

海峡股份(002320.sz)

主业整合步伐超预期，收入结构实现帕累托改进

杨志清 研究员

电话: 021-68815254

eMail: yzq3@gf.com.cn

整合步伐超预期，“两岸”合作范围超预期

海峡股份与徐闻县港航控股签订成立合资公司协议，同时徐闻县县政府与海南港航控股签订两项框架协议。点评如下：

(1) 广东徐闻港航控股有限公司与海南海峡航运有限公司合作成立粤琼海峡快线船务有限公司。

双方承诺一期投入 2 艘高速豪华客滚船，后续将会进一步增加运力投放，这预示双方将通过快线船务逐步完成整合。

(2) 徐闻县政府与海南港航控股有限公司共同建设徐闻县南山码头以及海安港旅游码头。

广东徐闻县计划将海安客滚码头搬迁至南山码头与海口新港形成对接，传统的海安客滚运输航线将沿两港运行。海安客滚码头搬迁后，海安港将建成旅游码头并与海口秀英港形成对接，开辟豪华滚装船、水翼船以及水上飞机等旅游运输快线旅游客运码头。

我们认为海南港航控股极有可能“控股”或者“一参一控”南山码头和海安旅游码头，这将有利于 (1) 增加港航控股对海安航线的控制力，从而有利于海峡股份对市场的整合 (2) 旅游码头建设将有助于提高高速豪华客滚船的收益水平。

收入结构实现帕累托改进

海安航线 75% 的收入来源于车量运输，快线船务——“动车”的开通将有效引领需求分级，满足游客以及私家车的差异化需求，通过运价以及运输效率的提高，实现收入结构的帕累托改进。

竞争优势进一步加强，收购步伐可能加快

(1) 船舶高速、舒适化是海安线发展趋势。不能及时进行船舶更新换代将影响竞争力。

(2) 海安快线定点定班式运营将有效吸引客流和私家车需求；小公司生存空间进一步被挤压。

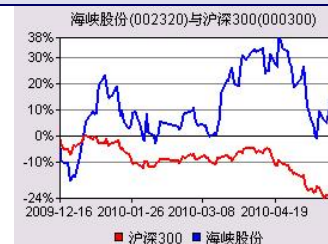
(3) 预计随着海峡股份对两岸码头控制力的逐渐加强，小份额公司率先接受并购。

公司评级

买入

当前价格(元)	42.50
目标价格(元)	71.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-13.73%	12.98%	15.67%
沪深 300	-13.20%	-13.44%	1.03%

股票数据

总股本(万股)	20,475.00
流通 A 股 (万股)	5,135.00
主要股东:	
	海南港航控股有限公司
主要股东持股比例	41.33%
流通 A 股比例	25.08%

财务比率

ROE	8.10%
ROA	15.85%
资产负债率	4.38%
每股净资产(元)	10.74

2009 年报数据。

目录索引

一、主业整合步伐超预期	3
（一）联手广东湛江航运集团，提升客运收入	3
（二）参股/控股海安港旅游码头和徐闻县南山码头	3
二、垄断力加强，收购步伐可能加快	4

一、主业整合步伐超预期

海峡股份与徐闻县港航控股签订成立合资公司协议。同时徐闻县县政府与海南港航控股签订两项框架协议：（1）徐闻县政府与海南港航控股有限公司共同建设徐闻县南山港码头。（2）徐闻县与海南港航控股有限公司合作建设海安港旅游码头。

（一）联手广东湛江航运集团，提升客运收入

广东徐闻港航控股有限公司与海南海峡航运有限公司合资成立粤琼海峡快线船务有限公司（下称快线船务），其中海峡股份持股比例为51%，徐闻县港航控股持股比例为49%。

徐闻港航控股有限公司是广东省湛江航运集团独资控股企业。湛江航运集团共拥有10艘客滚船，约占南海市场份额的11.08%。截止目前湛江航运集团已将其拥有的5艘客滚船注入徐闻县港航控股，其余将逐步注入。

快线船务首先订造2艘高速豪华客滚船投入海安航线，分别替换双方的一艘客轮（预计海峡股份替换已报废的信海9号），以定点定时，对等发班的形式运营，以后根据市场情况将进一步增加运力投入。这预示双方将通过快线船务逐步完成整合。

高速客滚船将大幅度改造客运的收益水平，2006-2009年海安航线客运收入占比约25%，主要原因是装载率不足，全年平均客运装载率约为35%，而车量装载率则达75%以上。我们认为快线船务的开通将有效提升客运装载率，理由有两个：（1）速度快，定时。高速客滚船横渡海安线用时仅为1个小时，相比普通客滚船缩短1/3，可以认为是海安航线的“动车”。（2）定班，减少旅客的等待成本，将有效满足高端旅客的需求和私人自驾车需求。

