

强烈推荐-A (首次)

龙洲股份 002682.SZ

目标估值: N.A  
 当前股价: 13.13 元  
 2017年09月13日

重塑沥青供应链，多式联运细分龙头渐行渐近

基础数据

上证综指	3379
总股本(万股)	37491
已上市流通股(万股)	19255
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	25
每股净资产(MRQ)	7.0
ROE(TTM)	3.2
资产负债率	57.3%
主要股东	交通国投
主要股东持股比例	29.1%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

袁钉

010-57601857  
 yuanding@cmschina.com.cn  
 S1090517080001

常涛

010-57601863  
 changt@cmschina.com.cn  
 S1090512030004

龙洲股份为龙岩市属公路客运企业，并购兆华领先进军沥青供应链。兆华以沥青箱多式联运重塑沥青供应链，业绩有望爆发式增长，给予“强烈推荐-A”评级。

- 福建道路客运龙头，并购做大做强。2003年，龙岩市汽运总公司改制为龙洲股份，此后公司通过持续并购，逐步在龙岩和南平市场占据主导地位，客运网络覆盖福建省主要城市。截止17H1，控股股东龙岩交通国投持股29.10%，实际控制人为龙岩市国资委；民营企业兆华投资、龙洲股份和兆华领先员工分别持股12.33%、3.03%和1.51%，股权结构均衡。
- 并购兆华领先，进军沥青供应链业务。2017年3月，公司以12.4亿元（16年13.8X PE/3.8X PB）并购兆华领先（现金和股权对价各占50%），进军沥青供应链业务，同时向大股东、龙洲股份和兆华领先员工持股计划募资5.8亿元，充分实现各方利益绑定。兆华领先承诺16-18年净利润不低于0.85/1.05/1.25亿元，超额部分的25%-35%将用于激励管理层。
- 国内领先的沥青供应链企业，物流、贸易、仓储加工三大业务。兆华领先在国内推广“沥青箱+库区”模式，仅需一次装卸、一次加热，较传统罐车运输显著降低成本。公司在天津、山西、湖南自有/租赁沥青仓库和改性设备，构建沥青箱多式联运、沥青贸易及电商和仓储加工三大业务板块。
- 千亿级沥青物贸市场，沥青箱多式联运大显身手。沥青上游以进口原油加工或直接进口为主，东部五省占全国产量的80%以上，而下游道路沥青占需求的绝大多数，且缺乏替代品。西部道路建设投资已占全国的50%左右，沥青需求缺口巨大，尤其适合铁路集箱多式联运。2016年，公司沥青贸易量和沥青箱多式联运量仅占表观消费量的1.4%和0.7%，渗透率持续提升。
- 首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。沥青箱多式联运显著提升沥青供应链效率，且尤为适合中西部长距运输。公司以物流拉动贸易，业绩确定性高增长。我们预测公司17-19年EPS为0.48/0.63/0.87元，对应当前股价PE 27.4/20.9/15.2X，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：沥青需求下降、铁路运费上调、业务多元化管理风险

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2462	2378	4386	5040	5798
同比增长	9%	-3%	84%	15%	15%
营业利润(百万元)	3	32	181	253	367
同比增长	-89%	1030%	469%	40%	45%
净利润(百万元)	45	50	180	236	325
同比增长	118%	12%	257%	31%	38%
每股收益(元)	0.17	0.19	0.48	0.63	0.87
PE	78.7	70.1	27.4	20.9	15.2
PB	2.6	2.5	1.8	1.7	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、福建汽运龙头企业，转型沥青供应链 .....	5
1、从公路客运到货运物流 .....	5
(1) 深耕福建道路客运市场，并购做大做强 .....	5
(2) 收购天津兆华领先，嵌套员工持股计划 .....	5
2、股权结构均衡，并表兆华领先拉动中报业绩 .....	6
二、多式联运重塑沥青供应链 .....	8
1、沥青物流、加工、贸易有机结合 .....	8
2、多式联运重塑沥青供应链 .....	9
3、仓储与改性提升附加值 .....	12
4、沥青贸易初具规模，电商平台提升效率 .....	12
三、千亿级沥青市场，物流促贸易份额提升 .....	14
1、沥青物流：东部沿海=>西部内陆 .....	14
2、西部沥青缺口大，沥青箱多式联运显优势 .....	15
3、千亿级沥青市场，物流促进贸易渗透率提升 .....	16
四、沥青箱多式联运龙头，三年业绩复合增速 80% .....	18
1、盈利预测与投资策略 .....	18
(1) 兆华领先三年业绩增长两倍 .....	18
(2) 三年业绩复合增速 80%，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级 .....	19
2、风险警示 .....	20
3、PE-PB Band .....	20

## 图表目录

图 1: 龙洲股份省际、市际班线分布 .....	5
图 2: 福建省道路客运量 .....	5
图 3: 龙洲股份股权结构 .....	6
图 4: 龙洲股份收入和净利润 .....	7
图 5: 龙洲股份收入结构 (17H1) .....	7
图 6: 龙洲股份毛利结构 (17H1) .....	7
图 7: 兆华领先沥青供应链一站式解决方案 .....	8
图 8: 兆华领先业务组织架构 .....	8
图 9: 兆华领先收入和净利润 .....	9
图 10: 兆华领先收入构成 .....	9
图 11: 兆华领先毛利构成 .....	9
图 12: 兆华领先毛利率持续提升 .....	9
图 13: 沥青运输 (桶装) .....	10
图 14: 沥青运输 (袋装) .....	10
图 15: 沥青运输 (火车罐车) .....	10
图 16: 沥青运输 (汽车罐车) .....	10
图 17: 兆华领先沥青集装箱 .....	11
图 18: 沥青集装箱多式联运 .....	11
图 19: 兆华领先电商业务模式 .....	13
图 20: 沥青产业链 .....	14
图 21: 中国炼油能力分布 .....	14
图 22: 国内各省沥青产量分布 (2015) .....	14
图 23: 石油沥青表观消费量 .....	15
图 24: 沥青下游客户分布 .....	15
图 25: 重交沥青价格 .....	15
图 26: SBS 改性沥青价格 .....	15
图 27: 全国公路建设投资 .....	16
图 28: 西部公路建设投资占比不断提升 .....	16
图 29: 传统沥青物流 VS 沥青箱多式联运 .....	16

图 30: 多式联运和贸易业务市占率存在巨大空间 .....	17
图 31: 龙洲股份历史 PE Band.....	20
图 32: 龙洲股份历史 PB Band.....	20
表 1: 发行前后上市公司股权结构 .....	6
表 2: 兆华领先业绩承诺和超额奖励 .....	6
表 3: 龙洲股份主营业务.....	7
表 4: 兆华领先三大业务单元 .....	8
表 5: 兆华领先集装箱参数 .....	10
表 6: 沥青物流运输方式对比 .....	11
表 7: 兆华领先沥青物流收入结构.....	11
表 8: 兆华领先仓储加工能力 .....	12
表 9: 兆华领先贸易业务情况 .....	13
表 10: 沥青集装箱运费测算.....	17
表 11: 沥青多式联运空间测算.....	17
表 12: 沥青贸易业务预测.....	18
表 13: 沥青运输业务预测.....	19
表 14: 兆华领先盈利预测.....	19
附: 财务预测表 .....	21

