

日期: 2012年5月23日

行业: 交运物流



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120017

IPO 询价区间 RMB10.34-11.49 元
上市合理估值 RMB11.49-12.77 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	160.00
发行后总股本 (百万股)	40.00
发行方式	网下询价配售 网上定价发行
保荐机构	东北证券

主要股东 (IPO 前)

交通国投 (SS)	37.87%
厦门特运(SS)	2.38%
省汽运公司(SS)	2.37%
宁德汽运(SS)	2.00%
漳州长运(SS)	2.00%

收入结构 (11Y)

客运运输	41.62%
货运运输	3.29%
汽车与配件销售及维修	18.21%
石油销售	14.83%

报告编号: JLJ12-NSP02

首次报告时间: 2012年5月23日

领先的区域性道路运输企业

■ 投资要点:**领先的区域性道路运输企业**

公司主要从事汽车客运、货运、客运站经营及与之相关的汽车销售与维修、成品油销售、交通职业教育与培训等业务，公司是福建省规模较大的道路运输企业。区别于其他运输公司，公司的客运班线主要分布在县际、县内，其数量占全部班线的比重在 60%以上。在龙岩地区，公司客运班线数、车辆数占有率均超过 85%、日发班次数占有率超过 80%；在南平地区的客运班线占有率超过 70%、车辆数占有率超过 65%。

募投项目加强公司优势地位

公司本次发行募集资金，主要投资于客运车辆投放项目、龙岩公路主枢纽改造建设项目、货运车辆投放项目和武平物流中心建设项目，有利于巩固和加强公司优势地位的项目。

业绩增长可持续

预计募投项目将于 2013 年后陆续投产，所得税率维持在 25%，我们测算 2012-2014 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增-46.03%、13.64%、13.62%，相应的稀释后每股收益为 0.64 元、0.73 元和 0.82 元。

定价结论

我们认为，给予公司 2012 年 18-20 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 11.49-12.77 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们选取一二级市场 10% 的折让，建议询价区间为 10.34-11.49 元，对应的 2011 年市盈率区间为 8.74-9.71 倍（对应 2011 年扣非后市盈率区间为 21.55-23.94 倍）。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,575.70	1,619.53	1,700.33	1,892.99	2,109.09
年增长率	62.96%	2.78%	4.99%	11.33%	11.42%
归属于母公司的净利润	104.29	189.27	102.15	116.08	131.90
年增长率	53.66%	81.49%	-46.03%	13.64%	13.62%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.65	1.18	0.64	0.73	0.82

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

■ 公司概况

公司主要从事汽车客运、货运、客运站经营及与之相关的汽车销售与维修、成品油销售、交通职业教育与培训等业务，属于公路运输行业。公司是福建省规模较大的道路运输企业，目前经营单位分布在福建省龙岩、南平两地区和江西省上饶市等 19 个县市（区）。截至 2011 年 12 月 31 日，公司拥有班线客运车辆 1,690 辆、旅游车 129 辆、出租车 663 辆、公交车 379 辆；拥有客运班线 854 条，日发班次 3,451 班，班线覆盖闽西、闽北城乡和省内各主要城市，并向广东、广西、江西、湖南、湖北、浙江、上海、江苏、重庆等地辐射。

公司是国家一级道路旅客运输企业，国家二级道路货物运输企业。2010 年，公司在“中国道路运输百强诚信企业（2010）”评选中位列第 21 位，被中国道路运输协会确定为“交通运输部重点联系道路运输企业（2010 年-2012 年）”；2007 年，公司被中华全国总工会授予“全国五一劳动奖状”单位。2011 年，公司子公司武夷运输被中华全国总工会授予“全国五一劳动奖状”单位。

公司系在汽运总公司改制的基础上，经福建省人民政府批准，由交通国投等 6 家法人企业及王跃荣等 21 名自然人于 2003 年 8 月 29 日共同发起设立的股份有限公司。公司的控股股东交通国投持有公司 37.87% 的股份，其主要从事国有资产的经营、管理，由交发集团持有其 100% 股权。交发集团主要从事交通基础设施的建设、投融资运营及管理，其唯一出资方为龙岩市国资委。龙岩市国资委是公司的实际控制人，报告期内未发生变化。

表 1 公司的股东及实际控制人情况 单位：万股

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	交通国投 (SS)	4,544	37.87%	4,219	26.37%
2	厦门特运 (SS)	285	2.38%	265	1.66%
3	省汽运公司 (SS)	284	2.37%	264	1.65%
4	宁德汽运 (SS)	240	2.00%	223	1.39%
5	漳州长运 (SS)	240	2.00%	223	1.39%
6	社保基金 (SS)	-	-	400	2.50%
7	莆田汽运	142	1.18%	142	0.89%
8	王跃荣等	6,264	52.20%	6,264	39.15%
9	本次发行	-	-	4000	25.00%
合计		12,000	100%	16,000	100%

数据来源：公司招股意向书

■ 行业增长前景

汽车运输业收入直接来源于旅客及货物运输服务。居民出行及企业间的货物流转对汽车客运、货运具有较大的牵引和拉动作用。由于我国国民经济持续、快速增长，人均可支配收入大大增加，人口流动性及“活动半径”也越来越大，极大地促进了汽车客运的发展。而随着经济的快速增长，工业生产和贸易规模不断扩张，汽车货运的需求也在不断增加。

