

评级：买入 首次评级

公司深度研究

市场价格（人民币）：12.35元  
 目标价格（人民币）：15.60-16.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	237.06
总市值(百万元)	2,927.74
年内股价最高最低(元)	19.97/9.04
沪深 300 指数	3053.70
上证指数	2862.89



## 内容目录

江西省客运龙头，网络布局显优势 .....	4
主营公路客运，并购扩张确立网络优势 .....	4
营收增长稳定，成本控制良好 .....	4
网络布局渐完善，转型路口遇挑战 .....	5
与高铁紧密合作，辐射细分网络 .....	5
受高铁及自驾影响，公司主营增速放缓 .....	6
转型期融资需求增加，财务费用上升拉低利润 .....	7
部分业务小幅波动，长期稳健仍被看好 .....	8
收购释放成长空间，网络资源价值凸显 .....	9
收购佳捷物流，搭建物流业务核心 .....	9
物流板块日益完善，催化盘活土地项目储备 .....	11
加大农村物流布局投入，公司网络资源价值突显 .....	12
着力拓展旅游产业，形成多元化格局 .....	13
江西旅游资源丰富，配套服务开发潜力巨大 .....	13
公司开拓旅游业务，未来获利江西旅游增长 .....	15
受益江西国改政策红利，多线路跨越式发展 .....	16
江西国改两大主线——股权激励与兼并重组 .....	16
公司可能通过并购线路，提高核心竞争力 .....	16
公司可能推动员工持股计划，发挥激励作用 .....	17
盈利预测及假设 .....	17
假设条件 .....	17
盈利预测 .....	17
估值 .....	18
风险因素 .....	18

## 图表目录

图表 1：公司股权结构示意图（截至 2015 年三季度） .....	4
图表 2：营业收入及预测（亿元） .....	5
图表 3：营业成本及预测（亿元） .....	5
图表 4：老站地理位置——南昌市市中心 .....	6
图表 5：高铁动车组与公路客运优劣势比较 .....	7
图表 6：铁路客运与公路客运运营方式比较 .....	7
图表 7：财务费用及预测（亿元） .....	8
图表 8：客运和客站整体毛利预测（百万元） .....	8
图表 9：佳捷高端物流产品展示 .....	9
图表 10：佳捷物流净利润及预测（百万元） .....	10
图表 11：佳捷物流营业收入预测（万元） .....	10

图表 12: 佳捷物流合作伙伴.....	11
图表 13: 佳捷物流信息平台覆盖网络.....	11
图表 14: 江西长运物流用地储备规划.....	12
图表 15: 物流板块盘活土地项目 .....	12
图表 16: 物流平台是农村电商体系核心 .....	13
图表 17: 江西省旅游资源胜地（滕王阁、庐山、井冈山、鄱阳湖） .....	14
图表 18: 江西省国内游客增长（万人次） .....	14
图表 19: 公司旅游开发项目（麻姑山、醉仙湖） .....	15
图表 20: 于都方通盈利预测表（万元） .....	16
图表 21: 德兴华能盈利预测表（万元） .....	17
图表 22: 销售预测表（百万元） .....	18

## 江西省客运龙头，网络布局显优势

### 主营公路客运，并购扩张确立网络优势

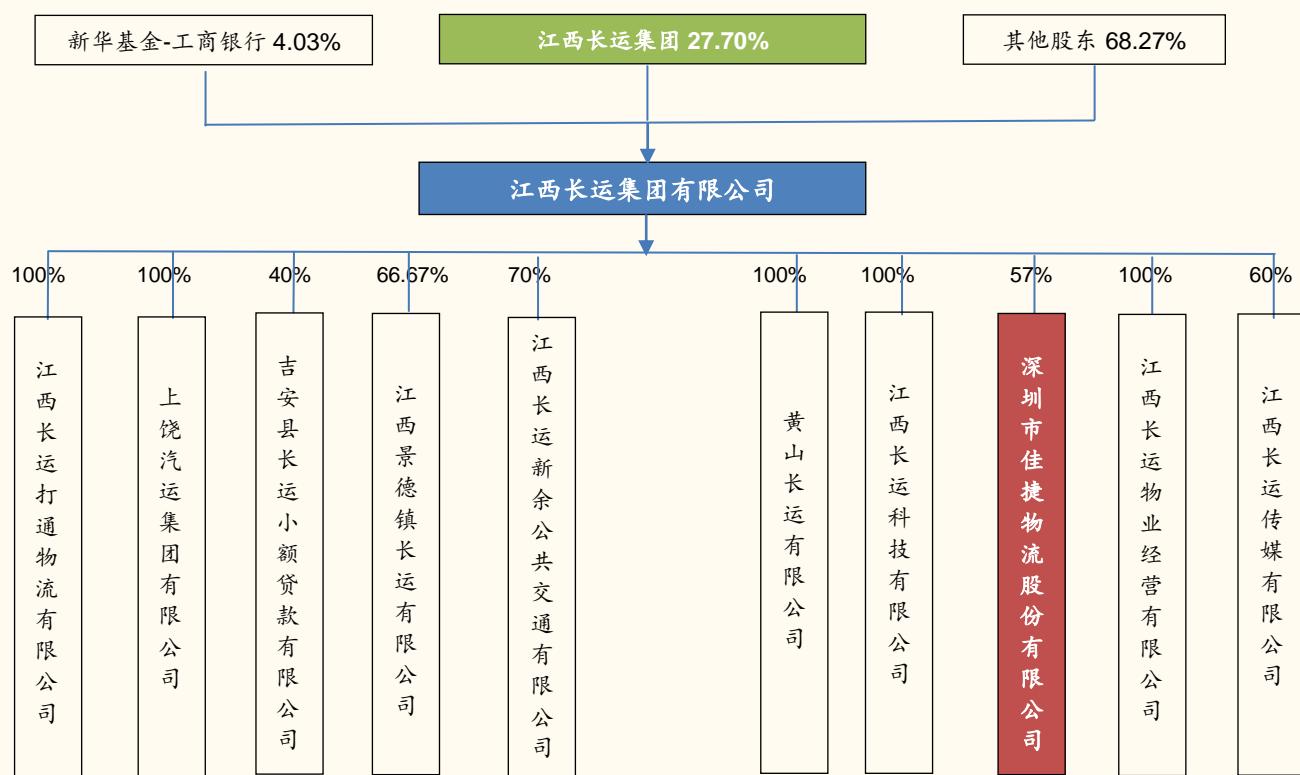
#### ■ 公司简介——江西客运龙头

- 江西长运集团有限公司于1993年注册成立，公司成立之初主要经营公路客货运输，商品仓储，集装箱货，装卸等。目前公司已成长为中国道路旅客运输一级企业，主要从事公路客运、旅游服务、物流服务、出租客运、公交客运、汽车销售与租赁、车辆检测与修理、物业管理、石油销售等业务，基本形成了以江西南昌、景德镇、吉安、新余、抚州、萍乡、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。公司坚持以客运业务为核心，依托资本运营进行横向一体化扩张促进企业规模化、集约化、网络化发展，同时通过精细化管理建立“低成本、高效率”的运营模式，打造中国道路运输行业自主创新的优质企业品牌，是江西省的客运龙头企业。

