

江西长运 (600561) \ 交通运输

——多元化协同发展，商业价值潜力巨大

投资要点：

► 中国公路客运第一股，江西省客运绝对龙头

公司是中国公路客运第一股，通过参与整合道路客运资源，已基本覆盖江西公路运输服务网络，是江西省运输行业跨省跨区、公路客运线路最长、公路营运车辆最多、资产规模最大的骨干企业。

► 积极应对铁路分流，持续完善客运网络

面对高铁竞争，公司注重发挥自身灵活、便捷优势，扬长避短，适时根据实际调整营销策略，与铁路客运实施错位发展，发展城乡客运、农村客运、专线客运，旅游客运，拓展增值服务，同时通过重组兼并联合，提升规模化和集约化经营能力。

► 推进客运站场建设，商业价值凸显

近两年，公司开始尝试站场商业物业发展的战略突破。公司在江西各大城市核心地段拥有的大量土地储备以及陆续建设完成的交通客运枢纽项目具备巨大的商业价值提升空间，商业物业发展将成为未来增厚公司业绩的最大看点。

► 积极布局省内旅游产业，搭乘行业高速增长快车

在省内旅游收入持续高速增长的大背景下，公司力求打破单一客运格局，客运班线与旅游嫁接，构建新的增长点。公司目前旅游业务主要包括出境旅游、境内旅游、旅游运输、法水温泉旅游景区与酒店业务运营等。

► **盈利预测：**预计2016-2018年公司EPS为0.04元、0.32元、0.47元。考虑到公司在江西各大城市核心地段拥有的大量土地储备以及陆续建设完成的交通客运枢纽项目蕴藏着巨大的商业价值，未来随着客运、租赁、旅游业务一体化协同程度的不断提高，公司的潜在价值有望逐步释放，首次覆盖并给予“推荐”评级。

► 风险提示

高速铁路对公司客运业务造成持续冲击，投资及并购项目业绩不达预期。

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2,568.50	2,456.35	2,161.59	2,204.82	2,315.06
增长率 (%)	4.67%	-4.37%	-12.00%	2.00%	5.00%
EBITDA (百万元)	624.68	630.39	503.14	568.36	654.46
净利润 (百万元)	148.83	77.14	9.18	74.79	110.95
增长率 (%)	9.72%	-48.17%	-88.10%	714.44%	48.35%
EPS (元/股)	0.63	0.33	0.04	0.32	0.47
市盈率 (P/E)	20.76	40.04	336.37	41.30	27.84
市净率 (P/B)	2.09	2.04	2.03	1.97	1.89
EV/EBITDA	6.68	8.93	11.13	10.34	9.50

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：

推荐
首次覆盖

当前价格：

13.20元

目标价格：

元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	237/237
流通A股市值 (百万元)	3,072
每股净资产 (元)	6.32
资产负债率 (%)	68.72
一年内最高/最低 (元)	15.78/9.89

一年内股价相对走势



分析师

陈晓

执业证书编号：S0590513120001

联系人陈晓王正成

电话：0510-85613713

Email: chenx@glsc.com.cn

wangzc@glsc.com.cn

相关报告

正文目录

1.	中国公路客运第一股，江西省客运绝对龙头.....	3
1.1.	公司简介及股权结构.....	3
1.2.	客运网络覆盖江西，面向全国.....	3
1.3.	道路客运业务贡献绝大部分利润.....	4
2.	积极应对铁路分流，持续完善客运网络.....	5
2.1.	铁路造成分流，公路运输进入微利时代.....	5
2.2.	采取错位竞争，积极布局新干线.....	6
3.	推进客运站场建设，商业价值凸显.....	8
3.1.	交通运输与区域经济系统一体化协同发展.....	8
3.2.	商业开发成公司未来最大看点.....	9
4.	积极布局省内旅游产业，搭乘行业高增长快车.....	10
4.1.	旅游市场持续繁荣，行业政策进入蜜月期.....	10
4.2.	江西旅游资源丰富，旅游业务收入位居全国前列.....	11
4.3.	公司大力开拓“运游结合”模式，搭乘旅游业顺风车.....	13
5.	盈利预测.....	15
6.	风险提示.....	15

图表目录

图表 1: 公司股权结构.....	3
图表 2: 公司客运网络覆盖图.....	4
图表 3: 2015 年业务营收占比.....	5
图表 4: 2015 年业务毛利占比.....	5
图表 5: 近四年全国累计客运量 (万人).....	6
图表 6: 近四年全国累计客运周转量 (亿人公里).....	6
图表 7: 2015 年公司道路客运收入首现负增长 (万元).....	6
图表 8: 公司道路客运业务毛利率逐年下滑 (%).....	6
图表 9: 自 2002 年起, 公司不断扩张客运网络.....	8
图表 10: 交通运输系统与区域经济系统一体化.....	8
图表 11: 公司近两年部分商业开发案例.....	9
图表 12: 我国旅游行业进入政策蜜月期.....	11
图表 13: 滕王阁.....	12
图表 14: 庐山.....	12
图表 15: 景德镇.....	12
图表 16: 婺源.....	13
图表 17: 公司旅游业务子公司分布情况.....	13
图表 18: 南昌至庐山西海“旅游直通车”.....	14
图表 19: 法水温泉度假村.....	14
图表 20: 财务预测摘要.....	16

