

分析师： 姜捷 (8621)68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511090001

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

定增建设客运枢纽与物流中心，打开公司成长新方向

事件描述

江西长运今日发布定增公告，公司本次非公开发行股票数量不超过 5500 万股，发行价格不低于 9.26 元/股，募集资金总额不超过 4.8 亿元，扣除发行费用后全部用于以下项目：

表 1：募投项目（单位：万元）

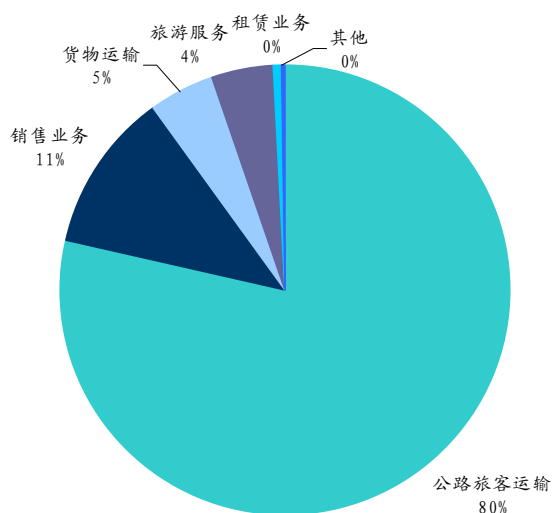
序号	项目名称	拟投资总额	募集资金拟投入额
1	南昌综合客运枢纽工程建设项目	20,295.61	20,295.61
2	南昌高新区客运站建设项目	10,447.00	9,090.10
3	江西长运综合物流中心建设项目	8,922.73	5,771.15
4	补充公司流动资金	10,000.00	10,000.00
	合计	49,665.34	45,156.86

资料来源：公司公告，长江证券研究部

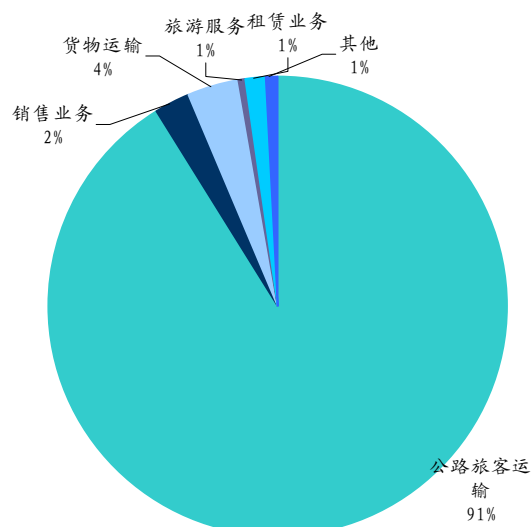
事件评论

第一，我们认为，本次募投项目明确了公司后续发展方向将由汽运转向站场

经过前期的调研，我们了解到公司近年来的快速发展，主要得益于持续的同行业收购，其中仅 2010 年即完成收购项目五个。公司 2011 年计划实现营业收入 17.158 亿元，同比增长 38%，其中约 10%来自存量增长，其余 28%的增长得益于公司去年年底和今年年初收购上饶和鄱阳两家汽运公司，以及去年年初收购萍乡客运公司时未入账的春运收入。但我们同时了解到，由于公路客运行业有区域性壁垒，所以给公司跨省收购增添了难度；而江西省省内的鹰潭、九江、赣州、宜春等地级市长途客运公司都是民营性质，并购意愿不强。所以，公司把后续发展方向从汽运转向站场，这也完全符合国家《交通运输“十二五”发展规划》和《国家公路运输枢纽布局规划》的要求，国家公路运输枢纽客、货运输站场的建成率的发展规划目标是由 2010 年的 21%和 13%，于 2015 年分别达到 50%和 40%。

图 1: 主营业务收入占比


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2: 主营业务毛利占比


资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1: 分地区营业收入变化

地区	2010 营业收入	同比增减 (%)	2009 营业收入	同比增减 (%)
江西南昌	473.23	7.85	438.77	2.61
江西景德镇	110.56	9.78	100.71	0.48
江西新余	29.85	-2.26	30.54	1.3
江西吉安	117.29	19.8	97.91	29.96
江西婺源	14.54	111.14	6.89	45.8
江西抚州	113.55	53.64	73.91	75.35
江西萍乡	84.20			
安徽马鞍山	82.65	18.32	69.85	10.79
安徽黄山	106.34	20.21	88.46	17.94
总计	1132.21		908.65	
南昌以外地区占比	58.20%		51.71%	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2: 公司快速增长得益于同行业收购

