

## 强生控股(600662)

## 资产注入影响几何?

## 强生控股更新报告

林园远 孙利萍  
 021-38676654 010-59312823  
 Linyuanyuan@gtjas.com Sunliping@gtjas.com

## 本报告导读:

- 资产注入预期明确, 时间未定。如注入事项年内完成, 则并表后, 09年业绩增幅有望达到30%, 可给予一定估值溢价。

## 投资要点:

- 公司简介:** 强生控股以出租、租赁车及相关汽车服务业为主, 以房地产业为辅助。目前在沪出租车份额为12%, 手持房地产项目2个。
- 增长动力不足, 期待外延扩张:** 由于交通营运及汽车服务业内生增长有限, 且房地产作为辅助业务规模较小, 因此公司业绩增长动力不足。但公司控股股东持有6000余辆出租车因同业竞争存在注入预期, 一旦注入事项启动, 则其出租车规模将增长一倍以上, 这不仅能增厚业绩, 而且还能提升品牌, 进而支撑衍生产业的发展。
- 资产注入预期明确:** 大股东强生集团曾承诺股改后将优质资产注入强生控股, 并于07年做过相关方案; 实际控制人久事集团拥有5535辆出租车(上海地区5089辆), 也承诺会解决同业竞争。
- 注入资产可能对公司的影响:** 资产注入对公司业绩的影响取决于注入方案。考虑到各方面利益因素, 我们认为出租车牌照注入价维持巴士股份重组时的评估价可能较大(26万/张), 假设按增发形式注入, 则出租车资产注入对公司业绩(相对于2008年扣除公允价值变动净收益后的EPS)增厚幅度约30%。
- 潜在资源重估价值:** 假使日后以26万/张的价格注入6089辆出租车, 则加上公司现有的出租车牌照重估后, 每股净资产可增值约3.3元。
- 业绩预测及估值:** 受经济影响公司主业趋缓, 但08年近7000万的公允价值变动净损失可保09年业绩稳定, 09-10年公司业绩为0.18、0.2元。估值处行业中游水平。考虑出租车资产注入, 则09-10年的业绩有望达到0.24、0.25元。因此如资产注入事项启动, 且年内完成, 则按行业35倍PE中值计算, 公司股价可以达到8.4元, 但目前最大的风险在于资产注入时间表未定。

| 财务摘要(百万元)  | 2007A | 2008A  | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 1,919 | 1,400  | 1,357 | 1,697 | 1,903 |
| (+/-)%     | 47.6% | -27.1% | -3.1% | 25.1% | 12.2% |
| 经营利润(EBIT) | 350   | 153    | 232   | 239   | 264   |
| (+/-)%     | 72.4% | -56.3% | 51.3% | 3.2%  | 10.3% |
| 净利润        | 213   | 116    | 146   | 165   | 177   |
| (+/-)%     | 50.5% | -45.5% | 25.6% | 13.1% | 7.2%  |
| 每股净收益(元)   | 0.26  | 0.14   | 0.18  | 0.20  | 0.22  |
| 每股股利(元)    | -     | 0.08   | 0.10  | 0.11  | 0.12  |

| 利润率和估值指标   | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率(%)   | 18.3% | 10.9% | 17.1% | 14.1% | 13.9% |
| 净资产收益率(%)  | 15.1% | 7.6%  | 8.8%  | 9.5%  | 9.7%  |
| 投入资本回报率(%) | 26.2% | 8.5%  | 13.5% | 13.3% | 15.5% |
| EV/EBITDA  | 10.1  | 16.2  | 12.7  | 11.1  | 9.7   |
| 市盈率        | 26.0  | 47.8  | 38.0  | 33.6  | 31.4  |
| 股息率(%)     | 0.0%  | 1.2%  | 1.5%  | 1.7%  | 1.8%  |

首次评级: 谨慎增持

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥8.40

上次预测: ¥0.00

当前价格: ¥6.92

2009.07.13

## 交易数据

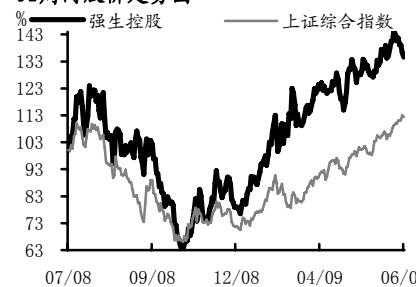
|               |             |
|---------------|-------------|
| 52周内股价区间(元)   | 2.95 ~ 7.62 |
| 总市值(百万元)      | 5,369       |
| 总股本/流通A股(百万股) | 814/549     |
| 流通B股/H股       | 0/0         |
| 流通股比例         | 0.67        |
| 日均成交量(百万股)    | 10.9        |
| 日均成交额(百万元)    | 61.2        |

## 资产负债表摘要(12/08)

|           |          |
|-----------|----------|
| 股东权益(百万元) | 1,526.22 |
| 每股净资产     | 1.88     |
| 市净率       | 3.6      |
| 净负债率      | 17.1%    |

| EPS(元) | 2008 A | 2009 E |
|--------|--------|--------|
| Q1     | 0.06   | 0.04   |
| Q2     | 0.06   | 0.04   |
| Q3     | (0.01) | 0.05   |
| Q4     | 0.03   | 0.05   |
| 全年     | 0.14   | 0.18   |

