

## 资产价值被低估，盈利能力待释放

大众交通 (600611.SH)

**推荐** 首次评级

合理估值区间 **6.0-7.2 元**

### 核心观点:

### 分析师

周晔

☎: 021-20252616

✉: zhouye\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S1000510120029

### 市场数据 时间 2013.05.31

A 股收盘价(元)	5.44
A 股一年内最高价(元)	5.94
A 股一年内最低价(元)	4.17
上证指数	2300.60
市净率	1.58
总股本(万股)	157608.19
实际流通 A 股(万股)	104221.09
流通 A 股市值(亿元)	56.70

### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

### 相关研究

#### ● 交通服务商向现代服务转型

大众交通现有业务板块包括交通运输服务、房地产、金融及股权投资。公司的最新战略是,将资源配置倾向于现代服务业,降低劳动密集型产业的配置比例。公司同时规划加大在金融产业的投入。

#### ● 物流服务效率有望提升

得益于公司的战略转型思路和资源倾斜政策,大众交通有望追赶以“菜鸟网”为代表的物流变革大潮,发挥其终端网络 and 用户数据的优势,持续提升物流服务效率。

#### ● 优质资产有望重估

强生控股转让出租汽车牌照,为公司的牌照资产树立了价值标杆(溢价 16.16 亿元);大众大厦改造后租金率或将上调并引导市场重估其资产价值(溢价 5.4 亿元);A 股 IPO 开闸临近,市场或将关注公司对国泰君安证券等股权投资的升值空间(溢价超过 19.4 亿元)。

#### ● 盈利预测

我们假设公司谨慎地进行盈余管理,2013-2015 年 EPS 稳定在 0.25 元左右。考虑到我们对盈余管理的主观判断,不用 PE 作为估值基础。

#### ● 估值与投资建议

如果计入隐性溢价,公司的净资产将增加到 100.9 亿元。按 1 倍 PB 计算,大众交通的合理股价应不低于 6.40 元。我们将该股的合理估值区间设为 6.00 元-7.20 元。首次评级为“推荐”。

#### ● 风险提示

出租车、房地产业绩低于预期;国泰君安证券等未能顺利上市。

### 主要财务指标

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2989.48	3127.40	3257.33	3289.98
EBITDA(百万元)	1075.78	1311.86	1232.23	1132.32
收入增长率%	7.53%	4.61%	4.15%	1.00%
净利润(百万元)	389.17	395.98	397.19	399.58
摊薄 EPS(元)	0.25	0.25	0.25	0.25
PE	20.47	21.65	21.59	21.46
EV/EBITDA(X)	7.49	4.67	4.82	4.13
PB	1.47	1.51	1.44	1.37
ROIC	7.45%	6.79%	7.18%	7.06%
总资产周转率	0.31	0.31	0.31	0.30

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

得益于公司的战略转型思路和资源倾斜政策,大众交通有望追赶以“菜鸟网”为代表的物流变革大潮,发挥其终端网络 and 用户数据的优势,持续提升物流服务效率。

同时,公司的出租汽车牌照(隐性溢价 16.16 亿元)、大众大厦(隐性溢价 5.4 亿元)、长期股权投资(隐性溢价 19.4 亿元以上)等优质资产有望获得市场重估。

我们假设公司在战略转型完成之前谨慎地进行盈余管理,仅用有限的投资收益弥补出租车业务的盈利下滑,同时不计入可能使得盈利超预期的各种因素。在这些假设下,我们预测公司 2013-2015 年的 EPS 将保持稳定。考虑到我们对盈余管理的主观判断,我们不将 2013-2015 年的 PE 用作该股的估值基础。

### 我们与市场不同的观点:

市场一般认为,大众交通的盈利增长将长期受制于出租车行业的不景气,而股权投资收益具有较大的不确定性,因此公司的盈利能力在可预见的未来难有实质性好转。

我们认为,公司通过多年经营上海市内的各类终端物流业务,已成功搭建了本地为主、辐射多个主要城市的终端物流网络平台,并积累了大量的用户数据和丰富的管理经验。随着电子商务推动物流服务变革,公司有望厚积而薄发,持续提高经营效率。

我们同时认为,市场可能在一系列事件的引导下重新考量公司旗下优质资产的价值:

- 出租汽车牌照(隐性溢价 16.16 亿元): **强生控股 2012 年底按评估价格转让出租汽车牌照**,为大众交通的牌照资产树立了可比的价值标杆。
- 大众大厦(隐性溢价 5.4 亿元): **大众大厦改造工程将于 2013 年下半年竣工**,装修后的租金率有望上调,从而引导市场重新审视其资产价值。
- 长期股权投资(隐性溢价 19.4 亿元以上): **A 股 IPO 开闸临近**,市场将会日益关注公司的长期股权投资的升值空间。其中仅国泰君安证券的股权即隐含溢价 19.4 亿元。

### 估值与投资建议:

出租车牌照、大众大厦和国泰君安股权的隐性溢价均具有客观的市场参照物,可以用于确定公司的合理估值区间。如果计入这三项隐性资产价值(总计 40.96 亿元),公司的净资产将从 2013 年 1 季度末的 59.94 亿元增加到 100.9 亿元。按 1 倍 PB 计算,大众交通的合理股价应不低于 6.40 元。考虑到公司还持有吉祥航空等其他股权投资,我们略微上修其股价中枢,将 20% 宽幅的合理估值区间设为 6.00 元-7.20 元。首次评级为“推荐”。