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
营业收入 (万元)	15,298	19,995	30,429	39,965	58,619	70,335	89,421	99,160	124,324	171,600
YoY	26%	31%	52%	31%	47%	20%	27%	11%	25%	38%

营业成本 (万元)	10,860	13,869	21,377	28,640	41,898	51,361	64,395	69,849	91,447	126,600
毛利率	29%	31%	30%	28%	29%	27%	28%	30%	26%	26%
营业税金及 附加(万元)	436	596	959	1,174	1,919	2,280	3,232	3,443	4,057	
%营业收入	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	
销售费用 (万元)				130	129	164	410	383	427	
%营业收入				0.3%	0.2%	0.2%	0.5%	0.4%	0.3%	
管理费用 (万元)	2,009	2,416	3,300	4,359	6,139	7,918	9,416	11,146	13,589	
%营业收入	13%	12%	11%	11%	10%	11%	11%	11%	11%	
财务费用 (万元)	204	188	673	637	796	1,298	2,803	1,703	1,655	
%营业收入	1%	1%	2%	2%	1%	2%	3%	2%	1%	
资产减值损 失(万元)					4,331	612	244	258	-765	
%营业收入					7%	1%	0%	0%	-1%	
公允价值变 动净收益 (万元)					1,836	-1,477				
%营业收入					3%	-2%				
投资净收益 (万元)	54	361	-316	15	798	3,785	350	97	-661	
营业利润差 额(合计平 衡项目)(万 元)	1,213	877	1,961	1,639						
营业利润 (万元)	3,057	4,163	5,764	6,679	6,041	9,009	9,271	12,475	13,254	
YoY	7%	36%	38%	16%	-10%	49%	3%	35%	6%	
备注	10月12日公告收购江西景德镇长运	1月2日公告收购江西吉安长运	9月8日公告投资设立马鞍山长运	2月25日公告收购黄山市汽运净资产	7月17日公告受让新余汽运; 12月25日公告竞得抚州市汽运; 12月28日收购婺源县汽运	1月23日公告受让江西萍乡市长运; 1月4日公告收购鄱阳县汽运	11月9日公告与上饶汽运进行股权合作			

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，我们认为，本次募投项目可提升公司持续盈利能力和降低公司财务风险

根据编制的《南昌国家公路运输枢纽客运枢纽总体规划研究报告》，南昌国家公路客运枢纽体系的规划是“五站一中心”的格局，“一中心”为客运枢纽管理中心，五站分别是南昌综合客运枢纽（新建）、南昌西综合客运枢纽（新建）、双港客运站（新建）、高新客运站（新建）、昌南客运站（已建）（在新建站场投入使用后，原来的客运站将逐渐关闭）。目前公司在南昌地区拥有昌南客运站、徐坊客运站、青山客运站、进贤客运站、安义客运站，从站场数量和规模都处于南昌客运市场的绝对优势地位。但按照南昌市的行业规划，上述客运站除昌南客运站外，其余的客运站将随新站的建成和使用而关闭，故为保持公司在南昌客运市场的优势地位，公司积极承担了已完成前期工作的南昌综合客运枢纽、高新客运站的建设任务，并拟通过本次募集资金进行该两项目建设，该两项目建成后将使公司在南昌地区客运市场的绝对优势地位得以延续。

