

信用等级公告

联合[2015]249号

江西长运股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对江西长运股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

江西长运股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

江西长运股份有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

江西长运股份有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 6.90 亿元（含）

债券期限：不超过 7 年（含）

还本付息方式：按年计息，不计复利。每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金一同支付。

评级时间：2015 年 6 月 11 日

财务数据：

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
资产总额(亿元)	35.34	42.40	43.37	48.85
所有者权益(亿元)	10.18	16.10	17.32	17.36
长期债务(亿元)	3.50	3.31	2.90	3.10
全部债务(亿元)	10.05	13.58	10.60	17.09
营业总收入(亿元)	21.70	24.84	25.97	6.70
净利润(亿元)	1.58	1.70	1.92	0.47
EBITDA(亿元)	5.24	5.94	6.34	
经营性净现金流(亿元)	2.90	3.75	3.92	2.97
营业利润率(%)	16.84	17.69	15.15	17.94
净资产收益率(%)	15.95	12.91	11.47	2.73
资产负债率(%)	71.20	62.03	60.07	64.47
全部债务资本化比率(%)	49.69	45.75	37.97	49.61
流动比率	0.51	0.69	0.66	0.60
EBITDA 全部债务比	0.52	0.44	0.60	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	8.24	8.55	8.90	-
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.01	2.29	2.44	-

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

2、全部债务包括其他应付款中借入还钱业务产生的负债。

3、一季度数据未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对江西长运股份有限公司（以下简称“公司”或“江西长运”）的评级反映了公司作为江西省规模较大的道路客运企业，在资源、规模、股东背景和资本实力等方面具备的竞争优势。同时，联合评级也关注到公司固定资产投资过多占用短期流动资金所带来的短期偿付压力，公司利润对补贴依赖较大，公司在建项目多、对资金需求较高，以及公司在其他运输方式的快速增长和燃油价格波动频繁等不利因素冲击下，未来业务发展可能产生的风险。

未来两年，公司前期投建的七个客运站项目有望相继完工，并逐步投入运营，将会给公司带来新的收益；同时公司近年来的股权并购也有利于公司延伸业务范围，增加经营规模。公司未来的收入和盈利水平有望提升，对债务偿还的保障程度也将提高。

综合上述因素，基于对公司主体及本次债券偿还能力的整体评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险相对较低。

优势

1. 公路客运是我国旅客运输市场的三大主力军之一，具有网络密度高，机动便捷，服务模式和服务主体多元化等优势，近几年在扩大内需及促进区域协调发展的政策刺激下，运输需求仍持续旺盛。

2. 公司经营区域以江西省为主，在江西省道路客运市场中，公司拥有 70% 以上的市场份额，区域优势明显。

3. 近两年，公司确立了“一主两翼”的经营策略，即以客运为足，以旅游和物流为翼，依托现有的客运网络资源，公司的旅游与物流业务发展具备了一定的条件，多元化经营有利于公司增强经营的机动性，催动其经营规模扩大，从而提升竞争力。

关注

1. 随着航空票价的放开、“四纵四横”铁路快速客运通道和城际快速客运系统的不断完善，中长距离的省会城市间、大中城市间原有的道路客运客源将大量向高铁和航空分流，道路客运企业在城际客运市场的竞争力可能下降，将对道路客运企业造成较大冲击。

2. 公司兼并重组能力强，响应速度快，子公司众多，涉及领域较广，对公司的人员素质、内控制度和决策机制等综合能力提出较高要求。

3. 交通运输行业内由安全运营所引发的各类诉讼纠纷时有发生，公司运营车辆达到7,144辆，需关注可能产生的事故风险。

4. 受行业特性影响，公司投建的项目前期投入大，收益相对滞后，而公司近几年的负债逐步向流动负债集中，可能给公司带来一定的短期偿付压力。

5. 交通运输行业是资本密集型行业。目前公司在建的七个项目预计在2015年和2016年还分别需要投资7.16亿元和3.14亿元。此外，公司每年购置车辆支出保持在1.80亿元左右，未来面临一定的资本支出压力。

6. 近三年，公司的货物运输业务规模与盈利水平均大幅下降，对此联合评级将持续关注。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话：010-85172818

邮箱：liuxl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与江西长运股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与江西长运股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因江西长运股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由江西长运股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次债券信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

江西长运股份有限公司（以下简称“公司”或“江西长运”）前身为国有企业江西长运汽车运输公司，1992年10月经江西省股份制改革联审小组赣股[1992]03号文批准，由江西长途汽车运输公司和中国银行江西信托咨询公司发起，于1993年4月3日以定向募集方式改制为股份有限公司。2002年7月，公司在上海证券交易所上市，股票代码为600561；2013年4月，公司向特定对象非公开发行股票5,134万股，股本由18,572.40万股变更为23,706.40万股。截至2015年3月末，公司股本为23,706.40万股，其中江西长运集团有限公司（以下简称“长运集团”）持有公司65,676,853股，持股占比为27.70%，是公司控股股东。长运集团系南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）的全资子公司，因此，南昌市国资委为公司的实际控制人，如下图所示。

图1 公司2014年末股权结构图



资料来源：公司年报

公司是道路客运企业，拥有中国道路旅客运输一级资质，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、车辆检测与维修、物业管理、石油销售等业务，现有公路运输服务网络覆盖江西省内营运区域，并辐射至安徽马鞍山、黄山等地。

公司本部设立了战略管理部、管理审计部、财务管理部、总经理办公室、营运管理部、安全生产管理部、人力资源部、董事会办公室等职能部门（详见附件1）。截至2015年3月末，公司拥有全资子公司11个，控股子公司16个，参股公司4个。截至2014年末，公司拥有在职员工15,220人，其中学历在高中及以下者共计11,101人，占比72.94%。

截至2014年底，公司合并资产总额43.37亿元，负债总额26.05亿元，所有者权益（含少数股东权益）17.32亿元。2014年全年，公司累计实现营业收入25.97亿元，净利润（含少数股东损益）1.92亿元；经营活动产生的现金流量净额3.92亿元，现金及现金等价物净增加额-0.92亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额48.85亿元，负债总额31.50亿元，所有者权益（含少数股东权益）17.36亿元。2015年1-3月，公司累计实现营业收入6.70亿元，净利润（含少数股东损益）0.47亿元；经营活动产生的现金流量净额2.97亿元，现金及现金等价物净增加额0.74亿元。

公司注册地址：江西省南昌市西湖区广场南路118号；法定代表人：葛黎明。

二、本次债券及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“江西长运股份有限公司 2015 年公司债券”，发行规模为不超过人民币 6.90 亿元（含 6.90 亿元），债券期限为不超过 7 年（含 7 年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种。本次债券面值 100 元，按面值平价发行。按年计息，不计复利。每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金一同支付。本次债券票面利率由公司的主承销商根据市场情况确定。本次债券向合格投资者公开发行。

2. 本次债券募集资金用途

本次公司债券的募集资金用于偿还公司到期债务以及补充流动资金。

三、行业分析

公司主营业务以道路客运为主，目前服务区域主要以江西省为主。

1. 行业概况

公路客运作为我国旅客运输市场的三大主力军之一，通过干线公路和支线公路发挥“大动脉”和“微循环”作用，同时为其他运输方式提供集疏运服务，是衔接铁路、水路、航空和管道运输，实现“门到门”服务不可替代的运输方式，具有网络密度高，机动便捷，服务模式和服务主体多元化等优势。中国经济的高速发展，带来了持续旺盛的客运需求。

从道路基础设施建设来看，2014 年末，全国公路总里程 446.39 万公里，比上年末增加 10.77 万公里；公路密度 46.50 公里/百平方公里，较上年末提高 1.12 公里/百平方公里；全国高速公路里程 11.19 万公里，比上年末增加 0.75 万公里；全国农村公路（含县道、乡道、村道）里程 388.16 万公里，比上年末增加 9.68 万公里；全国通公路的乡（镇）占全国乡（镇）总数 99.98%，其中通硬化路面的乡（镇）占全国乡（镇）总数 98.08%、比上年末提高 0.28 个百分点；通公路的建制村占全国建制村总数 99.82%，其中通硬化路面的建制村占全国建制村总数 91.76%、提高 2.76 个百分点。公路密度继续提高，通达水平显著提升。

图2 2010-2014年全国公路总里程及公路密度



资料来源：交通运输部

从客运量和周转量来看，据 2014 年国民经济和社会发展统计公报，2014 年全国公路客运共完成客运量 190.5 亿人，完成旅客周转量 11981.7 亿人公里，同比分别增长 2.8%和 6.5%，公路客运量和旅客周转量占全社会旅客运输量的比重分别为 86.32%和 39.95%，显示公路客运仍是中国目前主要的客运方式。

从行业管理来看，我国采取对客运线路和客运企业的等级制管理。交通部门对于不同的客运线路划分等级，并根据企业的运输能力、资产规模、车辆条件、经营业绩、安全状况和服务质量等开展企业经营资质认定，高资质的企业可以运营更高等级的线路，从而在线路审批制之下拥有更高的市场地位，例如道路客运一级经营资质的客运企业可经营所有客运线路，线路长度不限，并可直接向交通部申请在全国范围内设立子公司或分公司，而四级企业只能经营省内县市之间的线路，且运行长度不得超过 400 公里。从市场格局看，当前我国道路客运行业经营企业众多、运输服务结构相似，道路客运行业存在一定的区域壁垒，尚未形成全国性市场，同时中低等级道路客运业务由于进入门槛较低，呈现出竞争分散、市场集中度较低的市场格局。

在客运站方面，由于客运站必须由交通主管部门统一规划，同时，其设置和选址还需与所在城市的总体规划相协调，并在乘客集散、与其他运输方式站场衔接、与城市公用工程网系连接方面符合合理性原则，因此客运站一般为当地企业所经营管理。企业如要参与外省市客运站的经营，多通过收购当地企业或其他方式进入，或是通过招投标作为新的业主参与新的客运站场的建设运营。客运站的有限供给对拟进入本地客运站市场和道路客运行业的外地客运企业构成了重要的进入壁垒。

从行业政策来看，交通运输行业是国民经济的基础性和服务性产业，也是国家大力推动和扶持的产业，国家和地方各级政府出台的系列政策为客运行业的长期稳定发展提供了外部保障。《公路水路交通中长期科技发展规划纲要（2006-2020 年）》中明确：到 2020 年，全国公路水路交通发展要基本适应“经济增长、社会进步、国家安全的需要”的新的跨越式发展目标。交通部《关于进一步促进公路水路交通运输业平稳较快发展的指导意见》中进一步明确了要统筹城乡客运发展，大力发展旅游客运、快速客运和农村客运，建立方便快捷、满足不同层次出行需求、网络化运营的客运服务体系。

行业动态方面，近年来随着我国高速铁路建设进程不断加快，“四纵四横”铁路快速客运通道和城际快速客运系统的不断完善，中长距离的省会城市间、大中城市间原有的道路客运客源开始大量向高铁分流，道路客运企业在城际客运市场的竞争力有所下降。

总体来看，道路客运行业因企业资质认定、客运站建设审批等行业壁垒的存在，呈现出明显的区域竞争格局。近年来，随着道路建设的推进和企业运输能力的加强，我国公路旅客发送量和旅客运输周转量不断增长。然而，近年来我国高速铁路事业发展迅猛，给部分中长距离道路客运线路的运营带来了较大冲击，行业发展面临一定的不确定性。

2. 行业关注

铁路交通、城市轨道交通日益发达，挤占公路运输市场

近年来，铁路交通、城市轨道交通的高速发展给公路运输市场带来一定冲击。一方面，铁路通过铺双轨、提速、开设绿色快速通道等方式积极抢占市场，特别是高速铁路的建设，大大提高了铁路的市场竞争力；另一方面，大中型城市大力建设地铁和轻轨交通，造成公路客运量的减少，从而压缩了公路客运的发展空间，影响其营业收入，威胁其生存发展。

燃油价格波动使得公路运输企业成本控制难度提升

成品油消费税改革后，随着国际油价波动加剧，公路运输行业将面临成本控制难度提高的压力。公路运输所涉及客运网络、班线结构、车辆结构、经营方式、信息技术以及企业结构等原有结构模式将受到一定冲击，公路客运行业的区域性和跨区域的兼并重组、组织结构和产业布局、公路运输的发展方式以及公路客运企业的服务质量、管理水平与运营效率也将受到相应的影响。