### 股价表现的催化剂:

大众大厦恢复营业后,出租率、租金水平高于预期;国泰君安证券等股权投资因 IPO 开闸而转为可供销售金融资产;公司处置出租车牌照,获得较高的处置收益。

### 主要风险因素:

出租车业务的毛利率持续大幅下滑;房地产销售大幅低于预期;长期股权投资的标的公司未能顺利上市。

## 目录

<b>1. 公司概况</b>	<b>4</b>
1.1. 历史沿革	4
1.2. 股权结构	4
<b>2. 公司主要业务</b>	<b>5</b>
1.1. 交通运输	6
1.2. 现代物流	7
1.3. 旅游服务	9
1.4. 房地产	9
1.5. 金融及股权投资	9
1.6. 其他	9
<b>3. 业务发展趋势</b>	<b>10</b>
3.1. 公司发展战略	10
3.2. 各项业务的发展趋势	10
<b>4. 财务分析</b>	<b>12</b>
4.1. 主营业务收入增速和毛利率	12
4.2. 利息收入与利息支出	13
4.3. 金融股权投资的相关收益	13
4.4. 隐性资产价值分析	14
<b>5. 盈利预测</b>	<b>16</b>
5.1. 关键假设	16
5.2. 盈利预测	17
5.3. 可能导致盈利超预期的因素	17
<b>6. 估值与投资建议</b>	<b>17</b>
6.1. 相对估值	17
6.2. 投资建议：推荐，合理估值区间 6.00-7.20 元	18
<b>7. 风险提示</b>	<b>18</b>
<b>8. 附录：公司财务预测报表</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1 大众交通股权结构 .....	5
表 1 大众交通业务板块列表 .....	5
图 2 大众出租市内运力分布图 .....	6
表 2 大众物流业务明细表 .....	7
图 3 大众国际物流空运基地示意图 .....	8
图 4 大众交通主营业务收入构成及增速（百万元，2010-2012） .....	12
图 5 大众交通各项业务毛利率（2010-2012） .....	13
图 6: 大众交通投资净收益（2008-2015F） .....	14
表 3 国泰君安证券股份有限公司的合理市值估算（PE 为倍数，其他数据单位为百万元） .....	15
表 4 盈利预测关键假设表 .....	16

## 1. 公司概况

### 1.1. 历史沿革

大众交通(集团)股份有限公司(股票代码 600611.SH, 以下简称“大众交通”或“公司”)的前身是成立于 1988 年 12 月 24 日的上海市大众出租汽车公司(以下简称“大众出租”)。

1991 年 2 月 28 日, 大众出租牵头组建了“浦东大众出租汽车股份有限公司”(以下简称“浦东大众”), 是为全国出租汽车行业的第一家股份制公司。1992 年 1 月, 浦东大众在 A 股上市(600635.SH), 大众出租作为发起人股东持有其 35.7% 的股份, 是第一大股东。

1992 年 7 月, 大众出租改制为上海大众出租汽车股份有限公司(以下简称“上海大众”), 并在当年 3 季度内先后公开发行了 B 股、A 股(600611.SH)。

上海大众于 1997 年 5 月公告, 向上海大众企业管理有限责任公司等 3 家公司合计转让其持有的浦东大众 27.11% 的股权。转让后上海大众仍持有浦东大众约 6% 的股权。

1999 年 5 月 21 日, 上海大众向上海大众万祥汽车修理公司转让了全部剩余的约 6% 浦东大众股权。

1999 年 8 月 3 日, 浦东大众和上海大众分别更名为大众科技创业(集团)股份有限公司(以下简称“大众科创”)和大众交通(集团)股份有限公司(简称“大众交通”)。

1999 年 11 月, 证监会批准大众交通向大众科创定向增发 1.4 亿股, 用于购买大众科创的出租车业务资产及交运行业股权投资, 以消除大众交通和大众科创的同业竞争。(为说明同业竞争的存在, 前文应补述二者的控股股东之同一性)。此次定增完成后, 大众科创成为大众交通的第一大股东(持股 24.7%)。

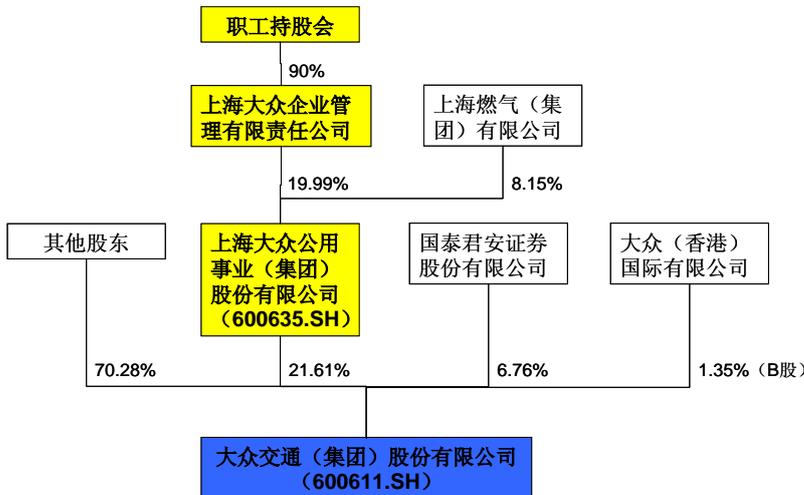
大众科创于 2003 年 5 月 28 日更名为“上海大众公用事业(集团)股份有限公司”(以下简称“大众公用”)。大众公用成为大众交通的第一大股东, 大众交通是其联营公司。

从公司的发展脉络来看, 公司走过了一条逐步转型的道路。

### 1.2. 股权结构

经过 2004 年之前一系列的股权变更, 大众交通目前的第一大股东为大众公用, 实际控制人为上海大众企业管理有限责任公司(图 1)。

图 1 大众交通股权结构



资料来源：公司数据，Wind

## 2. 公司主要业务

大众交通是上海及长三角区域最大的综合交通服务供应商，拥有出租车、租赁车、物流车、旅游车等各类车辆 1.5 万辆。最近十年，通过大力发展多元经营，公司已形成交通运输服务、房地产、金融及股权投资三足鼎立的多元化业务格局。其中交通运输服务业又分为交通运输、现代物流、旅游服务三个子板块。

表 1 大众交通业务板块列表

业务板块	子板块	主要业务平台	主要业务内容
1. 交通运输服务业	交通运输	市南公司，市北公司，市东公司，市西公司，嘉定大众，松江大众，奉贤大众，金山大众	上海市内出租汽车业务
		苏州大众，昆山大众，宁波大众，无锡大众等	外埠出租汽车业务
		大众汽车租赁有限公司	企业长包车、短期租车、自驾租车
	现代物流	上海大众物流有限公司	中小件普通货物运输
		上海大众交通国际物流有限公司	空运进出口服务及相关特色服务
		大众佐川急便物流（参股）	“门到门”小件物流服务
	旅游服务	大众大厦，大众空港宾馆，大众美林阁，大众国际会议中心，大众假日酒店	酒店业
		上海大众国际旅行社	境内外旅游服务
		上海大众航空服务有限公司	机票订购，差旅管理
		上海大众房地产（集团）有限公司，上海祥玲置业有限公司，黑龙江大众新城房地产开发有限公司，吴江大众置业发展有限公司，嘉	房地产开发销售
2. 房地产业			

