

锦江投资 (600650.SS/600650 CH)

上半年获利成长主要来自投资

Rmb10.16	增持 维持	结果公布
吕 王志霖 886.2.2181.8730 stephen.wang@kgi.com.tw		吕 刘惠珍 (Coordinator) 86.21.6125.8675

- 上半年税后净利成长 7.25%，达成我们全年预估的 52%
- 投资收益为主要成长动能；核心业务稳定，毛利率因成本升高而微幅下挫
- 考量营收成长趋缓与成本上扬，我们下修每股盈利预测；12 个月目标价调降至 13.6 元，维持「增持」评级

上半年净利表现超越预期

锦江投资公布今年上半年营收年增 4.3% 达 8.21 亿元，成长放缓主因在于去年低温物流业务开始贡献，因此比较基期较高。税后净利年增 7.25% 达 1.75 亿元，达成我们全年预估的 52%，主要动能来自期间投资收益年增 20.5% 至 1.24 亿元，获利贡献比重超过 70.8%，其中浦东机场货运站与国泰君安证券合计贡献 35% 以上。随着今年股市走弱，后者贡献可能将降低。公司核心业务可望持稳，但因成本增加，毛利率有衰退之虞。为反映成本压力升高与成长性转弱，我们将 08 年与 09 年每股盈利预测分别小幅下修至 0.60 元与 0.68 元，另维持 10 年每股盈利预测 0.78 元不变。

汽车销量增加推升营收成长，但获利贡献有限

上半年车辆营运营收 4.91 亿元，与去年同期持平，毛利率因成本增加而下滑 0.83 个百分点至 33%。公司自去年开始扩充汽车销售则营收成长 18.3% 达 2.41 亿元。尽管这项新业务占总营收比重约 29%，但因毛利率 6.18% 偏低，仅贡献 2.2% 的获利。我们预估这两项业务的成本持续上升，微幅垫高毛利压力。车辆营运业务包括出租车、商务旅游车与汽车租赁，由于经济成长趋缓，今、明两年表现可望持平或仅和缓成长。考量 10 年世博会可望刺激需求成长，我们预测公司的车辆营运将成长 20%，且毛利率在成本升高的环境中逆势持稳在 30-33%，有助于维持未来几年的成长性。我们预估 10 年上海世博会将

为此业务带来更强劲的需求成长。

冷藏业务获利比重 4.5% 以上

公司新增的冷藏业务上半年营收年减 3.7% 至 6,520 万元。随着今年价格提高与成本控管能力转佳，毛利率增加 2.25 个百分点。虽然此业务仅贡献净利 4.5%，但上海地区需求超越供给，我们预期未来成长潜能雄厚，同时预估 09 年与 10 年成长率约达 12%。

投资成长可望推升获利

上半年投资收益增长 20% 主要来自公司持股 13% 的浦东机场货运站以及对国泰君安证券持股 1.014% 的贡献。浦东货运站贡献获利 3,860 万元，国泰君安根据 07 年获利所发放的股利贡献 2,380 万元。其它投资包括物流业务与出租车合资企业表现大致持稳。有鉴于中国股市动能转弱，我们预估未来来自证券业的投资收益将减少。货运站事业略微受到奥运前安检措施趋严所冲击。预计此情况将好转，但由于经济成长不如以往强劲，今年下半年至明年成长可望维持和缓。另外，公司决定对浦东机场新的西区货运站投资不超过 3.92 亿元 (7.28%)，我们预计这个新的货运站 09 年将开始贡献获利。

公司评价与投资建议

考量获利成长稳健，且 ROE 表现不俗（稳定成长至 17% 以上），我们持续看好公司的基本面与长期发展。我们预估 08-10 年每股盈利分别为 0.60 元、0.68 元与 0.78 元。根据 09 年市盈率 20 倍，我们将 12 个月目标价由 15.25 元下修至 13.6 元，隐含上涨空间 33.9%，维持「增持」评级。

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2007A	1,619	396	163	417	313	0.57
2008F	1,811	441	183	428	329	0.60
2009F	2,034	483	193	468	373	0.68
2010F	2,409	571	228	513	428	0.78
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2007A	4.8	47.9	18.8	26.3	3.7	16.5
2008F	3.0	29.3	11.3	17.0	2.4	16.9
2009F	2.6	27.3	12.5	15.0	2.2	17.0
2010F	2.1	22.7	11.3	13.1	2.0	18.1
产业				运输	52 周股价 (低/高):	7.9 - 17.6
12个月目标价 (人民币元)				13.6	市值 (十亿元/美金百万):	6/778
上涨/下跌空间 (%)				33.9	流通在外股数 (百万股):	552
上涨空间排名 (percentile, %)				39	不受大股东掌控股数 (百万股):	331
股利收益率-12/08估 (%)				3.9	外资持有股数 (百万股):	N.A.
每股净值-12/08估 (人民币元)				3.8	3 个月平均日成交量 (百万股):	2
价格每股净值比-12/08估 (X)				2.6	股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)	-4.9; -33.2; -38.4
净负债比率-12/08估 (%)				现金	股价相对表现 % (3, 6, 12个月)	33; 17.2; 30.5