

锦江投资 (600650)

世博会、经济复苏、国资整合，锦江投资的三架马车

公司深度研究报告

林园远 吴莉
021-38676654 010-59312710
Linyuanyuan@gtjas.com wuli@gtjas.com

本报告导读：
公司客运业受益世博会，机场货运、国际货代受益全球经济复苏。此外，其低温物流业的拓展、交运资产整合，将支撑其估值体系提升。

投资要点：

- 展望 2010 年，公司客运业将受益世博会，机场货运、国际货代将受益于全球经济复苏。除基本面好转外，公司低温物流业的拓展、市内出租车资产整合，以及集团相关资产注入等预期，将支撑起估值体系提升。
- 客运业受益于世博会契机，预计 10 年可增 EPS 0.03 元：公司运营的客运业务贡献约 60% 的净利润。出租车贡献了客运业利润的 60%，世博会期间，公司获政府发放的 320 辆出租车牌照，预计增厚业绩 0.0087 元；公司拥有租赁车共 1500 余辆，以长租为主，零租为辅，拥有商旅大客车 1000 余辆，受益经济复苏及世博会 7000 万客流量的影响，预计该业务有望增加公司约 0.022 元的 EPS。
- 机场货运及国际货代受益外部经济复苏，预计 2010 年可增 EPS 0.05 元：JHJ 国际货代、浦东国际机场货运以及低温物流业务约占利润的 40%，该业务对经济敏感度较大。2010 年在外部经济持续回升、中国进出口贸易强劲复苏的驱动下，预计机场货运、国际货代业务可增 EPS 0.05 元。
- 资产收购将带来外延式扩张空间：一方面，在上海市国资整合在继续推进，公司具有拓展动力。此外，强生控股已有久事 6000 余辆出租车资产，而锦江投资的出租车规模相对较小，故后期可能成为整合存量出租车资产的主力；另一方面，集团相关客运及物流资产具有整合预期，特别是集团间接控股浦东机场货运站 4.34% 的股权，如注入，则 10 年 EPS 还将增厚 0.04 元。
- 业绩预测及投资建议：预计锦江投资 2010-2011 年的 EPS 为 0.6、0.64 元，对应动态 PE29、27 倍；如集团将浦东机场货运站间接持股部分注入，则 2010-2011 年的 EPS 将为 0.64、0.69 元，对应动态 PE27、25 倍，而目前上海本地客运公司的平均 PE 为 40 倍。因此无论是从公司业绩估值，从世博会主题投资，还是本地股资产整合角度，锦江投资都可以作为配置股票。给予公司 35 倍 PE，预计一年内目标价为 21 元。

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,619	1,674	1,903	2,018	2,228
(+/-)%	19.2%	3.4%	13.7%	6.1%	10.4%
经营利润 (EBIT)	379	372	342	411	441
(+/-)%	15.4%	-1.8%	-8.1%	20.1%	7.2%
净利润	313	323	277	333	351
(+/-)%	11.3%	3.4%	-14.1%	20.0%	5.5%
每股净收益 (元)	0.57	0.59	0.50	0.60	0.64
每股股利 (元)	0.40	0.30	0.26	0.31	0.33

利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	23.4%	22.2%	18.0%	20.4%	19.8%
净资产收益率 (%)	17.5%	18.0%	14.6%	15.9%	15.4%
投入资本回报率 (%)	51.8%	58.0%	37.0%	30.6%	33.6%
EV/EBITDA	10.1	10.4	17.0	14.1	13.1
市盈率	24.5	23.7	27.6	23.0	21.8
股息率 (%)	2.9%	2.2%	1.9%	2.2%	2.3%

评级：谨慎增持
上次评级：谨慎增持
目标价格：¥21.00
上次预测：¥15.00
当前价格：¥18.26
2010.01.19

交易数据

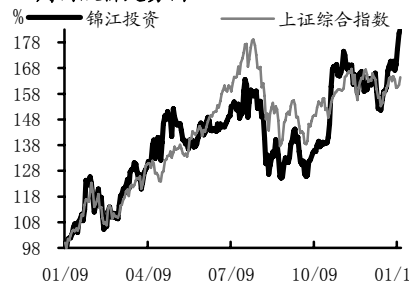
52 周内股价区间 (元)	9.04 ~ 17.64
总市值 (百万元)	9,664
总股本/流通 A 股 (百万股)	552/394
流通 B 股/H 股	161/0
流通股比例	0.71
日均成交量 (百万股)	5.8
日均成交值 (百万元)	78.0

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	1,793.64
每股净资产	3.25
市净率	4.3
净负债率	-32.6%

EPS (元)	2008	2009E
Q1	0.15	0.09
Q2	0.17	0.16
Q3	0.13	0.11
Q4	0.14	0.14
全年	0.59	0.50

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	23.6	38.9	84.7
相对指数	20.1	30.6	19.7

相关报告

锦江投资：下半年外向型业务有望回暖
(09.08.12)

模型更新时间: 2010.01.19

股票研究

交通储运业
公路运输业

锦江投资(600650)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥21.00

上次预测: ¥15.00

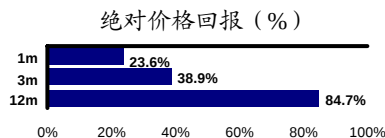
当前价格: ¥18.26

公司网址:

www.jjtz.com

公司简介

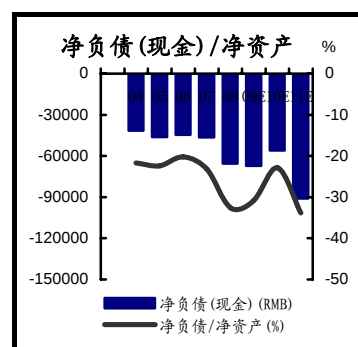
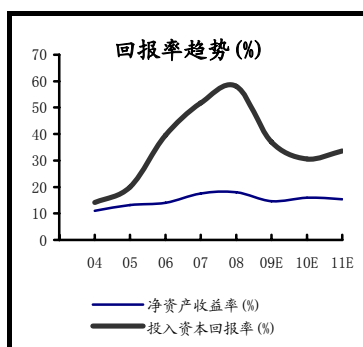
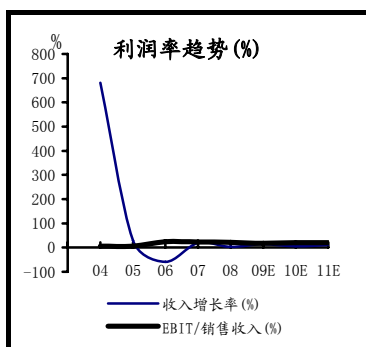
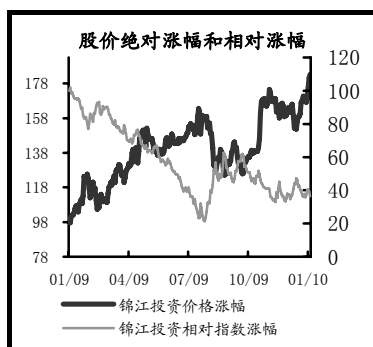
从事投资城市客运、物流等产业的上市公司。



