

强生控股(600662.CH)

受益于世博和可能的资产注入

——强生控股调研报告

✍ 齐艳莉

☎ 86-22-2845 1625

✉ qyl@bhq.com

核心观点:

- 受益于世博会
- 资产注入值得期待

投资要点:

● 国际业务拖累业绩

公司是上海市出租汽车营运业寡头垄断经营者之一,拥有 5000 余张出租汽车牌照和 1000 余张租赁汽车牌照。

● 受益于世博会

受益于即将召开的世博会,上海市政府有望发放部分有期限的出租汽车牌照,汽车租赁牌照的发放也有望扩容。

● 可能的资产注入

强生集团拥有 1000 余张牌照,在巴士股份重组的过程中,久事公司获得了 5000 余张牌照,这与强生控股形成了同业竞争。目前强生控股是久事旗下唯一从事出租汽车业务的平台,因此我们预计强生集团和久事公司持有的出租车牌照未来放入公司的概率较大。

● 投资建议

我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.32 元和 0.39 元。目前公司股价为 5.97 元,动态市盈率仅 18 倍,市净率为 3.28 倍,考虑到牌照重估价值后的市净率为 2.7 倍,给予中性的投资评级。

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入	1,301	1,919	1,400	1,452	1,550
(+/-)%	6%	48%	-27%	4%	7%
经营利润 (EBIT)	166	257	154	312	326
(+/-)%	-1%	55%	-40%	102%	5%
净利润	142	213	116	198	246
(+/-)%	38%	50%	-45%	71%	24%
每股净收益 (元)	0.23	0.34	0.19	0.32	0.39
每股股利 (元)	0.22	0.22	0.20	0.07	0.13
销售毛利率 (%)	31.54%	32.00%	30.61%	41.06%	40.62%
ROE(%)	10.20%	13.89%	12.53%	17.42%	17.81%
ROIC (%)	6.36%	10.34%	3.48%	7.15%	7.63%
PE	61.62	40.95	75.10	43.95	35.47
PB	6.28	5.69	9.41	7.66	6.32
EV/EBITDA	24.45	18.70	19.68	14.14	12.98

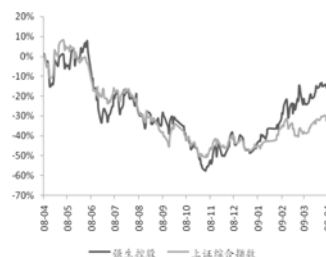
评级: 中性

目标价格: ¥6.4

当前价格: ¥5.94

2009.04.10

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.06
2Q/2009	0.09
3Q/2009	0.08
4Q/2009	0.09



