



东莞证券

DONGGUAN SECURITIES

客货运双核心的海西公路运输龙头企业

龙洲股份 (002682) 新股报告

交通运输

合理价格: 10.24-12.16 元

建议申购

风险评级: 一般风险

2012 年 6 月 1 日

投资要点:

- ◇ **公司基本情况:** 龙洲股份是福建省规模较大的道路运输企业。公司主要从事汽车客运、货运、客运站经营及与之相关的汽车销售与维修、成品油销售、交通职业教育与培训等业务。经营单位分布在福建省龙岩、南平两地区和江西省上饶市等19个县市(区)。
- ◇ **行业背景:** 福建省高速公路“十一五”累计完成投资1211.81亿元,年均增长44%,2012年计划完成高速公路建设投资480亿元。龙岩及南平分别处于海西区国家规划重点发展的闽粤赣、闽浙赣三省交界和海西西南翼、西北翼旅游产业集群,且该区域是典型的山地、丘陵地带,比较适合发展汽车运输业务。
- ◇ **竞争优势:** 1) 在龙岩、南平两地的客运市场占有绝对优势,在福建省内亦具备竞争优势;2) 公司班车客运与旅游客运已完全实现公司化经营;3) 产业链全面延伸,形成多个利润增长点;4) 公司成功的购并经验支撑公司外延发展;5) 形成较为完整的道路运输企业一体化信息平台。
- ◇ **募投项目:** 募集资金将用于客运、货运车辆投放、龙岩公路枢纽改造建设及武平物流中心建设。项目建成后,预期公司的盈利能力将有较大程度的提升。
- ◇ **估值情况:** 预测公司2012-2014年EPS分别为0.64元、0.73元、0.85元。我们参照业务与公司类似的上市公司估值水平,认为给予公司2012年市盈率16-19倍较为合理,对应价格为10.24-12.16元,建议申购。
- ◇ **风险提示:** 1) 快铁分流;2) 油价上涨。

公司主要财务指标预测表

单位(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,619.53	1,768.93	2,062.55	2,384.00
同比%	2.78	9.22	16.60	15.59
归属母公司净利润	189.27	102.80	117.36	135.83
同比%	81.49	-45.69	14.16	15.74
毛利率%	23.94	21.78	21.82	21.25
ROE%	26.65	8.48	9.12	10.76
每股收益(元)	1.18	0.64	0.73	0.85
每股净资产(元)	4.61	7.58	8.04	7.89

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

俞春燕

SAC 执业证书编号:

S0340511010001

研究助理: 黄秀瑜

电话: 0769-22119455

邮箱: hxy3@dgzq.com.cn

主要数据

发行价(元)	10.60
申购日期	2012-6-1
发行股份(万股)	4000
IPO 后总股本(万股)	16000
发行市盈率(倍)	22.08
申购上限(股)	20000
上限资金(万元)	21.2

估值与投资建议

募投项目分析：

公司拟公开发行4000万股新股，募集资金将全部投资于下列项目：

表 1：公司募投项目及资金使用进度表

项目名称	募集资金使用进度				合计 (万元)
	时间（月）	金额（万元）	时间（月）	金额（万元）	
客运车辆投放项目	1-12	4835.00	13-24	5670.00	10505.00
龙岩公路主枢纽改造建设项目	1-12	4905.55	13-24	4905.55	9811.10
货运车辆投放项目	1-12	2550.00	13-24	2550.00	5100.00
武平物流中心建设项目	1-12	5156.13	--	--	5156.13
总投资：	--	--	--	--	30572.23

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

1) 客运车辆投放项目：购买客运车辆189辆，其中76辆投放于公司计划新增的班线，113辆用于更新公司已有班线的车辆。新增班线的出发点针对客流量日益增加的当地旅游景点需求和日益增加的农村客运需求。

2) 龙岩公路主枢纽改造建设项目：在龙岩客运站原址上进行改造建设，募投项目实施后，龙岩公路主枢纽的产能将大幅增加，客流量难以在短期内达到设计产能，在项目运行初期存在产能利用率较低的风险。另外，除客运站的职能外，龙岩公路枢纽部分建筑面积将用于公司属下企业办及酒店、旅游集散中心运营场所。

