

2009 年 12 月 06 日

海峡股份 (002320.SZ)

——南海客滚运输的领军者

目标价格(人民币): 33.00-35.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	33.60
发行 A 股数量(百万股)	31.60
总股本(百万股)	118.00
国金水上运输指数	3193.63
沪深 300 指数	3643.49
中小板指数	5669.77



公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.501	0.818	1.089	0.919	1.132	1.396
净利润增长率	N/A	63.33%	33.15%	12.58%	23.17%	23.37%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	17.28	35.97	8.85	15.31	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.7	N/A	N/A
净资产收益率	24.73%	34.18%	39.47%	8.56%	9.54%	10.53%
每股净资产(元)	2.02	2.39	2.76	10.73	11.87	13.26
已上市流通 A 股(百万股)	N/A	N/A	N/A	39.50	39.50	39.50
总股本(百万股)	118.00	118.00	118.00	157.50	157.50	157.50

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司为南海客滚船运输的龙头企业, 有极强的盈利能力:
 - ◆ 公司市场份额多年稳居南海客滚船运输市场首位; 公司 77% 的收入来自于海口-海安航线, 预计 2009 年该航线毛利率高达 54%;
 - ◆ 公司经营海安线收入中的 75% 来自于车辆运载, 航线上车辆均重以每年约 2%-3% 的速度增加, “计重收费”模式有助公司在运量和航次不变的情况下获得更高的收益;
 - ◆ 海安线中运价采取成本+市场定价模式, 成本累计涨幅 5% 即可申请提价, 公司对成本增加的转嫁能力极高;
 - ◆ 市场准入门槛极高, 广东/海南海办原则上不再批准新航运企业进入海安线。目前客滚轮运输一般由港口代理统一价格统一售票的模式, 经营海安线的企业之间出现价格战的可能极低, 将能保持目前的毛利率水平。
- 公司的发展空间广阔, 充足的资本有助拓展多元化业务:
 - ◆ 公司未来两年将有 3 艘新船进入海安线, 将提升车辆和旅客运载能力 27% 和 72%;
 - ◆ 公司改造北海线船舶项目主要针对中高端旅客及来往车辆, 预计增加车辆和旅客运载能力 13% 和 8.7%, 实现收入和毛利的同步提升;
 - ◆ 公司制定“一机两辅”的长期发展战略, 以现有客滚运输业务为主机, 进而发展上下游的物流领域和开发海南的海上旅游项目, 目的成为综合性客滚运输企业。我们认为, 公司目前拥有充足的资本开展多元化业务, 为未来盈利水平打开上升空间。
- 我们预计公司 09-11 年可实现收入 4.68, 5.52, 6.91 亿元, 同比增速 3.7%, 18.0% 和 25.3%; 归属母公司净利润 1.45, 1.78, 2.20 亿元, 同比增长 12.6%, 23.2%, 23.4%。根据 DCF 估值, 我们给予海峡股份合理价值区间为 33-35 元, 相对应 2010 年 PE 值为 29.2-30.9 倍。

李光华

(8621)61038319
ligh@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

- 风险提示：1) 预计 2020 年建成的琼州海峡跨海通道将分流部分旅客和车辆流量；2) 政策的变化或改变市场竞争格局；3) 油价的短期波动

内容目录

公司概况和行业地位	4
公司概况	4
南海客滚轮运输行业概况	4
极高的准入门槛和稳定的经营环境	4
南海客滚轮市场仍有广阔的发展空间	5
公司经营分析 - 背靠海口港的区域行业龙头	6
海安线是公司“黄金航道”	8
战略布局广州线，经营不佳但影响极小	10
北海线未来收入和毛利有望稳定增长	11
船舶升级有助提升近未来 3 年盈利水平，长期发展依赖业务多元化	11
募投项目分析	11
长期战略 - 综合性客滚运输企业	12
未来三年盈利预测	12
股票估值和定价	14
风险提示	15

图表目录

图表 1：发行前后公司股本结构	4
图表 2：客滚运输价值链	4
图表 3：海南经济增长速度高于全国水平，受经济危机影响小	5
图表 4：海南省部分农产品产量*	5
图表 5：海口市 08 年蔬菜产量减少近 5%	5
图表 6：日本客滚轮发展历史	6
图表 7：公司主要航线为海安线，北海线和广州线	6
图表 8：二代和三代客滚船比较（2008 年，万元）	7
图表 9：公司运力统计及预测	7
图表 10：我们认为公司总体毛利率在未来将维持稳定	8
图表 11：超过 89%收入来自于海安线（09 年中期）	8
图表 12：近 100%毛利来自于海安线（2008 年）	8
图表 13：海安线运价水平逐年提升	9
图表 14：预计 09 年该航线毛利超过 50%	9
图表 15：公司多年来海安线市场份额始终保持稳定	9
图表 16：目前海安线上的企业和运力比较	9
图表 17：2008 年海安线运输车型结构	10

图表 18：广州-海口航线车/客运量不断萎缩	10
图表 19：广州线毛利短期内难以转正	10
图表 20：广州线收入主要来自于车辆运输	11
图表 21：08/09 年受奥运和船舶整修影响航次	11
图表 22：北海线收入构成	11
图表 23：公司募投项目分析	12
图表 24：海口至海安线 3 艘客滚船项目	12
图表 25：募集资金项目投入运营后公司总体运能将大幅提升	12
图表 26：椰城二号改造项目意在吸引中高端旅客及车辆	12
图表 27：各航线运量预测	13
图表 28：各航线收入预测	13
图表 29：各航线毛利预测	14
图表 30：DCF 估值	14

公司概况和行业地位

公司概况

- 公司主要经营以海南省为中心的国内沿海及近洋汽车、旅客、货物运输，现在开辟有海口 - 海安、海口 - 北海和海口 - 广州 3 条客滚运输航线。
- 公司现拥有客滚船 15 艘、普通客船 2 艘。总吨位 53590 吨，总载货吨 12367 吨、总载车量 564 车位、总载客量 8309 客位。公司市场份额多年来稳居南海客滚运输市场前列。
- 公司控股股东海南港航控股有限公司为海南省最大的港口航运类综合性国有企业。海口市国资委持有港航控股 95.44% 的股权，是公司的实际控制人。