总体来看，公路运输行业未来关注点为其他运输方式发展对运输市场份额的侵占，以及燃油价格波动，加大企业成本控制难度。

3. 行业发展趋势

“十二五”期将是我国经济社会全面转型发展的攻坚阶段，宏观经济仍将保持平稳较快发展，在扩大内需及促进区域协调发展的政策刺激下，消费需求将稳步增长，运输需求仍持续旺盛。据发达国家的资料显示，在人均 GDP 达到 4,000 美元之前，公路客运运输需求将持续保持高速增长；在人均 GDP 达到 4,000 美元之后，公路客运运输需求的增长速度有所减缓。目前中国正处于经济发展上升阶段，国民经济的快速发展将引发公路客运交通需求的持续增长。在经济平稳增长的情况下，中国公路客运行业将步入稳定增长的区间。

在不断转变经济发展方式下，产业结构、消费结构将进一步优化升级，公众出行需求与物流需求将越来越呈现多样化、个性化特点。城镇化的加快发展进一步推进了区域和城乡一体化进程，要求构建统一协调、便捷衔接的区域和城乡客运网络；同时两型社会建设也将进入加速推进期，促进节能减排、实现可持续发展成为道路运输发展的主旋律。

首先，公路运输将与现代物流日益融合。物流业作为一种新的经济运行方式，已成为国民经济的重要服务部门之一。由第三方物流企业组成的新的物流服务行业，是中国经济发展新的生产力。随着公路运输需求水平的逐步提高，公路货运中小批量、多品种、高价值的货物越来越多，在运输的时间性和服务质量方面的要求越来越高。因此，公路运输企业必须提高自身的物流服务水平，以满足日益提高的客户服务的要求。在公路运输加速向现代物流发展和融合的背景下，近年来一些大型公路运输企业的物流意识迅速增加，一些较先进的企业已开始从单纯的客货运公司发展成为能够提供多种物流服务的现代物流公司。

其次，公路客运将向集约化经营、规模化发展。随着国民经济持续发展和人民生活水平不断提高，社会经济发展的大环境以及通达能力、运行条件改善的小环境的不断完善，都促使公路客运市场需求发生了转折性的变化，从要求“走得了”向“走得好”转变。同时，随着公路基础设施建设的大规模投入、高等级公路尤其是高速公路的快速发展，为提高公路客运营运质量提供了条件。当前，集约化经营、规模化发展成为中国公路客运发展战略的主要取向。在这种趋势下现有公路客运经营主体“多、小、散、弱”的状况，已不能适应市场需求的变化。因此，未来，公路客运企业将以“安全、快捷、舒适”为基本要求，提高营运质量，走集约化经营、规模化发展之路。

第三，公路货运将向快速、长途、重载发展。随着区域经济的发展以及公路基础设施和车辆的不断改进，中长距离道路运输需求增加，大吨位、重型专用运输车因高速安全、单位运输成本低而成为我国未来道路运输车辆的主力。专用车产品向重型化、专用功能强、技术含量高的方向发展。厢式运输、罐式运输车、半挂汽车列车、集装箱专用运输车、大吨位柴油车及危险品、鲜活、冷藏等专用运输车将成为运输主力。未来我国运输车辆将围绕提高运输效率、降低能耗、确保运输安全三大目标发展。

随着农村经济的发展以及国家对“村村通”的扶持，中国农村公路得到了显著提升，村到乡

镇、村到县、乡镇到乡镇之间的公路逐步硬化，达到了通行客车的条件，为城乡客运的发展奠定了坚实的基础。“十二五”期间，也是我国着力加快城乡经济社会一体化发展的关键时期，为道路运输业进行城乡客运资源的统筹配置、完善农村客运线网布局，推进城乡客运一体化进程提供了契机。农村客运市场的发展有望成为公路客运的下一个增长点。

铁路提速及快速客运专线建设的发展，以及私家车的快速增长，对公路客运的影响将进一步加剧，公路客运面临客源分流的挑战。未来，公路运输将迅速出现新一轮的结构调整，它将涉及客运网络、班线结构、车辆结构、经营方式和信息技术以及企业结构等方方面面，通过全面的结构调整，公路运输的比较优势有望得到进一步发挥。公路客运行业的区域性和跨区域的兼并、重组增多，组织结构和产业布局得到进一步的优化；大力推动节能减排，将极大促进公路运输发展方式的转变；物联网信息技术将在公路客运领域得到推广应用，并将极大地提高公路客运企业的服务质量、管理水平与运营效率。

在交通运输部组织制定的《道路运输业“十二五”发展规划纲要》中，“十二五”期间我国将着力构建以集约化、一体化、精细化、信息化、低碳化为基本内涵的现代道路运输业，为全社会提供“更高效、更安全、更便捷、更可靠、更清洁”的道路运输服务，一方面基于内在需要，强调改造传统产业形态，突出结构调整和节能减排；另一方面基于外在要求，强调充分发挥比较优势，突出助推综合运输和融入现代物流。

总体来看，在“十二五”期间，交通运输作为国民经济基础性和先导性产业、服务性行业的战略地位没有改变，在未来五年仍将处于发展的重要机遇期，但来自于行业内外部的激烈市场竞争仍将给公路运输企业带来较大的冲击，将促进公路运输型企业进行经营创新。

4. 江西省经济及公路运输业现状

江西省位于中国东南、长江中下游南岸，全省面积 16.69 万平方公里，总人口 4,542 万人，辖 11 个设区市、100 个县（市、区）。江西省产业齐备，农业在全国占有重要地位，是建国以来全国两个从未间断向国家贡献粮食的省份之一。同时，江西大力实施以新型工业化为核心的发展战略，汽车航空及精密制造、特色冶金和金属制品、中成药和生物制药、电子信息和现代家电产业、食品工业、精细化工及新型建材等六大支柱产业具备了较好基础。

在支柱产业的拉升带动下，2014 年，江西省全年实现地区生产总值 15,708.60 亿元，比上年增长 9.70%。其中，第一产业增加值 1,683.70 亿元，增长 4.70%；第二产业增加值 8,388.30 亿元，增长 11.10%；第三产业增加值 5,636.60 亿元，增长 8.80%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 5%、65.80%和 29.20%。人均生产总值 34,661 元，增长 9.20%。经济结构进一步优化。三次产业结构调整为 10.70：53.40：35.90，第三产业占比较上年提高 0.8 个百分点。非公有制经济实现增加值 9129.30 亿元，增长 10.30%，占 GDP 的比重为 58.10%，比上年提高 0.7 个百分点。

财政收入稳步增长，2014 年财政总收入 2,680.50 亿元，比上年增长 13.70%。其中，公共财政预算收入 1,881.50 亿元，增长 16.10%。财政总收入占生产总值的比重 17.10%，比上年提高 0.7 个百分点；税收收入 2,179.8 亿元，增长 13.80%，占财政总收入的比重 81.30%，比上年提高 0.1 个百分点。县域财力显著增强，所有县（市、区）财政总收入都超过 6 亿元，财政总收入超 10 亿元的县(市、区)77 个，超 30 亿元的 15 个，超 50 亿元的 3 个。其中，南昌县突破 80 亿元，达 87.30 亿元。

江西省为长江三角洲、珠江三角洲和闽南三角洲地区的腹地，与上海、广州、厦门、南京、武汉、长沙、合肥等各重镇、港口的直线距离，大多在六百至七百公里之内，境内高速公路 4,335

公里，出省主要通道全部高速化。近几年通运输业基本平稳，2014 年全年，江西省铁路、公路、水运完成旅客运输量 67798 万人，比上年增长 4.10%；货物运输量 151767 万吨，增长 12%。机场旅客吞吐量 930 万人，增长 9.60%。其中，昌北机场旅客吞吐量 724 万人，增长 6.30%。

在未来五年发展规划中，江西省计划通过政策扶持，引导各设区市至少培育一家龙头骨干旅客运输企业、一家龙头骨干货物运输企业，建成一批综合运输枢纽，促进客运零距离换乘；大力发展甩挂运输、集装箱运输、多式联运，深化货运企业组织化程度，促进货运无缝衔接；整合现有农村物流基础设施，构建县级分拨中心、乡级配送中心、村级配送点组成的三级农村交通物流服务网络；重点鼓励利用客运班线网络、客运行李箱载货形式发展的农村物流项目。

2014 年，江西省交通运输厅出台《关于促进道路运输行业集约发展的实施意见》，鼓励中小客运企业通过多种形式，加快资源整合，走集约化、规模化、公司化发展之路；培育一批组织化程度高、网络覆盖面大、管理方式先进的货运龙头企业，争取优惠政策。

总体来看，江西省近几年经济、财政实力不断增强，针对运输业出台了相应的优惠政策，引导运输行业的健康发展，为公司的运输业务提供了良好的经济基础和外部条件。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司拥有国有控股背景，是南昌市唯一一家以道路运输为主业的上市公司，经过多年经营积累了丰富的财力、人力、经验和资源，建立了覆盖面较广的道路客运服务网络，在同业内拥有较高的知名度和影响力。2010 年和 2011 年，公司分别入选“中国道路运输企业 100 强”第 8 名、9 名；2014 年，公司在“中国道路运输百强诚信企业”中位于第 8 名。

公司主营业务以道路客运为主，经营区域以江西省为中心，逐步向省外城市扩散。在江西省内，公司拥有 8 个地级市的站场和班线资源、3 个地级市的公交站场和公交运营线路，下属公司所拥有的一级站、二级站场数量分别占据江西省内市场 75%和 60%的份额，公司的道路客运业务占据江西省南昌市道路客运市场 98%的份额，拥有江西省客运市场 70%以上的市场份额，在江西省道路客运市场处于主导地位。

近年来，通过兼并重组等方式，公司逐步成为江西省运输行业跨省跨区公路客运线路最长、公路营运车辆最多、资产规模最大的客运企业。公司的经营区域和服务网络不断扩大，逐步形成了规模、网络、集约化和一体化协同等优势。截至 2015 年 3 月末，公司共运营客运站 76 个，拥有班线数 2,116 条、客车辆数 7,144 辆。2014 年全年，公司共完成客运量 6,927.45 万人，实现客运周转量 749,694.75 万人公里，同比增长率分别为 3.28%与 3.07%。2015 年 1-3 月，公司共实现客运量 1,936 万人，客运周转量 191,900 万人公里。

依托道路客运业务基础，公司逐步将产业链延伸至物流、旅游等相关业务。在旅游业务上，公司利用现有班线资源，采用客运和旅行社合作、客运和景点合作、客运和酒店合作、班线客运和航空合作等模式，促进客运与旅游相结合的“运游结合”模式发展。在物流业务上，公司计划重点发展物流地产业务，开展仓储配送、行包快运等物流业务，2015 年 3 月，公司收购深圳市佳捷现代物流有限公司 57%股权。多元化经营将使公司得到更多的投资和获利机会，增强经营机动性，提升竞争能力。

总体来看，公司是江西省道路客运龙头企业，拥有丰富的站场和班线资源、较强的行业内并购整合能力，其道路客运业务在江西省同行业中占据着较高的市场份额。未来，公司的业务板块

将向旅游和物流等产业延伸，多元化经营有利于提升公司的竞争力和抗风险能力。

2. 人员素质

随着客运站和客运线路的增加，公司员工队伍不断扩大，现有员工以客运司机、站点服务人员为主，学历水平不高，稳定性尚可；高管层大多在公司任职时间长，从业经验丰富、经营管理能力较强。

公司总经理张伟进先生，1962年生，本科学历，拥有高级经济师、高级技师、国际会计师等职称，曾历任江西省吉安地区汽车运输总公司计审财务科副科长、科长、总会计师等职，2004年4月至2010年5月期间在子公司—江西吉安长运有限公司任财务总监一职，2010年6月起进入公司担任总经理。

公司董事会秘书吴隼先生，1967年生，大专学历，经济师职称，曾任公司物业管理部经理助理、子公司—南昌长运有限公司总经理办公室主任等职；2010年至2014年历任公司总经理办公室主任、总经理助理兼总经理办公室主任等职；2015年1月至今担任公司董事会秘书一职。