## 一、福建汽运龙头企业，转型沥青供应链

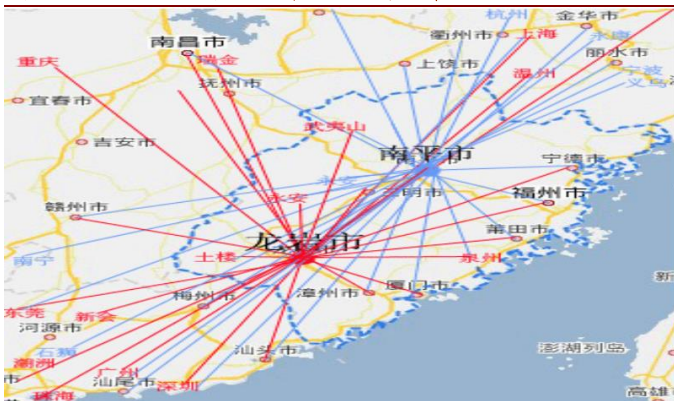
### 1、从公路客运到货运物流

#### (1) 深耕福建道路客运市场，并购做大做强

龙洲股份成立于 2003 年，由龙岩市汽车运输总公司（现已注销）改制设立。2004 年起，公司在龙岩地区不断收购，市场占有率超过 80%。2007 年 6 月，公司通过两次收购控股闽北最大汽运骨干企业——武夷运输，实现了跨区域经营的重大突破，业务范围渗透至南平市。2012 年 6 月，公司正式在深交所上市。截至 2016 年末，公司拥有营运客车 3111 辆，客运班线 851 条，覆盖闽西、闽北城乡和省内各主要城市，并向广东、广西、浙江、江西等地辐射。

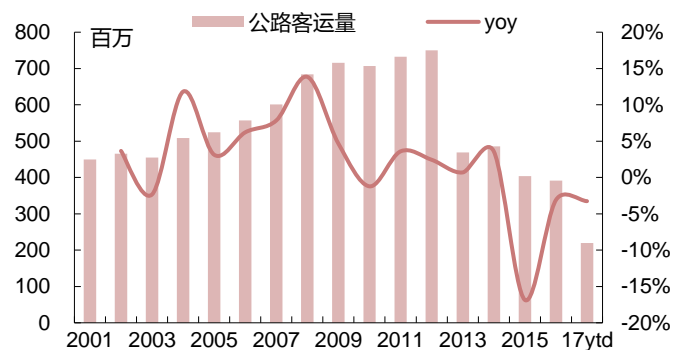
2010 年以来，由于高铁和私家车分流的影响，福建省道路客运量低速增长，15 年以来甚至有所下滑，和全国道路客运行业发展趋势一致。公司道路客运收入和盈利逐年下滑，加快了主业转型步伐。

图 1：龙洲股份省际、市际班线分布



资料来源：招股书

图 2：福建省道路客运量



资料来源：Wind（注：13 年统计口径调整）

#### (2) 收购天津兆华领先，嵌套员工持股计划

**2017 年 3 月，公司以 12.4 亿元收购天津兆华领先，进军沥青供应链业务，估值对应 16 年业绩 0.9 亿元 13.8X PE/16 年底净资产 3.27 亿元 3.8X PB。**本次收购交易包括两个部分：

- **发行股份及支付现金购买资产。**天津兆华领先 100% 股权估值 12.4 亿元，现金对价和股权对价各占 50%。龙洲股份以 12.06 元/股向兆华投资、兆华创富、和聚百川、丝绸南道和金茂赢联发行 5150 万股股份，支付 6.2 亿元股份对价。兆华投资和兆华创富股份分三年分别解锁 50%、25% 和 25%，其它股东股份锁定期 1 年。
- **配套募集资金。**公司以 10.58 元向控股股东国投交通、龙洲股份员工持股计划、兆华领先员工持股计划分别募集资金 4 亿、1.2 亿和 0.6 亿元（合计 5.8 亿），锁定期 3 年。

表 1: 发行前后上市公司股权结构

股东	交易前		交易后	
	股份数	股权比例	股份数	股权比例
交通国投	7,131	26.55%	10,912	29.10%
兆华投资	--	--	4,621	12.33%
兆华创富	--	--	225	0.60%
和聚百川	--	--	152	0.41%
丝绸南道	--	--	76	0.20%
金茂赢联	--	--	76	0.20%
龙洲股份员工持股	--	--	1,134	3.03%
兆华领先员工持股	--	--	567	1.51%
其它股东	19,728	73.45%	19,728	52.62%
合计	26,859	100.00%	37,491	100.00%

资料来源: 重组交易报告书、招商证券

兆华投资、兆华创富承诺兆华领先 16-18 年净利润分别不低于 8500、10500、12500 万元。若未能完成业绩承诺, 将按“50%股份、50%现金”对龙洲股份进行补偿, 若超额完成业绩, 超额部分的 25%-35%用于奖励兆华领先管理层和核心技术人员。

表 2: 兆华领先业绩承诺和超额奖励

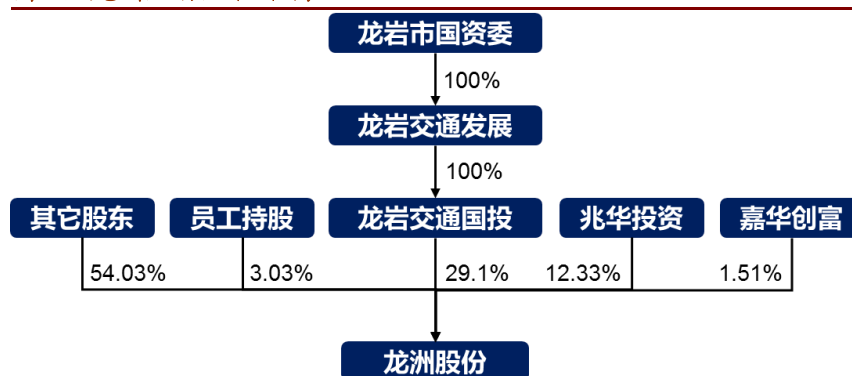
时间	业绩承诺	利润超额比例	奖励比例
2016	8500	X<10%	25%
2017	10500	10%<X<20%	30%
2018	12500	20%<X	35%

资料来源: 重组交易报告书、招商证券

## 2、股权结构均衡, 并表兆华领先拉动中报业绩

截止 17H1, 龙岩市交通国投持股 29.10%, 为公司控股股东, 实际控制人为龙岩市国资委。新疆兆华投资(原兆华领先控股股东)持股 12.33%, 龙洲股份员工持股计划和嘉华创富(兆华领先员工持股计划)分别持股 3.03%和 1.51%, 股权结构均衡, 且充分实现相关方利益绑定。