1、公司客运运输将继续受益于海西经济区的快速增长

汽车运输业与经济发展、公路基础设施建设密切相关。公司地处海西经济区内，随着国务院及福建省政府对海西经济区建设的大力扶持，公路基础设施的持续增加投入，福建省经济会带来巨大的发展空间，对公司的经营发展也会带来历史性机遇。2008年11月，《2008-2020年海峡两岸经济区高速公路网规划》（修编）获福建省政府批复。该规划提出到规划期末，全省高速公路通车里程将突破5000公里，达到5227公里，高速公路密度1.5公里/万人，达到发达国家先进水平。

2009年7月，交通运输部与福建省政府举行会谈，提出福建省交通基础设施建设力争在“十二五”取得实质性突破，力争5年投资超过2,500亿元。交通运输部将支持福建省加强综合交通运输网络与对外通道建设，加大对普通公路的支持力度，提高国省道和农村公路的服务水平；支持海峡两岸经济区原中央苏区县等欠发达地区国省干线和农村公路建设；加大对福建原中央苏区县、革命老区、少数民族地区的扶持力度，推进农村客运网络化建设。福建省委、省政府决定进一步加快交通基础设施建设，在高速公路方面，力争年均新开工10个项目、500公里以上；2012年通车里程突破3,000公里，建成“两纵四横”主骨架；2015年通车里程突破5,000公里，力争提前5年基本建成海西高速公路网；2012年前建设改造国省干线3,000公里以上，建成1.6万公里以上农村水泥路。

地区经济的发展、交通网络的不断完善，将有利于公司客运运输持续发展。

2、公司货运运输将受益于海西物流业的快速增长

2009年12月1日，《海峡两岸城市群发展规划》获得国家住房和城乡建设部批复，将龙岩定位为闽西先进制造业基地；闽粤赣交界地区重要的交通枢纽和物流中心；海峡两岸建材工业、冶金原材料基地，全国重要的客家文化城，革命传统教育基地；南平定位为闽北

先进制造业基地；闽浙赣交界地区重要的交通枢纽和物流中心，海峡西岸重要的绿色农林业生产加工服务基地，国际性旅游观光休闲基地。工业制造业的发展，将需要较大的物流运输能力的支持，有利于公司道路运输和仓储业务的发展。

汽车运输业与经济发展、公路基础设施建设密切相关。公司地处海西经济区内，随着国务院及福建省政府对海西经济区建设的大力扶持，对公路基础设施的投入持续增加，福建省经济将具有巨大的发展空间，对公司的经营发展也会带来历史性机遇。

■ 行业竞争结构及公司的地位

1、和其他运输方式的竞争情况

在交通运输行业内，公路与铁路、民航、水路之间既相互补充，又相互竞争。公路、铁路、民航等不同运输方式均有各自的细分市场，分别满足不同人群的需求，几种方式的竞争主要存在于相互交叉的领域：公路与铁路在 200-500 公里中短途运输市场竞争激烈，铁路与民航在 800-1,500 公里中长途运输市场的竞争也在不断升级。近年来随着豪华卧铺客车的运营，公路也在争夺 800-1,500 公里的客运市场。

公司所处位置是在福建龙岩、南平地区。根据现有规划，2013 年前，龙岩、南平地区将开通的高铁（快铁）仅有一条，即正在建设中的龙厦快铁，预计 2012 年上半年开通，届时将对公司的客运班线客运量产生一定的影响。

最近几年，龙岩地区的公路客运量持续、稳定增长，受到地理条件、可选择的交通运输方式影响，人们的出行多以公路汽车客运为主，公路客运量保持在铁路客运量的 5 倍以上。相对于经济发达城市，龙岩、南平地区的铁路尚欠发达，受火车班次少、速度慢、行车时间长等因素影响，人们出行仍主要以公路客运为主。截至 2009 年末，龙岩全市公路总里程为 11,901 公里，南平全市公路总里程 13,521 公里，保证了汽车运输业的快速、持续发展，为汽车运输业处于有利的竞争地位提供硬件保证。

2、同行业竞争情况

福建省经济发展速度三十年平均为 12.7%，2004 年到 2009 年达到 13.8%。福建省经济的快速发展，促进了交通运输业的发展，其中公路运输方式是发展最快的运输业，公路运输占主导地位。2010 年公路货物运输占总运输量的比重为 69%；公路客运量占总运输客运量的比重为 91.65%。

（1）福建省客运市场分析

汽车运输业的竞争主要体现为客运车辆投放、客运站经营及区域覆盖等方面。经过最近几年的快速发展，公司已经在汽车运输行业具有了一定的行业知名度，树立了品牌效应。

福建省划分为福州、厦门、泉州、龙岩、南平、漳州、宁德、莆田与三明 9 个地级行政区，各个行政区域内分别设有一客运骨干企业（分别为省汽运公司、厦门特运、泉州汽运、龙洲运输、武夷运输、漳州长运、宁德汽运、莆田汽运与闽通长运），省内统称九大运输公司，承担着当地及周边地区居民的日常出行及商务往来，在所处地区内具有市场领先地位。九大运输公司，龙洲运输由于收购了武夷运输而占有两个席位。