从员工队伍构成来看，截至2014年末，公司在职工15,220人，其中一线作业人员共11,893人，占比78.14%；行政人员共1,915人，占比12.58%；技术人员、业务人员和财务人员分别占比4.82%、2.23%和2.22%。在职工中具备高中及以下学历者共11,101人，占比72.94%；具备大专及以上学历者共2,617人，占比17.19%。公司一线作业人员多为客运司机、站点服务人员，岗位对操作者学历水平要求不高，公司现有员工大多具备岗位所要求的相应技能。

总体来看，公司主要管理者长期在公司或下属子公司担任重要职务，积累了一定的经营管理经验，综合素质较高；公司员工队伍在人员数量、学历水平和岗位构成方面均符合现阶段经营所需。

3. 外部支持

产业政策支撑

“十二五”时期，是江西省和安徽省实施区域发展和承接产业转移的重要时期，经济的发展和城镇化进程的加快，城市间、城郊间、城乡间人流、物流快速增加，以及鄱阳湖生态经济区的建设、旅游及文化产业的发展，将触发大量的旅客出行需求及货物运输需求。“十二五”期间，也是我国着力加快城乡经济社会一体化发展的关键时期，为道路运输业进行城乡客运资源的统筹配置、完善农村客运线网布局，推进城乡客运一体化进程提供了契机。

“十二五”期间，江西省和安徽省均制订了现代物流业发展规划，提出大力发展物流业，谋划大物流发展空间，综合运输和现代物流业发展，将为道路运输业延伸覆盖面，拓展服务领域，发挥比较优势提供新的外部条件和发展动力。

江西省和安徽省均有丰富的旅游资源，江西省在“十二五”期间将加快进行赣北鄱阳湖生态旅游和赣中南红色经典旅游圈、赣西绿色精粹旅游圈建设；安徽省已形成以黄山、九华山、太平湖等为重点的旅游区域。旅游产业的发展有利于公司整合旅游客运资源，推进旅游客运一体化。

政策支持

作为江西省重要的客运企业，公司享受燃油补助、税收返还和站场建设等政府补贴，每年会得到一定的税收返还、车站建设补贴等政府补贴收入。

股东支持

公司控股股东长运集团隶属于南昌市国资委，南昌市国资委代表南昌市政府履行出资人职责，是市政府正县级工作机构。国有控股将给公司带来一定的经营资源，强化公司的经营能力、管理

水平，提升盈利能力。

总体来看，公司现有业务所处的经营区域均有相应的产业政策支持，公司自身系国有控股企业，且每年均能获得政府补贴，外部支持力度相对较大。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》及《上海证券交易所股票上市规则》等法律法规及规范性文件的要求，健全公司治理架构，规范公司运作，法人治理结构较为完善，股东大会、董事会、监事会、经理层分工协作，各司其职。

从法人治理结构来看，公司设立了股东大会，是公司的最高权力机构，确保所有股东享有平等地位并充分行使权利；设立了董事会，是公司的决策机构，用以建立和监督内部控制体系合理运作，并对股东大会负责；设立了监事会，是公司的监督机构，对董事、总经理及其他高管人员的行为及各子公司的财务状况进行监督及检查，向股东大会负责并报告工作；设立了总经理岗位，主持公司的生产经营管理工作和实施董事会决议，并向董事会报告工作。截至2015年6月10日，公司董事会由8名董事组成，设立董事长1名，目前由葛黎明先生担任；公司监事会由5名监事组成，设主席1名，目前由苏月红女士担任；公司设立总经理1名，副总经理4名，由董事会聘任。

从运行情况来看，公司按照相关规定召集、召开股东大会，确保股东能公平、充分地行使股东权利；公司董事、监事和高级管理人员的提名和选聘程序均按照《公司章程》和相关制度执行，公司独立董事能客观、独立地维护中小股东权益，对公司重大生产经营决策、对外投资、关联交易、高管人员提名及其薪酬与考核等方面均起到了监督咨询作用。

总体来看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理体系

公司建立了较为健全有效的内部控制制度体系，涵盖了运营管理、对外投资、财务、审计、人力资源、市场营销、行政管理、安全管理、子公司管控、风险管理等各层面和各环节。

从组织架构设置来看，公司依据经营特点和需要，在内部设立了战略管理部、管理审计部、财务管理部、总经理办公室、营运管理部、安全生产管理部、人力资源部、董事会办公室等职能部门，由专人负责运作，部门设置合理，职责清晰，分工明确。

安全生产方面，公司制订了《江西长运股份有限公司安全生产责任制》，规定公司设立安全生产委员会（以下简称安委会），下设办公室（以下简称安委办）。安委会由公司总经理、分管安全生产副总经理、分管生产的副总经理及其他负责人、相关部门负责人、具有国家规定的相关专业技术资格的工程技术人员等组成。安委会主任由公司总经理担任，副主任由分管安全副总经理、其他负责人担任。安委会下设办公室，主任由安全管理部部长兼任。公司每月召开一次安全例会，研究解决公司重大安全问题，协调部门之间管理问题，落实安全生产责任制。安全生产领导小组定期组织事故分析会，查找事故原因，提出防范措施，每月组织两次以上安全检查，发现问题及时整改。此外，公司还制定了配套的《安全生产事故责任倒查制度》、《安全隐患报告和举报奖励制度》和《关于安全管理工作岗位责任追究的规定》，以贯彻落实公司安全生产的管理体系。

财务管理方面，公司制订了《江西长运股份有限公司财务管理制度》，规定公司的财务管理工作实行统一管理、分级负责原则，在股份公司按照本制度规定对公司范围内财务工作统一管理、统一指导的基础上，财务管理体系中各层级、各岗位按照相应的职责和权限履行财务管理职责，承担相应的责任；股份公司和各子公司的法定代表人是所在公司财务管理工作的最终负责人，对本单位的财务会计资料的真实性、合法性和完整性负责，按照相关法律法规的规定对本单位财务管理工作承担最终责任。规定明确了股东大会、董事会在财务事项上的管理权限，规定公司实行全面预算管理，以公司各职能部门和各子公司为预算责任单元，分解落实预算指标，严格控制成本费用，股份公司设立董事会预算委员会，领导和组织公司预算的制定、执行、调整、分析、考核和评价全面预算管理工作。公司还制定了配套的《资金管理办法》、《固定资产管理制度》、《在建工程管理办法》等规章制度，对公司主要资产的采购、核算及管理作出具体规定。

内部审计方面，公司制订了《内部审计管理办法》和《子公司内部审计管理办法》。该等办法规定公司按照年度审计工作计划展开内部审计工作，内审工作包括内控审计、绩效审计等日常审计工作计划，并为投资审计、离任审计、管理咨询等，公司根据业务流程风险评估、年度管理目标及高层管理人员关注的风险点确定审计对象和审计项目。进行内部审计时，审计机构负责人根据审计人员职责划分、专业能力和审计项目的规模、重要程度、业务复杂度组成审计小组，指定审计项目经理，报审计分管领导批准；审计小组一般由一名审计项目经理、若干名审计专员组成。审计项目经理应有审计部门经验丰富的资深审计人员担任。内部审计应包括业务风险初步评估、审计开始会议、外勤审计和审计结束会议等几个环节。审计小组在完成审计后制作内部审计报告初稿，在与被审计单位沟通后形成内部审计报告终稿，审计报告应由审计项目经理审核确认后，提报审计机构负责人审查。审查通过，出具“审计报告报送函”和“审计发现处理意见”，并形成《风险提示报告》及《奖惩建议书》等内部文件。

子公司管理方面，公司对全资和控股子公司实行股权管理。公司制订了《子公司高管年薪、绩效标准、考核办法》，规定子公司的董事长、总经理、副总经理、财务总监等高管人员按照责任与利益相结合、效益与资产规模相结合、基本保障与绩效风险相结合的原则制定年薪，年薪由“基薪+绩效奖励”两部分构成，并详细规定了年薪的计算方法和绩效奖励的提取办法。公司制订了《江西长运股份公司全资及控股子公司员工聘用程序管理办法》，规定了子公司人力资源部门的职能和职责，明确了子公司外部人员招聘的计划、审核、指导、协调和监督等事项。

整体看，公司现有管理体系较为成熟、制度较为完善，能够适应公司的发展需求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司经营多年，主业始终以汽车客运为主。近几年，公司根据自身资金、人员、交通设备等资源状况，不断优化业务组合，逐步将业务延伸至物流、旅游等板块，目前收入来源主要包括客运、销售、货运、租赁和其他业务。

从营业收入来看，近三年，公司主营业务收入分别为 199,151.56 万元、223,585.24 万元和 232,869.71 万元，年均复合增长率为 8.13%。近三年，公司主营业务收入占营业收入的比率均在 90%及以上。

从主营业务收入构成来看，近三年，公司客运业务收入逐年增长，年均复合增长率为 8.64%，主要是因为运营的线路及客户运站增加所致，客运业务年收入占比均维持在 70%及以上，是公司

业务收入的主要来源；销售业务呈快速增长态势，年均复合增长率为 18.04%，源于整车贸易量加大所致，销售业务收入占总收入的比率亦逐年提升，近两年占比基本维持在 25% 以上；近三年货物运输业务收入及占总收入的比率均呈下降态势，是因“营改增”后，公司可抵扣进项税减少，因此主动退出该业务所致；旅游和租赁业务收入均呈现先减少后小幅回升的态势，近三年公司货物运输、旅游和租赁业务合计占比从 7% 下降至 3% 左右，降幅较明显。公司货物运输、旅游和租赁业务合计收入占比较小，其收入下降对公司整体的收入变化影响不大。

表 1 2012~2014 年公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽车客运	141,157	70.88%	156,499	70.00%	166,595	71.54%
销售业务	42,345	21.26%	56,061	25.07%	59,000	25.34%
货物运输	9,828	4.39%	7,972	3.57%	4,082	1.75%
旅游业务	4,762	2.39%	2,739	1.23%	2,778	1.19%
租赁业务	381	0.19%	294	0.13%	387	0.17%
其他业务	678	0.34%	21	0.01%	29	0.01%
合计	199,152	100.00%	223,585	100.00%	232,870	100.00%

资料来源：公司提供，联合评级整理

从毛利率水平情况看，近三年，公司综合毛利率逐年下降，从 16.66% 降至 10.72%，降幅较大，其中：客运毛利率呈现下降态势，客运业务受实载率下降、工资水平提高及融资成本上升等因素的影响，导致 2014 年毛利率明显下降；销售业务毛利率 2014 年出现下滑，主要是由于市场竞争因素，当期销售价格有所降低，且当期收到的销售返利同比有所减少所致；货物运输业务 2014 年毛利率呈现负值，主要是受“营改增”影响，以及下属公司货物运输业务萎缩所致（见下表）。

表 2 2012~2014 年公司主营业务毛利润构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
汽车客运	29,557	20.94%	29,906	19.11%	22,447	13.47%
销售业务	1,898	4.48%	3,300	5.89%	2,204	3.74%
货物运输	885	9.00%	647	8.12%	-137	-3.36%
旅游业务	95	1.99%	76	2.77%	122	4.39%
租赁业务	264	69.29%	198	67.35%	313	80.87%
其他业务	472	69.62%	21	100.00%	22	75.86%
合计	33,172	16.66%	34,149	15.27%	24,971	10.72%

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体来看，公司主要收入与利润来源为客运和销售业务，近几年受益于兼并重组，公司经营区域扩大，带动收入逐年增长，但受“营改增”以及成本上升等因素影响，公司整体的毛利水平明显下降。

2. 业务运营

公司目前业务板块主要包括客运、销售、货运、租赁和其他业务，其中：

客运业务

汽车客运业务是公司最主要的业务板块。

从业务的覆盖范围看，近年来，公司通过参与国有企业改制、与民营企业合作及市场化竞价

等多元化方式吸收和整合道路客运资源，基本形成以江西南昌、景德镇、吉安、新余、抚州、萍乡、安徽马鞍山、安徽黄山为中心，覆盖江西省内营运区域并迅速向周边省市延伸的公路运输服务网络。