3) 货运车辆投放项目：购买车辆100辆，其中专用货车70辆，工程车辆30辆。项目完成后，货车规模将达到190辆。项目针对的目标市场是龙岩本地的货物运输需求。

4) 武平物流中心建设项目：建设以公路运输为主，提供公路、铁路联运一体的第三方枢纽型物流中心，总建筑面积27228.48平方米，为海西重点项目。目标市场是针对武平及周边县市的生产制造、商贸流通及外贸进出口的物流需求。

盈利预测假设：

※ 募投项目按计划周期建设。

※ 随着公司逐步开发新线路、投放新的客运车辆，对农村客运市场加大投入，预计客运及站务收入继续保持平稳较快增长。

※ 货运业务随着车辆规模的扩张，收入规模在未来3年将有相对较快的增长。

※ 汽车与配件销售及维修业务收入在客货车新增投放的基础上能够保持相应的增长。

※ 产业链上的其他相关辅业将主要伴随公司客运、货运市场规模的扩张带来收入增加。

※ 武平物流中心将于2013年四季度建成并开始投产。

※ 公司除主营业务外的其他业务收入稳定。

公司主营业务具体分业务预测如下：

表 2：主营业务分业务预测结果

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
客运运输						
收入（万元）	45315.99	53963.14	63057.98	73462.55	88155.06	103582.19
增长率（%）		19.08%	16.85%	16.50%	20.00%	17.50%
毛利率（%）	37.60%	34.07%	32.41%	31.40%	30.40%	29.00%
毛利（万元）	17038.81	18385.24	20437.09	23067.24	26799.14	30038.84
货运运输						
收入（万元）	1953.99	3711.4	4989.17	6485.92	11026.07	15436.49
增长率（%）		89.94%	34.43%	30%	70%	40%
毛利率（%）	10.18%	13.51%	18.32%	18.00%	18.00%	16.00%
毛利（万元）	198.92	501.41	914.02	1167.47	1984.69	2469.84
站务经营						
收入（万元）	4707.97	5084.84	6145	7251.10	8556.30	10267.56
增长率（%）		8.00%	20.85%	18.00%	18.00%	20.00%
毛利率（%）	65.25%	65.27%	64.32%	64.30%	64.00%	63.00%
毛利（万元）	3071.95	3318.88	3952.46	4662.46	5476.03	6468.56
车辆管理费						
收入（万元）	499.17	382.3	40.88	40.88	49.056	58.8672
增长率（%）		-23.41%	-89.31%	0%	20%	20%
毛利率（%）	98.95%	98.64%	86.90%	87%	87%	86%
毛利（万元）	493.93	377.10	35.52	35.57	42.43	50.63
汽车与配件销售及维修						
收入（万元）	22420.04	26417.28	27587.10	28828.52	30846.52	32697.31
增长率（%）		17.83%	4.43%	5%	7%	6%
毛利率（%）	9.34%	9.85%	11.88%	10.00%	10.00%	9.80%
毛利（万元）	2094.03	2602.10	3277.35	2882.85	3084.65	3204.34
石油销售						
收入（万元）	12517.24	17614.85	22462.05	27179.08	32886.69	39464.02
增长率（%）		40.72%	27.52%	21%	21%	20%
毛利率（%）	11.94%	10.37%	8.37%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利（万元）	1494.56	1826.66	1880.07	2174.33	2630.93	3157.12
培训费收入						
收入（万元）	507.14	558.85	602.26	644.42	689.53	758.48
增长率（%）		10.20%	7.77%	7%	7%	10%
毛利率（%）	58.80%	36.65%	39.73%	39.50%	39.50%	36.80%
毛利（万元）	298.20	204.82	239.28	254.55	272.36	279.12
武平物流中心						
收入（万元）	--	--	--	--	1044.87	3134.62
增长率（%）	--	--	--	--		200.00%
毛利率（%）	--	--	--	--	40.00%	38.00%
毛利（万元）	--	--	--	--	417.95	1191.16
合计收入（万元）	87921.54	107732.66	124884.44	143892.47	173254.08	205399.54

