

航运 III

李超

0755-82026813

lichao@cjis.cn

亚通股份

600692

中性

2008 年年报点评

公司今日公布了 2008 年业绩：营业收入 5.04 亿，同比增长 14.67%；净利润 2533 万，同比下滑 15.32%；扣除非经常性损益后的净利润为 318 万，同比减少 82.2%；基本每股收益 0.08 元，同比减少 23%。公司计划用资本公积金转增股本，每 10 股转增 1 股。业绩基本符合我们的预期。

投资要点：

- **公司核心的轮渡业务保持增长。**全年共运输旅客 808.29 万人次，比上年同期增长 5.4%；运输车辆 122.03 万辆次，比上年同期增长 3.5%。但随着崇明大开发，上海-崇明之间陆路交通系统的建设使公司轮渡业务面临被替代的风险。短期而言，即将竣工的东线工程（上海浦东-长兴岛-崇明岛）对公司旅客分流有限，加之公司投资 3800 万元建造的 1 艘大型高速客轮已于 2008 年 12 月底出厂，预计对运量也会有一定刺激作用。长期而言，随着西线工程的开工和轨道交通往崇明岛的延伸，轮渡业务最终将淡出市场，公司主业面临转型压力。
- **旅游业务收入翻倍，但基数还比较低。**作为战略转型的一种努力，公司积极投身于崇明生态旅游，2008 年旅游业务收入同比增长 106%，但基数还很低，仅占公司主营收入的 2%。随着崇明开发的深入和隧桥工程的通车，预计旅游业务将保持高增长。
- **房地产业务有望从明年开始陆续为公司贡献营业收入。**公司控股的近 10 万平方米的“崇明新城 24 号地块”商品房项目有望在 2010 年开始逐渐转化为收入，为公司业绩提供新的增长点。
- **燃油价格上涨和财务费用增加导致了公司 2008 年扣除非经常性损益后的净利润出现大幅下滑。**2008 年平均油价比 2007 年增长 21.17%，导致运输业务毛利率下降 2%。另外由于公司投资“崇明新城 24 号地块”房地产项目，银行借款增加，财务费用比去年增加 112%。
- **维持公司“中性”的投资评级。**我们预计公司 2009-2011 年的营业收入分别为 5.3 亿、7.1 亿和 8.8 亿；归属于母公司的净利润分别为 2700 万、4000 万和 5500 万，基本每股收益分别为 0.08、0.13 和 0.17 元，年均增长 29%。公司短期估值已充分反映各种利好预期，维持“中性”的投资评级。考虑到崇明大开发的机遇，建议投资者长期关注。

6-12 个月目标价： --

当前股价： 9.61 元

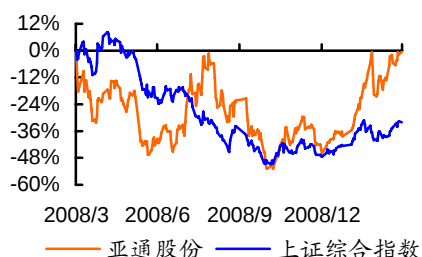
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2373.21
总股本(百万)	320
流通股本(百万)	232
流通市值(亿)	22
EPS (TTM)	0.08
每股净资产 (元)	1.82
资产负债率	45.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
亚通股份	26.78	88.80	31.28
上证综合指数	13.94	30.34	3.46



相关报告

《亚通股份-在战略转型中重塑企业价值》
2009-3-2

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	504	526	706	881
同比(%)	15%	4%	34%	25%
归属母公司净利润(百万元)	25	27	40	55
同比(%)	-15%	7%	49%	37%
毛利率(%)	16.1%	17.3%	19.0%	20.0%
ROE(%)	4.8%	4.9%	6.8%	8.5%
每股收益(元)	0.08	0.08	0.13	0.17
P/E	121.34	113.79	76.17	55.58
P/B	5.86	5.57	5.19	4.75
EV/EBITDA	45	36	30	25