图 3: 龙洲股份股权结构



资料来源: Wind、招商证券

截止 17H1, 公司主要从事沥青供应链、汽车客运及站务服务、货运物流及与之相关的汽车制造、销售与服务、成品油及天然气销售、商业保理等业务。

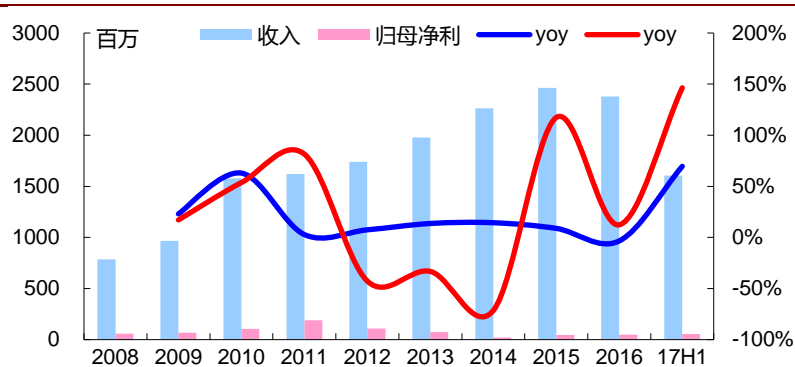
表 3: 龙洲股份主营业务

主营业务	业务简介
沥青供应链	收购兆华领先, 以沥青特种集装箱的物流服务、沥青的仓储与改性加工、沥青产品贸易及电商平台为主要业务, 利用其特种集装箱的优势, 整合资源, 完善物流网络, 为客户提供沥青采购、加工、物流及信息服务等全方位、一体化的综合服务
汽车客运及站务	包括班车客运、旅游客运、出租客运及城市公交及客运站经营。其中, 班车客运是核心业务, 经营单位主要分布在福建省龙岩、南平两市
货运物流	原主要为专业货运业务, 近年来, 通过投资新建和收购兼并, 逐步往集运输、仓储、搬运、包装、流通加工、配送、信息平台一体化的现代物流产业发展
汽车制造、销售及服务	包括客运车辆、货运车辆的代理销售、配件销售、车辆检测、维修服务, 并参与新能源汽车的研发制造, 经营区域分布在福建省的龙岩市、厦门市和广东省梅州市、东莞市, 2016 年通过收购畅丰专汽 70% 股权, 进入专用汽车制造细分领域
成品油及天然气销售	与中石化、中海油合作, 设立由公司控股的合资子公司岩运石化与龙洲海油, 投资、建设、运营加油加气站; 通过收购方式, 在天津市大港区投资建设 CNG 天然气加工母子站
其他	开展商业保理、供应链管理等业务以延伸产业链, 相关业务主要依托下属公司进行。

资料来源: 公司年报

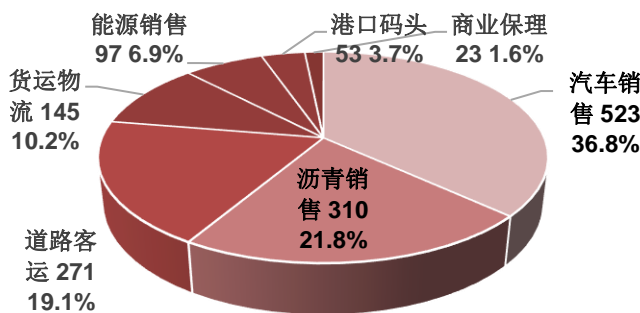
得益于对兆华领先的收购, 沥青销售和货运物流业务 (主要是沥青运输) 业务拉动公司 17H1 业绩大幅改善。上半年, 公司实现营收 16.05 亿元 (+69.56%), 归母净利润 5473.02 万元 (+146.39%), 其中兆华领先贡献 4610 万元。

图 4: 龙洲股份收入和净利润



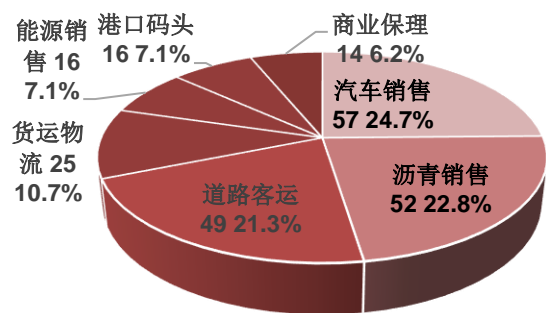
资料来源: Wind、招商证券

图 5: 龙洲股份收入结构 (17H1)



资料来源: Wind、招商证券

图 6: 龙洲股份毛利结构 (17H1)



资料来源: Wind、招商证券

## 二、多式联运重塑沥青供应链

### 1、沥青物流、加工、贸易有机结合

兆华领先立足于沥青产业，整合水运、铁路运输和汽运资源以及物流网络，为客户提供全方位的沥青采购、加工及物流、贸易服务，主营业务包括沥青产品贸易及电商平台、沥青的仓储及加工和特种集装箱物流三大业务，其中沥青仓储及加工目前均为内部业务，收入和毛利合并入沥青贸易业务（未单独拆分）。

表 4：兆华领先三大业务单元

业务	优势
特种集装箱物流服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>集装箱运输可以保持运输载体不变，降低能源与物资损耗，全程封闭，保证沥青品质，流通环节少，有效降低物流成本</li> <li>做到全程 GPS 监控，确保货物安全。</li> <li>实现了炼厂与用户之间点对点的对接，最大程度减少了中间环节对沥青质量及运营效率可能产生的不良影响。</li> <li>减少沥青本身的接转环节，降低了接转成本，节能环保。</li> </ul>
沥青的仓储与改性加工	<ul style="list-style-type: none"> <li>拥有北方地区较为先进的沥青试验、检测设备，并熟知改性沥青生产工艺和不同材质配方的技术团队。与 SK 公路科技研究院和北京市政路桥建材集团等机构合作，为其提供改性、乳化等新产品的加工生产。</li> <li>拥有改性、乳化生产设备。同时与西北、江苏等地的生产企业建立合作，在控制加工过程技术环节的基础上提高改性加工能力。</li> </ul>
沥青产品贸易与电商	<ul style="list-style-type: none"> <li>与韩国 SK、中石油、中石化及中海油等多家国际国内炼厂合作并成为沥青产品的贸易伙伴，代理进口道路石油沥青，获取了稳定的采购来源。同时，在销售客户方面，兆华领先也与各省市公路建设投资主体、大型施工企业、防水防腐材料生产企业等同样保持密切联系。</li> <li>兆华领先下设沥青贸易电商平台“Mai 沥青”网，面向用量较小的中小用户，利用电商平台结合整体物流方案，缩短交易流程，未来将逐渐拓展客户渠道至大型路政施工方等。</li> </ul>

资料来源：重组交易报告书

业务架构上，嘉华创富为海外沥青的采购及融资主体，天津领先正华主要承担兆华领先的改性加工业务，北京中物振华为兆华领先主要的对外沥青贸易竞标投标主体，山西兆华、陕西中物振华等为区域性的贸易业务主体，而物流业务主要由母公司统筹安排完成。

图 7：兆华领先沥青供应链一站式解决方案



资料来源：公司网站

图 8：兆华领先业务组织架构

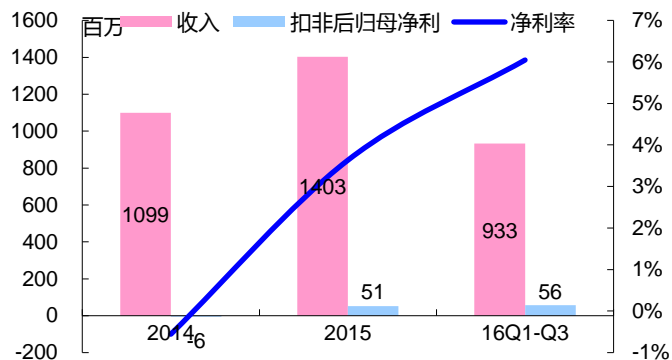


资料来源：公司网站



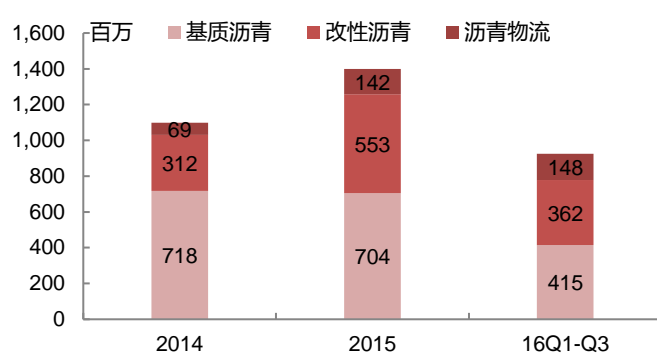
截止 16Q3, 兆华领先总资产 9.09 亿元, 净资产 3.12 亿元, 资产负债率 65.6%。16 年前三季度, 兆华领先实现主营业务收入 9.25 亿元, 毛利 1.48 亿元, 毛利率 16%; 扣非后归母净利润 0.56 亿元, 净利率 6%。

