

评级：买入 维持评级

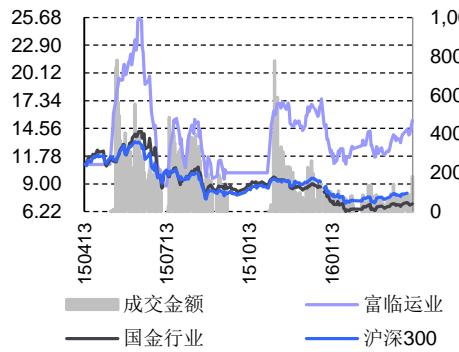
公司点评

市场价格（人民币）：15.38元
 目标价格（人民币）：18.00-18.50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)	313.25
总市值(百万元)	4,821.46
年内股价最高最低(元)	25.69/8.79
沪深 300 指数	3264.49
深证成指	10640.27
人民币(元)	成交金额(百万元)

**公司基本情况(人民币)**

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.349	0.601	0.574	1.196	1.380
每股净资产(元)	3.38	3.89	3.36	6.32	7.18
每股经营性现金流(元)	1.06	0.98	2.00	0.74	1.35
市盈率(倍)	29.26	20.20	26.80	12.85	11.15
行业优化市盈率(倍)	10.45	15.65	16.91	12.96	12.96
净利润增长率(%)	-18.17%	72.38%	52.78%	108.49%	15.30%
净资产收益率(%)	10.30%	15.46%	17.07%	11.73%	11.92%
总股本(百万股)	195.93	195.93	313.49	313.49	313.49

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩点评：

- 2015 年公司实现营收 12.95 亿元，同比增加 226%。归属母公司净利润 1.8 亿元，同比增加 51.6%。（与重述前数字相比）

简报：

- **2015 年净利润达到 1.79 亿，营业收入大幅增长：**2015 年净利润增长主要是来自 1.成都长运 10 月末并表，贡献利润 1500 万；2.兆益科技贡献利润 1300 万；3.公司化改革提升原客运业务效率，致使在客运行业低迷的情况下稳固收益。营业收入的大幅度增长主要是由于本期会计上更改营业收入确认方式。主要原因：1.更符合中国会计准则的收入确认要求，2.公司为了与其他公司保持可比性，更改收入确认方式。

- **间接持股华西证券，绵阳商业银行为未来盈利增长护航：**通过收购成都蜀电投资，公司间接持有华西证券 8.67% 股权。预计 2015 年全年华西证券净利润达 25 亿。华西证券预计最晚于 2017 年 IPO 成功，上市之后可为公司所持股权将会享受流动性溢价，提高公司投资回报率。收购绵阳商业银行后，每年预计为公司贡献净利润 3000 万元。

- **进入新能源产业，打通新能源汽车全产业链：**公司设立四川富临兴华充电网络有限公司意在打造充电桩网络。公司已在西昌，绵阳的地区设立汽车租赁公司，提供新能源汽车租赁及充电服务。其次公司已购进 300 台新能源客车在客运线上进行试点测验，试验结果显示新能源电动车的运营成本较燃油车下降 30%。

- **公司重点三方向寻找盈利突破口：**1.对于传统客运业务，公司通过兼并收购，优化经营管理模式，从内部提高企业经营效率，从外部实现规模扩张寻求协同效应 2.打造新能源汽车的版图，从新能源汽车租赁，到客运线路上的新能源汽车的运营，公司试图通过该领域寻求新盈利增长点 3. 公司现拟打造线上订车平台，结合兆益科技车上 wifi 生态圈计划，打造智慧交通平台。

盈利调整

- 我们保守估计公司 2016/2017 公司实现净利润 3.75 /4.32 亿的盈利预测，净利润同比增加 108%/15%。

投资建议

- 通过内部管理优化和外部延伸为公司增长开发新增长点，估值安全边际高。车上互联网和新能源电动汽车发展空间较大。给予目标价 18 元

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
 (8610)66216815
 subaoliang@gjzq.com.cn

1. 经营模式优化助公司在逆境中实现盈利增长，并购依然是未来主业发展方向

- 公司日前发布业绩预告，2015年营业收入达12.95亿元，利润总额1.8亿元。其中成都长运于2015年10月末并表，成都长运2015年预计净利润8000万左右，并入公司2个月利润约1500万。其次公司本期收购兆益科技也贡献利润约1300万元。公司并表前利润达到1.47亿左右，同比增长25%。虽然本期公司客运量同比下降约有20%，公司分线路、有区分地推进营运车辆公司化改造工作，深入挖掘单车经营潜力，提高了经营效率，致使在客运行业低迷的情况下稳固收益。
- 公司营业收入也较上期有大幅提升，主要原因是公司将汽车客运业务中的“公司化经营管理模式”优化为“目标责任考核经营模式”，影响经营模式的收入成本确认方式。新的收入确认方式与类自营模式相同，公司将全部票款确认为客运收入。同时相应的折旧，人工，燃料等费用计入成本。收入成本同时增加，对营业利润并无实质影响。这次改变主要原因是1.更符合中国会计准则的收入确认要求，2.同行业的其他公司也按照该收入模式确认，公司为了与其他公司保持可比性，更改收入确认方式。其次新并表的成都长运为了与公司维持一致，也将收入确认方式改为“目标责任考核经营模式”的确认方式。收购前公司营业收入预计由于收入确认方式的改变增加到6亿。剩余7亿为成都长运改变收入确认方式后11-12月的营业收入。
- 在整体客运市场下滑的环境下，公司积极采取优化管理的手段保证公司的业绩稳定。同时加强同业公司的兼并收购，打造四川客运市场龙头企业。

2. 公司有意推出线上移动订车APP，打造智慧交通平台

- 公司受订车软件发展的冲击，客运量不断下降。订车软件主要优势在于线上订票，及点对点服务。为应对日益崛起的线上订车软件，公司计划于今年与行业内其他客运公司联合推出线上订车平台，会先选取一条线路进行试点，根据试行结果在另行讨论开发方式及推广模式。
- 公司本期已成功并购兆益科技，并因此实现利润增长1300万。同时公司与兆益科技协同作用，可打造车上WIFI生态圈。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可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，盈利想象空间大。

3. 间接持股华西证券，绵阳商业银行为公司未来盈利提供保障

- 公司预计今年6月完成对成都蜀电投资的收购，公开发行股票数量不超过1.92亿股，非公开发行股票定价9.38元/股。通过是购成都蜀电投资，公司间接持有华西证券8.67%股权。2015年股市大好，华西证券到6月份净利润达到18.4亿，预计2015年全年净利润达25亿。2016年预计净利润13亿左右。华西证券预计最晚于2017年IPO成功，已递交首发申请材料。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。
- 公司2015年12月审议通过，拟使用自有资金3.36亿元，以每股6.25元的价格收购控股股东富临集团持有的绵阳商业银行5380万股股权，占绵阳商行总股本8.65%业绩预测。绵阳商业银行成立于2000年9月，目前有57个营业网点覆盖绵阳市所有县区及广元市部分县区。假设2015年绵阳商业银行贡献利润，按公司占股本比例，2015年绵阳商业银行可贡献净利润约3000万元。

4. 入住新能源汽车行业，未来盈利值得期待

- 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%。公司拟建立该合资公司以开展电动汽车充电网络建设及运营等业务。建设充电网络不仅是公司切入新能源产业领域的重要一步，同时也与现有业务产生协同作用，优化公司产业结构的同时，寻找新的利润增长点。

- 公司已在西昌，绵阳的地区设立汽车租赁公司，提供新能源汽车租赁及充电服务。其次公司购进 300 台新能源客车在客运线上进行试点测验，试验结果显示新能源电动车的运营成本较燃油车下降 30%。

5. 公司积极寻找发展突破口

- 综合以上信息，公司在客运市场下行期间主要关注 3 个方向以试图寻找公司未来盈利增长点：
 1. 对于传统客运业务，公司通过兼并收购，优化经营管理模式，从内部提高企业经营效率，从外部实现规模扩张寻求协同增效。
 2. 主要打造新能源电车的版图，从租赁公司，到客运线路的上新能源车的注入，公司试图通过该领域寻找未来客运行业的发展新趋势。
 3. 公司现拟打造线上订票平台，结合兆益科技车上 wifi 生态圈计划，实现主业互联网化及信息化。同行斯公司还关注产业链上其他行业的动向，希望从中开发出公司未来盈利的新增长点。
- 预计 2016 年公司原客运业务及成都长运在整体行业低迷的情况下，创造大幅业绩增长的可能性不高。估计会维持公司 2015 形势。但是间接持有华西证券股权将为公司提供较高业绩增长。
- 保守估计，预计公司业绩将达到 3.8 亿左右，其中公司原有客运贡献 1.5 亿，成都长运贡献 8000 万，兆益科技贡献 2000 万，绵阳商业银行贡献 3000 万，华西证券贡献 1 亿左右。