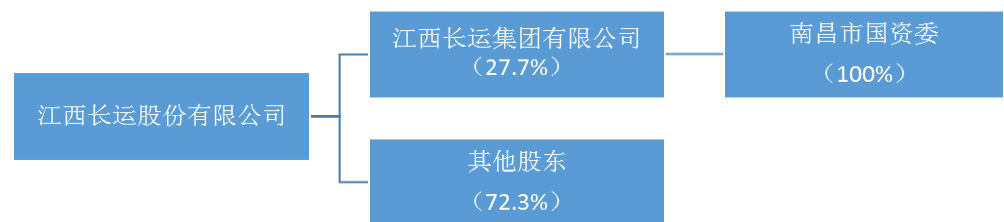
1. 中国公路客运第一股，江西省客运绝对龙头

1.1. 公司简介及股权结构

江西长运股份有限公司（以下简称“江西长运”）是1993年3月以定向募集方式设立的以公路客运为主业的股份制公司，2002年7月公司在上交所成功挂牌上市，成为中国公路客运第一股，经营业务范围主要包括道路客运、城市公交、物流、旅游、物业、石油销售、汽车销售、修理与检测等业务。

公司第一大股东为江西长运集团有限公司，截至2016年三季度末，长运集团持股比例达27.7%，其余股东单独持股比例均未超过5%，前十大股东合计持股比例为42.61%。此外，自2013年起，长运集团整体划归南昌市国资委管理，因此公司实际控制人为南昌市国有资产监督管理委员会。

图表 1：公司股权结构



来源：公司公告国联证券研究所

1.2. 客运网络覆盖江西，面向全国

公司始终坚持以改革创新促发展的思路，树立起现代企业经营管理理念，并充分利用上市公司这个平台，积极实施“走出南昌，立足江西，面向全国”的战略规划，通过参与整合道路客运资源，江西长运现已基本形成了以江西南昌、景德镇、吉安、新余、抚州、萍乡、上饶、鹰潭、瑞金、九江、安徽马鞍山、黄山为中心，覆盖江西及相关营运区域并迅速向周边延伸的公路运输服务网络，是江西省运输行业跨省跨区、公路客运线路最长、公路营运车辆最多、资产规模最大的骨干企业。

图表2：公司客运网络覆盖图



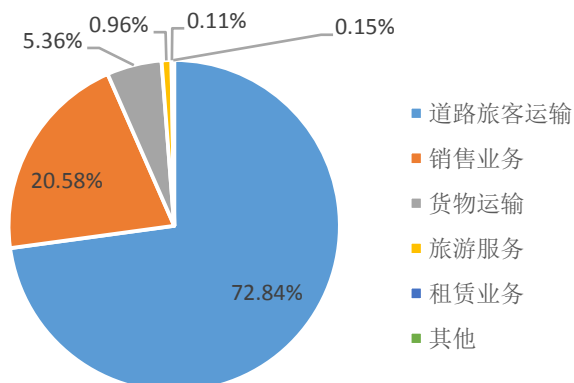
来源：公司公告国联证券研究所

1.3. 道路客运业务贡献绝大部分利润

2015年，公司共完成客运量 7,049.64 万人，同比增长 1.76%；完成客运周转量 706,145.01 万人公里，同比减少 5.81%。2015年，公司实现营业收入 245,634.73 万元，实现利润总额 17,823.17 万元，实现归属于上市公司股东的净利润 7,713.70 万元。2016年1至6月，公司完成客运量 3,506.48 万人，较上年同期减少 3.70%；完成客运周转量 352,652.31 万人公里，较上年同期减少 2.4%；实现营业收入 12.92 亿元，较上年同期减少 6.18%。

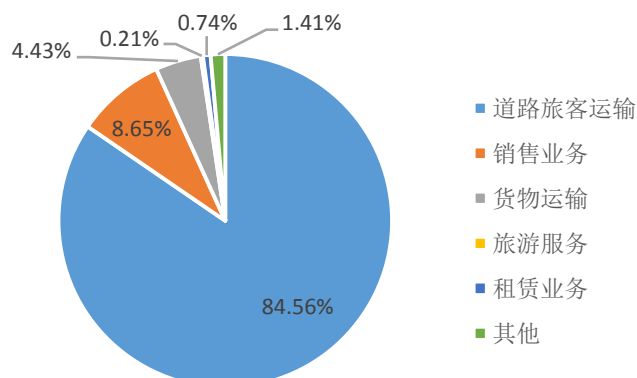
分业务来看，道路旅客运输是公司营收及利润贡献的主要来源，2015年度公司道路旅客运输业务实现的收入为 16.03 亿元，占公司主营业务收入的 72.84%；实现毛利 1.93 亿元，占主营业务毛利的 84.56%。

