

# 富临运业 (002357.SZ) 陆上运输行业

评级：买入 首次评级

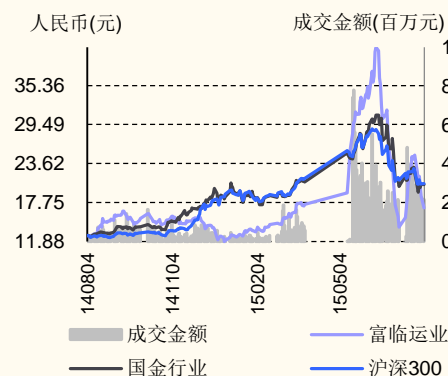
公司研究

市场价格 (人民币): 16.97 元  
目标价格 (人民币): 30.00-40.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	195.74
总市值(百万元)	3,324.94
年内股价最高最低(元)	41.10/11.88
沪深 300 指数	3829.24
深证成指	12161.58



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.218	0.376	0.472	0.779	0.864
每股净资产(元)	3.38	3.89	3.26	7.59	9.68
每股经营性现金流(元)	1.06	0.98	0.23	0.27	-0.07
市盈率(倍)	29.26	20.20	24.5	15.08	13.51
行业优化市盈率(倍)	10.45	15.65	24.50	19.04	19.04
净利润增长率(%)	-18.17%	72.38%	25.59%	229.63%	25.03%
净资产收益率(%)	10.30%	15.46%	14.47%	10.26%	8.92%
总股本(百万股)	195.93	195.93	313.49	625.49	705.49

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司是四川省内公路运输龙头:** 公司以省内长途客运、站务服务为主业, 以城市公交车经营、保险代理等为辅业, 省内市占率 10% 以上, 是四川省道路客运龙头企业。
- **公路客运增速缓慢, 区域性明显, 并购是快速壮大的必由之路, 成都长运将注入:** 公司通过并购从无到有、从小到大, 有深厚的外延增长文化和一套被反复证明行之有效的经营理念, 运营标准和管理流程来整合被收购企业以提升其运营效率和盈利水平。控股股东已基本完成对成都长运资产与业务的规范、整合, 成都长运有望年内注入公司, 完成后收入增长 140%, 盈利增长 60%, 在成都地区份额达 33% 以上, 未来三年公司规模有望再扩大 50%
- **拟定增收购华西证券与三台农信社股权发力金融板块:** 公司以 2.4 倍 PB 和 7.5 倍 PE 的合理对价拟收购华西证券 8.7% 和三台农信社 9.5% 的股权并按权益法计入损益发力金融板块, 增厚业绩 170%。
- **收购兆益科技, 拓展车上互联网生态圈:** 兆益科技主营车辆卫星定位终端和平台, 省内市场份额高, 15~17 年业绩承诺合计 6300 万。其产品通过小成本改装可实现 WIFI 功能, 公司和兆益车载终端覆盖的省内长途大巴超 3 万量, 年流量近 8 亿人次, 未来公司将借助兆益科技这一放大器, 坐拥海量流量。据测算每人次流量获取成本仅 0.1 元左右, 盈利想象空间巨大。
- **公司或将成为集团服务和新兴产业整合平台, 资本运作空间大:** 集团现有运业和富临精工两大上市平台, 我们推测集团的制造产业链将以精工为平台整合, 而服务业和新兴转型项目或将运业为平台整合, 集团目前拥有成熟的天然气产业, 正发起设立天府银行、科技城银行, 熊猫人寿等, 未来公司资本运作空间大, 看点多。

## 投资建议

- 通过外延并购和内部改善公司盈利快速增长, 估值安全边际高。车上互联网和集团优质资产盈利和资本运作空间十分广阔

## 估值

- 预计公司 15~17 年全面摊薄后 (考虑中报 10 转 6) 的 EPS 为 0.47 元、0.78 元和 0.86 元, 对应当前股价的 PE 为 24.5X、15X 和 13.5X

## 风险

- 公司转型与外延并购不达预期, 并购后项目盈利不达预期等。

吴彦丰 分析师 SAC 执业编号: S1130514080001  
(8621)60230251  
wuyanfeng@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司是区域公路客运龙头 .....	4
立足四川，主营公路客运 .....	4
通过并购从无到有、从小到大 .....	4
控制人持股比例较高，多地子公司形成网络 .....	5
公路客运区域性强，内生增长弱，并购是快速壮大必由之路 .....	5
公路客运区域性特征明显，增长缓慢 .....	5
并购实现扩张，公司化经营提升毛利率 .....	6
天时地利人和并购扩张整治黄金期，成都长运将注入 .....	10
积极转型新业务，布局充电网络、大金融和车上互联网 .....	11
布局充电网络降低车辆运营成本，远期对外提供充电服务 .....	11
拟定增收购华西证券与三台农信社股权发力金融板块 .....	11
收购兆益科技，拓展车上互联网生态圈 .....	13
公司或将成为集团服务和新兴产业资产整合平台 .....	15

## 图表目录

图表 1：公司营收增长较稳定（百万元） .....	4
图表 2：公司净利润总体增长较快（百万元） .....	4
图表 3：公司股权结构和主要子公司 .....	5
图表 4：全国公路客运量增长较缓慢 .....	6
图表 5：四川公路客运量增长较缓慢 .....	6
图表 6：不同客运方式的旅客发送量占比（2014） .....	6
图表 7：不同客运方式的旅客周转量占比（2014） .....	6
图表 8：并购是收入增长的重要动力 .....	7
图表 9：分地区收入构成（2014） .....	7
图表 10：分产品收入构成 .....	7
图表 11：分产品成本构成（2014，万元） .....	8
图表 12：分项目成本构成（2014，万元） .....	8
图表 13：主营业务毛利率（%） .....	9
图表 14：运输服务费与客运的收入成本（2014，万元） .....	9
图表 15：公司道路客运毛利率好于行业并阶段性触底 .....	10
图表 16：注入成都长运，公司营运车辆将大幅增长 .....	10
图表 17：成都长运发展势头良好（亿元） .....	11
图表 18：成都长运客运与货运收入稳步增长（亿元） .....	11
图表 19：三台农信社营业收入与净利润（亿元） .....	12
图表 20：华西证券营业收入（亿元） .....	12
图表 21：华西证券净利润（亿元） .....	12
图表 22：兆益科技承诺净利润（万元） .....	13