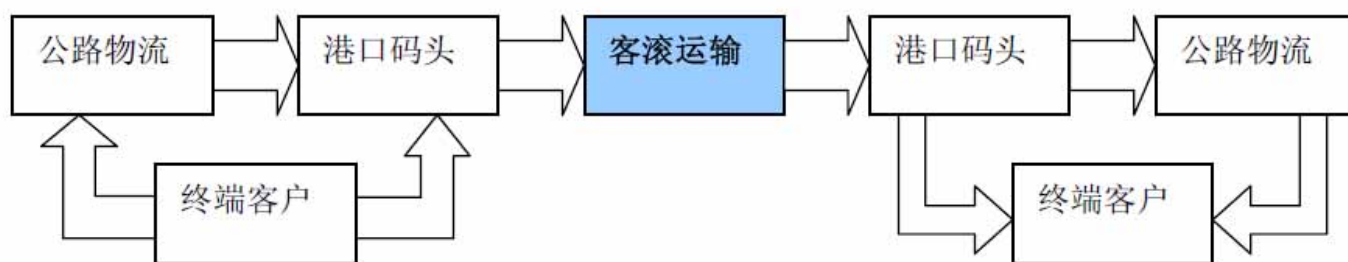
图表1：发行前后公司股本结构

项 目	发 行 前		发 行 后	
	股份（股）	比例（%）	股份（股）	比例（%）
港航控股（SS）	88,516,182	75.01%	84,620,711	53.73%
盐田港	25,783,831	21.84%	25,783,831	16.37%
中海海盛	1,233,329	1.05%	1,233,329	0.78%
海口外代（SS）	1,233,329	1.05%	1,178,800	0.75%
邢雯璐	1,233,329	1.05%	1,233,329	0.78%
全国社保基金理事会	--	--	3,950,000	2.51%
社会公众股	--	--	39,500,000	25.08%
合 计	118,000,000	100.00%	157,500,000	100.00%

来源：国金证券研究所，公司招股书，*SS（国有法人股）

南海客滚轮运输行业概况

图表2：客滚运输价值链



来源：国金证券研究所，公司招股书

极高的准入门槛和稳定的经营环境

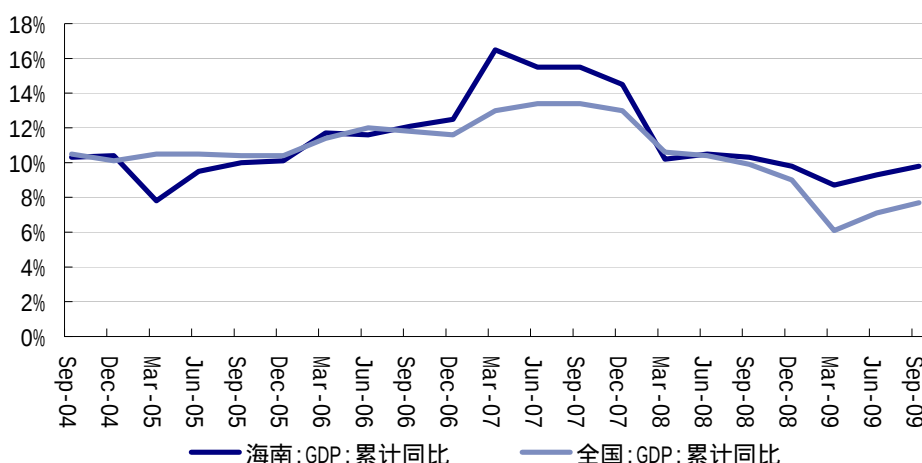
- 南海区域上航线较少，运力高度集中于海安航线。目前该航线上有船舶 50 艘，前三大运营商市场份额占比超过 77%，集中度较高。海安线为公司的主要收入来源。
- 为维护航线的安全和稳定，行业的准入壁垒极高，未来再有新入竞争者的可能性不高，从而保证了该行业的垄断特性。目前广东/海南省海峡办原则上不再批准新增航运企业和运力加入海安线，而是鼓励现有企业进行船舶的改造和更新，航线经营环境相对稳定。
- 经营海安线上的运力是固定的，现有企业不得随意从其他航线调配运力到该航线，而其他区域的运营商也不得未经批准跨区经营。

- 为了保证港区作业的安全和有序，目前客滚轮运输一般由港口代理统一价格统一售票的模式，经营海安线的企业之间出现价格战的可能极低。

南海客滚轮市场仍有广阔的发展空间

- **海南为典型海岛型经济。**海南社会生产的总产品中 45%需要运输到岛外，同时岛内生产/生活用品中约 45%需要从岛外入口。历年来海运承担着 98%以上的货运量和 40%左右的客运量，而客滚运输则占海南进出岛货运总量的三分之一。
- 海南经济发展受经济危机影响较少，第二产业比例已由 2003 年一季度的 23.8%上升到 09 年三季度的 28.5%。海南工业化的进程有望逐渐拉动物流和海运的需求。

