

UBS Investment Research

锦江投资

上行潜力依旧

■ 机场货运站业务最新评述

浦东机场货运站业务是锦江投资的第二利润来源。2007 年的货物装卸量同比增长 11% 至 110 万吨。不过，由于 1 号和 2 号货运站的货物处理能力限制，今年迄今的货物装卸量（2008 年 1 月至 4 月）仅同比增长 8%。根据管理层的说法，3 号货运站已经开始运营。新的 3 号货运站年货物处理量为 120 万吨，将于 2009 年开始对盈利产生贡献。

■ 国泰君安的分红推动投资收入增长

锦江投资拥有国泰君安 6180 万股的股份，约为 1%。根据管理层的说法，国泰君安已经从其 2007 年的利润中支付了每股 0.5 元的股息，公司在 2008 年将计入 2400 万元的股息收入。

■ 客运业务面临潜在压力

作为最大的收入和利润来源，我们认为客运业务在 2008 年由于燃料成本上涨将面临利润率下降的压力。对出租车业务而言，当前燃料成本主要由出租车司机承担。然而，如果燃料成本继续上扬，我们认为锦江就必须分担部分成本上涨，从而损及其利润率。

■ 估值：目标价位下调为 16.30 元

我们将 2009 年每股收益预测值下调 3%，并推出 2010 年每股收益预测值为 0.75 元。由于我们调低了空港货运和旅客运输业务的动态市盈率倍数，我们将分类加总估值法得出的目标价位从 19.20 元下调至 16.30 元。我们维持“买入”评级。

摘要 (百万元人民币)	06年12月	07年12月	08年12月 预测	09年12月 预测	10年12月 预测
收入	1,324	1,580	1,749	1,963	2,201
息税前收益(UBS)	151	163	192	212	237
净利润(UBS)	281	313	347	382	414
每股收益(UBS, 元)	0.51	0.57	0.63	0.69	0.75
每股现金股息净额(UBS, 元)	0.30	0.40	0.44	0.49	0.53

盈利能力和估值	5年历史 均值	07年12月	08年12月 预测	09年12月 预测	10年12月 预测
息税前利润率	-	10.3	11.0	10.8	10.8
投入/占用资本回报率(息税前收益) x	-	22.2	37.7	56.9	63.6
公司价值/息税折旧摊销前收益(核心) x	-	17.1	10.8	9.4	8.7
市盈率(UBS) x	-	26.3	18.2	16.6	15.3
净股息收益率	-	2.7	3.8	4.2	4.6

资料来源：公司报表、Thomson Financials、瑞银估算。瑞银的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：依据该年度的平均股价；预测：依据 2008 年 5 月 30 日 23 点 38 分（香港时间）之股价（11.47 元人民币）

卫强

分析师

richard.wei@ubssecurities.com

+8621-3866 8875

全球证券研究

中国

货车运输业

12 个月评级

买入

保持未变

12 个月目标价位 16.30 元人民币/2.35 美元

先前评级：19.20 元人民币/2.77 美元

股价 11.47 元人民币/1.65 美元

路透代码：600650.SS；彭博代码：600650 CH

2008 年 6 月 2 日

交易数据(元人民币/美元)

52周范围	18.29-10.50元人民币/2.51-1.50美元
总市值	6.33(十亿元人民币)/0.91(十亿美元)
总股本	552百万(普通股)
流通比例	39%
日均成交量(千股)	1,140
日均成交额(百万人民币)	14.6

资产负债表数据(预测, 截至2008年12月)

股东权益	2.35(十亿元人民币)
市净率(UBS)	2.7x
净现金(债务)	0.93(十亿元人民币)