资料来源：中投证券研究所

一、公司各项业务结构及盈利能力

公司传统业务以申崇、苏崇航线的轮渡运输为主。目前公司拥有 35 艘船舶和 6 个港口,平均每天进出 260 多个航次。2008 年旅客市场占有率达到 75%,车辆的市场占有率达到 80%。

2007 年和 2008 年公司运输业务在主营收入中的比重分别为 75%和 67%,贡献了 85%和 73%的毛利;旅游业务仅开始起步,在公司主营业务中的比重仅在 2%左右。农业、工程、广告、销售酒店等对公司收入和利润贡献很小,房地产业务还未形成销售收入。

表 1: 公司业务结构及毛利率

主营业务类别	2007 年		2008 年		同比变化	
	收入 (百万元)	毛利率	收入 (百万元)	毛利率	营业收入	毛利率
运输	326.35	20.05%	332.50	17.98%	1.89%	-2.07%
旅游	5.55	8.43%	11.44	12.86%	106.04%	4.43%
其他	104.59	10.37%	155.20	13.12%	48.39%	2.75%
总计	436.50	17.58%	499.15	16.35%	14.35%	-1.23%

资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 1: 2007 年公司主营收入构成

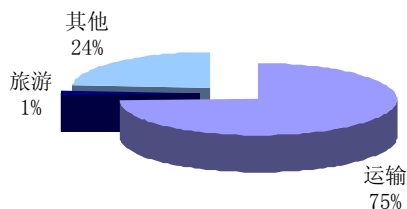
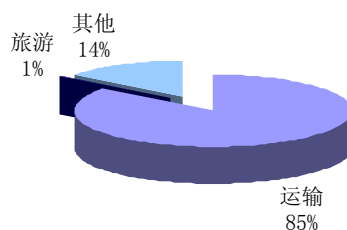


图 2: 2007 年毛利构成



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 3: 2008 年公司主营收入构成

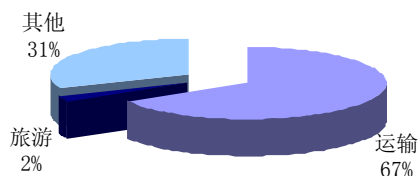
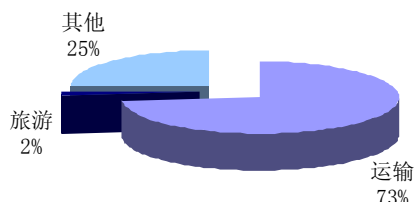


图 4: 2008 年毛利构成



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

二、盈利预测假设

运输业务增长开始进入向下拐点。今年下半年崇明岛越江隧桥通车后，开始对公司渡轮业务产生分流影响，但这种分流主要是针对摆渡车辆。我们分析在越江隧桥西部通道没有建成前，运输业务随着崇明开发的推进，未来两年还能有微弱增长，我们假定 2009-2011 年的增速分别为 4%、3%和 1%。

旅游业务有望步入快速发展周期。随着崇明岛开发的推进和交通设施的逐步完善，我们分析崇明岛的旅游将步入快速发展阶段，在 2008 年旅游业务收入翻倍的基础上，我们假定 2009-2011 年的增速保持在 30%左右。

房地产业务有望从明年开始陆续为公司贡献营业收入。公司重点投入的崇明新城 24 号地块预计今年会开工，并在明年开始形成销售收入。我们假定这个项目分成三期开发，从 2010 到 2012 年销售。目前崇明岛的商品房价格在 8000 元/平方米左右，开发成本约 6000 元/平方米，我们在评估这个项目的获利能力时，采取了这一数据，并假定 2010-2011 年分别销售 2 万平米和 4 万平米。