#### ■ 公司股权结构

- 公司大股东为江西长运集团，截至2015年第三季度持股比例达27.70%，自2013年以来，长运集团整体划归南昌市国资委管理，公司实际控制人变更为南昌市国有资产监督管理委员会。

图表1：公司股权结构示意图（截至2015年三季度）



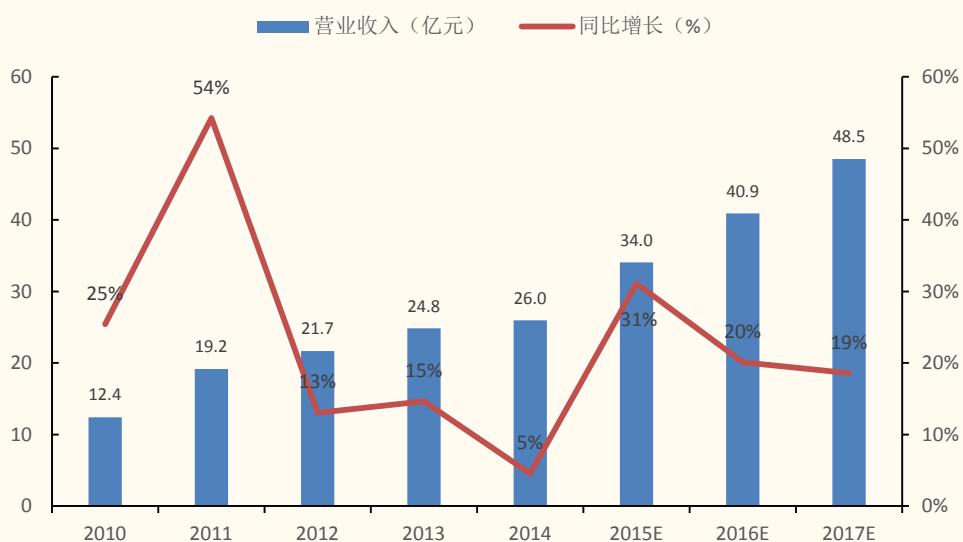
来源：公司公告、国金证券研究所

### 营收增长稳定，成本控制良好

#### ■ 公司主营业务收入及预测

- 2015 年前三季度实现营业收入 21.93 亿元，同比增长 10.87%；预计 2015 年全年营业收入达到 34.05 亿元，同比增长 31.10%。主营业务中以道路旅客运输收入为主要产品收入，占总营业收入比例为 64.86%。

图表 2：营业收入及预测（亿元）



来源：国金证券研究所

#### ■ 公司主营业务成本及预测

- 公司 2015 年前三季度营业成本为 18.53 亿元，同比增长 11.76%；预计 2015 年全年营业成本为 28.91 亿元，同比增长 32%。营业总成本中道路旅客运输占比达到 66.22%。

图表 3：营业成本及预测（亿元）



来源：国金证券研究所

**网络布局渐完善，转型路口遇挑战**

**与高铁紧密合作，辐射细分网络**

- 南昌城区老客运站商业价值突出

- 根据《南昌长途汽车总站搬迁实施方案》，长途汽车总站搬迁将采取“建设新站，关闭老站，逐步分流”的方法，在新站建成投入运营的同时关闭相应的老站。老城区包括长途客运总站、青山路客运站、洪城客运站、徐坊客运站在内的老站，都将逐步分流到相应的新站。目前公司拥有 90 亩待开发土地（包括半闲置土地和集团地块），且公司拥有的老客运站地处南昌市黄金地段，南昌城区内已搬迁的老客运站未来将为公司带来巨大商业价值。
- 公司签署租赁合同，锁定租赁利润
- 2015 年 2 月 26 日公告，公司第七届董事会第二十五次会议，审议通过了《关于与江西中悦实业有限公司签署南昌长途汽车站、南昌长途汽车西站商业物业租赁合同的议案》，同意公司与江西中悦实业有限公司签署租赁合同，将南昌长途汽车站和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。

图表 4：老站地理位置——南昌市中心



来源：国金证券研究所，百度地图

- 公司在综合考虑南昌长途汽车站与南昌长途汽车西站的物业发展前景的基础上，将两站商业物业予以整体开发。在全面综合考虑意向者的物业开发、策划、经营能力、经营经验、资金实力和商户资源、租金水平等基础上，采取议标的方式最终选择江西中悦实业有限公司签署租赁合同。具体租赁方案为总：十九年租赁费用为 2.85 亿元，每五年递增一次，前五年每年 1200 万元，第二个五年每年 1350 万元，地三个五年每年 1650 万元，最后四年每年 1875 万元。此次租赁合同有利于公司新建汽车站商业物业的整体开发，对公司业绩有一定的积极影响，且两大枢纽商业价值突出，有利于公司提前锁定租赁利润。

#### 受高铁及自驾影响，公司主营增速放缓

- 高铁迅速发展，公路客流量下滑
- 中国进入高铁时代：国家《中长期铁路网规划（2008 年修订）》规划到 2020 年全国铁路营业里程达到 12 万公里，建立起省会城市及大中城市间的铁路快速客运通道，形成以“四纵四横”为干线的铁路高速客运专线里程 1.6 万公里，以及三个城际快速客运系统。近年来，高速铁路客运专线进入大规模建设期。随着高铁项目建设不断推进，规划的铁路蓝图正变成现实。此外，统计局数据显示，2014 年江西游客的“团散比”为 2:8，自由行、自驾游的旅游占总接待游客的比重超过了 50%，与高铁相似，自驾游也是传统客运分流的另一要素。

- 对公路客运造成严重冲击：铁路动车开通之前，道路客运是旅客出行的首选方式，占据旅客运输量的 95%以上，且盈利能力强。但随着铁路动车的开行，大量旅客被吸引到铁路上出行，大量分流了沿线公路客运的中、长途旅客，干线、城际、发达经济区域等传统公路客运收入、盈利主要来源的“黄金班线”大受冲击，客流量急剧下降，营业收入平均下滑 50%以上，道路客运企业经营面临前所未有的压力。

图表 5：高铁动车组与公路客运优劣势比较

因素	动车组	公路客运
价格	低	高
安全	高	低
速度	快	慢
密度	疏	密
购票	难	易
通达率	低	高
舒适性	高	低
机动性	小	大

来源：国金证券研究所

- 客运行业冲击机会并存，竞争合作是最佳出路

- 铁路与公路运输存在互补关系：铁路的快速发展是经济社会发展和人民生活水平提高的必然要求。公路和铁路的阶段性交替发展也符合交通发展的一般规律。许多西方发达国家交通发展也经历了铁路主导、公路主导、综合发展等不同的历史发展阶段。

图表 6：铁路客运与公路客运运营方式比较

运距	线路结构	市场份额	公路客运	铁路客运	适宜运输方式
100 公里以下	短途	43.2%	“点对点、门到门”点多、面广、灵活、方便，可以密集发车。	短途火车班次有限	公路客运
100~200 公里	中短途	14.2%	班次密集，快客舒适性、经济型和动车一样	动车舒适安全，大节点可公化，但小节点班次有限	公路客运有相对优势
200~400 公里	中长途	14.9%	价格高、舒适性差，但支线市场有优势	动车舒适安全，高铁价格劣势	铁路客运有相对优势
400 公里以上	长途	27.7%	价格高、舒适性差	快车价格低，舒适安全，高铁价格劣势	铁路客运

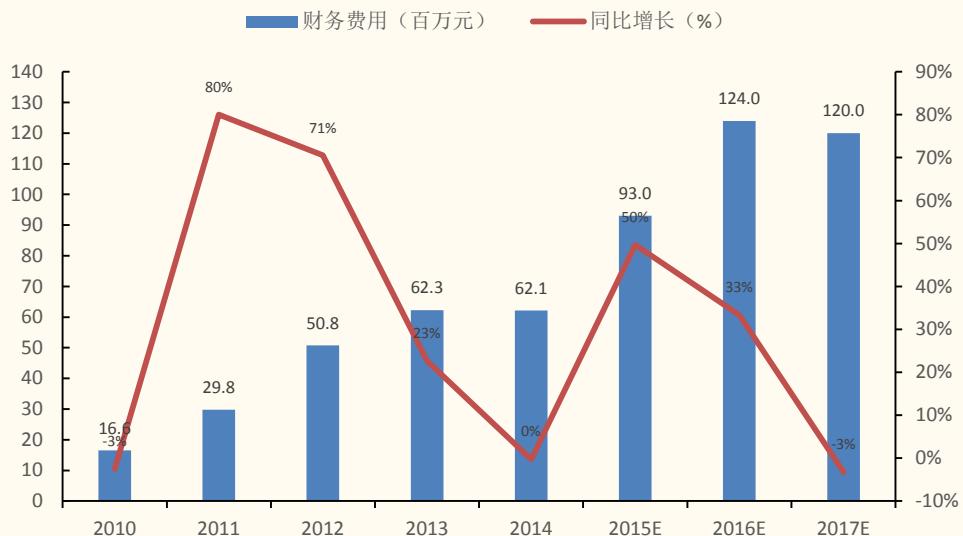
来源：国金证券研究所

- 高铁与道路客运各有优劣，合作大于竞争，本质上可以优势互补。双方可以发挥各自的优势，在中短途与中长途、干线与支线、城市与乡村、密集点与空白点、经济发达与欠发达区域等线路上实现相互补充、无缝衔接、全面覆盖。虽然客运在高铁无法通达地域建设站点、铺设线路需要时间，但随着消费者对新景区的逐渐接受，长期内客运可以在这些区域相对高铁取得较稳定的比较优势。

#### 转型期融资需求增加，财务费用上升拉低利润

- 债务融资收购资产，短期内财务费用拉低利润

- 公司积极谋求转型，收购或投资相关资产：财务费用高企，是拉低业绩的主要原因。2015 年三季报公司财务费用高达 7752 万元，同比增加 3037 万元，主要是因为公司在各方面的投资（如收购佳捷物流、全顺投资、景德镇恒达物流等转型拓展多元化投资）有所增加，导致有息负债大幅增加，短期内财务费用上升导致净利润大幅下滑。

**图表 7：财务费用及预测（亿元）**


来源：公司年报、国金证券研究所

### 部分业务小幅波动，长期稳健仍被看好

- 高铁对客运形成分流，客运及客站业务小幅度波动
  - 由于高铁增长对传统道路客运的分流作用，公司 2015 年业绩或有下滑。在毛利率方面，尽管 2015 年预计会出现小幅波动，但明后两年随着新增客运线路的投入运行，以及新增商业面积的开发和出租，客运与客站毛利率将得到恢复。

**图表 8：客运和客站整体毛利预测（百万元）**

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
道路旅客运输	299.06	224.47	190.80	238.50	298.12
YoY%	1.2%	-24.9%	-15%	25%	25%
新增客运	-	-	-	36.78	43.90
租赁业务	1.98	0	2.45	2.68	2.85
YoY%	-25.3%	-100%	100%	9.39%	6.34%
新增租赁	-	-	-	13.00	13.00
客运和客站整体	301.04	224.47	193.25	241.18	300.97
YoY%	-	-25.4%	-13.91%	24.9%	24.9%

来源：公司年报、国金证券研究所

### ■ 道路运输主动迎战，长期稳健仍看好

- 为了在激烈竞争中赢得市场，目前，客运公司普遍采取客运班线主动促销方式维持线路正常运营。同时，努力提升服务水平，改善乘车环境，让旅客满意。
- 道路客运业也有自身优势。高铁开通的动车组存在运营成本过高的弊端。动车组对硬件设备有较高的要求，造价昂贵，其长期运行存成本压力。“快车越来越快，慢车越来越慢”是高铁的特征，这为道路客运发展中短途运输、支线运输提供了良机。
- 高铁开通将会催生新的运输需求，其带来的旅客必须由汽车运输予以分流，高铁开通后为道路运输结构的调整和优化创造契机，运输企业将主动应战，谋求发展，其自身存在的弊端将逐渐克服，考虑到公司在采取多元化发展策略应对挑战，其长期盈利的稳健性仍被看好。

## 收购释放成长空间，网络资源价值凸显

### 收购佳捷物流，搭建物流业务核心

#### ■ 佳捷物流——现代高端物流服务企业

- 深圳市佳捷现代有限公司是国有控股上市公司，是大物流战略板块核心企业，致力于成为具有全产业链规划、设计、执行、控制能力的五毛一体化创新服务商和物流管理标杆企业。
- 经多年努力，佳捷已成为快消品物流领域的著名品牌企业，建立了覆盖全国的物流服务网络，客户群体涵盖世界 500 强和国内龙头企业；拥有国家知识版权局颁发的各项技术物流计算机软件著作权证书、产品许可证 37 项，获得包括全国 AAAA 级物流企业、国家高新技术企业、全国先进物流企业、深圳市重点物流企业、广东省著名商标、深圳知名品牌等多项荣誉称号与资质认定。
- 佳捷在以国内快速消费品公路干线运输、仓储、城市配送、代收款业务为主导的基础上，向客户提供基于互联网物流商务平台的全方位物流、商流、信息流和资金流的现代化高端物流服务；并加速存储平台及渠道快消品物贸一体化体系建设，从而进入高端制造业的产业链服务与管理领域。

**图表 9：佳捷高端物流产品展示**

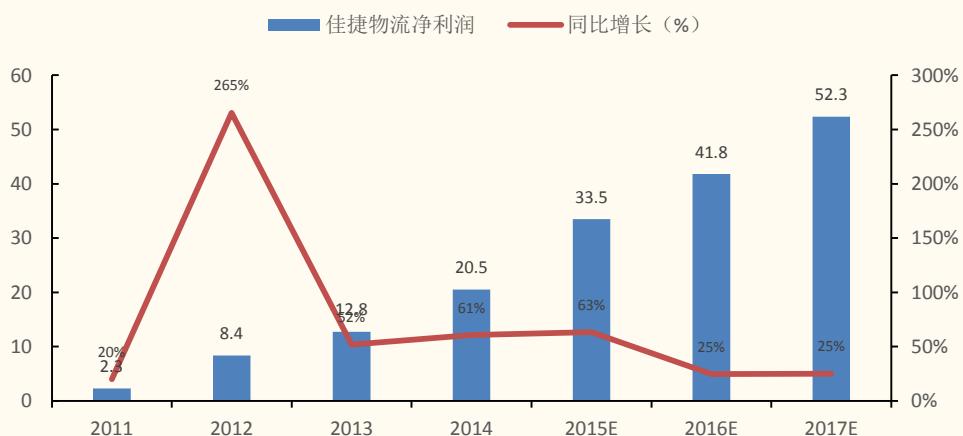


来源：公司资料、国金证券研究所

■ 公司收购佳捷 57% 股权，成为控股股东

- 江西长运于 3 月 20 日签署股权转让协议，以 1.14 亿元收购现代投资公司与华智远科技公司持有的深圳市佳捷现代物流有限公司（简称“深圳佳捷物流公司”）57% 股权。根据协议，转让方张丽斌、现代投资公司、华智远科技公司、陆叶承诺，目标公司 2015 年至 2017 年合并报表归属于母公司所有者的净利润分别不低于 3350 万元、4187.5 万元、5234.375 万元。

图表 10：佳捷物流净利润及预测（百万元）



来源：公司年报、国金证券研究所

- 此次收购基于标的公司优良资产，有利于与公司已有的物流业务资源开展优化整合，增强公司盈利能力，同时完善公司物流业务产业布局，提升公司综合物流服务能力，促进公司物流业务发展。
- 物流仓储收入是企业的主要收入来源，2012 年、2013 年、2014 年分别比上年增长-2.29%、2.12%、12.70%。前两年收入增长较低，甚至负增长的主要原因是由于受宏观大环境影响，国内整体经济景气度不高所致。随着国内整体经济回暖，2014 年的物流业也出现了快速增长。评估机构依据企业 2014 年 10-12 月实际发生的物流仓储收入对 2014 年 10-12 月的物流仓储收入进行了预测；考虑到企业 2015 年新增了一批优质客户(如：东方雨虹、重庆啤酒、农夫山泉、格兰仕、北大荒、蓝月亮)，公司未来营业收入会迎来大幅增长，在成本端占比相对稳定的前提下，能够达到预期盈利目标。

图表 11：佳捷物流营业收入预测（万元）

项目/年度	2014.10-12	2015.01-12	2016.01-12	2017.01-12	2018.01-12	2019.01-12
物流仓储收入	5,240.54	24,942.24	26,937.62	28,553.88	29,696.04	30,289.96
商品贸易收入	3,892.66	6,000.00	6,000.00	6,000.00	6,000.00	6,000.00
合计	9,133.20	30,942.24	32,937.62	34,553.88	35,696.04	36,289.96

来源：国金证券研究部、公司资料

■ 依托佳捷客户资源，覆盖全国网络

- 佳捷物流研发的“GLOFOR 业务管理系统”、“GLOFOR 远程办公系统”以及“佳捷通公路物流平台”，标志着佳捷正式迈入高端现代物流服务领域，建立互联网信息平台。收购佳捷后，江西长运依托于自身客运资源，与佳捷信息客户资源相互整合、协同发展，有望形成全国覆盖网络，未来在物流领域开拓广阔空间。

**图表 12：佳捷物流合作伙伴**


来源：公司资料、国金证券研究所

## ■ 依托佳捷信息平台优势，拓展成长空间

- 由于快消品物流具有物流复杂程度高、配送量波动大、订单量大且频繁、环节多、库存周期短、与销售紧密相连等特点，要求快消品具备更强的配送及补货能力。而佳捷简历的互联网信息平台，能够提供更快的反应速度、更高效的控制管理能力，有效帮助企业控制物流成本，提供强大信息支撑。与江西长运自身的客运资源相结合，能够提升O2O能力，推动平台一体化，提升公司未来盈利。

**图表 13：佳捷物流信息平台覆盖网络**

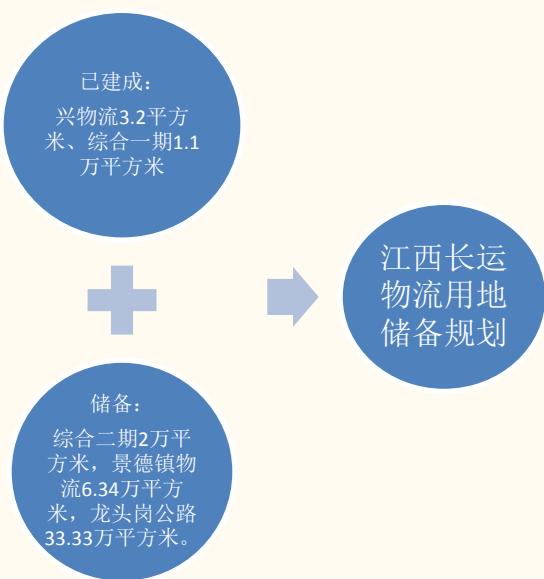

来源：公司资料、国金证券研究所

**物流板块日益完善，催化盘活土地项目储备**

## ■ 公司四大物流储备项目，助力公司盘活土地项目储备

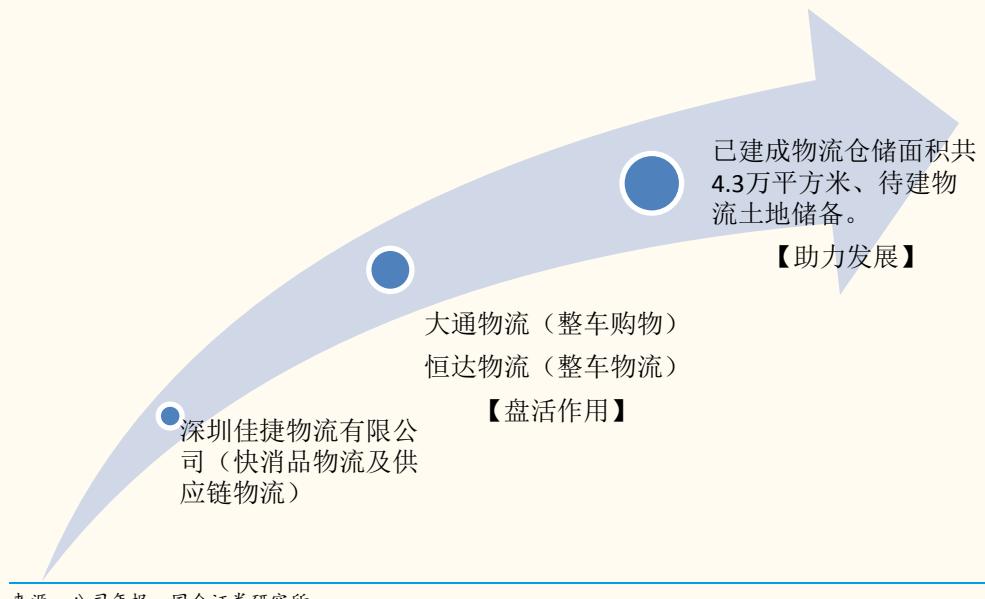
- 收购兴发物流，取得专线市场业务：2011年8月公司以1959.43万元完成对兴发物流85%股权收购；同年9月又以345.78万元万恒兴发物流15%股权收购。兴发物流拥有174亩经营用地、面积3.2万平方米仓库及办公楼、商务楼等经营资产，成为公司土地项目的良好助力。
- 建设江西长运综合物流中心，仓储设施3.1万平方米：该项目分两期，其中一期约1.1万平方米的仓储设施已经建成，二期的2万平方米仍处于规划期。相关土地储备项目利用率有望提升，物流板块进一步完善。
- 建设景德镇物流园，土地项目是支撑：2015年1月收购景湘公路西侧土地使用权用于建设景德镇物流园，地块总面积约95.14亩，成交价格为55万元/亩。该物流园距离景德镇国际会展中心仅300米，一旦建成，将极大催化盘活公司的土地项目储备。
- 打造南昌龙头岗公路综合枢纽物流基地，提升物流业务水平：根据江西省交通运输“十二五”规划，以南昌新港为龙头建设规划重点项目。2012年10月，公司与新建县政府签署《投资框架协议》，协议表明该地块位于新建县，其中第一期建设用地供地面积为500亩。预计随着公司布局物流业务的脚步加快，前期储备的物流仓储设施将逐步为公司贡献盈利。

图表 14：江西长运物流用地储备规划



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 15：物流板块盘活土地项目



来源：公司年报、国金证券研究所

### 加大农村物流布局投入，公司网络资源价值突显

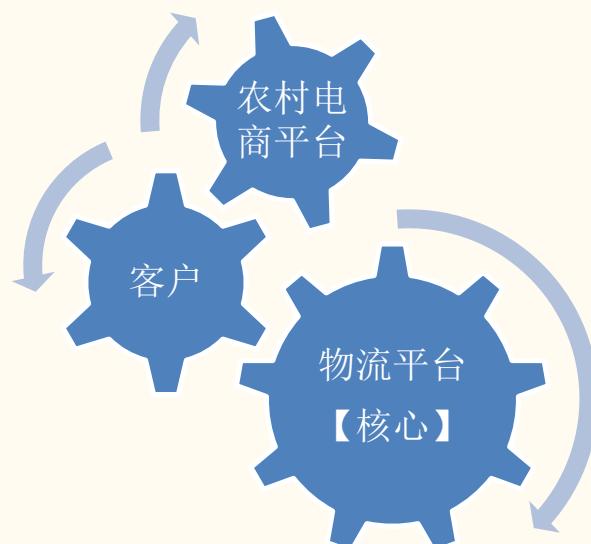
#### ■ 农村电商日益推广，物流渠道进入实操

- 农村电商方兴未艾：随着目前一二线城市网购渗透率已经接近饱和，三四线市场以及农村市场的网购需求正旺盛，电商企业纷纷下沉扎根到农村去，搭建配送渠道、培育消费习惯，以期农村电商市场爆发出更大能量。
- 配套服务亟待发展，公司网络资源价值明显：随着农村电商日益增多，一些地方正在逐渐建立配套体系，但总体而言，农村电子商务配套服务滞后、运输成本高仍较为普遍。公司积极搭建多层次综合服务平台，通过加强县级农村电子商务服务中心建设，搭建农村电商实体和网络公共服务等多功能于一体的综合平台。

### ■ 公司农村线路价值潜力巨大

- 巨头纷纷投入农村物流布局：京东打造“一县一中心”网络体系，提出“渠道下沉”战略以来，京东在农村市场展开战略攻势，提供营销服务、售后服务、小额信贷、农村白条等金融服务，其实体店、物流和金融将全面进入底线城市及农村。2014年10月，阿里巴巴宣布启动“千县万村”计划，在三至五年内投资100亿元人民币，建立1000个县级运营中心和10万个村级服务站。通过联合日日顺，目前阿里巴巴已经成功建立覆盖全国2800余个区县的送货入户网络。农村物流布局正吸引各大物流巨头纷纷投入。

图表 16：物流平台是农村电商体系核心



来源：国金证券研究所

- 农村电商推广，公司县级农村班线是亮点：农村网民数量的攀升以及互联网的普及增加了农村点上消费市场的潜力。农村居民互联网普及率以及对网购模式的接受度也有较大提升，人均网购消费金额有增长空间，农村网购市场会继续缩小与城市网购规模之间的差距。公司目前拥有客运站场76个，经营线路2113条，营运直达车辆7046量。在不增加成本的条件下，公司积极拓展农村物流业务，最大限度发挥农村班线网络价值，其遍布江西的客运网络价值将在农村电商背景下得到更大的重视。

