

朱峰 刘建刚

研究员

021-38565939

富临运业（002357）**区域垄断型的另类运输龙头**

无评级

市场数据

报告日期 2010-1-27

收盘价(元)	
52周最高/最低(元)	
总股本(百万股)	60.64
流通股本(百万股)	0.00
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
净资产(百万元)	150.38
总资产(百万元)	339.26

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	137	174	191	214	
同比增长(%)	3.4%	26.2%	10.1%	12.0%	
净利润(百万元)	29	37	47	53	
同比增长(%)	-20.7%	27.3%	27.6%	13.1%	
毛利率(%)	57.2%	58.5%	58.9%	59.0%	
净利率(%)	21.0%	21.2%	24.6%	24.8%	
净资产收益率(%)	22.2%	22.0%	8.3%	8.6%	
每股收益(元)	0.48	0.61	0.77	0.88	
每股经营现金流(元)	1.00	0.70	1.06	1.16	

相关报告**投资要点**

- **拥有区域垄断性的站点资源。**公司目前拥有 18 个客运站的经营权，其中一级车站 4 个。经营线路 403 条，公司所属各类营运车辆 2233 台，2009 年日均发送旅客 5.5 万人次。垄断性的车站资源为公司提供了稳定的收入。
- **公司拥有专业而稳定的管理团队，以及实力雄厚的控股集团公司。**
- **募投项目有利于加强公司在现有区域的优势和盈利能力。**公司募投项目包括重建北川汽车站、新建江油新客站、扩建成都北车站。募投项目的建成将进一步稳固公司在现有区域的竞争优势，从而带来收入的提升。
- **未来业绩增长点：**进军成都集装箱物流行业、改扩建和收购新站点导致收入的爆发性增长、原位于市中心的老车站搬迁改建形成的土地增值收益。
- **合理估值为 15.4~16.94 元。**公司 09-11 年 EPS 为 0.61、0.77、0.88 元。我们给予公司 2010 年 20-22 倍的市盈率，对应股价为 15.4~16.94 元。
- **风险提示：**新站点的获取、高铁对旅客的分流、不平衡的资产负债结构、交通安全事故。

目 录

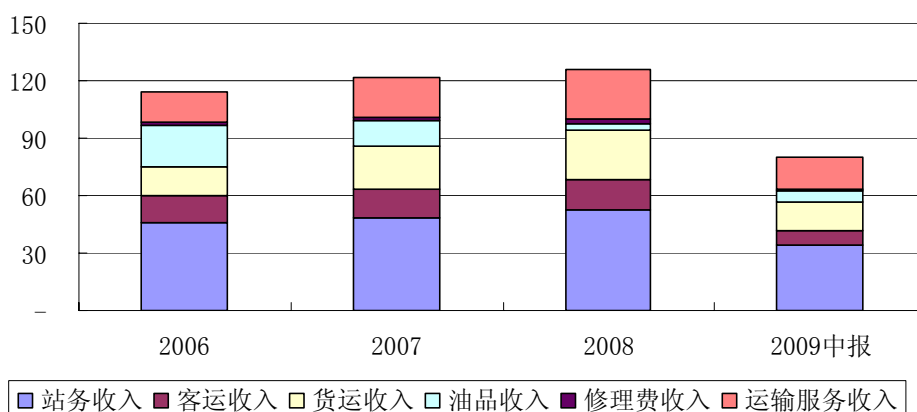
1、公司基本情况	- 3 -
2、道路运输行业分析	- 4 -
2.1、运输行业发展概况	- 4 -
2.2、国内道路运输行业发展现状	- 5 -
3、公司分析	- 5 -
3.1、经营模式	- 5 -
3.2、各业务盈利情况分析	- 6 -
3.3、四川省内竞争对手比较	- 7 -
3.4、公司市场发展策略	- 7 -
4、公司竞争优势分析	- 7 -
5、公司募投项目	- 8 -
6、盈利预测与估值	- 8 -
7、风险提示	- 10 -
7.1、站点不能扩张导致的收入增长停滞风险	- 10 -
7.2、高铁发展导致的旅客分流风险	- 10 -
7.3、资产负债表结构失衡的风险	- 10 -
7.4、日常运营事故安全风险	- 10 -
图 1、公司业务收入结构（百万元）	- 3 -
图 2、公司股权结构	- 4 -
表 1、公司主要财务指标	- 3 -
表 2、2007 年客运/货运市场基本情况统计	- 4 -
表 3、公司资产经营特性	- 6 -
表 4、公司各业务盈利分析	- 6 -
表 5、公司与省内竞争对手比较	- 7 -
表 6、公司募投项目	- 8 -
表 7、公司盈利预测假设	- 8 -
表 8、可比上市公司估值比较	- 9 -
附表	- 11 -