## 52周内股价走势图



| 升幅(%) | 1M   | 3M    | 12M  |
|-------|------|-------|------|
| 绝对升幅  | 4.1  | 8.7   | 34.6 |
| 相对指数  | -4.6 | -14.2 | 23.0 |

模型更新时间: 2009.07.13

## 股票研究

交通储运业  
公路运输业

## 强生控股(600662)

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥8.40

上次预测: ¥0.00

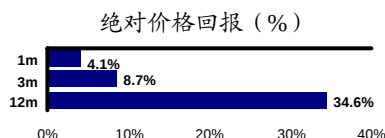
当前价格: ¥6.60

公司网址:

www.62580000.com.cn

## 公司简介

强生控股为上海 4 大城市出租车  
营运公司。



52 周价格范围

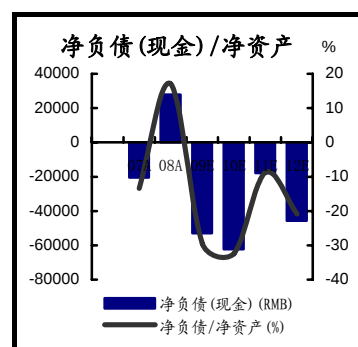
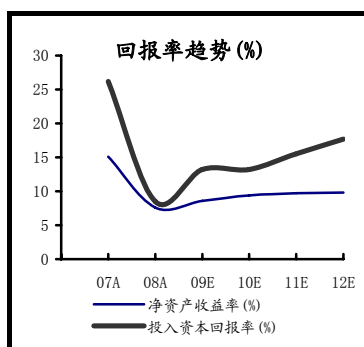
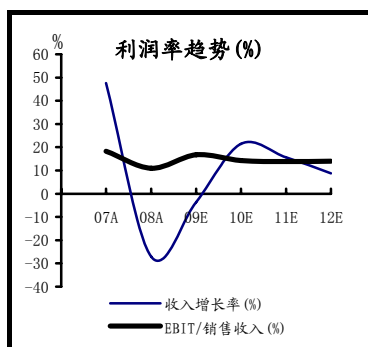
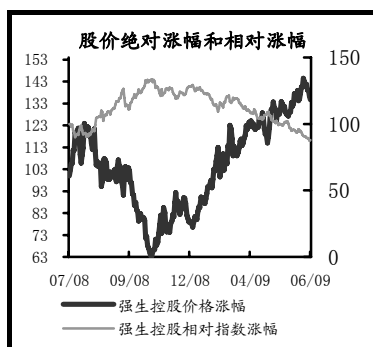
2.95~7.62

市值 (百万)

5,369

财务预测 (单位: 百万元)