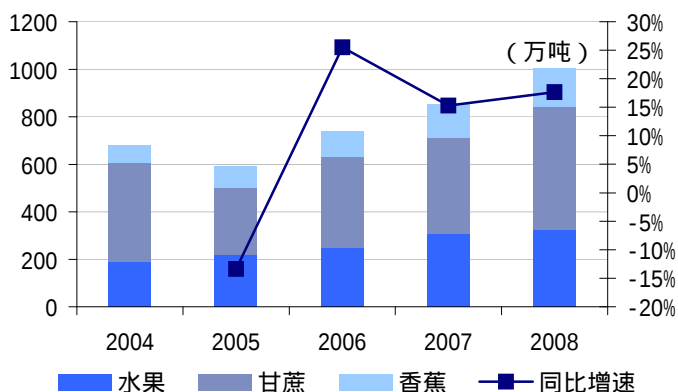
图表3：海南经济增长速度高于全国水平，受经济危机影响小



来源：国金证券研究所，WIND

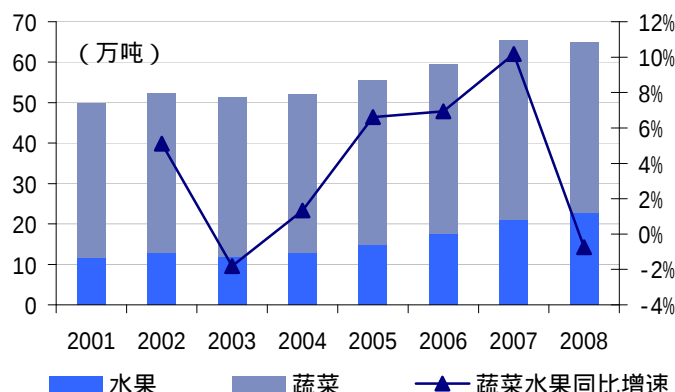
- 在耕地面积几乎没有变化的情况下，海南蔬菜水果产量持续增加，显示其生产效率在逐渐提高。而蔬菜水果作为海安线主要运输的物种，其产量的提升为航线上运量的稳定增长奠定基础。

图表4：海南省部分农产品产量*



来源：国金证券研究所，WIND，海口市统计局，*08 年受季节影响的农产品主要为蔬菜

图表5：海口市08 年蔬菜产量减少近5%



- 我们认为南海客滚轮行业仍处于起步阶段，有广阔的发展空间。目前，客滚轮仅仅是满足旅客日常交通运输的需求，针对旅游和高端客户群的服务仍未展开，增值服务收入为 0。在这里我们可以借鉴一下日本客滚轮行业的发展历史：

图表6：日本客滚轮发展历史

阶段	时间	事件
1	1968-1975	长途客滚船开始崛起，但仅限于渡轮性质
2	1976-1985	豪华客滚船出现，主要针对中高端客户
3	1986-1995	运营商开启豪华游轮服务，针对高端旅客
4	1996-2005	行业开始分化，部分运营商针对低端市场，简化船舱并以自动售卖机代替服务员，降低成本
5	2005-现在	开通日本至韩国，俄罗斯，中国等国际游轮航线

来源：国金证券研究所

公司经营分析 - 背靠海口港的区域行业龙头

- 公司主要经营以琼州海峡为中心的南海客滚运输市场。公司收入来自于海口至海安，北海和广州的航线，其中海安线占收入和净利的 89%和 100%。

图表7：公司主要航线为海安线，北海线和广州线



来源：国金证券研究所

- 公司的主要控股股东为港航控股，公司利用其与关联方的关系，在海口港和海口新港设立独立售票窗口，专门负责销售公司经营的航线。与原售票方式相比，独立售票模式能使现金直接进入公司账号，减少大股东侵占公司利益的可能，加快现金回收速度。

- 公司 09 年底至 2011 年将陆续替换海安线的三艘老旧客滚船和新增一艘豪华客滚船，我们预计其运载能力将进一步提高，而毛利则能维持甚至高于目前水平，我们预计未来两年该航线毛利率在 53%-54% 附近。
- 公司在船舶装备方面相比起竞争对手有明显的优势。据公司介绍，目前其竞争对手 70% 的船为二代船，运营效率低，舒适度不能满足旅客需求。而公司近期投产的均为三代船，在运载量和成本方面均比二代船有大幅改善，并且更能吸引更多的旅客。

图表8：二代和三代客滚船比较（2008 年，万元）

船舶名称	资产原值	收入	成本及税金	营业利润	毛利率
信海 3号（二代）	1,895	1,640	845	795	48.5%
信海 4号（二代）	1,891	1,605	879	726	45.2%
信海 12号（三代）	5,346	5,228	2,512	2,716	51.9%
信海 16号（三代）	6,349	6,263	2,535	3,728	59.5%

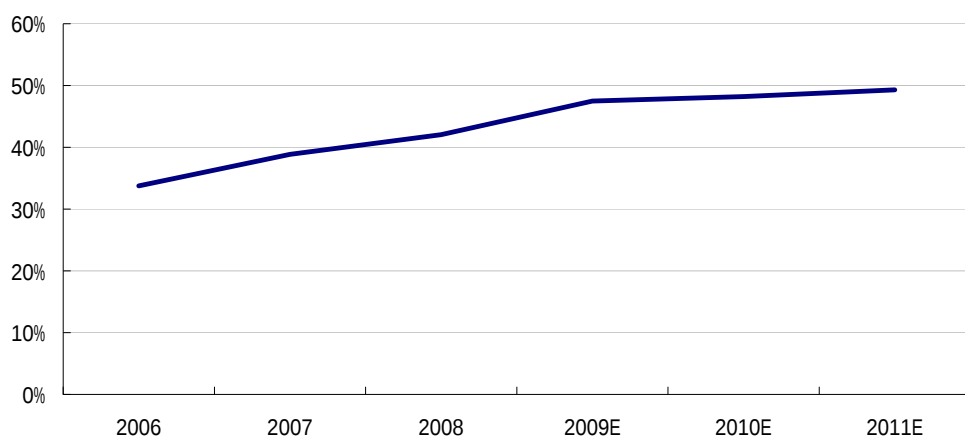
来源：国金证券研究所，公司招股书

图表9：公司运力统计及预测

2006年运力情况	船舶数量（艘）	船舶载重量（吨）	车位（辆）	客位（位）
海安航线	15	7,587	357	6,743
广州航线	1	2,724	105	680
北海航线	2	1,220	77	600
2007年运力情况	船舶数量（艘）	船舶载重量（吨）	车位（辆）	客位（位）
海安航线	14	8,807	382	7,311
广州航线	1	2,724	105	680
北海航线	2	1,220	77	600
2008年运力情况	船舶数量（艘）	船舶载重量（吨）	车位（辆）	客位（位）
海安航线	14	8,807	382	7,311
广州航线	1	2,724	105	680
北海航线	2	1,220	77	600
2009年运力	船舶数量（艘）	船舶载重量（吨）	车位（辆）	客位（位）
海安航线	14	8,807	382	7,311
广州航线	1	2,724	105	398
北海航线	2	1,220	77	600
2010E年运力	船舶数量（艘）	船舶载重量（吨）	车位（辆）	客位（位）
海安航线	13	11,015	379	7,710
广州航线	1	2,724	105	398
北海航线	2	1,220	83	672
2011E年运力	船舶数量（艘）	船舶载重量（吨）	车位（辆）	客位（位）
海安航线	15	16,723	450	9,309
广州航线	1	2,724	105	398
北海航线	2	1,220	83	672