图表 23: 国内商业 WIFI 四种商业模式与三种运营商发展模式矩阵 .....	14
图表 24: 一路热点定位、经营模式和发展历程 .....	14
图表 25: 一路热点通过广告投放、频道合作以及应用合作向后收费 .....	14
图表 26: 集团有较多优质业务 .....	15

## 公司是区域公路客运龙头

### 立足四川，主营公路客运

- 公司以客运服务、站务服务为主业，以保险代理、城市公交车经营等为辅业。

资产规模、营业收入、客运站数量、客运车辆、线路资源以及客运量和旅客周转量等方面，公司在四川省道路运输行业位居领先地位。公司是专业从事公路运输的国家道路旅客运输一级企业、中国道路运输百强企业。

截至 2014 年底，公司营运车辆共计 4185 台，其中班线客车 3030 台、出租车 1069 台、公交车 86 台；客运站 23 个；客运线路 807 条；营运客车日发班为 9393 班；客运量 4966 万人次。考虑并购成都长运后，公司约占 10% 的川内客运市场份额。

### 通过并购从无到有、从小到大

- 积极通过并购做大做强

四川富临实业集团有限公司（母公司）2001 年收购重组了原绵阳市第二汽车运输总公司，捷达汽车，涪华运业，于 2002 年组建了富临运业。富临运业先后收购了江油市通运公司、江油市长途汽车公司、江油市亨通公司、四川射洪交通运业有限公司、蓬溪县汽车运输公司、成都联运实业股份有限公司，于 2010 年在深交所上市。

上市后，公司又陆续收购了遂宁开元运业集团有限公司、成都荷花池车站、眉山四通公司等公路客运相关资产。2014 年，公司完成整合成都长运的运输类资产。

- 营业收入保持稳定增长，净利润增长有所波动，总体上增长较快。2013 年净利润较低，主要是因为商誉减值损失比 2012 年多约 1900 万元。

图表 1：公司营收增长较稳定（百万元）



来源：国金证券研究所

图表 2：公司净利润总体增长较快（百万元）

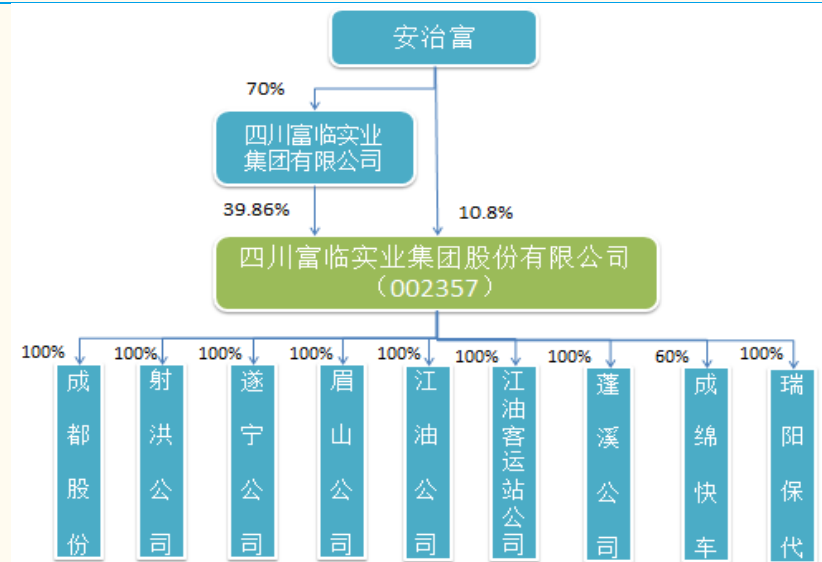


来源：国金证券研究所

### 控制人持股比例较高，多地子公司形成网络

公司实际控制人为安治富先生，通过直接和间接持股，共控制公司 50.66% 的股份，持股比例较高，股权结构简单。通过不断并购形成了各地的子公司，积极实施管理整合和业务整合，形成网络效应，有效的提升了市场竞争力。

图表 3：公司股权结构和主要子公司



来源：国金证券研究所

### 公路客运区域性强，内生增长弱，并购是快速壮大必由之路

#### 公路客运区域性特征明显，增长缓慢

- 公路客运行业需求总量很大，具有运输方式灵活、站点覆盖广泛等优势，但增速较缓慢。

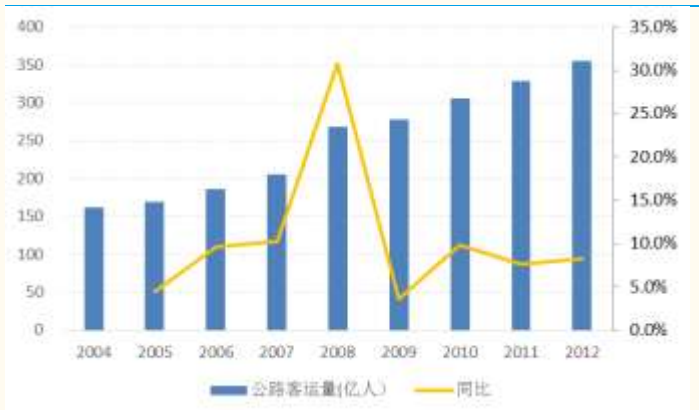
随着公路建设高潮的消退，公路网络的基本完善，公路客运行业的内生增长动力趋弱。从公路客运量来看，近 10 年大多数年份中，全国和四川的公路客运量增速在 10% 左右，增速较缓慢。

近两年全国公路客运量与旅客周转量的增速偏低，呈下滑趋势。2014 年全国营业性客运车辆完成公路客运量 190.82 亿人、旅客周转量 12084.10 亿人公里，比上年分别增长 3.0% 和 7.4%。2013 年全国公路客运量与旅客周转量的同比增速是 4.2% 和 1.0%。

受其他运输方式冲击较大，并有季节波动。随着高铁和城际铁路的兴建，私家车数量增多，城市公交系统更加完善，公路客运行业受到冲击较明显。而且，公路客运有明显的季节波动，在春运期间，客流饱满，分担航空与铁路的运输压力，但在淡季，长途线路比较清淡。