公司简介

强生控股是上海市出租车行业的寡头垄断经营者之一,主要涉及出租车和汽车租赁业务。拥有出租汽车牌照 5000 余张

相关报告

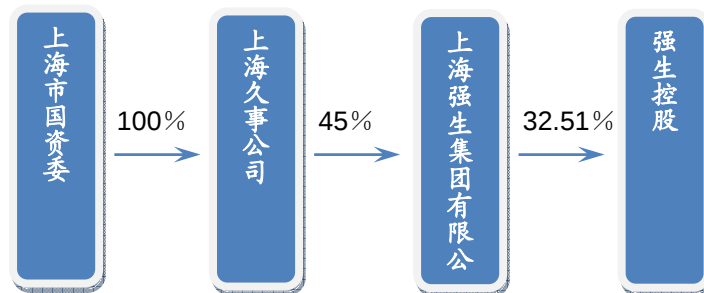
资产负债表	2006	2007	2008A	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008A	2009E	2010E
货币资金	463	661	210	218	232	营业收入	1301	1919	1400	1452	1550
应收票据	70	58	192	199	212	营业成本	891	1305	971	855	920
应收账款	12	35	26	27	29	营业税金及附加	37	118	35	36	39
预付款项	66	46	47	47	48	销售费用	14	27	18	19	20
其他应收款	72	45	33	34	36	管理费用	193	213	221	229	245
存货	842	507	48	42	45	财务费用	12	34	25	152	136
其他流动资产	0	0	-520	-468	-370	资产减值损失	2	-1	1	0	0
长期股权投资	177	123	123	123	123	投资收益	30	90	69	79	91
固定资产	737	753	4403	5057	5181	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	112	120	1899	1100	600	营业利润	192	316	128	219	291
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	8	-21	41	82	82
无形资产	477	552	515	478	535	税前利润	200	295	169	301	373
长期待摊费用	13	12	11	9	8	减: 所得税	39	53	24	42	52
资产总计	3149	3046	7111	6990	6804	净利润	161	242	145	259	321
短期借款	675	472	2653	2225	1807	归属于母公司的净					
应付票据	50	36	27	24	25	利润	142	213	116	198	246
应付账款	58	21	0	24	25	少数股东损益	19	29	29	60	75
预收款项	282	156	64	-31	-133	基本每股收益	0.23	0.34	0.19	0.32	0.39
应付职工薪酬	16	12	12	12	12	稀释每股收益	0.23	0.34	0.19	0.32	0.39
应交税费	3	99	300	300	300	财务指标	2006	2007	2008A	2009E	2010E
其他应付款	240	205	205	205	205	成长性					
其他流动负债	400	481	480	480	481	营收增长率	6.0%	47.6%	-27.1%	3.7%	6.8%
长期借款	0	0	200	350	450	EBIT 增长率	-1.4%	54.5%	-40.0%	102.1%	4.5%
负债合计	1760	1513	3973	3620	3203	净利润增长率	37.6%	50.5%	-45.5%	70.9%	23.9%
股东权益合计	1388	1533	927	1140	1381	盈利性					
现金流量表	2006	2007	2008A	2009E	2010E	销售毛利率	31.5%	32.0%	30.6%	41.1%	40.6%
净利润	161	242	145	259	321	销售净利率	10.9%	11.1%	8.3%	13.7%	15.9%
折旧与摊销	203	204	429	484	520	ROE	10.2%	13.9%	12.5%	17.4%	17.8%
经营活动现金流	357	642	1554	705	657	ROIC	6.36%	10.34%	3.48%	7.15%	7.63%
投资活动现金流	-243	-199	-3610	-221	-109	估值倍数					
融资活动现金流	3	-244	1605	-476	-534	PE	26.4	17.5	32.2	18.8	15.2
现金净变动	117	198	-451	8	15	P/S	2.9	1.9	2.7	2.6	2.4
期初现金余额	344	463	661	210	218	P/B	2.69	2.44	4.03	3.28	2.71
期末现金余额	461	661	210	218	232	股息收益率	3.7%	3.7%	3.4%	1.2%	2.1%
						EV/EBITDA	10.9	7.9	11.1	7.9	7.1

1 公司概况

1.1 股权结构

2008 年上海久事公司通过无偿划转现代设计 20% 的股权，成为上海强生集团有限公司的控股股东，间接控制了强生控股。久事公司的主要业务为代表上海市政府对上海交通基础设施、城市建设进行管理。

图表 1：公司股权结构图



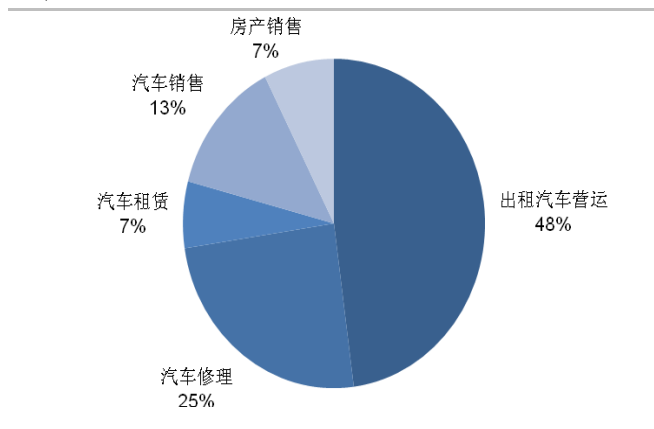
资料来源：公司公告

1.2 主营构成

公司主营业务分为两部分，一是与出租相关的汽车出租、小公共汽车专线营运、汽车修理、汽车销售，这部分业务较为稳定，为公司提供充裕的现金流；另一部分是房地产业务，是公司收益的有力补充。