		善众祥房产开发有限公司，安徽新大众房地产开发有限公司，安徽祥和新大众房地产开发有限公司	
<b>3. 金融及股权投资</b>	<b>小额贷款</b>	长宁小贷，徐汇小贷，嘉定小贷	小额贷款业务
	<b>股权投资</b>	大众交通	上市及非上市企业长期股权投资
<b>4. 其他</b>	<b>工业</b>	上海大众交通汽车修理有限公司	汽车修理
	<b>商业</b>	上海大众交通汽车服务有限公司，上海大众交通汽车销售有限公司	汽车整车及零配件销售

资料来源：公司数据，银河证券研究部整理

## 1.1. 交通运输

公司的交通运输业务包括出租汽车和租赁汽车。

### 1.1.1. 出租汽车。

大众出租是上海市主要的出租车运营商之一，拥有出租汽车总数约 9000 辆，占全市正规出租车运力的 20% 左右。参照强生控股（600662.SH）2012 年 12 月 28 日公告的出租汽车牌照转让价格（29 万元/张），9000 张出租汽车牌照的市场价值约为 26.1 亿元。

公司的中心城区出租车业务由市南、市北、市东、市中 4 家分公司分片管理，以承包经营为主。另有几家子公司分别管理上海郊区的出租车业务（图 3）

图 2 大众出租市内运力分布图



资料来源：公司数据

注：公司原有子公司崇明大众，于 2012 年售出。

在传统的承包制下，公司按月向驾驶员收取固定的管理费，同时由公司承担车辆折旧、维修保养及驾驶员的工资、福利等各项成本。

公司从 2012 年开始试验租赁经营模式，驾驶员可以花 12 万元买断一辆新车 4 年的租赁权，

每月再交 3000 元的管理费，公司不再为员工缴纳四金以及车辆的保养维修费用。该种模式在降低空驶率、提高服务质量、稳定公司盈利方面取得了一定的效果，但目前占公司运营车辆的比例较低。

公司还通过苏州大众、昆山大众、宁波大众、无锡大众进入了外埠出租车市场。外埠出租车业务以委托管理的形式经营，公司仅收取固定的管理费，每年可获 3 千万元左右净利。

### 1.1.2. 租赁汽车

大众交通的租赁汽车业务平台是子公司—大众汽车租赁有限公司。其业务包括企业长包、短期租车（包括酒店车辆配套服务、外事接待用车服务、机场接送服务—特色为京沪两地接送机联动业务、婚礼庆典租车服务）、自驾租车等。

该业务的主要竞争对手包括神州租车、一嗨租车等。公司在该领域秉持错位竞争的策略，主要发展中高端租赁，包括全球五百强企业的高管用车、办公用车，及外事接待用车等。

## 1.2. 现代物流

表 2 大众物流业务明细表

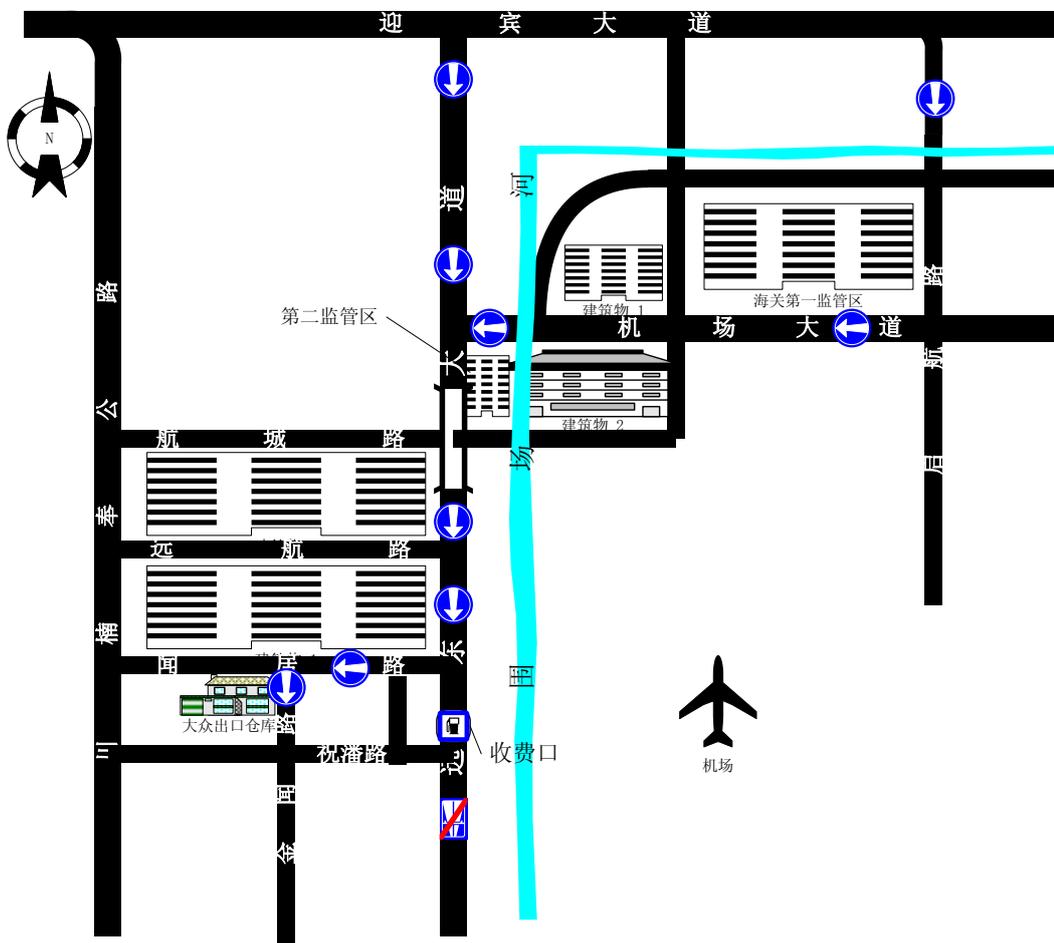
服务类别	服务内容	业务平台
中小件普通货物运输 (B2C、B2B)	市内门到门配送、长三角区域运输、货车（带驾或非带驾）出租	上海大众物流有限公司
国际货运代理	海运进出口报关、报检、报验，旅客携带货物出入境报关、报检（受海关委托，承担浦东国际机场唯一代理乘客行李报关服务），海关监管运输，海关监管仓储，订舱、拼拆箱、流通加工、包装整理，代办运输保险、全国各地门到门运输，口岸物流解决方案。	上海大众交通国际物流有限公司, 上海大众国际货运代理有限公司, 上海大众集装箱货运有限公司
市内搬场	家庭、企业搬场，工业搬场，外事运输，城市配送等	上海大众搬场物流有限公司
冷藏保鲜物流	冷藏、冷冻仓储，华东冷链专线配送，冷链物流一条龙服务，冷链物流方案设计等	上海新天天大众低温物流有限公司
LPG 与成品油运输	LPG、成品油、其他适用化工品的运输、配送，LPG 经销	上海大众九环化工储运经营有限公司
集装箱运输	集装罐运输、冷藏冷冻箱运输、海关监管运输	上海大众集装箱货运有限公司
宅配便	市内门到门小件配送、全国小件快递、多式联运等	上海大众佐川急便物流有限公司
松江出口加工区物流配套	报关、仓储、区内外配送、流通加工等	上海大众国际仓储物流有限公司
进出口	汽车、机电产品、机械成套设备的自营、代理进出口	上海大众交通进出口有限公司