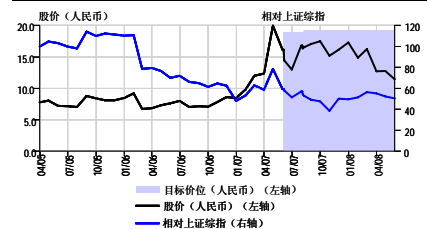
预测回报

预测价格上涨	+42.1%
预测股息收益率	4.0%
预测股票回报	+46.1%
市场回报假设	8.0%
预测额外回报	+38.1%

每股收益(UBS; 人民币)

	08年12月预测		07年12月	
	从	至	变化	实际
一季度	-	0.15	-	0.13
二季度预测	-	0.19	-	0.17
三季度预测	-	0.15	-	0.15
四季度预测	-	0.14	-	0.12
08年12月预测	0.63	0.63	-	
09年12月预测	0.72	0.69	-	

股价表现(人民币元)



资料来源：UBS

www.ubs.com/investmentresearch

这是一份相同标题的英文研究报告的封面的中文翻译。投资者如需获得更详细的投资分析应参考该报告的英文版。瑞银与该研究报告内所提及的公司有业务往来或正寻求业务往来机会。因此投资者应该知道瑞银可能有利益冲突而影响该研究报告的客观性。投资者应该将该报告仅仅视作他们用以做投资决策而考虑的众多因素中的一个因素。

本报告由瑞银证券有限责任公司编制。

分析师声明及要求披露的项目从第 7 页开始。

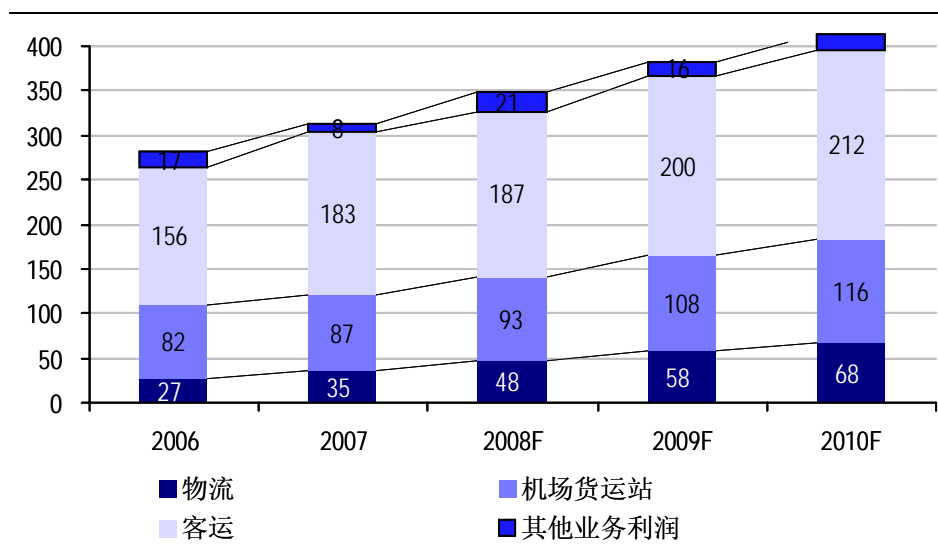
瑞银正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此，投资者应注意，本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策所需考虑因素之一。

盈利预测调整

我们的 2008 年盈利预测基本保持不变，并将 2009 年盈利预测下调 3%，以反映：1) 更高的所得税率假定值。我们估计锦江的所得税率在 2008 年起的未来五年中将从 15% 升至 25%。2) 从其持有的国泰君安的股份中得到的股息收入。锦江开始从其持有的 1% 国泰君安股份中获得投资收益，从而部分抵消了所得税增加造成的盈利减少。

客运业务仍然是公司最大的利润源，占锦江总净利润的 60% 左右。机场货运站业务是第二大利润来源，2007 年占总盈利的约 28%。

图 1: 不同业务的利润细分



资料来源：瑞银估算

估值：目标价位下调为 16.30 元

我们将目标价位从 19.20 元下调为 16.30 元，主要反映：1) 我们的机场货运业务和客运业务盈利预测的变更。2) 我们将机场货运站业务的市盈率从 2008 年的 30 倍降至 25 倍以反映国内物流公司（如外运发展）市盈率倍数降低的事实。外运发展当前股价对应约 27 倍的 2008 年动态市盈率。3) 将客运业务的市盈率倍数从 2008 年的 25 倍降至 20 倍，以反映由于油价高企造成的挑战性愈发严峻的运营环境。