1、公司基本情况

富临运业成立于 2002 年，2007 年由四川富临运业集团有限公司改制变更设立为股份公司。公司成立以来专注于汽车客运站经营和汽车客货运输服务，业务主要分布在四川成都、绵阳、遂宁、眉山等地区。目前公司拥有各类客运站 18 个，其中一级车站 3 个，经营客运线路 403 条。根据四川道路运输协会统计，公司综合规模位于四川省道路运输行业第一位。

公司近几年收入结构和财务指标如下：

图 1、公司业务收入结构（百万元）



数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心

表 1、公司主要财务指标

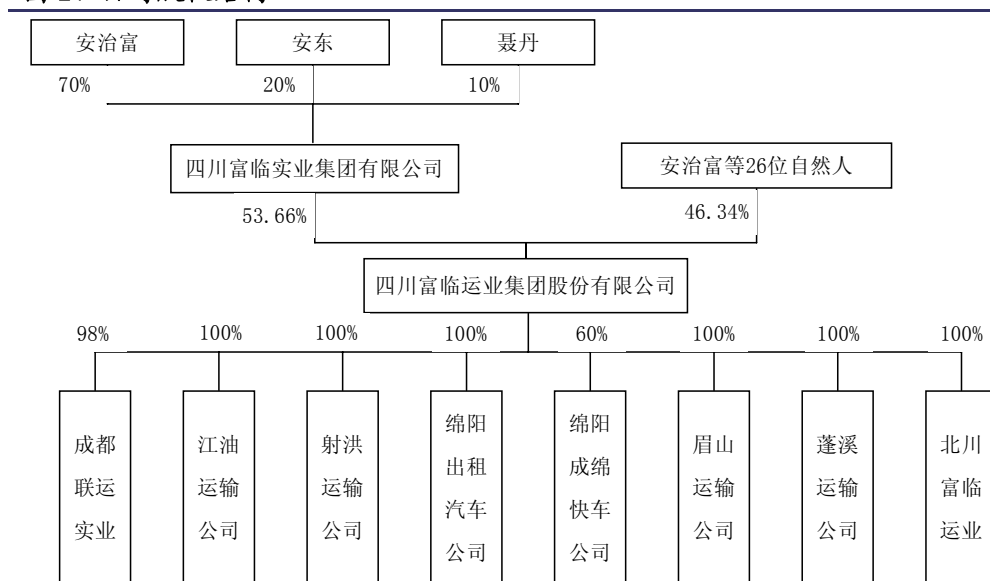
项目（百万元）	2008	2009 中期
总资产	316.67	339.26
净资产	136.49	155.75
收入	137.43	86.96
净利润	31.43	20.71
净利润率	22.87%	23.82%
ROE	23.03%	26.59%

数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心

公司股权较为集中，是一个典型的民营家族企业，实际控制人为安治富先生。发行前股本为 6064 万股，拟发行数量 2100 万股，占发行后股本的 25.7%。

公司直接控股股东为四川富临实业集团有限公司。集团公司的投资领域已经形成了房地产开发、交通运输、机械制造和医院卫生四大板块，形成了拥有 13 家控股子公司、17 家控股孙公司的投资控股集团。