区别于其他运输公司，公司的客运班线主要分布在县际、县内，其数量占全部班线的比重在 60% 以上。在龙岩地区，公司陆续收购了龙港运输等企业，扩大了经营区域与规模，巩固、提高了公司的市场占有率，其中客运班线数、车辆数占有率均超过 85%、日发班次数占有率超过 80%；2007 年 6 月，通过收购武夷运输使其成为公司的控股子公司，经过两年发展，公司在南平地区的客运班线占有率超过 70%、车辆数占有率超过 65%、日发班次数占有率超过 55%，确定了在南平地区客运市场的领先地位。

表2 龙岩地区2011 年度客运市场占有率情况

类别	客运班线		车辆数		日发班次	
	数量	占有率	数量	占有率	数量(次/日)	占有率
省际	50	98.04%	61	96.83%	45	95.74%
市际	98	98.99%	157	98.74%	180	98.90%
县际	95	91.35%	242	94.53%	532	95.00%
县内	161	79.70%	412	78.33%	1211	75.87%
合计	404	88.59%	872	86.85%	1968	82.52%

资料来源：公司招股意向书等

表3 南平地区2011 年度客运市场占有率情况

类别	客运班线		车辆数		日发班次	
	数量	占有率	数量	占有率	数量(次/日)	占有率
省际	65	98.48%	79	98.75%	61	96.83%
市际	103	98.10%	145	98.64%	156	98.73%
县际	73	93.59%	218	97.32%	370	97.11%
县内	209	62.57%	376	50.61%	896	48.80%

合计	450	77.19%	818	68.51%	1,483	60.83%
----	-----	--------	-----	--------	-------	--------

资料来源：公司招股意向书等

(2) 福建省货运市场分析

福建省地处我国东南沿海，是海峡西岸经济区的主体省份，发展货运物流具有明显区域优势。最近几年，福建省在货运物流发展上取得长足的进步，货运量呈现明显的增长趋势。

2010年底，福建省道路货运经营业户有102,930户，营业货运车辆有207,605辆，平均每户约拥有2辆货运车辆，“多、小、散、弱”的格局仍十分明显。公司货运业务主要分布在龙岩物流、永定隆源、武平物流、南平嘉盛物流等公司。整体看，公司的货运业务规模较小，在福建的货运市场中还不具备竞争优势。但是公司将立足于龙岩货运市场扩大货运规模，利用龙岩陆地港和物流园区建设的大好时机，努力扩大货运规模，逐步向整个福建市场进行拓展，打造龙洲货运品牌，将货运业务作为公司重要的未来利润增长点。

■ 募资项目

公司本次发行募集资金，主要投资于客运车辆投放项目、龙岩公路主枢纽改造建设项目、货运车辆投放项目和武平物流中心建设项目，有利于巩固和加强公司优势地位的项目。

表4 募投项目情况

序号	项目	项目总投资 (万元)	建设期 (年)	募集资金使用计划				合计 (万元)
				时间 (月)	金额 (万元)	时间 (月)	金额 (万元)	
1	客运车辆投放项目	10,505.00	2	1-12	4,835.00	13-24	5,670.00	10,505.00
2	龙岩公路主枢纽改造建设项目	9,811.10	2	1-12	4,905.55	13-24	4,905.55	9,811.10
3	货运车辆投放项目	5,100.00	2	1-12	2,550.00	13-24	2,550.00	5,100.00
4	武平物流中心建设项目	5,156.13	1	1-12	5,156.13	-	-	5,156.13
合计		30,572.23			17,446.68	0.00	13,125.55	30,572.23

资料来源：公司招股意向书等

1、客运车辆投放项目

主要内容为新增及更新营运客车，新增车辆全部在新增班线上使用，更新车辆为选择性更新，即在所有需要更新的车辆中选取公司本

部和分公司车辆进行更新。项目计划新增及更新营运客车共 189 辆，在两年内实施，其中第 1 年投资 4,835 万元，营运客车新增 40 辆、更新 52 辆；第 2 年投资 5,670 万元，营运车辆新增 36 辆、更新改造 61 辆，总投资 10,505 万元。

本项目由公司具体实施，主要的客车线路集中在龙岩地区内，部分涉及省际、市际交通运输。预计项目投资后将新增年均营业收入 13,801.11 万元，年均利润总额 1,877.99 万元，年均净利润 1,408.49 万元，内部收益率达到 21.49%，投资回收期为 4.95 年（含投资期）。

表5 募投项目实施前后产量变动情况

项目	募投项目实施前	本项目增加	募投项目实施后
期末车辆总数（台）	1,819	76	1,895
期末座位总数（个）	44,092	3,239	47,331
平均车座数（座/车）	24.24	-	24.98
日发班（班）	3,451	110	3,561
设计产能（万人次）	6,023	384	6,404
实际客运量（万人次）	4,307	273	4,580
产能利用率	71.51%	-	71.52%