根据公司公告中预测的收入数据，我们预计两艘客滚船每天完成约10个航次（5班），客运装载率达到50%以上，运价45元/人，增长25%。

按照公司持股51%的份额计算，合资公司将贡献归属于母公司的净利润2060万，贡献母公司EPS为0.1元。

（二）参股/控股海安港旅游码头和徐闻县南山码头

我们认为港航控股参股/控股海安码头和徐闻县南山码头的行为将增大海峡股份对海安航线的控制力，加速整合市场步伐。

为了贯彻海南国际旅游岛建设，海安港的客滚码头将进行搬迁，并计划将海安港建成旅游码头与海口的秀英港形成对接，开辟豪华滚装船、水翼船以及水上飞机等旅游运输快线旅游客运码头。

而海安港传统的客滚运输码头将搬迁至徐闻县南山码头与海口的新港形成对接，传统的“海口——海安”客滚运输航线将沿“海口新港——南山港”运行。

我们认为（1）有利于海峡股份整合市场。海南港航控股参与两个码头的建设，极有可能“控股”或者“一参一控”这两个码头，这都将增加港航控股对海安航线的控制力，从而有利于海峡股份对市场的整合。（2）

有利于提高高速豪华客滚运输船收益水平。两岸专用旅游码头的建设更有利于吸引对旅游舒适性和娱乐性要求高的旅客，为公司高速豪华客滚船带来更多的客源需求。

二、垄断力加强，收购步伐可能加快

公司所控制运力规模在不断扩大。公司与广东湛江航运集团的合作将增大公司所控制的运力规模；大股东海南港航控股参股/控股海安码头和南山码头将大幅度提高公司对海安航线码头的控制力。

海安线的客滚船正在向第三代发展，舒适、安全、快速成为新的标杆。高速豪华客滚船进入市场后将进一步细分市场，主要面向对时间以及旅行舒适度要求高的旅客和自驾游。小公司的生存空间进一步被挤压。

综上，我们认为随着海峡股份竞争力的加大，未来整合市场的步伐将加快。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	1384.29	1271.26	1608.56	1736.78	
应收账款	16.97	28.57	45.28	39.14	
预付款项	2.00	1.86	2.33	2.42	
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	1.77	0.44	3.47	1.45	
存货	9.09	9.83	12.54	11.38	
流动资产合计	1414.14	1311.96	1672.18	1791.17	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	235.93	366.10	409.06	438.50	
在建工程	114.63	164.63	159.63	209.63	
无形资产	0.03	0.03	0.04	0.04	
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产	2.09	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	355.43	531.78	569.74	649.18	
资产总计	1769.56	1843.73	2241.92	2440.35	
短期借款	0.00	0.00	201.80	0.00	
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	8.12	8.57	11.16	9.94	
预收款项	3.59	4.11	6.16	7.43	
应付职工薪酬	6.70	6.46	7.93	8.32	
应交税费	0.97	3.18	3.22	4.81	
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	22.57	0.35	5.30	3.18	
流动负债合计	54.88	147.13	233.55	33.61	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.02	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	54.90	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	77.46	147.13	233.55	33.61	
负债合计	157.50	147.13	233.55	33.61	
股本	1284.23	204.75	204.75	204.75	
资本公积	56.29	1236.98	1236.98	1236.98	
盈余公积	194.08	0.00	0.00	0.00	
未分配利润	0.00	254.87	566.64	965.01	
少数股东权益	1769.56	0.00	0.00	0.00	
负债股东权益总计	10.74	1843.73	2241.92	2440.35	
每股净资产(元)	10.74	8.29	9.81	8.29	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	481.16	551.52	826.41	996.19	
营业成本	254.70	264.07	312.12	333.77	
营业税金及附加	15.84	18.15	27.19	32.77	
销售费用	1.70	2.76	4.13	4.98	
管理费用	35.26	44.12	66.11	79.69	
财务费用	4.63	0.00	6.63	6.63	
资产减值损失	1.23	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业利润	167.79	222.43	410.22	538.33	
营业外收入	4.38	13.00	0.00	0.00	
营业外支出	0.12	0.00	0.00	0.00	
利润总额	172.05	235.43	410.22	538.33	
所得税费用	35.01	51.80	98.45	139.97	
净利润	137.04	183.64	311.77	398.37	
归属于母公司净利润	137.04	183.64	311.77	398.37	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
EPS(元)	0.87	0.90	1.52	1.95	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	176.22	193.40	339.99	457.65	
投资活动现金流量	-66.40	-195.28	-75.00	-121.00	
筹资活动现金流量	1165.98	-111.16	72.32	-208.43	
现金及现金等价物净增加额	1275.80	-113.04	337.31	128.21	
期末现金余额	1384.29	1271.26	1608.56	1736.78	
每股经营活动现金流(元)	1.12	0.97	1.66	2.08	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入增长率	2008	2009E	2010E	2011E	
营业利润增长率	6.71%	14.62%	49.84%	20.54%	
毛利率	22.98%	32.56%	84.42%	31.23%	
营业利润率	47.06%	52.12%	62.23%	66.49%	
净利率	34.87%	40.33%	49.64%	54.04%	
净资产收益率	28.48%	33.30%	37.73%	39.99%	
总资产收益率	8.10%	10.82%	15.52%	16.55%	
流动比率	7.74%	9.96%	13.91%	16.32%	
资产负债率	6266.85%	891.69%	715.97%	5328.51%	
所得税税率	4.38%	7.98%	10.42%	1.38%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

海峡股份(002320)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。