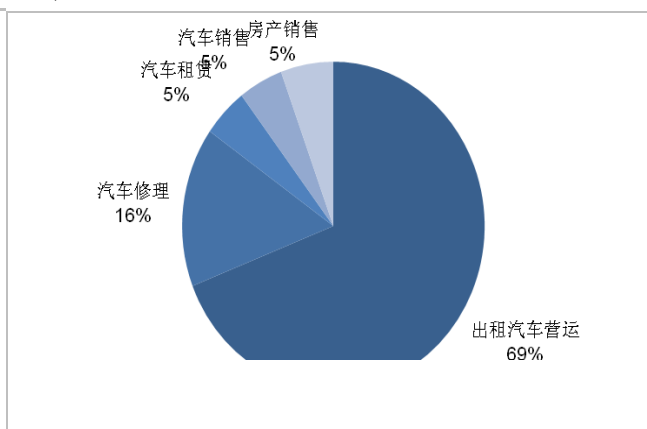
公司出租业务以出租汽车营运和汽车租赁为主，汽车修理和汽车销售目前仍然定位为对内服务。由于 08 年公司房地产业务量较少，该部分业务占到了主营收入的 93% 和主营利润的 95%。

图表 2：主营收入构成



资料来源：公司公告

图表 3：主营利润构成



资料来源：公司公告

1.3 控股公司

强生控股是控股型公司，主营业务基本通过控股子公司和联营公司进行。

图表 4：公司主要控股公司经营情况

单位：万元

	主要产品或服务	资产规模	净利润
上海浦华出租汽车有限公司	出租汽车客运	10916.34	1210.31
上体申宏金都汇汽车服务公司	出租汽车客运	15862.42	269.93
上海强生交运营有限公司	出租汽车客运	11838.32	1884.15
上海强生普陀汽车服务股份有限公司	出租汽车客运	13278.24	1009.29
上海长海出租汽车有限公司	出租汽车客运	10436.23	1328.02
上海强生浦西出租汽车有限公司	出租汽车客运	2362.05	631.67
上海庆浦汽车租赁有限公司	汽车租赁	14122.54	701.68
上海强生集团汽车修理有限公司	汽车维修汽配供应	17380.19	1342.64
上海强生汽车贸易有限公司	汽车销售	9562.94	798.3
上海强生广告有限公司	广告业务	1170.22	534.54
上海强生置业有限公司	房产建筑	48718.06	4133.9

资料来源：2008 年报

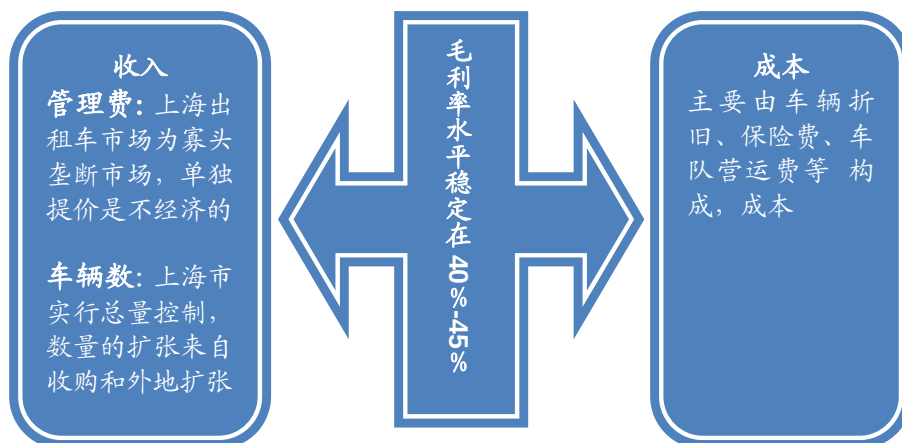
2 出租汽车营运业务

2.1 增长缓慢，毛利稳定

公司出租汽车营运业务成本稳定，收入由管理费和车辆数决定。上海的出租车市场为寡头垄断市场，主要的出租车运营商有大众、巴士、强生、海博和锦江，几家运营商收取的管费在同一水平，费率水平较为稳定，并且运营商单独提价是不经济的。出租汽车数量方面，上海市政府对出租车总量进行了控制，上海市牌照的增长主要来自收购，大规模增长难以实现；外地出租车市场比较混乱，增长也非常缓慢。因此该业务的毛利率水平稳定，基本维持在 40%-45% 的水平。

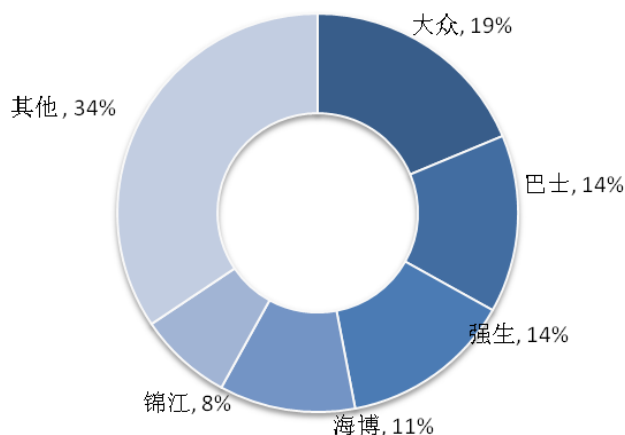
奥运会期间，上海市政府曾发放部分有期限的出租牌照，目前市场普遍预期，在即将召开的世博会，上海市政府有望继续发放部分出租汽车牌照，公司做为较大的出租汽车营运商有望获得 100-200 张。