资料来源：公司招股意向书等；注：募投项目实施前数据系截至 2011 年 12 月 31 日数据

2、龙岩公路主枢纽改造建设项目

项目改造遵照一级客运站标准，乘客发送能力设计为 15,000 人次/日。项目改造完成后正常运营年份预计进站的应班车辆总数将达到 330 台，预计发送班次将达到 850 班/日，日均发送乘客将达到约 8,500 人次，月发送约 25.5 万人次，年发送约 306 万人次。

项目改造完成后收入主要来自于客运代理费、行包代理费、旅客站务费、车辆停放费、酒店及写字楼租金等，实施后按 25 年计算预计新增年均营业收入 2,073.21 万元，年均利润总额 968.56 万元，年均净利润 726.42 万元，内部收益率为 9.61%，回收期为 10.84 年（含建设期）。

表6 龙岩公路主枢纽改造建成后预计三个年度内营业收入和净利润情况 单位：万元

龙岩客运站	龙岩客运站 实施前	建成后运营第			建成后运营第 三年度
		一年度	第二年度	第三年度	
日均客流量（人次）	5,500	6,000	6,500	7,500	
收入	870	1,804.49	1,892.86	2,093.62	
其中：售票手续费收入	600	656.00	697.00	820.00	

旅客服务费收入	180	200.00	212.50	250.00
停车费等收入	30	40.00	42.50	50.00
门面租金收入	50	100.00	105.00	110.25
地下停车场	-	19.20	19.20	19.20
广告收入	10	80.00	90.00	100.00
写字楼、酒店租金等收入	-	709.29	726.66	744.17
成本	360	728.84	744.48	780.37
税金	48.29	100.15	105.05	116.2
费用	130.5	240.44	250.76	276.81
利润总额	331.21	735.06	792.57	920.24
所得税	82.8	183.77	198.14	230.06
净利润	248.41	551.3	594.43	690.18

资料来源：公司招股意向书等

3、货运车辆投放项目

主要内容是购置货运车辆，主要包括专用货车（包括散装水泥车、拖板车、集装箱运输车）和工程车。本项目总投资 5,100 万元，拟购买车辆 100 辆，其中，专用货车 70 辆，工程车辆 30 辆。

根据 2005-2009 年企业内部经营指标分析，结合现有运输市场价格水平及本项目的投资计划，预计项目完成后将新增年均营业收入 8,748.18 万元，年均利润总额 838.11 万元，年均净利润 628.58 万元，内部收益率为 20.55%，投资回收期为 4.85 年（含投资期）。

表7 货运车辆投放计划

类别	第一年		第二年		合计	
	数量(辆)	金额(万元)	数量(辆)	金额(万元)	数量(辆)	金额(万元)
散装水泥车	20	1,200.00	20	1,200.00	40	2,400.00
拖板车	8	400.00	7	350.00	15	750.00
集装箱运输车	7	350.00	8	400.00	15	750.00
工程车及配套设备	15	600.00	15	600.00	30	1,200.00
合计	50	2,550.00	50	2,550.00	100	5,100.00

资料来源：公司招股意向书等

4、武平物流中心建设项目

项目建成后收入主要来自公营车辆营运，货物配载服务，采购及配送中心、流通加工与增值服务，第三方物流代理服务等收费，预计新增年均营业收入 3,134.62 万元，年均利润总额 783.47 万元，年均

净利润 587.60 万元, 内部收益率 11.93%, 预计投资回收期为 8.59 年 (含建设期)。

■ 公司业务简况及收入、利润结构变化

公司的主营业务为客货运输、客运站管理、汽车与配件销售与维修等。2009-2011 年, 公司营业总收入同比增长分别为 23.02%、62.96% 和 2.78%, 2009-2011 年归属于母公司所有者的净利润同比增长 17.09%、53.66% 和 81.49%。公司主要业务为客运运输, 其收入占主营业务收入的四成左右, 其毛利占公司毛利的 65% 左右。另外, 公司汽车与配件及维修、石油销售业务占主营业务收入的比重大致在三成左右, 毛利占比在 15% 左右。

公司毛利率水平相对稳定, 2009-2011 年, 综合毛利率分别为 23.52%、24.00% 和 23.94%。报告期内公司客运运输、站务费合计毛利率贡献率达到 80% 左右, 是公司主营业务利润的主要来源。

表8 公司营业收入构成情况 单位: 万元

项目	2011 年		2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务	124,884.44	82.43%	107,732.66	78.41%	87,921.55	96.42%	75,567.67	97.61%
其中: 客运运输	63,057.98	41.62%	53,963.14	39.28%	45,315.99	49.70%	37,881.67	48.93%
货运运输	4,989.17	3.29%	3,711.40	2.70%	1,953.99	2.14%	153.61	0.20%
站务收入	6,145.00	4.06%	5,084.84	3.70%	4,707.97	5.16%	4,471.62	5.78%
车辆管理费	40.88	0.03%	382.3	0.28%	499.17	0.55%	598.61	0.77%
汽车与配件销售及维修	27,587.10	18.21%	26,417.28	19.23%	22,420.04	24.59%	16,611.99	21.46%
石油销售	22,462.05	14.83%	17,614.85	12.82%	12,517.24	13.73%	15,343.55	19.82%
培训费	602.26	0.40%	558.85	0.41%	507.14	0.56%	506.62	0.65%
其他业务	26,615.51	17.57%	29,661.68	21.59%	3,261.51	3.58%	1,850.82	2.39%
合计	151,499.95	100.00%	137,394.34	100.00%	91,183.06	100.00%	77,418.49	100.00%

资料来源: 公司招股意向书等

表9 各项业务毛利和毛利率情况 单位: 万元

项目	2011 年		2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
客运运输	20,438.38	32.41%	18,386.55	34.07%	17,037.69	37.60%	12,944.99	34.17%
货物运输	914.25	18.32%	501.38	13.51%	198.88	10.18%	8.12	5.29%
站务费	3,952.24	64.32%	3,318.81	65.27%	3,071.81	65.25%	2,860.07	63.96%

车辆管理费	35.52	86.90%	377.08	98.64%	493.91	98.95%	590.83	98.70%
汽车与配件销售及维修	3,277.08	11.88%	2,602.43	9.85%	2,093.19	9.34%	1,745.32	10.51%
石油销售	1,879.50	8.37%	1,826.47	10.37%	1,495.02	11.94%	975.74	6.36%
培训费收入	239.25	39.73%	204.82	36.65%	298.18	58.80%	318.85	62.94%
主营业务综合	30,736.21	24.61%	27,217.54	25.26%	24,688.68	28.08%	19,443.92	25.73%

资料来源：公司招股意向书等

1、汽车客运业务

公司的汽车客运业务包括班车客运、旅游客运、出租汽车客运及城市公交。其中，班车客运是公司经营的核心业务，包括省际、市际、县际、县内班线旅客运输服务。公司的经营单位分布在福建省龙岩、南平两个地区和江西省上饶市等 19 个县市（区）。

2011 年、2010 年收入分别较上年增长 16.85%、19.08%，增长趋势较为明显，同时报告期内人公里票价也有一定幅度上升，对收入的增长也有一定的促进作用。

表10 客运运输收入构成情况 单位：万元

项目	2011 年		2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
班线	53,482.02	84.81%	46,370.73	85.93%	39,843.95	87.92%	35,109.61	92.68%
旅游	3,821.51	6.06%	3,576.75	6.63%	2,197.34	4.85%	427.15	1.13%
公交	3,964.90	6.29%	2,555.84	4.74%	1,931.25	4.26%	1,121.14	2.96%
出租	1,789.55	2.84%	1,459.82	2.70%	1,343.45	2.97%	1,223.77	3.23%
合计	63,057.98	100.00%	53,963.14	100.00%	45,315.99	100.00%	37,881.67	100.00%

资料来源：公司招股意向书等

表11 报告期内班线、客运量、客运周转量情况

项目	2011 年		2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	数量	增幅	数量	增幅	数量	增幅	数量	
车辆（辆）	1,819	2.25%	1,779	9.21%	1,629	7.38%	1,517	
班线（条）	854	3.26%	827	-2.82%	851	8.27%	786	
客运量（万人次）	4,307	6.45%	4,046	29.02%	3,136	11.28%	2,818	
客运周转量（万人公里）	301,712	21.43%	248,461	14.20%	217,565	11.51%	195,113	
人公里票价（元）	0.21	1.63%	0.20	4.03%	0.19	1.33%	0.19	

资料来源：公司招股意向书等

表12 营运客车运行情况统计表

年度	期末车辆总数 (台)	期末座位总数 (个)	平均车座数 (座/车)	日发班次 (班)	设计产能 (万人次)	实际客运量 (万人次)	产能利用率
2011 年	1,819	44,092	24.24	3,451	6,023	4,307	71.51%
2010 年	1,779	41,751	23.5	3,367.75	5,690	4,046	71.10%
2009 年	1,629	35,750	21.95	3,068	4,849	3,136	64.67%
2008 年	1,517	32,293	21.29	2,791	4,278	2,818	65.87%

资料来源：公司招股意向书等

2、客运站业务

客运站是旅客候车及办理购票、行包托运等各种乘车手续的场所，根据站级不同，各汽车客运站按照交通及物价部门核定的标准向旅客和进入汽车客运站的营运车辆收取费用获取收入，主要包括客运代理费、站务费、安检费、车辆清洗费等。公司现有 36 个客运站，其中一级客运站 4 个，二级客运站 14 个，主要分布在福建省公路交通较为发达的龙岩市、南平市，在当地汽车运输业中发挥着重要的枢纽作用。

2011 年、2010 年站务收入分别较上年同期增长 20.85%、8.00%，报告期内稳定增长。

表13 报告期内客运站旅客客流量情况

项目	2011 年		2010 年度		2009 年度		2008 年度
	数量	增幅	数量	增幅	数量	增幅	数量
客流量 (万人次)	2,039.13	4.98%	1,942.42	12.90%	1,720.41	4.26%	1,650.15
发班量 (万班次)	191.13	5.38%	181.37	6.46%	170.36	0.50%	169.51
售票额 (万元)	62,634.56	12.09%	55,880.04	13.09%	49,413.58	3.28%	47,846.60
收费标准	代售手续 6%-10%						
	站务费 0.3 元-1.5 元						