图 9: 兆华领先收入和净利润



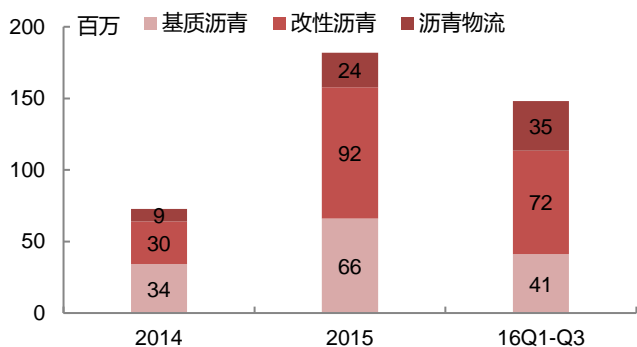
资料来源: 重组交易报告书、招商证券

图 10: 兆华领先收入构成



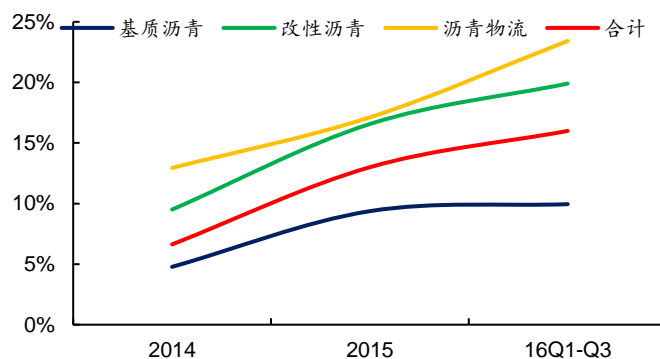
资料来源: 重组交易报告书、招商证券

图 11: 兆华领先毛利构成



资料来源: 重组交易报告书、招商证券

图 12: 兆华领先毛利率持续提升



资料来源: 重组交易报告书、招商证券

## 2、多式联运重塑沥青供应链

传统沥青运输以汽车罐车或火车罐车为主（少量采用桶装/袋装运输），将沥青从港口外贸码头、炼厂运送到中转仓库或直接运输到工地，沥青需多次出入仓库。同时，沥青常温下为固体，每次出入库都需加热，消耗了大量能源，亦会对沥青的性能产生不利影响。

图 13: 沥青运输（桶装）



资料来源：互联网

图 14: 沥青运输（袋装）



资料来源：互联网

图 15: 沥青运输（火车罐车）



资料来源：互联网

图 16: 沥青运输（汽车罐车）



资料来源：互联网

兆华领先自主研发的沥青集装箱单箱载重约 23.5 吨，已取得中国船级社证书，及国际集装箱联盟认证，并获批中国铁路上路运行许可。适用水、铁、公路联运，且具有保温及自加热、装卸便捷安全、节能环保等特点。

表 5: 兆华领先集装箱参数

项目	参数
箱型	22K1
符合标准	ISO668 ISO1496 ISO1161 参考 NB/T47003.1
允许堆码	6 层（堆码质量 120000Kg）
箱体尺寸	6058mm x 2438mm x 2591mm
总容积	26m <sup>3</sup>
自重	6560Kg
设计温度	-40℃~200℃
加热类型	燃烧器加热

资料来源：百度百科

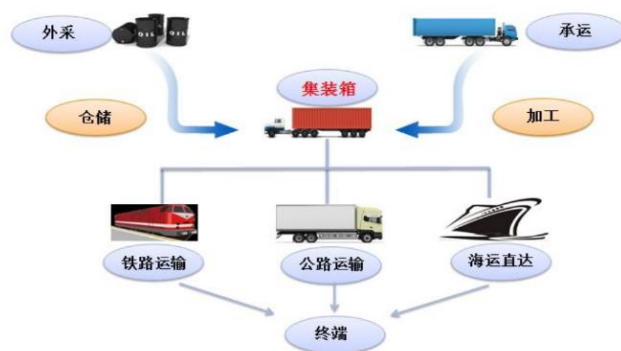
兆华领先在国内推广“沥青集装箱+库区”模式，实现炼厂与用户点对点对接，仅需一次装卸、一次加热，减少了传统“槽车+罐车”模式下两次进库的成本。当需要中转时，沥青箱本身可以作为临时仓库，集约程度较高。同时，集装箱联运最大程度减少了中间环节对沥青质量及运营效率的影响，全程 GPS 监控能够确保货物运输安全。

图 17: 兆华领先沥青集装箱



资料来源: 公司网站

图 18: 沥青集装箱多式联运



资料来源: 重组交易报告书、招商证券

表 6: 沥青物流运输方式对比

运输方式	优势	缺点
罐车	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 适用于中短途运输</li> <li>■ 灵活方便</li> <li>■ 适用于长途运输</li> <li>■ 运费成本低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 需要多次入库和出库, 费时费力</li> <li>■ 每次入库出库需加热</li> <li>■ 火车罐车运力较为紧张</li> </ul>
桶装运输	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 简单、方便, 且不需要专门的存储设备</li> <li>■ 不需要加热, 长距运输的成本优势非常明显</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 出厂价一般比散装沥青高</li> <li>■ 增加了运至目的地后的脱桶、加热、入罐成本, 综合成本较高, 有 3% 左右损耗, 存在环境污染</li> </ul>
袋装运输	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 适用地域普遍, 尤其适合物流条件恶劣、无散装装卸能力的地区</li> <li>■ 易储存、易堆放</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 每吨需另付装卸及包装费约 200 元左右</li> <li>■ 物流过程中会造成损耗</li> </ul>
集装箱运输	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 仓储与运输一体化, 实现零损耗, 节省投资, 节约能源</li> <li>■ 最大限度解决了碳排放量问题, 更加符合节能减排、循环经济的要求</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 短途运输成本优势不明显</li> <li>■ 商业模式推广需要接受过程</li> </ul>

资料来源: 重组交易报告书、招商证券

由于转运过程中需加热的特性, 沥青的长距离运输往往受到限制。兆华领先特有的集装箱联运模式减少转运次数, 同时自带加热装置, 提高了沥青的运输半径, 在中长距离运输中凸显优势。截至 2016 年 9 月, 公司集装箱共计 1506 只; 1-9 月运量达 15.6 万吨 (占比 49%), 运输收入 9848 万元 (占比 67%), 沥青箱多式联运逐步成为公司沥青运输量和运输收入的主体。

表 7: 兆华领先沥青物流收入结构

项目	运量 (万吨)			运输收入 (万元)			单位收入 (元/吨)		
	合计	集装箱	其它	合计	集装箱	其它	合计	集装箱	其它
2014	18.3	3.8	14.5	6879	2311	4569	376	611	315
2015	37.7	16.3	21.3	14201	7879	6322	377	483	296
16Q1-Q3	31.7	15.6	16.2	14769	9848	4921	466	633	304

资料来源: 重组交易报告书、招商证券

### 3、仓储与改性提升附加值

兆华领先目前在天津设有库区,天津、山西租赁库区,并在湖南通过签署独家使用协议,锁定长期的业务合作伙伴,仓储容量能够保障客户供应。除在自有和租赁库区拥有改性生产设备,兆华领先还和西北、江苏等地的生产企业建立了合作关系。

