

富临运业 (002357)

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

攻防兼备的道路运输品种

投资要点:

- ❖ **公司为四川省道路运输行业领军企业** 公司提供汽车客运站服务和汽车客、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。公司拥有包括 3 个国家一级汽车客运站在内的各类客运站 18 个,经营线路 403 条,日均发送旅客达 5.5 万余人次,并被中国道路运输协会评为道路旅客运输一级企业,被四川省交通厅评为安全等级 A2 级企业。
- ❖ **背靠富临实业实现跨越式发展** 公司依靠富临实业集团较雄厚的资金和地区影响力,通过一系列的兼并收购迅速壮大了公司规模,由原来局限于绵阳地区,扩展到遂宁、成都、眉山等地区;并使公司所属的车站数量、车辆数量迅速增长,成为四川省内最大的道路旅客运输企业。
- ❖ **立足四川,做大大地市场** 公司目前的主要客运业务主要集中在四川省境内,省际市场上竞争力较弱;公司在未来三到五年目标发展成为西南地区最大、国内知名的道路运输企业,并将车站数量由目前的 18 个扩大到 30 个,逐步实施“T”字型网络战略,构建三条出川主通道网络,延伸和扩大现有的运输网络,为下一阶段在重庆、陕西、云南等周边省份建立一级运输网络中心打下基础。公司外延式的发展将仍会是今后公司扩大规模的主要方式。
- ❖ **市场集中度低,作为行业龙头将难获高溢价** 四川省道路客运市场经营主体数量多、规模小、集中度低,龙头企业所占的市场份额也较低;我们假设公司在 3 至 5 年内公司按既定目标将客运站数量扩产到位,市场集中度或将提高,但仍然难改市场较为分散的局面,加之行业客运价格市场化程度较难在短期内提高,所以我们认为行业龙头在短期内的扩大产能,仍难享受到规模优势带来的溢价。不过,公司的上市可能将加快四川省内全行业的整合的速度,进一步提高部分龙头企业在省内的市场占有率。
- ❖ **本次募集资金用途** 公司拟募集资金 20,489 万元,募集资金将投向北川、江油和成都城北 3 个四川地震灾区重建项目。
- ❖ **盈利预测和估值** 作为公交运输品种,公司业绩稳定,体现出良好的防御性;但随着铁路运输得发展,到 2013 年后,公司可能面临城际铁路分流客源的风险。我们预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股收益分别为 0.52 元、0.64 元和 0.68 元,我们给与公司 2010 年 25-28 倍市盈率的估值,对应上市首日股价区间在 16-17.9 元左右。

交通运输行业

2010.2.2

上市首日价格区间: 16-17.9 元

发行上市资料

发行股数(万股)	2100
发行前总股本(万股)	6064
发行后总股本(万股)	8164
发行日期	2010/02/01
上市日期	2009/-
主承销商	东北证券
每股净资产(元)	2.48
净资产收益率(%)	22.18%

乐旻旻
张欣

行业研究员

电话
邮箱021-32229888*3501
leminyang@ajzq.com

相关报告

公司为四川省道路运输行业领军企业

公司提供汽车客运站服务和汽车客、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。截至2009年6月末，公司拥有包括3个国家一级汽车客运站在内的各类客运站18个，经营线路403条，日均发送旅客达5.50万余人次。公司被中国道路运输协会评为道路旅客运输一级企业，被四川省交通厅评为安全等级A2级企业。公司营业收入、经济效益、拥有的客运站数量、客运车辆、线路资源及客运量、旅客周转量等指标，均名列四川省道路运输行业前茅。

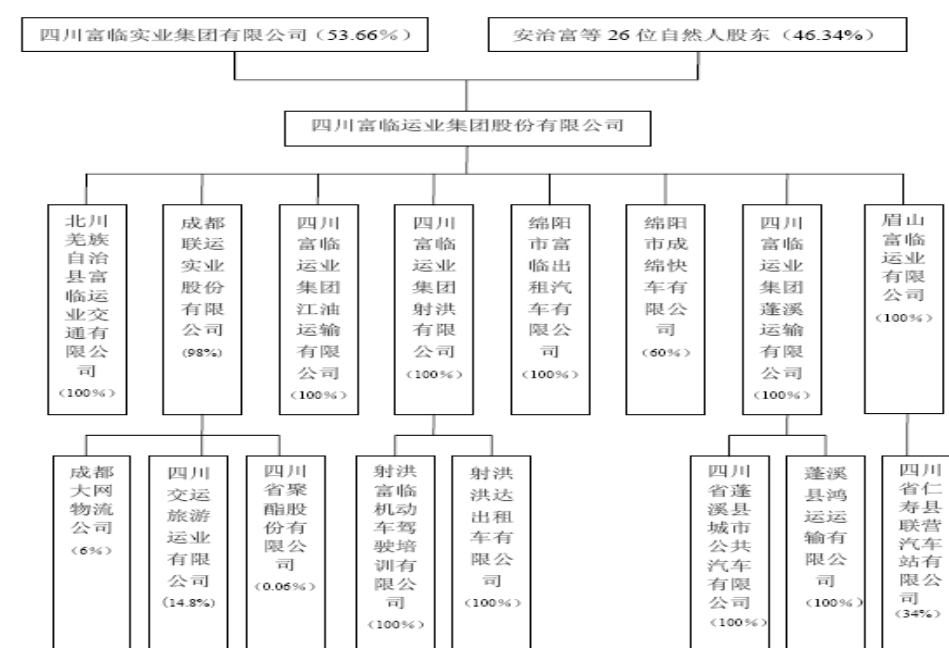
背靠富临实业实现跨越式发展

公司于2002年3月设立，发起人为富临实业集团，公司成立之初为道路旅客运输二级企业，公司规模较小、线路较少、行业影响力和市场知名度均不高。公司依靠富临实业集团较雄厚的资金和地区影响力，通过一系列的兼并收购迅速壮大了公司规模。

- 2004年1月** 通过富临实业集团实施了对射洪交运集团的收购；
- 2005年12月** 通过富临实业集团实施了对成都联运实业股份有限公司的股权收购；
- 2008年7月** 通过富临实业集团完成了对眉山汽车运输总公司的收购。

上述收购完成后，富临运业从市场分布上由原来局限于绵阳地区，扩展到遂宁、成都、眉山等地区；使公司所属的车站数量、车辆数量迅速增长，成为四川省内最大的道路旅客运输企业。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书

业务发展模式带来稳定的经济效益

业务发展模式带来一定进入壁垒 富临运业的业务扩张主要通过两种方式：1) 收购客运企业获得客运站和被收购方的客运线路资源；2) 通过扩建和新建客运站，扩大客运站总体规模和增加区域网点布局，并以此带动客运线路的增加。



公司通过拓展客运站网络，逐步扩大公司的业务规模的方式，可以说是步步为营，是比较典型的拥有运输终端资源运输企业的发展方式，该种方式使公司发展业务形态比较敦实，并令公司的竞争实力逐步增强：

表1：公司客运站业务有一定的进入门槛，道路运输业务采取联营方式，经营较为灵活

	新增产能	市场准入	投资额度	经营期限
客运站	需根据政府和交通主管部门的规划	较为严格，公司主要通过收购兼并获得新的客运站资源，以及参与客运站的新建和扩建	需要大量投资，竞争对手进入壁垒较高	无特殊规定，公司可以长期从事经营活动
道路运输	根据市场需求投放	1-4 类客运班线，严格按照不同资质的客运企业经营不同等级的营运路线	公司自有车辆只占车队总数比例不超过 3%，期初投资规模不大；联营车队主要依托公司站点资源，签订运营协议，公司对于车队规模控制和管理较为灵活	期限为 4-8 年，合法合规经营可以获得原线路营运优先延续

资料来源：爱建证券整理

业务公交特征明显，主营发展主要体现在“量”增 从主营业务收入的构成看，公司客运站业务、汽车客运、货运业务是构成主营业务收入的主要组成部分，上述业务占公司总营业收入的8-9成。

由于公司旅客运输相关业务占总营业额比重接近 70%，该部分业务具有公共运输性质，而且大部分收入定价主动权较低，所以该部分收入增长的弹性相对有限，历年毛利率波动不大，现阶段公司业务增长主要体现在“量”的增加，包括营运线路、发车班次以及客流量等指标的增长。

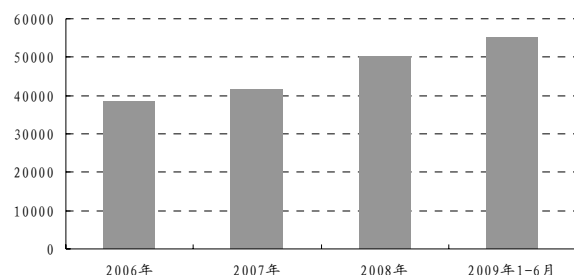
表2：从公司收入机构来看，公交特征明显，定价市场化率低，业务收入较为稳定

业务	服务项目	影响业务主要指标	定价机制	收入占比 (2009年1-6月)	同比增速
站务收入	客运代理服务及其它	客流量、发班量的增长	物价主管部门核定	42.24%	27.2%
运输服务收入	提供车辆经营管理	所经营管理的车辆数量的增长	除少量自营车辆外，与车辆联营方协议定价	21.03%	44.5%
客运收入	旅客运输	运营线路、旅客运量的增长	依据物价局的规定定价	9.93%	估计约1.5%
货运收入	提供铁路、公路物流服务	货物处理量的增长	基本为市场定价	18.23%	39.8%
修理费收入	维修服务	维修服务数量的增长	基本为市场定价	7.36%	N/A
油品收入	成品油销售	油品销售量增长	基本为市场定价	1.21%	N/A

资料来源：爱建证券整理

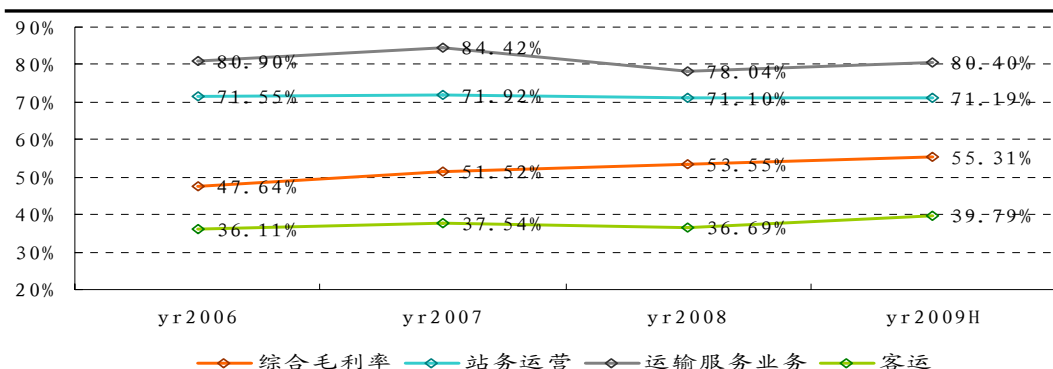
表3：客运站为公司主要收入来源，现运营车站18座，产能利用率稳步提高，日均客流量逐步上升

等级	数量	平均产能利用率
一级站	3座	78%
二级站	4座	76%
三级站	3座	78%
四级站	8座	68%



资料来源：爱建证券整理

图2：公司各项主要业务毛利率较为平稳



资料来源：爱建证券整理

外延式的发展仍将是公司发展的主要手段

出四川发展时机未到 据国务院发展研究中心预测，未来 10 年我国客运周转量增长速度与 GDP 增速相近，而公路客运市场需求的年均增长率约在 7% 左右，跟据公司近三年的运营数据，公司客流量保持每年 8% 以上的增速，基本与整体公路客运市场的发展速度相当，四川本地的经济发展状况对于公司业务发展的影响较大。

公司目前的主要客运业务主要集中在四川省境内，跨省际的超长途路线只有 10 条，省际市场上的竞争力较弱；货运业务更局限于成都地区，市场占有率偏低；公司还未有实力出省“争天下”的实力；加大本地市场占有率的扩大将是比较现实的选择。

公司表示在未来三到五年发展成为西南地区最大、国内知名的道路运输企业，近期目标是将车站数量由目前的 18 个扩大到 30 个左右，将所属车辆数量增加到 3,000 台左右。