资料来源：公司招股意向书等

图1 公司省际、市际班线分布情况

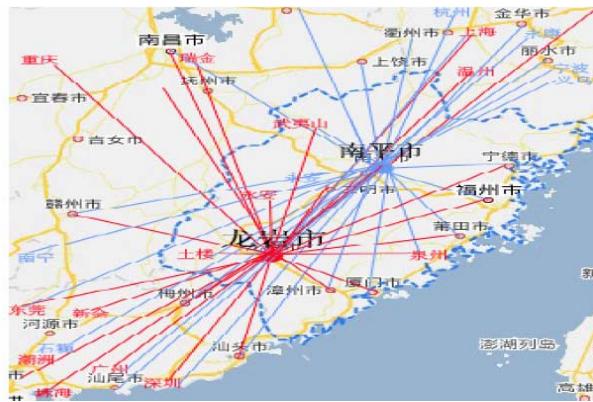


图2 公司一、二级客运站分布情况



资料来源：公司招股意向书等

表14 公司一、二级客运站产能、产量统计表 单位：人次

序号	客运站	等级	设计日均客流量				实际日均客流量				产能利用率 (%)			
			2011	2010	2009	2008	2011	2010	2009	2008	2011	2010	2009	2008
1	龙岩客运站	一级	8,000	8,000	8,000	8,000	6,645	6,569	8,247	7,425	83.07	82.12	103.08	92.81
2	龙岩汽车客运中心站	一级	10,000	10,000			3,998	3,931			39.98	39.31		
3	南平汽车站	一级	10,000	10,000	10,000	10,000	7,931	7,671	7,212	7,145	79.31	76.71	72.12	71.45
4	建阳汽车站	一级	8,000	8,000	8,000	8,000	5,790	5,608	5,777	5,310	72.37	70.11	72.21	66.37
5	永定汽车站	二级	3,000	3,000	3,000	3,000	1,302	1,219	1,041	932	43.39	40.64	34.7	31.05
6	上杭汽车站	二级	5,000	5,000	5,000	5,000	3,032	2,877	2,603	2,767	60.64	57.53	52.05	55.34
7	武平汽车站	二级	3,000	3,000	3,000	3,000	2,464	2,356	2,082	2,027	82.15	78.54	69.41	67.58
8	连城汽车站	二级	3,000	3,000	3,000	3,000	2,735	2,611	1,836	1,288	91.15	87.03	61.19	42.92
9	长汀汽车站	二级	3,000	3,000	3,000	3,000	2,910	2,795	2,411	2,301	97.01	93.15	80.37	76.71
10	漳平汽车站	二级	3,000	3,000	3,000	3,000	2,054	1,995	1,808	1,699	68.46	66.48	60.27	56.62
11	顺昌汽车站	二级	3,000	3,000	3,000	3,000	1,188	1,124	1,030	996	39.60	37.46	34.35	33.21
12	建瓯汽车站	二级	5,000	5,000	5,000	5,000	3,913	3,762	3,688	3,658	78.26	75.23	73.75	73.15
13	政和汽车站	二级	3,000	3,000	3,000	3,000	1,176	1,114	962	858	39.21	37.13	32.07	28.59
14	松溪汽车站	二级	3,000	3,000	3,000	3,000	1,141	1,114	1,032	1,030	38.03	37.14	34.4	34.33
15	浦城汽车站	二级	3,000	3,000	3,000	3,000	2,206	2,119	1,807	1,944	73.53	70.62	60.23	64.8
16	武夷山汽车站	二级	3,000	3,000	3,000	3,000	1,168	1,051	789	645	38.92	35.02	26.3	21.51
17	光泽汽车站	二级	3,000	3,000	3,000	3,000	1,532	1,449	1,574	2,106	51.07	48.31	52.47	70.21
18	邵武汽车站	二级	3,000	3,000	3,000	3,000	2,363	2,249	2,359	2,312	78.77	74.98	78.63	77.08

资料来源：公司招股意向书等

3、货运业务

公司的货运业务覆盖了普通道路运输、货运代理、报刊配送等领域。截至 2011 年 12 月 31 日，公司从事货运业务的各类货运车辆

合计 96 辆，车型主要包括散装水泥专用运输车、大型牵引车以及厢式货车等专用车辆。

报告期内货运运输业务发展较快，2011 年、2010 年收入较上年同期增长 34.43%、89.94%，增长趋势明显。报告期内公司依靠闽西地区散装物料运输业务的发展，积极推进公车公营、投放货运车辆、开发大客户，使公司货运运输业务得以迅速发展。

表15 货运车辆运行情况统计表

年度	期末车辆数 (台)	总吨位 (吨)	平均每 天运行 (次)	月运行 天数 (天)	设计产 能(年 运万 吨)	实际 运吨 数(万 吨)	产能利 用率
2011 年	96	1,367.77	3	28	137.87	130.56	94.70%
2010 年	71	402	4	28	58	53	91.38%
2009 年	68	385	4	28	52	47	90.38%
2008 年	40	189	3	28	19	12	63.16%