从客运业务拓展来看，为缓解轨道运输快速发展对道路客运带来的冲击，进一步拓展业务，公司通过并购地方公交、发展出租车业务延伸服务链，将传统的短途公路客运班线经营与城市公交、出租等经营相结合。2010年9月至2015年2月期间，公司先后参与设立了江西长运新余公共交通有限责任公司、江西长运吉安公共交通有限责任公司、江西长运鹰潭公共交通有限公司，承接并运营原新余市、吉安市、鹰潭市等地的公共交通业务；通过江西长运出租汽车有限公司、抚州华威出租车有限公司、上饶市宏达出租汽车有限公司等开展城市出租车客运业务。截至2015年3月，公司拥有公交车575辆，出租车1,274辆，运营模式主要为责任经营。

从公司拥有的客运资源来看，近几年，随着业务的拓展，公司客运量、客运周转量、客座率等稳步上升，客车辆数保持增长，如下表所示。截至2015年3月末，公司拥有车辆7,144辆（其中客运车5,153辆），客运站76个，班线条数2,116条，其中省际班线600条、跨区班线750条、区内班线766条，班线覆盖上海、江苏、浙江、湖南、湖北、山东、福建、广东、广西、云南、海南、河南、河北、山西、陕西等省区。2014年，公司共完成客运量6,927.45万人，完成客运周转量749,694.75万人公里，客运量和客运周转量同比分别增长3.28%与3.07%。2015年1-3月公司共完成客运量1,936万人，客运周转量191,900万人公里。

表3 公司近三年客运量和周转量统计（单位：万人次、万人公里）

项目	2012年	2013年	2014年
客车辆数（辆）	5,527	6,889	7,144
班线条数（条）	2,027	2,071	2,108
发班次数（万班次）	479.54	469.5	461.12
客运量（万人）	6,128	6,707	6,927
客运周转量（万人公里）	661,132	727,400	749,695

资料来源：公司提供，联合评级整理

从采购情况来看，按公司制度规定，公司所运营的公交车辆六年需下线更新，客车五年下线更新，因此公司每年均有新增或更新车辆、轮胎等需求。为加强采购成本控制、优化车辆采购流程与资金支付途径，公司所运营的车辆集中采购，2012~2014年，公司购置更新车辆分别为572辆、766辆和750辆，采购金额分别为17,800万元、23,300万元和17,300万元。

2014年，公司前五名车辆供应商分别为金龙联合汽车工业（苏州）有限公司、郑州宇通客车股份有限公司、金华青年商用国车销售有限公司、安徽安凯汽车股份有限公司和厦门金龙联合汽车工业有限公司，公司向前五名供应商采购金额合计为14,742.554万元，占年度车辆采购总额的比例为85.10%，采购集中度相对较高。公司与供应商一般按照合同约定进行分期结算，采购客车、公交车和出租车时的分期比例各有不同，但每期结算支付均采用6个月期限的银行承兑汇票，对公司而言，此种结算方式的成本相对较低。

从销售情况来看，公司客运业务收入主要来源于车票或票务代售费，汽车客运用定价主要根据赣交综字（1997）29号、关于颁发《江西省汽车客运站收费实施细则》的通知（赣价综字（1997）61号）、关于印发《江西省汽车旅客运价实施细则》的通知（赣发改商价字（2004）1330号）、关于加强全省道路运输价格管理工作的通知（赣发改价调字（2011）968号）等相关政府相关文件，再结合实际情况进行定价，公司与客户的结算方式主要为现结，资金回笼速度快。

从公司客运业务的成本结构来看,2014年客运业务总成本中,人工成本占20.68%,燃料、修理费和折旧占总成本的63.20%,其他成本占16.13%。人工成本变动和燃料成本变化对公司总经营成本的影响较大。

从公司客运业务的经营成果看,2012~2014年,公司汽车客运收入分别为141,157万元、156,499万元和166,595万元,毛利润分别为29,57万元、29,906万元和22,447万元,毛利率分别为20.94%、19.11%和13.47%。2015年1-3月,公司实现汽车客运收入46,434万元,毛利润8,877万元,毛利率19.12%。近几年,公司客运收入的增长主要受益于业务扩张,但收入水平的提升并未带动毛利水平上升。

总体来看,公司已在江西省省内及周边区域拥有覆盖面比较广的道路客运服务网络,并通过重组、兼并、联合实现了客运业务的扩张和发展,带动了客运业务收入规模的扩大,公司客运业务现金流情况较好;同时,联合评级也关注到公司客运价格受政府调控,在市场竞争加剧、人工成本上升等不利因素的影响下,公司毛利空间逐步缩小。

销售业务

销售业务是公司的第二大主营业务。在满足自身采购需求的基础上,公司利用集中采购的优势,进行部分燃油及整车销售,目前整车销售是公司销售业务收入的主要来源,年收入占比在95%以上。

公司燃油贸易业务目前由下属子公司—江西长运石油有限公司运作,上游供应商为中石油、中石化等知名企业。

公司整车销售业务经营主体为上饶市天恒汽车有限公司、萍乡市永安昌荣实业有限公司和萍乡长运大众汽车销售有限公司,上述三家子公司共开设4个4S店,主要销售品牌为一汽大众、上海大众、昌河和铃木等,前五名供应商分别为上海上汽大众汽车销售有限公司、江西广甸宝德汽车销售服务有限公司、江西昌河汽车有限责任公司、厦门金旅旅行车有限公司和浙江青年乘用车集团有限公司。近几年,汽车市场整体增长趋势放缓,逐步进入“微增长”时代,产销矛盾的日益突出,经销商资金流动性的日益趋紧以及盈利性风险的持续上升,均给汽车经销型企业带来较大的挑战,公司整车销售业务所处的外部市场环境一般。

2012~2014年,公司销售业务收入分别为42,345万元、56,061万元和59,000万元,其中整车销售收入分别为34,509万元、53,985万元和54,837万元;销售业务毛利润分别为1,898万元、3,300万元和2,204万元,毛利率分别为4.48%、5.89%和3.74%。2015年1-3月,公司实现销售收入13,771万元(其中整车销售收入12,951万元),毛利润512万元,毛利率3.73%。

总体来看,公司销售业务以整车销售为主,目前主要通过4S店开展经营,销售规模一般,同时由于行业竞争激烈,销售业务盈利能力有所下降。

货物运输业务

公司的货物运输业务主要包括普通货物运输、大件运输业务、货运信息市场、公铁联运业务、仓储配送业务和“零公里”车运输等,经营主体为江西长兴物流有限公司及其下属的江西长运联运有限公司、南昌市大件运输有限公司,其中普通货物运输主要是为张裕葡萄酒、中石油、海南椰树集团、方大公司等企业提供第三方物流服务。大件运输主要为客户提供全过程大件货物运输、装卸服务,下游客户包括江西变压器厂、特变电工衡阳变压器厂、广州西门子变压器厂、上海正泰电气公司等。货运信息市场,是南昌市第二大货运信息市场,占地面积11.66万平方米,入驻经营货运配载业务的业主230多户,拥有发往全国各地公路零担专线近200条。“零公里”车运输业务,主要与江铃公司合作开展,由公司承担西安、郑州、太原三地的运输任务,目前公司在

该业务上配套的送车驾驶员共 200 多人。公铁联运业务，由江西长运联运有限公司负责经营，为客户办理全国各铁路站集装箱货物的到达和发送业务，提供“门到门”运输和拼装箱等服务。公司拥有集装箱堆场 1.50 万平方米，配有 20 吨行吊以及多台叉车，具有年办理 6 万个铁路集装箱的操作能力，目前已与雪津啤酒、中国石油等企业签订协议，为其提供原材料的整车到达服务。仓储配送业务，公司拥有仓库总面积约 5.90 万平方米，主要客户包括张裕葡萄酒、贝因美、奥克斯、方大集团、椰树集团、厦门建发集团公司等。

从该业务的成本结构看，燃料、修理费和折旧是其成本的主要部分，占 51.20%，其他成本占 44.06%，人工成本占 4.74%。公司货运业务对燃料成本的变化较为敏感。

近两年，因“营改增”政策实施，公司在货运业务上所支出的税负加重，为降低税金支出，公司缩小了货运业务量，导致货运收入下降。2012~2014 年，公司货物运输业务收入分别为 9,828 万元、7,972 万元和 4,082 万元，毛利润分别为 885 万元、647 万元和 -137 万元，毛利率分别为 9%、8.12%和 -3.36%。2015 年 1-3 月，公司货物运输业务收入 1,037 万元，毛利润 15 万元，毛利率 1.45%。

总体来看，公司有一定的货物运输资源和能力，近几年因经营策略更改，货运业务量大幅下降，毛利水平下滑。

综合来看，公司客运业务收入增长较快，盈利能力有所下滑；销售业务以整车销售为主，受行业竞争激烈等影响盈利水平一般；货运业务正处于逐步退出过程中。

3. 重大投资

近几年，公司先后在景德镇、抚州、吉安、萍乡等地级市的核心区域启动多个工程项目，主要投建枢纽客运站点。截至 2015 年 3 月，公司在建工程项目共七个，总投资 10.15 亿元，已投资 6.15 亿元，2015 年和 2016 年，公司分别计划投资 4.30 亿元和 2.12 亿元，投资规模较大。

(1) 南昌综合客运枢纽工程建设项目

南昌综合客运枢纽是南昌市新建客运一级站，主要是为市域昌九城际的省域中转换乘旅客、旧中心城旅客的市际出行及旅游客运提供服务，地址位于南昌市地铁 2 号线终点南昌火车站东广场，城市洛阳路下穿隧道北侧，项目总占地面积约 20 亩，总建筑面积 34,970 平方米，总投资额约 2.03 亿元。该项目的施工、监理招标工作已于 2012 年 9 月完成，中标单位江西省二建公司 2012 年 10 月进场搭建临时设施、围墙，进行土方及场地平整施工，目前桩基工程已基本完成，预计 2015 年完工交付。

(2) 南昌高新区客运站建设项目

南昌高新区客运站项目计划建成国家一级客运站，主要是为东向出行旅客及瑶湖片区、麻丘组团的短途旅客提供服务，地址位于昌万公路以南、新月路以北、麻丘商贸城以西。该项目用地面积 54.27 亩，站务设施部分总建筑面积约 20,000 平方米，总投资约 1.04 亿元。该项目于 2012 年 3 月取得土地使用权证。按照市政府有关规划要求，新建的客运站必须与将来的地铁实现无缝对接，同步设计、同步施工，公司拟待条件成熟后及时开工建设高新客运站，现正在组织设计单位开始前期设计方案编制。

(3) 江西长运综合物流中心建设项目

江西长运综合物流中心项目地处南昌市青谱区南莲路 691-693 号，占地面积约 60 亩，规划新建 4 座多层仓库，总建筑面积 3.24 万平方米，总投资 8,922 万元。一期建设 1、2 号两座双层仓库，建筑总面积约 10,600 平方米，于 2012 年 6 月开工建设，目前正在办理竣工验收手续，整个项目预计于 2016 年完工并投入使用。待建设完成，江西长运综合物流中心年货物处理能力将达到 43

万吨。

(4) 南昌西综合枢纽站建设项目

南昌西综合客运枢纽为新建客运一级站，主要是为加强南昌市火车客运西站对外客运交通的运输能力和辐射力，完善城市客运系统。该项目地址位于南昌市地铁2号线起点南昌火车高速客运西站北广场西侧，总占地面积约60亩，总建筑面积约97,000平方米，总投资额约3.75亿元。

该项目于2012年12月按照政府批准的BT方式组织招标完成，现已完成土方及场地平整施工，正在进行基础施工，2013年9月完成站前广场地面硬化（满足公路营运车辆临时停靠接驳旅客），站场设施部分在2014年9月完工，预计整体工程在2015年竣工投入使用。

(5) 江西抚州长运有限公司抚州客运综合枢纽站建设项目

抚州客运综合枢纽站建设项目项目占地面积90.32亩，总建筑面积约4.3万平方米，该工程由主站房、综合大楼、汽车清洗中心、汽车修理厂、汽车安全检测中心组成，总投资1.5亿元。该项目于2012年12月正式开工建设，现主站房已经完成了基础工程，进入主体施工阶段，预计在2016年全面竣工。由于此项目采用BT模式，资金来源比例为项目初期预计比例，具体以项目完工时实际资金筹措为准。