52 周价格范围 9.04~17.64
市值 (百万) 9,664

财务预测 (单位: 百万元)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
损益表								
营业收入	2,532	3,280	1,359	1,619	1,674	1,903	2,018	2,228
营业成本	2,050	2,754	969	1,184	1,240	1,394	1,516	1,681
税金及附加	31	46	35	40	41	46	50	56
营业费用	158	188	123	128	131	150	158	175
管理费用	172	137	93	105	108	0	0	0
EBIT	130	168	329	379	372	342	411	441
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	172	178	178	216	218	155	249	270
财务费用	2	1	-5	-6	-11	-5	-4	-5
营业利润	127	167	334	385	383	348	415	446
所得税	66	54	7	26	33	30	39	47
少数股东损益	44	63	62	69	63	63	66	70
净利润	191	251	281	313	323	277	333	351
资产负债表								
货币资金、交易性金融资产	429	477	453	414	610	612	504	794
其他流动资产	522	345	348	211	190	217	220	250
长期投资	814	856	979	764	764	769	769	769
固定资产合计	869	964	1,065	858	806	775	1,016	1,030
无形及其他资产	72	81	186	137	136	136	136	136
资产合计	2,755	2,792	3,071	2,667	2,663	2,518	2,770	3,045
流动负债	787	727	841	563	580	337	331	355
长期负债	59	0	29	103	74	-2	-1	-1
股东权益	1,909	2,065	2,201	2,000	2,009	2,184	2,440	2,691
投入资本(IC)	718	722	816	686	591	852	1,222	1,182
现金流量表								
NOPLAT	101	144	322	355	343	315	374	397
折旧与摊销	174	259	275	254	242	34	40	47
流动资金增量	(92)	(113)	(94)	136	(40)	284	10	6
资本支出	(466)	117	80	(222)	(54)	0	400	0
自由现金流	(283)	407	583	522	492	633	824	450
经营现金流	337	479	530	365	418	(133)	181	186
投资现金流	118	(28)	(94)	456	381	295	(151)	270
融资现金流	(79)	(89)	(147)	(577)	(301)	(160)	(138)	(165)
现金流净增加额	375	362	289	244	499	3	(108)	290
财务指标								
成长性								
收入增长率	680.8%	29.5%	-58.6%	19.2%	3.4%	13.7%	6.1%	10.4%
EBIT 增长率	408.0%	29.5%	95.3%	15.4%	-1.8%	-8.1%	20.1%	7.2%
净利润增长率	1164.0%	34.0%	9.2%	11.3%	1.0%	-11.8%	17.1%	5.8%
利润率								
毛利率	19.0%	16.0%	28.7%	26.9%	25.9%	26.7%	24.9%	24.6%
EBIT 率	5.1%	5.1%	24.2%	23.4%	22.2%	18.0%	20.4%	19.8%
净利润率	7.5%	7.7%	20.7%	19.3%	19.3%	14.6%	16.5%	15.8%
收益率								
净资产收益率(ROE)	11.0%	13.2%	14.0%	17.5%	18.0%	14.6%	15.9%	15.4%
总资产收益率(ROA)	6.9%	9.0%	9.1%	11.7%	12.1%	11.0%	12.0%	11.5%
投入资本回报率(ROIC)	14.1%	19.9%	39.5%	51.8%	58.0%	37.0%	30.6%	33.6%
运营能力								
存货周转天数	2	3	11	11	13	13	13	13
应收账款周转天数	29	32	53	30	9	9	9	9
总资产周转天数	335	304	777	638	573	490	472	470
净利润现金含量	1.77	1.91	1.89	1.17	1.29	(2.11)	2.76	2.65
资本支出/收入	-18.39%	3.58%	5.89%	-13.74%	-3.22%	0.00%	19.82%	0.00%
偿债能力								
资产负债率	30.7%	26.0%	28.3%	25.0%	24.6%	13.3%	11.9%	11.6%
净负债率	-21.7%	-22.4%	-20.2%	-23.2%	-32.6%	-30.8%	-22.9%	-33.8%
估值比率								
PE	40.2	30.5	27.3	24.5	23.7	27.6	23.0	21.8
PB	4.4	4.0	3.8	4.3	4.3	4.0	3.7	3.4
EV/EBITDA	21.0	14.9	10.6	10.1	10.4	17.0	14.1	13.1
P/S	3.03	2.34	5.64	4.73	4.58	4.03	3.80	3.44
股息率	1.4%	2.2%	2.5%	2.9%	2.2%	1.9%	2.2%	2.3%



目录

1. 受益世博及经济复苏，各业务将全面回升	5
2. 客运业务：综合实力强，受益世博业绩有增	6
2.1. 出租车业务：世博新增出租车资源对公司业绩略有增厚	6
2.2. 租赁车及客车业务：同步经济，受益世博	7
3. 物流仓储业：外需复苏，物流仓储大幅回升	9
3.1. 2010 年外贸复苏、产能利用率提高驱动机场货运站公司盈利回升	9
3.2. 国际货代业务也将受益于外贸强劲复苏	11
3.3. 冷链物流：前景光明，但短期受制其规模及规格，业绩增厚有限	11
4. 资产收购将带来外延式扩张空间	12
4.1. 上海市国资整合继续推进，锦江投资仍将自我扩张	12
4.2. 大股东旗下资产注入预期	13
5. 业绩预测及投资建议	14
5.1. 业绩预测	14
5.2. 投资建议	14

图表目录

图 1: 客运收入占营业收入的 61.7%3%	5
图 2: 物流货运总净利的 33%	5
图 3: 受制经济危机, 浦东机场货运站中期业绩同比下滑 63%	5
图 4: 股权结构及主要的参控股公司	6
图 5: 客运业务市场占有率情况	8
图 6: 租赁车、客车收益属性分析	8
图 7: 锦江投资间接上海浦东机场货运站公司 13%股权	9
图 8: 公司冷库分布及合作伙伴	11
图 9: 中产阶级人均冷藏库量 (立方英尺)	12
图 10: 冷藏运输率 (易腐货物采用冷藏运输所占的比例)	12
图 11: 目前尚有 42%的存量出租车	13
图 12: 上海市出租车公司股东背景	13
图 13: 奥运概念股与行业市盈率比较图	15
表 1: 货运、仓储业务占公司净利的 30%以上 (单位: 万元)	5
表 2: 新增出租车对公司业绩的影响	6
表 3: 出租车营运假设	7
表 4: 租赁车、客车业务对 2010 年客运业业绩的影响	8
表 5: 浦东国际机场货运站公司经营情况	10
表 6: 9 月份以来浦东国际机场货运站公司货量大幅回升, 且绝对量超过 2007 年水平	10
表 7: 锦海捷亚国际货运公司经营情况 (公司持有 50%股权)	11
表 8: 2009 年来三大出租车公司频收交运资产	12
表 9: 可能收购的资产	13
表 10: 业绩预测表	14
表 11: 客运公司估值现状	14
表 12: 物流公司估值现状	15

1. 受益世博及经济复苏，各业务将全面回升

公司业务以客运为主，物流仓储为辅。其中客运业务依然为公司的主力军，贡献约 60% 的净利润，该部分业务相对稳定；后期发展的 JHJ 国际货代、浦东国际机场货运以及低温物流业务约占利润的 40%，对经济敏感度较大，其中参股的浦东机场货运站，在经济危机的影响下，2009 年上半年业绩大幅下降 63%。