表 2：公司盈利预测主要假设

	2008	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入(百万元)	499.15	520.54	700.17	874.47
(1)运输业务(百万元)	332.50	345.80	356.18	359.74
(+/-%)	1.89%	4.00%	3.00%	1.00%
(2)旅游业务(百万元)	11.44	14.87	19.34	25.14
(+/-%)	106.04%	30.00%	30.00%	30.00%
(3)崇明新城 24 号地块(百万元)	--	--	160.00	320.00
-- 销售单价(元/平方米)	--	--	8,000	8,000
-- 销售面积(平方米)	--	--	20,000	40,000
(4)其他收入	155.20	159.86	164.66	169.60
(+/-%)	48.39%	3.00%	3.00%	3.00%
二、主营业务毛利率(%)	16.35%	17.50%	19.20%	20.18%
(1)运输业务	17.98%	22.00%	22.00%	22.00%
(2)旅游业务	12.86%	15.00%	15.00%	15.00%
(3)崇明新城 24 号地块	--	--	25%	25%
(4)其他	13.12%	8.00%	8.00%	8.00%

资料来源：中投证券研究所

三、可比行业估值水平

表 3: A 股航运类上市公司估值水平

股票代码	公司名称	股价 (09/31)	P/E				P/B			
			2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
600692.SH	亚通股份	7.58	81.05	80.96	69.43	43.17	4.85	4.58	4.30	3.91
600026.SH	中海发展	11.74	8.50	6.52	7.27	7.07	2.41	1.86	1.58	1.31
600087.SH	长航油运	5.86	10.93	14.45	13.42	9.09	1.30	2.03	1.76	1.43
600428.SH	中远航运	9.63	5.87	8.52	15.28	10.70	1.89	3.32	2.92	2.60
601872.SH	招商轮船	5.74	22.96	11.98	15.92	11.96	2.25	1.95	1.82	1.64
601919.SH	中国远洋	11.79	5.75	5.58	11.66	12.19	2.68	1.75	1.58	1.38
中值			8.50	8.52	13.42	10.70	2.25	1.95	1.76	1.43

资料来源: Wind、中投证券研究所

表 4: A 股旅游类上市公司估值水平

股票代码	公司名称	股价 (09/31)	P/E				P/B			
			2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
002159.SZ	三特索道	6.9	19.17	46.00	28.75	18.40	1.43	2.08	1.94	1.76
600138.SH	中青旅	10.52	20.23	32.45	24.27	20.61	1.80	2.10	1.80	1.52
600258.SH	首旅股份	15.91	30.09	28.21	29.76	26.11	3.53	3.31	3.07	2.79
中值			20.23	32.45	28.75	20.61	1.80	2.10	1.94	1.76

资料来源: Wind、中投证券研究所

表 5: A 股地产类上市公司估值水平

股票代码	公司名称	股价 (09/31)	P/E				P/B			
			2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
000002.SZ	万科 A	8.28	11.34	17.48	15.90	12.89	1.94	2.73	2.38	2.03
600048.SH	保利地产	22.01	16.93	22.45	18.34	14.66	2.26	3.56	3.24	2.74
000069.SZ	华侨城 A	13.18	19.97	29.29	22.83	17.90	3.50	3.35	2.83	2.30
000024.SZ	招商地产	22.37	13.84	30.07	23.47	18.30	2.39	2.57	2.40	2.21
000402.SZ	金融街	9.09	13.37	22.58	18.84	16.43	2.08	1.65	1.52	1.44
600208.SH	新湖中宝	7.81	32.54	29.61	21.21	16.09	3.67	4.39	4.82	3.87
600383.SH	金地集团	10.94	8.35	15.99	12.64	11.93	1.09	1.89	1.68	1.50
601588.SH	北辰实业	4.63	46.30	29.68	20.54	16.08	1.90	1.71	1.55	1.44
002244.SZ	滨江集团	13.78	13.64	22.73	16.45	13.42	5.69	4.61	3.80	2.77
600325.SH	华发股份	16.39	13.43	19.97	17.37	14.19	2.63	2.67	2.37	2.07
000718.SZ	苏宁环球	9.55	21.70	15.20	8.27	5.56	6.01	4.12	2.39	1.65
600748.SH	上实发展	11.75	47.00	23.59	18.16	10.53	4.82	1.34	2.28	2.08
600675.SH	中华企业	10.87	16.27	21.86	18.53	14.55	3.40	2.92	2.46	1.57
600007.SH	中国国贸	9.04	31.48	25.68	20.79	18.05	2.27	2.07	1.89	1.78
600266.SH	北京城建	13.17	36.26	21.69	17.68	16.39	2.90	2.59	2.28	2.03
中值			16.93	22.58	18.34	14.66	2.63	2.67	2.38	2.03

