富临运业（002357.SZ）

中报业绩下滑，客运新常态，积极布局智慧出行

- **公路客运量减少，中报业绩略有下滑**

公司 2016 年上半年实现营业收入 6.02 亿元，同比下降 6.64%，归属于公司股东的净利润 6233 万元，同比下降 38.75%，达到 1 季报预测盈利下限。主要受到上半年四川省公路客运量整体萎靡，同比下降 13%的影响。公司预告 1-9 月份净利润变动幅度为-50-0%，变动区间为 0.80-1.59 亿元。

- **“互联网＋”升级业务模式，智慧出行延伸产业价值链**

公司 8.18 号 “天府行”APP 盛大发布，将线下业务同步至线上，将提高了用户出行体验，增强了用户粘性。同时，公司积极和四川省交运厅合作，充分利用四川省年 10 亿次的客运出行需求，未来 10 亿客运出行订票将有望线上化。公司同时利用互联网的纽带作用，将客运和旅游相结合，借助四川省内旅游业蓬勃发展的动力，拓宽了自身客流量来源，延伸了产业价值链，盈利空间将有望得到提升。

- **收购金融公司优化资产结构，未来持续获取大量收益**

公司收购三台农信社、绵阳商行股权，优化资产结构。同时通过配套融资收购蜀电投资股权，积极布局金融资产。标的均为优质资产，未来可持续为公司带来大量投资收益。

- **布局新能源业务，开拓未来想象空间**

引入新能源汽车逐步替代传统燃油车，降低主营业务运营成本；切入充电桩领域，未来有望成为新的营收增长点；与成都地区本土唯一拥有整车生产资质的野马汽车协同发展，互惠互利，实现集团内公司的共赢。

- **投资建议**

16-18 年业绩分别为 0.68 元/股、0.77 元/股、0.91 元/股（暂不考虑蜀电投资的收购），对应当前股价 PE 为 21X、18X、15X，给予买入评级。

- **风险提示**

主业继续受高铁冲击的风险；四川地区充电桩、新能源汽车运营政策低于预期；非公开发行收购蜀电投资存在不过会风险。

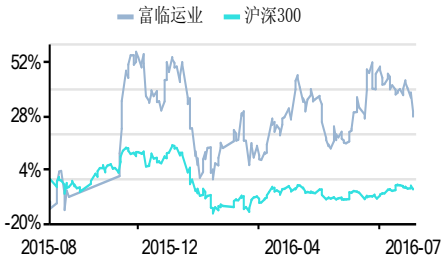
盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	391.29	1,291.43	1,234.01	1,202.96	1,206.75
增长率(%)	5.12%	230.05%	-4.45%	-2.52%	0.32%
EBITDA(百万元)	192.31	357.11	382.47	430.55	506.62
净利润(百万元)	117.75	179.69	212.22	240.83	286.64
增长率(%)	72.38%	52.60%	18.11%	13.48%	19.02%
EPS（元/股）	0.601	0.573	0.677	0.768	0.914
市盈率（P/E）	20.20	29.00	20.80	18.33	15.40
市净率（P/B）	3.14	5.48	3.80	3.14	2.61
EV/EBITDA	11.03	15.65	12.13	10.32	8.30

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	14.08 元
合理价值	元
前次评级	买入
报告日期	2016-08-31

相对市场表现



分析师： 陈子坤 S0260513080001
010-59136752
chenzikun@gf.com.cn
分析师： 韩 玲 S0260511030002
021-60750603
hanling@gf.com.cn

相关研究：

富临运业（002357.SZ）：四川客运龙头，新能源汽车、充电桩运营助力公司发展 2016-08-17

联系人： 华鹏伟 010-59136752
huapengwei@gf.com.cn
陈乐
chenle@gf.com.cn
曹奕丰
caoyifeng@gf.com.cn

目录索引

一、公路客运量减少，中报业绩略有下滑 4
二、“互联网+客运+旅游”创新业务模式，智慧出行延伸产业价值链 5
三、优化资产结构、深入金融领域 6
四、开拓新能源业务，与主营形成共振效应 7
（一）积极布局四川充电桩业务，或成公司新增长点 7
（二）野马汽车集团优质资产，协同发展 8
五、投资建议 9
六、风险提示 9

图表索引

图 1：2010-2016H1 主营收入 4
图 2：2010-2016H1 净利润 4
图 3：四川省旅游景点接待人数 5
图 4：“爱出门”APP 5
图 5：“天府行”APP 5
图 6：华西证券营收及增长率 7
图 7：华西证券净利润及增长率 7