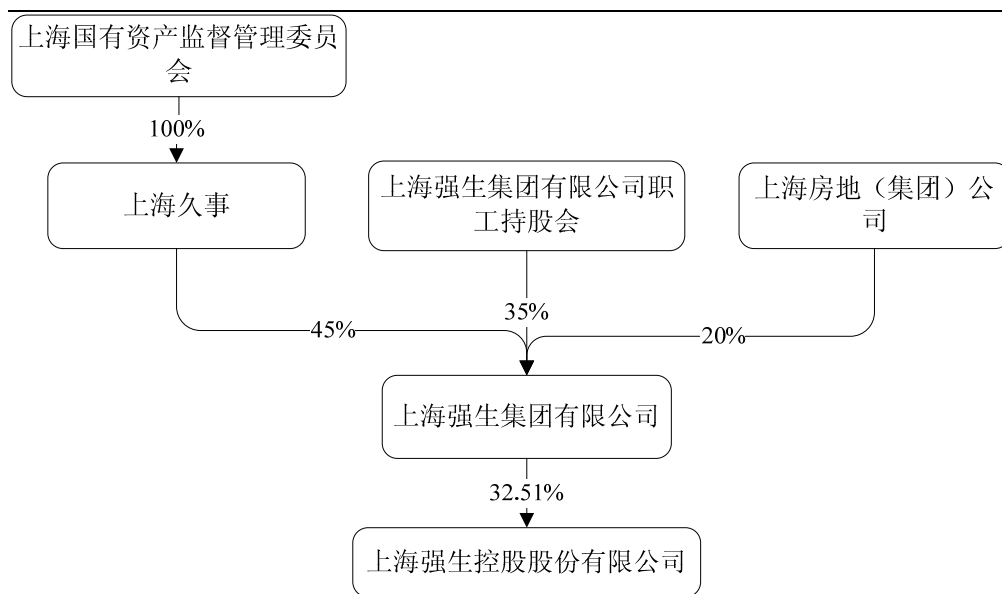
|               | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>损益表</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入          | 1,919  | 1,400  | 1,357  | 1,697  | 1,903  | 2,120  |
| 营业成本          | 1,305  | 971    | 959    | 1,199  | 1,347  | 1,510  |
| 税金及附加         | 118    | 35     | 34     | 42     | 47     | 53     |
| 营业费用          | 27     | 18     | 18     | 22     | 25     | 28     |
| 管理费用          | 213    | 221    | 214    | 255    | 286    | 318    |
| EBIT          | 350    | 153    | 232    | 239    | 264    | 286    |
| 公允价值变动收益      | 2      | -69    | 50     | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益          | 90     | 69     | 50     | 60     | 65     | 75     |
| 财务费用          | 34     | 25     | 30     | 21     | 21     | 23     |
| 营业利润          | 316    | 128    | 202    | 218    | 243    | 263    |
| 所得税           | 53     | 24     | 30     | 36     | 39     | 51     |
| 少数股东损益        | 29     | 29     | 36     | 42     | 45     | 49     |
| 净利润           | 213    | 116    | 146    | 165    | 177    | 184    |
| <b>资产负债表</b>  |        |        |        |        |        |        |
| 货币资金、交易性金融资产  | 711    | 455    | 1,184  | 1,206  | 836    | 1,051  |
| 其他流动资产        | 691    | 573    | 507    | 669    | 731    | 831    |
| 长期投资          | 123    | 221    | 204    | 212    | 208    | 210    |
| 固定资产合计        | 753    | 699    | 777    | 766    | 687    | 552    |
| 无形及其他资产       | 556    | 547    | 526    | 510    | 494    | 477    |
| 资产合计          | 3,046  | 2,744  | 3,378  | 3,506  | 3,078  | 3,231  |
| 流动负债          | 1,482  | 1,104  | 1,671  | 1,674  | 1,117  | 1,136  |
| 长期负债          | 30     | 6      | 6      | 6      | 6      | 6      |
| 股东权益          | 1,533  | 1,635  | 1,802  | 1,927  | 2,056  | 2,189  |
| 投入资本(IC)      | 1,096  | 1,548  | 1,473  | 1,523  | 1,444  | 1,347  |
| <b>现金流量表</b>  |        |        |        |        |        |        |
| NOPLAT        | 287    | 132    | 199    | 203    | 224    | 235    |
| 折旧与摊销         | 204    | 192    | 209    | 265    | 316    | 364    |
| 流动资金增量        | (327)  | 499    | (63)   | 117    | 37     | 68     |
| 资本支出          | (32)   | (39)   | 200    | 200    | 200    | 200    |
| 自由现金流         | 132    | 783    | 545    | 786    | 777    | 866    |
| 经营现金流         | 719    | (159)  | 382    | 318    | 457    | 479    |
| 投资现金流         | 39     | 19     | (133)  | (152)  | (134)  | (131)  |
| 融资现金流         | (306)  | 191    | 480    | (144)  | (693)  | (133)  |
| 现金流净增加额       | 452    | 51     | 729    | 22     | (370)  | 215    |
| <b>财务指标</b>   |        |        |        |        |        |        |
| <b>成长性</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 收入增长率         | 47.6%  | -27.1% | -3.1%  | 25.1%  | 12.2%  | 11.4%  |
| EBIT 增长率      | 72.4%  | -56.3% | 51.3%  | 3.2%   | 10.3%  | 8.5%   |
| 净利润增长率        | 50.5%  | -45.5% | 25.6%  | 13.1%  | 7.2%   | 4.3%   |
| <b>利润率</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率           | 32.0%  | 30.6%  | 29.3%  | 29.4%  | 29.2%  | 28.8%  |
| EBIT 率        | 18.3%  | 10.9%  | 17.1%  | 14.1%  | 13.9%  | 13.5%  |
| 净利润率          | 11.1%  | 8.3%   | 10.8%  | 9.7%   | 9.3%   | 8.7%   |
| <b>收益率</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 净资产收益率(ROE)   | 15.1%  | 7.6%   | 8.8%   | 9.5%   | 9.7%   | 9.7%   |
| 总资产收益率(ROA)   | 7.0%   | 4.2%   | 4.3%   | 4.7%   | 5.7%   | 5.7%   |
| 投入资本回报率(ROIC) | 26.2%  | 8.5%   | 13.5%  | 13.3%  | 15.5%  | 17.4%  |
| <b>运营能力</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 存货周转天数        | 187    | 184    | 170    | 148    | 157    | 157    |
| 应收账款周转天数      | 5      | 8      | 7      | 6      | 6      | 6      |
| 总资产周转天数       | 583    | 745    | 812    | 730    | 623    | 536    |
| 净利润现金含量       | 2.97   | (1.10) | 2.10   | 1.54   | 2.06   | 2.05   |
| 资本支出/收入       | -1.65% | -2.82% | 14.74% | 11.79% | 10.51% | 9.43%  |
| <b>偿债能力</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 资产负债率         | 49.7%  | 40.4%  | 48.2%  | 46.6%  | 35.3%  | 34.3%  |
| 净负债率          | -13.4% | 17.1%  | -29.8% | -32.0% | -9.1%  | -20.5% |
| <b>估值比率</b>   |        |        |        |        |        |        |
| PE            | 26.0   | 47.8   | 38.0   | 33.6   | 31.4   | 30.1   |
| PB            | 3.9    | 3.6    | 3.3    | 3.2    | 3.0    | 2.9    |
| EV/EBITDA     | 10.1   | 16.2   | 12.7   | 11.1   | 9.7    | 8.6    |
| P/S           | 2.22   | 3.96   | 4.09   | 3.27   | 2.92   | 2.62   |
| 股息率           | 0.0%   | 1.2%   | 1.5%   | 1.7%   | 1.8%   | 1.9%   |