资料来源：公司数据，银河证券研究部整理

大众交通现代物流业的核心平台是上海大众物流有限公司（大众物流）、上海大众交通国际物流有限公司（大众国际物流）两家子公司，同时参股公司上海大众佐川急便物流有限公司（佐川急便），主要特点如下。

- **大众物流：**拥有 0.6、0.9 吨的便捷货运出租车 880 辆，为公司、商场和市民提供中小件普通货物的运输服务。服务方式包括电话预约、即时要车、定点供车、计时包车、合同用车。
- **大众国际物流：**在浦东机场的自有土地上建有空运基地（图），拥有 10000 平方米监管仓库、大型冷库、特殊物品仓库、宠物监管隔离库、综合办公楼和监管车队（均为一、二期工程已建成项目）。利用基地优势，大众国际物流公司为客户提供便捷、快速的空运出口服务，同时提供空运进口服务，以及客带货报关、冷冻冷藏、宠物进出口、特殊物品储运等特色服务。按照三期工程计划，大众国际物流还将在浦东机场再建 1 万平方米左右的空运基地。

图 3 大众国际物流空运基地示意图



资料来源：公司数据

注：“大众出口仓库”显示于地图左下角，金闸路、闸居路相交处

- **佐川急便：**该公司由日本佐川环球物流株式会社控股，大众交通参股 25%。该公司引入佐川急便先进的“宅配便”物流管理经验和技術，以住友商事的全球商业网络为基础，主打“门到门”的小件物流服务。
- **其他：**大众交通提供的其他各类物流服务见表 2。

## 1.3. 旅游服务

### 1.3.1. 酒店业

公司的酒店业包括大众大厦（预计 2013 年下半年完成装修后重新开业）、大众空港宾馆、大众美林阁、大众国际会议中心、大众假日酒店。其中大众空港宾馆因其独特的区位优势，入住率长年保持在 90% 左右，盈利状况较佳。

### 1.3.2. 旅游

上海大众国际旅行社（简称“大众国旅”）提供国内旅游服务和出境旅游服务。

### 1.3.3. 航空服务

上海大众航空服务有限公司（简称“大众航服”）提供国内机票订购、国际机票订购、专业差旅管理。公司的大众商旅管理系统提供专业差旅服务和专业差旅分析报告、报表，可为客户节约 25% 左右的差旅费用。

## 1.4. 房地产

上海大众房地产（集团）有限公司（简称“大众房产”）目前在售或正在开发的地产项目有吴江的湖滨雅园（2009 年竣工）、嘉善的湖滨花园（2012 年起分期竣工）、桐乡的湖滨庄园（2012 年起分期竣工）、安徽祥和苑（预计 2015 年竣工）、安徽大众新城（预计 2016 年竣工）等。

## 1.5. 金融及股权投资

大众交通目前持有账面价值超过 20 亿元的金融股权（包括可供出售金融资产约 11 亿元、长期股权投资约 9.5 亿元），股权的账面价值约占公司账面净资产的 1/3。这部分资产以投资收益的形式贡献了公司 50% 左右的税前利润。最近三年，投资收益中有一半以上来自“处置可供出售金融资产取得的投资收益”，即出售上市公司股权获利（主要是出售法人股）。

从公司持有的长期股权投资来看，可供出售金融资产（法人股）的规模未来仍有较大的扩充潜力，主要包括国泰君安证券股权（持有 154,455,909 股，占比 2.74%）、吉祥航空股权（持有 100,000,000 股，占比 2%）等。这些公司未来若能上市，将进一步扩大公司投资收益的释放空间和时间，增强公司整体盈利的稳定性，为公司的战略转型赢得时间。

## 1.6. 其他

公司的其他业务包括汽车修理、汽车整车及零配件销售等，主要通过大众汽修、大众汽服、大众汽销等子公司开展（表 1）。

## 3. 业务发展趋势

### 3.1. 公司发展战略

公司在 2012 年年报中提出，要将资源配置倾向于现代服务业，降低劳动密集型产业的配置比例。年报中对各业务板块的规划是：优化交通汽服产业；加大在金融和类金融产业方面的投入；旅游、地产、现代物流业规模保持相对稳定。在各大产业的内部资产配置中，公司计划着重发展中高端业务。

### 3.2. 各项业务的发展趋势

综合考虑行业现状与公司战略，我们认为公司各项业务未来的发展趋势是：

#### 3.1.1. 交通运输业：稳健经营为主

##### 3.1.1.1. 出租汽车行业空间有限

上海目前有正规出租汽车企业 134 家，出租汽车约 5 万辆。在 2009 年出台的《关于进一步促进本市出租汽车行业健康持续发展的意见》中，上海市政府将出租汽车定位为城市公共交通的必要补充，用于满足个性化出行需求。基于这一定位，市政府对出租车行业采取了总量控制、特许经营、政府定价等严格的管制措施。

在政府管制下，上海市的出租汽车总量、大众出租所占市场份额、出租汽车的承包经营费率可能将在较长时期内维持基本稳定，行业增长空间有限。

##### 3.1.1.2. 大众出租稳健经营，或将择机退出

由于燃油成本、驾驶员工资福利、维修保养成本等各项成本的持续上涨，出租车业务对公司的利润贡献已从 2008 年的 2 亿元下滑至 2012 年的不足 1 亿元。为应对成本压力，公司从 2012 年开始试验租赁经营，在降低空驶率、改善服务质量、稳定公司收益等方面已经取得了初步成功。随着驾驶员租赁经营范围的扩大，我们估计公司的出租车业务收入可能有所下滑，但营业利润将趋于稳定。