展望 2010 年，世博会带来的 7000 万旅游人次，将保证公司客运及低温物流业务稳中有升；外部经济回暖，将支撑国际货代及机场货运业务快速恢复。除了基本面好转外，公司低温物流业务上的拓展、市内出租车资产整合，以及集团客运、物流资产注入等预期，也支撑其估值体系的提升。

图 1：客运收入占营业收入的 61.7%

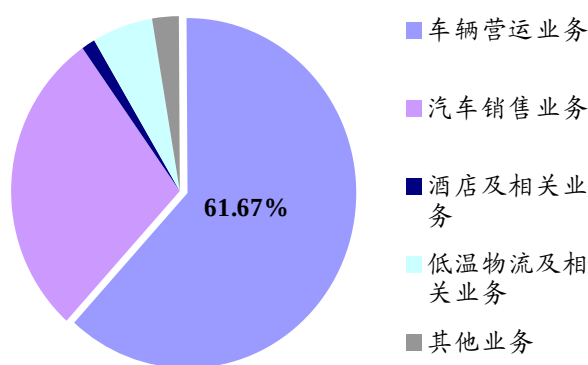
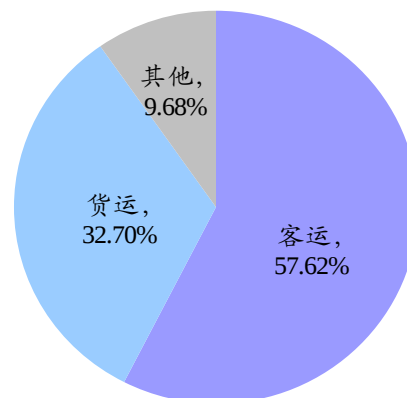


图 2：物流货运总净利的 33%



数据来源：08 年公司年报，国泰君安销售交易总部

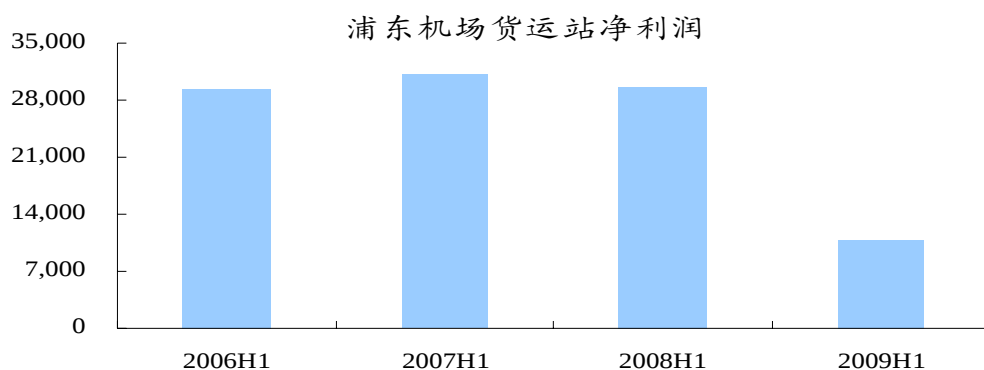
数据来源：08 年公司年报，国泰君安销售交易总部

表 1：货运、仓储业务占公司净利的 30% 以上（单位：万元）

归属母公司净利	锦江汽车	大众新亚	锦江商旅	锦江国际低温物流	锦海捷亚	浦东国际机场货运站
2007	17,088.60	1,243.94	814.18	1,032.00	2,189.00	8,667.49
2008	16,663.00	1,159.22	795.83	1,204.00	1,995.42	7,362.31
净利润占比	锦江汽车	大众新亚	锦江商旅	锦江国际低温物流	锦海捷亚	浦东国际机场货运站
2007	54.67%	3.98%	2.60%	3.30%	7.00%	27.73%
2008	51.57%	3.59%	2.46%	3.73%	6.18%	22.79%

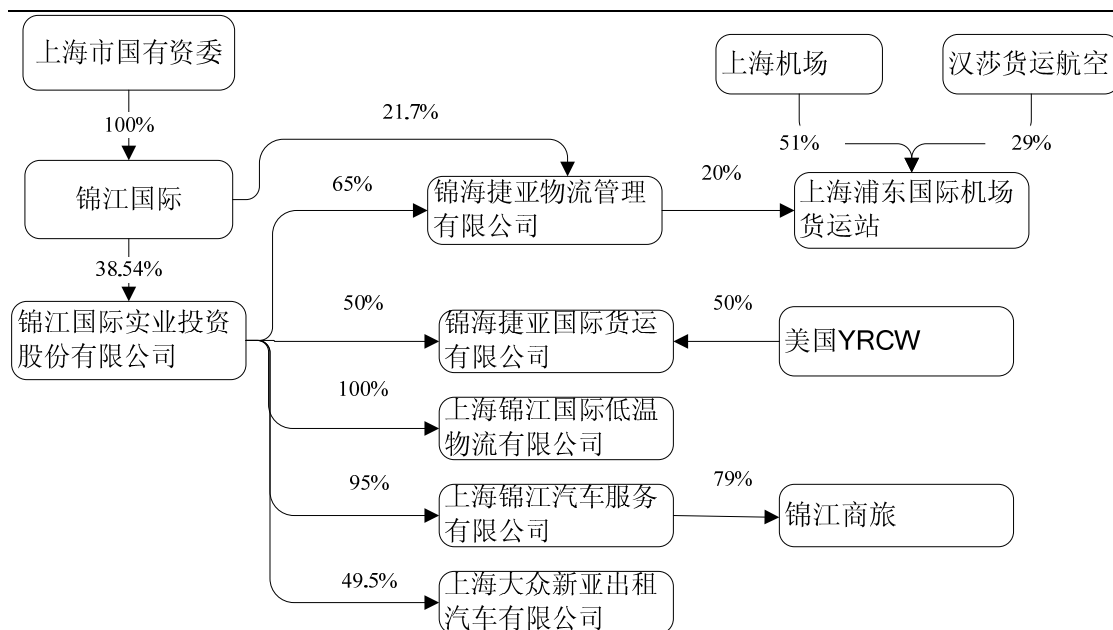
数据来源：国泰君安销售交易总部

图 3：受制经济危机，浦东机场货运站中期业绩同比下滑 63%



数据来源：国泰君安销售交易总部

图 4: 股权结构及主要的参控股公司



数据来源：公司资料，国泰君安证券

2. 客运业务：综合实力强，受益世博业绩有增

公司经营的客运业务，包括出租车、租赁车、大客车三类。其中出租车业务将直接受益于车队规模扩张，租赁车和大客车业务则取决于市场活跃度。

- **出租车业务：**出租车因采取收取月固定费用的方式营运，因此其利润的增加只能通过出租车规模扩张来实现。
- **租赁车业务：**该业务一般采取长租或零租的方式营运。其中，长租客户多为外事单位，因此这部分业务与经济复苏相关；零租客户则取决于市场活跃度，因此该部分将直接受益世博会。
- **商旅客车业务：**该业务多为旅游包车，预计世博会带来客流量将对该业务业绩有提升。

