

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格（人民币）：11.86元
 目标价格（人民币）：15.00-16.00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)	2,811.58
年内股价最高最低(元)	19.97/9.04
沪深 300 指数	3135.41
上证指数	2919.83
人民币(元)	成交金额(百万元)



相关报告

1.《客运做后盾，物流旅游两翼齐飞-江西长运公司深度研究》，2016.2.19

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.628	0.325	0.380	0.505	0.686
每股净资产(元)	6.24	6.40	6.65	7.02	7.58
每股经营性现金流(元)	1.65	1.59	2.32	2.35	2.57
市盈率(倍)	20.20	49.20	31.20	23.48	17.28
行业优化市盈率(倍)	15.65	16.91	13.10	13.10	13.10
净利润增长率(%)	9.72%	-48.17%	16.81%	32.86%	35.90%
净资产收益率(%)	10.05%	5.09%	5.72%	7.19%	9.05%
总股本(百万股)	237.06	237.06	237.06	237.06	237.06

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 江西长运 2015 年营业收入 24.56 亿，同比下降 5.43%。归属母公司净利润 0.77 亿，同比下降 48.2%。实现每股收益 0.325 元。拟每 10 股派发现金红利 1 元。

经营分析

- **高铁网络完善，公路客运承压明显：**2015 年公司道路旅客运输业务收入同比下降 4%，毛利率由 13.5% 下降至 12.03%。全年公司共完成客运量 7049.64 万人，同比增长 1.76%，完成客运周转量 706145.01 万人公里，同比减少 5.81%，体现了公司客运业务短途比例占比上升。旅客运输业务收入下降的主要原因是高铁网络的完善对公路运输产生了负面影响，尤其是对于偏中长途业务，高铁竞争优势巨大。由于公路的固定成本占比高，收入增长缓慢也拉低了业务毛利率。
- **细化公路网络，下沉农村：**为应对高铁竞争，公司在 2015 年先后收购了的德兴市华能长运，景德镇公交，婺源天胜等城市公交客运公司，积极布局农村线路，辐射区县级细化网络，与高铁形成了无缝衔接的竞合关系，化威胁为机会，开发新的利润增长点。同时已搬迁老客运站处于南昌市黄金地段，商业价值突出，已提前锁定商业租赁利润。预计 2016-18 年公司道路旅客运输业务将同比增加 8%，10% 和 15%。
- **道路客运，物流，旅游三业并举，利润即将再迈新台阶：**公司坚持“三业并举共发展”的战略方针。在旅游业上，积极融合客运与江西省旅游资源，构建“大旅游”产业，投资建设包括靖安武侠世界主题公园、南城“一山一水”旅游开发项目、资溪大觉山温泉度假村等项目，旅游产业投资周期较长，预计到 2017 年业绩会有明显提振。物流方面，公司 2015 年 3 月收购佳捷现代物流，但由于经营理念差异，已于 2016 年 3 月终止股权转让协议。但公司依然会积极拓展物流产业发展空间，2015 年 9 月收购景德镇恒达物流 55% 股权。

盈利调整

- 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.38/0.505/0.686 元/股，同比增速分别为 17%/33%/36%。

投资建议

- 公司面对高铁竞争，化不利竞争因素为利润增长点，下沉农村，细化区县级

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
 (8610)66216815
 subaoliang@gjzq.com.cn

网络。同时利用主业优势，积极融合物流及旅游产业打造三业并举的战略规划，具有良好盈利性及成长性。给予“买入”评级。

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	2,484	2,597	2,456	2,601	2,896	3,356	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
增长率	4.6%	-5.4%	5.9%	11.4%	15.9%		货币资金	682	583	803	900	967	1,067
主营业务成本	-1,999	-2,185	-2,091	-2,172	-2,416	-2,803	应收账款	188	262	396	288	323	376
%销售收入	80.5%	84.1%	85.1%	83.5%	83.5%		存货	54	62	81	60	66	77
毛利	485	412	365	428	479	553	其他流动资产	330	303	215	218	243	281
%销售收入	19.5%	15.9%	14.9%	16.5%	16.5%		流动资产	1,253	1,210	1,496	1,466	1,598	1,801
营业税金及附加	-46	-19	-20	-21	-23	-27	%总资产	29.6%	28.0%	25.7%	26.4%	29.3%	33.0%
%销售收入	1.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%		长期投资	271	243	302	332	362	392
营业费用	-15	-14	-12	-13	-14	-17	固定资产	1,784	1,817	2,487	2,220	1,970	1,743
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%		%总资产	42.1%	42.0%	42.7%	40.0%	36.1%	32.0%
管理费用	-227	-236	-257	-260	-290	-336	无形资产	902	1,024	1,373	1,388	1,381	1,373
%销售收入	9.1%	9.1%	10.5%	10.0%	10.0%		非流动资产	2,980	3,116	4,330	4,085	3,858	3,653
息税前利润 (EBIT)	198	144	76	135	152	174	%总资产	70.4%	72.0%	74.3%	73.6%	70.7%	67.0%
%销售收入	8.0%	5.5%	3.1%	5.2%	5.2%		资产总计	4,234	4,327	5,826	5,551	5,457	5,454
财务费用	-62	-62	-78	-49	-27	-2	短期借款	865	681	904	629	301	0
%销售收入	2.5%	2.4%	3.2%	1.9%	0.9%		应付款项	782	695	839	767	853	990
资产减值损失	-7	-8	-15	0	0		其他流动负债	191	473	234	257	279	315
公允价值变动收益	0	0	0	0	0		流动负债	1,837	1,849	1,977	1,653	1,434	1,305
投资收益	13	2	2	5	5		长期贷款	254	290	177	167	157	107
%税前利润	5.3%	0.8%	1.2%	2.8%	2.3%		其他长期负债	549	472	1,817	1,773	1,773	1,773
营业利润	141	76	-15	90	130	177	负债总计	2,640	2,611	3,971	3,592	3,364	3,184
营业利润率	5.7%	2.9%	n.a	3.5%	4.5%	5.3%	普通股股东权益	1,374	1,480	1,517	1,576	1,665	1,797
营业外收支	94	180	193	90	90	100	少数股东权益	220	235	338	383	428	473
税前利润	235	256	178	180	220	277	负债股东权益合计	4,234	4,327	5,826	5,551	5,457	5,454
利润率	9.5%	9.9%	7.3%	6.9%	7.6%	8.3%							
所得税	-65	-65	-61	-45	-55	-69							
所得税率	27.8%	25.2%	34.3%	25.0%	25.0%	25.0%							
净利润	170	192	117	135	165	208							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	302	320	389	386	397	415							
非经营收益	38	17	70	-19	-48	-82							
营运资金变动	-135	-136	-200	46	44	70							
经营活动现金净流	375	392	377	549	557	610							
资本开支	-386	-399	-819	-31	-50	-80							
投资	-12	-10	-386	-30	-30	-30							
其他	24	18	70	5	5	5							
投资活动现金净流	-374	-392	-1,135	-56	-75	-105							
股权募资	466	4	13	0	0	0							
债权募资	119	111	1,112	-329	-338	-351							
其他	-225	-207	-157	-67	-78	-54							
筹资活动现金净流	360	-92	969	-397	-415	-405							
现金净流量	360	-92	211	97	67	100							

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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-02-19	买入	12.35	15.60~16.00

来源：国金证券研究所

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 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
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%以上。

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认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