我们注意到，强生控股于 2012 年 12 月 28 日公告转让了其持有的上海强生舒乐出租汽车股份有限公司 46.2% 的股份，实质上出让了对 932 张出租汽车营运牌照的控制权（牌照评估价值为 29 万元/张）。大众交通将“降低劳动密集型产业在公司产业配置中的比例”作为发展战略，未来或许也会选择合适的时机和方式逐步退出出租汽车业务。在退出的情形下，公司目前被低估的牌照无形资产将产生可观的转让溢价。

##### 3.1.1.3. 大众租车稳健增长

汽车租赁行业近年来行业集中度有所提高，呈现规模化发展趋势。但由于竞争对手的低价竞争和高负债扩张，公司面临较大的竞争压力。该项业务对公司的收入、利润贡献较小。我们预计公司将保持高端路线的定位，维持该项业务的稳健增长。

### 3.1.2. 旅游、宾馆服务：总体规模相对稳定，大众大厦即将重开

公司的旅游、宾馆服务业规模将保持相对稳定。值得一提的是，大众大厦将于 2013 年下半年完成装修并重新开业，新开后的租金率可能高于装修之前。

### 3.1.3. 现代物流业：公司资源倾斜，盈利有望提升

公司有意将资源配置倾向于现代服务业，物流服务显然将是资源倾斜的重点之一。我们认为，公司物流业务的盈利可能在以下两个因素的推动下持续提高：

- **硬件设施扩张：**公司的浦东机场空运基地三期工程（1 万平方米）尚未建成。随着对三期基地及其他物流硬件的持续投入，公司的物流服务能力将不断提高。
- **经营效率提高：**通过对中小件货运、市内搬场、宅配便、冷藏保鲜物流的多年经营，公司已成功搭建了本地为主、辐射多个主要城市的终端物流网络平台，并积累了大量的用户数据和丰富的管理经验。随着终端物流服务在电子商务的推动下不断升级，行业已迎来从粗放式扩张向深耕客户数据、改善客户体验转变的重要时间节点。大众交通有望在以“菜鸟网”为代表的物流服务变革中厚积而薄发，利用其在网络布局和数据积累中的优势持续提高经营效率。

### 3.1.4. 房地产业：3-5 年内稳定盈利

房地产行业已经历了连续 3 年的严厉调控，未来的政策预期尚不明朗。由于公司在售、在建项目的衔接比较合理，我们预计其盈利水平可在未来 3 到 5 年保持基本稳定。

### 3.1.5. 金融及股权投资：隐性价值渐现，未来投入加大

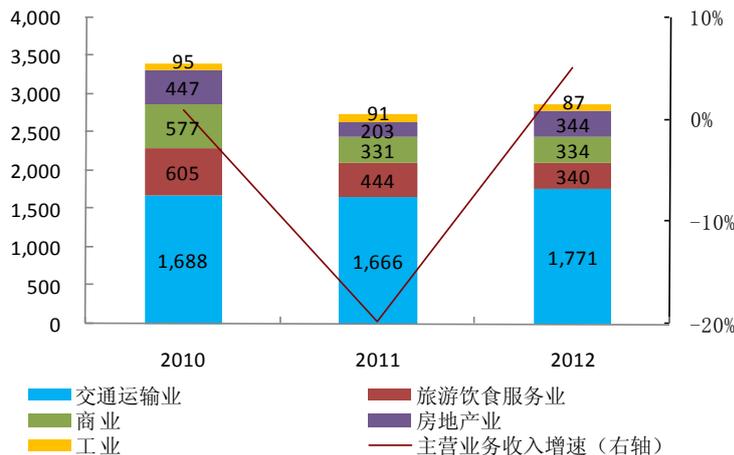
随着 A 股 IPO 开闸的临近，公司持有的国泰君安证券、吉祥航空等长期股权投资可能成为上市公司股权，并转为可供销售金融资产。历史投资的隐性价值将逐渐显现。

公司的小额贷款业务呈现出良好的发展势头，未来两年的盈利贡献将大幅增长。公司已决定进一步加大在金融和类金融产业的投入，发展前景值得期待。

## 4. 财务分析

### 4.1. 主营业务收入增速和毛利率

图 4 大众交通主营业务收入构成及增速（百万元，2010-2012）



资料来源：公司数据，中国银河证券研究部整理

按公司的财务报表分类口径，主营业务收入分为 5 类：工业（主要为汽车修理业务）、商业（主要为汽车整车及零配件销售）、房地产业、旅游饮食服务业（包括酒店、旅游、航空服务）、交通运输业（包括出租汽车、租赁汽车、现代物流）。各项业务的历史收入及毛利率变动情况如下：

#### 4.1.1. 交通运输业

公司于 2009 年剥离了公交车业务，因此当年“交通运输业”收入减少 38%。此后 3 年（2010-2012），公司的交通运输业收入在 17 亿元左右波动。由于出租车营运价格受政府管制，同时各项成本持续攀升，这一期间该板块的毛利率从 28.1% 下滑至 19.8%。

#### 4.1.2. 旅游饮食服务业

公司 2011 年、2012 年的“旅游饮食服务业”收入分别下滑 27%、24%，主要原因是大众大厦于 2011 年开始改建加层工程，导致该大厦暂停租赁、客房等业务。预计 2013 年工程完工后，大众大厦可从 2014 年开始恢复营业。旅游饮食服务业的毛利率基本稳定在 30% 左右。

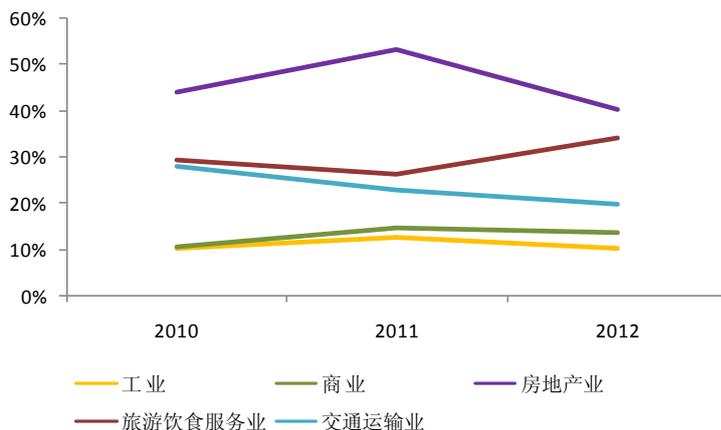
#### 4.1.3. 房地产业

房地产业收入过去 3 年内波动较大。因嘉善湖滨花园的销售状况良好，2012 年收入增长了 69%。未来 3 年内，通过湖滨花园（嘉善）、湖滨雅园（吴江）、湖滨庄园（桐乡）等项目的销售，公司的房地产业务收入有望保持基本稳定，并保持 40% 以上的毛利率。2015 年之后，预计安徽祥和苑、安徽大众新城等项目将竣工并销售。