来源：国金证券研究所，公司招股书

图表10：我们认为公司总体毛利率在未来将维持稳定

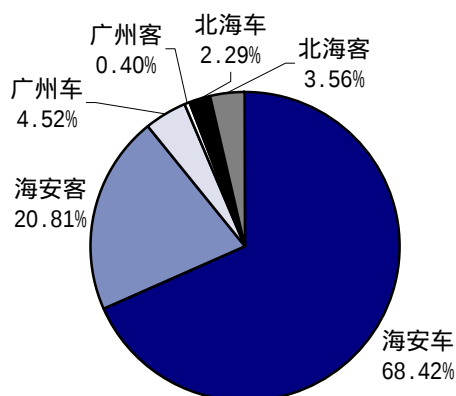


来源：国金证券研究所，招股说明书

海安线是公司“黄金航道”

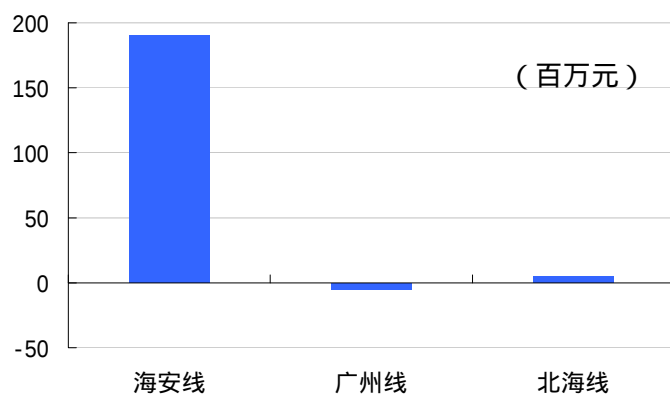
- 根据公司发布 09 年中期数据，公司超过 89% 的收入和近 100% 的利润来自于海安线，其中车辆收入占航线收入的 76.7%，且毛利在稳定的上升。

图表11：超过 89% 收入来自于海安线（09 年中期）



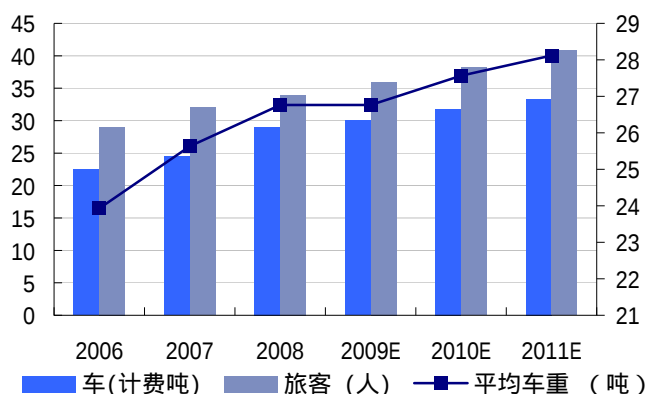
来源：国金证券研究所，公司招股书

图表12：近 100% 毛利来自于海安线（2008 年）



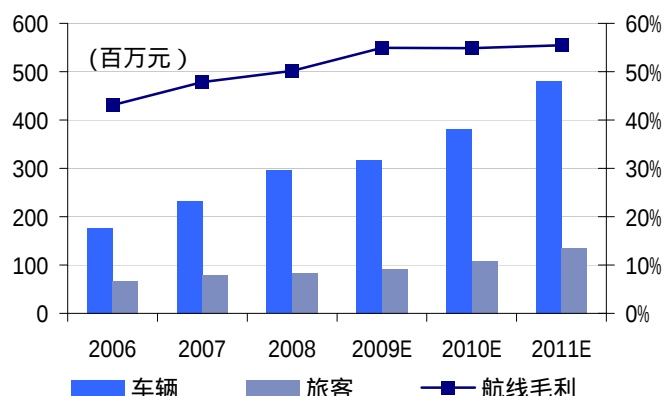
- 海安线的定价模式为成本+市场定价。当成本（燃油，人工，折旧等）涨幅超过 5% 的时候，公司即可申请提升运价，该航线毛利率受成本变化影响较小。涨价申请一旦通过，航线中的其他企业也将一同涨价，始终维持统一的价格水平。
- 运输车辆实行“计重收费”模式，运价的逐年提高大大提升了该航线的盈利水平。同时，随着公路运输的发展，航线上的车辆呈现大型化的趋势。07 和 08 年每辆车重量分别增加 7% 和 4%，因此在 08 年航次减少 1.6% 的情况下，车辆运量（总重量）仍然增长 3%。单车重量增加和计重收费的模式有利于该航线收入和毛利的同步提升。