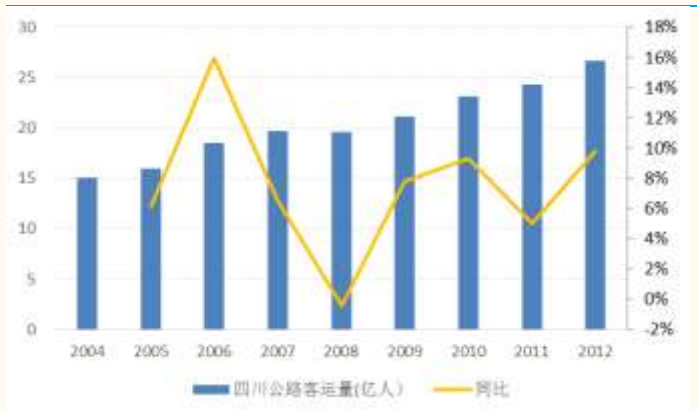


图表 4：全国公路客运量增长较缓慢



来源：国金证券研究所

图表 5：四川公路客运量增长较缓慢

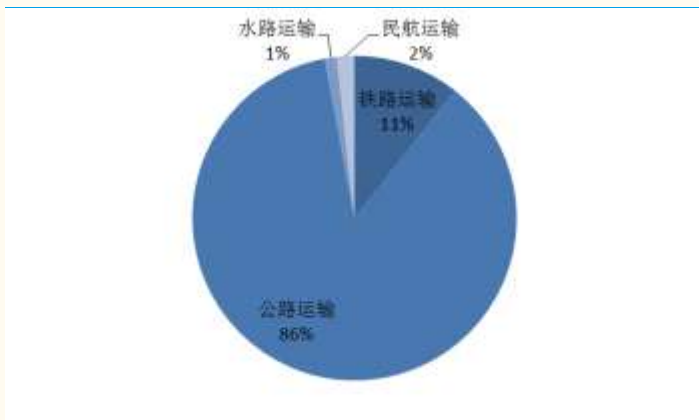


来源：国金证券研究所

- 公路客运区域性很明显。2014 年，全国公路运输的平均运距是 63 公里。

从旅客发送量来看，公路运输占据 86% 的绝对优势。但是从旅客周转量来看，公路运输占比不到一半。也说明了公路客运的优势在于短途客运，民航与铁路在长途客运上优势非常明显。

图表 6：不同客运方式的旅客发送量占比（2014）



来源：国金证券研究所

图表 7：不同客运方式的旅客周转量占比（2014）



来源：国金证券研究所

### 并购实现扩张，公司化经营提升毛利率

- 正由于公路客运行业增速较缓慢，区域性明显，因此并购是在业内做大做强的有效途径。公司有深厚的并购文化，而上市之后，并购也是收入增长的主要动力。

将公司收入按区域分拆，观察每年区域收入变化，可以看出，收入的大幅增长，一般都伴有并购，其它时间则增长缓慢。

图表 8：并购是收入增长的重要动力



来源：国金证券研究所

从地区收入构成来看，公司收入主要来源成都，绵阳，遂宁和眉山，并且地区占比比较均衡。说明公路客运的区域性特征，单个区域市场容量有限，达到一定份额与竞争对手形成均衡后，跨地区并购是扩张的有效途径。

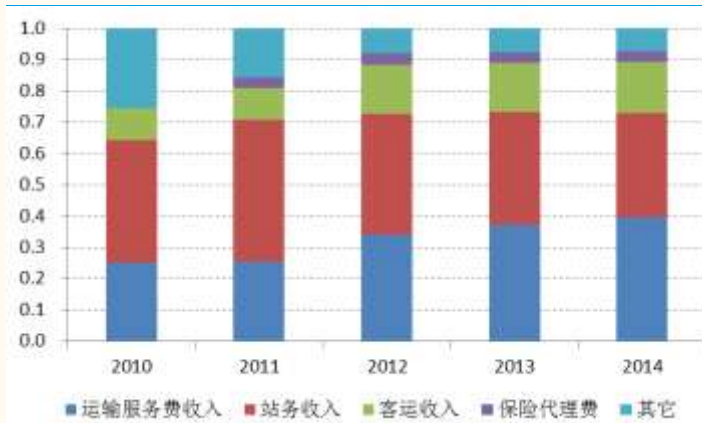
从产品收入构成来看，公司运输服务费收入比例一直在扩大，站务收入比例减小。主要因为公司一直加大公司化经营的比例。

图表 9：分地区收入构成 (2014)



来源：国金证券研究所

图表 10：分产品收入构成



来源：国金证券研究所

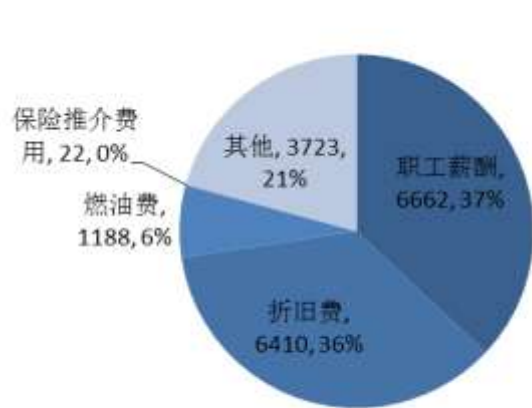
成本方面，分产品看，运输服务费成本、客运成本、站务成本占比较接近。分项目来看，主要是职工薪酬与车辆折旧费。可以看出公路客运行业是人力与固定资产较密集的行业。

图表 11：分产品成本构成（2014，万元）



来源：国金证券研究所

图表 12：分项目成本构成（2014，万元）



来源：国金证券研究所

#### ■ 客运代理费是客运站主要收入来源

主要是公司利用面向具有道路运输经营权的企业，为其所属营运车辆提供各类站务服务，并根据物价主管部门的核定，收取相关服务费用，实现营业收入。

客运站的主要服务项目是客运代理服务，为承运者代办客源组织、售票、检票、发车、运费结算等业务，并收取客运代理费。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。客运代理费是站务收入的主要来源，相关的营业成本主要是职工薪酬和折旧费。