兆华领先的改性沥青加工环节,通常分为三种方式:自有生产线改性加工、长期租赁设备加工和项目附近的委托加工。前述三种加工方式综合毛利率逐步下降,而灵活程度逐渐上升。

表 8: 兆华领先仓储加工能力

库区	设施	所有权	设备能力
天津领先正华库区	仓储	13 年购买	该库区占地 5 万平方米,拥有 13 个沥青储罐,库容为基质沥青 16,000 立方米 (4 个),改性沥青 1,600 立方米 (9 个),通过专用沥青管线联络码头。
	加工		1000 吨/日改性加工设备
天津港航库区	仓储	长期租赁 (2015.7-2025.7)	8 个沥青储罐 (4000X2+16000X6)
	加工	长期租赁	1,400 吨/日的改性及乳化加工能力
山西兆华库区	仓储	租赁	厂房及仓库面积 1,000 平方米,库容 12,000 立方米,库区内铺设铁路专线,及专用牵引车头。
	加工	租赁	1000 吨/日改性加工设备
湖南海丰库区	仓储	独家使用	仓储、沥青装卸船、船舶及码头相关管线设备等设施,每年利用该库区入库沥青不少于 30,000 吨。

资料来源:重组交易报告书、招商证券

此外,为了满足客户对改性沥青的多种需求,兆华领先在天津建有高标准研发和实验中心,拥有沥青试验、检测设备及精通改性沥青生产工艺和不同材质配方的技术团队;与 SK 公路科技研究所、北京市政路桥建设集团等多家专业机构建立紧密的合作关系,致力于改性、乳化、特种(排水,彩色,温拌)沥青的研发和推广;生产设备配有较为先进的实验检测仪器及实验技术团队。

### 4、沥青贸易初具规模,电商平台提升效率

兆华领先销售基质沥青、改性沥青两类产品,贸易业务覆盖华北、华东、西北、华中、华南、西南等地区。

兆华领先基质沥青主要来源于国内各大炼厂与国外炼厂,直接销售给终端客户用于道路铺建或生产改性沥青。其中,中石化、中海油、中石油作为国内沥青主要供应商,兆华领先与其拥有十多年的合作关系;进口沥青方面,主要供应商为壳牌石油、韩国 SK 等,兆华领先是韩国 SK 的重要代理商与合作伙伴。目前韩国 SK 专为兆华领先改造了一条沥青生产线,用于特种集装箱的对接使用。根据百川资讯网的统计,兆华领先子公司北京中物振华 2015 年沥青进口量排名全国第 5。

从销量与营业收入来看,基质沥青大于改性沥青,是公司的基础业务。改性沥青销售规模相对较小,但因含加工收益,毛利率更高,在公司收入与毛利结构中占比逐年上升。

表 9: 兆华领先贸易业务情况

		2014	2015	16Q1-Q3
贸易量	基质	18.7	25.7	24.4
(万吨)	改性	6.6	14.2	13.6
收入	基质	71,825	70,439	41,538
(万元)	改性	31,191	55,307	36,231
毛利	基质	3,429	6,601	4,132
(万元)	改性	2,964	9,163	7,211
单位收入	基质	3,842	2,740	1,700
(元/吨)	改性	4,716	3,890	2,672
单位毛利	基质	<b>183</b>	<b>257</b>	<b>169</b>
(元/吨)	改性	<b>448</b>	<b>644</b>	<b>532</b>
毛利率	基质	4.8%	9.4%	9.9%
(%)	改性	9.5%	16.6%	19.9%

资料来源: 重组交易报告书、招商证券

兆华领先下设沥青贸易电商平台“Mai 沥青”网, 主要面向中小客户提供电商直销服务。一方面, 为公司带来集中采购便利, 通过网络信息平台整合行业资源, 缩短交易流程, 另一方面也实现了供需双方的多维度合作及共赢。

网站自上将采购渠道直接延伸至大型生产商, 压缩中间环节, 降低采购成本; 自下惠及所有中间商, 提高公路建设部门市场议价能力及财政资金使用效率, 有效规避传统采购模式中的寻租行为。

图 19: 兆华领先电商业务模式



资料来源: 重组交易报告书、招商证券

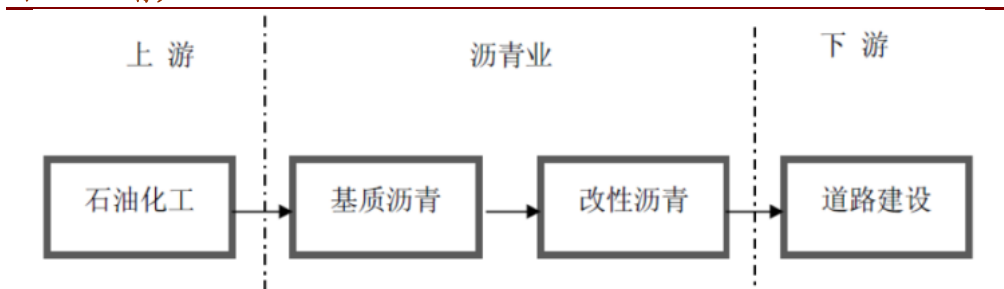
### 三、千亿级沥青市场，物流促贸易份额提升

#### 1、沥青物流：东部沿海=>西部内陆

普通石油沥青为石化炼油加工后的残留物，部分可作为生产改性沥青的基质沥青；基质沥青经适当的工艺加工得到不同种类和用途的改性沥青，用于高等级公路的面层。

由于改性沥青难以长期储存，因此全球沥青贸易以基质沥青为主，改性沥青普遍本地化生产。而国内大多数原油属于石蜡基原油，生产的基质沥青性能较差，主要进口原油生产基质沥青或直接进口基质沥青。国内沥青在国际市场不具有价格优势，出口量小。

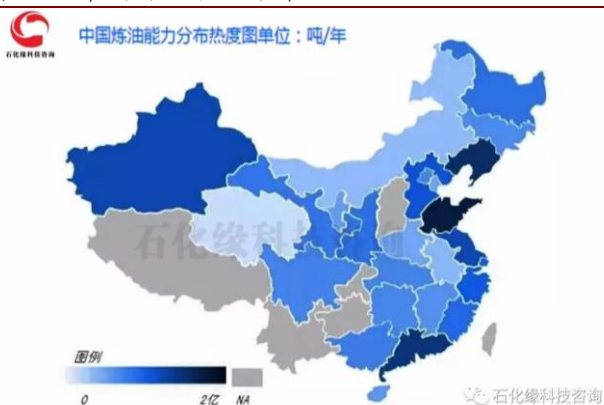
图 20：沥青产业链



资料来源：招商证券

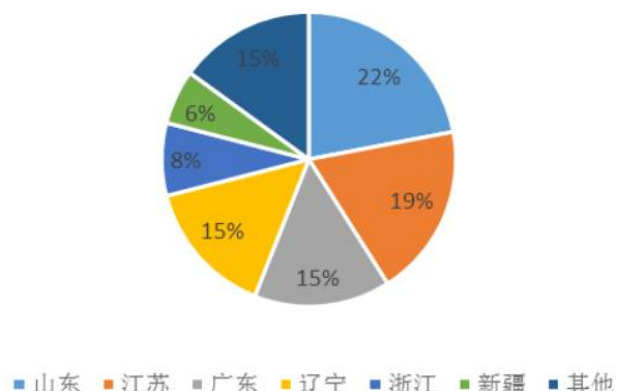
受原油进口的影响，国内主要炼厂分布在东部、东南等 17 个省市，北、西南十五个省出产沥青的炼厂很少。海外炼厂主要来自韩国、新加坡，进口原油质量好、冶炼技术高；除海外炼厂外，国内中石油、中石化、中海油炼厂质量相对稳定；由于上游产地和最终用户直接的地理区位差异及沥青在运输倒运环节对温度的要求，物流成本是沥青服务行业重要的比较优势之一。