图表13：海安线运价水平逐年提升



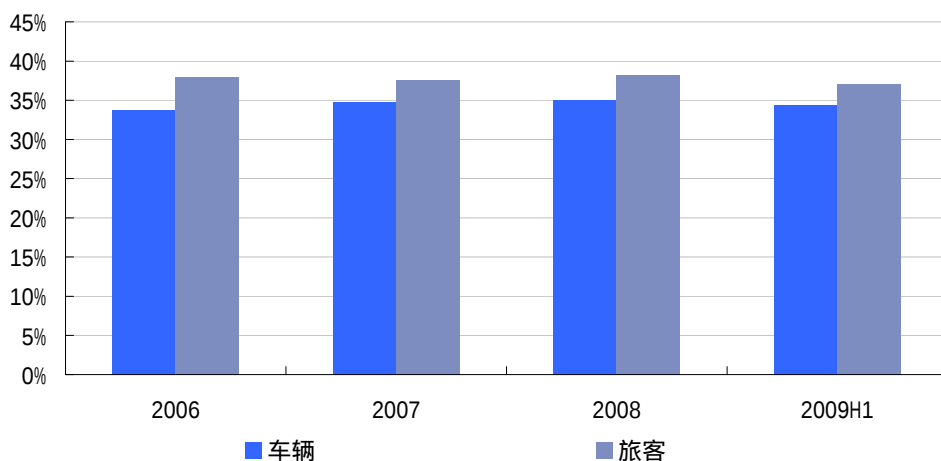
来源：国金证券研究所，公司招股书

图表14：预计09年该航线毛利超过50%



- 公司在海安线上市场份额多年来始终处于龙头地位。由于政府对航线的监管，海安线上自2000年至今仅新增两艘客滚轮，其中包括公司的信海12号。截至09年中，公司分别占海安线车辆和旅客运输的34%和37%的市场份额。公司通过替换老旧船舶，投入新型船舶，海安线毛利率从06年的43.1%提高到08年的50.2%。

图表15：公司多年来海安线市场份额始终保持稳定



来源：国金证券研究所，招股说明书

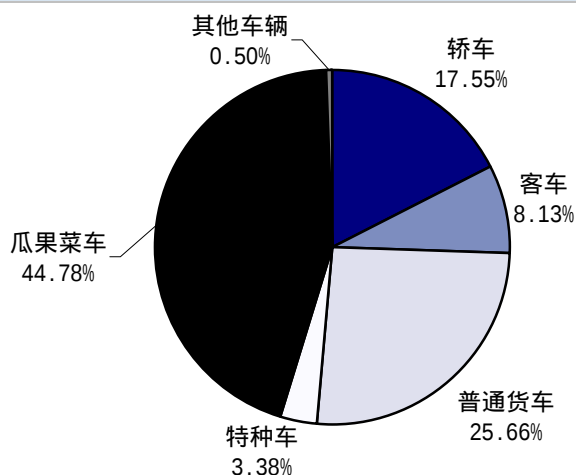
图表16：目前海安线上的企业和运力比较

公司	船舶数量(艘)	比例	船舶总吨(吨)	比例	车位(辆)	比例	客位(位)	比例
海南海峡航运股份有限公司	14	28%	36,655	26.22%	382	28.96%	7,311	33.73%
粤海铁路有限责任公司	2	4%	28,762	20.58%	250	18.95%	2,720	12.55%
广东省湛江航运集团有限公司	10	20%	24,468	17.51%	200	15.16%	3,973	18.33%
徐闻县海运有限公司	8	16%	14,926	10.68%	189	14.33%	2,092	9.65%
广东省双泰运输集团公司	12	24%	29,219	20.90%	220	16.68%	4,948	22.81%
海口市能运船务有限公司	3	6%	3,191	2.28%	55	4.17%	234	1.08%
海南祥隆船务有限公司	1	2%	2,553	1.83%	23	1.75%	400	1.85%
合计	50	100%	139,774	100%	1,319	100%	21,678	100%

来源：国金证券研究所，招股说明书

- 目前海安线上运输的车辆主要以瓜果菜车和轿车为主。由于瓜果菜有明显的季节性，因此公司的收入也呈现前高后低的走势。上半年运输量和收入占全年总收入约55%-60%。

图表17：2008 年海安线运输车型结构

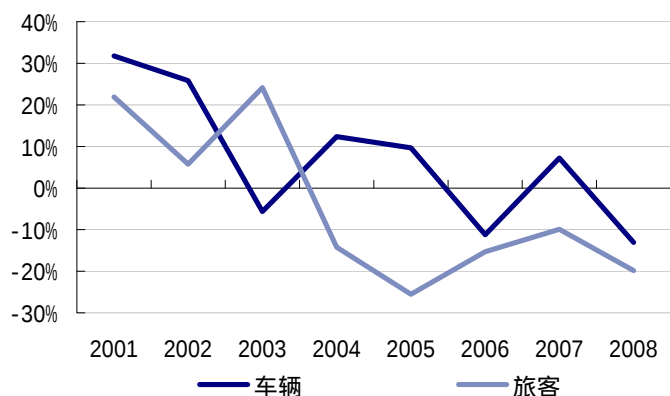


来源：国金证券研究所，公司招股书

战略布局广州线，经营不佳但影响极小

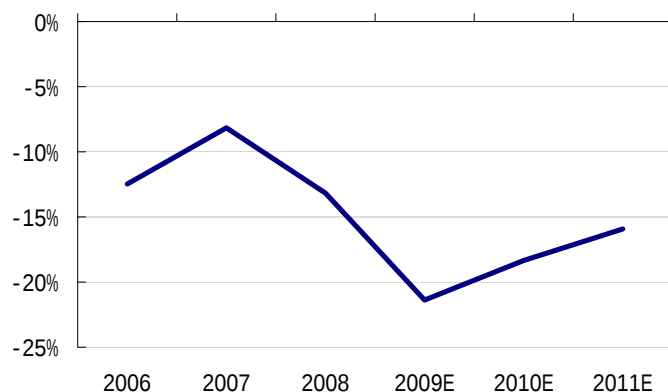
- 该航线占公司收入仅 7.6%，08 年亏损 489 万元，相对于公司 1.9 亿元的毛利来说影响不大。
- 由于该航线航程较远（320 海里，18 小时），燃油成本占其总成本约 50%，毛利率受燃油波动影响较大。
- 目前该航线上仅海峡航运一家公司从事运营，其竞争对手主要为粤海铁路客运和航空客运。
- 广州线受粤海铁路客运和航空客运的影响，导致公司自 04 年开始在该航线的客运量开始萎缩。而且由于公司在航线上投放的船舶（1 艘，椰香公主，1986）相对老旧，不能满足旅客需求。
- 公司以战略目的为考虑，在该航线上保留和培养高级人才，并计划适时更新船舶，推出南海高端旅游运输业务。

