

锦江投资 (600650)

2010 年面临良好发展机遇

锦江投资调研报告

孙丽萍 林园远
 010-59312823 021-38676654
 sunliping@gtjas.com linyuanyuan@gtjas.com

本报告导读:

- 09 年受经济放缓影响, 业绩将下降; 2010 年公司面临良好发展前景, 预计经济复苏和世博会将带来公司业绩增长。

事件:

- 3 月 20 日我们调研了锦江投资公司, 就公司 08-09 年经营状况、发展前景及世博会可能带来的影响作了沟通。

评论:

● 公司主要经营客运及物流业务

客运业务是公司主要利润来源, 占公司整体利润的 60% 左右。锦江汽车是上海市车型品种最全、车辆档次最高、综合接待能力最强的客运公司。其中“锦江出租”在上海市名列前茅; “锦江外事”是专业化从事国宾、外事接待, 以及企事业单位包车、商务租车单位, 在外事、大型国际会议接待、及高端汽车租赁市场上具有绝对优势; “锦江商旅”专业从事旅游包车、长途客运、企事业单位包车服务, 其接待境外旅游团队人数在上海行业排名第一。

出租车业务: 公司共拥有出租车 4500 辆, 占上海市市场份额 10% 左右, 其贡献利润占客运业务利润比重为 60%。出租车业务管理模式是按照车辆数目收取管理费, 在车辆数目没有增加情况下, 贡献利润基本稳定;

租赁车业务: 共拥有租赁车辆 1500 辆, 分成 7 个车队, 其中一个国宾车队, 另外 6 个车队主要租赁给外企及大型国有企业。这部分业务贡献客运业务利润比重为 20%。租赁车业务的价格与业务量与所处经济背景相关, 08 年下半年全球金融危机已经影响到公司租赁车业务量。我们预计 09 年在国际及国内经济增速放缓背景下, 公司租赁车业务利润将同比下降; 展望 2010 年, 随着全球及国内经济复苏, 上海世博会召开, 我们预计公司 2010 年租赁车业务在 2009 年低基础背景下, 增长幅度将达到 15-20%;

大客车 (旅游包车和长途客运) 业务: 公司共拥有大客车 1000 多辆, 这部分业务占客运业务利润比重为超过 10%。这部分业务主要是旅游包车及长途客运业务, 受经济放缓影响明显, 预计 2009 年这部分业务将同比下降超过 10%, 而 2010 年旅游包车和长途客运业务将在价格和业务量上都将保持增长。

物流业务发展空间广阔: 物流业务包括三块业务。

国际货运代理业务: 公司拥有 65% 股权的锦海捷亚公司主要经营的国际货运代理业务, 年贡献利润 2000 万元左右。目前国际货运代理市场竞争激烈, 预计公司这部分业务上升空间不大, 09 年国际经济放缓将导致这部分业务利润下降;

低温物流业务—即冷库仓储业务: 拥有吴泾、吴淞、黄浦、杨浦、杨思、龙漕等冷库 10 座, 总容量 45 万立方米 (9.62 万吨), 约占上海市冷库总量 23%, 冷库规模位居国内第 1; 低温物流公司拥有 55 辆冷藏 (保温) 车辆, 占本市同类车辆总量 4% 左右, 排名第 5。其中吴泾有 4w 吨的冷库, 是中国最大的冷

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥14.50

上次预测:

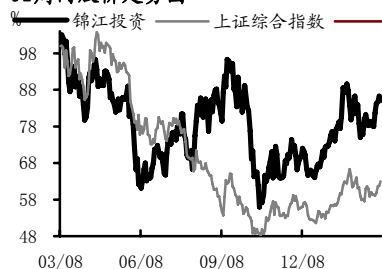
当前价格: ¥11.21

2009.03.23

交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.92 ~ 13.76
总市值 (百万元)	6,184
总股本/流通 A 股 (百万股)	552/394
流通 B 股/H 股	
流通股比例	71.5%
日均成交量 (百万股)	4.0
日均成交值 (百万元)	40.4