#### ■ 道路客运主要有全资公司化经营、全资目标责任考核和公司化经营三种经营模式

汽车客运业务是指公司持有线路经营权，为广大旅客提供人员及随身行李的汽车运输服务，并收取相应费用的经营活动。

**（1）全资公司化经营（报表客运收入分项）：**公司单独购置车辆独立开展营运的模式。

公司持有线路经营权，直接购置车辆并聘用司乘人员，在相关线路开展道路旅客运输经营。公司每月月末根据结算单确认的金额，扣除应支付给车站的站务费、客运代理费等，余额全部确认为客运收入。

此模式下，公司客运收入与票价、旅客客运量正相关，需支付员工薪酬，燃油，车辆折旧费等成本，单车毛利较低，波动也比较大。主要用于效益好，客源稳定，收入可控的线路（如高速线路），在公司业务量和收入中占比很小。

**（2）公司化经营（报表运输服务费收入分项）：**公司与合作经营者按照“公司化经营管理”的模式合作开展道路旅客运输，这是公司目前最主要的经营模式，收入和业务量占比最高。

公司与合作经营方签订《道路旅客运输合作协议》，由公司与合作经营方共同出资购置营运车辆，或由公司（或合作经营方）单独购置车辆。公司统一负责营运线路经营权的取得和调配以及客运车辆的营运、调度，统一负责车辆登记，统一负责司乘人员的培训、考核、安全监督管理，统一负责营运车辆的安全生产管理并负责处理交通安全事故，统一负责缴纳车辆保险（即“五统一”）。公司按照协议约定收取运输服务费。

此模式下，公司将运输服务费确认为收入，比较稳定。需支付车辆折旧费和人工等相对固定成本，因此单车毛利较高。



**(3) 全资目标责任考核经营模式：**是 15 年开始对公司化经营管理模式的优化。线路经营权及车辆产权均为公司所有，有利于加强管理。

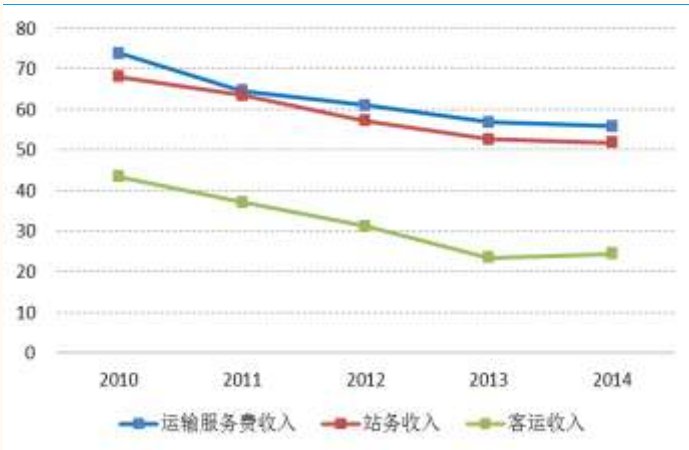
由公司购置营运车辆，将公司拥有线路经营权的车辆通过招标的方式，确定全资目标责任被考核人，并由其在指定的线路开展道路客运业务，同时完成考核目标的一种经营模式。

客运收入的确认方法与类自营模式相同，成本也与其基本相似，区别在于若被考核人完成考核目标，目标责任考核车辆的客运收入扣除考核目标后，燃油等费用可报销，剩余部分会予以返还。该模式主要用于暂不能实行全资公司化经营的线路和旅游线路，通过经营绩效考核和招标等手段保证了线路的盈利能力，同时又兼顾了省政府“三化、一分离、三结合”（即运输企业产权多元化、经营主体化、管理公司化，司乘人员个人收入与单车经营状况相分离，安全工作与企业生存发展相结合、安全风险与管理者利益相结合、安全风险与司乘人员收入、饭碗相结合）对安全和高标准的要求。

#### ■ 公司化经营毛利率高且稳定，是公司客运主要经营模式

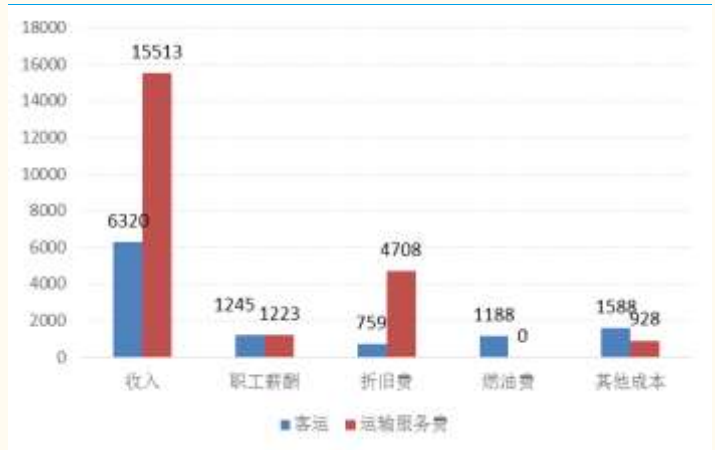
由于无须列支燃油和大额薪酬，运输服务费收入（承包模式）的毛利率在 50% 以上，远高于客运收入（自营模式）25% 左右的毛利率，承包模式最大限度地调动了司机等合作方的积极性，该模式最大程度避免了燃油和人工薪酬刚性上升对盈利的冲击，因而毛利率相对稳定。目前公司 80% 以上的业务量采用公司化经营模式运作。

图表 13：主营业务毛利率（%）



来源：国金证券研究所

图表 14：运输服务费与客运的收入成本（2014，万元）



来源：国金证券研究所

#### ■ 公司盈利能力强于同行，客运毛利率阶段性触底

10 年以后随着高铁等竞争运输方式的集中开通，油价和人工成本的持续上涨，公路客运行业盈利能力持续走弱，多家上市公司的客运毛利率呈下滑趋势。公司管理体系成熟，成本管控能力强效率高，因而毛利率持续高于行业水平。但随着人力成本攀升，成灌快铁、成渝动车、达成铁路的建成通车客运业务毛利率也有所下滑。好消息是随着油价下跌，高铁通车高峰过去以及员工薪酬增长放缓，公司毛利率已经阶段性触底