图表 5：公司盈利线路



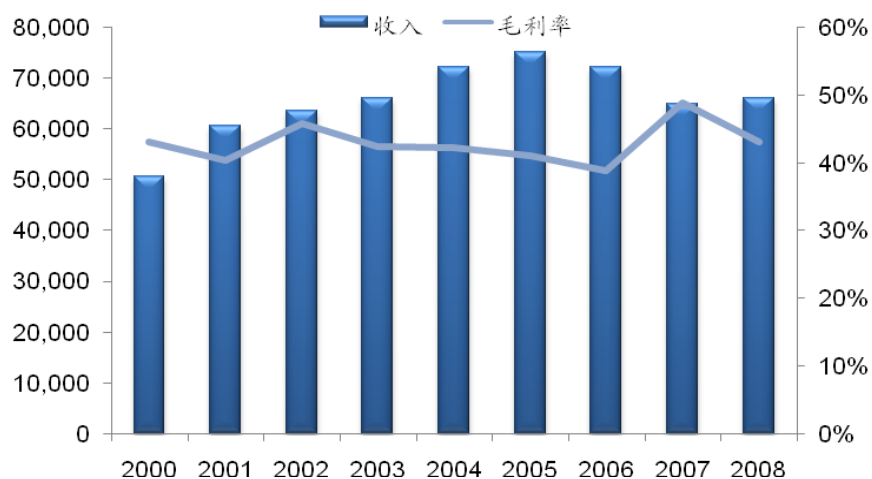
资料来源：渤海证券研究所

图表 6: 上海市出租车市场份额



资料来源: 渤海证券研究所

图表 7: 上海市出租车市场份额



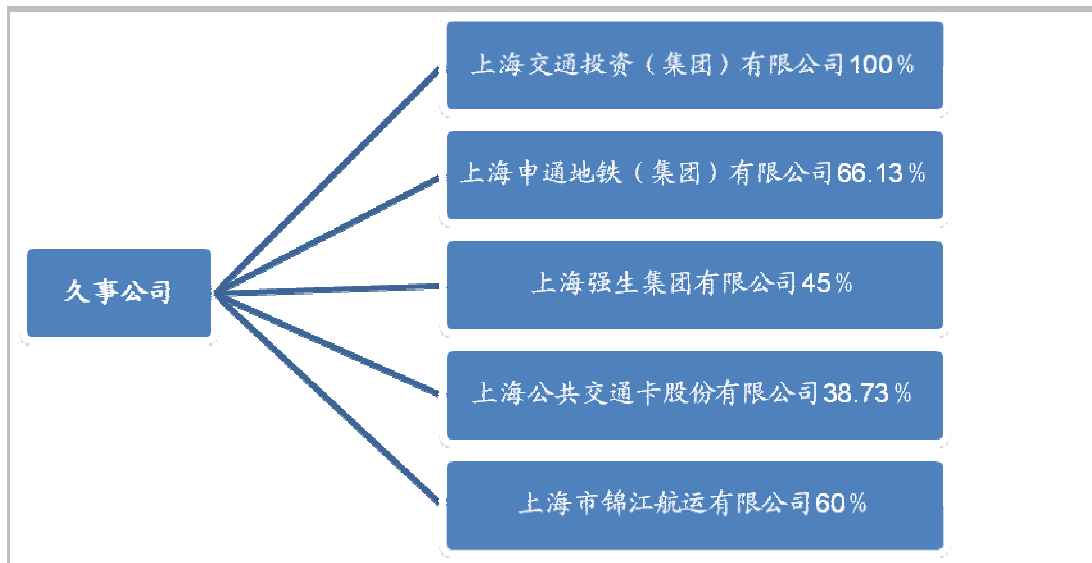
资料来源: 公司公告

2.2 可能的资产重组

目前公司大股东强生集团及实际控制人久事公司均涉及出租汽车运营业务, 其中强生集团拥有 1000 余张牌照, 在巴士股份重组的过程中, 久事公司获得了 5000 余张牌照, 这与强生控股形成了同业竞争。