2.1. 出租车业务：世博新增出租车资源对公司业绩略有增厚

公司现有出租车数量，占市场总额的 11%，贡献了其客运业利润的 60%。

世博期间，上海政府发放 2000 辆免费使用 5 年的牌照资源，其中大众交通、锦江投资、强生控股、海博股份将分别得 370、320、320、320、320 辆。如不考虑公司 2010 年出租车收购因素，按照每辆 1.5 万/年计算，则对预计公司业绩可增厚 0.0087 元。

表 2: 新增出租车对公司业绩的影响

上市公司	出租车资源（不考虑资产注入及收购）		市场占有率	业绩增厚
	市内出租车	世博会新增		
大众交通	8758	372	20%	0.0035
海博股份	6221	320	14%	0.0103
强生控股	5850	320	13%	0.0059
锦江投资	4747	320	11%	0.0087

数据来源：国泰君安销售交易总部销售交易总部

表 3: 出租车营运假设

月营业收入	元/月辆	年数据	备注
管理费	8595	103140	800 元的养路费让利给司机, 2010 年起管理费下降 200 (9595-800-200)
营业税及附加	320	3836.16	参见《巴士重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书》
折旧	1425-1781	17100-21375	业内折旧年限多为 4-5 年, 残值多为 5%, 锦江投资为 6 年双倍余额递减法
车辆保险	510	6123.5	参见《巴士重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书》
养路费	200	2400	上海市内征收
修理费	250	3000	参见《巴士重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书》
车船税	450	5400	参见《巴士重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书》
福利养老医保等	2634	31603.20	
车队管理费	300	3600	参见《巴士重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书》
其他	300	3600	参见《巴士重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书》
车辆资金成本	480	5760	参见《巴士重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书》
所得税	25%	25%	
净利润	1027.6-1294.8	12331.6-15537.9	

数据来源: 国泰君安销售交易总部销售交易总部 (2010 年起管理费下调 200 元/车月; 沪 IV93#汽油月加权平均油价超过现运价所对应的 6.43 元/升上限后, 超过部分由政府全额; 折旧年限区间为 4-5 年)

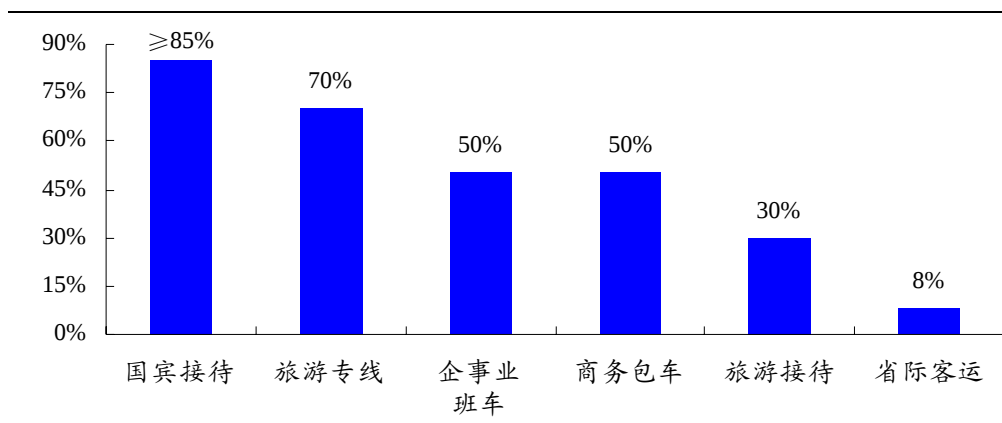
2.2. 租赁车及客车业务: 同步经济, 受益世博

1. 租赁车业务: 公司的汽车租赁业务综合实力强, 贡献了其客运业务利润的 20% 以上, 市场占有率为 30-40%。目前共拥有租赁车辆 1500 辆, 主要租赁给外企及大型国有企业, 在外事、国宾接待和大型国际会议接待方面具有议价优势。

- **国宾车队:** 公司拥有一队国宾车队, 一直都与政府有良好的合作。世博会期间, 尽管该业务在价格谈判上或无优势, 但鉴于国宾接待、大型会晤数量的提升, 车队利用率将有保障。
- **外事单位长租车队:** 公司拥有六队租赁车, 主要为长租, 少部分为零租。长租业务主要针对外企及大型国有企业, 零租业务针对市场散客, 因此该业务对经济的敏感度较高。09 年, 在经济低迷的背景下, 长租、零租业务均有下滑。2010 年, 一方面受益于经济复苏及世博会, 长租、零租业务量将有回升, 另一方面公司拟于 2010 年继续扩大租赁车规模, 从而最大限度的享有世博会带来的商业契机。

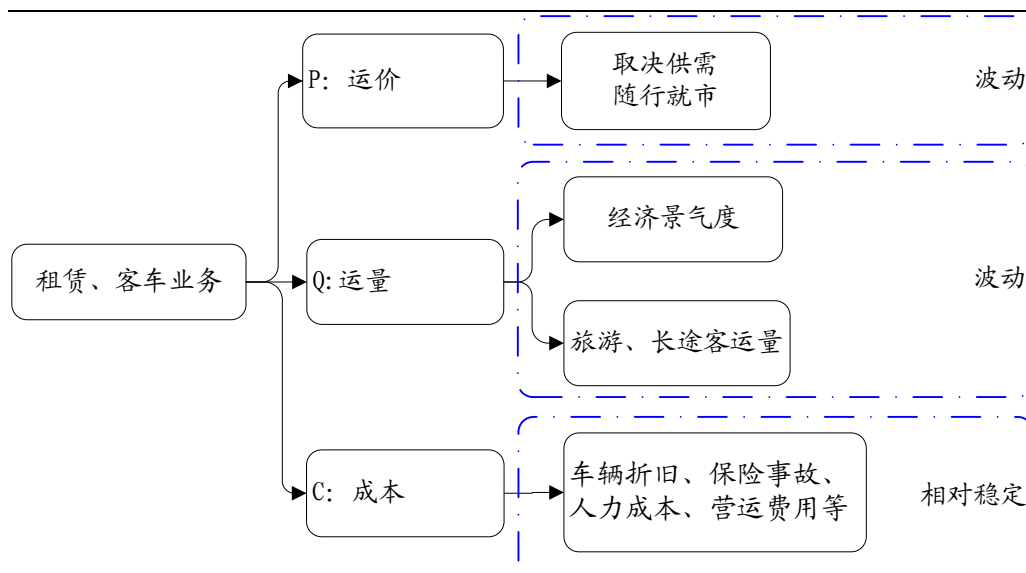
2. 大客车业务: 公司大客车业务占其客运业务利润的 10% 左右, 目前约拥有大客车 1000 多辆, 具有国家道路旅客运输一级企业资质, 可兼顾省内外运营, 每年接待入境旅游团队人数位居上海首位。由于公司大客车主要包括旅游包车及长途客运, 因此其同样受益于经济复苏及世博会带来的旅客流量。