图表18：广州-海口航线车/客运量不断萎缩

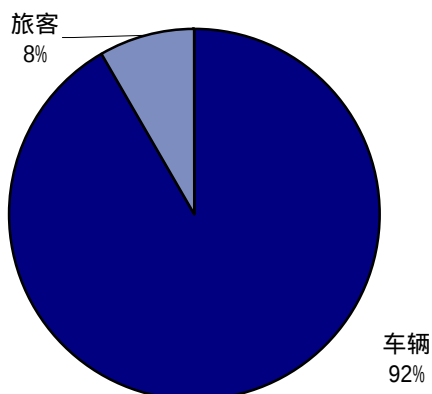


来源：国金证券研究所，招股说明书

图表19：广州线毛利短期内难以转正

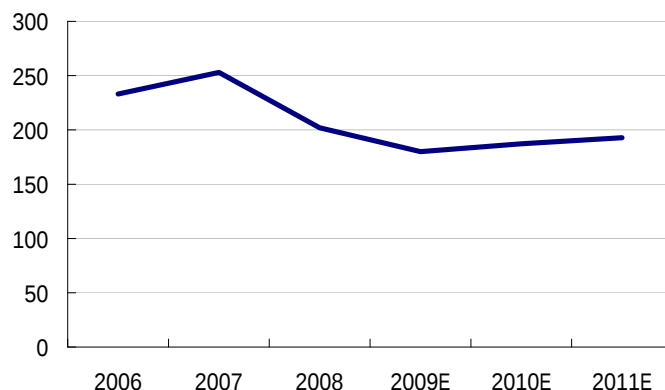


图表20：广州线收入主要来自于车辆运输



来源：国金证券研究所，招股说明书

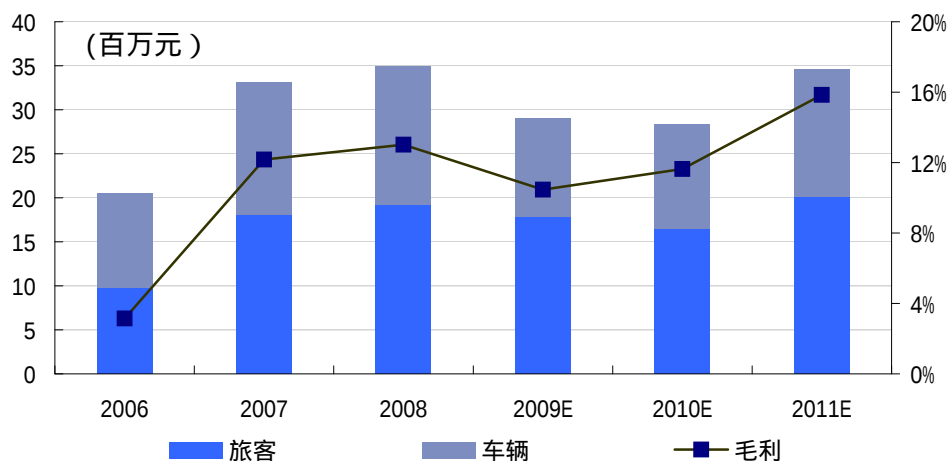
图表21：08/09 年受奥运和船舶整修影响航次



北海线未来收入和毛利有望稳定增长

- 该航线中仅两家企业在运营，其中公司占车辆和旅客运输量市场份额约 50%。相比其竞争对手，公司的船舶较新，特别是在使用募集资金进行船舶改造后，公司的竞争优势更为明显。
- 北海线为具有旅游性质的航线，09 年中期北海线上的客运收入占比超过 60%，成为其收入的主要来源。约 85% 的旅客来自于旅游团，剩余的 15% 为散客。
- 北海线上运载车辆同样采用“计重收费”的模式，因此车辆的大型化同样会有利于公司盈利和毛利的提升。
- 我们预计该航线将受惠于经济的复苏，带动旅客人数的增长，我们预计在 2010 年船舶改造后，2011 年该航线的收入将有较强劲的反弹。

图表22：北海线收入构成



来源：国金证券研究所，招股说明书

船舶升级有助提升近未来 3 年盈利水平，长期发展依赖业务多元化

募投项目分析

本次发行募集资金扣除发行费用后，在投资分配如下：1) 更新海口至海安航线 3 艘客滚船项目，总投资 40,500 万元，计划建设周期 2 年；2) 改造海口至北海航线“椰城二号”客滚船项目，总投资 2,600 万元，计划建设周期 3 个月。

图表23：公司募投项目分析

序号	项目名称	总投资（万元）	建设周期
1	更新海口至海安航线 3艘客滚船项目	40,500.00	2年
2	改造海口至北海航线“椰城二号”客滚船项目	2,600.00	3个月
合计		43,100.00	

来源：国金证券研究所，公司招股书

- 在海安线 3 艘客滚船中，其中海峡 1 号为快速豪华船，将是海安航线未来航速最快、且专门针对中高端客户的第一艘快速豪华客滚船，提供具有旅游特色的舒适、休闲、快速的海上运输综合服务，是航线上迈向客滚轮第二阶段的首次尝试。

图表24：海口至海安线 3 艘客滚船项目

序号	船舶名称	规模	抗风等级
1	海峡 1号	30 车/600 客	7级
2	宝岛 16	41 车/999 客	8 级
3	宝岛 19	41 车/999 客	8 级

来源：国金证券研究所，公司招股书

图表25：募集资金项目投入运营后公司总体运能将大幅提升

项目	投入前	投入后	增长量	增长比例
车运量（万辆次/年）	40.51	51.31	10.8	26.66%
客运量（万人次/年）	307.78	527.78	220	71.48%