图表 15：公司道路客运毛利率好于行业并阶段性触底



来源：国金证券研究所。注：宜昌交运取的是旅游运输道路客运的毛利率。

### 天时地利人和并购扩张整治黄金期，成都长运将注入

- 由于历史原因，陆路运输企业多实行全员持股（相当于集体所有制），目前正面临新老骨干青黄不接，股权高度分散导致决策效率低下等内部问题和人工油价高企，高铁冲击等外部问题内外夹击，盈利能力不断走弱，将股权出售给富临这样的专业经营者或是二代股东的最佳出路。

公司主业主要通过外延并购和提升被并购企业效率的方式来增厚业绩。在外延并购上优先并购线路资源好，有行业影响力，历史包袱轻的企业。

- 成都长运注入，将助公司巩固区域龙头地位。

目前，控股股东富临集团基本完成对成都长运资产与业务的规范、整合，在客运资源、管理资源等多方面与公司相互配合，协同效应明显。按照控股股东的承诺，成都长运的运输类资产及业务有望今年注入公司。若成都长运顺利注入，公司在四川市场份额将达到 10% 以上，在成都市场份额将达到 33% 以上。四川公路客运量为 18 亿人次，公司客运量将达到 1.2 亿（包括长运），营运车辆将达到 6800 辆车（包括长运），而全省总量不到 7 万辆。按照公司发展情况，估计 3 年时间车辆规模有望增长到 1 万台左右。

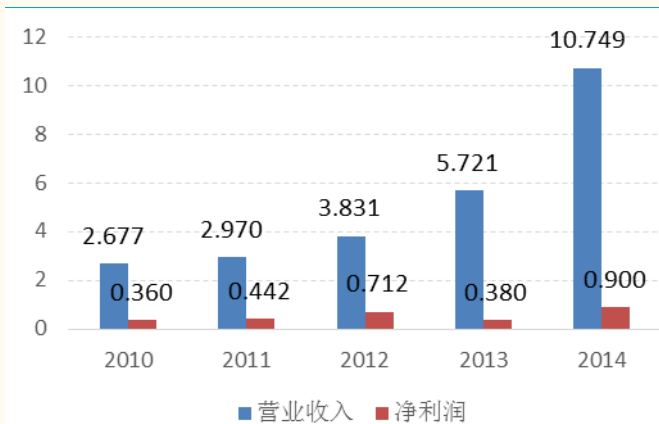
图表 16：注入成都长运，公司营运车辆将大幅增长



来源：国金证券研究所。注：2015 中算上了成都长运的车辆。

成都长运预计估值 15 亿。并购后，集团与公司通过改善成都长运的管理来提升盈利，预计 16 年成都长运能实现盈利 7000 万以上。成都长运成功注入将强化公司在四川地区的行业龙头地位。

图表 17：成都长运发展势头良好（亿元）



来源：国金证券研究所。注：2014 年收入统计口径与之前的有差异，2012 年净利润中包含土地拆迁补偿的非经常性损益，2014 年净利润中包含处置车辆等非经常性损益。

图表 18：成都长运客运与货运收入稳步增长（亿元）



来源：国金证券研究所。注：2012 年客运运输收入的数据缺失。

## 积极转型新业务，布局充电网络、大金融和车上互联网

### 布局充电网络降低车辆运营成本，远期对外提供充电服务

- 公司使用自有资金 5400 万元参与设立四川富临兴华充电网络有限公司，持股 54%。其他合作方为成都兴能新材料有限公司（依托中科院成都有机化学所，形成了从矿山资源开采、锂矿资源到电池级锂盐、锂电池正负极材料及锂电池产品完整的锂电池产业链）、深圳市华驰实业有限公司、四川泰坦豪特新能源汽车有限公司等。合资公司主要负责开展电动汽车充电网络的建设、运营等业务。

设立合资公司，开展电动汽车充电网络建设既是与主业协同，也是公司切入新能源产业领域的探索，将有利于优化公司的产业构成，培育新的利润增长极。

- 公司计划在三年内将 1800 辆车辆替换为新能源车，预计运营成本下降 30%，而合资公司的充电网络可以形成协同效应。按照国家和省两级补贴，新能源车的购置成本不会高于燃油汽车，据测试，在一定运距和路况条件的线路上新能源车的运营成本比燃油车降低 30%，且充电对运营效率影响有限。

按每车每年 10 万公里，60 座客车百公里油耗在 25 升左右，每升 93 号汽油 6.4 元计算，一年一台车油耗成本 16 万元，每车每年节省 4.8 万，1800 辆车共节省 8600 万，考虑到新能源车需充电有一定运营效率损失，实际节省幅度在 5000 万左右，即年均增厚盈利 1700 万。

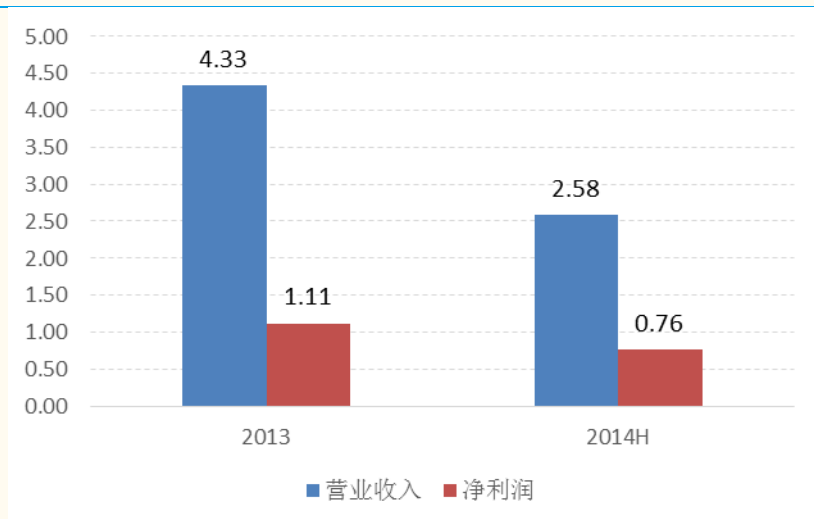
### 拟定增收购华西证券与三台农信社股权发力金融板块

- 9900 万元认购三台农信社 9.5% 股权。公司认购价对应 2014 年 PE 约为 7.5 倍，比较合理。

2014 年 12 月公司公告，拟使用自有资金约 9900 万元，参与三台县农村信用合作联社（以下简称“三台农信社”）增资募股，作价每股 5.78 元，占三台农信社本次增资募股完成后总股本的 9.5%。