图 21：中国炼油能力分布



资料来源：互联网

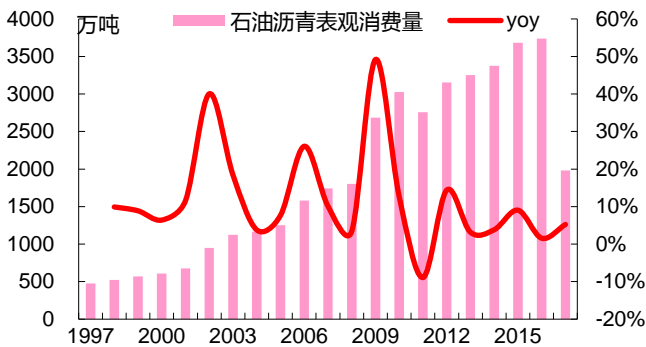
图 22：国内各省沥青产量分布（2015）



资料来源：卓创资讯

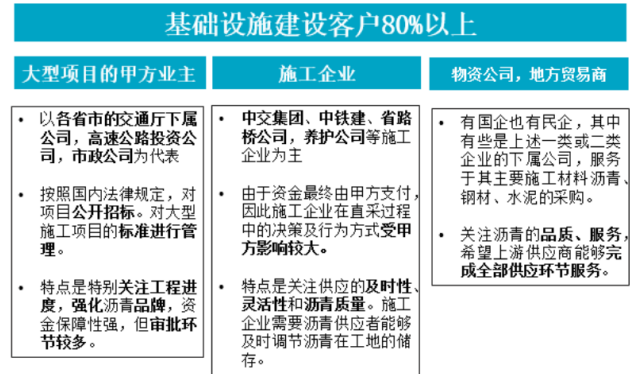
在沥青的需求结构中，道路沥青占到沥青的绝大多数，且缺乏替代品。行业下游终端用户主要为基础设施建设客户和建筑防水客户。其中基础设施建设客户占 80%，主要为大型项目的甲方业主、施工业主、物资公司及地方贸易商。1997 年以来，国内石油沥青表观消费量持续增长，16 年达到 3740 万吨。

图 23: 石油沥青表观消费量



资料来源: Wind、招商证券

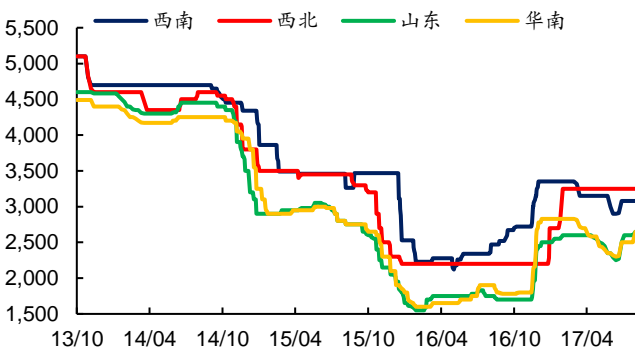
图 24: 沥青下游客户分布



资料来源: 重组交易报告书、招商证券

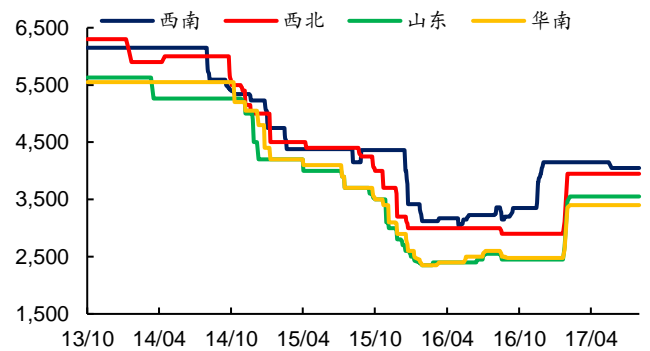
作为石化炼油加工后的残留物, 沥青价格和国际油价高度相关, 西南、西北地区沥青价格显著高于东部地区。目前, 山东地区重交沥青价格约 2650 元/吨, SBS 改性沥青价格在 3550 元/吨, 价差 900 元/吨之间。

图 25: 重交沥青价格



资料来源: Wind、招商证券

图 26: SBS 改性沥青价格



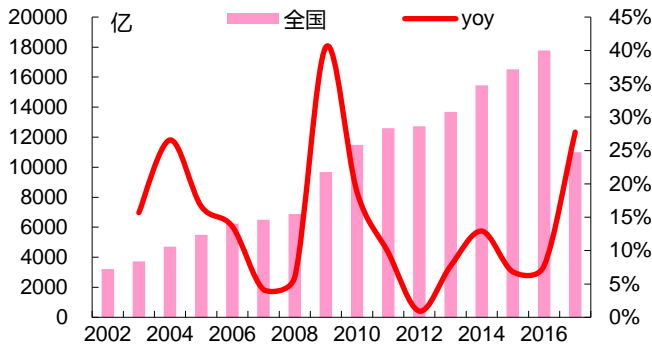
资料来源: Wind、招商证券

## 2、西部沥青缺口大, 沥青箱多式联运显优势

《国家公路网规划（2013 年—2030 年）》提出, 我国 2030 年公路网规模达 40.1 万公里, 其中普通国道通车里程约 26 万公里, 共约 10 万公里需要升级改造为二级及以上公路。公路建设沥青用量由沥青层的设计厚度和路面宽度决定, 4 车道的高速公路用量在 650 吨/公里左右, 6 车道的高速公路用量在 950 吨/公里左右。高速公路沥青道面设计寿命在 10 年左右, 巨大的公路建设与养护规模对沥青需求构成支持。

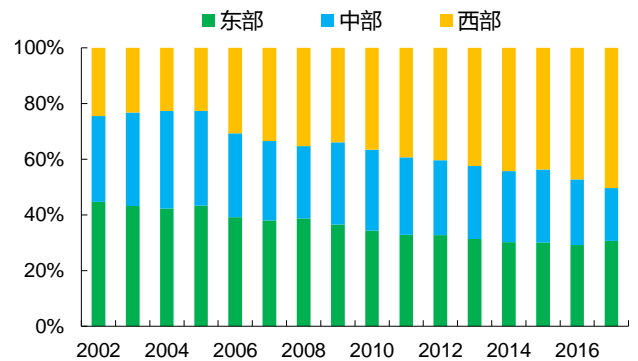
从区域结构上看, 西部地区公路建设投资高速增长, 占比从 05 年的 20% 左右上升至 17 年的 50%, 由于沥青上游集中于东部沿海地区, 显著拉长了沥青运距。兆华领先注册于天津, 办公地在北京, 是华北地区最具竞争力的沥青综合服务商之一, 雄安新区建设拉动公司业务发展。

图 27: 全国公路建设投资



资料来源: Wind、招商证券

图 28: 西部公路建设投资占比不断提升



资料来源: Wind、招商证券

### 3、千亿级沥青市场，物流促进贸易渗透率提升

由于沥青运输对温度要求的特殊性，特种集装箱运输在较短的里程内能够形成一定竞争力；较长或较复杂的运输路径，如超过 1,000 公里或需要航运、铁路、汽运等多次转运，特种集装箱的综合成本优势尤为明显。在沥青物流贸易国际化、国内公路建设向西部转移的背景下，兆华领先沥青箱多式联运构筑核心竞争力。