(6) 江西抚州长运有限公司广昌客运中心站建设项目

广昌客运中心站建设项目占地面积38.84亩，总建筑面积约6,500平方米，总投资2,857.4万元，项目于2012年8月正式开工建设，主站房已经封顶，进入装修阶段，预计在2015年可投入使用。

(7) 江西长运吉安公共交通有限公司吉安公交总站建设项目

吉安公交总站建设项目位于吉州区神岗路与跃进路交叉路口西北角，土地面积48,142.65平方米，于2008年7月经吉安市发展和改革委员会批准立项，是市政府强力推进的吉安市十大重点形象工程。该项目于2010年3月动工兴建，预计2015年可全面完工并投入使用。

表4 截至2015年3月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	开工时间	完工时间	总投资	已投资	未来投资计划	
					2015年	2016年
南昌综合客运枢纽工程建设项目	2012.10	2015.8	20,296	16,295	3,000	2,890
南昌高新区客运站建设项目	2012.3	2015.12	10,447	1,596	200	5,500
江西长运综合物流中心建设项目	2012.2	2016.6	8,922	4,323	300	4,400
南昌西综合枢纽站建设项目	2012.3	2015.6	37,500	26,491	34,600	-
江西抚州长运有限公司抚州客运综合枢纽站建设项目	2012.12	2016.12	15,000	4,131.71	3,500	8,131
江西抚州长运有限公司广昌客运中心站建设项目	2012.8	2015.12	2,857.4	2,865.31	405	-
江西长运吉安公共交通有限公司吉安公交总站建设项目	2010.3	2015.12	6,500	5770.12	988	300
小计	--	--	101,522	61,472	42,993	21,221

资料来源：公司提供，联合评级整理

此外，近三年公司进行了多笔并购业务，如下表所示，公司收购股权的目的主要是为了扩大

公司经营规模、延伸经营范围，有利于公司的长期持续发展。

表 5 公司近三年股权收购情况 单位：万元

时间	收购标的	收购价格
2014.1	收购周志红和王凤英持有江西汇通保险代理有限公司 51%的股权	102.00
2015.1	收购德兴华能客运有限公司持有德兴市华能长运有限公司 90%的股权	3,030.00
2015.2	收购江西新世纪汽运集团于都长运有限公司持有于都县方通长运有限责任公司 51%的股权	10,798.00
2015.3	收购深圳市佳捷现代物流有限公司 57%股权	11,400.00
2015.6	收购江西全顺投资发展有限公司 51%股权	2,550.00

资料来源：公司公告

总体来看，客运场作为客运业务的依托，具有投资大、回收期长、准入门槛高的特性，属于稀缺性资源，随着在建项目的完工并逐步投入使用，公司未来的业务规模有望进一步扩大；公司近年来的股权收购也有利于公司业务的长期发展。同时联合评级也关注到，公司在建项目主要为客运站建设，未来两年投资规模较大，公司股权收购投资规模也较大，可能给公司带来一定的资金压力。

4. 经营效率

存货周转效率方面，公司的存货主要为燃料油、轮胎及汽车配件，日常库存需求不大，因此存货资金占用量较小，2012~2014年，公司的存货年周转次数分别为 35.22 次、40.83 次和 37.50 次，呈现波动上升态势，三年来，公司的存货管理效率均较高。

应收账款周转效率方面，公司收入来源以客运收入为主，结算方式主要为现结，货款回笼速度较快，账面上体现的应收账款主要产生于待结算运费，资金占用量不大。近三年，公司的应收账款年周转次数分别为 38.57 次、35.17 次和 32.30 次，虽呈小幅下降态势，但三年来应收账款回笼速度均较快。

资产运作效率方面，近三年，公司的总资产周转次数分别为 0.66 次、0.64 次和 0.61 次，呈小幅下降态势，但降幅不大。近几年，公司投入较多资产用于客运站建设，资产规模逐年扩大，而客运站回收期相对较长，因此公司资产周转效率不高。

如下表所示，与同类型的上市公司相比，公司的应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均处于较高水平。

表 6 2014 年主要交通运输上市公司经营效率指标情况 (单位：次)

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
龙洲股份	9.81	8.89	0.76
富临运业	3,010.39	86.76	0.34
大众交通	1.65	20.82	0.27
宜昌交运	6.72	54.25	0.71
公 司	37.67	36.27	0.61

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体来看，受经营特性影响，公司日常经营中库存储备少，货款回笼速度较快，存货与应收账款周转效率较高，但受制于所运营的客运站前期投入大，收益相对滞后，公司整体的资产周转效率不高。

5. 经营关注

公司客运业务受其他出行方式竞争的风险

近年来，随着国内高铁建设不断推进、路网逐步贯通以及既有铁路的提速，高铁成为城市间旅行的首选交通方式。同时，国内二三线机场建设速度较快，航线覆盖率不断提高，也成为人们出行的另一选择。新的交通方式的出现，对现有公路运输形成替代，公路客运市场可能面临萎缩的风险。

公司客运成本变动的风险

公司客运业务价格受到政策规范，但人力、燃料等成本随行就市，在当前人工成本逐步提升的背景下，公司成本控制能力受到较大挑战。考虑到目前国际原油价格处于历史低位，若未来国际油价反弹，公司成本将进一步上升，盈利能力可能继续下滑。

汽车行业增速放缓的风险

公司整车销售业务受到国内汽车行业发展的约束。目前，我国汽车销售增速放缓已经不可逆转，这将导致整车经销企业竞争更加激烈，盈利能力受到侵蚀的风险较高。

6. 未来发展

在发展目标上，公司计划以创新发展为主线，推进战略性资源的优化整合，提升公司差异化竞争能力，进一步挖掘成本改善潜力，实现公司整体实力的持续提升；以资源经营与资本运营为主要发展路径，获取战略性资源，依托客运业务优势基础，构建旅游产业，加快物流产业发展，到“十二五”末，初步形成核心业务凸出、多维协同发展的业务格局。

在发展策略上，公司具体经营思路包括：以顾客需求为导向，通过客运业务一体化协同，提升业务体系运营能力；加快市场拓展和市场营销管理，增强公司差异化竞争能力；通过服务创新，完善服务链；合理规划道路旅游运力，拓展旅游客运市场，形成与道路客运互促互进的一体化发展格局；强化安全生产管理，确保安全形势平稳有序；做好南昌综合客运枢纽站和南昌西客运站的运营准备、市场准备与车辆转场分流准备与组织实施工作；挖掘成本改善潜力，通过成本、费用对标管理，巩固降本增效成果；加快物流业务发展，与物流领域知名优秀企业开展合作，发展互联网物流商务，拓展面向汽车制造业的供应链管理业务，扩大物流业务市场份额，构筑物流业务未来竞争力；加大旅游资源开发与投入力度；完善城乡一体客运网络；深化精细管理，完善全面预算管理体系，提升资金使用效率，有效控制公司筹资成本；加快资产整合与优化配置，提升资产运营效率与价值创造水平；优化、动态管理平衡计分卡，完善公司绩效管理考核体系；强化内部控制与风险防范；加强人力资源管理，提升员工人才队伍活力，推进管理效率和劳动效率的提升；推动企业文化建设，增强企业凝聚力。

此外，公司目前正在筹划定向发行股票，本次非公开发行股票拟募集资金不超过 25 亿元，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，同时拟通过认购非公开发行股票方式实施员工持股计划，该事项目前尚在筹划阶段。

总体来看，公司制定的战略结合了行业实际和自身优势，整体战略规划得当，可执行性较强，为公司未来经营确定了长期发展的方向。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年度合并财务报表已经中审亚太会计师事务所有限公司审计，三年的

审计报告均出具了标准无保留意见；2015年1季度合并财务报表为经审计。公司财务报表编制遵循财政部2006年2月颁布的《企业会计准则》及其后续规定和解释。

近几年，公司审计报告合并范围发生了一定变化，2013年，公司因注销子公司，减少1家公司纳入合并范围；因增设子公司，增加7家公司纳入合并范围。2014年，公司因成立子公司，增加4家公司纳入合并范围；因注销子公司，减少6家公司纳入合并范围。上述合并范围变化反映了公司近年来业务发展和经营的实际变化情况，但由于未涉及主业的变化，公司近三年财务数据具有可比性。

截至2014年底，公司合并资产总额43.37亿元，负债总额26.05亿元，所有者权益（含少数股东权益）17.32亿元。2014年全年，公司累计实现营业收入25.97亿元，净利润（含少数股东损益）1.92亿元；经营活动产生的现金流量净额3.92亿元，现金及现金等价物净增加额-0.92亿元。

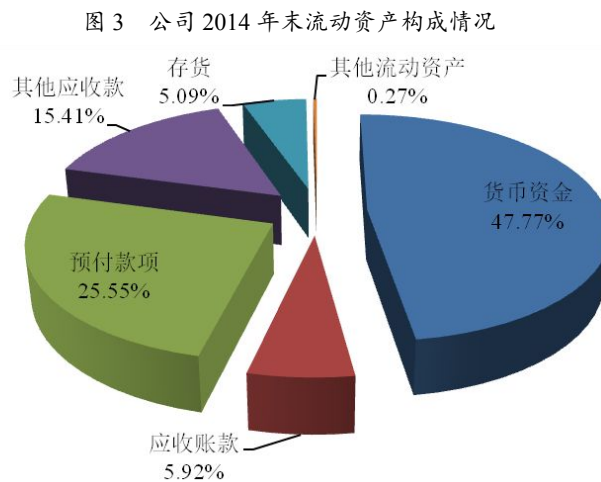
截至2015年3月底，公司合并资产总额48.85亿元，负债总额31.50亿元，所有者权益（含少数股东权益）17.36亿元。2015年1-3月，公司累计实现营业收入6.70亿元，净利润（含少数股东损益）0.47亿元；经营活动产生的现金流量净额2.97亿元，现金及现金等价物净增加额0.74亿元。

2. 资产质量

近三年，随着经营规模逐步增加以及2013年完成非公开发行，公司资产规模逐年扩大。2012~2014年末，公司资产总额分别为353,394.64万元、423,978.45万元和433,706.60万元，年均复合增长率为10.78%；公司资产以非流动资产为主，近三年末非流动资产占比分别为75.46%、70.29%和71.85%，基本符合道路客运行业的特点。

流动资产

近三年末，流动资产复合增长率为18.63%。2014年末，公司流动资产总额122,070.55万元，较上年末减少3.08%，主要是货币资金减少所致。年末公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款、应付账款和存货构成，如下图所示。



数据来源：公司年报

货币资金方面，近三年公司货币资金复合增长率为35.79%，2014年末，公司货币资金余额58,312.26万元，较年初减少14.48%，主要原因是2013年公司增发股票募集资金45,317万元，致使年末货币资金大幅增加，2014年，公司支付火车站、综合物流中心等项目的工程款，造成当年末货币资金下降所致。2014年末，公司货币资金中银行存款占96.34%，占比较高，受限货币资金

余额 1,528.40 万元，主要是票据承兑保证金，公司受限货币资金规模较小。

近三年末，公司预付款项分别为 34,455.30 万元、33,601.27 万元和 31,191.40 万元，三年复合增长-4.85%，公司的预付款项主要为预付的在建项目工程款以及项目土地款和履约保证金等。近三年末，公司一年以内的预付款占当年末预付款项的比率分别为 87.06%、76.68%和 65.89%。

近三年公司其他应收款复合增长 37.72%，2014 年末公司其他应收款余额 18,805.76 万元，较上年末增加 60.69%。公司的其他应收款主要为财政补贴、保证金等。2014 年末，公司按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款中期限在一年以内的占比 81.96%。公司其他应收款主要是补贴、补偿款和往来款，2014 年公司计提坏账准备余额 2,944.12 万元。