三台农信社目前拥有营业网点 104 个，在全省同行中位于第 10 位，绵阳市第 2 位，三台县第 1 位，2014 年上半年净利润为 7600 万元，全年净利润 1.4 亿元，增长稳健。

图表 19：三台农信社营业收入与净利润（亿元）



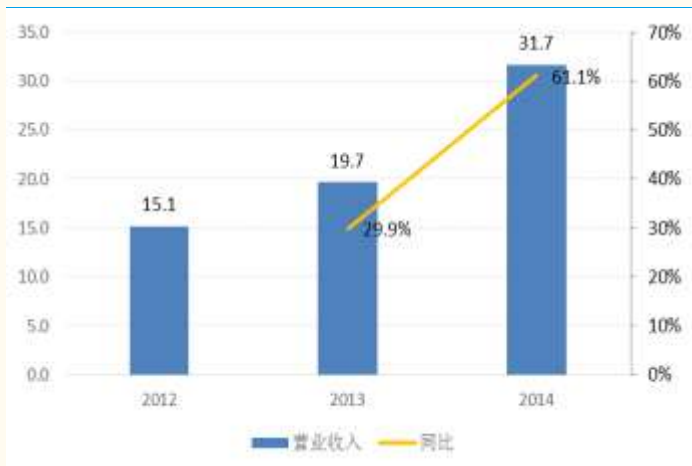
来源：国金证券研究所

- 定增 18 亿收购都江堰蜀电投资，间接持有华西证券 8.67% 股权。对价为 2.4 倍 PB（相对 2014 年），18.9 倍 PE（相对 2014 年），价格合理。
- 金融板块的形成，为公司带来新的利润增长点，并具有战略价值。

2013 年，华西证券总资产、净资产、营业收入和净利润等主要经营指标均排名行业前三十位。目前券商上市公司股价经过长时间盘整，行业 PB 均值为 3.8 倍，15PE 均值为 21 倍。以 PB 估值，华西证券若顺利上市，市值将达到 300 亿左右。

华西证券即将 IPO，已递交招股说明书申报稿。投资的增值效应将非常可观，未来可以变现支撑公司转型发展，通过定增公司也将快速做大股本规模。

图表 20：华西证券营业收入（亿元）



来源：国金证券研究所

图表 21：华西证券净利润（亿元）



来源：国金证券研究所

### 收购兆益科技，拓展车上互联网生态圈

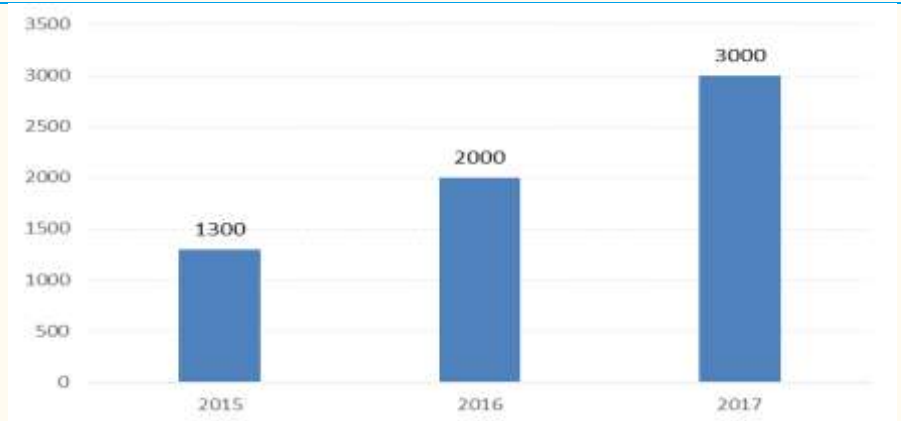
- 公司使用自有资金约 9400 万元，收购兆益科技股权及增资扩股，公司持有其 51.2% 股权。交易对方承诺，兆益科技在 2015 年、2016 年和 2017 年实现的净利润不低于 1300 万元、2000 万元和 3000 万元。
- 兆益科技主营车辆联网服务，技术实力突出。

兆益科技的主营业务为 GPS 与北斗系统应用产品研发、生产、销售及运营；具有 GPS 车辆监控系统软件的开发，以及具备目前广泛应用于车载终端等硬件产品的设计和提供能力。

2012 年，兆益科技通过了交通运输部技术审查和公示，成为第 3 批符合道路运输车辆卫星定位系统标准的系统平台之一。

2013 年，兆益科技荣获“中国卫星导航与位置服务十佳运营商”。

图表 22：兆益科技承诺净利润（万元）



来源：国金证券研究所

- 公司意在打造智能交通服务平台，并为车上 WIFI 扩张做铺垫。国内 WIFI 的商业应用模式已比较成熟，一路热点等公交 WIFI 模式值得借鉴。

公司将利用自身行业优势和资源优势，借助兆益科技 GPS 车辆安全监控等技术平台，打造车上 WIFI 生态圈，并通过向后收费等途径实现流量变现，想象空间巨大。

随着智能手机用户规模爆发，达到 10 亿多台，为 O2O 的快速发展奠定了基础。2014 年第四季度，已有超过一半移动终端用户用 WIFI 上网，移动终端，是移动互联网最底层入口，是 O2O 与物联网的重要节点。因此，国内商用 WIFI 商业模式也从早期的硬件售卖和登陆页广告投放向现在的 O2O 增值流量分成、应用合作及基于大数据应用的商户品牌和客户管理拓展转变。



图表 23：国内商业 WIFI 四种商业模式与三种运营商发展模式矩阵

企业发展模式	商业模式			
	硬件售卖	广告	O2O	大数据
流量价值型	硬件免费，赠送给商家，而不作为收入的组成部分；	企业的重点业务，针对特定人群投放广告，将流量转化为广告收入；	未来发展方向之一，流量价值遇到一旦遇到天花板，O2O业务可进一步拓展空间；	积累大数据为广告投放提供参考，也为客户提供更多服务；
商家服务型	把硬件收入作为收入来源之一，未来硬件收入占比会逐渐减少；	广告不作为重点业务，而是作为附加价值，将有限的广告做到精准；	重点发展业务，以自身WIFI网络为平台，为客户提供基于无线网络的增值服务，拓展商机；	整合用户数据，为客户提供更全面的增值服务，成为其经营的重要支撑；
业务拓展型	硬件收费，但并不作为主要收入来源，公司有其主营业务；	广告不作为重点业务，主要作为自身业务的推广渠道；	基于自身业务O2O业务发展，利用线下客流资源推广自身线上业务，实现线上线下互动；	为自身业务提供更多数据参考，同时为客户提供一定服务。

