

海峡股份(002320.sz)

提价如期来到, 2010 年业绩亮点在于“量”

杨志清 研究员 张亮 研究助理

电话: 021-68828417 电话: 021-68815254

eMail: yzq3@gf.com.cn

客运价提高 7.35%, 车运价平均提高 3.35%

公司公告计划客运价上提 2 元/客, 上提幅度为 7.35%, 车运价上提 1 元/吨, 平均上提幅度为 3.35%。我们有如下三点点评:

(1) 按照 2009 年的运量测算, 提价给公司带来的收入增长约为 682 万元。如果考虑 2010 年运量的增长, 提价带来收入增量约为 764 万元。

(2) 提价完全可以覆盖成本上涨; 从历史数据来看, 公司运价提升带来的收入增加完全可以覆盖成本的上涨。由于公司从事的是带有公用事业性质的行业, 燃油费用的上涨可以获得政府补贴, 这部分补贴完全可以覆盖燃油费用的上涨。如果提价带来的收益完全覆盖成本的上涨, 那么燃油补贴收入则完全转化为公司的净利润。根据对 2010 年燃油成本的测算, 我们预计公司 2010 年可以获得 900 万左右的燃油补贴, 增厚业绩 1 毛钱。

(3) 提价具有可持续性。我们认为提价的主要原因是(参考同行业来看)海安航线基础定价较低, 随着海南省经济的快速增长, 人均消费能力的提升, 运价会稳步提高。公司 2006-2009 年海安线车运价复合增长率 10.06%, 客运价复合增长率 7.47%; 而燃油成本复合增长率仅为 0.57%。

今年业绩增长亮点在于“量”

海南国际旅游岛建设对工业物资的需求提速, 海峡股份直接受益。据我们的调研资料, 2010 年一季度车运量日均约为 1400 辆, 同比增幅约 14.42%; 客运量增幅约 12%。预计 2010 年车运量增速保持 10% 以上。如果保持 2009 年的运价不变, 运量的增长约带来的收入增长为 0.6 亿元。

看好海南岛经济增速带来的量价齐升, 维持“买入”评级

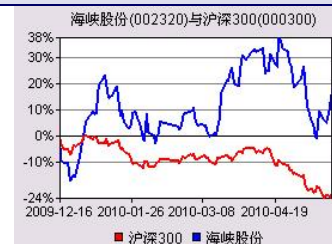
我们再次重申海峡股份的运输需求来源于内需, 我们看好海南国际旅游岛的建设投资带来量价齐增。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.99、1.52 和 1.95 元。

公司评级

买入

当前价格(元)	43.99
目标价格(元)	65.00
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、运价提升对业绩影响测算	3
二、今年业绩增长亮点来源于“量”	4
（一）旅游岛建设带动货车运量异军突起	4
（二）预计今年业绩增幅 45%，达 0.99 元	6
三、维持“买入”评级	6
（1）公司主营业务构造估值安全边际	6
（2）垄断带来高成长空间	7

图表索引

图 1：海南省 GDP 增速（累计同比）	5
图 2：海南省房地产投资增速	6
表 1：提价受益测算	3
表 2：2006-2009 年提价带来的收益测算	3
表 3：2006-2009 年公司燃油补贴完全覆盖燃油成本上涨	4
表 4：2006-2010Q1 海口市 0#柴油价格涨幅	4
表 5：海峡股份 2010 年海安航线运量与收入预测	5

一、运价提升对业绩影响测算

公司计划客运价自7月1日起上提2元/客，上提幅度为7.35%，车运价上提1元/吨，平均上提幅度为3.35%。我们有如下三点点评：

(1) 按照2009年的运量测算，提价给公司带来的收入增长约为682万元，其中车运收入增量约为469万元，客运收入增量约为213万元。考虑2010年运量的增长，提价带来收入增量约为764万元。

表 1: 提价受益测算

		2009H2	2010H2E	运量增幅	提价 幅度	以 2009 年为基础	以 2010 年 为基础
车量运输测算	车运辆 (万辆)	17.01	19.24	13.13%	1 元/吨	469.27	538.72
	平均每辆 车重(吨)	27.59	28	1.47%			
客运测算	客运量 (万人)	106.38	112.81	6.05%	2 元/人	212.76	225.62
合计(万元)						682.03	764.34