图 2、公司股权结构



数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心

2、道路运输行业分析

2.1、运输行业发展概况

汽车运输是国家综合运输体系的重要组成部分，汽车客运也是人们出行的主要方式之一。汽车、航空、铁路、水运是互相竞争、互为补充的运输体系。20 世纪 90 年代以来，我国公路建设和公路运营取得长足进步。公路客运、货运增长率超过 10%。

表 2、2007 年客运/货运市场基本情况统计

客运	客运量（亿人）	客运量增长率	旅客周转量（亿人公里）	旅客周转量增长率
公路	205.07	10.2%	11,506.77	13.6%
铁路	13.57	8.0%	7,216.31	9.0%
航空	1.90	16.3%	2,791.70	17.8%
水运	2.30	3.6%	77.80	5.7%
货运	货运量（亿吨）	货运量增长率	货物周转量（亿吨公里）	货物周转量增长率
公路	163.94	11.8%	11,354.69	16.4%
铁路	31.42	9.0%	23,797.00	9.6%
航空	0.04	15.0%	113.40	20.3%
水运	28.10	13.1%	64,285.00	15.9%

数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心

2.2、国内道路运输行业发展现状

公路、铁路、民航等不同运输方式均有各自的细分市场，集中方式的竞争主要存在于相互交叉的领域：公路快速运输与铁路运输在 200 - 500 公里中短途运输市场竞争激烈，铁路与民航在 800 - 1500 公里中长途运输市场的竞争不断升级。

在汽车客运行业内部，竞争格局和市场化程度较为复杂：县内线路及县级线路的运营大多可对个体经营者进行招标，其运营主题往往多小散乱，市场竞争激烈；市级线路及升级线路运营资格的审批严格，对运营企业的资产、人员、内部管理方面等有严格要求，因此形成市场进入壁垒；由于客运站点及线路建设必须按交通主管部门统一规划，禁止重复建设，使得省级线路客运市场处于不充分竞争状态。

就企业规模来说，我国目前类是发达国家那样业务覆盖全国的跨省市、跨区域的大规模道路运输企业较少，大部分企业的业务仅局限于单个省份或地区，行业内的市场份额较为分散，行业集中度低。

3、公司分析

3.1、经营模式

公司属于交通运输行业里的另类公司，它不以通常的车辆和客/货运输为主业，而是经营汽车站为主要收入来源的经营模式。客运站业务中最重要的服务项目是客运代理服务，即客运站为承运者提供代办客源组织、售票、检票、发车、运费结算等服务，并收取客运代理费。客运代理费是站务收入最重要的组成部分，一般占到客运站收入的 60% 左右。此外，客运站还提供车辆安检服务、清洁清洗、停车管理、旅客站务服务等服务，并收取相关费用。简言之，站务收入与客流量密切相关，运输服务收入与客车班次密切相关。

汽车站属于政府规划和分配的资源。谁拥有汽车站，谁就拥有了该汽车站所对应的客运路线经营权和土地使用权。市政建设的不重复性，决定了汽车站的经营具有区域垄断性，收入来源的稳定性很强。

公司客运站经营收入的提升来自于三个方面。一是客流的自然增长，二是收购或者新建汽车站导致客运线路的剧增，三是站点的升级改造提升收费标准（这个收费标准由政府规定，按照车站的等级、设施配置来划分）。起决定作用的是第二个方面。

公司经营具有“重资产”和“轻资产”相结合的特性。“重资产”在于公司的资产结构中固定资产和无形资产占比较大，为 67%，包括车站建筑物、土地使用权、客运线路经营权等。“轻资产”是从公司客运经营角度来说，即公司不拥有客车的所有权，而是与客车所有者签署协议，开展“公司化经营”管理模式，授予他们线路经营权，同时提供客运代理服务和其他运输服务并收入相应费用。截至 2009 年 6 月末，公司经营管理的客车共 1535 台，其中公司单独购置独立开展运营的客车仅 17 台，不到 2%。

表 3、公司资产经营特性

资产类(2009.6)	金额(百万)	占总资产比例
固定资产	119.67	35.3%
无形资产	106.74	31.5%
客车类	数量(台)	占总客车比例
自有并运营	17	1.1%
合作经营	1518	98.9%