表 1：公司近期并购标的情况 4
表 2：公司金融领域收购情况 6
表 4：富临兴华股本结构 7
表 5：充电桩全生命周期效益计算 8
表 6：野马汽车产能现状及未来规划 8

一、公路客运量减少，中报业绩略有下滑

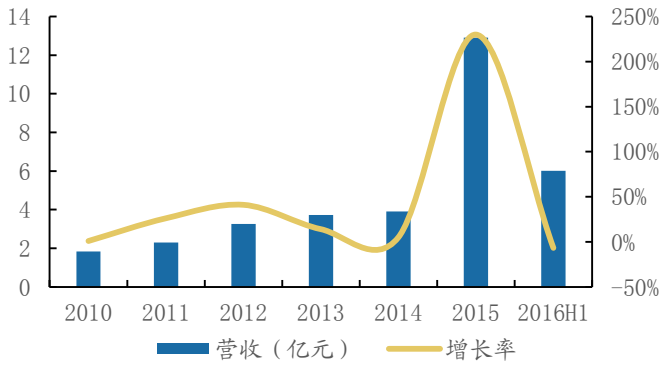
公司上半年实现营业收入6.02亿元，同比下降6.64%；归属于公司股东的净利润6233万元，同比下降38.75%。公司业绩下滑主要是高铁线路逐渐完善、网约车快速发展以及私家车保有量逐年上升导致四川省内上半年公路客运量减少13%所致。

费用方面，公司上半年销售费用率为0.66%，相比同期有所增加，主要系报告期内拓展市场业务所致；财务费用率2.91%，相比同期增长了3.4个百分点，主要系报告期内银行贷款增加致使财务费用大幅增加。

经营活动产生的现金流量净额1.11亿，同比下降30.41%，主要系客流量减少导致收入减少以及员工薪酬提高所致。

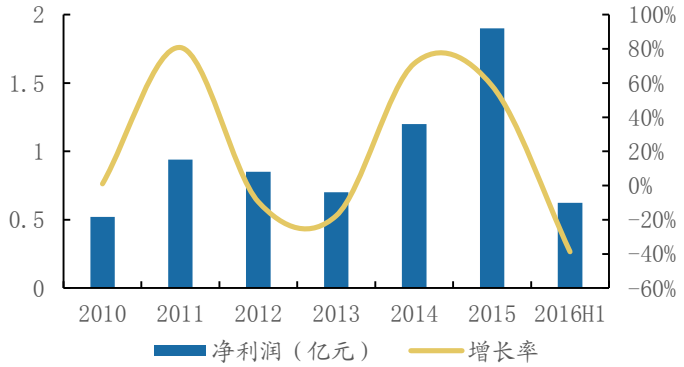
公司客运和站务两大业务毛利率分别下降2.79%和10.52%。

图1：2010-2016H1主营收入



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：2010-2016H1净利润



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

面对行业大环境带来的经营压力，公司积极求变，对内布局“互联网+”、新能源汽车运营进行业务升级，对外收购金融公司优化资产结构，未来业绩值得期待。同时，行业面临的巨大的压力以及国企改革也带来了业内整合的机遇，公司在同业并购上有多起成功案例，并购团队经验丰富，未来有望通过并购抢占省内客运市场份额。

表1：公司近期并购标的情况

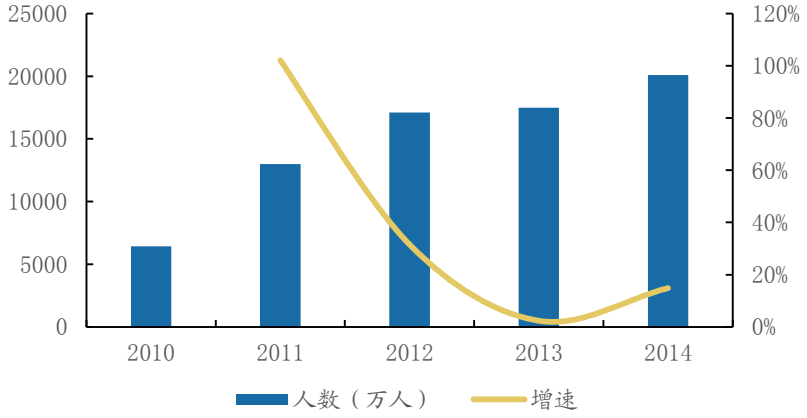
收购事项	标的营收利润	对应 PE
2012年，3838万收购四川省眉山四通运业有限责任公司52.12%的股权，公司估值7365.54万元	2011年营业收入1787万元，净利润471万	15.6
2013年，富临集团12亿收购成都长运，然后在2015年，9.62亿将全部股权卖给富临运业	成都长运2012年营业收入4.53亿元，净利润1.15亿元	10.4

