

锦江投资 (600650.SS/600650 CH)

08 年表现符合预期

Rmb12.67

持有
维持**结果公布**

✓ 王志霖

✓ 886.2.2181.8730

✗ stephen.wang@kgi.com.tw

✓ 刘惠珍(Coordinator)

✓ 86.21.6125.8675

08 年营收与净利分别增长 3.35% 与 3.36%，符合我们先前预测

考虑需求转弱，下修 09 年车辆营运与冷藏业务成长预估；动能可望随 10 年上海世博会增温

下修 09-10 年每股盈利预测，但将 12 个月目标价调升至 11.34 元；维持「持有」评级

08 年业绩与预期相符，财测调降以反映需求前景转弱

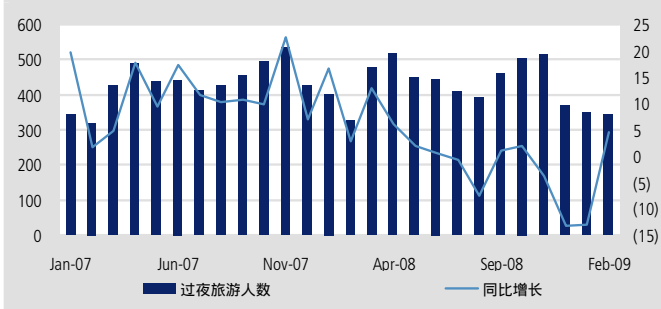
锦江投资 08 年营收成长 3.35% 达 16.7 亿元，净利增加 3.34% 至 3.23 亿元，每股盈利 0.586 元，符合我们预期。获利仍有微幅增长主因车辆销售毛利润增加 22%，以及去年获得大笔政府补助。去年下半金融危机对汽车租赁与商旅车服务造成严重冲击，车辆营运毛利率下滑，侵蚀公司在上半年 7.25% 的利润增长。全球不景气也对公司投资的货运与机场货站影响甚巨，因此投资收益仅较去年持平。毒奶与毒水饺事件使得 08 年冷藏业务衰退 23%。我们预测 09 年持续下滑，10 年在世博会带动需求之下可望回升。然而我们对复苏脚步较审慎看待，因此下修成长预测，将 09-10 年每股盈利预测分别调降 23% 与 17% 至 0.51 元与 0.63 元，意味 09 年衰退 12.2% 与 10 年成长 23.4%。我们设 11 年每股盈利 0.6 元。

全球金融危机严重冲击车辆服务

08 年车辆服务营收年增 2.8%，毛利率下滑 1.46 个百分点至 30.55%。由于旅游业随着全球金融危机而走缓，加上奥运前后签证审核趋严，汽车租赁与旅游车业务受影响。上海的入境旅客自去年 7 月起下滑，今年以来每月人数都低于 400 万。由于复苏迹象尚不明显，09 年此二项业务应持续低迷。另一方面，公司的出租车业务将相对持稳，因公司每月向司机收取固定的租金与管理费。我们预测 09 年汽车营运服务营收减少 10%，10 年随需求转强而反弹 23%。由于汽油与其它成本降低，毛利率可望提升 2 个百分点，未来几年维持在 32% 水平。

图一：上海入境旅游人数仍在低位运行

过夜旅游人数，百万人次（左轴）；同比增长，百分比（右轴）



资料来源：上海旅游局；凯基证券集团预估

车辆销售将急速衰退，但有助于提升毛利率

因比较基期低，08 年车辆销售同比增长 12%。去年毛利率提升 0.55 个百分点，导致毛利增加 22%。考虑需求可能受到经济趋缓所影响，我们保守看待今年增长，因为公司主要销售与维修大众、丰田、日产与别克等高端品牌汽车，将 09 年成长预估由 8% 调降至 4%，并预测 10-11 年分别增长 8-9%。预计毛利率持稳在 6.8-7% 之间。

冷藏与货运相关业务前景黯淡

受毒奶与毒水饺事件影响，08 年冷藏业务衰退 23%。但因组合转佳，毛利率提升 4.06 个百分点至 37.48%。来自上海日冷食品的冷藏业务确定不可能恢复，因为公司已决定出售对该企业 50% 股权。我们预测 09 年冷藏业务衰退 22.6%，10 年回升至 08 年水平。08 年公司投资的货运与航空货站获利下滑 9-15%，我们预期 09 年进一步下滑，10 年因世博会与经济复苏将刺激反弹 20%。

公司评价与投资建议

考虑区位优势与稳健获利成长性，我们持续看好锦江投资的长期发展。尽管 09 年车辆服务与冷藏业务将受需求转弱所重创，但 10 年世博会可望刺激动能增强。根据 10 年市盈率 18 倍，我们将 12 个月目标价由 10 元上修至 11.34 元。缺乏上涨空间，维持「持有」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)
2008A	1,674	393	154	396	323	0.59
2009F	1,569	382	133	328	284	0.51
2010F	1,851	454	160	356	350	0.63
2011F	2,002	490	172	370	331	0.60
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 (%)
2008A	3.4	36.4	20.0	18.9	2.7	18.0
2009F	4.2	49.4	14.2	24.6	3.0	15.5
2010F	3.5	40.2	20.0	20.0	2.7	18.0
2011F	3.2	36.9	20.0	21.1	2.5	15.7
产业			运输	52 周股价 (低/高):	7-13.2	
12个月目标价 (人民币元)			11.34	市值 (十亿元/美金百万):	7.0/971	
上涨/下跌空间 (%)			(10.5)	流通在外股数 (百万股):	552	
上涨空间排名 (percentile, %)			38	不受大股东掌控股数 (百万股):	233	
股利收益率 -12/09 估 (%)			2.4	外资持有股数 (百万股):	N.A.	
每股净值 -12/09 估 (人民币元)			3.4	3 个月平均日成交量 (百万股):	6	
价格每股净值比 -12/09 估 (x)			3.8	股价绝对表现 % (3, 6, 12 个月)	36.7; 41.9; 17.5	
净负债比率 -12/09 估 (%)			现金	股价相对表现 % (3, 6, 12 个月)	13.2; 4.6; 60.1	