图表3：2015年业务营收占比



来源：wind 国联证券研究所

图表4：2015年业务毛利占比



来源：wind 国联证券研究所

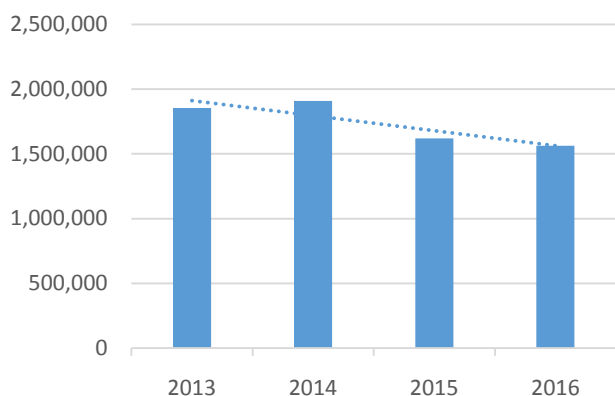
2. 积极应对铁路分流，持续完善客运网络

2.1. 铁路造成分流，公路运输进入微利时代

我国高速公路通车里程已达8万公里，仅次于美国位于世界第二。高速公路的飞速发展曾经让公路客运经历黄金十年，一直呈现“压倒性”增长。然而最近几年，随着铁路从提速到动车组再到高铁，高速公路客运面临前所未有的冲击，出现从盈利到亏损到停运的颠覆性变化。业界普遍认为，高速公路客运已经到了危机关口，必须发挥比较优势，创新服务模式，才能迎头赶上。

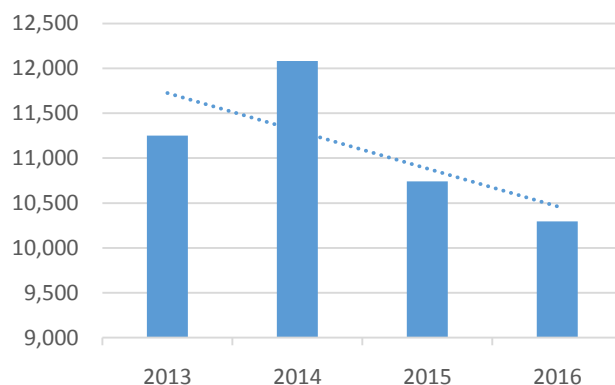
2016年，国内生产总值比上年预计增长6.7%，经济增速继续收窄，下行压力仍然较大。受制于经济增长乏力、铁路对公路运输旅客分流影响，道路旅客运输需求下滑，主要指标增速在2015年首次出现负值，2016年累计客运量继续下滑。根据交通运输部公布的最新数据，2016年公路运输累计完成客运量156.3亿人次，累计同比减少3.5%；实现客运周转量10,294.8亿人公里，累计同比减少4.2%。在宏观经营环境的“新常态”下，随着铁路网络规模扩大，快速铁路和高速铁路不断贯通，以及外出务工客源大幅减少，居民私家车出行比例上升，城市公交挤压短途客运市场等因素，公路在综合交通运输服务体系中的比重持续下滑，2015年公路客运量占旅客运输总量的比重较2014年下降3个百分点。虽然燃油价格下跌使运输成本有所下降，但“公铁竞争”压制汽车票价水平，同时产业链整合成本上升、叠加资金、人力等运营成本问题，道路运输企业毛利率呈下降态势，业绩承压明显，行业已进入微利经营阶段。

图表5：近四年全国累计客运量（万人）



来源：交通运输部国联证券研究所

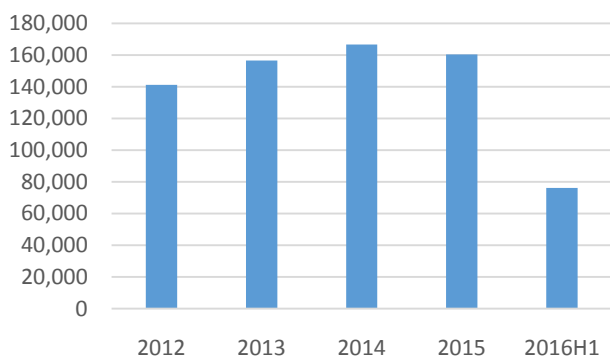
图表6：近四年全国累计客运周转量（亿人公里）



来源：交通运输部国联证券研究所

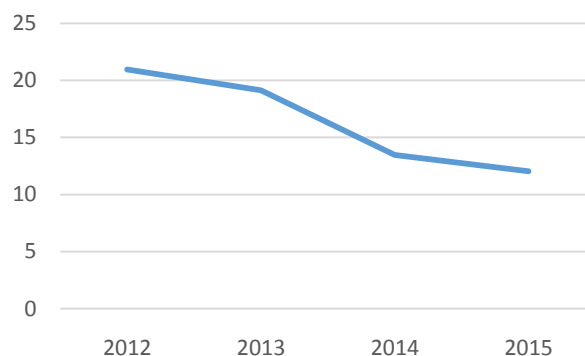
公司作为国内公路客运区域龙头，同样受到了较为明显的影响。公司部分道路客运班线受高铁冲击后客源流失严重，营收下降比例较大，而成本的主要构成为人工、燃油、修理、路桥费、折旧、保险费等，其中人力成本呈逐年上升趋势，燃油成本随国内油价调整波动，其他如路桥费、修理、保险费基本保持平稳水平，折旧费用因公司近年来加大车辆更新力度与枢纽站场投入，增长幅度较大。综合以上因素，公司道路客运业务毛利率呈逐年下降态势。

图表7：2015年公司道路客运收入首现负增长（万元）



来源：wind 国联证券研究所

图表8：公司道路客运业务毛利率逐年下滑（%）



来源：wind 国联证券研究所

2.2. 采取错位竞争，积极布局新干线

相比较而言，公路客运同样存在自身的发展优势，比如点多、线长、面广、路网发达、机动灵活、方便快捷、班次密度大、门到门服务等方面。公路客运可以延伸到全国各个农村城镇，辐射广，线路长；公路网发达，可以实现门对门服务，机动灵活，方便快捷，班次密度大，真正做到与居民群众的生活无缝衔接，这些都是公路客运潜

在的发展机会，而且各种运输方式之间的接驳最终都要通过公路客运来实现。动车组虽然速度快，但是目前车次少，班次时间相对公路客运不够灵活，铁路虽具有运输能力强，安全舒适、运行准点等优势，但铁路动车组为了准点运行，时刻相对固定，且时段间隔长，往往只停靠大站而弃置小站，形成了区间盲点。另外，铁路依线而行，停靠站点固定以及铁路站点远离居民区，中转环节多，间隔时间长，出行者须通过其他运输工具提前衔接等而缺乏运输的灵活性，这样，在部分程度上就难以满足旅客的出行需求。相比较而言，公路客运的优势十分突出，更能满足居民的出行要求。

面对高铁竞争，公司注重发挥自身灵活、便捷优势，扬长避短，适时根据实际调整营销策略，与铁路客运实施错位发展，把着眼点进一步放到铁路的“盲点”、“弱点”及铁轨涉及不到的小站，发展城乡客运、农村客运、专线客运、旅游客运，拓展增值服务，同时通过重组兼并联合，提升规模化和集约化经营能力。

发挥比较优势，从竞争走向竞合对客运班线和经营区域范围方面作了调整。在客运班线的新增申请和经营调整上，转向发展以中短途班线为主，兼顾发展部分长途客运班线，且尽量避开与高速铁路平行的客运班线，发展调整铁路短期内无法覆盖地区的中、长途班线；铁路开通后，沿海各县市与内地县市间的客流势必会增加，届时将在短途和客流量较大的线路上积极推行客运公交化，建设长短结合的城乡道路客运一体化网络，创造条件发展行政村到乡镇、集贸市场客运班车线路；做好场站建设及布局，在铁路车站周边征地建设汽车站，尽量做到旅客“零换乘”的基础上，增加公司代理费收入，同时充分利用现有的站场资源和农村客运站建设的政策，吸引更多的社会客运车辆和农村客运车辆进站经营，对接火车站的乘客，让旅客出行更加顺畅。另外，目前很多长途公路客运企业的业务经营范围主要是以省际、城际、市县与县际之间的道路客运为主，农村客运与城市公交还处于非常薄弱甚至空白的状态。随着大部制改革、城乡交通一体化进程的加快，城市范围的不断扩大，以及农村客运基础设施条件的不断改善，农村经济的发展带动农民流动率及农村旅游客运量迅速增加，使得城乡交通一体化发展成为公路客运发展的“蓝海”。公路客运企业可以利用大部制整合的机遇，通过将城市公交与农村客运的资源进行整合，包括站场整合、线路整合、车型上的整合（公交车型与道路客运车型的整合），并努力争取政府主管部门的相关优惠政策，来推动城乡交通一体化的发展，实现客运服务网络的快速拓展。

集约化经营，规模化发展。近年来，铁路7次提速、动车组的开通及铁路网的不断完善使得公铁竞争日益加剧。同时，随着国民经济持续发展和人民生活水平不断提高，公路客运市场需求发生了转折性的变化，从要求“走得了”向“走得好”转变。社会经济发展、市场竞争激烈的大环境以及通达能力、运行条件改善的小环境，都对公路客运发展方向提出了战略性转变的要求，集约化经营、规模化发展成为现阶段中国公路客运发展战略的主要取向。在这种趋势下现有公路客运经营主体多、小、散、弱的状况，已不能适应市场需求的变化。因此，作为公路客运企业应以“安全、快捷、舒适”为基本要求，有效整合资源，通过重组兼并联合，加快企业结构调整步伐，提高营运质量，走集约化经营、规模化发展之路。

自 2002 年起，公司不断扩张客运网络，先后在景德镇、吉安、马鞍山、黄山、抚州、萍乡、上饶、鄱阳县、鹰潭、德兴、于都县、瑞金、九江等地通过投资组建

或股权收购的方式设立客运公司，目前已基本实现江西省内区域客运全覆盖，并在安徽省主要城市有所布局。

图表 9：自 2002 年起，公司不断扩张客运网络

2002.10	投资组建江西景德镇长运有限公司
2003.4	投资设立江西吉安长运有限公司
2004.1	收购江西省吉安汽车运输总公司 3571.09 万元的客运优质资产
2005.9	投资设立马鞍山长运客运有限责任公司
2006.2	以 8119.8 万元收购黄山汽运总公司国有净资产
2007.12	以 1.5 亿元受让抚州汽车运输总公司经营性整体资产
2010.1	以 5490 万元受让江西省萍乡市长途汽车运输有限公司经营性资产
2010.11	以 1.35 亿元和股权置换收购上饶汽运集团有限公司 100% 股权
2011.1	以 4551.01 万元收购鄱阳县长途汽车运输有限公司 78.80% 股权
2012.1	以 3905.45 万元受让江西省鹰潭市汽车运输有限责任公司 97.02% 股权
2014.12	以 3030 万元收购德兴市华能长运公司 90% 股权
2015.2	以 10798 万元收购于都县方通长运有限责任公司 51% 股权
2016.12	投资设立瑞金市长运交通运输有限公司
2016.12	以 67,387.42 万元受让江西九江长途汽车运输集团有限公司 100% 股权