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

二、“互联网+客运+旅游”创新业务模式，智慧出行延伸产业价值链

公司积极响应国家进行互联网+产业升级的号召，顺应新经济发展潮流，将主营业务互联网+化，推出了“互联网+客运+旅游”的新的业务模式。公司目前上线“爱出门”和“天府行”两款APP，前者瞄准网上订票和旅游服务，包含订汽车票，车站周边、旅途攻略、新闻吐槽四大功能模块，集购票、美食、购物、住宿、吐槽等功能于一体，将客运和旅游相结合，借助四川省内旅游业蓬勃发展的动力，拓宽了自身客流量来源。后者瞄准专车服务和新能源汽车分时租赁市场，针对旅游团和个体游客分别提供了包车和拼车服务；针对短途客运，提供专车服务；针对目前比较流行的自驾游，提供了分时租赁服务，此外，还提供了充电桩搜索功能，与公司自身充电桩业务相匹配。

图3：四川省旅游景点接待人数



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图4：“爱出门”APP

图5：“天府行”APP

数据来源：APP官网、广发证券发展研究中心

数据来源：APP官网、广发证券发展研究中心

智慧出行延伸产业价值链。随着两款APP的上线，公司客运业务“互联网+”程度逐渐加深，给用户也带来了智慧出行的新体验。新的业务模式下，未来公司的盈利方式也会逐渐由简单的一次性车票收入向车票收入附加增值服务收入升级。富临运业目前5000多台营运车辆，1.2亿人次的客流量，富临运业可以针对庞大的客流量带来的不同的需求，针对性的提供旅游路线定制、代驾、导游等增值服务，流量变现途径众多。

三、优化资产结构、深入金融领域

公司通过一系列收购，进军金融投资领域，一方面，优化了公司的资产结构，拓宽了公司的业务范围，整体实力和抗风险能力大幅度提高；另一方面，收购标的均为盈利能力非常稳定的公司，可以为公司带来大量的投资收益，提高公司整体的盈利能力。同时获取的大量现金流，也为公司后续其他业务的开展提供了强有力的支持。

表 2：公司金融领域收购情况

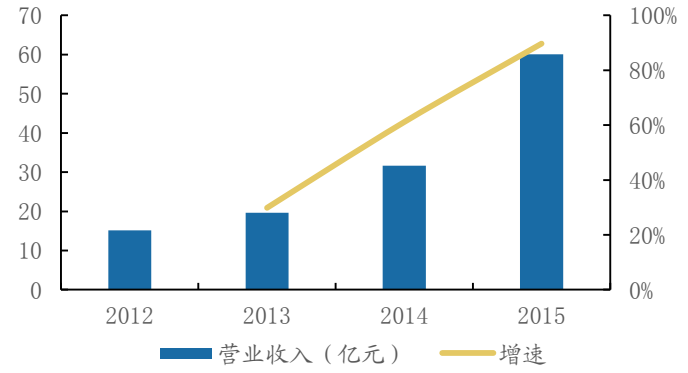
时间	收购标的	收购内容
2014	三台县农信社	以自有资金 9883.8 万元获得了三台县农村信用合作联社 9.5%的股权，成为其第一大股东。
2015	绵阳商行	以自有资金 3.36 亿元收购控股股东富临集团持有的绵阳商行 5,380 万股股权，占绵阳商行总股本的 8.65%
2015	蜀电投资	公司拟通过非公开发行股票的方式收购富临集团所持有的都江堰

蜀电投资 100%股权，股权转让价格 18 亿元。公司将通过蜀电投资间接持有华西证券 8.67%的的股权，从而成为华西证券第四大股东。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