资料来源: Wind、中投证券研究所

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	424	520	711	974
现金	91	199	413	699
应收账款	6	8	11	13
其它应收款	9	9	12	15
预付账款	4	4	6	7
存货	305	300	270	240
其他	9	0	0	0
非流动资产	649	617	558	510
长期投资	134	134	134	134
固定资产	324	331	282	234
无形资产	15	15	14	14
其他	175	137	127	128
资产总计	1073	1137	1269	1485
流动负债	466	506	597	751
短期借款	387	400	450	500
应付账款	3	4	6	7
其他	77	101	141	244
非流动负债	26	23	23	23
长期借款	20	20	20	20
其他	6	3	3	3
负债合计	492	529	620	774
少数股东权益	57	57	57	63
股本	320	320	320	320
资本公积	93	93	93	93
留存收益	112	139	179	234
归属母公司股东权益	525	552	592	647
负债和股东权益	1073	1137	1269	1485

现金流量表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-145	108	177	247
净利润	25	27	40	61
折旧摊销	42	47	50	50
财务费用	31	20	18	15
投资损失	-11	-14	-5	-5
营运资金变动	-231	46	65	127
其它	-2	-17	9	-2
投资活动现金流	-69	23	5	5
资本支出	72	0	0	0
长期投资	-14	0	0	0
其他	-11	23	5	5
筹资活动现金流	61	-23	32	35
短期借款	40	13	50	50
长期借款	-16	0	0	0
普通股增加	29	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	8	-36	-18	-15
现金净增加额	-154	108	214	286

资料来源：中投证券研究所

利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	504	526	706	881
营业成本	423	436	572	705
营业税金及附加	13	14	18	23
营业费用	0	1	1	1
管理费用	45	47	64	79
财务费用	31	20	18	15
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	11	14	5	5
营业利润	-2	23	38	63
营业外收入	31	10	10	10
营业外支出	2	2	1	1
利润总额	28	32	47	72
所得税	3	5	7	11
净利润	25	27	40	61
少数股东损益	-0	0	0	6
归属母公司净利润	25	27	40	55
EBITDA	71	90	107	129
EPS (元)	0.08	0.08	0.13	0.17

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	14.7%	4.3%	34.2%	24.7%
营业利润	-105.7	1371.9	65.3%	64.1%
归属于母公司净利润	-15.3%	6.6%	49.4%	37.1%
获利能力				
毛利率	16.1%	17.3%	19.0%	20.0%
净利率	5.0%	5.1%	5.7%	6.3%
ROE	4.8%	4.9%	6.8%	8.5%
ROIC	3.9%	6.4%	10.4%	23.3%
偿债能力				
资产负债率	45.8%	46.5%	48.9%	52.2%
净负债比率	86.08%	79.43%	75.75%	67.14%
流动比率	0.91	1.03	1.19	1.30
速动比率	0.26	0.44	0.74	0.98
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.48	0.59	0.64
应收账款周转率	72	74	76	74
应付账款周转率	97.72	126.95	113.56	110.37
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.08	0.13	0.17
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.45	0.34	0.55	0.77
每股净资产(最新摊薄)	1.64	1.73	1.85	2.02
估值比率				
P/E	121.34	113.79	76.17	55.58
P/B	5.86	5.57	5.19	4.75
EV/EBITDA	45	36	30	25

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李超, 中投证券研究所交通运输行业分析师。南京大学管理学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434