来源：国金证券研究所，公司招股书

- “椰城二号”的改造项目将有利于吸引中高端旅客和更多的车辆。在改造项目中，该船增加了一等和二等客舱的房间和客位数，而减少了三等客舱的数量。同时，船上新增 60 个司机卧铺。

图表26：椰城二号改造项目意在吸引中高端旅客及车辆

客舱等级	客房数量	客位数	客房数量	客位数	增加客位
一等 A(2人房)	4	8	2	4	4
一等 B(2人房)	6	12	2	4	8
二等(4人房)	58	232	42	168	64
三等(8人房)	6	48	14	112	-64
司机卧铺		60			60
客位合计	74	360	60	288	72

来源：国金证券研究所，公司招股书

长期战略 - 综合性客滚运输企业

- 公司按照其“一体两翼”的发展战略，以现有客滚运输业务为主机，进而发展上下游的物流领域和开发海南的海上旅游项目。
 - ◆ 公司正在研究及准备西沙游，环岛游和海口-三亚游等海上旅游线路，未来发展前景广阔。据公司介绍，如果项目正式开展，政府审批仅需半年时间，并将以租入游轮的方式，减少初期投资和降低风险。
 - ◆ 公司计划逐步介入客轮运输的上下游服务领域，包括客滚码头，公路运输以及陆上物流园，实现公司在客滚运输领域一体化运作。
 - ◆ 公司计划逐步切入环北部湾的客滚轮业务，同时开拓环北部湾的集装箱/干散货运输，进一步丰富公司的业务品种。

未来三年盈利预测

图表27：各航线运量预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
运量						
海安线						
车辆	327734	369120	380345	395226	435697	512379
YoY		12.6%	3.0%	3.9%	10.2%	17.6%
-吨/辆	24	26	27	27	28	28
YoY		7%	4%	0%	2%	2%
运载吨	7842058	9461656	10179326	10577580	12010546	14406890
YoY		21%	8%	3%	14%	20%
旅客	2319613	2477788	2459787	2562251	2824625	3321759
YoY		7%	-1%	3%	10%	18%
广州线						
车辆	22058	23693	20581	17280	18690	20021
YoY		7%	-13%	-16%	8%	7%
旅客	44249	39812	31914	17100	19562	19142
YoY		-10%	-20%	-46%	14%	-2%
北海线						
车辆	8532	11246	9474	7553	6965	8731
YoY		32%	-16%	-20%	-8%	25%
-吨/辆	31	30	33	30	31	31
YoY		-5%	12%	-11%	7%	2%
运载吨	267636	334109	314192	222923	213803	273362
YoY		25%	-6%	3%	-4%	28%
旅客	89643	135905	122655	112073	104329	123577
YoY		52%	-10%	-9%	-7%	18%

来源：国金证券研究所

图表28：各航线收入预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总收入（百万）	299.88	384.30	450.91	467.70	551.72	691.03
YoY		28.2%	17.3%	3.7%	18.0%	25.3%
海安线						
车辆	176.45	231.81	295.20	317.33	381.94	481.05
YoY		31.4%	27.3%	7.5%	20.4%	25.9%
旅客	67.27	79.29	83.63	92.24	107.79	135.63
YoY		17.9%	5.5%	10.3%	16.9%	25.8%
合计	243.72	311.10	378.83	409.64	489.93	616.94
YoY		27.6%	21.8%	8.1%	19.6%	25.9%
广州线			7.55%			
车辆	29.09	36.23	34.04	26.75	29.80	32.88
YoY		24.5%	-6.0%	-21.4%	11.4%	10.3%
旅客	6.59	3.62	3.13	2.45	2.85	2.85
YoY		-45.1%	-13.7%	-21.8%	16.7%	-0.2%
合计	35.69	40.09	37.11	28.98	32.77	35.83
YoY		12.3%	-7.4%	-21.9%	13.1%	9.3%
北海线						
车辆	10.71	15.03	15.71	11.15	11.33	15.21
YoY		40.4%	4.5%	-29.0%	1.7%	34.2%
旅客	9.77	18.08	19.26	17.93	17.69	23.05
YoY		85.0%	6.5%	-6.9%	-1.3%	30.3%
合计	20.48	33.11	34.97	29.08	29.03	38.27
YoY		61.7%	5.6%	-16.8%	-0.2%	31.8%

来源：国金证券研究所

图表29：各航线毛利预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
毛利	101.21	149.32	189.62	222.12	265.99	340.81
YoY		47.5%	27.0%	17.1%	19.7%	28.1%
海安线	105.02	148.81	190.08	225.09	268.87	342.12
YoY		41.7%	27.7%	18.4%	19.4%	27.2%
广州线	-4.45	-3.27	-4.89	-6.19	-6.01	-5.71
YoY		-26.5%	-49.4%	-26.8%	3.0%	5.0%
北海线	0.64	4.03	4.55	3.04	3.43	4.71
YoY		526.4%	13.0%	-33.2%	12.7%	37.4%

来源：国金证券研究所

- 2009 年底公司将淘汰两艘旧船并投入一艘新船，预计 2010-11 年航线毛利率将小幅提升；
- 公司将在 2010 年改造一艘北海线的船舶，耗时 3 个月，该航线盈利的改善将在 2011 年开始体现；
- 2010 年-2011 年将有三艘新船投放，包括 1 艘针对中高端市场的豪华客滚轮，收入和毛利率将进一步提升；
- 公司在完成募集资金项目的投资后仍有大量富余现金，加上其极低的负债率，我们认为公司日后有充足的资本投资新项目提升盈利水平。鉴于长期项目的不确定性，我们未把这部分业务对业绩的影响算入盈利预测；
- 我们模型中预测旅客和车辆的增长速度并未考虑海南国际旅游岛计划的影响。

股票估值和定价

- 关键假设：无风险收益率为 3.53%，市场风险溢价为 6.47%；行业 beta 值为 1.2；永久增长率为 2%；
- 根据 DCF 估值，采取 WACC 和 FCFE 贴现两种方法得到公司的绝对价值分别为 32.69 和 32.65。鉴于公司的行业地位以及有充足的资本进行扩张，我们给予海峡股份合理价值区间为 33-35 元。