南昌综合客运枢纽工程建设项目位于南昌市火车站新建的东广场地块西北侧，处于东广场门户地带，可建设用地约21.5亩，建设周期2年，工程总投资估算约2亿元，财务内部收益率（税后）约9.4%。本项目毗邻南昌火车站东广场，与铁路、公交、地铁无缝对接，区位优势明显，能够为今后的运营提供稳定可靠的收入来源。本项目是五个客运枢纽中唯一一个处在旧城中心的客运站。旧城中心有着良好的客源基础，同时本项目作为综合枢纽，和地铁、公交、铁路接驳，使其能够为更大范围的居民出行和铁路换乘旅客提供服务，车站的日发送旅客能力为1万人次/日。处在旧城中心的商业黄金地段，使得综合枢纽站的商业配套也能实现良好的经济效益。南昌以其优越的地理位置和良好的经济发展态势也为综合客运枢纽项目提供了良好的发展前景。南昌作为江西省的省会城市，与京九、沪昆铁路以及长江黄金水道的交汇使其成为全国公路网和水路联运的重要枢纽。随着南昌经济的迅速发展，依托京九、沪昆铁路和高速公路主干线，以产业分工协作为基础，构建优势互补、产业配套的昌九景鹰饶环鄱阳湖城市群、以赣吉抚为主的赣中南城市群、以新宜萍为主的赣西南城市群之间的联系，将进一步加强。交通运输需求作为经济和社会发展的派生性需求，未来江西省域，以南昌为中心，南昌北向、西南向、东南向等“人”字形的交通流向是区域经济发展的必然。

表 3：南昌综合客运枢纽工程经济指标

序号	指标名称	所得税前	所得税后
1	财务内部收益率（%）	11.93%	9.40%
2	静态（不包括建设期）（年）	8.96	10.66
	动态（不包括建设期）（年）	11.52	14.81
3	财务净现值（ic=5.25 %）（万元）	16,439.06	9,753.22

资料来源：公司公告，长江证券研究部

南昌高新区客运站建设项目位于南昌地铁一号线终点，用地面积约54.2亩，建设周期3年，工程总投资估算1亿元，财务内部收益率（税后）约9.31%。项目集长运上下客、发车、停车的客运站功能于一体，建成后车站的日发送旅客能力为1.2 万人次/日。本项目的建设将实现客运站与周边各种交通枢纽的对接；满足南昌市瑶湖、麻丘片区旅客出行需求；结合地铁、出租、公交、社会车辆形成综合交通枢纽；体现“零换乘”综合交通理念的需求。由于整个南昌东部地区没有固定站场，旅客需要到市中心站场乘车或在沿路候车，随着南昌高新客运站的建设，该地区旅客将集中至高新站乘车。同时，随着地铁站的完工，其周边区域旅客也将更加倚重南昌高新客运站。因此南昌高新客运站将承担更多的市域客流。

表 4：南昌高新区客运站经济指标

序号	指标名称	所得税前	所得税后
1	财务内部收益率（%）	11.54%	9.31%

2	投资回收期	静态（不包括建设期）（年）	9.68	11.07
		动态（不包括建设期）（年）	12.27	15.10
3	财务净现值（ic=5.25 %）（万元）		8,837.64	5,327.43

资料来源：公司公告，长江证券研究部

根据编制的《南昌国家公路运输枢纽客运枢纽总体规划研究报告》，南昌市要通过“满足货物运输需要”来促进产业结构优化和调整，形成“无缝衔接”的现代货运枢纽体系，促进传统运输向现代物流及综合运输的转变。到2020年，建成层次分明、结构合理、功能完善的公路货运场站体系，初步形成中部地区主要的公路货运枢纽和我国重要的物流中心。按照南昌社会经济和综合运输的发展要求，到2020年，南昌市规划建设3个物流基地、7个物流中心、13个配送中心。利用南昌市大力推动物流行业发展的机遇，江西长运综合物流中心建设项目将成为公司新的利润增长点，实现与道路客运主业的互促发展。

江西长运综合物流中心建设项目地处南昌市城市外环昌南大道旁，紧邻南昌市铁路南货场，与 105 国道和 320 国道良好衔接，总建筑面积约 48.6 亩；项目分两期建设，一期工程建设期 8 个月，二期工程建设期 12 个月；项目投资估算为 8923 万元，财务内部收益率（税后）约 11.76%。本项目是报告规划的 7 个物流中心之一，符合政府的规划；同时在南昌市制造业和商贸流通业的快速发展、居民生活水平日益提高和城乡协调发展的带动下，本项目未来的市场需求广阔。项目投产后将成为南昌市城市东南地区设计条件优良、服务完善的重要物流中心，为公司进一步发展“仓储+配送”的物流业务，实现向综合性物流企业发展奠定坚实的基础。本项目建成运营后，能够为石化产品、葡萄酒产品以及家电产品、日用品、食品等轻泡货产品提供仓储、装卸、货物配送、产品打码、加工等服务。