### 着力拓展旅游产业，形成多元化格局

#### 江西旅游资源丰富，配套服务开发潜力巨大

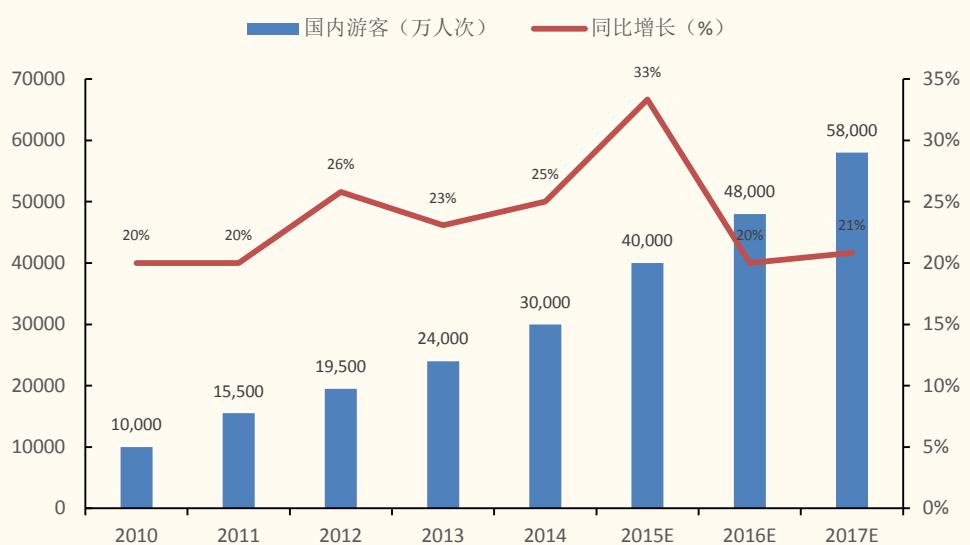
- 旅游人数不断增加，产业基金助力资源整合

- 江西省旅游资源得天独厚：2014年全省共有国家3A级以上景区166个，其中5A级景区6个，4A级景区77个，3A级景区83个。另有江西省3A级以上乡村旅游点121个。旅游景区（点）总数较2009年增长了377.27%，相当于2009年总数的4倍。但江西省旅游资源开发时间较晚，未来拥有巨大开发潜力和成长空间，公司的客运业务也将受益于此。

**图表 17：江西省旅游资源胜地（滕王阁、庐山、井冈山、鄱阳湖）**


来源：国金证券研究所

- 江西省旅游人数不断增加，旅游服务潜力巨大：2015 年江西预计接待游客近 4 亿人次。2014 年，江西 GDP 增速为 9.7%，同比下降 0.4%。旅游业对 GDP 贡献日益增大，2009 年江西旅游经济规模相当于全省 GDP 的 11%，到 2014 年，这一比例已达到了 16.87%。旅游强省建设以来，江西旅游经济指标增速较快，主要指标在全国稳步前移。据统计局数据显示，江西省旅游接待总人次超过了北京的 2.61 亿人次，2014 年全省旅游住宿单位共上传旅客住宿登记信息 6763 万条，同比增长 22.45%。

**图表 18：江西省国内游客增长（万人次）**


来源：江西旅游局、国金证券研究所

- 400 亿规模产业基金设立，为项目落成注入资本动力：江西省旅游集团与中国建设银行江西省分行共同发起设立总规模达 400 亿元的江西省旅游产业基金。这是江西省推动“旅游+金融”融资新模式的一次探索，旨在进一步支持和推动旅游重大项目建设，引导社会资本和金融资本加速向旅游产业集聚，为江西省旅游产业发展注入资本动力。

### 公司开拓旅游业务，未来获利江西旅游增长

- 构建“大旅游产业”，客运旅游相互融合
- 布局旅游产业，开发多元旅游项目：公司与 2012 年起布局旅游业务，旨在构建“大旅游产业”，其具体行动主要包括三大项目协议的签署：靖安武侠世界主题文化园区、南城“一山一水”旅游开发项目以及江西资溪大觉山温泉度假村。预计随着主业稳步回暖，公司的相关业务拓展会增加，继续开拓旅游板块，客运旅游相互融合的“大旅游产业”可期。
- 靖安武侠世界主题文化园区：2012 年 10 月，公司出资 4000 万元设立江西靖安武侠世界文化产业股份有限公司，项目开发建设的范围以武侠世界主题文化园区项目规划为依据，包括“武侠影视基地”、“武侠主题公园”、“武侠影视产业园区”、“侠客镇”、“综合服务区”、“会展中心”及其它配套建设等。江西长运股份有限公司作为项目投资方，负责土地征用、租赁、拆迁、报批及林权流转的相关费用，费用标准经双方协定后，由靖安县人民政府经县政府办公会议形成决议，以抄告单的形式告知本公司；负责项目的策划、规划和投入土地综合开发所需资金，并组织实施市政基础设施的建设及文化园区内所必需的其他工程建设，并获得相应投资收益。
- 南城“一山一水”旅游开发项目：2012 年 11 月，公司与南城县人民政府签署战略合作意向。“一山一水”旅游开发项目即麻姑山风景名胜区开发项目、洪门水库旅游商业开发项目和江西酒厂品牌转让投资经营。为与旅游项目配套发展，公司拟收购江西酒厂的品牌商标及相关资产。“一园”即南城县物流园区开发建设项目，公司拟在南城县投资新建现代化综合物流区；“一站”是指在南城县县城区域内投资建设游客集散中心和客运中心，以及为南城县的交通发展和协议的其他项目进行配套设施建设。

图表 19：公司旅游开发项目（麻姑山、醉仙湖）



来源：国金证券研究所

- 江西资溪大觉山温泉度假村项目：江西长运出资 7.3 亿元收购法水温泉、控股大觉山并投资资溪旅游。根据公司增资公告，公司拟以自有资金人民币 7208 万元，与江西大觉山旅游投资有限公司、上海志尚国际旅行社有限公司共同对江西法水森林温泉有限公司进行增资。增资后江西法水森林温泉有限公司注册资本将由 2000 万元增至 14500 万元，公司持有其 63.50% 的股权。法水度假村规划占地 20000 平方米左右，总建筑面积 15600 平方米左右，绿化覆盖率要求达到 70% 以上，按照四星级酒店标准建设，建筑层高为 2-4 层，约 420 个床位，配有

独立的停车场、游人接待中心、餐厅、会议室、游泳池、美容健身房等基础设施，以住宿、会议、餐饮等为主要功能。

- 丰富业务构成，增加新业绩增长点：江西资源丰富但开发较晚，有产业基金，国内游有年均 20%-30% 的增速，公司通过涉足旅游产业，开发旅游项目，在丰富公司业务结构的同时，公司旅游客运业务也将极大获利于江西省旅游产业的发展，使得传统客运业务与旅游业务形成良好协同效应，增加新的业绩增长点，保持公司未来盈利的成长性。