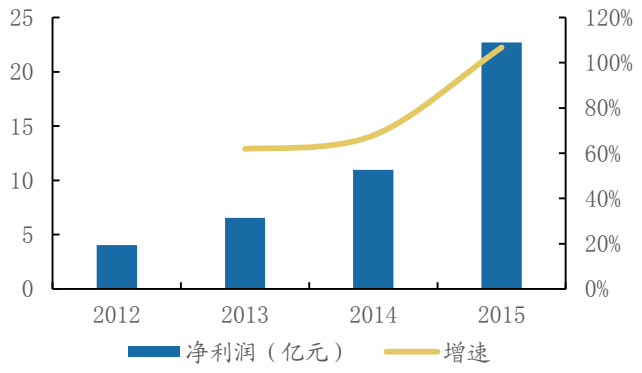
其中蜀电投资占8.67%股权的华西证券正处于IPO审核阶段，未来上市之后，富临运业所持华西证券股权也将会享受到一定流动性溢价。华西证券2015年营收60.1亿，净利润22.7亿元，选择同行业中与其营收利润相近的东兴证券和国金证券进行估值，取两者PE的平均值为30，以此计算华西证券未来市值在660亿左右。公司持股部分相较于18亿转让价格，溢价达到40亿。

图6：华西证券营收及增长率



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

图7：华西证券净利润及增长率



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

四、开拓新能源业务，与主营形成共振效应

（一）积极布局四川充电桩业务，或成公司新增长点

公司于2015年2月9日召开董事会审议通过了投资四川富临兴华充电有限公司的议案，公司与其他三家公司共同投资设立充电公司，开展充电网络建设和运营业务，正式切入充电桩领域。

表 3：富临兴华股本结构

股东	出资金额（万元）	股权比例
四川富临运业集团股份有限公司	5400	54%
成都兴能新材料有限公司	1800	18%
深圳市华驰实业有限公司	1800	18%
四川泰坦豪特新能源汽车有限公司	1000	10%
合计	10000	100%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

富临运业经营充电桩有着天然的优势：自身拥有客运站，所以充电桩建设的场地成本可以完全忽略；自身运营电动车，且线路固定，所以充电桩分布网络确定，不会造成浪费或者过剩的情况；四川省内给予30%的充电站建设补贴，所以公司自身建设充电桩成本极低。

富临兴华现阶段建设充电站/桩可能只是满足自家电动车充电需求，但随着电动汽车未来的普及，充电站运营将逐步为社会车辆开放，也可以为公司带来巨大的经济效益。

假如公司的充电桩未来提供给其他客运公司的客运车辆使用，根据目前6：1的车桩比，即每台充电桩可以服务6台车辆，每台客运车辆年行驶里程12万公里，百公里耗电80KWH，则每台充电桩年充电达到57.6万度。在充电服务费方面，由于目前成都市还没有出台相关政策，暂时取重庆市的服务费标准，即小于电价的50%,取0.39元/度。

表 4：充电桩全生命周期效益计算

车桩比	每台车年行驶里程	百公里耗能	充电服务费	年服务费收入	充电桩折旧及维护费用	8年生命周期内年化收益率
6：1	12万公里	80KWH	0.39元/KWH	22.46万	2.88万	33%

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）野马汽车集团优质资产，协同发展

野马汽车与富临运业同为富临集团旗下公司。目前公司年生产能力15万辆，拥有客车和乘用车两大公司。客车公司拥有完整的四大工艺生产线和自动化终端检测线，生产的野马客车是四川省重点规划和发展的拳头产品。乘用车公司引进源自欧洲罗孚的生产线以及模具，建立了完备的四大工艺生产线，是四川省唯一的本土整车制造企业。公司2015年实现营收18.9亿，净利润8700万元。公司未来在成都总部扩建的生产线完工之后，将再增加8万辆乘用车（含电动），5000辆客车（含电动）的产能。在四川日报对集团控制人安治富的采访中提到，野马公司规划至2018年时，实现产销12万辆汽车的目标。

表 5：野马汽车产能现状及未来规划

	现状	2018 年规划
产能	15 万辆乘用车 + 3000 辆客车（含电动车）	23 万辆乘用车+8000 辆客车（含电动汽车）
销量	4 万辆(含电动汽车)	12 万辆（含电动汽车）

数据来源：公司官网，四川日报，广发证券发展研究中心

富临运业之前两次采购均是来自野马汽车，未来双方的合作还将继续延伸。2016

年4月4日，公司董事会审议通过《关于预计2016年度日常关联交易的议案》，拟与野马汽车发生采购营运车辆的关联交易预计金额不超过1.5亿元，预计采购的乘用车+客车约1300辆。富临运业目前正处于业务升级、积极扩张期，营运车辆更换需求非常大，直接采购自集团内部兄弟企业，可以享受到售价上的最大优惠。同时作为集团公司内部的企业，未来在定制化车辆开发上，有望快速和野马汽车进行协同开发，缩短定制车型的开发周期，最终达到互利共赢。

五、投资建议

16-18年业绩分别为0.68元/股、0.77元/股、0.91元/股（暂不考虑蜀电投资的收购），对应当前股价PE为21X、18X、15X，给予买入评级。

六、风险提示

主业继续受高铁冲击的风险；四川地区充电桩、新能源汽车运营政策低于预期；非公开发行收购蜀电投资存在不过会风险。

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	439	457	432	636	825
货币资金	257	187	177	374	555
应收及预付	23	255	246	249	254
存货	0	11	7	10	13
其他流动资产	159	3	3	4	4
非流动资产	776	2396	2403	2426	2463
长期股权投资	125	540	640	750	870
固定资产	387	864	754	644	532
在建工程	42	1	31	66	106
无形资产	204	723	710	698	686
其他长期资产	19	268	267	267	267
资产总计	1215	2854	2835	3062	3288
流动负债	412	1165	925	896	817
短期借款	0	166	0	0	0
应付及预收	412	932	857	829	807
其他流动负债	0	67	67	67	10
非流动负债	13	600	596	596	596
长期借款	0	344	344	344	344
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	256	252	252	252
负债合计	425	1764	1521	1492	1414
股本	196	313	313	313	313
资本公积	177	173	173	173	173
留存收益	384	464	677	918	1204
归属母公司股东权	757	951	1163	1404	1690
少数股东权益	29	118	131	146	163
负债和股东权益	1215	2854	2835	3062	3288

现金流量表 单位：百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	192	297	294	354	420
净利润	121	191	225	256	304
折旧摊销	79	178	173	182	193
营运资金变动	9	-38	-59	-36	-30
其它	-16	-35	-45	-48	-48
投资活动现金流	-198	-713	-114	-140	-165
资本支出	-114	-208	-66	-82	-97
投资变动	-95	-510	-48	-58	-68
其他	10	5	0	0	0
筹资活动现金流	-22	592	-190	-17	-74
银行借款	0	606	-166	0	0
债券融资	0	-199	-3	0	-57
股权融资	0	2	0	0	0
其他	-22	184	-21	-17	-17
现金净增加额	-28	175	-11	197	181
期初现金余额	262	257	187	177	374
期末现金余额	234	432	177	374	555

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	391	1291	1234	1203	1207
营业成本	183	867	798	733	677
营业税金及附加	10	15	14	14	14
销售费用	0	3	3	3	3
管理费用	85	228	210	205	199
财务费用	-2	1	0	-2	-2
资产减值损失	-1	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	30	52	52	52
营业利润	129	216	262	303	367
营业外收入	17	33	15	15	15
营业外支出	2	14	2	2	2
利润总额	144	234	275	316	380
所得税	24	44	49	60	76
净利润	121	191	225	256	304
少数股东损益	3	11	13	15	18
归属母公司净利润	118	180	212	241	287
EBITDA	192	357	382	431	507
EPS（元）	0.60	0.57	0.68	0.77	0.91

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	5.1	230.0	-4.4	-2.5	0.3
营业利润增长	62.0	67.6	21.3	15.6	21.4
归属母公司净利润增长	72.4	52.6	18.1	13.5	19.0
获利能力（%）					
毛利率	53.3	32.9	35.4	39.1	43.9
净利率	30.8	14.8	18.3	21.2	25.2
ROE	15.6	18.9	18.3	17.2	17.0
ROIC	24.3	17.0	20.8	25.9	34.6
偿债能力					
资产负债率(%)	35.0	61.8	53.6	48.7	43.0
净负债比率	-0.3	0.3	0.2	-	-0.1
流动比率	1.07	0.39	0.47	0.71	1.01
速动比率	1.05	0.27	0.32	0.57	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.63	0.43	0.41	0.38
应收账款周转率	86.76	36.02	17.38	14.60	13.04
存货周转率	6,020.7	150.82	121.67	73.00	52.14
每股指标（元）					
每股收益	0.60	0.57	0.68	0.77	0.91
每股经营现金流	0.98	0.95	0.94	1.13	1.34
每股净资产	3.86	3.03	3.71	4.48	5.39
估值比率					
P/E	20.2	29.0	20.8	18.3	15.4
P/B	3.1	5.5	3.8	3.1	2.6
EV/EBITDA	11.0	15.7	12.1	10.3	8.3

广发电力设备与新能源研究小组

陈子坤: 首席分析师，理学学士，四年中国有色金属工业协会再生金属分会工作经历，2013 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。