数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心

3.2、各业务盈利情况分析

公司毛利主要来自于站务经营和运输服务业务，毛利率在 70%以上。油品零售和货运运输毛利较低。

表 4、公司各业务盈利分析

类别	项目	2009.1-6	2008	2007	2006
站务经营	毛利(万元)	2,410.55	3,750.76	3,475.63	3,278.31
	毛利率	71.19%	71.10%	71.92%	71.55%
客运运输	毛利(万元)	316.66	584.31	573.22	522.57
	毛利率	39.79%	36.69%	37.54%	36.11%
运输服务费业务	毛利(万元)	1,355.50	2,054.72	1,753.82	1,279.37
	毛利率	80.40%	78.04%	84.42%	80.90%
货运运输	毛利(万元)	285.35	311.81	367.71	274.53
	毛利率	19.52%	12.22%	16.83%	18.35%
油品销售	毛利(万元)	56.75	14.71	58.59	45.7
	毛利率	9.62%	4.51%	4.35%	2.12%
修理业务	毛利(万元)	8.52	34.29	43.05	54.28
	毛利率	8.81%	15.17%	21.21%	28.70%
主营业务合计	毛利(万元)	4,433.33	6,750.60	6,272.02	5,454.76

	综合毛利率	55.31%	53.55%	51.52%	47.64%
--	-------	--------	--------	--------	--------

数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心

3.3、四川省内竞争对手比较

富临运业在四川省内规模最大，但领先优势并不是特别明显，经营覆盖区域存在一定的竞争性。

表 5、公司与省内竞争对手比较

序号	公司名称	站点总数	一级站	客运班线总数(条)	日发班车(班)	覆盖范围
1	富临运业	18	4	403	4,614	成都、绵阳、北川、江油、射洪、蓬溪、洪雅、仁寿等地
2	成都长运	14	4	230	4,000	成都市及郊县
3	省运司成都公司	4	1	399	1,498	成都市及郊县
4	开元集团	5	1	200	2,000	遂宁市和安居、大英及各乡镇
5	广运集团	30	1	596	3,500	广元四县三区及巴中市南江县
6	通力公司	7	1	209	3,710	绵阳城区及江油、安县、三台、梓潼、盐亭、平武城区

数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心

3.4、公司市场发展策略

- 油品零售：由于资源匮乏，公司将逐步退出低毛利的油品零售业务
- 货运：公司的货运业务毛利不高，但有意发展货代和仓储业务。其重要原因在于成都国际集装箱中心站即将建成，集装箱物流业务大有可为。
成都铁路集装箱中心站是成都市地震后首个开工建设的重大交通基础设施项目，是铁道部规划建设的 18 个集装箱中心站中规模最大的一个，也是全亚洲最大的铁路集装箱中心站。该中心站乃至成都国际集装箱物流园的建成，将使得集装箱从成都出发，48 小时内可到达沿海各港口。
- 汽车站布局：争取收购更多的站点资源，以实现收入的增长

4、公司竞争优势分析

- 拥有众多垄断性站点资源，保证了稳定的收入和较高的毛利率。
- 背靠实力强大的富临集团，以及深厚的交运行业人脉资源，可为未来站点规模的扩张提供良好的基础。富临实业集团投资领域包括房地产开发、机械制造企

业、交通运输企业以及医院卫生等四大板块，形成了拥有 18 家子企业的投资控股型企业集团，号称“川北第一首富”。

- 拥有专业、稳定的核心团队。公司不少高管来自于当地交通局、以前因改制而被并入公司的国有运输企业高管人员。这些高级管理人员有着丰富的从业经验和资历，对运输行业的未来发展有着深刻的见解。同时公司的主要高管也是公司的股东，有利于公司的长远发展。

5、公司募投项目

公司募投项目主要为以下三项。新建和扩建项目完成后有助于公司客流量的增长，以及收费标准提高和车站配套项目带来的收益。

表 6、公司募投项目

项目名称	总投资（万元）	建设期（年）
北川羌族自治县北川汽车客运站重建项目	2650	1.5
江油市旅游汽车客运中心站建设项目	4000	1.5
成都市城北客运中心改扩建项目	13839	2
合计	20489	