图 5: 客运业务市场占有率情况



数据来源: 公司 2004 年资产重组公告, 国泰君安销售交易总部

图 6: 租赁车、客车收益属性分析



数据来源: 国泰君安销售交易总部

3、业绩敏感度分析: 据悉, 往年公司租赁车、商旅客车贡献的净利分别约 2000 万、1000 万。2009 年, 控股子公司上海锦江汽车服务有限公司受让了汽车工业总公司、北京昆仑饭店有限公司共 30% 的股权, 因此 09 年商旅客车的贡献利润增加到 1300 万左右。考虑 2010 年经济复苏、世博会 7000 万客流量的影响以及公司将新增的租赁车辆, 该业务将在 09 年低基数的基础上得到回升。预计该业务有望增加公司约 0.022 元的 EPS。

表 4: 租赁车、客车业务对 2010 年客运业业绩的影响

大客车 \ 租赁车		20%	25%	30%	35%	40%	45%
	10%	0.010	0.011	0.013	0.015	0.017	0.019
	20%	0.012	0.014	0.016	0.017	0.019	0.021
	30%	0.014	0.016	0.018	0.020	0.022	0.023
	40%	0.017	0.018	0.020	0.022	0.024	0.026
	50%	0.019	0.021	0.023	0.024	0.026	0.028
	60%	0.021	0.023	0.025	0.027	0.029	0.030
	70%	0.024	0.026	0.027	0.029	0.031	0.033

数据来源: 国泰君安销售交易总部 (注: 表为租赁车、客车业务净利润变化幅度对应的 EPS)

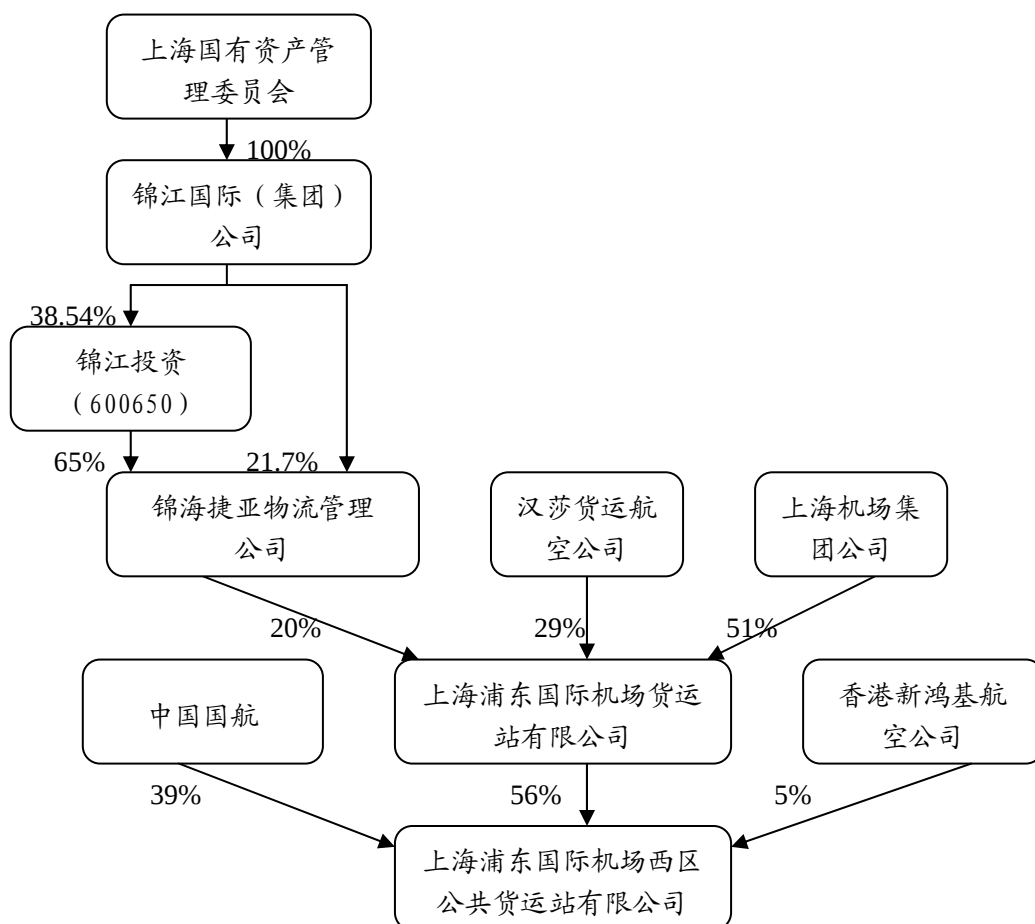
3. 物流仓储业：外需复苏，物流仓储大幅回升

公司物流仓储业务主要来源于浦东机场国际货站（PACTL,持股 13%）、锦海捷亚国际货运代理（JHJ, 持股 50%）及锦江国际低温物流有限公司(持股 100%)。根据 2008 年年报，三公司分别贡献 7362 万、1995 万、1204 万净利，占总利润的 22.8%、6.2%、3.7%。

3.1. 2010 年外贸复苏、产能利用率提高驱动机场货运站公司盈利回升

公司间接持有浦东机场货运站公司 13%的股权，其营运资产为浦东机场 I、II 期货运站，设计货物处理能力为 100 万吨/年，2007 年吞吐能力已经基本饱和。浦东货运站公司 2008 年 6 月开始投资建设浦东西区公共货运站，持股比例 56%。西区公共货站总投资 20 亿元，年货物处理能力为 120 万吨，2008 年 12 月 1 日正式投入运营。浦东机场货运站公司 98%的货运量为国际货运量，主要受中国外贸进出口的驱动。

图 7：锦江投资间接上海浦东机场货运站公司 13%股权



数据来源：国泰君安销售交易总部

09 年上半年，一方面受外需下滑影响货物处理量同比减少 37%，另一方由于西区公共货站交付使用导致折旧等成本攀升，中期浦东机场货运站公司净利润仅为 1.09 亿元，同比减少 63%。4 季度以来在国际主要经济体走出衰退阴影、外需回暖的驱动下，浦东机场货站公司货物处理量强劲回升，9-12 月同比增速分别达到 15%、16%、41%和 87%。

2010 年在外部经济持续回升、中国进出口贸易强劲复苏的驱动下，预计全年浦东机场

货站公司货物处理量增速将达到 25%以上, 产能利用率的提升将驱动其毛利率及业绩大幅回升。我们预计浦东机场货站公司 2010-2011 年净利润分别达到 5.5 亿元和 6.5 亿元, 对公司的业绩贡献分别为 0.13 元和 0.15 元。如公司大股东将锦海捷亚物流管理有限公司 65% 的股权注入, 则公司参股浦东机场的股权比重将增加到 17.34%, 由此, 则 2010-2011 年贡献的利润将为增加到 0.17、0.21 元。