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
主营业务收入	326	372	391	1,276	2,755	3,602
增长率	14.3%	5.1%	226.1%	115.9%	30.7%	
主营业务成本	-138	-172	-183	-974	-2,278	-3,028
%销售收入	42.3%	46.1%	46.7%	76.4%	82.7%	84.1%
毛利	188	201	208	302	478	574
%销售收入	57.7%	53.9%	53.3%	23.6%	17.3%	15.9%
营业税金及附加	-16	-14	-10	-11	-14	-18
%销售收入	5.1%	3.9%	2.6%	0.9%	0.5%	0.5%
营业费用	0	0	0	-4	-6	-7
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
管理费用	-75	-89	-85	-77	-138	-180
%销售收入	22.9%	24.0%	21.8%	6.0%	5.0%	5.0%
息税前利润（EBIT）	97	97	113	210	320	369
%销售收入	29.8%	26.1%	29.0%	16.4%	11.6%	10.2%
财务费用	7	5	2	-13	-23	-17
%销售收入	-2.2%	-1.3%	-0.6%	1.0%	0.8%	0.5%
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	38	160	180
%税前利润	2.8%	3.6%	8.6%	16.1%	34.1%	33.1%
营业利润	100	79	129	235	458	531
营业利润率	30.8%	21.3%	32.9%	18.4%	16.6%	14.7%
营业外收支	6	17	16	1	11	12
税前利润	106	97	144	236	469	543
利润率	32.6%	26.0%	36.9%	18.5%	17.0%	15.1%
所得税	-21	-27	-24	-47	-84	-101
所得税率	20.2%	28.1%	16.4%	20.0%	18.0%	18.5%
净利润	85	70	121	188	384	443
少数股东损益	1	1	3	9	9	10
归属于母公司的净利润	83	68	118	180	375	432
净利率	25.6%	18.4%	30.1%	14.1%	13.6%	12.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	85	70	121	188	384	443
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	54	96	78	115	168	192
非经营收益	-3	-1	-15	-22	-141	-171
营运资金变动	73	43	9	347	-39	221
经营活动现金净流	208	208	192	628	372	684
资本开支	-146	-95	-114	-1,231	-69	-748
投资	36	-177	-104	-274	-1,801	-1
其他	-66	1	20	38	160	180
投资活动现金净流	-176	-271	-198	-1,467	-1,710	-569
股权筹资	4	0	0	118	1,768	0
债权筹资	-20	0	0	768	-351	5
其他	-35	-42	-22	-23	-29	-20
筹资活动现金净流	-50	-42	-22	862	1,388	-15
现金净流量	-18	-105	-28	23	50	100

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	367	262	257	280	330	430
应收账款	16	22	18	147	181	237
存货	0	0	0	5	6	8
其他流动资产	26	166	164	328	341	571
流动资产	409	450	439	760	859	1,246
%总资产	39.9%	41.4%	36.2%	26.0%	18.1%	21.9%
长期投资	35	44	143	417	2,218	2,219
固定资产	364	379	428	1,113	969	1,182
%总资产	35.6%	34.8%	35.2%	38.0%	20.4%	20.8%
无形资产	211	214	204	637	692	1,048
非流动资产	616	637	776	2,167	3,880	4,450
%总资产	60.1%	58.6%	63.8%	74.0%	81.9%	78.1%
资产总计	1,024	1,087	1,215	2,928	4,739	5,696
短期借款	0	0	0	768	417	422
应付款项	323	360	375	976	943	1,412
其他流动负债	37	35	37	81	123	163
流动负债	360	395	412	1,825	1,483	1,996
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	13	11	12	13
负债	361	396	425	1,836	1,495	2,009
普通股股东权益	634	663	761	1,054	3,197	3,630
少数股东权益	29	28	29	37	47	57
负债股东权益合计	1,024	1,087	1,215	2,928	4,739	5,696

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.426	0.349	0.601	0.574	1.196	1.380
每股净资产	3.234	3.384	3.886	3.363	6.325	7.180
每股经营现金流	1.064	1.060	0.979	2.003	0.737	1.354
每股股利	0.200	0.100	0.120	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.17%	10.30%	15.46%	17.07%	11.73%	11.92%
总资产收益率	8.15%	6.28%	9.69%	6.15%	7.92%	7.59%
投入资本收益率	11.67%	10.09%	11.80%	8.97%	7.16%	7.29%
增长率						
主营业务收入增长率	41.10%	14.26%	5.12%	226.12%	115.91%	30.75%
EBIT 增长率	5.23%	0.02%	16.77%	85.02%	52.77%	15.01%
净利润增长率	-5.90%	-18.17%	72.38%	52.78%	108.49%	15.30%
总资产增长率	19.54%	6.15%	11.77%	140.94%	61.86%	20.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.3	3.8	4.2	25.0	15.0	15.0
存货周转天数	0.0	0.0	0.1	2.0	1.0	1.0
应付账款周转天数	1.1	0.1	0.1	40.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	407.3	366.8	360.7	279.2	109.0	94.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.29%	-37.89%	-32.55%	44.74%	2.68%	-0.22%
EBIT 利息保障倍数	-13.5	-19.7	-51.4	15.8	14.2	21.3
资产负债率	35.26%	36.44%	34.97%	62.72%	31.55%	35.28%

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-05	买入	16.97	30.00~40.00
2	2016-02-23	买入	14.20	18.00~18.50

来源：国金证券研究所

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