表 5：江西长运综合物流中心经济指标

序号	指标名称	所得税前	所得税后
1	财务内部收益率（%）	14.83%	11.76%
2	投资回收期	静态（不包括建设期）（年）	6.74
		动态（不包括建设期）（年）	8.26
3	财务净现值（ic=5.25 %）（万元）	8.49	10.98
		14,280.01	6,967.40

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司前期通过并购实现经营规模大幅增长，同时造成流动资金短缺，公司 2010 年至今收购项目累计资金需求为 4.04 亿元，已支付 2.93 亿元，尚需支付 1.11 亿元，全部以自有资金完成。由此使得公司运营资金不足，被迫通过短期借款形式对流动资金进行补充，造成公司短期负债维持在较高水平、短期偿债能力下降，截至 2011 年 6 月 30 日，公司资产负债率、流动比率和速动比率等指标均劣于可比同类上市公司富临运业。为了需要补充流动资金以改善短期偿债能力，本次非公开发行募集资金到位后，公司新增流动资金 1 亿元，从而降低公司财务风险和资产负债率。

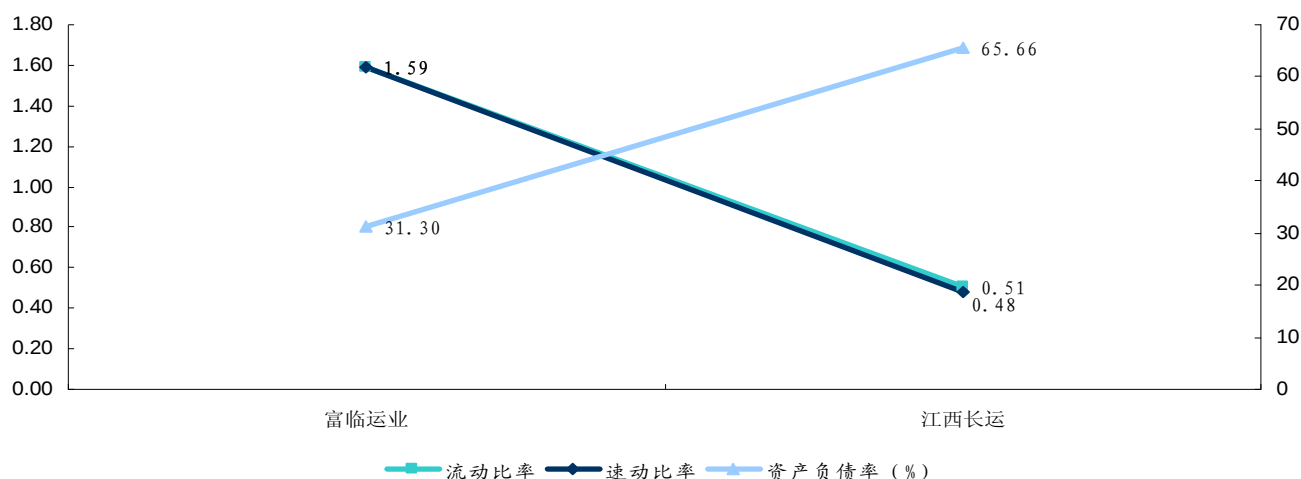
表 6：公司 2010 年至今收购项目和资金支付情况

时间	事项	交易金额（元）	资金来源	支付进度
2010.01	收购萍乡市长途汽车运输有限公司整体资产	54,906,653.58	自有资金	2010-01-04 1080 万元
				2010-01-26 3000 万元
				2010-02-01 1410 万元

2010.09	收购新余公交 70%的 资产	17,150,000.00	自有资金	2010-11-02	1000 万元
				2010-11-23	700 万元
				2010-12-27	15 万元
2010.11	收购吉安公交 70%的 资产	12,750,000.00	自有资金	2010-12-10	1200 万元
				2011-04-08	75 万元
2010.12	收购上饶汽运集团公 司 56.82%股权	135,000,000.00	自有资金	2010-12-24	8000 万元
2010.12	收购鄱阳县长途汽车 运输公司 78.80%股权	45,510,100.00	自有资金	2010-12-31	3743 万元
				2011-01-24	197 万元
				2011-03-08	611.01 万元
2011.03	收购鄱阳县长途汽车 运输公司 21.20%股权	12,243,800.00	自有资金	2011-04-02	1060 万元
				2011-05-23	164.38 万元
2011.07	收购昌南客运站的全 部资产和业务	80,000,000.00	自有资金	2011-07-15	800 万元
				2011-08-02	1600 万元
2011.08	增资江西长运大通物 流	46,000,000.00	自有资金	2011-09-07	4600 万元