数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心

6、盈利预测与估值

表 7、公司盈利预测假设

年份		2008	2009E	2010E	2011E	2012E
站务收入	主营业务收入(百万)	52.76	67	74	83	102
	YoY	9.2%	27.0%	10.4%	12.2%	22.9%
	毛利率	71.1%	71.3%	71.6%	72.0%	71.5%
客运收入	主营业务收入(百万)	15.92	17	18	19	20
	YoY	4.3%	6.8%	5.9%	5.6%	5.3%
	毛利率	36.7%	39.0%	39.0%	38.5%	38.5%
货运收入	主营业务收入(百万)	25.52	30	36	44	55
	YoY	16.8%	17.6%	20.0%	22.2%	25.0%
	毛利率	12.2%	15.0%	15.2%	15.5%	16.0%
油品收入	主营业务收入(百万)	3.26	8	6	4	4
	YoY	-75.8%	145.4%	-25.0%	-33.3%	0.0%
	毛利率	4.5%	5.0%	4.8%	4.8%	4.8%
修理费收入	主营业务收入(百万)	2.26	2.5	3	4	5
	YoY	11.3%	10.6%	20.0%	33.3%	25.0%
	毛利率	15.2%	14.5%	16.0%	18.0%	20.0%

运输服务收入	主营业务收入(百万)	26.33	34	38	42	55
	YoY	26.8%	29.1%	11.8%	10.5%	31.0%
	毛利率	78.0%	81.0%	81.5%	82.0%	81.5%
其他业务收入	主营业务收入(百万)	11.38	15	16	18	22
	YoY	1.8%	31.8%	6.7%	12.5%	22.2%
	毛利率	97.2%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
合计	营业收入(百万)	137.43	173.50	191.00	214.00	263.00
	YoY	3.4%	26.2%	10.1%	12.0%	22.9%
	营业成本(百万)	58.86	72.05	78.59	87.65	106.65
	毛利率	57.2%	58.5%	58.9%	59.0%	59.4%
管理费用/营业收入		23.32%	23.5%	23.3%	23.0%	23.5%

数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心

A 股上市公司中经营客运业务并与公司具有可比性的公司有如下几家。2010 年预期 PE 在 43 倍左右。若剔除高估值的上海板块公司(由于世博会导致的乐观估值), 估值为 25 倍左右。考虑到新股申购的合理溢价, 以及富临运业未来站点扩张尚存不确定性, 我们认为 20~22 倍估值比较合理。公司 09-11 年 EPS 为 0.61、0.77、0.88 元, 2010 年对应股价为 15.4~16.94 元。

表 8、可比上市公司估值比较

	收盘价		EPS			PE			
	2010.1.28	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
江西长运	11.96	0.35	0.47	0.56	0.63	33.90	25.0	20.9	18.7
大众交通	12.55	0.24	0.23	0.26	0.28	50.60	52.4	47.8	44.1
强生控股	8.49	0.14	0.19	0.24	0.22	58.20	43.1	35.4	37.8
申通地铁	14.83	0.17	0.18	0.22		86.70	78.0	66.6	
交运股份	8.62	0.26		0.14	0.17	32.20		59.2	49.3
锦江投资	16.64	0.59	0.50	0.60	0.60	27.50	32.5	26.8	26.7
均值							46.2	42.8	35.3
中值							43.1	35.4	37.8

7、风险提示

7.1、站点不能扩张导致的收入增长停滞风险

公司的经营模式决定了收入的爆发性增长主要来自于新并购站点而增加的客运市场资源。由于目前客运市场资源都分散在地方运输企业手中且被瓜分殆尽，行业集中度不高。若公司在扩展客运市场资源时，不能顺利收购相关企业以增加站点分布、扩展线路，进入新的市场并形成规模优势，那么公司的收入增长将严重受限。

7.2、高铁发展导致的旅客分流风险

随着国家高速铁路网的建设，速度的提升、购票难的问题得到基本解决，将对长线和超长线的公路运输带来冲击。目前，被列为铁道部及四川省重点建设项目的“成—绵—乐”城际铁路将与公司以绵阳、江油、眉山三地为主的 15 条客运线路重合。2008 年上述线路旅客流量和营业收入占到公司的 11.51%和 5.45%。“成—绵—乐”城际铁路 2013 年开通运营后，会给公司造成不利影响。

7.3、资产负债表结构失衡的风险

公司现金流比较充沛，再加上近一年没有大型并购项目的发生，致使长期负债为 0。公司负债全部为流动负债，其中又以短期借款和其他应付款居多。公司以 25% 的流动资产对应了全部的流动负债，从财务角度来说不是特别稳定的财务结构。

7.4、日常运营安全事故安全风险

汽车运输行业存在固有的行业安全风险。虽然公司已经建立较为完善的安全生产管理制度和严格的保险制度，但仍然存在日常运营安全事故导致的风险。若发生重大客运安全事故和交通运输事故，会给公司声誉和运营带来不利影响。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	63	81	394	361
货币资金	36	43	353	315
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	7	8	9	10
其他应收款	15	21	23	26
存货	1	1	1	1
非流动资产	254	259	350	458
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	4	4
投资性房地产	5	5	6	7
固定资产	124	129	175	250
在建工程	1	1	48	82
油气资产	0	0	0	0
无形资产	111	106	101	96
资产总计	317	340	744	819
流动负债	175	157	159	174
短期借款	34	12	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	2	2	2	3
其他	140	143	156	172
非流动负债	5	5	5	5
长期借款	5	5	5	5
其他	0	0	0	0
负债合计	180	162	164	179
股本	61	61	82	82
资本公积	21	21	350	350
未分配利润	42	75	118	165
少数股东权益	6	11	16	23
股东权益合计	136	178	580	640
负债及权益合计	317	340	744	819

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	29	37	47	53
折旧和摊销	0	12	13	17
资产减值准备	-4	1	1	1
无形资产摊销	0	5	5	5
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2	0	-7	-13
投资损失	-0	-1	-1	-1
少数股东损益	3	4	6	7
营运资金的变动	-44	11	-6	-7
经营活动产生现金流量	75	42	64	70
投资活动产生现金流量	-33	-12	-101	-121
融资活动产生现金流量	-3	-23	346	13
现金净变动	39	8	309	-37
现金的期初余额	19	36	43	353
现金的期末余额	58	43	353	315

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	137	174	191	214
营业成本	59	72	79	88
营业税金及附加	6	8	9	10
销售费用	0	0	0	0
管理费用	32	41	45	49
财务费用	2	0	-7	-13
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1
营业利润	41	52	67	81
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	5	3	3	3
利润总额	38	51	66	80
所得税	6	10	13	20
净利润	31	41	53	60
少数股东损益	3	4	6	7
归属母公司净利润	29	37	47	53
EPS (元)	0.48	0.61	0.77	0.88

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	3.4%	26.2%	10.1%	12.0%
营业利润增长率	-15.7%	27.3%	27.1%	21.3%
净利润增长率	-20.7%	27.3%	27.6%	13.1%
盈利能力(%)				
毛利率	57.2%	58.5%	58.9%	59.0%
净利率	21.0%	21.2%	24.6%	24.8%
ROE	22.2%	22.0%	8.3%	8.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	56.9%	47.7%	22.0%	21.9%
流动比率	0.36	0.51	2.48	2.07
速动比率	0.35	0.51	2.47	2.06
营运能力(次)				
资产周转率	43.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	1919.3	2067.1	1940.8	1957.0
每股资料(元)				
每股收益	0.48	0.61	0.77	0.88
每股经营现金	1.00	0.70	1.06	1.16
每股净资产	2.15	2.75	9.30	10.17
估值比率(倍)				
PE	0.0	0.0	0.0	0.0
PB	0.0	0.0	0.0	0.0

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戔	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。