#### 4.1.4. 工业和商业

公司的工业和商业收入主要来自汽车修理和销售，近年来销售收入和毛利率均比较平稳。预计未来3年内工业、商业收入将分别保持8千万元和3亿元左右的销售收入，并维持10%左右的毛利率。

图5 大众交通各项业务毛利率（2010-2012）



资料来源：公司数据，中国银河证券研究部整理

## 4.2. 利息收入与利息支出

公司的小额贷款业务从2012年开始盈利，当年利息收入7106万元，手续费及佣金收入545万元。长宁小贷、徐汇小贷的融资比例均为注册资本（共5.5亿元）的50%，当年产生了619万元的利息支出。小贷业务毛利率超过90%。

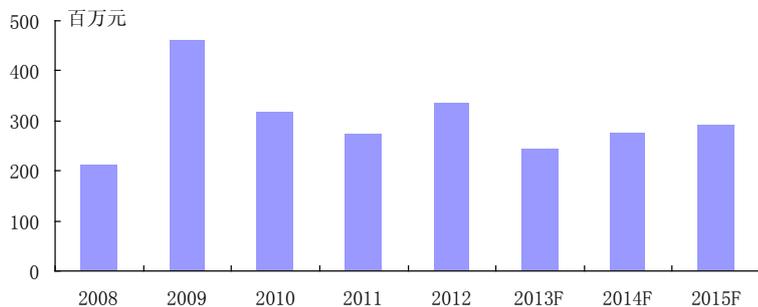
小贷业务2012年的平均营业时间仅为半年，因此我们预计2013年该项业务的收入将同比增长150%左右，利润也将同步大幅增加。未来随着嘉定小贷、南京小贷等公司全面运营，公司的小贷业务还有持续发展的空间。

## 4.3. 金融股权投资的相关收益

与金融股权投资相关的收益主要包括两项：公允价值变动收益、投资净收益（以下合称投资相关收益）。其中三个细项被列为非经常性损益：（交易性金融资产的）公允价值变动收益、处置交易性金融资产取得的投资收益、处置可供出售金融资产等取得的投资收益。

2010—2012年间，公司扣除非经常性损益后的净利润持续下滑，而投资相关收益在税前利润中的占比不断提高。其中处置可供出售金融资产等取得的投资收益在投资相关收益中的占比始终超过50%。尤其是2012年，在公司的扣非净利下滑24.5%的情况下，处置可供出售金融资产等取得的投资收益比上年翻倍，并占投资相关收益的76%。

图 6: 大众交通投资净收益 (2008-2015F)



资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部预测

从以上数据来看, 对可供出售金融资产的处置是公司盈余管理的重要工具。公司 2013 年扣非后的净利润预计同比增长约 12%。我们保守地估计公司 2013 年将相应减少可供出售金融资产的处置收益, 以保持净利润基本稳定。

#### 4.4. 隐性资产价值分析

##### 4.4.1. 无形资产: 出租汽车牌照隐含 16.16 亿元溢价

大众交通目前拥有约 9000 辆出租汽车, 牌照的无形资产在资产负债表中被列为“特许经营权”, 账面净值仅 9.94 亿元 (2012 年底)。

强生控股于 2012 年 12 月 28 日公告转让其持有的上海强生舒乐出租汽车股份有限公司 46.2% 的股份。公告的出租汽车牌照评估价值为 29 万元/张。若以强生控股转让牌照时的评估价格为市场公允价, 则大众交通拥有的牌照价值应为 26.1 亿元, 比账面净值高 16.16 亿元。

##### 4.4.2. 房地产: 大众大厦隐含 5.4 亿元溢价

公司持有上海大众大厦有限责任公司 51% 的股权, 2012 年底按成本法核算的余额仅 1020 万元。

大众大厦位于上海市内环线之内, 建筑面积 22000 平方米。按 5 万元/平方米的保守价格计算, 其市场价值为 11 亿元。按 51% 的持股比例, 公司应占的价值为 5.5 亿元, 比账面价值高约 5.4 亿元。

##### 4.4.3. 长期股权投资: 国泰君安隐含 19.4 亿元溢价

公司持有的诸多长期股权投资可能随着 A 股 IPO 的开闸而显现其隐含价值。

以国泰君安证券股份有限公司的股权为例。参照行业中可比公司的估值, 我们估计该公司的合理市值约为 961 亿元 (表 2)。

**表 3 国泰君安证券股份有限公司的合理市值估算 (PE 为倍数, 其他数据单位为百万元)**

证券代码	公司名称	总资产(2012)	净资产(2012)	营业收入(2012)	净利润(2012)	2012PE	市值
600030.SH	中信证券	168,508	86,684	11,694	4,237	33.8	143,472
600837.SH	海通证券	126,346	60,431	9,141	3,020	37.2	115,685
601688.SH	华泰证券	79,271	34,638	5,883	1,616	36.3	59,414
000776.SZ	广发证券	89,976	33,061	6,971	2,191	38.2	83,730
600999.SH	招商证券	75,537	25,768	4,666	1,646	37.3	61,438
601788.SH	光大证券	58,358	22,910	3,652	1,003	48.8	50,537
000728.SZ	国元证券	22,886	14,945	1,531	407	51.4	20,918
601901.SH	方正证券	27,985	14,817	2,332	562	82.0	47,348
000562.SZ	宏源证券	31,897	14,795	3,296	868	55.2	47,887
000783.SZ	长江证券	31,269	12,116	2,286	683	34.9	23,807
600369.SH	西南证券	17,257	10,405	1,268	342	29.9	22,138
601377.SH	兴业证券	22,704	9,072	2,539	476	65.7	22,482
601555.SH	东吴证券	15,770	7,639	1,398	282	26.5	17,299
000686.SZ	东北证券	16,478	7,213	1,200	151	54.3	26,925
002500.SZ	山西证券	12,798	6,381	1,048	142	61.7	17,542
600109.SH	国金证券	12,621	6,349	1,534	274	131.0	19,749
002673.SZ	西部证券	10,520	4,456	793	119	132.1	19,808
000750.SZ	国海证券	11,384	3,008	1,460	133	73.9	20,301
<b>前 6 大上市公司的均值</b>		<b>99,666</b>	<b>43,915</b>	<b>7,001</b>	<b>2,286</b>	<b>38.6</b>	<b>85,713</b>
	国泰君安	106,088	31,723	4,146	2,490	38.6*	96,094*

