
其中: 汽车服务板块	0.263	0.307	0.359
现代物流板块	0.195	0.282	0.360
<b>汽车服务板块目标 PE</b>	16	16	15
<b>现代物流板块目标 PE</b>	20	20	20
<b>汽车服务板块估值</b>	4.20	4.92	5.38
<b>现代物流板块估值</b>	3.90	5.64	7.20
<b>估值合计</b>	8.11	10.56	12.58

数据来源: 国信证券经济研究所预测

**表 23、公司 06、07 年特殊收益明细(单位: 万元)**

项目	2006E	2007E	2008E
<b>会计上的变化带来的损益</b>	1680	1335	1335
其中: 车牌等评估溢价部分不再摊销		1335	1335
冲回国泰君安股权投资跌价准备	1680	-	-
<b>股权买卖带来的损益</b>	1792	8993	-
其中: 得夫得斯 34% 股权收益	5275		-
国泰君安股权套现	-	3149	-
交通银行股权套现	-	4923	-
“小飞”套现带来的投资收益	-	2350	-
出让吴淞冷库项目部分股权的投资收益	-	2000	-
尚海食品动迁补偿收益	-	1000	-
减: 溢价收购 MIQ(中国)并注销带来的投资损失	2600	-	-
<b>特殊收益合计</b>	3472	10328	1335
<b>每股特殊收益</b>	0.063	0.187	0.024

数据来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券有限责任公司**

所长 岳克胜	常务副所长 蒋国云	副所长 姚鸿斌
首席经济学家 杨建龙	钢铁有色金属行业首席分析师 郑东	IT行业首席分析师 肖利娟
金融工程首席分析师 葛新元	首席估值分析师 汤小生	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方焱	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
社会服务行业首席分析师 刘都	化工行业首席分析师 邱伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
金融行业首席分析师 朱琰	家电行业资深分析师 王念春	批发零售行业资深分析师 谭丽
固定收益资深分析师 王磊	策略资深分析师 李颖俊	有色金属行业资深分析师 黄安乐
交通运输行业资深分析师 吴胜明	煤炭行业分析师 杨立宏	交通运输行业分析师 郑国
化工行业分析师 张剑峰	纺织品与服装行业分析师 方军平	IT行业分析师 王俊峰
医药行业分析师 丁丹	房地产行业分析师 陈林	石化行业分析师 陈爱华
金融行业分析师 李珊珊	农业与食品饮料行业分析师 黄茂	机械行业分析师 余爱斌
固定收益分析师 李晓峰	固定收益分析师 皮敏	固定收益分析师 黄飙
宏观经济分析师 林松立	策略分析师 崔嵘	金融工程分析师 王军清

**国信证券经济研究所销售交易部**

销售/交易 负责人 (华北) 王晓健 (010) 82252615 wangxj@guosen.com.cn	销售/交易 (华北) 王立法 (010) 82252236 wanglf@guosen.com.cn	销售/交易 (华北) 谭春元 (010) 82259782 tancy@guosen.com.cn
销售/交易 (华东) 傅华星 (021) 68866025 fuhx@guosen.com.cn	销售/交易 (华东) 盛建平 (021) 68864592 shengjp@guosen.com.cn	销售/交易 (华东) 周立恒 (021) 68864011 zhouliheng@guosen.com.cn
销售/交易 (华南) 刘宇华 (0755) 82130818 liuyh@guosen.com.cn	销售/交易 (华南) 刘钦 (0755) 82130680 liuqin@guosen.com.cn	