来源：国金证券研究所

从细分市场选择和运营模式来看，公路客运 WIFI 可能与一路热点的商业模式较为接近。一路热点公司专注于公交 WiFi 项目，和各地公交公司签署合作协议，获取当地公交车 WiFi 项目的全部运营权，自费安装硬件设备，同时向运营商购买数据流量，通过车载 WiFi 硬件免费提供给乘客使用。而乘客在使用过程中，需要下载其 App 客户端 16WiFi，经过注册后方可接入网络。每位乘客有 600M 免费流量可以使用，一旦超过此限制，则需要完成规定任务，比如浏览推荐新闻、下载应用等，以换取额外流量。

前端上网免费，后端流量变现收费的模式比较可行。例如 16WiFi 应用除可以一键联网外，其功能相当于一个手机浏览器，集成了资讯、小说、游戏、应用以及导航页面。一路热点公司则利用应用内的流量来进行广告投放、频道合作以及应用合作，以获取后向运营的收入。

图表 24：一路热点定位、经营模式和发展历程



来源：国金证券研究所

图表 25：一路热点通过广告投放、频道合作以及应用合作向后台收费



来源：国金证券研究所

## ■ 车上 WIFI 空间广阔，借助兆益科技平台终端坐拥 8 亿流量

(1) 未来三年公司有望实现年运量 1 亿人次，目前样本调研显示上网转化率超过 50%即有效流量在 5000 万人次以上，一台车 1400 元每年的固定成

本（使用五年）加 1000 元一年的网络流量费即可保证人均近 2M 的带宽，实际每个用户流量获取成本仅 0.1 元左右。

（2）只要花很小的成本即可将 WIFI 模组和移动硬盘集成在兆益科技的车载终端上实现车上互联。目前公司和兆益科技终端覆盖的省内长途大巴超过 3 万量，年流量近 8 亿人次，未来公司将借助兆益科技终端和平台这一放大器，坐拥海量流量。

（3）车上 WIFI 有很大需求和现实可行性，难点在于打造运营团队来将流量变现，推进过程和结果有一定不确定性。

## 公司或将成为集团服务和新兴产业整合平台，资本运作空间大

- 集团原有运输业务、工业业务、服务业务与房地产业务等，近年来积极进军金融、能源、城市公用事业等新产业领域。目前上市的主要是工业业务（富临精工 300432）与运输业务（富临运业 002357）部分。金融与投资业务有很多优质资产，未来有望注入上市公司，华西证券的定增注入是良好的开端。

### （1）金融资产

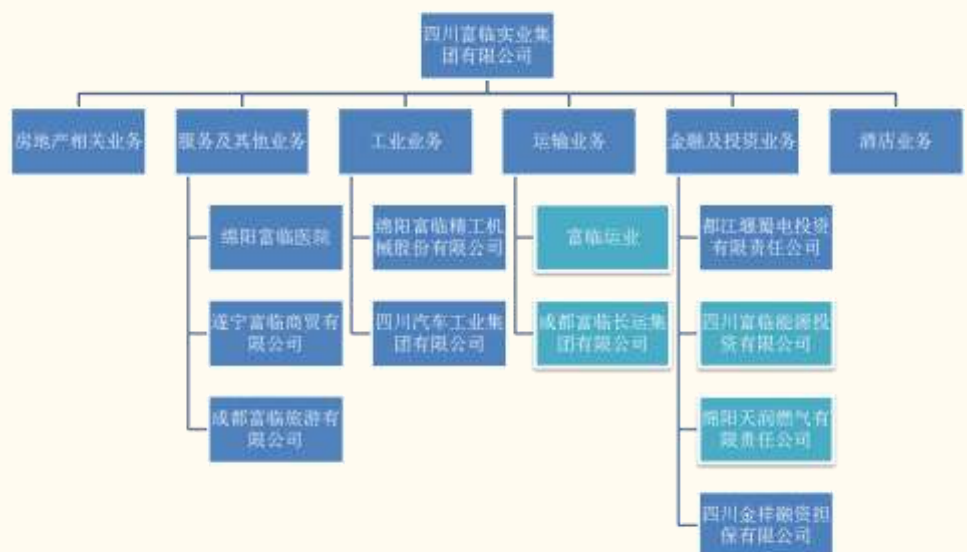
富临集团作为华西证券、绵阳市商业银行大股东，正积极发起设立天府银行、科技城银行，参与熊猫人寿保险公司筹建。

金融资产还有都江堰蜀电投资和四川金祥融资担保，前者主要资产是华西证券 8.67% 的股权，已拟定以定增方式注入上市公司。

### （2）天然气资产

集团成功入股绵阳天润燃气和绵州通公司，成功控股广厦利民天然气公司，逐步进入城市公用事业。2014 年，集团成立了富临能源投资公司，并成功收购了攀枝花正大燃气公司，开启了能源产业发展的新篇章。

图表 26：集团有较多优质业务



来源：国金证券研究所

- 目前集团有两家上市公司，根据业务类型，我们推测集团的制造产业链将以富临精工为平台整合，而集团现有的服务业和新兴转型项目或将以富临运业为平台整合。未来公司资本运作空间大，看点多。

### 估值与投资建议

- 假设长运以现价全部股权融资注入，华西证券股权定增注入，考虑兆益科技盈利承诺后预计公司 15~17 年归母净利润为 1.48 亿、4.87 亿和 6.09 亿，全面摊薄后（考虑中报 10 转 6）的 EPS 为 0.47 元、0.78 元和 0.86 元，对应当前股价的 PE 为 24.5X、15X 和 13.5X。通过外延并购和内部改善公司盈利快速增长，估值安全边际高。车上互联网和集团优质资产盈利和资本运作空间十分广阔，我们认为股价向下有估值支撑，向上有充分的业绩及估值弹性。