数据来源：广发证券发展研究中心

(2) 提价完全可以覆盖成本上涨；从历史数据来看，在不考虑公司获得的燃油补贴的情形下，公司运价提升带来的收入增加完全可以覆盖成本的上涨。另外公司燃油上涨获得的政府补贴完全覆盖燃油费用的上涨。假设提价带来的收益完全覆盖成本的上涨，那么燃油补贴收入则可以完全转化为公司的净利润。根据我们对2010年公司燃油费用的预测，我们预计公司约可以获得900万左右的燃油补贴，增厚业绩约3分钱。

表 2: 2006-2009 年提价带来的收益测算

	2009	2008	2007	2006
客运量	247.30	245.98	247.78	231.96
客(元/位)	36	34	32	29
增长率	5.88%	6.25%	10.34%	
车运量	40.14	38.03	36.91	32.77
平均载重吨/车	27.59	26.76	25.63	23.93
车(元/吨)	30	29	24.5	22.5
增长率	3.45%	18.37%	8.89%	
成本(万元)	18588.63	18874.94	16228.90	13869.43
增长率	-1.52%	16.30%	17.01%	
增加的收入(万元)	1602.06	5071.53	2635.67	
增加的成本(万元)	-286.31	2646.04	2359.47	
增加的收益(万元)	1888.37	2425.49	276.20	

数据来源：广发证券发展研究中心

表 3：2006-2009 年公司燃油补贴完全覆盖燃油成本上涨

	2009E	2008	2007	2006
0#（元/吨）	5496.22	6,752.48	5,494.60	5,371.82
增长率	-18.60%	22.89%	2.29%	
180#（元/吨）	3888.37	4821.71	3699.81	3703.54
增长率	-19.36%	30.32%	-0.10%	
单航次消耗燃油量（吨）	0.85	0.84	0.87	0.87
航次	16,416	16,293	16,654	15,281
燃油费用	7,669.39	9,267.94	7,939.08	7,139.61
燃油费用上涨	-1,598.54	1,328.85	799.48	
燃油补贴	438.23	2,040.00	814.91	
燃油补贴-燃油费上涨	2036.77	711.15	15.43	

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

根据海口市2010年一季度柴油价格上涨幅度，我们预计公司2010年燃油采购价上涨幅度约为12%-15%。

最近国家发改委下调了国内柴油价格，每吨下调220元，下调3%。由此我们预计公司全年燃油费用较2009年上涨幅度约为12%，约920万元。因此我们预测公司2010年可能获得燃油补贴约900万元。

表 4：2006-2010Q1 海口市 0#柴油价格涨幅

	2006	2007	2008	2009	2010Q1
海口市 0#柴油价格	5,279.118	5,603.500	6,667.818	6,351.583	7,181.083
		6.14%	18.99%	-4.74%	13.06%

数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

（3）提价具有可持续性。公司2006-2009年海安线车运价复合增长率10.06%，客运价复合增长率7.47%；而燃油成本复合增长率仅为0.57%。

因此我们认为提价的主要原因是参考同行业来看海安航线基础定价较低，公司运价的提高与海南省经济增速息息相关，我们看好海南省经济的增长，因此判断未来公司运价会逐年提高。

二、今年业绩增长亮点来源于“量”