增长率（%）		22.53%	15.92%	15.22%	20.41%	18.55%
合计毛利（万元）	24690.40	27216.21	30735.79	34244.45	40708.19	46859.60
综合毛利率（%）	28.08%	25.26%	24.61%	23.80%	23.50%	22.81%

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

公司除了以上主营业务外，还有部分收入来源于其他业务，主要包括房屋场地及设备租赁、建材销售、餐饮住宿等收入。我们粗略预计12-14年其他业务的年均收入为3.3亿元。综合测算，我们预计2012-2014年公司的总收入分别为17.69亿、20.63亿、23.84亿元，增长率为9.22%、16.6%、15.59%；归属于母公司的净利润分别为1.03亿、1.17亿、1.36亿元，增长率为-45.69%、14.16%、15.74%；对应EPS分别为0.64元、0.73元、0.85元。

12年公司的净利润出现负增长是因为11年公司实现大额房地产资产转让收益导致的，如以扣除房地产资产的备考利润表计算，11年净利润同比增长15.83%，12年的净利润仍同比增长17.47%。2013年后，募投项目逐步投产，公司收入和净利润的增速较为平稳。

预测如下表：

表 3：利润预测表

科目(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1,575.70	1619.53	1768.93	2062.55	2384.00
营业总成本	1,420.12	1489.72	1632.42	1900.76	2203.11
营业成本	1,205.15	1231.77	1383.58	1612.56	1877.45
营业税金及附加	47.73	47.73	52.13	60.78	70.26
销售费用	19	34.63	42.45	49.50	57.22
管理费用	124	139.36	134.08	168.30	188.34
财务费用	26	36.50	20.17	9.60	9.85
资产减值损失	(1)	-0.27	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	6	148.72	5.00	5.20	5.50
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6	148.72	5.00	5.20	5.50
其中 对联营和合营投资	2	2.91	0.00	0.00	0.00
营业利润	162	278.54	141.51	166.99	186.39
加 营业外收入	25	27.96	21.50	19.10	29.00
减 营业外支出	2	4.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	185	301.90	163.01	186.09	215.39
减 所得税	52	85.99	45.74	52.22	60.44
实际所得税率	28.07%	28.48%	28.06%	28.06%	28.06%
净利润	133	215.91	117.27	133.87	154.95
减 少数股东损益	29	26.64	14.47	16.52	19.12
归母公司所有者的净利润	104.29	189.27	102.80	117.36	135.83
最新总股本(万股)	16000.00	16000.00	16000.00	16000.00	16000.00
基本每股收益(元)	0.65	1.18	0.64	0.73	0.85
备考净利润	75.55	87.51	101.90	117.01	135.43

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

相对估值法

公司的主营业务涉及公路客运、货运、客运站经营及主业延伸的相关辅业，我们选取目前A股市场中业务与公司类似的上市公司进行估值参考，包括有：富临运业、江西长运、南京中北、宜昌交运四家公司。可比公司12年平均动态市盈率为18.42倍，13年的平均动态市盈率为17.07倍。我们认为给予公司2012年市盈率16-19倍较为合理，对应价格为10.24-12.16元。

表 4：可比公司估值

代码	简称	收盘价	总股本	EPS			PE		
		2012/5/30	(百万)	2011	2012	2013	2011	2012	2013
002357.SZ	富临运业	9.20	195.93	0.45	0.53	0.58	20.44	17.36	15.86
600561.SH	江西长运	9.51	185.72	0.68	0.74	0.80	13.99	12.85	11.89
000421.SZ	南京中北	5.93	351.68	0.25	0.22	0.23	23.72	26.95	25.78
002627.SZ	宜昌交运	13.70	133.50	0.78	0.83	0.93	17.56	16.51	14.73
行业平均							18.93	18.42	17.07

数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

投资建议

预测公司2012-2014年EPS分别为0.64元、0.73元、0.85元。我们参照业务与公司类似的上市公司的估值水平，可比公司12年的平均动态市盈率为18.42倍，13年的平均动态市盈率为17.07倍。我们认为给予公司2012年市盈率16-19倍较为合理，对应价格为10.24-12.16元，建议申购。

风险因素

- 1) 快铁开通后客运分流风险；
- 2) 油价上涨风险；
- 3) 自然灾害影响道路运输风险；
- 4) 特大道运输安全事故。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119430