,

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>326</b>	<b>372</b>	<b>391</b>	<b>652</b>	<b>1,452</b>	<b>2,178</b>
增长率		14.3%	5.1%	66.7%	122.6%	50.0%
主营业务成本	-138	-172	-183	-408	-949	-1,456
%销售收入	42.3%	46.1%	46.7%	62.6%	65.4%	66.8%
<b>毛利</b>	<b>188</b>	<b>201</b>	<b>208</b>	<b>244</b>	<b>503</b>	<b>722</b>
%销售收入	57.7%	53.9%	53.3%	37.4%	34.6%	33.2%
营业税金及附加	-16	-14	-10	-20	-48	-76
%销售收入	5.1%	3.9%	2.6%	3.0%	3.3%	3.5%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-75	-89	-85	-88	-118	-174
%销售收入	22.9%	24.0%	21.8%	13.5%	8.2%	8.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>113</b>	<b>136</b>	<b>337</b>	<b>472</b>
%销售收入	29.8%	26.1%	29.0%	20.9%	23.2%	21.7%
财务费用	7	5	2	6	11	9
%销售收入	-2.2%	-1.3%	-0.6%	-1.0%	-0.8%	-0.4%
资产减值损失	-7	-26	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	12	32	240	260
%税前利润	2.8%	3.6%	8.6%	17.2%	40.1%	34.6%
<b>营业利润</b>	<b>100</b>	<b>79</b>	<b>129</b>	<b>174</b>	<b>588</b>	<b>740</b>
营业利润率	30.8%	21.3%	32.9%	26.7%	40.5%	34.0%
营业外收支	6	17	16	10	11	12
<b>税前利润</b>	<b>106</b>	<b>97</b>	<b>144</b>	<b>184</b>	<b>599</b>	<b>752</b>
利润率	32.6%	26.0%	36.9%	28.2%	41.2%	34.5%
所得税	-21	-27	-24	-33	-108	-139
所得税率	20.2%	28.1%	16.4%	18.0%	18.0%	18.5%
净利润	85	70	121	151	491	613
少数股东损益	1	1	3	3	3	4
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>83</b>	<b>68</b>	<b>118</b>	<b>148</b>	<b>487</b>	<b>609</b>
净利率	25.6%	18.4%	30.1%	22.7%	33.6%	28.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>85</b>	<b>70</b>	<b>121</b>	<b>151</b>	<b>491</b>	<b>613</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	54	96	78	47	116	213
非经营收益	-3	-1	-15	-43	-250	-271
营运资金变动	73	43	9	-83	-188	-603
<b>经营活动现金净流</b>	<b>208</b>	<b>208</b>	<b>192</b>	<b>73</b>	<b>169</b>	<b>-49</b>
资本开支	-146	-95	-114	-98	-1,509	-948
投资	36	-177	-104	-1	-1,801	-1
其他	-66	1	20	32	240	260
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-176</b>	<b>-271</b>	<b>-198</b>	<b>-68</b>	<b>-3,070</b>	<b>-689</b>
股权募资	4	0	0	118	3,240	1,472
债权募资	-20	0	0	0	0	0
其他	-35	-42	-22	-5	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-50</b>	<b>-42</b>	<b>-22</b>	<b>113</b>	<b>3,240</b>	<b>1,472</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-18</b>	<b>-105</b>	<b>-28</b>	<b>118</b>	<b>339</b>	<b>734</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	367	262	257	375	714	1,448
应收款项	16	22	18	29	76	131
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	26	166	164	262	540	1,261
<b>流动资产</b>	<b>409</b>	<b>450</b>	<b>439</b>	<b>666</b>	<b>1,330</b>	<b>2,841</b>
%总资产	39.9%	41.4%	36.2%	44.3%	24.8%	37.2%
长期投资	35	44	143	144	1,945	1,946
固定资产	364	379	428	495	1,012	1,653
%总资产	35.6%	34.8%	35.2%	32.9%	18.8%	21.7%
无形资产	211	214	204	198	1,085	1,191
非流动资产	616	637	776	837	4,042	4,790
%总资产	60.1%	58.6%	63.8%	55.7%	75.2%	62.8%
<b>资产总计</b>	<b>1,024</b>	<b>1,087</b>	<b>1,215</b>	<b>1,503</b>	<b>5,371</b>	<b>7,631</b>
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	323	360	375	381	450	559
其他流动负债	37	35	37	57	124	189
流动负债	360	395	412	438	574	748
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	13	11	12	13
<b>负债</b>	<b>361</b>	<b>396</b>	<b>425</b>	<b>449</b>	<b>586</b>	<b>761</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>634</b>	<b>663</b>	<b>761</b>	<b>1,022</b>	<b>4,750</b>	<b>6,831</b>
少数股东权益	29	28	29	32	35	39
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,024</b>	<b>1,087</b>	<b>1,215</b>	<b>1,503</b>	<b>5,371</b>	<b>7,631</b>

**比率分析**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.426	0.349	0.601	0.472	0.779	0.864
每股净资产	3.234	3.384	3.886	3.261	7.594	9.683
每股经营现金净流	1.064	1.060	0.979	0.232	0.270	-0.069
每股股利	0.200	0.100	0.120	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	13.17%	10.30%	15.46%	14.47%	10.26%	8.92%
总资产收益率	8.15%	6.28%	9.69%	9.84%	9.08%	7.99%
投入资本收益率	11.67%	10.09%	11.80%	10.48%	5.76%	5.59%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	41.10%	14.26%	5.12%	66.67%	122.63%	49.99%
EBIT 增长率	5.23%	0.02%	16.77%	20.09%	147.32%	40.10%
净利润增长率	-5.90%	-18.17%	72.38%	25.59%	229.63%	25.03%
总资产增长率	19.54%	6.15%	11.77%	23.73%	257.27%	42.07%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	3.3	3.8	4.2	4.3	5.0	8.0
存货周转天数	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	1.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
固定资产周转天数	407.3	366.8	360.7	247.9	216.3	234.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-55.29%	-37.89%	-32.55%	-35.58%	-14.93%	-21.08%
EBIT 利息保障倍数	-13.5	-19.7	-51.4	-21.5	-30.9	-54.5
资产负债率	35.26%	36.44%	34.97%	29.89%	10.91%	9.97%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD