

审慎推荐-A (维持)

富临运业 002357.SZ

目标估值: N.A 元
当前股价: 11.58 元
2017 年 04 月 20 日

主业持续挖潜, 转型预期强烈

基础数据

上证综指	3172
总股本(万股)	31349
已上市流通股(万股)	31325
总市值(亿元)	36
流通市值(亿元)	36
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	17.9
资产负债率	61.9%
主要股东	四川富临实业集团有
主要股东持股比例	39.86%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-17	-21	-22
相对表现	-17	-25	-28



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《富临运业(002357)一主业趋势性下滑,“天府行”平台注入新活力》2016-08-28

常涛

010-57601863
changt@cmschina.com.cn
S1090512030004

研究助理

袁钉

yuanding@cmschina.com.cn

事件:

公司公告 2016 年年报。2016 年,公司实现营业收入 11.9 亿元 (-7.83%), 归母净利润 9486 万元 (-47.21%), 扣非后归母净利润 9346 万元 (-5.08%), 基本 EPS 0.3026 元 (-47.21%), 加权 ROE 9.56%。

评论:

1、公路客运主业下滑, 业绩基本符合预期

2016 年,公司实现营业收入 11.9 亿元 (-7.83%), 成本 8.46 亿元 (-2.4%), 毛利 3.44 亿元 (-18.9%)。公司严格控制费用,销售费用 966 万元,管理费用 1.99 亿元 (-12.9%), 控制良好;由于 15 年底杠杆收购成都长运,导致公司财务费用从 15 年的 50 万元增加至 3872 万元,增长较快。资产价值损失 2868 万元,主要是公司对 15 年收购的兆益科技计提减值损失 2500 万元;投资收益 6565 万元 (+155%), 主要是 16 年收购绵阳城商行 8.65% 股权贡献投资收益 3689 万元。

公司实现营业利润 1.4 亿元 (-40.3%), 归母净利润 9486 万元 (-47.21%), 扣非后归母净利润 9346 万元 (-5.08%), 基本 EPS 0.3026 元 (-47.21%), 加权 ROE 9.56%。

图 1: 富临运业历年收入和归母净利润



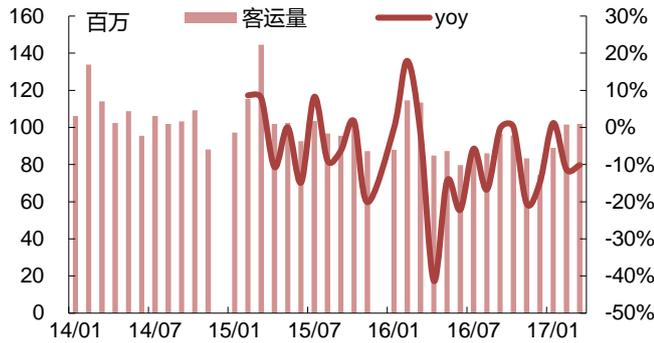
资料来源: 公司数据、招商证券

2、传统公路客运行业下行

当前,高铁网络不断完善、网约车快速发展以及私家车保有量逐年上升,正在改变传统交通运输格局,公路客运行业在综合交通体系中的份额亦呈下降趋势。

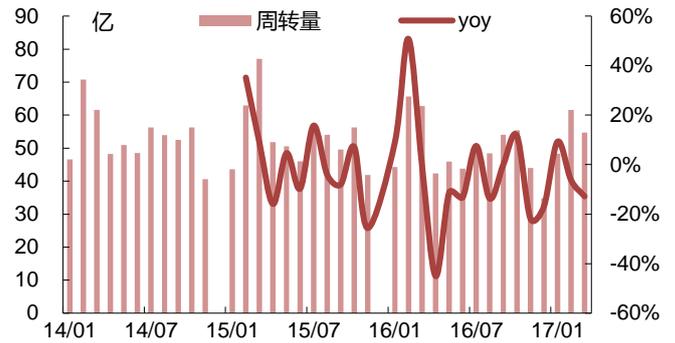
2016 年,全国公路客运量为 156.3 亿人次,同比下降 3.5%;旅客周转量 10295 亿人公里,同比下降 4.2%。其中四川省旅客发送量为 10.9 亿人次,同比下降 12%;累计完成周转量 591 亿人公里,同比下降 12%。

图 2: 四川省公路客运量 (月)



资料来源: wind, 招商证券

图 3: 四川省公路周转量 (月)



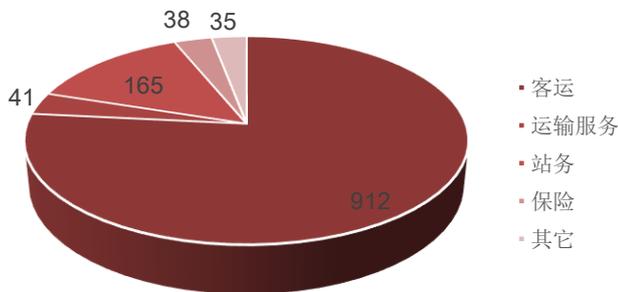
资料来源: wind, 招商证券

3、收入下滑，成本维持稳定拖累业绩

截至 16 年底，公司营运车辆共计 5353 台，较 2015 年末增加 416 台，其中：班线客车 3779 台、出租车 1262 台、公交车 102 台、租赁车辆 204 台、货车 6 台；客运线路 936 条，较 2015 年末减少 42 条，主要是对同向、同区域线路及车辆进行了整合；营运客车日发班次 11,337 班，较 2015 年年末减少 60 班。

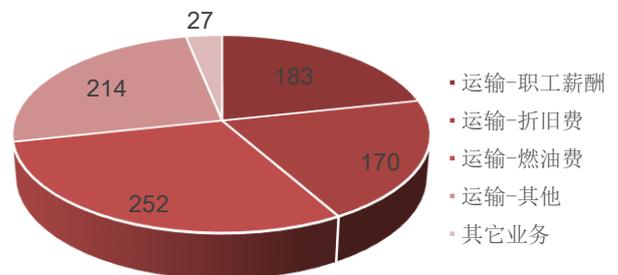
2016 年，客运收入、运输服务收入、站务、保险和其它收入分别为 9.12 亿元、0.41 亿元、1.65 亿元、0.38 亿元和 0.35 亿元，分别占比 76.6%、3.4%、13.8%、3.2%和 3%；职工薪酬、折旧费、燃油费、其他运输成本和其它业务成本为 1.83 亿元、1.7 亿元、2.52 亿元、2.14 亿元和 0.27 亿元，分别占比 21.6%、20.1%、29.8%、25.3%和 3.2%。

图 4: 富临运业收入结构 (2016)



资料来源: 公司资料, 招商证券

图 5: 富临运业成本结构 (2016)



资料来源: 公司资料, 招商证券

4、转型创新

智慧交通-“天府行” APP: 报告期内，公司成立了富临科技公司，自主研发移动端线上运营平台“天府行”，通过 APP 平台将线下资源导入线上，布局网络约车、城际专车、旅游专线以及电动汽车租赁等新业务。

“天府行”平台前期将以票务功能为核心，通过购票系统导入流量。目前，富临运业年均客流在 1.2-1.5 亿人次，假设 20%-25% 的线下流量可以导入线上，每年将为平台带来 3000-5000 万客流。

远期，公司期望将“天府行 APP”打造成“四川省家到家的智能出行平台”、“四川省第一家公务用车租赁平台”、“四川省最大新能源租车平台”、“四川省最大专车平台”、“四川省本土第一家网约车平台”和“天府行创业伙伴计划”的“5 个平台+1 个计划”。

金融投资: 报告期内, 公司完成收购控股股东富临集团持有的绵阳商行 5,380 万股股权事项 (占绵阳商行总股本的 8.65%)。

5、投资策略

我们预测公司 17/18/19 年 EPS 分别为 0.35、0.40、0.45 元, 对应当前股价 32.9/29.1/25.9X PE, 维持“审慎推荐-A”评级。

风险提示: 宏观经济超预期下滑、转型不及预期

表 1: 富临运业各季度业绩回顾

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入	158	150	165	819	323	279	301	287
营业毛利	62	53	59	250	103	83	92	66
营业费用	0	0	1	2	2	2	3	3
管理费用	20	20	24	164	54	48	49	48
财务费用	(1)	(1)	(1)	3	8	9	10	12
投资收益	7	5	6	12	4	19	38	5
营业利润	48	37	41	90	38	33	67	(16)
归母净利润	40	32	34	73	30	32	49	(16)
EPS (元)	0.21	0.16	0.17	0.38	0.15	0.16	0.25	-0.08
主要比率								
毛利率	39%	35%	36%	31%	32%	30%	30%	23%
营业费用率	0%	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
管理费用率	13%	13%	15%	20%	17%	17%	16%	17%
营业利润率	30%	24%	25%	11%	12%	12%	22%	-6%
有效税率	17%	18%	18%	26%	24%	38%	46%	-104%
净利率	26%	21%	21%	9%	9%	12%	16%	-6%
YoY								
收入	52%	64%	64%	755%	105%	86%	83%	-65%
归母净利润	12%	9%	12%	234%	-26%	1%	45%	-122%

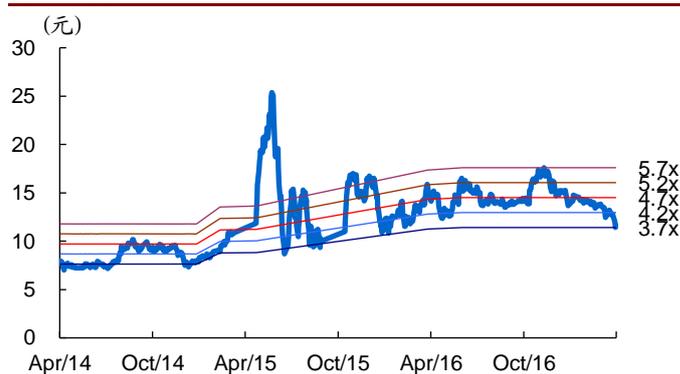
资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 富临运业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 5: 富临运业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	457	286	262	330	260
现金	187	138	121	183	108
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	0	0	1
应收款项	67	70	67	70	73
其它应收款	52	29	27	29	30
存货	11	5	5	5	5
其他	139	44	42	43	44
非流动资产	2396	2630	2596	2565	2537
长期股权投资	540	845	845	845	845
固定资产	864	890	895	899	902
无形资产	420	376	338	304	274
其他	572	519	518	516	516
资产总计	2854	2916	2858	2895	2797
流动负债	1165	1235	1144	1146	1011
短期借款	166	447	420	420	283
应付账款	74	63	60	61	62
预收账款	26	20	19	19	19
其他	899	705	646	647	647
长期负债	600	541	541	541	541
长期借款	344	287	287	287	287
其他	256	254	254	254	254
负债合计	1764	1776	1685	1687	1552
股本	313	313	313	313	313
资本公积金	173	180	180	180	180
留存收益	485	525	553	583	616
少数股东权益	118	122	126	130	136
归属于母公司所有者权益	971	1018	1047	1077	1110
负债及权益合计	2854	2916	2858	2895	2797

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	297	238	327	331	340
净利润	180	95	110	125	140
折旧摊销	178	206	234	231	228
财务费用	20	39	44	41	37
投资收益	(30)	(66)	(66)	(66)	(66)
营运资金变动	(55)	(38)	1	(4)	(4)
其它	4	1	4	4	5
投资活动现金流	(1046)	(276)	(200)	(200)	(200)
资本支出	(221)	(230)	(200)	(200)	(200)
其他投资	(825)	(46)	0	0	0
筹资活动现金流	592	(23)	(144)	(70)	(216)
借款变动	266	2	(84)	0	(137)
普通股增加	118	0	0	0	0
资本公积增加	(4)	8	0	0	0
股利分配	(24)	(60)	(82)	(95)	(107)
其他	236	27	22	25	29
现金净增加额	(158)	(61)	(17)	62	(75)

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1291	1190	1131	1187	1241
营业成本	867	846	804	819	831
营业税金及附加	15	13	12	13	13
营业费用	3	10	9	10	10
管理费用	228	199	170	178	186
财务费用	1	39	44	41	37
资产减值损失	(7)	29	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	30	66	66	66	66
营业利润	216	122	158	192	229
营业外收入	33	39	39	39	39
营业外支出	14	21	21	21	21
利润总额	234	140	176	210	247
所得税	44	42	62	81	102
净利润	191	98	114	129	145
少数股东损益	11	3	4	4	5
归属于母公司净利润	180	95	110	125	140
EPS (元)	0.57	0.30	0.35	0.40	0.45

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	230%	-8%	-5%	5%	4%
营业利润	68%	-44%	30%	22%	19%
净利润	53%	-47%	16%	13%	12%
获利能力					
毛利率	32.9%	28.9%	28.9%	31.0%	33.0%
净利率	13.9%	8.0%	9.7%	10.5%	11.3%
ROE	18.5%	9.3%	10.5%	11.6%	12.6%
ROIC	10.3%	3.6%	4.7%	5.3%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	61.8%	60.9%	59.0%	58.3%	55.5%
净负债比率	19.9%	27.1%	24.7%	24.4%	20.4%
流动比率	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
速动比率	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	150.8	104.2	171.5	177.7	177.3
应收帐款周转率	36.0	17.3	16.5	17.3	17.3
应付帐款周转率	23.6	12.4	13.1	13.6	13.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.57	0.30	0.35	0.40	0.45
每股经营现金	0.95	0.76	1.04	1.06	1.09
每股净资产	3.10	3.25	3.34	3.44	3.54
每股股利	0.19	0.26	0.30	0.34	0.38
估值比率					
PE	20.2	38.3	32.9	29.1	25.9
PB	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3
EV/EBITDA	7.0	7.5	6.0	5.7	5.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，6年券商从业经验，2010年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得2012年、2013年、2014年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得2012年、2013年、2014年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。