图 29: 传统沥青物流 VS 沥青箱多式联运



资料来源: 重组交易报告书、招商证券

以公司实际运营的两个项目为例，公路罐车运费较铁路集装箱多式联运高 40% 以上。

- **多式联运**: 铁路沥青集装箱装载量按 23 吨/箱估算，沥青从天津领先正华库区以重箱运至项目地，空箱返回出发地。在出发阶段集装箱经过一次板车转运上火车，下车时进行一次加热提温并卸至板车，再通过板车转运将沥青箱送至项目地。
- **公路罐车**: 公路罐车装载量按 36 吨/车估算，通过沥青罐车重车一次性从天津领先正华库区发往各项目现场，空车发回出发地。



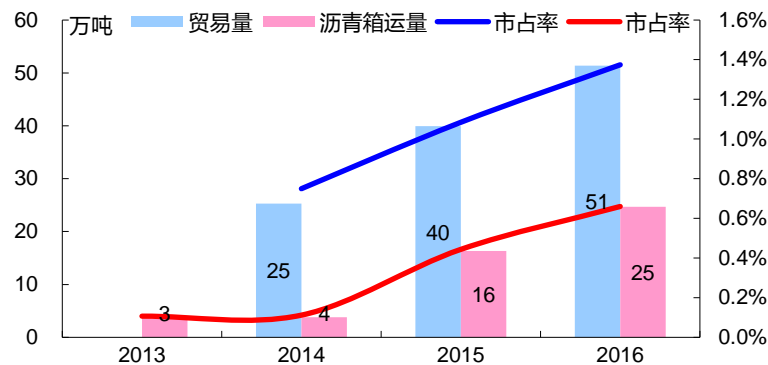
表 10: 沥青集装箱运费测算

项目	前端 转运	铁路 运费	提温、 卸货	后端 转运	空箱 返程	集装箱 折旧	管理费	合计	运营 里程
铁路 榆林通盛项目	37	157	45	90	16	13	11	370	945
铁路 曼特兰州白泉项目	37	257	58	127	30	16	11	536	1899
公路 榆林通盛项目								535	900
公路 曼特兰州白泉项目								758	1600

资料来源: 重组交易报告书、招商证券

在我国公路投资提速、道路养护任务加重的背景下, 沥青作为公路铺设的上游原材料, 其需求量将稳定增长。西部沥青供需缺口、一带一路及雄安新区建设将为公司沥青业务带来新机遇。14/15/16, 公司沥青贸易业务市占率仅为 0.7%/1.1%/1.4%, 存在巨大提升空间。

图 30: 多式联运和贸易业务市占率存在巨大空间



资料来源: 公司数据、招商证券测算

截止 16 年 9 月, 兆华领先沥青集装箱 1506 个。2015 年, 兆华领先年化集装箱 924 个, 集装箱多式联运量 16.33 万吨, 平均周转率 7.52, 仅占公司贸易量的 40% 左右。按照 8 次周转率计算, 单个集装箱运量 188 吨/年 (23.5X8); 假设远期沥青表观消费量为 4000 万吨, 多式联运占比 5%, 沥青箱潜在需求超过 10000 只。

表 11: 沥青多式联运空间测算

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	长期趋势
表观消费量	3252	3377	3682	3740	3852	3967	4086	4000
集装箱运量	3.47	3.78	16.33	24.68	35.25	47	56.4	200
占有率	0.1%	0.1%	0.4%	0.7%	0.9%	1.2%	1.4%	5%
年化箱数	150	512	924	1500	2500	3500	4500	10638
单次运力	0.35	1.2	2.17	3.53	5.88	8.23	10.58	
周转次数	9.84	3.14	7.52	7	7.5	8	8	8

资料来源: 公司数据、招商证券测算 (背景色为基本假设)

## 四、沥青箱多式联运龙头，三年业绩复合增速 80%

### 1、盈利预测与投资策略

#### (1) 兆华领先三年业绩增长两倍

##### 1) 沥青贸易业务

假设兆华领先 17-19 年, 基质沥青和改性沥青贸易业务量持续扩张, 沥青价格稳步提升, 毛利率分别维持 9% 和 19%, 则公司 17-19 年沥青贸易收入为 17.13/22.86/29.3 亿元, 毛利 2.24/3.01/3.89 亿元。

表 12: 沥青贸易业务预测

	2014	2015	2016*	2017	2018	2019
收入 (百万)	1030	1257	1127	1713	2286	2930
基质沥青	718	704	687	1013	1329	1675
改性沥青	312	553	441	701	956	1255
贸易量 (万吨)	25	40	51	69	88	107
基质沥青	19	26	34	46	58	69
yoy		37.5%	32.7%	35.0%	25.0%	20.0%
改性沥青	7	14	17	23	30	38
yoy		115.0%	21.7%	35.0%	30.0%	25.0%
价格 (元/吨)	4070	3150	2193	2469	2600	2738
基质沥青	3842	2740	2014	2200	2310	2426
yoy		-28.7%	-26.5%	9.2%	5.0%	5.0%
改性沥青	4716	3890	2547	3000	3150	3308
yoy		-17.5%	-34.5%	17.8%	5.0%	5.0%
毛利 (百万)	64	158	157	224	301	389
基质沥青	34	66	69	91	120	151
改性沥青	30	92	88	133	182	238
毛利率 (%)	6.2%	12.5%	13.9%	13.1%	13.2%	13.3%
基质沥青	4.8%	9.4%	10%	9%	9%	9%
改性沥青	9.5%	16.6%	20%	19%	19%	19%

资料来源: 公司公告、招商证券 (\*注: 16 年为估计值)

##### 2) 沥青物流业务

假设公司 17-19 年化箱量 2500/3500/4500 只, 周转率 7.5/8/8, 集装箱运费和其它运费分别为 600/300 元, 毛利率 30%/10%, 则公司 17-19 年沥青物流收入为 3.3/4.61/5.75 亿元, 毛利 0.86/1.25/1.59 亿元。

表 13: 沥青运输业务预测

	2013	2014	2015	2016*	2017	2018	2019
运输收入 (百万)		69	142	209	330	461	575
集装箱		23	79	140	264	395	508
其它		46	63	69	66	66	67
运量 (万吨)	19.55	18.30	37.66	47.40	65.92	87.91	107.00
运量/贸易量		72.3%	94.3%	92.2%	95%	100%	100%
集装箱运量	3.47	3.78	16.33	24.6	44.06	65.80	84.60
年化箱数	150	512	924	1500	2500	3500	4500
单次运力	0.35	1.20	2.17	3.53	5.88	8.23	10.58
周转次数	9.84	3.14	7.52	7.0	7.5	8	8
其它运量	16.08	14.51	21.33	22.8	21.86	22.11	22.40
自营罐车	0.39	2.84	0.72				
外协罐车	15.70	11.67	20.61				
运价 (元/吨)		376	377	441	464	497	513
集装箱		611	483	568	600	600	600
其它		315	296	304	300	300	300
毛利 (百万)		9	24	49	86	125	159
集装箱				42	79	118	152
其它				7	7	7	7
毛利率 (%)		12.9%	17.1%	23.4%	26.0%	27.1%	27.7%
集装箱				30%	30%	30%	30%
其它				10%	10%	10%	10%

资料来源: 公司公告、招商证券 (\*注: 16 年为估计值)

### 3) 三年业绩增长两倍

我们预测兆华领先 17/18/19 年收入为 20.53/27.57/35.15 亿元, 净利润 1.32/1.89/2.98 亿元, 同比分别增长 47.2%/42.5%/57.7%。