来源：公司公告国联证券研究所整理

3. 推进客运站场建设，商业价值凸显

3.1. 交通运输与区域经济系统一体化协同发展

交通运输系统是区域经济系统的一个子系统，它们之间存在密切的联系，任何一方的变化都会对另一方产生影响。两者之间的作用是相互的，构成反馈环。在适当的条件下，两者可以形成相互促进的正反馈环，使双方协同发展，共同向更高水平演化。

图表 10：交通运输系统与区域经济系统一体化



来源：网络资料国联证券研究所

首先，作为区域经济子系统的区域交通运输，其功能的提高可以增强区域经济系统的开放程度。因为交通运输是完成区域经济系统的物质生产要素和产品等空间位移的主要载体，功能提高后的区域交通运输系统可以强化区域经济系统内外的经济联系，加大和提高系统开放的程度和效率。

其次，交通运输系统结构的改善和功能的提高，可以加大区域经济系统的非平衡性。交通运输的功能提高后，可以带来运费降低、区域可达性提高等直接效果，并引起区域产品成本下降、产品市场扩大、区域经济比较优势增强等一系列良性的间接效果。这样，随着区域交通运输系统结构的改善和功能的增强，区域经济系统内的分工协作就愈加明显和集中，其主导产业得到加强，系统就更加远离平衡状态。

再者，区域交通运输系统结构和功能的加强，有助于强化区域经济系统的非线性作用机制。区域交通条件的改善，可以加强区域经济的集聚作用，提高规模经济效益，并强化区域经济子系统间既有的联系，使区域主导产业的前向、后向扩散范围和程度扩大。同时，便利的交通条件可以有效提高区域经济系统的区位优势，增加对投资的吸引力，带动本地区对优势资源的开发，形成新的优势产业，促使区域经济系统向更高阶段演化。

3.2. 商业开发成公司未来最大看点

近两年，公司管理层已意识到交通运输在区域经济发展中的潜在商业价值，并逐步开始尝试站场商业物业发展的战略突破。2015年，公司成功将南昌长途汽车站、南昌长途汽车西站商业物业整体租赁，实现了站场物业管理的新突破，未来这种商业租赁模式有望向公司旗下各客运枢纽逐步推广。除了选择在地理位置优越，经济发展态势良好的区域筹建综合客运枢纽站之外，公司在物流园区、加油站等与公路运输关联度极高的基建项目方面也开始陆续出手。

图表 II：公司近两年部分商业开发案例

时间	案例简介
2015.1	公司控股子公司江西景德镇长运有限公司的全资子公司景德镇长运物流园有限公司竞得位于景德镇赣东北综合物流园（景湘公路西侧）的土地使用权，将用于建设景德镇长运物流园。
2015.1	公司全资子公司鄱阳县长途汽车运输有限公司成功竞得位于鄱阳县洪迈大道北侧与鄱阳湖大道交汇处的土地使用权，将用于合作建设鄱阳客运枢纽站项目。
2015.2	公司与江西中悦实业有限公司签署南昌综合客运枢纽站、南昌西综合客运枢纽站商业物业租赁合同，将南昌长途汽车站、南昌长途汽车西站商业物业整体租赁给江西中悦实业有限公司，试行站场物业管理的新发展模式和新突破。根据合同约定，十九年的租赁费用总额为 2.85 亿元，十九年租赁期每五年递增一次，即前五年每年 1200 万元，第二个五年每年 1350 万元，第三个五年每年 1650 万元，十六到十九年为每年 1875 万元。

2016.12	公司二级子公司抚州长运石油有限公司与中国石油天然气股份有限公司江西销售分公司签署《租赁协议》，将客运中心加油站租赁给中国石油天然气股份有限公司江西销售分公司经营。 租期为 11 年，租金每年 200 万元。 第一年抚州石油公司给予中石油江西分公司 6 个月装修期，装修期期间免收租金。自抚州石油公司交付加油站全部资产和相关证照，经中石油江西分公司验收签字后 7 个工作日内， 中石油江西分公司向抚州石油公司一次性支付全部租金计人民币 2100 万元。
2016.12	公司控股子公司于都县方通长运有限责任公司拟在于都县高速公路连接线东侧、欧翔路延伸段北侧投资建设于都城南客运站，于都城南客运站项目场地面积共 112.2 亩，其中 80 亩用于车站建设， 32.2 亩用于车站商务配套设施建设用地 ，总建筑面积 29176.43 平方米。
2016.12	公司控股子公司马鞍山长运客运有限责任公司的全资子公司当涂长运客运有限公司拟在当涂县东部新区建设当涂综合客运枢纽站，当涂综合客运枢纽站建设项目已列入当涂县政府重点建设工程。拟建的当涂综合客运枢纽站则北邻城际铁路当涂站西临城市主干道江东大道，南与 314 省道接壤，与 G42 当涂收费站相距不足 1 公里，交通与区位优势明显。此外，当涂综合客运枢纽站是为宁安高铁提供配套服务，实现公路旅客运输与铁路、公交出租等其他不同运输方式的高效衔接，方便旅客的零距离换乘，能够为更大范围的居民出行和铁路换乘旅客提供服务。