### 受益江西国改政策红利，多线路跨越式发展

#### 江西国改两大主线——股权激励与兼并重组

- 《江西省属国资国企改革实施方案》意味着江西国企改革序幕将拉开。根据方案内容，江西省将积极引入包括股权投资基金在内的各类资本，参与国企改制重组或新设混合所有制企业；加快推动具备条件的商业类国有企业整体上市或核心业务资产上市，打造一批优秀上市公司，进一步提高省属国有资本证券化水平。在增强控制力方面，将加大企业市场化重组力度，培育壮大优势产业。将探索完善省属国有资本投资运营公司的运营机制，加快实现由管企业到管资本的转变；加速国有资本向战略性新兴产业、高端服务业、优势产业、基础设施和民生保障等五大领域集中。并购、重组、上市是国有企业资产证券化的主要途径，地方将大力推动地方国企改制上市。
- 江西国改两大主线为：并购重组和股权激励。其中并购重组是国资证券化主要途径，且能够通过兼并重组壮大企业。而股权激励旨在推动企业员工持股计划，带动员工积极性。考虑到公司近年来经营业绩受高铁分流影响，增速下滑，通过收购来注入其他优质资产和股权激励两大主线是未来公司的潜在国改主线。无论是能够发挥协同效应的并购线路，还是推动员工持股以带动积极性的股权激励线路，均将为公司带来企业活力，推动企业跨越式发展。

#### 公司可能通过并购线路，提高核心竞争力

- 面对竞争，公司并购布局新干线：在高铁不通达的地区考虑开通客运班线。2015 年 2 月 17 日，公司与交易方签署股权转让协议，以 1.08 亿元收购于都方通长运公司 51% 股权。2015 年 1 月，公司以人民币 3030 万元收购德兴市华能客运有限公司持有的德兴市华能长运公司 90% 的股权。
- 于都方通 16 年预计至少贡献 1053.6 万元净利润：根据公告，转让方承诺本次股权转让完成后，目标公司 2015 年至 2019 年各年度实现的税后净利润将分别不少于 1871.66 万元、2064.81 万元、2223.07 万元、2223.07 万元、2223.07 万元。于都县是赣州市的第一人口大县，人口规模达到 100 多万，常年外出打工人员超过 30 万。该地区没有受到来自铁路的直面竞争。于都方通长运公司的营业收入为于都-东莞、于都-中山两条班线的客运收入。

**图表 20：于都方通盈利预测表（万元）**

项目/年度	2014.12	2015.01-12	2016.01-12	2017.01-12	2018.01-12	2019.01-12
客运收入-东莞线	104.29	3,223.03	3,384.18	3,553.38	3,731.06	3,917.62
客运收入-中山线	124.14	3,635.71	3,817.49	4,008.36	4,208.78	4,419.22
合计	228.43	6,858.74	7,201.67	7,561.74	7,939.84	8,336.84
营业成本	160.95	3510.32	3634.10	3744.35	3828.78	3897.61
毛利率	29.54%	48.82%	49.54%	50.48%	51.78%	53.25%
承诺净利润	-	1871.66	2064.81	2223.07	2223.07	2223.07

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 21：德兴华能盈利预测表（万元）

项目/年度	2014.09.18-12	2015.01-12	2016.01-12	2017.01-12	2018.01-12	2019.01-12
公车公营收入	311.86	1,100.69	1,100.69	1,100.69	1,100.69	1,100.69
责任经营收入	4.06	14.34	14.34	14.34	14.34	14.34
合计	315.92	1,115.03	1,115.03	1,115.03	1,115.03	1,115.03
营业成本	165.66	611.06	612.96	614.89	616.87	618.89
毛利	150.37	503.97	502.07	500.14	498.16	496.14

来源：公司公告、国金证券研究所

- 德兴市位于江西省东北部，上饶市北部，乐安河中上游，地处赣、浙、皖三省交界处，地理位置优越。随着德兴至南昌高速公路的贯通，两地间道路客运业务保持增长趋势，同时规划中的德兴火车站离主城区有近 40 公里，且无直达南昌的班线，短期内铁路客运不会对道路客运产生冲击。
- 上述两并购对象主营业务地理位置较为特殊，其道路客运在一段时期内将仍是当地居民出行的主要方式，通过收购兼并，有利于完善公司道路运输主业的战略性网络布局，可以更好地发挥规模优势，提升公司主业的一体化协同效应和公司的核心竞争能力。根据公司战略规划和市场竞争态势，我们可以做出合理猜想，认为公司未来仍有资产整合意向并将受益于多元化布局。

#### 公司可能推动员工持股计划，发挥激励作用

- 2015 年 5 月 22 日晚间公告称，公司采取非公开发行股票的发行方式拟定为向不超过十名特定对象发行股票。经测算，发行价格初步确定为 17.01 元/股。非公开股票涉及拟以部分募集资金收购江西九江长途汽车运输集团有限公司资产项目，另外，拟通过认购非公开发行股票方式实施员工持股计划，建立公司与员工利益共享机制。
- 尽管由于江西长运集团原拟以资产认购公司非公开发行的过程中面临资产注入设计土地属性变更的问题，从而导致该非公开募股提前终止，但所涉及的收购事项仍然维持，公司能够继续通过自有资金及债务融资筹措资金，且涉及到的草拟员工持股计划仍然可期，未来通过员工持股计划所带来的公司价值重估值得期待。

#### 盈利预测及假设

##### 假设条件

- 由于高铁分流及冲击作用，预计客运部分收入下降 15%，毛利下降 16%。
- 由于财务费用上升、主营业务增速下降，2015 年预计公司业绩出现低谷。考虑到 2015 年收购资产并表时间较短，业绩显现存在滞后，预计营收实现增长 26.7%；考虑到 2015 年三季报净利润同比下降 30%，最近无新收购，预计全年净利润增长-25.26%。
- 佳捷物流 2015-2017 年业绩符合承诺，归母净利润达到 3350 万元、4187.5 万元、5234.375 万元，年复合增长率为 25%。
- 高新客站于 2016 年正式投入运营，南昌两站于 2015 年投入运营，且均按照合同稳定贡献租金。
- 2016 年后收购资产逐步贡献利润，将推动公司业绩大幅增长。