表 14: 兆华领先盈利预测

	2014	2015	2016*	2017	2018	2019
总收入	1099	1403	1346	2053	2757	3515
yoy		27.7%	-4.1%	52.5%	34.3%	27.5%
营业成本	1026	1221	1139	1741	2328	2965
毛利	73	182	208	312	428	550
销售费用	57	66	75	86	99	114
管理费用	11	21	25	29	33	38
财务费用	5	38	10	21	28	35
利润总额			98	177	269	363
所得税			8	32	48	65
净利润			90	145	220	298
管理层激励				12	31	
实际净利润				132	189	298
yoy				47.2%	42.5%	57.7%

资料来源: 公司公告、招商证券 (\*注: 16 年为估计值)

### (2) 三年业绩复合增速 80%，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级

综合考虑传统业务, 我们预测公司 17-19 年 EPS 为 0.48/0.63/0.87 元, 对应当前股价 PE 27.4/20.9/15.2X。沥青箱多式联运显著提升沥青供应链效率, 且极为适合中西部长距运输。公司以物流拉动贸易, 三年业绩复合增速 80%, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”

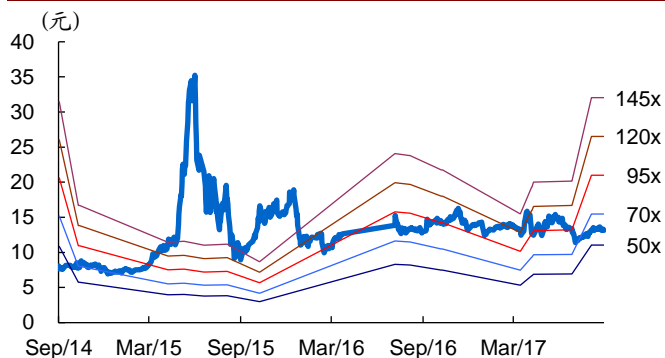
评级。

## 2、风险警示

- **沥青需求下降**: 沥青下游需求以道路建设为主, 若政府主导的公路建设投资减少, 则会对沥青需求产生不利影响。
- **铁路运费上调**: 基于和路局的良好合作关系, 公司能够获得铁路集装箱基准运价下浮政策; 若铁路货运持续回暖, 甚至运能紧张, 公司优惠运价存在不确定性。
- **业务多元化管理风险**: 龙洲股份传统业务为道路客运, 多元化发展能源销售、沥青供应链、汽车销售等业务, 业务较为复杂, 存在管理风险。

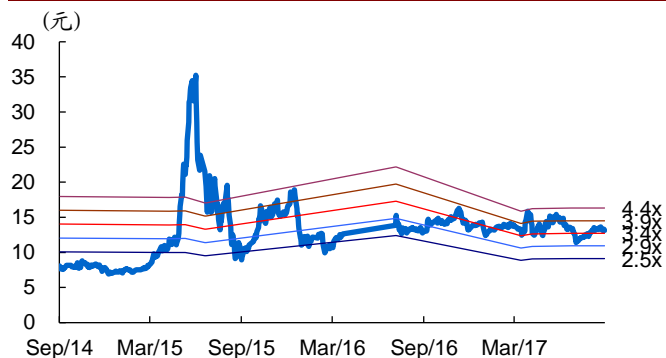
## 3、PE-PB Band

图 31: 龙洲股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 32: 龙洲股份历史 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

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2102	2487	3957	4263	4257
现金	694	503	1855	1849	1481
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	67	47	87	100	115
应收款项	462	514	658	756	870
其它应收款	183	106	196	226	259
存货	146	188	348	399	459
其他	549	1128	814	934	1074
<b>非流动资产</b>	1945	2182	2254	2315	2367
长期股权投资	114	126	126	126	126
固定资产	814	1177	1302	1411	1506
无形资产	445	476	429	386	347
其他	572	403	397	392	388
<b>资产总计</b>	<b>4046</b>	<b>4669</b>	<b>6211</b>	<b>6578</b>	<b>6624</b>
<b>流动负债</b>	2081	2354	2554	2769	2599
短期借款	739	875	420	420	0
应付账款	112	139	257	295	339
预收账款	39	44	80	92	106
其他	1191	1296	1797	1962	2154
<b>长期负债</b>	326	548	548	548	548
长期借款	8	177	177	177	177
其他	319	371	371	371	371
<b>负债合计</b>	<b>2407</b>	<b>2902</b>	<b>3102</b>	<b>3317</b>	<b>3147</b>
股本	269	269	375	375	375
资本公积金	508	506	1580	1580	1580
留存收益	588	620	772	912	1111
少数股东权益	274	372	382	394	411
归属于母公司所有者权益	1365	1394	2727	2867	3066
<b>负债及权益合计</b>	<b>4046</b>	<b>4669</b>	<b>6211</b>	<b>6578</b>	<b>6624</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	86	(106)	978	377	460
净利润	45	50	180	236	325
折旧摊销	161	161	228	239	248
财务费用	54	49	10	(13)	(18)
投资收益	(13)	(25)	0	0	0
营运资金变动	(162)	(356)	551	(97)	(112)
其它	1	14	9	12	17
<b>投资活动现金流</b>	(464)	(290)	(300)	(300)	(300)
资本支出	(272)	(333)	(300)	(300)	(300)
其他投资	(192)	43	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	484	235	674	(83)	(528)
借款变动	238	219	(470)	0	(420)
普通股增加	61	0	106	0	0
资本公积增加	215	(2)	1074	0	0
股利分配	(15)	(21)	(27)	(96)	(126)
其他	(15)	40	(10)	13	18
<b>现金净增加额</b>	<b>106</b>	<b>(161)</b>	<b>1352</b>	<b>(6)</b>	<b>(368)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2462	2378	4386	5040	5798
营业成本	2143	2029	3749	4299	4941
营业税金及附加	14	17	31	35	41
营业费用	38	56	144	159	176
管理费用	202	219	272	307	292
财务费用	40	33	10	(13)	(18)
资产减值损失	34	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	13	25	0	0	0
<b>营业利润</b>	3	32	181	253	367
营业外收入	91	73	50	50	50
营业外支出	7	12	0	0	0
<b>利润总额</b>	87	92	231	303	417
所得税	30	24	42	55	75
<b>净利润</b>	57	69	189	248	342
少数股东损益	12	18	9	12	17
<b>归属于母公司净利润</b>	45	50	180	236	325
<b>EPS (元)</b>	0.17	0.19	0.48	0.63	0.87

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	9%	-3%	84%	15%	15%
营业利润	-89%	1030%	469%	40%	45%
净利润	118%	12%	257%	31%	38%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.9%	14.7%	14.5%	14.7%	14.8%
净利率	1.8%	2.1%	4.1%	4.7%	5.6%
ROE	3.3%	3.6%	6.6%	8.2%	10.6%
ROIC	1.1%	1.5%	4.2%	5.1%	7.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.5%	62.2%	49.9%	50.4%	47.5%
净负债比率	18.8%	22.9%	9.6%	9.1%	2.7%
流动比率	1.0	1.1	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.9	1.0	1.4	1.4	1.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.5	0.7	0.8	0.9
存货周转率	13.9	12.1	14.0	11.5	11.5
应收帐款周转率	6.4	4.9	7.5	7.1	7.1
应付帐款周转率	24.8	16.1	18.9	15.6	15.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.17	0.19	0.48	0.63	0.87
每股经营现金	0.32	-0.40	2.61	1.01	1.23
每股净资产	5.08	5.19	7.27	7.65	8.18
每股股利	0.08	0.10	0.26	0.34	0.46
<b>估值比率</b>					
PE	78.7	70.1	27.4	20.9	15.2
PB	2.6	2.5	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	43.1	38.1	18.7	16.4	13.1

## 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、2015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、2015年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

**袁钉：**中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

## 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。