资料来源: Wind, 银河证券研究部整理、估算(\*假设国泰君安的市盈率等于前 6 大上市券商的均值, 并据此估算其市值)

公司目前持有国泰君安证券 2.74% 的股权, 账面价值为 1.57 亿元。预计国泰君安证券上市后, 公司的持股比例将被稀释为 2.19%。照此计算, 国泰君安证券上市后大众交通所持股份的市值约为 21 亿元, 公司净资产可增加 19.4 亿元。

## 5. 盈利预测

### 5.1. 关键假设

根据以上对公司业务现状和发展趋势的分析，我们作出以下定量假设，用于预测公司2013-2015年的盈利水平。

表4 盈利预测关键假设表

	2012A	2013F	2014F	2015F
<b>收入增速假设:</b>				
(1) 工业	-4.9%	0.0%	0.0%	0.0%
(2) 商业	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
(3) 房地产业	69.3%	0.0%	0.0%	0.0%
(4) 旅游饮食服务业	-23.5%	5.0%	20.0%	6.0%
(5) 交通运输业	6.3%	0.2%	0.2%	0.2%
主营业务收入增速	5.1%	0.8%	2.7%	1.1%
<b>毛利率假设:</b>				
(1) 工业	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
(2) 商业	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
(3) 房地产业	40.3%	40.0%	40.0%	40.0%
(4) 旅游饮食服务业	34.2%	33.0%	33.0%	33.0%
(5) 交通运输业	19.8%	17.0%	16.0%	15.5%
主营业务毛利率	23.0%	21.1%	20.8%	20.6%
<b>小额贷款业务假设(百万元):</b>				
年末贷款余额	825	1,125	1,125	1,125
年均贷款余额	355	885	1,125	1,125
利息收入	71	177	225	225
手续费及佣金收入	5	14	17	17
利息支出	6	15	20	20
<b>其他经营收益假设(百万元):</b>				
公允价值变动净收益	23	0	0	0
投资净收益	335	242	274	291
其中: 非经常性损益(主要是处置可供出售金融资产等取得的投资收益)	49	49	49	49

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部预测

以上假设中需要说明的是:

- 我们预计大众出租的租赁制业务比例将逐渐提高, 其毛利率高于传统的承包制。但由于承包制仍为主体, 且毛利率持续下滑, 出租车业务的整体毛利率难以提高。
- 因浦东机场第三期空运基地的建设进度存在不确定性, 我们暂不考虑该项目对公司盈利的影响。
- 由于国泰君安证券等长期股权投资转化为可供出售金融资产的时点难以确定, 我们暂不考虑其对投资收益的影响。
- 南京小贷公司的筹建进度无法确定, 我们暂不考虑其未来盈利。

## 5.2. 盈利预测

基于以上关键假设，我们预测公司 2013-2015 年的每股收益为 0.25/0.25/0.25 元。

### 5.2.1. 营业收入及毛利率

我们预计公司 2013 年主营业务同比微增至 29.0 亿元。计入其他业务收入和小额贷款收入后，2013 年营业总收入预计同比增长 4.6% 至 31.3 亿元。2014、2015 年营业收入均小幅增长。

我们预计出租车业务的毛利率持续下滑，因此拖累主营业务毛利率持续小幅下滑。

### 5.2.2. 金融及股权投资收益

#### 5.2.2.1. 小额贷款收入和毛利率

预计 2013 年-2015 年的小额贷款业务收入为 1.91 亿元、2.42 亿元、2.42 亿元，毛利率高达 90% 以上。

#### 5.2.2.2. 投资收益

基于管理层进行稳健的盈余管理的假设，我们预计 2013-2015 年的投资净收益为 2.42 亿元、2.74 亿元、2.91 亿元，均低于 2012 年的 3.35 亿元。

### 5.2.3. 扣除非经常性损益后的净利润

2013 年，由于小额贷款业务盈利增加，以及大众大厦恢复营业，我们预计公司的扣非净利将同比增长 12.3% 至 2.3 亿元。由于出租车业务利润持续萎缩，我们预计 2014、2015 年公司的扣非净利将分别下滑至 2.0 亿元、1.9 亿元。

### 5.2.3. 净利润及 EPS:

我们预计 2013-2015 年归属于上市公司股东的净利润为 3.96 亿元、3.97 亿元、4.00 亿元。对应的全面摊薄后的基本每股收益为 0.25 元、0.25 元、0.25 元。

## 5.3. 可能导致盈利超预期的因素

- 大众大厦恢复营业后，出租率、租金水平高于预期。
- 股权投资标的公司上市之后，公司增加出售可供销售金融资产。
- 公司处置出租车业务牌照，获得处置收益。

## 6. 估值与投资建议

### 6.1. 相对估值

大众交通 2013-2015 年的 PE 为 21.7/21.6/21.5 倍，PB 为 1.5/1.4/1.4 倍。我们认为，这一估值并未充分反映公司优秀的资产质量和潜在的盈利成长性。

从资产质量来看，公司在出租车牌照使用权、大众大厦、国泰君安证券股权中的隐性资产均具有可靠的市场价值参照物。仅计入前两项隐性资产（合计 21.56 亿元），2013 年 1 季度末的 PB 即可降至 1.05 倍。如果考虑国泰君安证券股权的隐性资产溢价，则 PB 将降至 0.85 倍。

从盈利增长的潜力来看，公司的资源倾斜政策明确了其战略转型的方向，有望尽快摆脱劳动密集型产业的羁绊，在现代物流和金融投资板块获得长足的发展。

## 6.2. 投资建议：推荐，合理估值区间 6.00-7.20 元

我们对大众交通首次评级为“推荐”，理由是：

**1. 物流业务效率有望提升。**大众交通在终端物流网络 and 用户数据积累上具有一定的优势。在以“菜鸟网”为代表的物流服务变革中，公司有望在内部资源倾斜的条件下厚积薄发，持续提高经营效率。

**2. 优质资产有望重估。**公司各项优质资产的隐性价值有望得到市场的重新考量，包括：

- 出租汽车牌照（隐性溢价 16.16 亿元）：强生控股 2012 年底按评估价格转让出租汽车牌照，为大众交通的牌照资产树立了可比的价值标杆。
- 大众大厦（隐性溢价 5.4 亿元）：大众大厦改造工程将于 2013 年下半年竣工，装修后的租金率有望上调，从而引导市场重新审视其资产价值。
- 长期股权投资（隐性溢价 19.4 亿元以上）：A 股 IPO 开闸临近，市场将会日益关注公司的长期股权投资的升值空间。其中仅国泰君安证券的股权即隐含溢价 19.4 亿元。

公司通过多年的转型发展，投资收益已占利润总额的一半左右，而该类收益未来释放的节奏具有不确定性，因此我们重点考虑其 PB 估值。

我们认为以上三项隐性溢价值具有客观的市场参照物，可以用于确定公司的合理估值区间。如果计入以上总计 40.96 亿元的隐性资产价值，公司的净资产将从 2013 年 1 季度末的 59.94 亿元增加到 100.9 亿元。按 1 倍 PB 计算，大众交通的合理股价应不低于 6.40 元。考虑到公司还持有吉祥航空等其他股权投资，我们略微上修其股价中枢，将 20% 宽幅的合理估值区间设为 6.00 元-7.20 元。

## 7. 风险提示

- 出租车业务的毛利率持续大幅下滑。
- 房地产销售大幅低于预期。
- 长期股权投资的标的公司未能顺利上市。

## 8. 附录：公司财务预测报表

资产负债表					利润表				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	3812.24	5513.41	6166.71	7164.04	营业收入	2989.48	3127.40	3257.33	3289.98
现金	1288.75	3952.35	4271.05	5548.05	营业成本	2231.52	2317.20	2392.80	2424.84
应收账款	126.81	132.66	138.17	139.56	营业税金及附加	75.70	79.19	82.48	83.31
其它应收款	96.61	127.40	105.92	129.74	营业费用	69.72	72.93	75.96	76.73
预付账款	479.18	182.31	506.66	189.21	管理费用	279.68	292.59	304.74	307.80
存货	1051.51	1091.88	1127.51	1142.61	财务费用	107.04	80.93	148.10	156.05
其他	769.37	26.80	17.40	14.87	资产减值损失	14.57	14.57	14.57	14.57
<b>非流动资产</b>	5850.24	5032.36	4499.60	3951.13	公允价值变动收益	23.31	23.31	23.31	23.31
长期投资	947.07	991.87	1038.76	1084.60	投资净收益	334.76	287.16	320.45	336.36
固定资产	2125.14	1625.94	1262.37	926.71	营业利润	569.32	580.47	582.43	586.35
无形资产	1260.34	1289.89	1317.68	1303.08	营业外收入	150.39	150.39	150.39	150.39
其他	1517.69	1124.66	880.79	636.74	营业外支出	83.40	83.40	83.40	83.40
<b>资产总计</b>	9662.48	10545.77	10666.31	11115.17	利润总额	636.31	647.45	649.42	653.34
<b>流动负债</b>	3599.34	4108.27	3912.70	4011.56	所得税	176.83	179.93	180.47	181.56
短期借款	831.00	894.83	948.94	891.59	净利润	459.48	467.53	468.95	471.78
应付账款	69.32	62.34	76.41	62.62	少数股东损益	70.31	71.54	71.76	72.20
其他	2699.02	3151.09	2887.35	3057.34	归属母公司净利润	389.17	395.98	397.19	399.58
<b>非流动负债</b>	111.10	144.02	117.27	121.58	EBITDA	1075.78	1311.86	1232.23	1132.32
长期借款	0.00	-2.79	-3.70	-4.72	EPS (元)	0.25	0.25	0.25	0.25
其他	111.10	146.82	120.98	126.30					
<b>负债合计</b>	3710.44	4252.29	4029.97	4133.14	<b>主要财务比率</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
少数股东权益	527.93	599.48	671.24	743.43	营业收入	7.53%	4.61%	4.15%	1.00%
归属母公司股东权益	5424.10	5694.00	5965.10	6238.60	营业利润	33.81%	1.96%	0.34%	0.67%
<b>负债和股东权益</b>	9662.48	10545.77	10666.31	11115.17	归属母公司净利润	-7.89%	1.75%	0.30%	0.60%
					毛利率	25.35%	25.91%	26.54%	26.30%
<b>现金流量表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	净利率	15.37%	14.95%	14.40%	14.34%
<b>经营活动现金流</b>	-174.67	2375.34	205.75	1145.46	ROE	6.82%	6.47%	6.14%	5.87%
净利润	459.48	467.53	468.95	471.78	ROIC	7.45%	6.79%	7.18%	7.06%
折旧摊销	428.28	691.29	543.07	434.37	资产负债率	38.40%	40.32%	37.78%	37.18%
财务费用	107.04	80.93	148.10	156.05	净负债比率	14.08%	14.17%	14.24%	12.70%
投资损失	-334.76	-287.16	-320.45	-336.36	流动比率	1.06	1.34	1.58	1.79
营运资金变动	-1290.24	1414.53	-584.29	435.89	速动比率	0.77	1.08	1.29	1.50
其它	455.52	8.22	-49.63	-16.27	总资产周转率	0.31	0.31	0.31	0.30
<b>投资活动现金流</b>	6.14	437.06	333.45	473.76	应收帐款周转率	0.04	0.04	0.04	0.04
资本支出	-28.55	-561.29	-353.82	-399.63	应付帐款周转率	34.96	35.20	34.49	34.88
长期投资	-161.36	-292.30	-153.11	-154.16	每股收益	0.25	0.25	0.25	0.25
其他	-183.77	-416.53	-173.48	-80.03	每股经营现金	-0.11	1.51	0.13	0.73
<b>筹资活动现金流</b>	-726.60	-148.80	-220.50	-342.22	每股净资产	3.78	3.99	4.21	4.43
短期借款	-290.00	63.83	54.11	-57.35	P/E	20.47	21.65	21.59	21.46
长期借款	-7.00	-2.79	-0.91	-1.01	P/B	1.47	1.51	1.44	1.37
其他	-429.60	-209.84	-273.70	-283.85	EV/EBITDA	7.49	4.67	4.82	4.13
<b>现金净增加额</b>	-895.13	2663.60	318.70	1277.00					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究部(利润表的营业收入中包含“利息收入”和“手续费及佣金收入”，营业成本中包含“利息支出”)

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**周晔，行业证券分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)