##### 盈利预测

- 预计 2015-2017 年归母净利润为 1.11 亿元、1.64 亿元、2.07 亿元。

图表 22：销售预测表（百万元）

项目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>道路旅客运输</b>						
收入	1,411.57	1,564.99	1,665.95	2,110.53	2,623.56	3,111.19
成本	1,116.00	1,265.93	1,441.48	1,854.01	2,243.30	2,651.88
毛利率(%)	20.94%	19.11%	13.47%	12.15%	14.49%	14.76%
<b>销售业务</b>						
收入	423.45	560.61	700.00	886.80	1,102.37	1,307.26
成本	404.47	527.61	640.00	823.16	996.00	1,177.41
毛利率(%)	4.48%	5.89%	8.57%	7.18%	9.65%	9.93%
<b>货物运输</b>						
收入	98.28	79.72	60.00	76.01	94.49	112.05
成本	89.43	73.25	54.50	70.10	84.82	100.26
毛利率(%)	9.00%	8.12%	9.17%	7.78%	10.24%	10.52%
<b>旅游服务</b>						
收入	47.62	27.39	25.00	31.67	39.37	46.69
成本	46.67	26.63	24.50	31.51	38.13	45.07
毛利率(%)	1.99%	2.78%	2.00%	0.51%	3.16%	3.46%
<b>租赁业务</b>						
收入	3.81	2.94	1.90	2.41	2.99	3.55
成本	1.16	0.96	0.75	0.96	1.17	1.38
毛利率(%)	69.47%	67.47%	60.53%	59.92%	60.99%	61.11%
<b>其他</b>						
收入	185.4674	246.5684	144.4710	183.03	227.52	269.80
成本	84.3800	104.3566	23.9126	30.76	37.21	43.99
毛利率(%)	54.50%	57.68%	83.45%	83.20%	83.64%	83.69%
<b>合计</b>						
收入	2170.2	2482.21	2597.32	3,290.45	4,090.30	4,850.55
成本	1742.12	1998.72	2185.14	2,810.50	3,400.62	4,020.00
毛利率(%)	19.48%	15.87%	31.92%	16.86%	17.12%	17.12%

来源：国金证券研究所、公司资料

## 估值

- 面对新形势下的市场环境，公司坚持创新发展思路，实施与铁路运输系统的差异化发展策略，不断积蓄差异化竞争能力。考虑到未来公司的战略和行业的发展前景，在盈利预测假设下，预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.47/0.69/0.87 元，给予公司 15.6 元目标价格，对应 PE 预测值为 33.2x/22.6x/17.9x，给予“买入”评级。

## 风险因素

- 市场竞争风险：高速铁路对道路运输造成较大冲击。
- 项目投资风险：项目投资与收购兼并过程存在投资管控风险。

### 附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）					
主营业务收入	2,170	2,484	2,597	3,290	4,090	4,851	货币资金	316	682	583	252	267
增长率		14.5%	4.6%	26.7%	24.3%	18.6%	应收账款	163	188	262	320	400
主营业务成本	-1,742	-1,999	-2,185	-2,811	-3,401	-4,020	存货	43	54	62	73	90
%销售收入	80.3%	80.5%	84.1%	85.4%	83.1%	82.9%	其他流动资产	345	336	313	422	510
毛利	428	485	412	480	690	831	流动资产	867	1,260	1,221	1,066	1,267
%销售收入	19.7%	19.5%	15.9%	14.6%	16.9%	17.1%	%总资产	24.5%	29.7%	28.1%	24.1%	28.8%
营业税金及附加	-63	-46	-19	-49	-61	-73	长期投资	100	133	123	123	123
%销售收入	2.9%	1.8%	0.7%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	1,648	1,784	1,817	1,673	1,459
营业费用	-8	-15	-14	-16	-21	-25	%总资产	46.6%	42.1%	41.9%	37.8%	33.1%
%销售收入	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	799	902	1,024	1,559	1,555
管理费用	-212	-227	-236	-298	-370	-439	非流动资产	2,667	2,980	3,116	3,355	3,137
%销售收入	9.8%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	%总资产	75.5%	70.3%	71.9%	75.9%	71.2%
息税前利润（EBIT）	146	198	144	116	237	294	<b>资产总计</b>	<b>3,534</b>	<b>4,240</b>	<b>4,337</b>	<b>4,422</b>	<b>4,404</b>
%销售收入	6.7%	8.0%	5.5%	3.5%	5.8%	6.1%	短期借款	552	865	681	805	340
财务费用	-51	-62	-62	-93	-124	-120	应付款项	738	773	691	983	1,195
%销售收入	2.3%	2.5%	2.4%	2.8%	3.0%	2.5%	其他流动负债	425	189	471	313	374
资产减值损失	-7	-7	-8	0	0	0	流动负债	1,716	1,827	1,844	2,102	1,910
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	181	254	290	292	296
投资收益	5	13	2	10	13	20	其他长期负债	619	549	472	0	0
%税前利润	2.2%	5.3%	0.8%	5.1%	4.3%	5.4%	<b>负债总计</b>	<b>2,516</b>	<b>2,630</b>	<b>2,605</b>	<b>2,394</b>	<b>2,204</b>
营业利润	93	141	76	34	126	193	<b>普通股股东权益</b>	<b>839</b>	<b>1,390</b>	<b>1,496</b>	<b>1,757</b>	<b>1,865</b>
营业利润率	4.3%	5.7%	2.9%	1.0%	3.1%	4.0%	少数股东权益	179	220	235	271	335
营业外收支	118	94	180	163	179	178	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,534</b>	<b>4,240</b>	<b>4,337</b>	<b>4,422</b>	<b>4,404</b>
税前利润	211	235	256	197	305	371						
利润率	9.7%	9.5%	9.9%	6.0%	7.5%	7.7%						
所得税	-53	-65	-65	-50	-77	-94						
所得税率	25.1%	27.8%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%						
净利润	158	170	192	147	228	278						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0						
非现金支出	264	302	320	293	298	311						
非经营收益	18	38	17	-44	-64	-76						
营运资金变动	-149	-135	-136	-96	85	90						
<b>经营活动现金净流</b>	<b>290</b>	<b>375</b>	<b>392</b>	<b>300</b>	<b>547</b>	<b>603</b>						
资本开支	-528	-386	-399	-400	99	98						
投资	-23	-12	-10	0	0	0						
其他	-129	24	18	10	13	20						
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-680</b>	<b>-374</b>	<b>-392</b>	<b>-390</b>	<b>112</b>	<b>118</b>						
股权募资	62	466	4	221	0	0						
债权募资	338	119	111	-344	-463	-338						
其他	22	-225	-207	-117	-181	-178						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>422</b>	<b>360</b>	<b>-92</b>	<b>-241</b>	<b>-644</b>	<b>-517</b>						
<b>现金净流量</b>	<b>32</b>	<b>360</b>	<b>-92</b>	<b>-331</b>	<b>15</b>	<b>204</b>						

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

### 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD