

业绩增长符合预期，税费改革是主因

——江西长运（600561）中报点评

2009年8月31日

中性/维持

江西长运

财报点评

周宁

交通运输行业分析师

zhouning@dxzq.net.cn 010-66507318

事件：

公司于8月29日公布了2009年度中期报告，报告期内，公司实现营业收入4.92亿元，同比增长8.46%，实现营业利润0.71亿元，同比增长25.3%，净利润0.56亿元，同比增长21.68%，每股收益为0.26元。

公司分季度财务指标

指标	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
营业收入（百万元）	165.78	236.42	217.40	249.54	190.85	256.45	235.75
增长率（%）		21.69%	32.47%	39.28%	15.12%	8.47%	8.44%
毛利率（%）	20.91%	32.72%	25.11%	24.08%	30.51%	35.87%	30.91%
期间费用率（%）	13.95%	12.93%	11.80%	12.66%	20.17%	13.99%	15.07%
营业利润率（%）	4.03%	16.56%	8.20%	7.79%	8.54%	18.39%	10.28%
净利润（百万元）	2.46	32.15	14.20	15.56	13.62	38.67	17.73
增长率（%）		21.91%	-38.69%	53.53%	453.57%	20.27%	24.89%
每股盈利（季度，元）	0.01	0.15	0.06	0.28	0.07	0.17	0.09
资产负债率（%）	57.98%	60.93%	64.99%	62.55%	62.58%	62.32%	58.58%

积极因素：

- 成品油等税费改革致公司毛利水平显著提升：**受益于2009年1月1日起实施的成品油税费改革，原在成品油价外征收的公路养路费、公路运输管理费、公路客货运附加费等收费被正式取消，上半年公司营业成本率显著下降，毛利率水平显著提升。上半年公司主营收入取得8.46%的同比增长，而营业成本仅同比增长1.7%，毛利率水平由去年同期的29.08%上升4.42个百分点至33.49%，基本符合我们对公司今年毛利率水平提升3个百分点的预期（由于公司客运业务的季节性特点，公司全年毛利率水平呈前高后低特点）。税费改革因素是上半年公司业绩增长的最主要因素，贡献营业利润增长约25个百分点。
- 汽车客运业务保持较好增长：**作为公司主业，公司汽车客运业务上半年实现销售收入3.72亿元，同比增长8.91%，是公司营业收入增长的最主要驱动点。汽车客运业务保持良好增长一方面得益于客运市场需求的良好增长性及公司在区域客运市场的绝对龙头地位，上半年公司共完成客运量1606万人次，客运周转量197643万人公里，分别比上年同期增长51%和19%。另一方面，客运业务良好增长也是公司积极优化服务产品结构、提升系统运营能力的结果。面对新的形势变化，公司适时调整优化运力结构，寻求高产高效的生产经营模式，公司投入大容量豪华双层大巴运营，上半年取得较好的市场竞争效果

和经济成果。

- **现金流状况较为良好：**公司上半年经营活动现金流净流入1.297亿元，同比增长65%，销售商品提供劳务收到的现金与营业收入比达105%。上半年净偿还银行贷款7450万元，上半年财务费用同比减少556万元。

(百万元)	营业收入	同比增长	营业成本	同比增长	营业利润率	营业利润率同比增减
汽车客运	371.7342	8.91%	246.7129	1.99%	33.63%	增加 4.51 个百分点
货物运输	19.5804	-13.30%	13.5074	-20.88%	31.02%	增加 6.60 个百分点
石油销售	18.7994	-11.24%	16.3168	-17.43%	13.21%	增加 6.50 个百分点
旅游服务	13.8470	-17.22%	11.8818	-27.14%	14.19%	增加 11.68 个百分点
租赁业务	29.9641	29.61%	12.8306	142.57%	57.18%	减少 19.94 个百分点
其他业务	38.2748	32.45%	26.1043	21.25%	31.80%	增加 6.30 个百分点

消极因素：

- **票价水平及平均运距有所下降：**公司上半年汽车客运收入同比增长8.9%，远低于客运周转量高达19%的同比增速，反映出公司客运票价有所下降，我们认为票价下降的主要原因系此前代收代缴的公路客运附加费取消征收所致，另外今年上半年燃油价格较去年同期有所下降致票价适当下调较为合理。公司上半年客运平均运距为123公里，较去年同期158公里有所下降，我们认为运距下降的可能原因系受金融危机影响今年江西地区外出务工人员减少所致。
- **管理费用超预期拖累业绩增幅：**上半年公司管理费用为5889万元，同比增加2014万元，增幅达51%，管理费用率上升3.43个百分点至11.97%，拖累公司营业利润增速约8个百分点。
- **油价上涨趋势给公司带来一定的成本压力：**成品油价格在上半年已经历了“三涨一降”的4次调整，燃油价格呈上升趋势，使道路客运企业面临一定的成本压力。