表 1: 分类加总估值法

	老方法	新方法	净利润 (原来)	净利润 (当前)	价值	有效股份	公允值	每股公允值
货运代理业务	20x08e PE	不变	67	57	1,139	50%	570	1.03
冷藏物流业务	25x08e PE	不变	20	19	469	100%	469	0.85
浦东机场货运业务	30x08e PE	25x08e PE	749	714	17,855	13%	2,321	4.21
客运业务								
- 锦江汽车服务	25x08e PE	20x08e PE	204	183	3,656	95%	3,473	6.30
- 大众新亚出租车	25x08e PE	20x08e PE	23	26	528	49.5%	261	0.47
其他业务	20x08e PE	不变	11	12	246		246	0.45
其他股权性投资	市场价值	不变			600		600	1.09
减：净（债务）/现金							1,033	1.87
净现值							8,972	16.3
控股公司折让							0%	
目标价位							8,972	16.3

资料来源：瑞银估算

表 2: 可比公司估值

		股价	市值	市盈率	企业价值/息税 折旧摊销前利润			股东权益 回报率	市净率	收益率
代码	公司	(本地币种)	美元	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2008E	2008E
	物流									
UPS.N	United Parcel Service	71.0	72,867	17.4	15.5	9.5	8.9	36.5	7.0	2.6%
EXPD.O	Expeditors Intl. of Washington Inc.	47.1	10,028	32.4	27.4	17.8	14.8	22.7	6.7	0.7%
FDX.N	FedEx Corp.	91.7	28,436	15.6	13.9	6.0	5.3	13.5	2.0	0.4%
CHRW.O	C.H. Robinson Worldwide	64.5	11,009	29.3	25.9	17.9	16.1	34.4	10.0	1.4%
600270.SS	外运发展	11.8	1,543	27.9	22.1	12.3	9.0	7.5	2.0	1.9%
0598.HK	中国外运	2.1	1,138	8.9	7.5	3.6	3.2	9.8	0.8	4.2%
	平均值			21.9	18.7	11.2	9.6	20.7	4.7	
	客运（欧洲）									
SGC.L	Stagecoach Holdings	232.0	3,248	11.6	10.5	7.0	7.7	55.9	667.1	2.8%
FGP.L	FirstGroup Plc	529.5	5,018	16.7	10.4	7.5	6.5	26.9	4.2	3.2%
ARI.L	Arriva	639.5	2,515	10.7	9.9	6.0	5.5	15.5	1.6	3.8%
GOG.L	Go-Ahead Group	1548.0	1,336	10.3	9.5	5.0	4.8	61.0	9.4	4.7%
	平均值			12.3	10.1	6.4	6.1	39.9	170.6	
	客运（中国）									
600662.ss	强生控股*	9.4	840	24.4	19.9	n.a	n.a	15.2	3.7	1.1%
600650.ss	锦江投资	11.5	911	18.2	16.6	10.8	9.4	15.2	2.7	3.8%