来源：公司公告国联证券研究所

我们认为随着交通经济带概念的逐步推广，公司在江西各大城市核心地段拥有的大量土地储备以及陆续建设完成的交通客运枢纽项目具备巨大的商业价值提升空间，商业物业发展将成为未来增厚公司业绩的最大看点。

4. 积极布局省内旅游产业，搭乘行业高速增长快车

4.1. 旅游市场持续繁荣，行业政策进入蜜月期

旅游业是现代服务业的重要组成部分，加快旅游业的发展，对于扩大就业，拉动内需消费、加速经济发展等具有很大的作用。国家旅游局最新发布的数据显示，2016 年国内旅游 44.4 亿人次，同比增长 11%；国内旅游总收入 3.9 万亿元，同比增长 14%。**旅游经济继续领先宏观经济增速，成为稳增长、调结构、惠民生的重要力量。**

为充分挖掘旅游投资和旅游消费增长潜力，中央各部委在最近几年陆续出台了多项政策法规，通过加快基础设施建设、多方资金支持等方面，全力推动旅游产业发展。去年底，国务院正式印发了《旅游行业十三五规划》，而国家旅游局也在近期联合发展改革委、体育总局、农业部等部委下发了各项旨在推动现代旅游业蓬勃发展的文件。这些文件的密集出台，有利于加快和推进旅游行业发展，预计伴随旅游行业十三五规划的发布，后续仍有相关配套文件将陆续出台，**旅游行业的政策红利正陆续释放。**

图表 12：我国旅游行业进入政策蜜月期

时间	近期发布的旅游行业政策主要内容
2016.12	国务院正式印发“十三五”旅游业发展规划，规划明确了未来旅游业发展的总体目标：旅游业对国民经济的综合贡献度达到 12%。城乡居民出游人数年均增长 10% 左右，旅游总收入年均增长 11% 以上，旅游直接投资年均增长 14% 以上。到 2020 年，旅游市场总规模达到 67 亿人次，旅游投资总额 2 万亿元，旅游业总收入达到 7 万亿元。
2016.12	国家旅游局联合国家体育总局下发《关于大力发展体育旅游的指导意见》，意见要求体育旅游基础设施和配套服务设施不断完善，发展环境进一步优化，基本形成结构合理、门类齐全、功能完善的体育旅游产业体系和产品体系。到 2020 年，在全国建成 100 个具有重要影响力的体育旅游目的地，建成 100 家国家级体育旅游示范基地，推出 100 项体育旅游精品赛事，打造 100 条体育旅游精品线路，培育 100 家具有较高知名度和市场竞争力的体育旅游企业与知名品牌，体育旅游总人数达到 10 亿人次，占旅游总人数的 15%，体育旅游总消费规模突破 1 万亿元。
2016.12	国家发展改革委、国家旅游局下发《关于实施旅游休闲重大工程的通知》，要求积极引导社会资本投资旅游业，不断完善旅游基础设施和公共服务体系，丰富旅游产品和服务，迎接正在兴起的大众休闲旅游时代。到 2020 年，依托旅游休闲重大工程的实施，基本建立与大众旅游时代相匹配的基础完善、城乡一体，结构优化、供需合理，机制科学、规范有序的现代旅游业发展格局。
2016.11	国家旅游局、农业部联合下发《关于组织开展国家现代农业庄园创建工作的通知》，旨在推进现代农业和旅游业深度融合，进一步培育和发展新型农业旅游业态，促进农业增效、农民增收、农村繁荣，更好满足人民群众不断升级的优质安全食品和旅游消费需求。

来源：政府网站国联证券研究所

4.2. 江西旅游资源丰富，旅游业收入位居全国前列

江西旅游资源种类全、数量多、品位高，拥有国家旅游资源标准分类的八大类 155 种中的 153 种，具有山、湖、城、村四大景观主体及红、绿、古三大旅游特色。拥有 2 处世界遗产，2 个世界地质公园，1 处国际重要湿地，11 个国家级、25 个省级风景名胜区，25 个 4A 级以上旅游景区(其中 2 个 5A 级旅游景区)，39 个国家级、60 个省级森林公园，8 个国家级、22 个省级自然保护区，3 个国家级、4 个省级历史文化名城，9 个中国优秀旅游城市，1 个中国旅游强县等一大批世界级、国家级及省级品牌。

2015 年，江西全年共接待游客总人数 3.85 亿人次，同比增长 23%；旅游总收入 3630 亿元，同比增长 37%。国庆黄金周共接待游客 3937.01 万人次，同比增长 21.81%；旅游收入 203.66 亿元，同比增长 27.03%，在全国已公布数据各省市中列第 6 位。

图表 13: 滕王阁



来源: 网络资料国联证券研究所

图表 14: 庐山



来源: 网络资料国联证券研究所

图表 15: 景德镇



来源: 网络资料国联证券研究所

图表 16：婺源



来源：网络资料国联证券研究所

4.3. 公司大力开拓“运游结合”模式，搭乘旅游业顺风车

客运与旅游相辅相成，旅游与客运唇齿相依，在公路建设日益完善的大好形势下，“运游结合”是道路客运企业做大做强的重要方向。在现有资源优势下，开发旅游专线，旅游车队，客运企业可以充分整合车、站、旅游社、景区（点）、酒店、航空票务等，开拓出一种“运游结合”模式，将会使道路客运企业业迎来一番崭新的繁荣局面。利用从班线调整下来的车辆，大力发展单位包车业务，介入“大事件”专项服务也是公路客运的一个发展方向。例如世博直通车、全运会用车、亚运会用车等专项服务，以及企事业单位、学校班车业务。

在省内旅游收入持续高增长的大背景下，公司力求打破单一客运格局，客运班线与旅游嫁接，构建新的增长点。公司目前旅游业务主要包括出入境旅游、境内旅游、旅游运输、法水温泉旅游景区与酒店业务（资溪县法水温泉酒店管理有限公司）运营等。公司共有旅行社 4 个、旅游运输车辆 35 辆，其中南昌国旅具有出入境旅游经营资质，其它 3 个旅行社经营境内旅游业务。

图表 17：公司旅游业务子公司分布情况

子公司所在地	旅游业务经营主体
南昌	南昌国际旅行社有限公司、鄱阳湖城旅行社
景德镇	景德镇长运旅行社、景德镇旅游运输有限公司
新余	新余市新运旅行社
吉安	吉安旅游集散中心
黄山	黄山旅游集散中心
抚州	江西法水森林温泉有限公司

来源：公司公告国联证券研究所

公司首推南昌至西海旅游直通车，开创运游结合的新先河。为进一步促进庐山西海旅游产业发展，方便游客前往西海观光旅游，实现真正意义上的“西海自由行”，2015年9月，南昌至庐山西海“旅游直通车”正式开通。该项目由公司与庐山西海风景区管委会共同合作打造，旨在进一步完善景区旅游交通，便利游客出游，打通直达景区的最后一公里，为南昌游客直达庐山西海架起一条新的便捷通道。同时，对缓解庐山西海假日游客高峰，实现景区淡季不淡、旺季更旺具有积极意义。

图表 18：南昌至庐山西海“旅游直通车”



来源：网络资料国联证券研究所

此外，公司控股子公司江西法水森林温泉有限公司拥有法水温泉旅游景区与四星级法水温泉酒店，温泉景区和酒店业务相互配合相互促进，共同打造法水温泉休闲旅游产品。

图表 19：法水温泉度假村



来源：网络资料国联证券研究所

5. 盈利预测

考虑到铁路分流带来的冲击,公司的主营业务道路客运未来三年仍将面临较为严峻的局面。但公司近两年主动求变,扩张客运网络并不断寻求同铁路竞合,随着新建客运枢纽站的陆续完工并投入使用,我们预计公司未来客运业务收入下滑速度较为有限并有望逐步实现增速转正。此外,公司的商业租赁与旅游业务营收基数较低,随着交通经济带协同效应的逐步释放,该两项业务的收入增长空间巨大,长期来看将是公司业绩增长的最大亮点。预计公司 2016-2018 年的营收增速分别为-12%,+2%,+5%。

此外,公司还具备地方国企改革及股权激励预期。2017 年地方国资国企改革有望全面落地,公司作为南昌市国资委重点扶持的交运企业,未来有机会通过并购重组不断壮大资产证券化的规模。此外,公司于 2015 年曾经尝试通过非公开发行股票的方式实施员工持股计划,建立公司与员工利益共享机制,后因拟收购资产涉及土地变更问题未能成行。推行员工持股计划在交运企业中十分普遍,我们认为公司未来在合适的时机仍有可能实施股权激励,届时对公司的估值提升有望带来刺激作用。

预计 2016-2018 年公司归母净利润分别为 0.09 亿、0.75 亿、1.11 亿(2016 年预计计提商誉减值准备 6500 万元左右),对应 EPS 为 0.04 元、0.32 元、0.47 元。考虑到公司在江西各大城市核心地段拥有的大量土地储备以及陆续建设完成的交通客运枢纽项目蕴藏着巨大的商业价值,未来随着客运、租赁、旅游业务一体化协同程度的不断提高,公司的潜在价值有望逐步释放,首次覆盖并给予“推荐”评级。

6. 风险提示

高速铁路对公司客运业务造成持续冲击,投资及并购项目业绩不达预期。

图表 20：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	273.53	417.64	648.48	661.45	694.52	营业收入	2,568.50	2,456.35	2,161.59	2,204.82	2,315.06
应收账款+票据	262.34	396.21	249.47	337.10	500.04	营业成本	2,185.14	2,091.18	1,852.91	1,854.47	1,928.91
预付账款	301.62	213.75	241.51	267.26	365.17	营业税金及附加	18.59	19.96	13.40	20.06	16.90
存货	62.14	81.42	83.36	90.37	130.20	营业费用	13.99	11.80	9.73	13.45	12.04
其他	1.20	1.18	1.18	1.18	1.18	管理费用	236.09	257.34	258.96	263.03	276.19
流动资产合计	900.82	1,110.19	1,223.99	1,357.36	1,691.10	财务费用	62.13	78.47	110.17	112.81	127.03
长期股权投资	42.27	43.27	43.27	43.27	43.27	资产减值损失	7.52	14.56	65.00	6.23	7.29
固定资产	1,533.41	2,018.32	2,201.96	2,008.34	2,277.34	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	283.57	469.08	35.00	528.00	360.00	投资净收益	0.25	1.65	0.00	0.00	0.00
无形资产	709.72	887.99	865.39	842.79	820.18	其他	28.82	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	515.30	857.45	817.97	778.50	739.03	营业利润	74.13	-15.31	-148.58	-65.24	-53.30
非流动资产合计	3,084.27	4,276.10	3,963.58	4,200.90	4,239.82	营业外净收益	182.09	193.54	260.34	239.20	272.49
资产总计	3,985.10	5,386.29	5,187.58	5,558.25	5,930.92	利润总额	256.22	178.23	111.76	173.96	219.19
短期借款	680.79	890.00	820.14	1,059.38	1,355.85	所得税	64.55	61.08	65.08	59.80	68.12
应付账款+票据	237.35	285.61	295.24	294.42	306.49	净利润	191.67	117.15	46.67	114.16	151.07
其他	731.93	567.80	386.21	433.42	389.66	少数股东损益	42.84	40.01	37.49	39.37	40.12
流动负债合计	1,650.07	1,743.40	1,501.59	1,787.22	2,052.00	归属于母公司净利润	148.83	77.14	9.18	74.79	110.95
长期带息负债	290.09	1,497.97	1,497.97	1,497.97	1,497.97	主要财务比率					
长期应付款	319.59	281.98	281.98	281.98	281.98		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
其他	9.78	8.37	8.37	8.37	8.37	成长能力					
非流动负债合计	619.46	1,788.31	1,788.31	1,788.31	1,788.31	营业收入	4.67%	-4.37%	-12.00%	2.00%	5.00%
负债合计	2,269.53	3,531.72	3,289.90	3,575.53	3,840.31	EBIT	7.00%	-18.25%	-13.64%	28.68%	20.00%
少数股东权益	235.24	337.72	375.21	414.58	454.70	EBITDA	6.46%	0.91%	-20.19%	12.96%	15.15%
股本	237.06	237.06	237.06	237.06	237.06	归属于母公司净利润	6.04%	-48.17%	-88.10%	714.44%	48.35%
资本公积	476.84	478.94	478.94	478.94	478.94	获利能力					
留存收益	766.42	800.86	806.47	852.14	919.91	毛利率	14.93%	14.87%	14.28%	15.89%	16.68%
股东权益合计	1,715.57	1,854.58	1,897.67	1,982.72	2,090.61	净利率	7.46%	4.77%	2.16%	5.18%	6.53%
负债和股东权益总计	3,985.10	5,386.29	5,187.58	5,558.25	5,930.92	ROE	10.05%	5.09%	0.60%	4.77%	6.78%
						ROIC	3.81%	1.18%	-1.65%	0.43%	0.87%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债率	56.95%	65.57%	63.42%	64.33%	64.75%
净利润	163.39	121.76	-148.58	-65.24	-53.30	流动比率	0.55	0.64	0.82	0.76	0.82
折旧摊销	312.19	374.91	282.51	284.46	313.79	速动比率	0.51	0.59	0.76	0.71	0.76
财务费用	53.00	87.59	108.87	109.94	121.48	营运能力					
存货减少	-8.26	-19.28	-1.94	-7.02	-39.83	应收账款周转率	34.58	18.05	23.11	20.50	13.23
营运资金变动	-128.20	-180.75	-52.97	-67.00	-292.53	存货周转率	35.17	25.68	22.23	20.52	14.81
其它	5.31	-6.40	65.00	6.23	7.29	总资产周转率	0.64	0.46	0.42	0.40	0.39
经营活动现金流	397.42	377.83	252.89	261.37	56.90	每股指标(元)					
资本支出	429.49	842.84	35.00	528.00	360.00	每股收益	0.63	0.33	0.04	0.32	0.47
长期投资	18.98	388.86	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.68	1.59	1.07	1.10	0.24
其他	56.90	97.19	195.26	179.40	204.37	每股净资产	6.24	6.40	6.42	6.61	6.90
投资活动现金流	-391.57	-1,134.52	160.26	-348.60	-155.63	估值比率					
债权融资	111.15	1,111.88	-69.86	239.25	296.46	市盈率	20.76	40.04	336.37	41.30	27.84
股权融资	4.23	13.47	0.00	0.00	0.00	市净率	2.09	2.04	2.03	1.97	1.89
其他	-207.34	-156.52	-112.45	-139.05	-164.66	EV/EBITDA	6.68	8.93	11.13	10.34	9.50
筹资活动现金流	-91.96	968.84	-182.31	100.19	131.80	EV/EBIT	13.35	22.05	25.38	20.71	18.24
现金净增加额	-86.11	212.14	230.84	12.97	33.07						

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