表 5: 浦东国际机场货站公司经营情况

	2007A	2008A	2008H	2009H	2009E	2010E	2011E
货物处理量 (万吨)	109	103	53	33	91	114	134
同比增长		-5%		-37%	-12%	25%	18%
单位吨收入 (元/吨)	1,013	985	997	802	900	985	985
同比增长		-3%		-20%	0%	0%	0%
营业收入 (万元)	109,924	101,610	52,512	26,560	81,977	112,244	132,448
同比增长		-8%		-49%	-19%	37%	18%
成本费用合计 (万元)	43,251	32,545	16,313	12,898	35,783	41,478	46,604
同比增长		-25%		-21%			
折旧 (万元)	3,000	3,000	1,500	6,500	13,000	13,000	13,000
其他变动成本费用合计 (万元)	40,251	29,545	14,813	6,398	22,783	28,478	33,604
利润总额	78,439	69,065	36,199	13,663	46,194	70,766	85,844
同比增长							
净利润 (万元)	66,673	56,633	29,683	10,930	36,956	55,198	65,242
同比增长		-15%		-63%	-35%	49%	18%
贡献投资收益 (万元)	8,667	7,362	3,859	1,421	4,804	7,176	8,481
贡献 EPS (元)	0.16	0.13	0.07	0.03	0.09	0.13	0.15
如考虑 4.33% 机场参股权注入, 则 EPS 为						0.17	0.21

数据来源: 国泰君安销售交易总部 (尚未有公开资料表明 4.33% 股权注入时间、方案, 故暂不考虑摊薄问题)

表 6: 9 月份以来浦东国际机场货站公司货量大幅回升, 且绝对量超过 2007 年水平

浦东国际机场货站公司月度货物处理量 (万吨)					
	07 年货量	08 年货量	同比增长	09 年货量	同比增长
1 月	7.48	8.46	13%	4.15	-51%
2 月	6.44	7.02	9%	4.28	-39%
3 月	8.99	9.89	10%	6.06	-39%
4 月	9.31	9.49	2%	6.26	-34%
5 月	8.43	8.85	5%	5.89	-33%
6 月	9.41	8.94	-5%	6.47	-28%
7 月	9.18	9.36	2%	7.49	-20%
8 月	9.53	9.15	-4%	7.55	-18%
9 月	9.83	8.75	-11%	10.05	15%
10 月	9.76	9.37	-4%	10.90	16%
11 月	10.44	8.25	-21%	11.61	41%
12 月	9.61	5.57	-42%	10.41	87%
合计	108.43	103.12	-5%	91.13	-12%

数据来源: 国泰君安销售交易总部 (注: 09 年开始浦东机场 I、II 期货运站和西区公共货站的货量合并在一起统计)

3.2. 国际货代业务也将受益于外贸强劲复苏

锦海捷亚国际货运有限公司（JHJ）创立于1992年，主要经营海运、空运进出口货物的国际运输代理业务，公司和美国YRCW各拥有了JHJ50%的股权（利润贡献计入投资收益）。JHJ具有A级货代资质、是IATA成员，连续多年在国内货代行业名列除几大“中”字巨头以外的前列，具有较高的市场知名度。

国际货运代理业务其核心驱动因素也是中国外贸进出口。2009年上半年同样受外需下滑影响，JHJ营业收入同比下降42%，净利润同比下降63%，对公司的业绩贡献仅为0.01元。我们预计在外需复苏，进出口货量强劲回升的驱动下，2010年JPJ净利润水平将回升至2007年的水平，对公司的业绩贡献将达到0.04元。

表 7：锦海捷亚国际货运公司经营情况（公司持有 50% 股权）

	2007A	2008A	2008H	2009H	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	260686.00	262272.00	138818.00	80006.00	236045.00	283254.00	334239.72
同比增长		0.01		-0.42	-0.10	0.20	0.18
净利润（万元）	4378.00	3991.00	2005.00	734.00	3592.00	4346.32	5128.66
同比增长		-0.09		-0.63	-0.10	0.21	0.18
贡献投资收益（万元）	2189.00	1995.50	1002.50	367.00	1796.00	2173.16	2564.33
贡献 EPS（元）	0.04	0.04	0.02	0.01	0.03	0.04	0.05

数据来源：国泰君安销售交易总部

3.3. 冷链物流：前景光明，但短期受制其规模及规格，业绩增厚有限

公司拥有吴淞、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。这部分收入主要由储存、进库出库的操作费构成，现多以鸡鸭鱼肉等低附加值的产品为主。

公司冷链物流业务年盈利在 1200 万左右，尽管世博会带来的客流量会增加冷链物流的需求，但受制于其规模及规格的限制，业绩增厚有限。

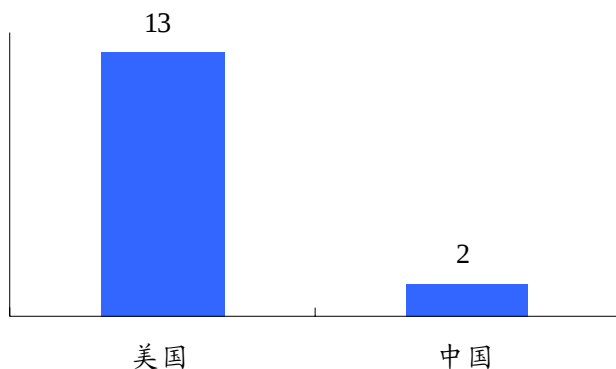
目前吴淞在改造，预计可能与后年投产，投产后，该冷库将可储存生鱼片等高附加值的物品，收益率将有进一步提升。

图 8：公司冷库分布及合作伙伴



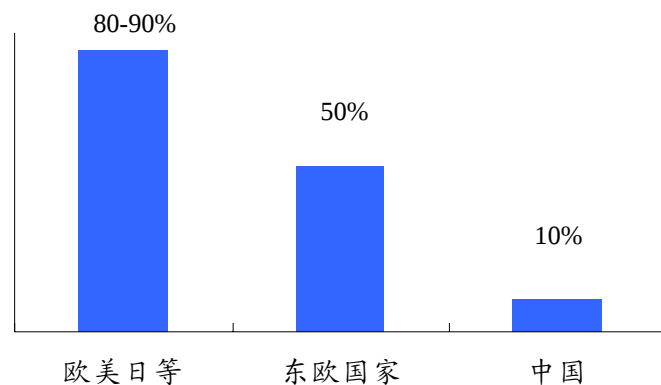
数据来源：公司网页，国泰君安销售交易总部

图 9: 中产阶级人均冷藏库量 (立方英尺)



数据来源: CISC-SHANGHAI, 国泰君安销售交易总部

图 10: 冷藏运输率 (易腐货物采用冷藏运输所占的比例)



数据来源: 物流管理研究室, 国泰君安销售交易总部

4. 资产收购将带来外延式扩张空间

4.1. 上海市国资整合继续推进, 锦江投资仍将自我扩张

上海交运上市公司将成省内交运资源上市平台: 在 2010 年上海国资国企工作会议上, 市国资委主任杨国雄在会上明确表示, 2010 年市属经营性国资资本证券化率要在 2009 年的基础上再提高 6-7 个百分点, 达到 30% 以上, 意味着将有 203 亿-237 亿元国资通过各种方式实现上市, 因此, 上海市交运上市公司将成为市内交通运输业务资产整合的平台。