## 1. 控股股东拥有大量出租车资产

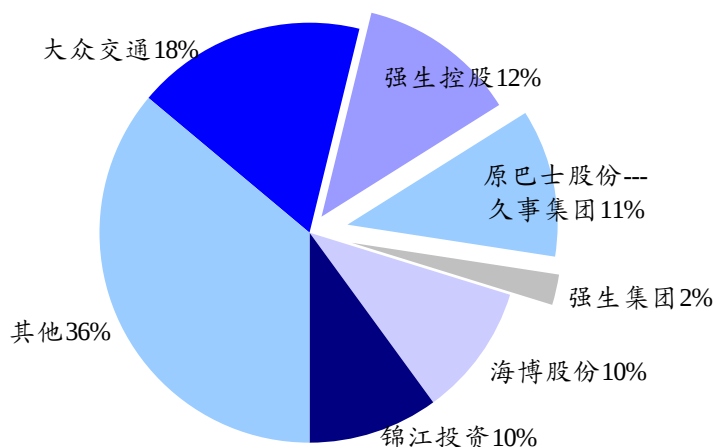
强生控股为上海 4 大城市出租车营运公司，2008 年 9 月，由于上海久事受让了上海现代建筑 20% 的股权，成为强生集团的控股股东，进而成为公司实际控制人。据悉，目前强生集团及久事集团共拥有上海出租车牌照 6000 余辆，由于存在同业竞争关系，因此这部分资产存在注入预期，注入后，强生控股的出租车规模将扩大一倍，成为上海最大的出租车营运公司。

图 1：股权结构



数据来源：公司资料，国泰君安证券销售交易总部

图 2：上海出租车行业市场占有率



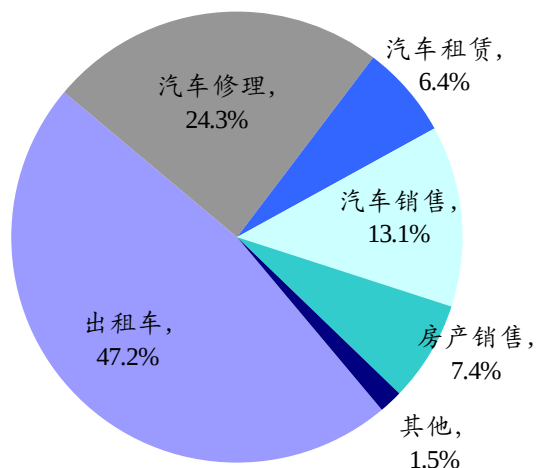
数据来源：公司资料，国泰君安证券销售交易总部

## 2. 内涵增长缓慢，外延扩张可期

强生控股主要经营出租车、租赁车，以及与此相关汽车服务等衍生产业。鉴于其良好的品牌及充沛的现金流，公司还在主业基础上发展房地产业作为辅助。由于交通营运及汽车服务业内生增长有限，且房地产作为辅助业务规模较小，因此公司业绩增长动力不足。

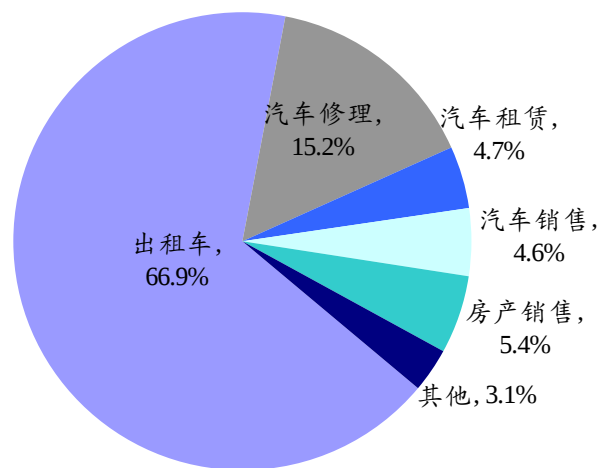
控股股东拥有的 6000 余辆出租车资产，与公司现有业务构成同业竞争。

图 3: 出租车业务收入占营业收入的 47.2%



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券销售交易总部

图 4: 出租车业务毛利占总毛利的 66.9%

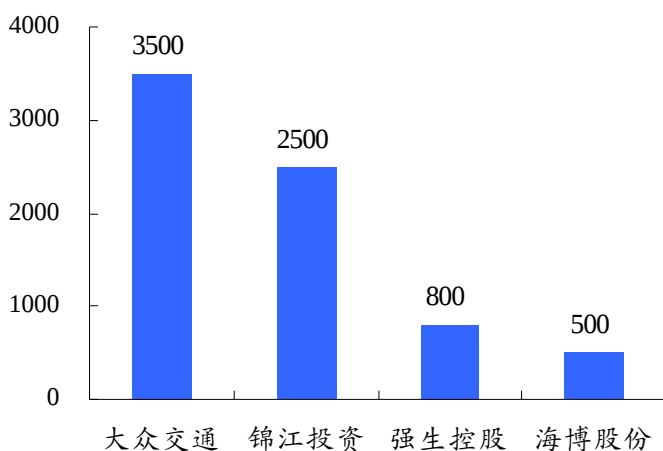


数据来源: 公司年报, 国泰君安证券销售交易总部

## 2.1. 主业内生性增长有限

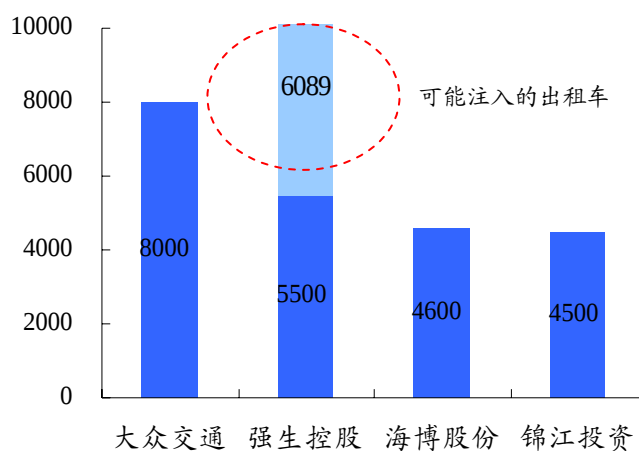
**出租车、租赁车业务:** 公司目前共拥有 5500 辆出租车, 800 辆租赁车。除了提升服务质量, 控制成本费用外, 这部分业务增长的契机在于规模扩张。

图 5: 强生控股租赁车规模



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

图 6: 强生控股市内出租车规模



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

**汽车服务业:** 这部分业务主要包括车辆售前售后服务, 旧车拍卖、汽车美容、公务车管理等。这部分业务竞争激烈, 收益提升还需时日。

**房地产业务:** 房地产项目为公司的辅业, 未来将采用合作经营的方式支撑主业发展。目前主要有江桥大酒店及青浦徐泾两个项目组成。由于徐泾项目需 2010 年后才可能完工, 因此 2009 年房地产业务对利润贡献度, 主要看江桥酒店项目的进展情况。

**1. 江桥大酒店:** 该项目前酒店 (1.2 万平方米), 后公寓式办公楼 (1.4 万平方), 目前有两方案可以考虑, 一是分拆销售, 后售前管; 二是整体卖掉。公司认为理想是方案二, 但整售需看市场契机, 目前该项目尚未有明确进展。

**2. 青浦徐泾项目:** 该项目占地约 180 亩, 预计将建设连体别墅及小高层, 据悉该项目已经启动。预计徐泾项目将在今年年底动工, 因此项目要 2010 年才有利润入账。

主业增长性不足, 集团及控股股东拥有的出租车资产, 是公司外延式扩张的亮点。

## 2.2. 外延扩展可期

**集团资产交运资产曾有注入承诺：**强生集团曾承诺“将优质资产注入强生控股”，并与 2007 年拟通过配股方式收购相关交运资产，其中包括出租车 1000 辆左右。尽管资产注入方案最后因小股东反对而落空，但从集团承诺并付诸行动的角度看，该部分资产注入只是时间的问题。

**表 1:2007 年公司拟收购强生集团及其关联单位的交通运营类资产**

| 拟转让交通运营类资产             | 评估后公司净资产价值 | 拟收购股权的评估价值 | 拟收购股权的交易价格 | 盈利情况（06 年度） |
|------------------------|------------|------------|------------|-------------|
| 上海长海出租汽车有限公司 33.33% 股权 | 24,232.39  | 8,076.66   | 7,673      | 1,294.48    |
| 上海申强出租汽车有限公司 23.12% 股权 | 32,201.57  | 7,445.00   | 7,073      | 851.44      |
| 上海申公出租汽车有限公司 23.12% 股权 | 12,332.01  | 2,851.16   | 2,709      | 839.19      |
| 上海强生长途客运有限公司 68.75% 股权 | 1,365.49   | 938.77     | 892        | 305.81      |
| 上海强生拍卖行有限公司 100% 股权    | 887.42     | 887.42     | 843        | 155.27      |
| 上海强生科技有限公司 73.44% 股权   | 1,133.19   | 832.21     | 790        | 166.09      |
| 上海申强投资有限公司 51% 股权      | 84,748.47  | 28,941.72  | 27,495     | 2,903.75    |
| 合计                     | 156,900.54 | 49,972.94  | 47,475.00  | 6,516.03    |

数据来源：《上海强生控股股份有限公司配股募集资金运用可行性分析报告》，国泰君安证券销售交易总部

**久事承诺将解决与公司的同业竞争问题：**久事集团因与巴士股份重组而获得了公共交通、出租车、租赁车等业务，这与公司主业存在同业竞争关系，久事集团已承诺“将采取切实有效的措施解决该问题”。因此，久事目前所拥有的 5535 辆出租车牌照（上海地区约 5089 辆）也存在注入预期。

**表 2:巴士股份的出租车营运牌照基本情况**

| 万元              | 地区 | 股权比     | 牌照数  | 账面价值     | 评估值       | 评估单价  |
|-----------------|----|---------|------|----------|-----------|-------|
| 上海巴士出租汽车有限公司    | 上海 | 100.00% | 639  | 13420.17 | 16614.00  |       |
| 上海巴士市北出租车有限公司   | 上海 | 100.00% | 798  | 15665.96 | 20748.00  |       |
| 上海巴士市东出租车有限公司   | 上海 | 100.00% | 471  | 8653.56  | 12246.00  |       |
| 上海巴士市西出         | 上海 | 100.00% | 785  | 18236.81 | 20410.00  |       |
| 上海舒乐巴士出         | 上海 | 44.41%  | 832  | 3966.41  | 21632.00  | 26.00 |
| 上海宝隆巴士出租汽车有限公司  | 上海 |         | 1014 | 0.00     | 26364.00  |       |
| 上海长宁巴士出租汽车有限公司  |    | 67.00%  | 550  | 12035.95 | 14300.00  |       |
| 上海汽车小计          |    |         | 5089 | 71978.86 | 132314.00 |       |
| 嘉兴市南海巴士出租汽车有限公司 | 嘉兴 | 75.00%  | 135  | 1414.00  | 1238.40   | 16.00 |
| 大丰市巴士汽车有限公司     | 大丰 | 61.33%  | 230  | 340.30   | 343.62    | 4.50  |
| 巴士股份株洲公交有限公司    | 株洲 | 42.35%  | 81   | 240.69   | 240.69    | 7.00  |
| 上海以外的汽车小计       |    |         | 446  | 1994.99  | 1822.71   |       |
| 合计              |    |         | 5535 | 73973.85 | 134136.71 |       |

数据来源：《巴士股份重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书》，国泰君安证券销售交易总部

## 3. 出租车资产注入对公司影响正面

鉴于出租车业务的同业竞争，因此我们认为 6000 余辆出租车资产注入预期明确，只是时间尚未确定。

长远看，这部分资产的注入将扩大公司的营运规模，这有助于其品牌维护及衍生产业的拓展；短期看，注入方案将决定出租车资产对公司业绩的增厚程度，以下我们将根

据巴士重组时提供的资产评估报告，测算增发方式注资可能给公司带来的影响。

**1.出租车资产注入，有助于业绩增厚：**表 5 为我们测算的最终结果。由于巴士股份重组时对出租车牌照的评估价为 26 万/张，因此如牌照资源在年内注入，基于市场环境并未发生大的改变，该资产不太可能超过 26 万；如跨年注入，市场环境发生变化，则该资产会有一定幅度增值，但考虑到各方面利益关系，评估价控制在 26-30 万/张的概率较高。基于这个假设，则出租车资产注入对公司业绩（相对于 2008 年扣除公允价值变动净收益后的 EPS）增厚幅度 30%。

**表 3:巴士股份出租车资产收益明细**

| 月营业收入                        | 元/月·辆   | 每辆出租车年数据  |
|------------------------------|---------|-----------|
| 管理费（名义收取 9595 元）             | 9595.00 | 115140.00 |
| 燃油补贴                         | 50.00   | 600.00    |
| 营业税及附加                       | 319.68  | 3836.16   |
| 折旧（5 年）                      | 1666.67 | 20000.00  |
| 车辆保险                         | 510.29  | 6123.50   |
| 养路费                          | 1000.00 | 12000.00  |
| 修理费                          | 250.00  | 3000.00   |
| 车船税                          | 450.00  | 5400.00   |
| 福利养老医保等                      | 1500.00 | 18000.00  |
| 车队管理费                        | 300.00  | 3600.00   |
| 其他                           | 300.00  | 3600.00   |
| 车辆资金成本（按照 3-5 年 7.74%贷款利率估算） | 645.00  | 7740.00   |
| 所得税                          | 25.00%  | 25.00%    |
| 净利润                          | 1952.52 | 23430.26  |

数据来源：《巴士股份重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书》，国泰君安证券销售交易总部

**表 4:强生控股出租车资产收益估算**

| 月营业收入   | 元/月辆    | 年数据       | 备注                                                   |
|---------|---------|-----------|------------------------------------------------------|
| 管理费     | 8795    | 105540    | 800 元的养路费让利给司机（9595-800）                             |
| 燃油补贴    | 100     | 1200      | 50-100 之间，取高值                                        |
| 营业税及附加  | 320     | 3836.16   |                                                      |
| 折旧（6 年） | 1188    | 14250     | 强生控股按 6 年折旧，残值 5%，假设车价为 9 万元/辆                       |
| 车辆保险    | 510     | 6123.5    |                                                      |
| 养路费     | 200     | 2400      |                                                      |
| 修理费     | 250     | 3000      |                                                      |
| 车船税     | 450     | 5400      |                                                      |
| 福利养老医保等 | 2634    | 31603.2   | 08 年上海市职工平均工资 3292 元/月，假设提取社保比例为 40%                 |
| 车队管理费   | 300     | 3600      |                                                      |
| 其他      | 300     | 3600      |                                                      |
| 车辆资金成本  | 480     | 5760      | 一辆出租轿车、附属设施以及其他相关配套设施等总计取值 10 万元，按 3-5 年 5.76%贷款利率估算 |
| 所得税     | 25%     | 25%       |                                                      |
| 净利润     | 1547.95 | 18575.355 |                                                      |

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

出租车资产注入，既可增厚业绩，又可提升品牌，支撑衍生产业的发展。

表 5: 6000 辆出租车资产注入对强生控股业绩的影响

| 假设牌照价格(万)               | 26       | 28       | 30       | 32       | 35       | 38       | 40       |
|-------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 出租车(辆)                  | 6089     | 6089     | 6089     | 6089     | 6089     | 6089     | 6089     |
| 股价(20 日平均股价)            | 6.69     | 6.69     | 6.69     | 6.69     | 6.69     | 6.69     | 6.69     |
| 增发股数                    | 23674.89 | 25496.04 | 27317.18 | 29138.33 | 31870.05 | 34601.76 | 36422.91 |
| 单辆出租车年收益                | 1.86     | 1.86     | 1.86     | 1.86     | 1.86     | 1.86     | 1.86     |
| 出租车注入产生的收益              | 11310.53 | 11310.53 | 11310.53 | 11310.53 | 11310.53 | 11310.53 | 11310.53 |
| 2008 年强生控股 EPS          | 0.14     | 0.14     | 0.14     | 0.14     | 0.14     | 0.14     | 0.14     |
| 2008 年扣除公允价值变动净收益后的 EPS | 0.21     | 0.21     | 0.21     | 0.21     | 0.21     | 0.21     | 0.21     |
| 注资稀释股权后的 EPS            | 0.27     | 0.26     | 0.26     | 0.25     | 0.25     | 0.24     | 0.24     |
| 业绩增厚程度                  | 29.61%   | 27.40%   | 25.26%   | 23.20%   | 20.23%   | 17.39%   | 15.58%   |

数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

**2.出租车规模扩大,有利于品牌维护及产业拓展:** 公司出租车规模的扩大带来的规模效应,有利于创造更好的品牌,从而有助其发展出租车相关的衍生服务业。此外,公司现金流量的增加,还有助于其拓展辅助业务,进而增进公司的成长空间。

#### 4. 出租车牌照是潜在价值的最大体现

公司现拥有约 5500 辆出租车牌照,其中 2000 辆左右的牌照是无偿的,未来还有可能以 26 万/张的价格注入 6089 辆上海出租车资产,因此牌照价值重估空间较大。根据测算,重估价折合每股净资产增值约 3.3 元。

表 6: 牌照资产重估

| 牌照重估 | 牌照数      | 账面价值(万)   | 增值        | 每股净资产增加 |
|------|----------|-----------|-----------|---------|
| 现有   | 5500.00  | 40000.00  | 180000.00 | 2.21    |
| 注入可能 | 6089.00  | 158314.00 | 85246.00  | 1.05    |
| 总计   | 11589.00 | 198314.00 | 265246.00 | 3.26    |

数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

#### 5. 业绩预测及估值

##### 5.1. 业绩预测

受经济影响,09 年公司主业趋缓,但鉴于 08 年近 7000 万的公允价值变动净损失以及今年的股市行情,该笔损失有望转回。此外,近几年公司也积极拓展其他业务,07-08 年投资净收益分别为 9042、6883 万,尽管有的业务仍处起步阶段,但从长远角度,未来将可能成为公司业绩的重要补充。

参考公司披露的主要控股公司的经营情况,我们预计在无资产注入的前提下,09-10 年公司业绩为 0.18、0.2 元,如考虑出租车资产的注入,则 09-10 年的业绩有望达到 0.24、0.25 元。

表 7: 08 年持有股票的公允价值已转回 2760 万

|       | 初始投资金额      | 持有数量       | 期末账面值       | 报告期损益        | 09-06-30 股价 | 公允价值净收益       |
|-------|-------------|------------|-------------|--------------|-------------|---------------|
| 浙大网新  | 57651300.00 | 5450000.00 | 17385500.00 | -40265800.00 | 5.540       | 12,807,500.00 |
| 巴士股份  | 9212760.00  | 1146000.00 | 3667200.00  | -5545560.00  | 8.100       | 5,615,400.00  |
| 深发展 A | 6616880.00  | 299000.00  | 2828540.00  | -3788340.00  | 21.820      | 3,695,640.00  |
| 深长城   | 6913200.00  | 280000.00  | 1635200.00  | -5278000.00  | 18.390      | 3,514,000.00  |
| 长城信息  | 3297000.00  | 210000.00  | 1008000.00  | -2289000.00  | 8.020       | 676,200.00    |

出租车牌照资产重估,将增加每股净资产 3.3 元。

2010 年后,受益世博、经济复苏以及房地产业务的结算,公司业绩将有较大提升。

|      |             |           |             |              |        |               |
|------|-------------|-----------|-------------|--------------|--------|---------------|
| 北京银行 | 830900.00   | 70000.00  | 623700.00   | -207200.00   | 16.260 | 514,500.00    |
| 凯乐科技 | 640800.00   | 90000.00  | 472500.00   | -168300.00   | 6.610  | 122,400.00    |
| 杭州解百 | 679000.00   | 100000.00 | 448000.00   | -231000.00   | 6.980  | 250,000.00    |
| 华鲁恒生 | 670200.00   | 30000.00  | 318300.00   | -351900.00   | 16.380 | 173,100.00    |
| 上海建工 | 388500.00   | 30000.00  | 271200.00   | -117300.00   | 16.800 | 232,800.00    |
| 合计   | 86900540.00 | /         | 28658140.00 | -58242400.00 | 0.000  | 27,601,540.00 |

数据来源：公司年报，国泰君安证券销售交易总部

表 8：业绩预测

| 公司名称             | 08 年归属于母公司利润 | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|------------------|--------------|---------|---------|---------|
| 上海浦华出租汽车有限公司     | 1210.31      | 907.73  | 1089.28 | 1176.42 |
| 上海申宏金都汇汽车服务公司    | 269.93       | 188.95  | 236.19  | 259.81  |
| 上海强生交运营运有限公司     | 1884.15      | 1827.63 | 1772.80 | 1719.61 |
| 上海强生普陀汽车服务股份有限公司 | 866.38       | 797.07  | 876.78  | 964.46  |
| 上海长海出租汽车有限公司     | 885.39       | 814.56  | 896.02  | 985.62  |
| 上海强生浦西出租汽车有限公司   | 426.00       | 408.96  | 396.69  | 384.79  |
| 上海庆浦汽车租赁有限公司     | 590.81       | 531.73  | 584.91  | 643.40  |
| 上海强生集团汽车修理有限公司   | 939.85       | 845.86  | 930.45  | 1004.89 |
| 上海强生汽车贸易有限公司     | 798.30       | 558.81  | 670.57  | 724.22  |
| 上海强生广告有限公司       | 454.36       | 408.92  | 449.82  | 485.80  |
| 上海强生置业有限公司       | 3720.51      | 372.05  | 5000.00 | 8000.00 |
| 公允价值变动净损益        | -5183.31     | 3750.00 | 0.00    | 0.00    |
| 其他               | 4754.12      | 2857.49 | 3294.72 | 1562.64 |
| 不考虑资产注入的 EPS     | 0.14         | 0.18    | 0.20    | 0.22    |
| 考虑资产注入的 EPS      |              | 0.24    | 0.25    | 0.26    |

数据来源：公司年报，国泰君安证券销售交易总部（假设每年平均工资水平递增 10%）

## 5.2. 估值水平

目前客运行业 09 年的 PE、PB 中值为 35.5 倍、4.08 倍左右，因此公司目前的估值仍处行业中游水平。但如资产注入事项启动，且注入的出租车利润并入 09 年年报，则 09 年 EPS 有望达到 0.24 元，每股净资产达 5.18 元/股，对应 PE 为 29 倍、PB 为 1.3 倍。因此如资产注入事项启动，且注入的出租车利润可并入 09 年年报，则按照行业 35 倍 PE 中值计算，公司股价可以达到 8.4 元，但目前最大的风险在于资产注入时间表的确定。

表 9：业绩预测

| 排名     | 简称   | 最新价格（元） | 总市值（亿元） | 每股收益 |       |       | 市盈率 PE |       |       | 市净率  |
|--------|------|---------|---------|------|-------|-------|--------|-------|-------|------|
|        |      |         |         | 2008 | 2009E | 2010E | 2008   | 2009E | 2010E | PB   |
| 600834 | 申通地铁 | 9.49    | 44.49   | 0.17 | 0.18  | 0.20  | 55.82  | 52.72 | 47.45 | 4.54 |
| 600662 | 强生控股 | 6.92    | 53.69   | 0.14 | 0.18  | 0.20  | 49.43  | 38.44 | 34.60 | 3.60 |
| 600650 | 锦江投资 | 13.69   | 72.92   | 0.59 | 0.42  | 0.57  | 23.20  | 32.60 | 24.02 | 4.03 |
| 600561 | 江西长运 | 11.17   | 19.54   | 0.35 | 0.47  | 0.50  | 31.91  | 23.77 | 22.34 | 3.96 |
| 600708 | 海博股份 | 8.48    | 38.00   | 0.32 | 0.30  | 0.33  | 26.50  | 28.27 | 25.70 | 4.14 |
| 600611 | 大众交通 | 14.93   | 211.51  | 0.24 | 0.21  | 0.23  | 62.21  | 71.10 | 64.91 | 5.72 |
|        | 行业均值 |         |         | 0.30 | 0.29  | 0.34  | 41.51  | 41.15 | 36.50 | 4.33 |
|        | 行业中值 |         |         | 0.28 | 0.26  | 0.28  | 40.67  | 35.52 | 30.15 | 4.08 |

数据来源：WIND，国泰君安证券销售交易总部

估值尚处行业中游，  
如注入预期明确，则  
可给予一定溢价。

## 免责声明

本报告的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，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。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

**增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券销售交易总部**

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)