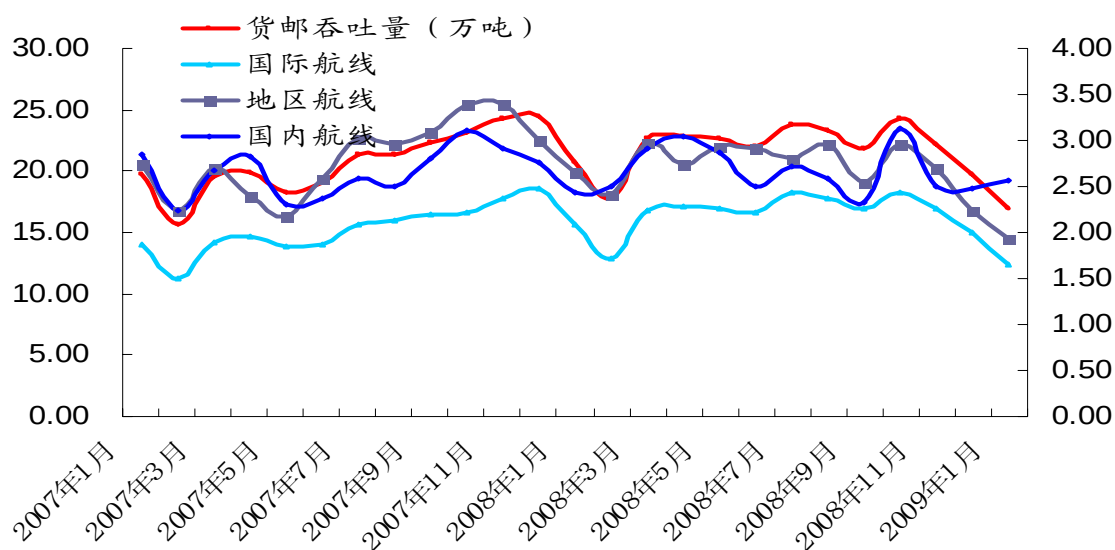
52 周内股价走势图



库，占地约 100 亩；吴淞原为屠宰场配约 5k 吨左右的冷库，目前有计划将其改造成 1.5w 吨；位于南浦大桥下的上海冷库为 1-1.5w 吨，占地约 24 亩。这块利润比较稳定，年贡献利润 1000 万元左右，对公司目前影响不大。目前冷库主要储藏的是鸡鸭鱼肉等较低附加值产品，随着收入水平提高，高附加值产品的增加可能会提高这部分业务收入。

浦东机场货运站业务前景良好：公司持有锦海捷亚 65% 股权，锦海捷亚公司持有浦东机场货运站（一、二期）20% 股权，公司 2008 年中期完成利润 2.97 亿元，贡献公司利润 3859 万元，占公司净利润的 22%。2008 年下半年开始，浦东机场货运吞吐量增速放缓，09 年 1-2 月份已经出现 20-30% 负增长。受全球经济危机影响，预计浦东机场货运站利润 09 年同比下降将超过 30% 以上，是公司 09 年业绩下降主要因素。长期来看，随着浦东机场三期货运站开始运行及全球经济逐步复苏，浦东机场货运站业务前景良好。预计 2010 年这部分业务将回升。

图 1：浦东机场货运吞吐量



数据来源：上海机场网站，国泰君安销售交易总部

表 1：公司主要拥有的股权

单位：万元	持有股权	经营业务	2007 年收入	2007 年净利润	2008 年中期净利润	贡献利润
上海锦江汽车服务有限公司	95%	大小客车出租 \ 旅游	145868	17988		
其中：锦江商旅汽车服务有限公司	50%					
锦江高速客运有限公司	100%					
上海锦海捷亚物流管理有限公司	65%	国际国内货运代理	260686	4378		
上海锦江国际低温物流发展有限公司	95%	仓储物流	13527	1032		
上海南浦大桥食品批发交易市场管理有限公司	95%					
上海吴泾冷藏公司	100%					
上海日冷食品有限公司	50%					
上海吴淞冷藏有限公司	100%					
上海大众新亚出租汽车有限公司		出租汽车 \ 驾驶员培训	13163	2513		

数据来源：公司报表，国泰君安销售交易总部。

● 资产重估：出租车牌照最具有价值

牌照重估：公司拥有 4500 辆出租车，账面价值 3000 万元，每辆出租车牌照目前市场价值 35-40 万元左右，随着时间推移，预计牌照价值仍将呈上升趋势。我们按照 35-40 万元价格进行重估，公司出租车牌照价值 15.75-18 亿元，增值 15.45 亿元-17.7 亿元，每股净资产增加 2.86-3.26 元；

土地价值重估：公司拥有的冷库面积在 300 亩左右，还拥有部分其它土地，合计在 400 亩左右。这些土地账面价值 1 亿元，即每平方米 375 元 $[100000000/(400*666.67)]$ 存在较大的重估空间。其中吴泾地块 100 亩，07 年的工业用地价格就达到每平方米 800 元；吴淞地块 150 亩，预计市场工业用地价格在每平方米 800 元。我们按照新的每平方米 800 元价格计算，则重新评估后土地增值 1.1 亿元。每股净资产增加 0.20 元。影响不大。

公司 2008 年每股净资产为 3.25 元，重估后每股净资产在 6.5 元左右。

● 世博会将对公司商旅包车、租赁车业务产生正面影响

理论上说，世博会是会对上海经济有很大的促进。如果不出现安全问题而实施管制的话，半年时间实现 7000 万的客流量并不困难，预计外宾量约在 300w 左右。公司的大客车业务、租赁车业务受市场供需影响明显，预计 2009 年受经济环境影响租赁价格及车辆周转率都将下降，而 2010 年世博会将给上海带来较大客流量，这将为公司的商旅、租赁车业务量和价格提升提供支持，届时在世博会的刺激下，预计客运业务将有很好的表现。

● **首次给予“谨慎增持”评级，建议作为世博会主题投资下的配置标的：**公司经营的客运业务在上海具有良好的口碑及市场地位。2008 年每股收益为 0.58 元，公司的汽车租赁、旅游包车业务、国际货运代理及机场货运站业务受经济放缓影响明显，我们预计公司 2009 年业绩将明显下降，预计每股收益在 0.46 元左右。2010 年随着全球及中国经济的复苏，上海世博会带来的客流，我们预计公司的租赁车业务、旅游包车业务量将明显回升，并且将通过提升价格提升盈利；而机场货运站业务将随着经济复苏而恢复增长，我们预计公司 2010 年每股收益为 0.58 元左右。公司 2008-2010 年动态市盈率分别为 19 倍、25 倍和 19 倍，估值水平处在合理价值区间。重估后每股净资产为 6.5 元左右，市净率为 1.72 倍。我们认为公司是一家基本面良好的公司，目前估值属于合理，而越来越近的上海世博会将带给公司主题投资的机会，首次给予公司“谨慎增持”评级。

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研究所，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。

国泰君安证券研究所

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

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com