资料来源：*彭博资讯、瑞银估算

锦江投资

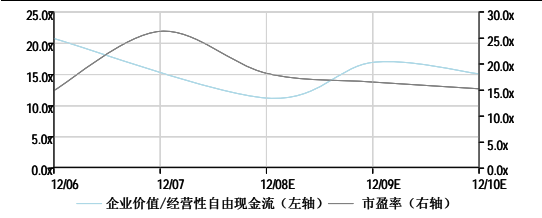
损益表（百万元人民币）	-	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08E	% ch	12/09E	% ch	12/10E	% ch
营业收入	-	-	3,233	1,324	1,580	1,749	10.7	1,963	12.2	2,201	12.1
营业费用（不含折旧）	-	-	(2,822)	(909)	(1,165)	(1,285)	10.3	(1,471)	14.5	(1,679)	14.1
息税折旧摊销前利润（UBS）	-	-	447	427	415	475	14.5	502	5.5	532	6.0
折旧	-	-	(256)	(276)	(252)	(284)	12.5	(289)	2.0	(295)	2.0
营业利润（息税前利润，UBS）	-	-	191	151	163	192	17.6	212	10.7	237	11.5
其他盈利和联营公司盈利	-	-	178	194	238	266	11.5	296	11.5	327	10.2
净利息	-	-	(1)	5	6	13	108.6	11	-12.4	11	1.7
非正常项目（税前）	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	-	-	367	351	408	470	15.4	520	10.5	575	10.6
税项	-	-	(54)	(7)	(26)	(51)	98.3	(56)	10.7	(74)	32.1
税后利润	-	-	314	343	382	420	9.8	464	10.5	501	8.0
非正常项目（税后）	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	-	-	(63)	(62)	(69)	(73)	4.5	(82)	13.1	(87)	5.6
净利润（本地会计准则）	-	-	251	281	313	347	11.0	382	10.0	414	8.5
净利润（UBS）	-	-	251	281	313	347	11.0	382	10.0	414	8.5
税率（%）	-	0	15	2	6	11	71.8	11	0.2	13	19.5
不计非正常项目前税率（%）	-	0	28	4	13	22	67.5	22	-0.3	27	19.4
每股（元人民币）	-	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08E	% ch	12/09E	% ch	12/10E	% ch
每股收益（本地会计准则）	-	-	0.45	0.51	0.57	0.63	11.0	0.69	10.0	0.75	8.5
每股收益（UBS）	-	-	0.45	0.51	0.57	0.63	11.0	0.69	10.0	0.75	8.5
每股股息净值	-	-	0.30	0.30	0.40	0.44	11.0	0.49	10.0	0.53	8.5
每股现金收益	-	-	0.92	1.01	1.02	1.14	11.7	1.22	6.4	1.29	5.7
每股账面净值	-	-	4.04	3.77	4.02	4.26	6.0	4.53	6.3	4.81	6.4
资产负债表（百万元人民币）	-	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08E	% ch	12/09E	% ch	12/10E	% ch
有形固定资产净值	-	-	1,006	1,087	864	895	3.6	929	3.9	964	3.8
无形固定资产净值	-	-	107	137	137	132	-3.9	126	-4.1	121	-4.3
净营运资本（包括其他资产）	-	-	(330)	(404)	(352)	(659)	87.2	(677)	2.7	(719)	6.2
其他负债	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运营投入资本	-	-	783	820	649	367	-43.4	378	3.1	366	-3.2
投资	-	-	856	783	1,043	825	-20.9	892	8.1	966	8.3
运用资本总额	-	-	1,639	1,603	1,692	1,192	-29.5	1,270	6.6	1,332	4.9
股东权益	-	-	2,231	2,081	2,216	2,349	6.0	2,496	6.3	2,655	6.4
少数股东权益	-	-	(165)	(203)	(214)	(228)	6.8	(245)	7.2	(262)	7.1
总股东权益	-	-	2,066	1,879	2,002	2,121	5.9	2,252	6.2	2,393	6.3
净债务/（现金）	-	-	(427)	(276)	(311)	(929)	199.0	(981)	5.6	(1,061)	8.1
视同债务的减值准备	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	-	-	1,639	1,603	1,692	1,192	-29.5	1,270	6.6	1,332	4.9
现金流量表（百万元人民币）	-	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08E	% ch	12/09E	% ch	12/10E	% ch
营业利润（息税前利润，UBS）	-	-	191	151	163	192	17.6	212	10.7	237	11.5
折旧	-	-	256	276	252	284	12.5	289	2.0	295	2.0
营运资本变动净值	-	-	57	(10)	(70)	301	-	10	-96.6	34	228.2
其他（经营性）	-	-	15	(26)	0	0	-	0	-	0	-
经营性现金流	-	-	518	392	345	777	124.8	512	-34.1	565	10.5
收到/支付利息净值	-	-	(1)	5	6	13	108.6	11	-12.4	11	1.7
已付股息	-	-	(163)	(198)	(257)	(295)	15.0	(325)	10.3	(351)	7.8
已缴付税项	-	-	(54)	(7)	(26)	(51)	98.3	(56)	10.7	(74)	32.1
资本支出	-	-	(444)	(386)	(492)	(30)	-93.9	(318)	961.0	(325)	2.0
并购/处置净值	-	-	103	77	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	-	-	37	(29)	462	-	201	-56.4	223	10.6
股份发行	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流增加/减少	-	-	38	(80)	(451)	875	-	24	-97.2	50	102.4
外汇/非现金项目	-	-	-	(71)	487	(257)	-	28	-	30	7.2
资产负债表净债务增加/减少	-	-	-	(151)	35	618	1660.1	52	-91.5	79	51.7
核心息税折旧摊销前利润	-	-	447	427	415	475	14.5	502	5.5	532	6.0
维护资本支出	-	-	(311)	(270)	(344)	(21)	-93.9	(223)	961.0	(227)	2.0
维护营运资本净支出	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流（OpFCF）	-	-	136	157	71	454	538.0	279	-38.7	304	9.2