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：江西长运营运指标和资产负债率均劣于富临运业



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，定增摊薄公司 ROE 水平，但“客运枢纽+物流中心”模式为公司打开新的成长空间，给予“谨慎推荐”

本次募集资金拟投资项目有一定的建设周期，项目产生效益尚需一段时间，而公司净资产将在短时间内大幅增长，预计本次发行后，公司净资产收益率与过去年度相比将有一定幅度下降。但“客运枢纽+物流中心”相结合的模式为公司未来持续成长奠定基础，打破了公司在汽运业务并购道路上的增长瓶颈。循着这个发展思路，我们认为公司未来不排除继续加大在客运枢纽和物流领域的投入，以推动业绩持续稳定的增长。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.55 元、0.65 元和 0.75 元，对应 PE 分别为 14 倍、12 倍和 10 倍，给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1243	1716	1973	2328	货币资金	177	903	1003	1325
营业成本	914	1264	1454	1716	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	329	451	519	612	应收账款	144	200	230	271
% 营业收入	26.4%	26.3%	26.3%	26.3%	存货	16	0	0	0
营业税金及附加	41	56	64	76	预付账款	167	290	334	394
% 营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	4	7	9	12	流动资产合计	505	1402	1576	2001
% 营业收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	136	180	207	256	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.9%	10.5%	10.5%	11.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	17	24	19	13	投资性房地产	53	53	53	53
% 营业收入	1.3%	1.4%	0.9%	0.6%	固定资产合计	754	1001	1199	1245
资产减值损失	-8	0	0	0	无形资产	361	343	326	310
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	80	80	80	80
投资收益	-7	0	0	0	递延所得税资产	9	0	0	0
营业利润	133	184	220	255	其他非流动资产	112	112	112	112
% 营业收入	10.7%	10.7%	11.1%	11.0%	资产总计	1875	2992	3347	3802
营业外收支	39	39	39	39	短期贷款	330	0	0	0
利润总额	172	223	259	294	应付款项	94	331	381	449
% 营业收入	13.8%	13.0%	13.1%	12.6%	预收账款	21	17	20	23
所得税费用	45	56	65	74	应付职工薪酬	49	36	42	49
净利润	127	168	194	221	应交税费	33	4	5	6
归属于母公司所有者的净利润	113.8	131.8	155.3	179.6	其他流动负债	239	837	963	1145
润					流动负债合计	766	1226	1411	1672
少数股东损益	13	36	39	41	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.47	0.55	0.65	0.75	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	1	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	350	350	350	350
经营活动现金流净额	355	1007	562	685	负债合计	1117	1576	1760	2022
取得投资收益收回现金	12	0	0	0	归属于母公司所有者权益	669	1290	1422	1575
长期股权投资	0	0	0	0					
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	90	125	164	205
固定资产投资	-275	-417	-420	-323	股东权益	758	1415	1586	1780
其他	-125	0	0	0	负债及股东权益	1875	2992	3347	3802
投资活动现金流净额	-400	-417	-420	-323	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.470	0.548	0.645	0.746
股权融资	7	509	0	0	BVPS	3.60	6.95	7.66	8.48
银行贷款增加 (减少)	5	-330	0	0	PE	16.17	13.88	11.78	10.19
筹资成本	69	-43	-42	-40	PEG	0.99	0.85	0.72	0.62
其他	-37	0	0	0	PB	2.11	1.09	0.99	0.90
筹资活动现金流净额	43	136	-42	-40	EV/EBITDA	6.81	2.34	1.73	0.90
现金净流量	-2	726	100	322	ROE	17.0%	10.2%	10.9%	11.4%

分析师介绍

姜捷，法国兰斯高商金融学硕士，公路铁路行业研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。