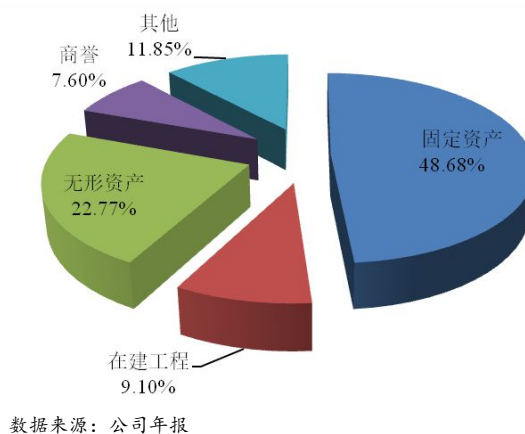
近三年公司应收账款复合增长 12.56%，2014 年末，公司应收账款余额 7,221.52 万元，较上年增长 4.05%。公司的应收账款主要为待结算的运费，随着客运收入水平逐年上升，公司的应收账款亦小幅增长。2014 年末，公司应收账款中账龄在一年以内的占比 74.46%，其中前五名客户分别为江西变压器科技股份有限公司、青年汽车集团有限公司、上海天雅物联网科技有限公司、南昌长安客运服务有限公司和上饶市信州区兴荣驾驶员培训学校，占应收账款的比例为 19.74%，占比不高。2014 年，公司按账龄计提坏账准备余额 1,119.63 万元，计提比例 13.42%，计提较为充分。

近三年公司存货复合增长 19.54%，2014 年末，公司存货账面价值 6,213.55 万元，较上年增长 15.34%，主要是库存商品增加所致。公司年末存货主要由原材料和库存商品构成，其中原材料主要是轮胎和汽车维修配件，库存商品主要是燃油、润滑油。随着运营车辆的逐步增加，公司各项库存储备也相应增长。2014 年末，公司存货中原材料和库存商品占比分别为 16.46%和 83.54%。2014 年，公司计提跌价准备 27.04 万元。

非流动资产

近三年公司非流动资产复合增长率为 8.11%，2014 年末，公司非流动资产总额 311,636.05 万元，较上年增加 4.57%。公司年末非流动资产以发放委托贷款及垫款、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和商誉为主，占比较高的分别为固定资产、无形资产和在建工程，如下图所示。

图 4 公司 2014 年末非流动资产构成情况



近三年公司固定资产复合增长 4.74%，2014 年末公司固定资产净额 151,692.75 万元，较年初增加 3.44%，主要是年内公司购置交通工具所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备和运输工具构成，三项在 2014 年末固定资产原值中占比分别为 33.99%、5.48%和 60.53%。2014 年末，公司累计计提固定资产折旧 124,551.35 万元，公司固定资产成新率 51.00%，成新率较低。

近三年公司无形资产复合增长 9.60%，2014 年末无形资产账面价值 70,971.51 万元，较年初增加 15.80%。公司的无形资产主要为土地使用权，以购入成本计价，小部分为专利权和财务软件，近三年末逐年增加主要是因土地使用权增加所致。2014 年末，公司的无形资产中土地使用权占比达到 99.93%。公司部分土地使用权获取时间较早，成本较低，目前增值空间较大。

近三年公司在建工程复合增长 6.72%，2014 年末公司在建工程账面价值 28,357.32 万元，较年初减少 5.79%。公司在建工程均为投建的客运站，待完工后将逐步结转为固定资产。

近三年公司商誉复合增长 17.37%，2014 年末公司商誉账面价值 23,680.06 万元，较年初增加 0.42%；占非流动资产的比率分别为 6.45%、7.91%和 7.60%，呈波动上升趋势。公司商誉均因收购子公司股权产生，如被收购的子公司经营状况不佳或产生的现金流量不能达到经营预期，公司的商誉将存在减值风险。

截至 2015 年 3 月末，公司资产总额 488,546.44 万元，较年初增加 12.64%，主要是流动资产中货币资金和预付款项增加较多所致，公司资产仍主要以非流动资产为主，占 71.07%，公司资产结构较年初变化不大。

总体来看，近三年，受益于增发股票和增加投资，公司资产规模逐年扩大。目前，公司的资产以非流动资产为主，符合道路客运行业的特性，资产构成中固定资产、在建工程、无形资产、货币资金和预付账款占比最高，而预付账款（多为预付工程款）和在建工程，待工程完工后将结转为固定资产，因此公司资产整体的流动性相对较弱，但资产质量较好。

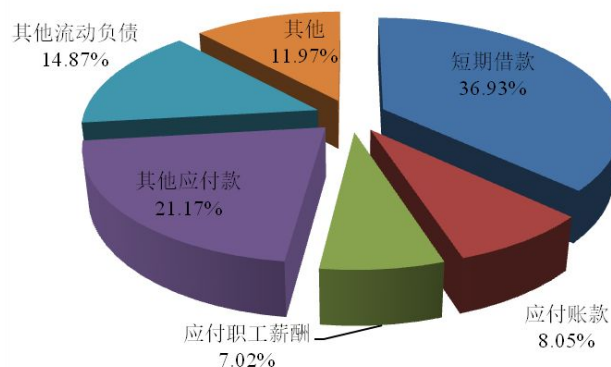
3. 负债及所有者权益

负债

近三年，公司负债规模和构成变化幅度相对较小，2012~2014 年公司负债总额年均复合增长率为 1.75%。2014 年末，公司负债总额 260,535.71 万元，较年初减少 0.94%，其中流动负债占 70.76%，是负债的主要组成部分。

近三年末，公司流动负债主要分布在短期借款、应付票据、应付账款、预收账款、应付职工薪酬、其他应付款和其他流动负债上，占比较高的分别为短期借款、其他应付款和其他流动负债，如下图所示。

图 5 公司 2014 年末流动负债构成情况



数据来源：公司年报

近三年公司的短期借款复合增长 11.01%，2014 年末公司短期借款余额 68,079.25 万元，较上年末减少 21.31%。主要是偿还部分借款所致。公司的短期借款中信用借款占比达到 98.42%。

近三年公司的其他应付款复合增长-2.24%，2014 年末公司其他应付款余额 39,032.66 万元，

较年初增加 6.13%。公司的其他应付款主要包括押金、保证金和非经营性业务往来等，2014 年末，公司其他应付款中往来款占比 40.91%，账龄超过 1 年的重要其他应付款占比 35.40%。

近三年公司的其他流动负债复合增长 0.58%，2014 年末公司其他流动负债余额 27,408.75 万元，而上年末此项目无余额。2014 年末，公司的其他流动负债主要是在银行间债券市场发行的短期融资券，发行规模为 26,000 万元。

近三年公司应付账款复合增长 5.54%，2014 年末公司应付账款账面价值 14,831.19 万元。公司的应付账款主要是各子公司待结算的运费，因收入规模扩大而增加，近三年末账龄在一年以内的应付账款占比均超过 90%。

近三年，公司非流动负债规模逐步增加，三年复合增长率-2.42%。2014 年末，公司非流动负债合计 76,185.09 万元，较年初减少 5.10%，主要是长期应付款减少所致。年末非流动负债以长期借款（占 38.08%）、长期应付款（占 41.93%）和递延收益（占 18.49%）为主。

近三年公司的长期借款复合增长 26.72%，2014 年末长期借款余额 29,009.31 万元，较年初增加 14.41%，主要是公司增加银行借款所致。2014 年末，公司的长期借款中信用借款占比达到 83.08%，质押与抵押借款占比仅 16.92%。从长期借款的期限结构来看，0.82 亿元借款将于 2015 年内到期，1.600 亿元借款将于 2016 年内到期，其余长期借款将陆续于 2017 年到期，公司近两年偿还借款压力较大。

近三年公司的长期应付款复合减少 21.53%，2014 年末其他应付款余额 31,958.50 万元，较年初减少 24.11%。公司的长期应付款主要为应付融资租赁款、租赁保证金和责任经营保证金。随着融资租赁贷款余额逐步下降，其他应付款逐年减少。2014 年末，公司长期应付款中责任经营保证金占比达 89.07%。

近三年公司的递延收益复合增长 27.45%，2014 年末递延收益余额为 14,085.27 万元，公司的递延收益均为与资产相关的政府补助，可持续性较强。

截至 2015 年 3 月末，公司负债总额 314,977.85 万元，较年初增加 20.90%，主要是公司短期借款和应付账款增加较多所致，年末流动负债占比为 75.00%，占比进一步提升。

2014 年末，公司全部债务为 105,992.10 万元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.07%、37.97%和 14.35%，处于适中水平，公司长期债务负担较轻。2015 年 3 月末，公司全部债务增加至 170,907.08 万元，较年初增加 61.25%，主要是公司增加短期借款所致，3 月末公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别增加至 64.47%、49.61%和 15.16%。

总体来看，公司负债结构以有息负债为主，且逐步向流动负债集中。2013 年，公司完成定向增发，资本实力得到提升，债务压力得以缓解。近两年，公司的负债水平均维持在合理范围内，债务负担尚可。同时联合评级也关注到，公司负债以流动负债为主，与公司长期资产为主的资产结构不够匹配，同时 2015 年公司债务规模增加较多，债务负担偏重。

所有者权益

近三年末，公司的所有者权益分别为 101,779.46 万元、160,970.11 万元和 173,170.89 万元，年均复合增长率为 30.44%。2013 年，公司非公开发行股票 5,134 万股，募集资金净额 45,113.87 万元，其中总股本增加 5,134 万股，溢价金额 39,979.87 万元计入资本公积，因此当年末所有者权益大幅增长；2014 年，公司盈余公积和未配利润小幅增加，年末所有者权益小幅上升。2014 年末所有者权益中，归属母公司所有者权益占 86.42%，归属母公司所有者权益中，股本占 15.84%，资本公积占 31.86%，盈余公积占 9.37%，未分配利润占 41.69%，公司所有者权益中未分配利润占比

较高，权益稳定性一般。

截至 2015 年 3 月末，公司所有者权益为 173,568.59 万元，较年初增加 0.23%，公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体来看，受益于定向增发和利润累积，近年来，公司所有者权益逐年增长，其中未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

受益于兼并重组，公司近三年收入规模逐年扩大，公司三年营业收入分别为 217,019.91 万元、248,421.45 万元和 259,732.09 万元，年均增长 4.55%。公司近三年实现营业利润分别为 9,289.75 万元、14,105.04 万元和 7,600.49 万元，2014 年营业利润减少主要是毛利率下滑所致；近三年净利润分别为 15,789.74 万元、16,963.54 万元和 19,167.32 万元，2014 年净利润增加主要是营业外收入增加所致，其中归属于母公司所有者净利润分别为 12,791.84 万元、13,564.12 万元和 14,882.89 万元。

受高铁快速发展以及成本上升的影响，公司的利润空间缩小，主营业务毛利率逐年下降，三年分别为 16.66%、15.27%和 10.72%。在政府补助等营业外收入的补充下，公司净利润逐年增加，净利率小幅波动上升。2013 年，公司净利率处于三年来的最低，除了受到主营业务利润下降的影响外，主要是因为政府补助的减少所致；2014 年，公司获得的政府补助大幅增加，当年净利率大幅提升（见下表）。

表 7 2012~2014 年公司盈利情况 （单位：万元）

科目/指标	2012 年	2013 年	2014 年
营业收入	217,019.91	248,421.45	259,732.09
营业利润	9,289.75	14,105.04	7,600.49
营业外收入	15,274.29	10,584.01	19,026.83
净利润	15,789.74	16,963.54	19,167.32
主营业务毛利率 (%)	16.66	15.27	10.72
净利率 (%)	7.28	6.83	7.38

资料来源：公司年报，联合评级整理

从费用情况来看，近三年，公司期间费用均有增长，其中管理费用逐年提升，主要是因业务规模扩大带动的职工薪酬增加所致，近三年，公司的管理费用占期间费用的比率均在 70%-80%之间；财务费用波动增长，是因融资规模扩大所致，近三年，公司的财务费用占期间费用的比率在 20%上下浮动；销售费用波动增长，近三年占期间费用的比率均在 5%以内。近三年，公司的费用收入比分别为 12.47%、12.23%和 12.02%，呈小幅下降态势，公司的费用控制能力尚可（见下表）

表 8 2012~2014 年公司期间费用情况 （单位：万元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年	年均复合增长率
销售费用	816.62	1,500.00	1,399.11	30.89%
管理费用	21,171.26	22,650.88	23,608.86	5.60%
财务费用	5,080.48	6,228.09	6,212.52	10.58%
小计	27,068.36	30,378.97	31,220.49	7.40%

数据来源：公司年报，联合评级整理

从营业外收支情况来看，近三年，公司营业外收支净额分别为 11,797.46 万元、9,402.44 万元和 18,021.57 万元，年均复合增长率为 23.60%。2014 年，公司营业外收入中政府补助达到 13,411.54 万元（同比增长 66.99%），占比 70.49%（同比下降 5.88 个百分点）；营业外收支净额占公司当