目前强生控股是久事旗下唯一从事出租汽车业务的平台, 因此我们预计强生集团和久事公司持有的出租车牌照未来放入公司的概率较大。

图表 8：久事公司下属与交通基础相关的企业



资料来源：公司公告

3 其他汽车业务

3.1 汽车租赁业务

汽车租赁业务在我国仍处于起步阶段，目前政府对于供给采取相对宽松的政策，每年新批牌照数量约为 800-1000 张，主要采取招投标的方式对具有一定规模和品牌优势的公司发放。

公司租赁车业务起步较晚，目前拥有牌照 1000 张左右，与锦江、大众、巴士相比还有一定的差距，但受益于行业景气，以及世博会的召开，预计未来几年仍可保持较快的增长。

公司该项业务主要定位在中高档车型，主要服务对象是会展业、外企和旅游业，其中 70% 以上的比例用于外企的长包业务，因此收入和毛利率较为稳定。

3.2 汽车服务业务

公司的汽车服务业务包括汽车销售、修理、保养以及社会公务车的管理。公司的汽车销售业务占公司主营业务收入的 7.5%，主要是承担公司自用车辆的更新和处理，销售车辆的 60% 以上为内部车辆。公司外部车辆的销售采取开设 4S 店的方式。

汽车修理业务占公司主营业务收入的 13.3%，目前对内和对外服务约各占到 50%。公司的汽车修理业务主要采取品牌特约维修站和特许加盟方式发展快修店两种方式，快修店通过提供技术和品牌，收取管理费和一定的利润分成。

由于目前两项业务均定位为对内服务，因此短期内难有较大的突破。

4 房地产业务是主业的重要补充

公司汽车主业增长稳定，可提供充裕的现金流。房地产业务是公司业绩增长的主要来源。

目前公司的房地产业务有江桥大酒店项目和徐泾镇两个项目。

江桥大酒店项目位于上海市普陀区和嘉定区之间的漕安路上，地理位置优越，包括 1.2 万平米的江桥酒店扩建和 1.4 万平米江桥公寓式写字楼两部分组成，该项目随时可以销售，可对公司未来两年的业绩提供支持。

徐泾镇项目位于沪青平高速公路南侧、虹桥机场西南侧，紧临虹桥机场扩建工程，地理位置优越，该地块土地面积 180 亩，主要户型为联体别墅和小高层。但短期内无法贡献利润。

5 投资建议

受益于世博会的召开，预计上海市政府将加大出租汽车和租赁汽车的牌照发放，预计公司每年可分别获得 200-300 张牌照，带动主营业务小幅增长。08 年公司股票投资收益为-6900 万，随着股市的好转，09 年有望实现正收益。我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.32 元和 0.39 元。

公司是上海市出租车行业寡头垄断经营者之一，业绩增长稳定，可预见性强。目前公司拥有 5000 余张出租汽车牌照，牌照的市场价值在 36-40 万元，重估价值在 18-20 亿元，相当于每股 0.37-0.41 元。实际控制人久事公司在业务调整过程中，尚有 4000 余张牌照，大股东强生集团也拥有 1000 余张牌照，与上市公司形成了同业竞争，我们认为未来放入公司的概率较大。

目前公司股价为 5.97 元，动态市盈率仅 18 倍，市净率为 3.28 倍，考虑到牌照重估价值后的市净率为 2.7 倍，给予中性的投资评级。

图表 9：久事公司下属与交通基础相关的企业

	代码	PE	PB	ROE
载通控股	0062.HK	12.55	1.24	6.28%
康福德高	CK.SP	12.27	1.62	13.17
大众交通	600611	41.19	3.59	9.75%
强生控股	600662	18	3.28	17.4%

资料来源：渤海证券研究所，BLOOMBERG

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：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准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

副所长·行业
吴鹏飞
+86 10 5836 2786

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

交通运输行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 22 2845 1625

机械行业研究
李强
+86 22 5836 2766

石化行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

石油化工行业研究
刘威
+86 10 5836 2155

医药行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

金融行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

汽车、航空制造行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

通信、传媒、家电行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2156

电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

钢铁行业研究
马涛
+86 10 5836 2789

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2159

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与衍生产品研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

产品设计和可转债研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券理论
研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

博士后工作站:

资产证券化研究
刘惠杰博士
+86 22 2845 1632

私募股权基金研究
黄亚玲博士
+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn