

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 姜捷 (8621) 68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

资产注入推升业绩，估值优势相当明显

事件描述

强生控股今日发布重大资产重组方案，其主要内容为：

- 公司拟向久事公司、强生集团共发行约 2.45 亿股（其中久事公司约 1.81 亿股，强生集团约 0.64 亿股），购买久事公司、强生集团持有的出租车运营、汽车租赁、汽车服务等汽车运营类相关资产及旅游类资产，具体包括：久事公司持有的 3 家公司股权，分别为巴士出租 100%股权、巴士租赁 70%股权、巴士国旅 85%股权；以及强生集团持有的 13 家公司股权，分别为申强出租 100%股权、中公出租 100%股权、长海出租 33.33%股权、强生租赁 15.79%、庆浦租赁 15.80%、强生旅游 100%股权、强生国旅 100%股权、强生水上旅游 100%股权、强生科技 73.44%股权、教培中心 100%股权、强生人力资源 70%股权、强生拍卖 48.78%股权以及强生广告 15%股权。
- 本次拟购买资产预估值约 17.2 亿元，发行价格定为 7.03 元/股。
- 本次拟购买资产 2009 年末未经审计模拟合并报表资产总额为 25.98 亿元，本公司 2009 年末合并报表资产总额为 29.18 亿元，本次拟购买资产 2009 年末合并报表资产总额占本公司 2009 年末合并报表资产总额的比例为 89.03%。

事件评论

第一，重组完成后，公司将跃升为上海出租车和汽车租赁行业龙头

考虑到今年世博会通过招标新增的 320 辆出租车，公司在上海现有出租车 6000 余辆，若顺利实现重组，强生控股将拥有 12000 余辆出租车，占上海市出租车保有量的 25%以上，超过拥有近 9000 辆出租车的大众交通，成为上海市乃至全国范围内最大的出租车运营公司。由于公司出租车业务的经营业绩取决于车辆数量，所以此次出租车规模的翻番使业绩相应翻番。按每辆车贡献 1.5 万元净利计算，重组后出租车业务将实现净利润 1.8 亿多元。

在汽车租赁业务方面，公司原有租赁车市场占有率远不及大众和锦江，本次重组后，强生控股将成为上海市经营规模最大的汽车租赁公司。由于公司汽车租赁业务以长租为主，零租为辅，公司在行业内地位的提升有助于提高公司在长租合同谈判中的议价能力，从而增加企业自身的利润。

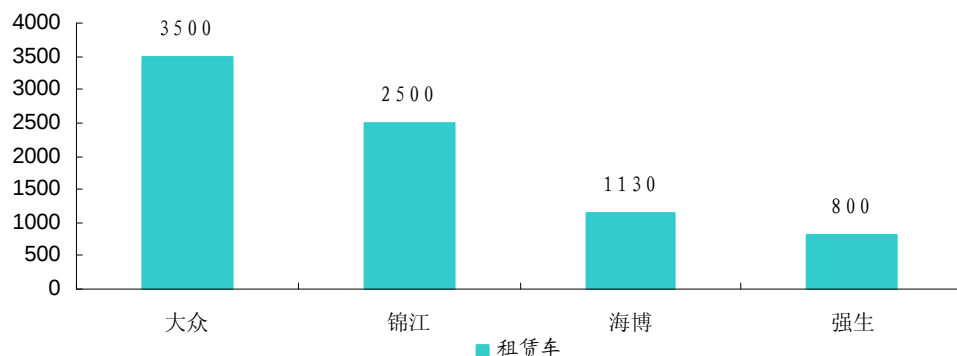
表 1：上海五大出租车公司市场现状

公司	原有车辆（辆）	世博会新增（辆）	现有车辆（辆）	上海出租车市场占比（%）
大众交通	8920	370	9290	19.77%
强生控股	5835	320	6155	13.10%
巴士股份	5089	670	5759	12.25%

海博股份	6221	320	6541	13.92%
锦江投资	4747	320	5067	10.78%
合计	30812	2000	32812	69.81%

资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 1：四大公司租赁车市场现有规模



资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 2：强生控股资产重组前后车辆规模

项目	出租车	租赁车
巴士出租	5000 余辆	600 余辆
巴士租赁		3000 多辆
申强出租	700 余辆	
中公出租	400 余辆	
合计新增	6100 余辆	3600 余辆
公司现有车辆规模	6155 辆	约 800 辆
重组后公司车辆规模	12000 余辆	4400 余辆

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，重组完成后，公司盈利能力将显著提升

公司提供的各拟注入资产最近 2 年 1 期的财务数据显示，拟注入资产的盈利能力明显强于公司本身。近两年，拟注入资产的 ROE 水平高出上市公司 4 个百分点，业绩增厚幅度在 95% 左右。本次重大资产重组前，公司主要从事出租汽车营运、汽车修理和汽车销售业务，公司盈利水平相对稳定，但存在后续发展速度不快、新增利润增长点较少等现状。本次重大资产重组完成后，上市公司的主营业务规模将得到有效充实、资产质量得到大幅改善，盈利水平将显著提高。

表 3: 拟注入资产的 ROE 变化

拟注入资产明细	2010 年上半年	2009	2008
巴士出租 100%股权	5.19%	11.92%	11.83%
巴士租赁 70%股权	9.29%	15.59%	13.91%
巴士国旅 85%股权	6.98%	8.49%	6.17%
申强出租 100%股权	1.25%	13.04%	9.97%
申公出租 100%股权	35.39%	48.91%	51.62%
长海出租 33.33%股权	5.90%	13.23%	17.60%
强生租赁 15.79%股权	-0.05%	-0.01%	0.08%
庆浦租赁 15.80%股权	11.14%	32.79%	23.71%
强生旅游 100%股权	2.66%	5.38%	5.89%
强生国旅 100%股权	6.56%	12.09%	2.30%
强生水上旅游 100%股权	5.43%	-10.62%	13.80%
强生科技 73.44%股权	11.52%	18.16%	20.08%
教培中心 100%股权	-28.12%	-48.96%	3.79%
强生人力资源 70%股权	8.71%	28.42%	24.79%
强生拍卖 48.78%股权	1.18%	2.26%	0.52%
强生广告 15%股权	35.94%	45.95%	52.47%
注入资产的 ROE	5.68%	12.40%	12.26%
现有资产的 ROE	3.92% (预测)	8.30%	7.92%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 4: 拟注入资产对业绩影响的测算

不考虑资产注入	2010 年上半年(预测)	2009	2008
归属母公司股东的净利润 (万元)	6110	13041.72	11616.80
EPS (元/股)	0.075	0.16	0.14
考虑资产注入	2010 年上半年(预测)	2009	2008
归属母公司股东的净利润 (万元)	14560.44	32604.37	29987.97
EPS (元/股)	0.138	0.31	0.28
EPS 增厚幅度	83.15%	92.14%	98.40%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第三，资产重组超市场预期，上海国资证券化进程明显加快

在我们 1 月 6 日推出的《短期世博受益+中期资产整合，主题性投资机会显现》——上海本地股投资机会专题报告之一中，曾经提出 2009 年上海已经启动了一轮城市交通公司业务资产的整合，不过主要针对的是上市公司盈利能力较弱的公交客运业务，而下一步整合的预期则可能涉及到出租车客运、汽车租赁、长途客运、轨道交通（包括轻轨、地铁、磁悬浮）、货运资产的整合，涉及的上市公司主要是上海市国资委下属的强生控股、锦江投资、海博股份、申通地铁等企业。

如今，强生的重组印证了我们此前的观点，而它整合的速度和力度都要超出市场预期。此前，市场普遍认为资产整合将放到世博会结束后进行，而极有可能注入的是原巴士股份和强生集团的 6000 余辆出租车牌照；但事实上，世博没有暂停上海国资整合的步伐，强生不仅在世博会期间迅速启动整合，而且注入的优质资产也远不止出租车牌照。这主要为了达到 2010 年国企国资会议上所提出的目标，即年内市属经营性国资资本证券化要达到 30% 以上，相比去年 25.4% 的资本证券化率要提高 6-7 个百分点，这也意味着，今年将有约 236.72 亿元的经营性国资将被证券化。

继强生控股之后，今天锦江投资也公告因控股股东锦江国际集团在筹划重大事项而停牌，由此可见，国有资产证券化速度及比率正在加快提升，对上海本地的交运上市公司是实质性的利好，将会使其实现爆发式的外延式增长、大幅改善其基本面。

表 5：2010 年初迄今上海国资整合对象

时段	已公告整合的上市公司
上半年	上海医药、上海建工、锦江股份
近两个月	中华企业、金丰投资、强生控股、上实发展、安信信托、百联股份、友谊股份等
今天	锦江投资

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，资产重组提升估值水平，上调强生控股盈利评级至“推荐”

若考虑今年年底完成资产注入，公司 2010-2012 年的 EPS 将提高至 0.30、0.34 和 0.38 元，2010 年 PE 将由原先的 38 倍降至 23 倍，低于上海公交上市公司平均 30 倍的 PE，估值有明显上升空间。我们上调公司盈利评级至“推荐”，给予公司 2010 年 30 倍 PE 估值，目标价 9 元。

表 6：盈利预测

	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（万元）			
出租汽车营运	64400	67620	71001
汽车修理	35000	40250	48300
汽车租赁	11000	12100	13310
汽车销售	28700	31570	34727
广告	1952	2049.6	2152.08
房产销售	15200	19600	24000

技术服务	320	416	540.8
总计	156572	173190	193490
主营业务成本（万元）			
出租汽车营运	38640	40572	42601
汽车修理	26950	30188	34776
汽车租赁	8360	8954	9583
汽车销售	25830	28413	31254
广告	488	512	538
房产销售	9576	11760	14400
技术服务	128	166	216
总计	109972	120565	133368
毛利率	29.76%	30.39%	31.07%
营业税金及附加	3758	4157	4644
销售费用	2067	2286	2554
管理费用	18789	20783	23219
财务费用	3632	4018	4489
资产减值损失	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0
投资收益	1526	1678	1846
营业利润	19880	23059	27062
营业外收支	0	0	0
利润总额	19880	23059	27062
所得税费用	3976	4612	5412
净利润	15904	18447	21650
少数股东权益	1113	1291	1515
归属于母公司所有者的净利润	14791	17156	20134
EPS（元/股）	0.18	0.21	0.25
PE	38.45	33.15	28.24
资产重组后			
归属于母公司所有者的净利润	17000	18360	20196
EPS（元/股）	0.30	0.34	0.38
PE	23.27	20.83	18.35

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。2009 年交通运输行业新财富行业排名第6。

姜捷，同济大学工商管理学士，法国兰斯高商金融学硕士，从事铁路公路运输行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。