图表30：DCF 估值

II、WACC

每股价值	32.69											
企业值	5,264.74											
股票价值	5,148.74											
会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	

FCF	22.00	-64.59	58.89	274.01	501.06	576.66	653.21	736.05	788.82	841.23	9,365.45
PV(FCF)	19.79	-52.27	42.87	179.45	295.20	305.62	311.43	315.69	304.35	291.98	3,250.63

III、FCFE贴现

每股价值	32.65											
企业值	5,142.81											
股票价值	5,142.81											
会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	

FCFE	-26.21	-66.40	58.11	274.18	502.09	578.50	655.82	739.37	792.80	845.82	9,282.44
PV(FCFE)	-23.55	-53.60	42.15	178.71	294.05	304.42	310.08	314.11	302.63	290.10	3,183.72

来源：国金证券研究所

风险提示

- **琼州海峡跨海通道的影响**：预计在 2020 年通车，将对公司主要收入来源海口-海安线造成影响，分流部分车辆。
- **政策风险**：公司极高的毛利率和成本转嫁能力依赖于政府对市场准入的控制，政策的改变或改变行业竞争格局。
- **油价短期波动风险**：虽然公司能提价对冲成本的增加，但是油价的波动过大造成提价不及时将影响公司短期的毛利率。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	300	385	451	468	552	691
增长率		28.0%	17.3%	3.7%	18.0%	25.3%
主营业务成本	-199	-235	-261	-246	-286	-350
% 销售收入	66.1%	61.1%	57.9%	52.5%	51.8%	50.7%
毛利	102	150	190	222	266	341
% 销售收入	33.9%	38.9%	42.1%	47.5%	48.2%	49.3%
营业税金及附加	-10	-13	-15	-16	-19	-24
% 销售收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%
营业费用	0	0	0	0	0	-1
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-19	-25	-32	-30	-36	-45
% 销售收入	6.3%	6.5%	7.1%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润（EBIT）	73	112	143	175	210	271
% 销售收入	24.3%	29.1%	31.7%	37.4%	38.1%	39.2%
财务费用	-6	-5	-6	3	10	10
% 销售收入	2.0%	1.3%	1.4%	-0.6%	-1.8%	-1.5%
资产减值损失	-1	-9	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	67	98	136	178	221	281
营业利润率	22.1%	25.4%	30.3%	38.0%	40.0%	40.7%
营业外收支	0	9	21	8	8	8
税前利润	66	106	157	186	229	289
利润率	22.0%	27.6%	34.9%	39.7%	41.4%	41.9%
所得税	-7	-10	-29	-41	-50	-69
所得税率	10.7%	9.2%	18.2%	22.0%	22.0%	24.0%
净利润	59	97	129	145	178	220
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	59	97	129	145	178	220
净利率	19.7%	25.1%	28.5%	30.9%	32.3%	31.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	59	97	129	145	178	220
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	24	33	26	28	34	46
非经营收益	6	2	6	-5	-6	-6
营运资金变动	-13	23	1	1	-3	-5
经营活动现金净流	76	155	162	169	204	256
资本开支	-39	-50	-28	-135	-252	-180
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-39	-50	-28	-135	-252	-180
股权募资	0	0	0	1,220	0	0
债权募资	-25	-7	24	-83	0	1
其他	-39	-59	-92	-4	-2	-2
筹资活动现金净流	-65	-66	-68	1,133	-2	-1
现金净流量	-28	39	65	1,167	-50	74

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	5	43	108	1,276	1,226	1,299
应收款项	48	26	25	28	33	41
存货	8	9	9	8	9	12
其他流动资产	1	3	2	4	4	5
流动资产	62	81	144	1,316	1,272	1,357
% 总资产	17.4%	20.5%	31.4%	75.3%	65.9%	62.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	291	312	314	419	635	768
% 总资产	82.5%	78.9%	68.2%	24.0%	32.9%	35.6%
无形资产	0	0	0	10	20	30
非流动资产	291	315	316	432	658	800
% 总资产	82.6%	79.5%	68.6%	24.7%	34.1%	37.1%
资产总计	353	396	460	1,748	1,930	2,158
短期借款	46	31	83	0	0	0
应付款项	4	10	8	8	9	11
其他流动负债	11	11	10	17	20	24
流动负债	61	52	102	24	28	35
长期贷款	53	61	33	33	33	34
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	114	113	135	57	61	69
普通股股东权益	239	282	326	1,691	1,869	2,089
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	353	396	460	1,748	1,930	2,158

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.501	0.818	1.089	0.919	1.132	1.396
每股净资产	2.025	2.393	2.760	10.734	11.866	13.262
每股经营现金净流	0.645	1.310	1.370	1.075	1.293	1.623
每股股利	0.282	0.450	0.720	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	24.74%	34.19%	39.47%	8.56%	9.54%	10.53%
总资产收益率	16.76%	24.41%	27.92%	8.28%	9.23%	10.19%
投入资本收益率	19.32%	27.20%	26.44%	7.92%	8.63%	9.71%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	27.98%	17.26%	3.73%	17.96%	25.25%
EBIT增长率	N/A	53.52%	27.39%	22.57%	20.23%	28.89%
净利润增长率	N/A	63.33%	33.15%	12.58%	23.17%	23.37%
总资产增长率	N/A	12.18%	16.40%	279.67%	10.43%	11.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.6	33.7	18.8	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	7.8	13.7	12.8	12.0	12.0	12.0
应付账款周转天数	3.3	10.3	12.4	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	208.9	170.4	178.4
偿债能力						
净负债/股东权益	39.33%	17.29%	2.30%	-73.52%	-63.81%	-60.57%
EBIT利息保障倍数	12.3	21.9	22.7	-62.2	-20.6	-26.4
资产负债率	32.23%	28.60%	29.26%	3.28%	3.18%	3.20%

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

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：

行业优化平均市盈率中，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。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。