年利润总额的比率达到 74.26%。公司净利润受营业外收入的影响较大。

从盈利能力指标看，近三年，公司总资本报酬率分别为 10.40%、8.24%和 8.03%；总资产报酬率分别为 8.16%、7.71%和 7.52%；净资产收益率分别为 15.95%、12.91%和 11.47%，均呈逐年下降趋势，受行业特性影响，公司前期投入大，收益滞后明显，因此整体的资产获利能力不强，但是相比于同类型的上市公司，公司的净资产收益率和总资产报酬率均处于中上水平，销售毛利率处于一般水平（见下表）。

表 9 2014 年主要交通运输上市公司盈利指标情况

证券简称	净资产收益率 (%)	总资产报酬率 (%)	销售毛利率 (%)
龙洲股份	1.94	2.77	12.38
富临运业	16.53	12.32	53.28
大众交通	7.14	6.53	22.47
宜昌交运	7.19	6.29	14.98
公司	10.31	7.29	14.93

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind

资讯数

2015 年 1-3 月，公司营业总收入为 66,980.96 万元，同比下降 5.92%；主营业务收入同比下降 12.73%，主营业务收入构成与上年同期变化不大，实现净利润 4,731.99 万元，较上年同期下降 8.16%，主要是受到高铁和城际铁路冲击，导致收入利润规模降低所致。

总体来看，受外部因素影响，公司主营业务利润水平逐年下降，整体的资产获利能力略有减弱，目前利润来源主要依赖于政府补贴，账面体现盈利能力尚可。公司近三年费用收入比逐年下降，显示其费用控制能力较强，但是联合评级也关注到近年来公司利润构成中政府补助的贡献度均较高。

5. 现金流

从经营活动看，近三年，公司经营活动产生的现金流入分别为 242,387.62 万元、271,613.86 万元和 276,890.09 万元，年均复合增长率为 6.88%，其中销售商品、提供劳务收到的现金流入占比分别为 89.87%、92.86%和 93.92%，逐年上升；现金流出分别为 213,413.34 万元、234,162.51 万元和 237,733.15 万元，年均复合增长率为 5.54%；现金流量净额分别为 28,974.28 万元、37,451.35 万元和 39,156.94 万元，年均复合增长率为 16.25%。受益于收入规模扩大，公司经营活动现金流量和净额均有增加，近三年经营性现金流均较充裕。从公司收入实现情况来看，近三年公司现金收入比分别为 100.37%、101.51%和 100.13%，公司收入质量尚可。

从投资活动看，近三年，公司投资活动现金流入分别为 7,575.62 万元、8,894.61 万元和 5,698.85 万元，年均复合增长率为-13.34%；现金流出分别为 75,617.13 万元、46,316.48 万元和 44,846.84 万元，年均复合增长率为-22.99%；现金流量净额分别为-68,041.51 万元、-37,421.87 万元和 -39,156.99 万元。公司近年来一直致力于拓展客运班线，在全省投资建设大量车站、改造扩容旧车站，增加与更新客运车辆，每年产生投资支出较多，投资活动现金流一直处于净流出状态，但近两年扩张步伐逐步放慢。

从筹资活动看，近三年，公司筹资活动产生的现金流入分别为 130,559.50 万元、87,588.66 万元和 145,936.30 万元，年均复合增长率为 5.72%；现金流出分别为 88,337.88 万元、51,591.16 万元和 155,132.09 万元，年均复合增长率为 32.52%；现金流量净额分别为 42,221.62 万元、35,997.50

万元和-9,195.79万元。近年来，公司通过发行股票、中期票据和短期融资券，以及向银行融资等方式筹集资金，随着对外投资规模的小幅下降和经营性现金净额的增长带来的资金压力缓解，公司筹资活动现金流量净额逐年下降。

总体来看，受客运业务收入水平上升影响，公司经营活动现金流量净额增长，整体呈现净流入态势，经营性资金流较充裕；投资活动现金流仍因工程建设需要呈现出净流出态势，但支出规模已逐年缩小；为满足投资需要，公司通过发行新股、短期融资券等多种方式筹集资金，因经营性现金净流量增长和投资规模下降带来的资金压力缓解，公司筹资活动现金净流量也相应减少。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013年，公司定增募集资金到位，使得流动比率与速动比率大幅提升，近三年流动比率分别为0.51倍、0.69倍和0.66倍，速动比率分别为0.48倍、0.66倍和0.63倍；受益于货币资金增加，公司现金类资产对短期债务覆盖程度也逐步提升，近三年现金短期债务比分别为0.49倍、0.67倍和0.76倍；在经营性现金流量净额增长带动下，公司经营现金流负债比率亦逐年上升，近三年分别为16.88%、20.50%和21.24%。受益于现金流入量增加，近三年，公司短期偿债能力有所提升，但因受资产固化率高及负债逐渐向流动性负债集中两方影响因素，公司的流动比率和速动比率仍较低，现金类资产对短期债务覆盖程度不高，整体的短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，在经营积累增长和负债水平下降的双重作用下，公司资本实力提升，长期偿债能力增强。近三年，公司EBITDA分别为5.24亿元、5.94亿元和6.34亿元，逐年增加；EBITDA利息倍数分别为8.24倍、8.55倍和8.90倍，EBITDA全部债务比分别为0.52倍、0.44倍和0.60倍，均表现为波动上升，公司EBITDA对全部债务本息的保护倍数均较高，公司长期偿债能力较强。

从融资能力来看，近年来，公司先后与多家商业银行建立良好的合作关系，2015年3月末已获得的银行授信额度为人民币24.88亿元，尚未使用的授信额度为人民币8.39亿元，公司仍有较大的融资空间。

从信用情况看，截至2015年3月末，公司无重大诉讼、仲裁事项。根据中国人民银行出具的第201505071516260000C953421号企业信用报告，截至2015年5月7日，公司没有对关联企业以外的企业提供担保，无未结清不良贷款记录。

总体来看，公司资本实力和融资能力均较强，目前虽有一定的债务负担，但负债水平仍属合理，整体偿债能力较强。因资本固化比率相对较高，且近几年负债逐步向流动性负债集中，因此存在一定的短期偿付压力。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

公司本期拟发行公司债规模不超过6.90亿元，是为了偿还现有债务以及补充流动资金，对公司负债结构可能产生一定影响，但影响相对较小。

以2015年3月底财务数据为基础，假设募集资金净额为6.90亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别变为68.87%¹、58.02%和36.56%，债务负担略有增加，但负债水平仍处于合理水平。考虑到公司本次

¹ 假定公司发行6.9亿公司债券，并全部计入长期债务。

债券的部分筹集资金将用于偿还现有债务，因此公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率可能低于上述值。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年的 EBITDA 为 6.34 亿元，为本次公司债券发行额度（6.90 亿元）的 0.92 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好。公司 2014 年的经营活动现金流入量为 27.69 亿元，为本次公司债券发行额度（6.90 亿元）的 4.01 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度高。

未来两年，公司投建的南昌综合客运枢纽站、南昌西综合枢纽站等七个项目将相继完工，并可能投入运营；且其于 2015 年并购和新设的于都县方通长运有限责任公司、德兴市华能长运有限公司和景德镇公共交通有限公司三家子公司在未来也将给公司带来一定的收入，公司未来的收入规模有望进一步扩大，偿债能力也有望增强。

综合上述分析，同时考虑到公司在综合实力、区域竞争力、股东支持等方面所具有的竞争优势，联合评级认为公司对本次债券的偿还能力较强。

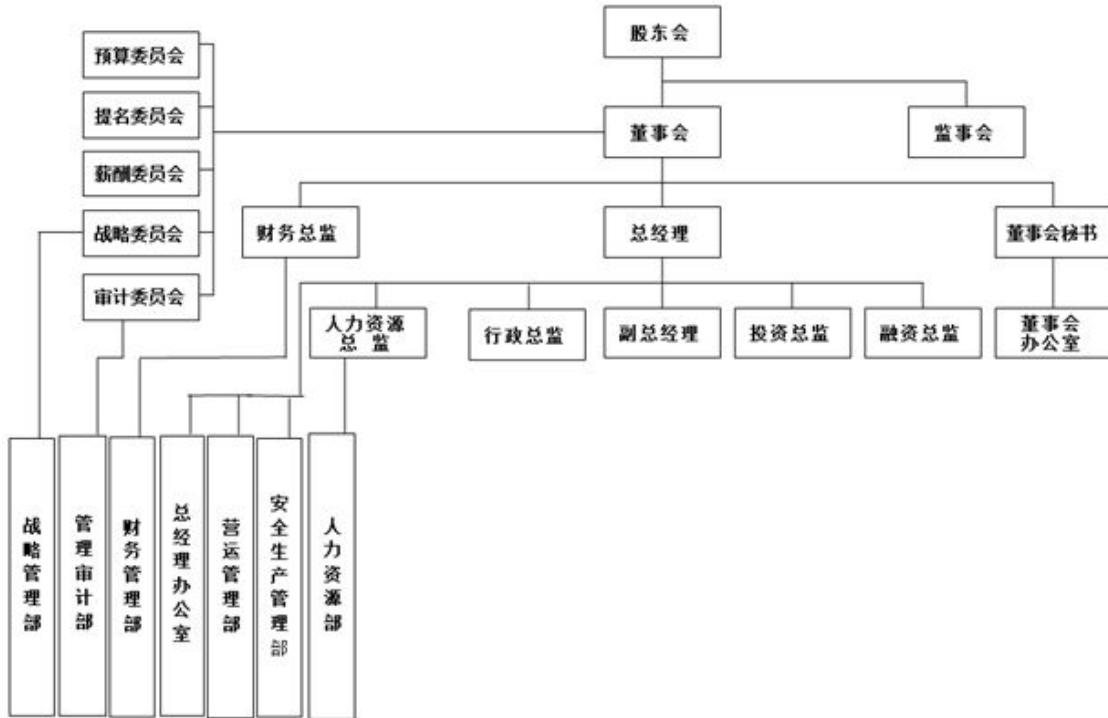
九、综合评价

公司作为江西省规模较大的道路客运企业，在资源、规模、股东背景和资本实力等方面具备的竞争优势。同时，联合评级也关注到公司固定资产投建过多占用流动资金所带来的短期偿付压力，公司利润对补贴依赖较大，公司在建项目多、对资金需求较高，以及公司在其他运输方式的快速增长和燃油价格波动频繁等不利因素冲击下，未来业务发展可能产生的风险。

未来两年，公司前期投建的七个客运站项目有望相继完工，并逐步投入运营，将会给公司带来新的收益；同时公司近年来的股权并购也有利于公司延伸业务范围，增加经营规模。公司未来的收入和盈利水平有望提升，对债务偿还的保障程度也将提高。

综合上述因素，基于对公司主体及本次债券偿还能力的整体评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险相对较低。

附件 1 江西长运股份有限公司组织结构图



附件 2-1 江西长运股份有限公司
2012 年~2015 年 3 月合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动资产：					
货币资金	31,626.57	68,188.55	58,312.26	35.79	65,856.78
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
应收票据	650.80	130.00	206.40	-43.68	406.40
应收账款	5,700.28	6,940.22	7,221.52	12.56	8,415.41
预付款项	34,455.30	33,601.27	31,191.40	-4.85	38,491.57
应收利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	9,915.49	11,702.94	18,805.76	37.72	19,500.15
存货	4,348.55	5,387.20	6,213.55	19.54	8,675.57
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	39.33	0.00	119.66	74.43	0.00
流动资产合计	86,736.32	125,950.19	122,070.55	18.63	141,345.88
非流动资产：	0.00	0.00	0.00		0.00
发放委托贷款及垫款	10,076.55	13,727.66	12,000.38	9.13	0.00
可供出售金融资产	0.00	81.00	81.00	0.00	81.00
持有至到期投资	0.00	0.00	100.00		100.00
长期应收款	52.55	7.06	0.00	-100.00	0.00
长期股权投资	1,260.18	5,001.40	4,227.38	83.16	9,013.49
投资性房地产	8,665.90	8,238.91	7,915.72	-4.43	7,834.94
固定资产	138,284.11	146,654.14	151,692.75	4.74	153,025.19
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
在建工程	24,899.34	30,101.56	28,357.32	6.72	55,223.99
工程物资	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	1,648.70	1,648.70	1,648.70	0.00	1,648.70
无形资产	59,085.44	61,290.35	70,971.51	9.60	75,979.70
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	17,189.40	23,580.18	23,680.06	17.37	33,498.36
长期待摊费用	3,617.43	5,355.24	7,742.50	46.30	7,690.20
递延所得税资产	1,878.72	2,342.05	3,208.73	30.69	3,094.99
其他非流动资产	0.00	0.00	10.00		10.00
非流动资产合计	266,658.31	298,028.27	311,636.05	8.11	347,200.55
资产总计	353,394.64	423,978.45	433,706.60	10.78	488,546.44

附件 2-2 江西长运股份有限公司
2012 年~2015 年 3 月合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动负债：					
短期借款	55,240.54	86,514.69	68,079.25	11.01	131,458.48
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	10,323.04	16,108.21	8,903.54	-7.13	8,438.09
应付账款	13,316.13	14,468.25	14,831.19	5.54	27,090.48
预收款项	9,340.09	9,992.14	6,355.51	-17.51	6,196.75
应付职工薪酬	9,134.02	11,054.78	12,935.24	19.00	12,018.19
应付福利费	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	6,118.79	7,411.91	6,596.13	3.83	7,078.16
应付利息	125.78	235.72	205.98	27.97	307.41
应付股利	77.02	166.72	2.37	-82.47	2.34
其他应付款	40,841.64	36,779.69	39,032.66	-2.24	43,644.32
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	27,091.57	0.00	27,408.75	0.58	0.00
流动负债合计	171,608.61	182,732.12	184,350.62	3.65	236,234.21
非流动负债：	0	0	0		0
长期借款	18,065.88	25,354.76	29,009.31	26.72	31,010.51
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	51,901.98	42,113.12	31,958.50	-21.53	32,479.26
专项应付款	1,213.15	822.34	782.38	-19.69	825.72
预计负债	56.13	56.13	195.94	86.84	195.94
递延所得税负债	98.48	92.93	153.69	24.92	153.69
递延收益	8,670.95	11,836.95	14,085.27	0.00	14,078.51
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动负债合计	80,006.57	80,276.23	76,185.09	-2.42	78,743.64
负债合计	251,615.18	263,008.35	260,535.71	1.76	314,977.85
所有者权益：					
股本	18,572.40	23,706.40	23,706.40	12.98	23,706.40
资本公积	8,374.29	47,684.02	47,684.02	138.62	47,684.02
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
其他综合收益	0.00	970.65	970.65	0.00	970.65
专项储备	657.09	828.96	873.36	15.29	1,157.38
盈余公积	11,442.45	12,593.42	14,017.74	10.68	14,017.74
未分配利润	44,820.37	53,203.44	62,394.85	17.99	66,018.59
归属于母公司所有者权益合计	83,866.60	138,986.89	149,647.02	33.58	153,554.78
少数股东权益	17,912.86	21,983.21	23,523.87	14.60	20,013.81
所有者权益合计	101,779.46	160,970.11	173,170.89	30.44	173,568.59
负债和所有者权益总计	353,394.64	423,978.45	433,706.60	10.78	488,546.44

附件3 江西长运股份有限公司
2012年~2015年3月年合并利润表
(单位: 人民币万元)

项 目	2012年	2013年	2014年	变动率(%)	2015年1~3月
一、营业收入	217,019.91	248,421.45	259,732.09	9.40	66,980.96
减: 营业成本	174,212.11	199,871.64	218,513.67	12.00	54,560.50
营业税金及附加	6,267.52	4,595.17	1,858.71	-45.54	405.32
加: 其他业务利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	816.62	1,500.00	1,399.11	30.89	301.28
管理费用	21,171.26	22,650.88	23,608.86	5.60	6,152.98
财务费用	5,080.48	6,228.09	6,212.52	10.58	1,912.89
资产减值损失	650.12	722.26	751.60	7.52	0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00		0.00
投资收益	467.95	1,251.64	212.88	-32.55	-6.48
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	755.30	25.07	-96.68	-6.48
汇兑收益	0.00	0.00	0.00		0.00
	0.00	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	9,289.75	14,105.04	7,600.49	-9.55	3,641.50
加: 营业外收入	15,274.29	10,584.01	19,026.83	11.61	3,143.81
其中: 非流动资产处置利得	0.00	1,114.08	3,277.54	0.00	106.19
减: 营业外支出	3,476.83	1,181.58	1,005.26	-46.23	123.23
其中: 非流动资产处置损失	3,082.71	208.92	661.99	-53.66	68.05
	0.00	0.00	0.00		0.00
三、利润总额	21,087.22	23,507.48	25,622.06	10.23	6,662.08
减: 所得税费用	5,297.48	6,543.94	6,454.74	10.38	1,930.09
	0.00	0.00	0.00		0.00
四、净利润	15,789.74	16,963.54	19,167.32	10.18	4,731.99
其中: 归属于母公司所有者的净利润	12,791.84	13,564.12	14,882.89	7.86	3,623.73
少数股东损益	2,997.90	3,399.42	4,284.43	19.55	1,108.26
五、每股收益:	0.00	0.00	0.00		0.00
(一) 基本每股收益	0.69	0.62	0.63	-4.45	0.15
(二) 稀释每股收益	0.69	0.62	0.63	-4.45	0.15
六、其他综合收益	0.00	0.00	0.00		
七、综合收益总额	15,789.74	16,963.54	19,167.32	10.18	
归属于母公司所有者的综合收益总额	12,791.84	13,564.12	14,882.89	7.86	
归属于少数股东的综合收益总额	2,997.90	3,399.42	4,284.43	19.55	

附件4 江西长运股份有限公司
2012年~2015年3月合并现金流量表
(单位:人民币万元)

项目	2012年	2013年	2014年	变动率 (%)	2015年1-3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	217,827.07	252,167.47	260,060.22	9.26	66,286.24
收取利息、手续费及佣金的现金	348.89	3,022.81	2,882.26	0.00	0.00
收到的税费返还	139.05	479.15	732.93	129.58	202.02
收到其他与经营活动有关的现金	24,072.60	15,944.42	13,214.69	-25.91	18,590.53
经营活动现金流入小计	242,387.62	271,613.86	276,890.09	6.88	85,078.79
购买商品、接受劳务支付的现金	134,302.16	148,035.69	155,912.04	7.75	30,306.43
客户贷款及垫款净增加额	10,230.00	3,766.00	-1,335.00	0.00	0.00
支付给职工以及为职工支付的现金	36,414.66	42,265.68	48,205.87	15.06	14,243.58
支付的各项税费	14,431.99	16,586.76	19,090.55	15.01	3,951.32
支付其他与经营活动有关的现金	18,034.53	23,508.38	15,859.69	-6.22	6,897.73
经营活动现金流出小计	213,413.34	234,162.51	237,733.15	5.54	55,399.06
经营活动产生的现金流量净额	28,974.28	37,451.35	39,156.94	16.25	29,679.73
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00		940.49
取得投资收益收到的现金	0.00	407.24	9.00	-97.79	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	5,496.15	1,959.36	3,030.63	-25.74	1.38
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	1,522.07	3,202.02	0.00	-100.00	0.00
取得存款利息收入所收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	557.40	3,326.00	2,650.21	118.05	0.00
投资活动现金流入小计	7,575.62	8,894.61	5,689.85	-13.34	941.87
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	58,269.63	40,579.93	42,949.26	-14.15	35,052.07
投资支付的现金	0.00	1,385.73	0.00	-100.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	3,850.13	0.00	0.00	0.00	13,462.66
非同一控制下的企业合并所支付的现金	0.00	3,009.16	997.58	-66.85	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	13,497.37	1,341.67	900.00	-74.18	7,280.00
投资活动现金流出小计	75,617.13	46,316.48	44,846.84	-22.99	55,794.73
投资活动产生的现金流量净额	-68,041.51	-37,421.87	-39,156.99	-24.14	-54,852.87
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	6,240.50	46,588.66	423.08	-73.96	10.00
取得借款所收到的现金	83,319.00	41,000.00	119,513.22	19.77	88,794.80
减少使用受限制和定期存款所收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
发行债券所收到的现金	26,000.00	0.00	26,000.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	15,000.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
筹资活动现金流入小计	130,559.50	87,588.66	145,936.30	5.72	88,804.80
偿还债务支付的现金	75,518.23	29,086.96	134,398.12	33.40	52,610.37
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9,190.04	13,196.33	13,581.11	21.57	3,473.16
支付其他与筹资活动有关的现金	3,629.61	9,307.86	7,152.86	40.38	152.14
筹资活动现金流出小计	88,337.88	51,591.16	155,132.09	32.52	56,235.66
筹资活动产生的现金流量净额	42,221.62	35,997.50	-9,195.79		32,569.14
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	3,154.39	36,026.98	-9,195.85		7,396.00
加: 期初现金及现金等价物余额	26,798.34	29,952.73	65,979.71	56.91	57,885.97
六、期末现金及现金等价物余额	29,952.73	65,979.71	56,783.86	37.69	65,281.97

附件 5 江西长运股份有限公司
2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	15,789.74	16,963.54	19,167.32	10.18
加: 资产减值准备	650.12	722.26	751.60	7.52
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	23,583.85	26,711.17	27,421.05	7.83
无形资产摊销	1,464.65	1,524.20	2,202.91	22.64
长期待摊费用摊销	656.02	1,238.16	1,594.73	55.91
递延收益摊销	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-2,787.36	-964.44	-2,650.46	-2.49
固定资产报废损失	53.99	59.28	34.85	-19.66
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	5,575.65	6,463.85	5,299.66	-2.51
投资损失	-467.95	-1,251.64	-212.88	-32.55
股权投资差额	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产减少	-600.24	-463.33	-866.68	20.16
递延所得税负债增加	-3.09	-5.55	60.76	
存货的减少	1,141.77	-1,038.65	-826.35	
经营性应收项目的减少	-9,124.29	8,126.65	-5,583.76	-21.77
经营性应付项目的增加	-6,958.58	-20,634.17	-7,235.83	1.97
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	28,974.28	37,451.35	39,156.94	16.25

附件 6 江西长运股份有限公司 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	38.57	35.17	32.20	7.99
存货周转次数(次)	35.22	40.83	37.50	7.32
总资产周转次数(次)	0.66	0.64	0.61	0.15
现金收入比率(%)	100.37	101.51	100.13	98.96
盈利能力				
总资本收益率(%)	11.37	9.39	8.95	1.52
总资产报酬率(%)	8.16	7.71	7.52	1.44
净资产收益率(%)	15.95	12.91	11.47	2.73
主营业务毛利率(%)	16.66	15.27	10.72	18.54
营业利润率(%)	16.84	17.69	15.15	17.94
费用收入比(%)	12.47	12.23	12.02	12.49
财务构成				
资产负债率(%)	71.20	62.03	60.07	64.47
全部债务资本化比率(%)	49.69	45.75	37.97	49.61
长期债务资本化比率(%)	25.57	17.07	14.35	15.16
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	8.24	8.55	8.90	-
EBITDA 全部债务比(倍)	0.52	0.44	0.60	0.04
经营现金债务保护倍数(倍)	0.29	0.28	0.37	0.17
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.39	0.00	0.00	-0.15
流动比率(倍)	0.51	0.69	0.66	0.60
速动比率(倍)	0.48	0.66	0.63	0.56
现金短期债务比(倍)	0.49	0.67	0.76	0.47
经营现金流动负债比率(%)	16.88	20.50	21.24	12.56
经营现金利息偿还能力(倍)	4.56	5.39	5.50	-
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-6.15	0.00	0.00	-
本次公司债券偿债能力				
EBITDA/本次发债额度(倍)	2.01	2.29	2.44	-

附件 7 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业总收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业总成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业总收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业总收入-营业总成本-营业税金及附加)/营业总收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业总收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 江西长运股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年江西长运股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

江西长运股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。江西长运股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注江西长运股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现江西长运股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如江西长运股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至江西长运股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站予以公布并同时报送江西长运股份有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年六月十日