业务展望：

- **下半年客运、旅游业务有望实现良好经营态势**

公司所辖的江西、安徽地区拥有丰富旅游资源，公司积极探索班线客运与旅游相结合的发展思路，随着金秋旅游旺季的到来，下半年公司客运业务有望继续保持良好增长态势。同时，公司旅游业务下半年有望录得良好业绩。此外，随着沿海地区经济逐渐复苏，外出务工人员的增加有望助公司客运平均运距逐渐恢复增长。

盈利预测及评级

基于对公司 2009 年至 2011 年主营业务收入增长率分别为 9.6%、10.8%和 10.1%的假设，及 2009 年至 2011 年公司毛利率分别为 30.3%、30.4%和 30.4%的测算假设，我们预计公司 2009 至 2011 年分别实现主营业务收入为 9.80 亿元、10.86 亿元和 11.96 亿元，实现净利润分别为 0.857 亿元、1.03 亿元和 1.19 亿元，折合 **2009 年至 2011 年每股收益分别为 0.46 元、0.55 元和 0.64 元**。目前公司 9.67 元的股价对应上述盈利预测的市盈率分别为 20 倍、17 倍和 15 倍，参考整个市场估值水平，公司目前股价基本合理。我们根据多种绝对估值方法测算，**公司股票内在价值在 7.5 元左右**，具有一定的安全边际。综合考虑，维持“中性”评级。

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	703.35	894.21	980.38	1,086.18	1,196.14
(+/-)%	19.99%	27.14%	9.64%	10.79%	10.12%
EBITDA (百万元)	202.93	253.84	341.26	376.78	402.32
(+/-)%	29.03%	25.09%	34.44%	10.41%	6.78%
净利润 (百万元)	56.28	64.15	85.70	103.07	119.50
(+/-)%	121.36%	13.99%	33.58%	20.27%	15.95%
每股净收益 (元)	0.300	0.350	0.461	0.555	0.643
P/E	32.23	27.63	20.96	17.42	15.03
P/B	3.97	3.66	3.36	3.07	2.78

利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
营业收入	703.35	894.21	980.38	9.64%	1,086.18	10.79%	1,196.14	10.12%
营业成本	513.61	643.95	683.39	6.12%	756.46	10.69%	832.76	10.09%
营业费用	1.64	4.10	4.41	7.72%	4.89	10.79%	5.38	10.12%
管理费用	79.18	94.16	106.80	13.43%	116.35	8.94%	129.22	11.06%
财务费用	12.98	28.03	22.50	-19.74%	19.80	-11.98%	11.16	-43.64%
投资收益	37.85	3.50	0.08	-97.71%	0.08	0.00%	0.08	0.00%
营业利润	90.09	92.71	126.50	36.44%	148.46	17.36%	173.82	17.08%
利润总额	93.82	100.56	132.50	31.76%	154.46	16.58%	179.82	16.42%
所得税	31.70	25.03	33.12	32.32%	38.62	16.58%	44.96	16.42%
净利润	62.12	75.53	99.37	31.58%	115.85	16.58%	134.87	16.42%
归属母公司所有者的净利润	56.28	64.15	85.70	33.58%	103.07	20.27%	119.50	15.95%
NOPLAT	68.25	90.68	111.75	23.23%	126.20	12.93%	138.74	9.94%

资产负债表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
货币资金	203.25	143.66	196.08	36.49%	217.24	10.79%	239.23	10.12%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	16.62	19.50	22.27	14.24%	24.18	8.56%	26.90	11.26%
预付款项	174.85	54.97	82.01	49.19%	(25.03)	N/A	36.19	N/A
存货	7.91	9.81	10.47	6.68%	11.56	10.40%	12.74	10.23%
流动资产合计	499.48	327.46	418.00	27.65%	345.97	-17.23%	444.36	28.44%
非流动资产	761.97	1,193.87	1,228.46	2.90%	1,133.10	-7.76%	1,061.68	-6.30%
资产总计	1,261.44	1,521.33	1,646.45	8.22%	1,479.07	-10.17%	1,506.05	1.82%
短期借款	340.67	375.29	519.69	38.48%	263.99	-49.20%	182.68	-30.80%
应付帐款	55.25	64.91	70.23	8.19%	76.47	8.89%	84.88	11.00%
预收款项	6.26	13.97	13.97	0.00%	13.97	0.00%	13.97	0.00%
流动负债合计	600.35	748.18	832.46	11.27%	605.15	-27.31%	521.17	-13.88%

非流动负债	131.04	203.85	188.16	-7.70%	183.78	-2.33%	219.62	19.50%
少数股东权益	77.47	78.36	92.04	17.46%	104.82	13.88%	120.18	14.66%
母公司股东权益	452.58	490.94	533.79	8.73%	585.32	9.65%	645.07	10.21%
净营运资本	(100.87)	(420.72)	(414.47)	N/A	(259.18)	N/A	(76.81)	N/A
投入资本 IC	632.38	764.74	925.44	21.01%	712.89	-22.97%	684.70	-3.95%

分析师简介

周宁

管理学硕士，已通过 CFA（特许金融分析师）三级考试，2008 年 7 月加盟东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

投资评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准：

- 强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；
- 推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
 - 看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。
- 本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。