资料来源：公司账簿，UBS 预测估计。UBS 的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账簿的概要

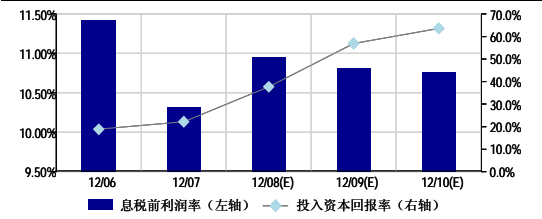
公司概况

上海锦江国际实业投资股份有限公司（锦江投资）是一家投资控股公司，从事上海地区的城市客运及物流业务。锦江投资持有浦东国际机场货运站有限公司13%的股份，后者独家经营浦东机场内部的仓储业务。另外，锦江投资已经在上海的城市运输市场上建立起来了非常强大的品牌“锦江”。公司拥有上海出租车市场（该市场能够带来源源不断的强大现金流）大约10%的份额。

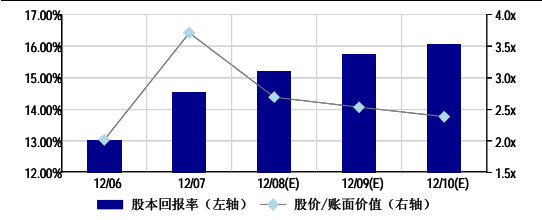
价值(公司价值/经营性自由现金流&市盈率)



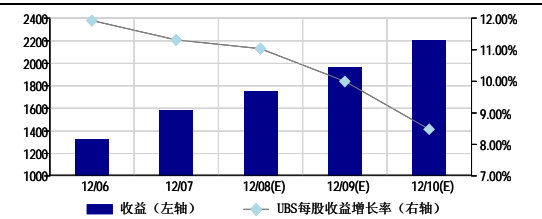
盈利能力



股本回报率 v 股价/账面价值



增长(UBS 每股收益)



估值(x)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
市盈率（本地会计准则）	-	14.9	26.3	18.2	16.6	15.3
市盈率（UBS）	-	14.9	26.3	18.2	16.6	15.3
股价/每股现金收益	-	7.5	14.6	10.0	9.4	8.9
净股息收益率（%）	-	3.9	2.7	3.8	4.2	4.6
市净率	-	2.0	3.7	2.7	2.5	2.4
企业价值/营业收入（核心）	-	2.5	4.5	2.9	2.4	2.1
企业价值/息税折旧摊销前利润（核心）	-	7.6	17.1	10.8	9.4	8.7
企业价值/息税前利润（核心）	-	21.6	NM	26.7	22.3	19.4
企业价值/经营性自由现金流（核心）	-	20.8	NM	11.2	17.0	15.1
企业价值/运营投入资本	-	4.1	9.7	NM	NM	NM

企业价值（百万元人民币）	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
平均市值	4,195	8,228	6,327	6,327	6,327
+ 少数股东权益	203	214	228	245	262
+ 平均净债务（现金）	(351)	(293)	(620)	(955)	(1,021)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(783)	(1,043)	(825)	(892)	(966)
核心企业价值	3,264	7,105	5,110	4,724	4,602

增长率（%）	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
营业收入	-	-59.1	19.4	10.7	12.2	12.1
息税折旧摊销前利润（UBS）	-	-4.4	-2.8	14.5	5.5	6.0
息税前利润（UBS）	-	-20.9	7.9	17.6	10.7	11.5
每股收益（UBS）	-	11.9	11.3	11.0	10.0	8.5
每股现金收益	-	9.9	1.4	11.7	6.4	5.7
每股股息净值	-	0.0	32.7	11.0	10.0	8.5
每股账面净值	-	-6.7	6.5	6.0	6.3	6.4

利润率（%）	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
息税折旧摊销前利润/营业收入	-	32.3	26.3	27.2	25.5	24.2
息税前利润/营业收入	-	11.4	10.3	11.0	10.8	10.8
净利润（UBS）/营业收入	-	21.2	19.8	19.8	19.5	18.8

资本回报率（%）	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
息税前利润的投资资本回报率	-	18.9	22.2	37.7	56.9	63.6
税后投资资本回报率	-	18.1	19.2	29.3	44.2	46.7
净股东权益回报率	-	13.0	14.5	15.2	15.8	16.1

偿付比率(x)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数（UBS 每股收益）	-	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4
股息支付率（%，UBS 每股收益）	-	58.8	70.1	70.1	70.1	70.1
净债务/息税折旧摊销前利润	-	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率（x）	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
营业收入/运营投入资本	-	1.7	2.2	3.4	5.3	5.9
营业收入/固定资产	-	1.1	1.4	1.7	1.9	2.1
营业收入/净营运资本	-	NM	NM	NM	NM	NM

投资比率（x）	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
经营性自由现金流/息税前利润	-	1.0	0.4	2.4	1.3	1.3
资本支出/营业收入（%）	-	29.2	NM	1.7	16.2	14.8
资本支出/折旧	-	1.4	1.9	0.1	1.1	1.1

资本结构（%）	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
净债务/总权益	-	(13.2)	(14.0)	(39.5)	(39.3)	(40.0)
净债务/（净债务 + 权益）	-	(15.3)	(16.3)	(65.4)	(64.8)	(66.5)
净债务（核心）/企业价值	-	(10.8)	(4.1)	(12.1)	(20.2)	(22.2)

资料来源：公司报表、Thomson Financials、瑞银估算。瑞银的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：依据该年度的平均股价；预测：依据2008年5月30日23点38分（香港时间）之股价（11.47元人民币）

卫强

分析师

richard.wei@ubssecurities.com

+8621-3866 8875

■ 锦江投资

上海锦江国际实业投资股份有限公司（锦江投资）是一家投资控股公司，从事上海地区的城市客运及物流业务。锦江投资持有浦东国际机场货运站有限公司13%的股份，后者独家经营浦东机场内部的仓储业务。另外，锦江投资已经在上海的城市运输市场上建立起来了非常强大的品牌“锦江”。公司拥有上海出租车市场（该市场能够带来源源不断的强大现金流）大约10%的份额。

■ 风险声明

锦江投资是一家投资控股公司，从事上海地区的客运及物流业务。这两项业务均面临来自上海市政府的监管风险。如果上海市政府开放上海的出租车市场，引入竞争，那么锦江的利润前景有可能会受到影响。

■ 分析师声明

每一位负责全部或部分本研究报告内容的研究分析师，针对本报告中涵盖的每一种证券或每一个发行人作出如下声明：（1）本报告中所有表述意见均真实地反映了其对该证券或发行人的个人观点；（2）分析师的任何薪酬均不曾、也将不会直接或间接地与本研究报告中所作出的具体建议或所表达的观点相关联。

披露要求

本报告由瑞银证券有限责任公司（UBS AG 之关联公司）编制。UBS AG、其附属公司、分公司及关联公司在此统称为 UBS。

如需了解更多关于瑞银如何控制利益冲突并保持其研究产品的独立性、历史业绩和其它瑞银研究建议相关的信息披露，请访问如下链接：www.ubs.com/disclosures。如有需要，可提供更多信息。

瑞银投资研究：全球股票评级及分布

瑞银 12 个月评级	评级类别	覆盖率 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	38%
中性	持有/中性	34%	35%
卖出	卖出	7%	26%
瑞银短期评级	评级类别	覆盖率 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于 1%	67%
卖出	卖出	低于 1%	25%

1：全球范围内在 12 个月评级类别下的公司占全部公司的比例

2：12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内为其提供过投资银行服务的公司占全部公司的比例

3：全球范围内在短期评级类别下的公司占全部公司的比例

4：短期评级类别中曾经在过去 12 个月内为其提供过投资银行服务的公司占全部公司的比例

来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2008 年 3 月 31 日

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报假设 6%以上
中性	股票预期回报在市场回报假设的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报假设 6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一具体的推动因素或事件，股价预计将在评级发放之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一具体的推动因素或事件，股价预计将在评级发放之时起的三个月内下跌

关键定义

股票预期回报 (FSR) 为股票的价格溢价比加上未来 12 个月内的股息率之和。

市场回报假设 (MRA) 为一年期当地市场利率加上 5% (设定而非预期的股票风险溢价)

处于观察期 (UR) 股票可能会被分析员标记为处于观察期，说明该股票的价格目标或评级可能在近期发生变动，通常是由于某一将影响该投资卖点或估值的事件。

短期评级 反映的是股票的预期近期（不超过三个月）表现，并不反映基本观点或投资卖点的任何变化

例外与特殊事项

英国和欧洲投资基金评级和定义：买入：具有在结构、管理、历史业绩、折扣等方面的正面因素；中性：在结构、管理、历史业绩、折扣等方面的表现为中性；减持：具有在结构、管理、历史业绩、折扣等方面的负面因素。

核心评级的例外 (CBE)：投资审核委员会可能会允许在正常上下浮动 6%的标准范围内存在例外。投资审核委员会考虑的因素包括股票的波动性和各该公司的债务信用区间。因此，被认为是高风险或者低风险的股票可能会在评级中适用较高或较低的区间。当出现上述例外时，会明示于相关研究报告的公司披露表格中。

除非另有指明，否则，请参考本报告正文的估值和风险部分。

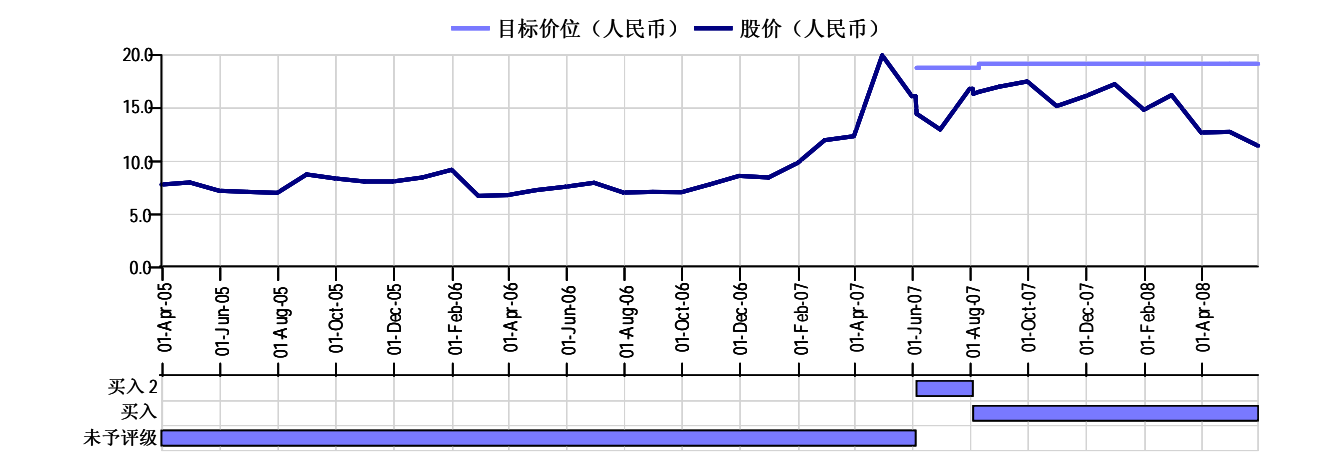
公司信息披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	价格日期
锦江投资	600650.SS	买入	不适用	11.47 元人民币	2008 年 5 月 30 日

资料来源:瑞银, 所有价格为当地市场收盘价。
 评级截至数据发布之日,未反映此报告公布的评级变化。

请参见本报告中的“估值和风险”部分，除非另有说明。

锦江投资(元人民币)



资料来源： UBS; 截至 2008 年 5 月 30 日

注： 2007 年 8 月 4 日，瑞银对其评级系统进行了修正（相关细节见‘瑞银投资研究：全球股票评级定义’）。 2006 年 9 月 9 日至 2007 年 8 月 3 日期间，瑞银评级及其定义如下：买入 1 级=股票预期回报超出市场回报假设 6% 以上，可预测性较高；买入 2 级 =股票预期回报超出市场回报假设 6% 以上，可预测性较低；中性 1 级 =股票预期回报在市场回报假设的±6% 的范围内，可预测性较高；中性 2 级 =股票预期回报在市场回报假设的±6% 的范围内，可预测性较低；减持 1 级 =股票预期回报低于市场回报假设 6% 以上，可预测性较高；减持 2 级=股票预期回报低于市场回报假设 6% 以上，可预测性较低。可预测程度代表分析员对股票预期回报的确信度。可预测程度“1”意味着分析员对股票预期回报的估计处于一个相对小而狭窄的可能性范围内；可预测程度 “2” 意味着分析员对股票预期回报的估计处于一个相对大而宽泛的可能性范围内。2003 年 10 月 13 日至 2006 年 9 月 8 日期间， 评级系统中所使用的百分比范围标准为 10%。

全球声明

本报告由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。在某些国家，UBS AG 也称 UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表，不构成广告，在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外，瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利，也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险，投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。本报告所含的任何意见，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域，部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层（不包括投行部）全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者，并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，而且可能由于利率变化和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题，客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容而遭致的损失或损害负责。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银集团，其关联或下属机构（不包括瑞银证券有限责任公司（美国）及/或瑞银资本市场公司）担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者（按照英国对此类术语的解释）时，此类信息在本研究报告中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户，且仅能提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户，且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法例，并于适用时在研究报告中显示。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本报告的编制，本报告也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本报告的编制，本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**UBS South Africa (Pty) Limited（注册号：1955/011140/07）是 JSE 有限公司、南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“**非美国关联机构**”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 分发，UBS Securities Canada Inc. 是 UBS AG 的分支机构，加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要，可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd 或 UBS AG 新加坡分行分发。**日本：**由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。**澳大利亚：**由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。**中国：**由瑞银证券有限责任公司分发。

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。© UBS 2008 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