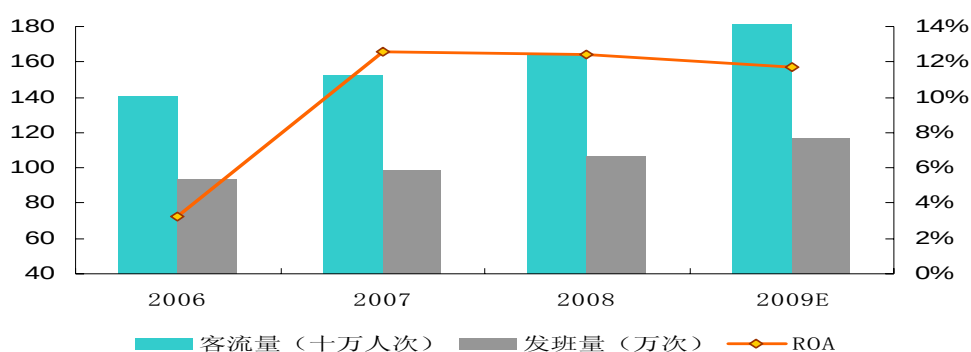
公司将加快成都城北客运中心的改扩建项目的建设，进一步巩固和加强城北客运中心作为成都主枢纽车站的行业地位。逐步实施“T”字型网络战略，构建三条出川主通道网络，即以成都为中心，分别沿北向、西南向、东向发展网络。逐步连通与四川邻近的重庆市及西南各省的公路主干道城市的运输网络，延伸和扩大现有的运输网络，为下阶段在重庆、陕西、云南等周边省份建立一级运输网络中心打下基础。

外延式发展仍然将是公司扩张的主要方式 公司客运站数量的增加的途径为以主，以取得城市规划及交管部门许可新建客运站为辅；公司公布的 3 个客运站的重建和扩建项目外，暂时还未公布新客运站的发展计划；如果要实现公司三到五年内容客运站扩至 30 座的发展目标，公司必定会依赖于收购兼并的方式实现，上市融资将为公司加快这一进程。

市场集中度低，现阶段行业龙头也难获得溢价 公司经营的 18 个车站中，通过收购获得 5 个，其中二级以上车站有 4 个；外延式的扩张为公司带来了产能的释放和扩大；公司的市场份额如客运站数量、线路资源、客运车辆以及日发班次等方面居四川省道路运输行业第一位。

但是目前四川省道路客运市场经营主体数量多、规模小、集中度低，龙头企业所占的市场份额也较低；截至 2008 年底，在四川省内从事班车客运的经营业户有 3,082 户，共有四级以上汽车客运站 815 个，道路客运线路 9,664 条，客运班车 49,611 台，平均日发班次 119,876 班。

图 3: 市场集中度低, 产能的扩大, 暂时并不能为公司带来溢价



资料来源: 爱建证券整理

富临运业拥有四级以上汽车客运站 18 个, 道路客运线路 403 条, 客运班车 1,515 台 (不含旅游车 20 台), 平均日发班次 4,614 班, 分别仅占四川省总量的 2.2%、4.2%、3.1%和 3.8%。

公司作为行业龙头企业现阶段也未获得市场占有率的明显优势, 我们假设公司在 3 至 5 年内公司按既定目标将客运站数量扩产到位, 预计客运站数量占比、道路客运路线占比、客运班车数量占比以及日均发车班次占比扩大为 3.7%、6.1%、5.7%、5.5%, 市场集中度或将提高, 但仍然难改市场较为分散的局面, 加之行业客运价格市场化程度较难在短期内提高, 所以我们认为行业龙头在短期内的扩大产能, 仍难享受到规模优势带来的溢价。

表 3: 顺利扩产后, 龙头企业短期内仍然市场占有率较低

	目前	3-5 年后
客运站数量占比	2.2%	3.7%
客运路线占比	4.2%	6.1%
客运班车数量占比	3.1%	5.7%
平均日发班次占比	3.8%	5.5%

资料来源: 爱建证券

当然, 公司的上市可能将加快四川省内全行业的整合的速度, 进一步提高部分龙头企业在省内的市场占有率, 加快形成“诸侯割据”的道路运输市场格局。

四川省道路运输企业数量众多, 公司可选择的收购兼并的对象可能较多, 也不排除公司对其他上规模企业进行整合的可能性, 关键还是要看目标企业 (包括站点布局、枢纽站数量、整合成本、社会效应、与地方政府关系处理等) 是否能为实现公司战略服务。

募集资金的用途

公司本次向社会公众公开发行A 股不超过2,100 万股,共需募集资金20,489万元。募集资金拟用于3个四川地震灾区重建项目:

表4: 本次募集资金的使用计划

项目名称	项目总投资	建设期(年)
北川羌族自治县北川汽车客运站重建(“5.12”地震灾后重建项目)	2650万元	1.5
江油市旅游汽车客运中心站建设项目(“5.12”地震灾后重建项目)	4000万元	1.5
成都市城北客运中心改扩建项目(“5.12”地震灾后重建项目)	13839万元	2
合计	20489	

资料来源: 爱建证券整理

估值与投资建议

公司内外延发展均有潜力 公司是四川道路运输企业的第一股,在区域市场具有一定的龙头地位;公司属于典型的公共交通运输企业,内外延均能实现稳健发展的目标:内延发展受益于西部大开发政策和四川区域经济的快速发展;外延发展将通过收购兼并行业内目标公司,扩大公司规模和完善网点布局。

公司成长性有待观察,但将显示良好的防御性 公司所处四川地区公路网络发达,公路运输市场较为成熟,且因地区地理环境特征,公路运输占总体运输量比重超过60%,公路市场的渗透率较高;我们预计该地区市场发展速度将与地区经济发展速度相当。

行业属于公共交通范畴,考虑到社会影响因素,运输价格市场化程度仍难进一步放开,所以我们认为公司内延式发展将是稳步向前,而公司的成长性将主要体现在未来对市场的整合和扩张,鉴于公司还未透露该方面发展规划,我们对此将会密切关注;当然公司通过发展运输枢纽站和运输节点来扩大自己的运输网络的模式,使公司业务发展的步伐比较稳健,从而为公司带来良好的防御性。

未来铁路将与公路“争食” 铁路提速和线路重合给公路客运行业的长线、超长线路带来了一定影响。目前,被列为铁道部及四川省重点建设项目的“成—绵—乐”城际铁路建设项目已获得国家发改委批复,将在2013年试运行。城际列车虽然与

公路运输市场的市场细分略有差异，但前者对后者的替代作用不可忽视，将来会对公司业务收入带来一定影响。

预计公司 2010 年每股收益为 0.64 元 我们预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股收益分别为 0.52 元、0.64 元和 0.68 元，我们给与公司 2010 年 25-28 倍市盈率的估值，对应上市首日股价约在 16-17.9 元左右。

表 5：公司盈利预测

利润表	单位: 百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	137	162	180	200
营业成本	59	84	81	90
营业税金及附加	6	7	8	9
营业费用	0	1	1	1
管理费用	32	31	35	38
财务费用	2	-1	-10	-18
资产减值损失	-4	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	41	41	67	81
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	5	2	2	3
利润总额	38	40	66	80
所得税	6	6	10	20
净利润	31	34	56	60
少数股东损益	3	3	4	5
归属母公司净利润	29	32	52	55
EBITDA	44	46	63	69
EPS (元)	0.48	0.52	0.64	0.68

资料来源：爱建证券

表 6：同类公司估值

证券代码	证券简称	市盈率 (PE, TTM)	市净率 (PB)	ROA (%)
000421. SZ	南京中北	77.1	3.4	3.9
600561. SH	江西长运	28.2	4.0	7.9
600611. SH	大众交通	48.5	4.5	6.0
600650. SH	锦江投资	33.4	4.9	9.6
600662. SH	强生控股	60.7	4.5	4.6
600708. SH	海博股份	29.9	4.8	6.3
600834. SH	申通地铁	82.6	7.4	5.8
	行业平均	51.5	4.8	6.3

资料来源：Wind、爱建证券

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅20%以上

推 荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅5%~20%

中 性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上;

重要声明

本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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。