国资旗下三家出租车公司发展壮大自我动力较强: 从股东背景看, 强生控股、锦江国际、海博股份都归属上海市国资委, 后期存在国有资产注入预期; 从政府角度看, 目前将这三家出租车公司整合成两家, 甚至是一家的难度较大; 从公司层面, 无论是从避免被整合角度, 还是从壮大自己吸引政府将优质交运资产注入角度, 三家公司都会采取整合存量市场上出租车资产, 拓展相关辅业, 发展壮大自己的战略。这从 2009 年来各公司的扩张步伐中, 可略见一二。

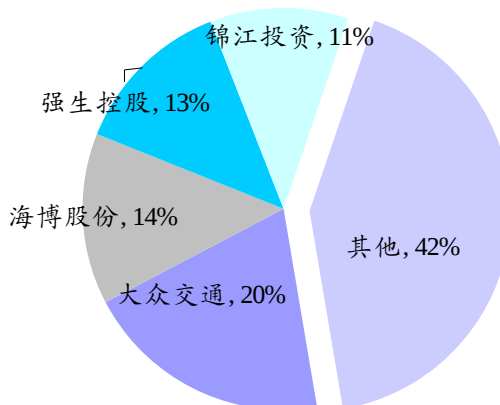
表 8: 2009 年来三大出租车公司频收交运资产

公司	收购交运资产事件	新增出租车资源
海博股份	竞拍上海海博出租汽车有限公司 5% 股权	1621 辆(含临港 30 辆)
	受让上海巴士宏通投资发展有限公司 (下称“巴士宏通”) 60% 的股权	
强生控股	受让上海新淮海汽车服务有限公司 100% 股权	350
锦江投资	受让上海电气汽车服务有限公司出让的 132 辆出租车牌照及固定资产	132
	受让上海棱光实业股份有限公司出让 115 辆出租车牌照及固定资产等	115
	控股子公司上海锦江汽车服务有限公司受让上海汽车工业 (集团) 总公司、北京昆仑饭店有限公司分别持有的上海锦江商旅汽车服务股份有限公司 20%、10% 股权	

数据来源: 国泰君安销售交易总部

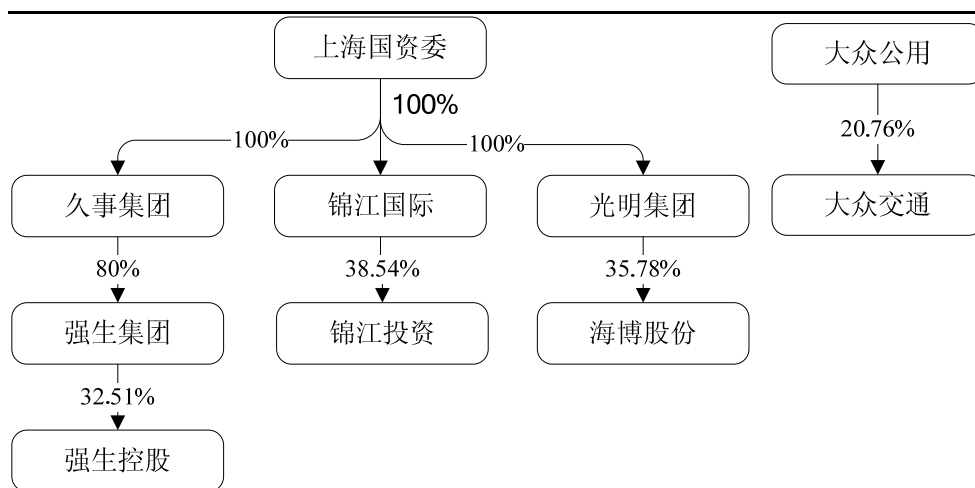
锦江投资或成为出租车资产整合主力：展望 2010 年，久事集团 6000 余辆出租车资产注入强生控股预期明确，注入后，其整合存量出租车资产的力度或将下降；海博股份 09 年已收购了 1621 辆出租车资产，锦江投资现有的出租车规模相对较小，因此预计其或成为国有出租车资产整合主力。

图 11：目前尚有 42%的存量出租车



数据来源：国泰君安销售交易总部

图 12：上海市出租车公司股东背景



数据来源：国泰君安销售交易总部

4.2. 大股东旗下资产注入预期

大股东上海锦江国际集团是国内规模最大的综合性旅游企业集团之一，现已将各大主业分由“锦江酒店”（2006HK，酒店主业）、“锦江股份”（600754、900934，酒店餐饮主业）、“锦江旅游”（900929，旅游主业）、“锦江投资”（600650、900914，客运主业）4 家上市公司运营。

由此可见，锦江国际集团战略清晰，因此相关客运及物流资产整合依旧可以期待。

表 9：可能收购的资产

单位名称	可能实施收购兼并的股权比例	2008 年 (万元)	业绩增厚量 (万元)	EPS (元)
上海锦江汽车服务有限公司	5%	17540.00	877.00	0.02
锦海捷亚物流管理有限公司	21.7%			
——上海浦东国际机场货运站有限公司	4.33% (折合)	56633.13	2454.48	0.04

新天大众低温物流有限公司	37%	50.46	18.67	0.00
合计		75815.26	4145.98	0.08

数据来源：国泰君安销售交易总部

5. 业绩预测及投资建议

5.1. 业绩预测

根据以上分析,我们认为锦江投资 2010-2011 年的 EPS 为 0.6、0.64 元,对应动态 PE29、27 倍;如集团将 21.7%的锦海捷亚物流管理公司股权注入,则公司对浦东机场货运站的持股比例将增加 4.34%,由此,2010-2011 年的 EPS 将为 0.64、0.69 元,对应动态 PE27、25 倍。

表 10: 业绩预测表

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
1、客运板块权益盈利					
其中: 锦江商旅	814.18	795.83	1,235.13	1,605.67	1,637.79
上海锦江汽车服务有限公司	17,088.60	16,663.00	16,996.26	18,186.00	18,549.72
上海大众新亚出租汽车有限公司	1,244.11	1,159.22	1,251.96	1,352.12	1,419.72
EPS-1	0.35	0.34	0.35	0.38	0.39
2、物流仓储					
其中: 上海锦江国际低温物流有限公司	1,032.00	1,204.00	1,179.92	1,356.91	1,384.05
锦海捷亚国际货运有限公司	2,189.00	1,995.42	1,796.00	2,173.16	2,564.33
上海浦东国际机场货运站有限公司	8,667.49	7,362.31	4,804.23	7,175.71	8,481.41
EPS-2	0.22	0.19	0.14	0.19	0.23
其他	223.93	3,130.77	300.00	1,000.00	1,000.00
归属母公司的利润	31,259.32	32,310.55	27,563.50	32,849.56	35,037.02
合计	0.57	0.59	0.50	0.60	0.64
如考虑 4.33%机场参股权注入, 则 EPS 为				0.64	0.69

数据来源：公司公告，国泰君安销售交易总部

5.2. 投资建议

1、公司现有估值略低于行业均值：目前客运、物流行业对应 2010 年的 PE 约 37、35 倍，均高于公司估值。我们认为，无论是从公司业绩估值角度，还是从世博会主题投资、本地股资产整合角度，锦江投资都可以作为配置股票。

2、世博会主题投资机会来临时，行业可享有估值溢价：尽管奥运会并未实质性给相关企业带来业绩增厚，但在其举办前半期内，多数奥运概念股存在估值溢价。根据这一经验，预计当世博主题投资机会来临时，锦江投资将可享有估值溢价。

3、目标价：总的来说，公司业绩受益世博、全球经济复苏，预计 2010 年 EPS 为 0.6 元，若集团注入 21.7%的锦海捷亚物流管理公司，则 EPS 将为 0.64 元。公司现有估值低于行业，在业绩复苏、世博概念以及本地股整合的背景下，给予公司 35 倍 PE，预计一年内目标价为 21 元。

表 11: 客运公司估值现状

排名	代码	简称	最新价格	PB	每股收益 (元)				市盈率		
			(元)		08A	09E	10E	11E	09E	10E	11E
		行业均值 (整体法)	11.70	5.07					47.00	37.06	35.69

	行业中值		12.82	4.96					38.03	31.56	30.04
1	600561	江西长运	12.82	4.25	0.35	0.47	0.52	0.56	27.28	24.65	22.89
2	600611	大众交通	13.12	4.71	0.24	0.32	0.34	0.30	41.00	38.59	43.73
3	600650	锦江投资	17.52	5.17	0.59	0.50	0.60	0.64	35.06	29.20	27.38
4	600662	强生控股	9.16	4.89	0.14	0.15	0.27	0.28	61.07	33.93	32.71
5	600708	海博股份	10.20	5.04	0.32	0.34	0.38	0.41	30.00	26.84	24.88
6	600834	申通地铁	13.14	6.36	0.17	0.15	0.19	0.21	87.60	69.16	62.57

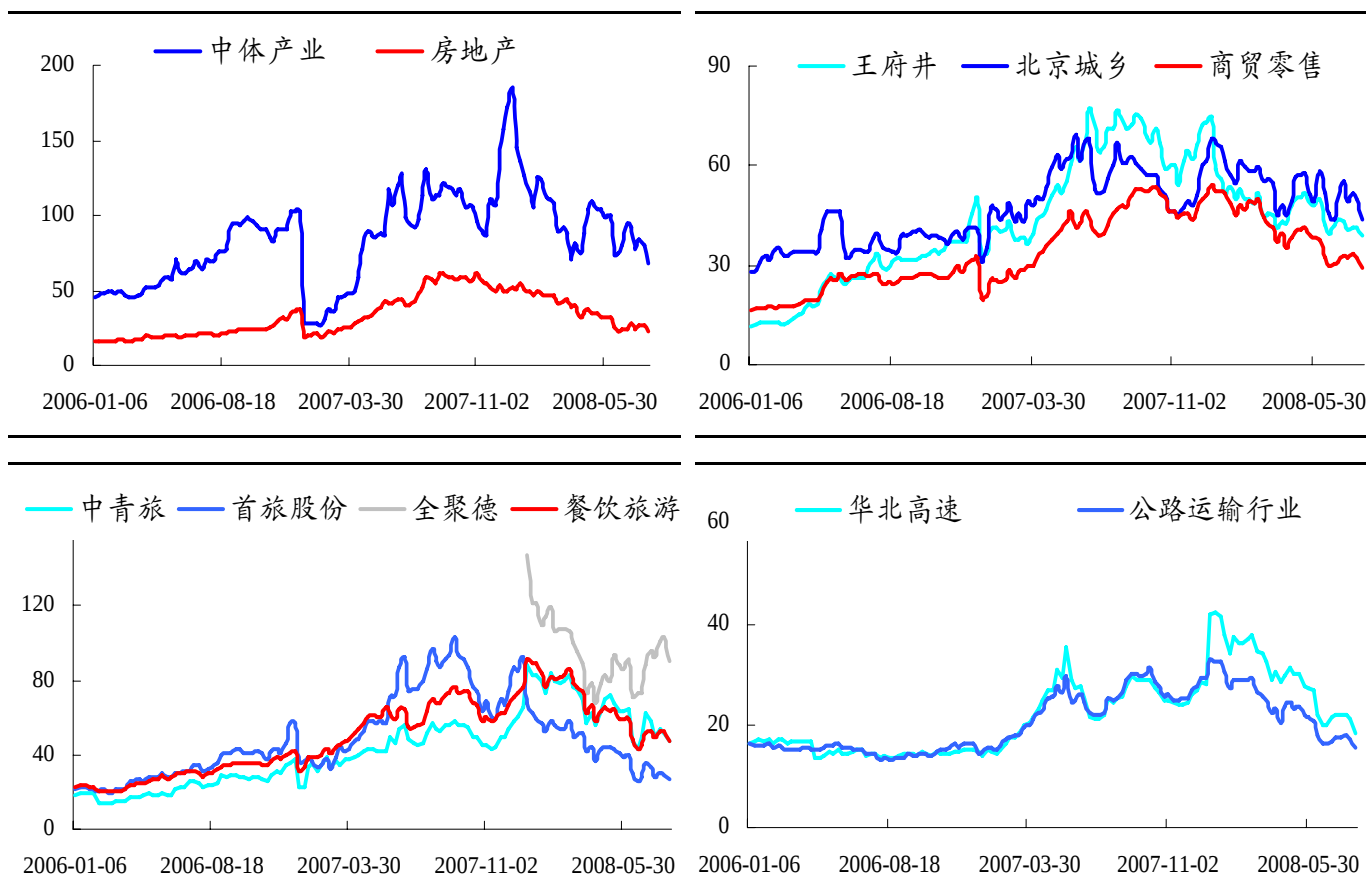
数据来源：公司公告，国泰君安销售交易总部

表 12：物流公司估值现状

排名	代码	简称	最新价格 (元)	每股收益(元)				市盈率			
				08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
		行业均值(整体法)	11.15	0.2295	0.2928	0.3451	0.4052	26.66	45.46	34.66	29.53
		行业中值	11.71	0.2579	0.3131	0.4413	0.5128	25.45	57.26	33.05	31.95
1	002183	怡亚通	17.53	0.6100	0.3787	0.5974	0.6006	43.21	46.29	29.34	29.19
2	002210	飞马国际	12.75	0.2660	0.1863	0.6176	0.7598	74.17	68.45	20.64	16.78
3	002245	澳洋顺昌	16.27	0.3939	0.2385	0.4441	0.4688	92.21	68.22	36.64	34.71
4	300013	新宁物流	33.44	0.4600	0.4345	0.5811	0.7426	96.91	76.96	57.55	45.03
5	600119	长江投资	10.61	0.0053	0.0000	0.1301	0.1561	2,400.95	0.00	81.54	67.95
6	600676	交运股份	9.26	0.2620	0.0000	0.1422	0.1709	45.98	0.00	65.12	54.18
7	600787	中储股份	10.18	0.2097	0.3127	0.4385	0.5568	55.34	37.11	26.46	20.84
8	600794	保税科技	11.19	0.2000	0.3136	0.3798	0.4353	56.53	35.68	29.46	25.71

数据来源：公司公告，国泰君安销售交易总部

图 13：奥运概念股与行业市盈率比较图



数据来源：国泰君安销售交易总部

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销售交易总部销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安销售交易总部股票投资评级标准:

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。

国泰君安销售交易总部行业投资评级标准:

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。

国泰君安销售交易总部销售交易总部

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

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com