资料来源：公司招股意向书等

4、其他产业

为延伸主业经营的产业链，公司陆续开展了汽车及配件销售、汽车维修、成品油销售、交通职业教育与培训等业务，相关业务主要依托下属公司进行。

表16 公司近三年的石油销售量及加油站数量

公司名称	2011 年	2010 年度	2009 年度	2008 年度
石油销售量 (吨)	29,919.22	26,894.23	22,409.52	26,272.44
加油站数量 (座)	6	6	5	4

资料来源：公司招股意向书等

■ 财务状况和盈利预测

盈利能力及资产周转能力

2009-2011 年，公司营业总收入同比增长分别为 23.02%、62.96% 和 2.78%，2009-2011 年归属于母公司所有者的净利润同比增长 17.09%、53.66% 和 81.49%。

公司主营业务毛利率相对稳定，2009-2011 年，综合毛利率分别为 23.52%、24.00% 和 23.94%。从行业整体毛利率水平和可比上市公司的情况来看，公司毛利率与宜昌交运和江西长运相近，低于富临运业，应与公司业务结构有关。

表17 公司主要财务指标增长情况 单位: 万元、%

项目	2011年		2010 年		2009 年度	
	金额	同比增长	金额	同比增长	金额	同比增长
主营业务收入	161953.44	2.78	157569.79	62.96	96691.50	23.02
营业利润	27854.21	72.00	16194.23	39.97	11569.55	23.00
利润总额	30190.46	63.14	18505.65	52.70	12118.92	15.55
净利润	18927.50	81.49	10428.90	53.66	6786.90	17.09

资料来源: 公司招股意向书等

表18 可比上市公司的毛利率情况

证券代码	简称	毛利率					净利率			
		08Y	09Y	10Y	11Y	08Y	09Y	10Y	11Y	
002357.SZ	富临运业	57.17	54.93	59.56	65.43	22.87	23.05	27.79	40.59	
002627.SZ	宜昌交运	21.35	22.22	22.66	21.16	7.01	10.70	11.28	10.77	
600561.SH	江西长运	27.99	29.56	26.44	22.32	8.45	10.59	10.18	7.97	
	平均	35.50	35.57	36.22	36.30	12.78	14.78	16.42	19.78	
002682.SZ	龙洲运输	27.64	29.21	23.52	23.94	9.81	8.96	8.45	13.33	

资料来源: 公司招股意向书等

2008-2011 年, 公司营收帐款周转率为 28.19、35.49、37.31、27.32, 低于行业平均水平; 同期公司存货周转率分别为 5.63、5.29、5.42 和 6.73, 低于行业平均水平。 公司应收账款和存货周转率低于行业平均, 应与公司业务结构有关。

表19 可比上市公司资产周转情况

证券代码	简称	应收账款周转率				存货周转率			
		08Y	09Y	10Y	11Y	08Y	09Y	10Y	11Y
002357.SZ	富临运业	21.71	27.30	37.54	86.12	64.64	83.67	75.24	--
002627.SZ	宜昌交运	125.84	128.11	92.38	71.22	15.05	20.16	24.27	15.18
600561.SH	江西长运	49.52	46.26	45.27	51.41	72.69	79.62	78.35	42.24
	平均	65.69	67.23	58.40	69.58	50.79	61.15	59.29	28.71
002682.SZ	龙洲运输	28.19	35.49	37.31	27.32	5.63	5.29	5.42	6.73

资料来源: 公司招股意向书等

业绩预测

预计募投项目将于 2013 年后陆续投产, 所得税率维持在 25%, 我们测算 2012-2014 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 -46.03%、13.64%、13.62%, 相应的稀释后每股收益为 0.64 元、0.73 元和 0.82 元 (2011 年投资收益较大, 假设未来无此收益)。

表 20 主营业务分项预测

	2012E	2013E	2014E
销售量			
客运运输 (客运周转量/万人公里)	337917.44	371709.18	408880.10
货运运输 (实际运量/万吨)	146.23	160.85	176.93
站务经营 (售票额/万元)	70150.71	77165.78	84882.36
石油销售 (吨)	32911.14	36202.26	39822.48
销售价格			
客运运输 (元/人公里)	0.22	0.22	0.23
货运运输 (元/吨)	39.36	40.54	41.76
站务经营 (费率)	0.10	0.10	0.11
石油销售 (万元/吨)	0.77	0.80	0.82
分业务毛利率			
主营业务	25.18%	25.26%	25.34%
其中: 客运运输	33.00%	33.00%	33.00%
货运运输	18.50%	18.50%	18.50%
站务经营	65.00%	65.00%	65.00%
车辆管理费	90.00%	90.00%	90.00%
汽车与配件销售及维修	12.00%	12.00%	12.00%
石油销售	8.50%	8.50%	8.50%
培训费	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	12.50%	12.50%	12.50%
综合毛利率	23.02%	23.21%	23.39%

资料来源: 公司招股意向书等

表 21 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	966.91	1,575.70	1,619.53	1,700.33	1,892.99	2,109.09
营业总成本	853.33	1,420.12	1,489.72	1,549.00	1,721.02	1,913.69
营业成本	684.50	1,205.15	1,231.77	1,307.55	1,452.21	1,614.20
营业税金及附加	26.96	46.95	47.73	51.01	56.79	63.27
销售费用	11.56	18.62	34.63	34.01	37.86	42.18
管理费用	108.34	124.36	139.36	136.03	151.44	168.73
财务费用	21.27	26.40	36.50	20.40	22.72	25.31
资产减值损失						
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.12	6.36	148.72	0.00	0.00	0.00
营业利润	115.70	161.94	278.54	151.33	171.97	195.40
加: 营业外收入	8.17	25.47	27.96	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	2.67	2.36	4.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	121.19	185.06	301.90	151.33	171.97	195.40

减: 所得税	34.60	51.95	85.99	37.83	42.99	48.85
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	86.59	133.11	215.91	113.50	128.98	146.55
减: 少数股东损益	18.72	28.82	26.64	11.35	12.90	14.66
归属于母公司所有者的净利润	67.87	104.29	189.27	102.15	116.08	131.90
摊薄 EPS (元)	0.42	0.65	1.18	0.64	0.73	0.82

数据来源: 公司招股意向书

■ 风险因素

安全事故风险

公司主要经营汽车客运、货运业务，因此道路运输安全事故是公司面临的重大风险之一。事故发生后，公司可能面临车辆损失、伤亡人员赔付、交通主管部门处罚等风险，对公司生产经营产生不同程度的影响。

自然灾害风险

公司的客、货运业务主要以龙岩、南平地区为核心，辐射福建西部、北部及周边各主要城市，运营区域地理环境以山地、丘陵为主。福建省位于我国东南沿海，属亚热带季风气候区，每年春末夏初常有西南暖湿气流活跃，易形成暴雨或持续暴雨，盛夏季节又受台风影响。强暴雨集中区容易引发崩塌、滑坡、泥石流、地面塌陷等地质灾害，对当地汽车客、货运产生直接影响。

铁路运输业竞争风险

公路运输与铁路运输在中、短途运输市场竞争激烈，尤其最近几年，随着经济发展及交通基础设施投资力度的加大，高速铁路、城际轨道交通对公路运输的冲击日益增加。根据现有规划，2013 年前公司客、货运业务目前覆盖区域内，将开通的高速（快速）铁路为预计 2012 年上半年开通的龙岩至厦门快铁，龙厦快铁开通后，将对快铁沿线和两端的客流量产生一定的分流，对公司的班线客运量产生一定的影响。

■ 估值及定价分析

国内同类公司的比较

基于已公布和预测业绩的均值，同类公司 2011-2013 年平均动态市盈率分别为 17.58 倍、16.66 倍和 14.05 倍。A 股最近上市的中小板股票中，2011-2013 年平均动态市盈率分别为 32.70 倍、23.51 倍和 18.62

倍。

表 22 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2010A	2011A	2012E	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E
002357.SZ	富临运业	9.30	0.25	0.45	0.44	0.53	37.47	20.54	21.19	17.55
002627.SZ	宜昌交运	14.02	0.71	0.78	0.88	1.04	19.64	17.96	15.93	13.52
600561.SH	江西长运	9.62	0.61	0.68	0.75	0.87	15.69	14.23	12.87	11.08
	平均						24.27	17.58	16.66	14.05

数据来源: Wind 资讯 (5月21日收盘价)

表 23 最近上市(中小板)股票(10只平均)的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2010A	2011A	2012E	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E
002665.SZ	首航节能	27.50	0.68	0.83	1.84	2.26	40.16	33.26	14.94	12.18
002666.SZ	德联集团	16.18	0.63	0.74	0.99	1.24	25.88	21.95	16.28	13.07
002667.SZ	鞍重股份	26.85	0.64	0.89	1.18	1.51	42.18	30.05	22.68	17.83
002668.SZ	奥马电器	13.63	0.80	0.88	1.06	1.20	17.14	15.47	12.88	11.38
002669.SZ	康达新材	13.00	0.62	0.59	0.68	0.80	20.93	21.90	19.17	16.19
002670.SZ	华声股份	8.50	0.37	0.36	0.50	0.63	23.26	23.62	17.17	13.49
002671.SZ	龙泉股份	22.83	0.65	0.77	1.16	1.72	35.17	29.81	19.73	13.29
002672.SZ	东江环保	45.50	1.04	1.35	1.98	2.53	43.93	33.61	22.94	18.02
002673.SZ	西部证券	17.58	0.45	0.19	0.24	0.30	39.28	94.50	72.49	58.17
002674.SZ	兴业科技	11.70	0.44	0.51	0.70	0.93	26.35	22.83	16.82	12.62
	平均						31.43	32.70	23.51	18.62

数据来源: Wind 资讯 (5月21日收盘价)

公司可给的估值水平及报价区间

我们认为, 给予公司 2012 年 18-20 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 11.49-12.77 元。

从 2011 年至今的上市主板股票来看, 截至 2012 年 5 月 21 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为-4.16%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 10%的折让, 建议询价区间为 10.34-11.49 元, 对应的 2011 年市盈率区间为 8.74-9.71 倍(对应 2011 年扣非后市盈率区间为 21.55-23.94 倍)。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。