（一）旅游岛建设带动货车运量异军突起

2010年1季度海南的GDP同比增速达25.1%，远远高于全国GDP的增速。我们认为随着海南国际旅游岛的加速建设，海南岛的GDP增速高于全国GDP增速将是常态。

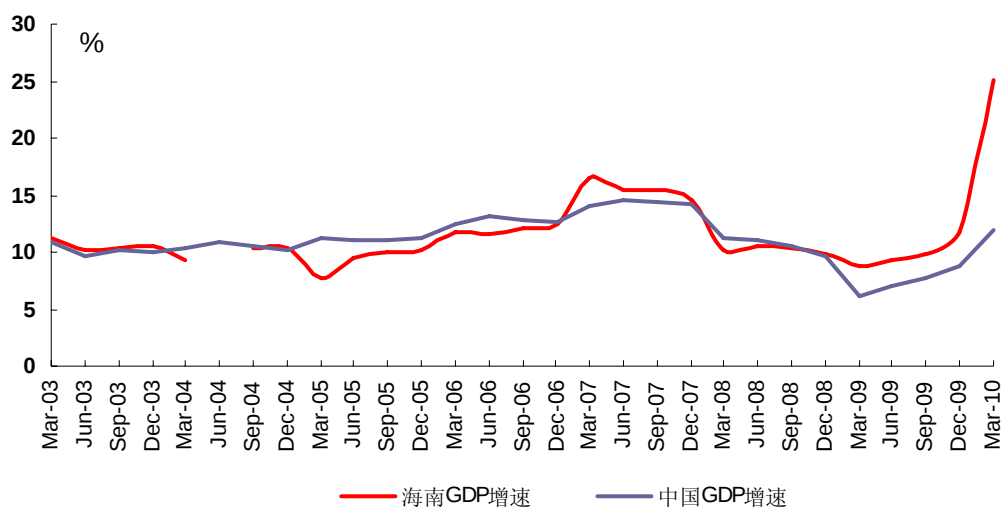
海南国际旅游岛建设对工业物资的需求迅速放大，交通基础设施建设、旅游地产投资直接带动对工业物资的大量需求，海峡股份作为海南客滚运输的龙头企业直接受益，据我们的调研资料，2010年一季度车运量同比增幅达14%，进入二季度货车增速很高，日均通车量仍保持在1200辆左右，预计上半年车量增速可以达到14%以上；如果保持2009年的运价不变，运量的增长约带来的收入增长为0.6亿元。

表 5: 海峡股份 2010 年海安航线运量与收入预测

	2010H2(E)	2009H2	2010H1(E)	2009H1
艘数	16	16	15	16
每天航次	33	33	54	54
有效运力(车位)	385	382	379	382
有效运力(客位)	7876.5	7311	7710	7311
航次	5973	5914	9774	9,738
车运辆(万辆)	19.58	17.01	26.46	23.12
增长率	15.14%		14.42%	
平均每辆车重(吨)	28	27.59	28	27.59
客运量(万人)	116.03	106.38	158.42	140.92
增长率	9.08%		12.42%	
车辆运价(每吨)	31	30	30	30
客人运价(每人)	38	36	36	36
主营业务收入(万元)	21,405.78	17,259.48	27,929.51	24,215.83
增长率	24.02%		15.34%	

资料来源: 广发证券发展研究中心

图 1: 海南省 GDP 增速(累计同比)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图2：海南省房地产投资增速

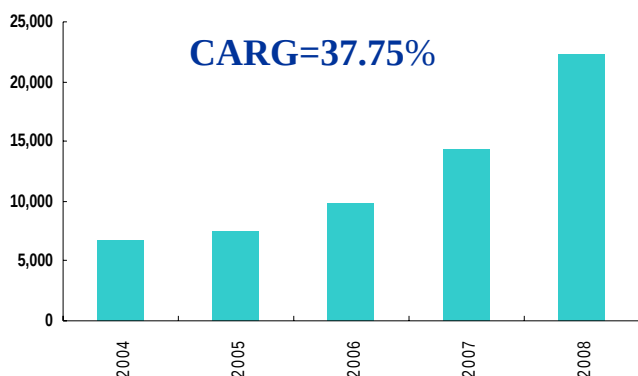
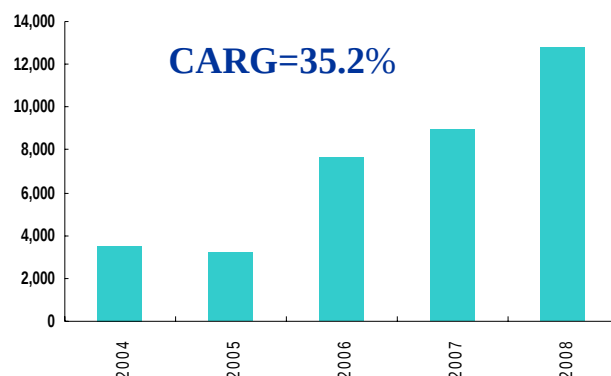


图3：海南省交通运输建设投资增速



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

（二）预计今年业绩增幅45%，达0.99元

按照最新股本摊薄后2009年业绩为0.68元，我们预计公司2010年EPS可达0.99元，同比增长45%。

业绩增长主要来自于以下三块：

（1）主营业务收入同比增加16.84%，增厚收入0.81亿元，考虑燃油成本以及人工成本的上涨，按照25%的净利率测算（2009年净利率为28.5%），可以增厚净利润0.20元。

（2）燃油补贴可能有900万元的营业外收入，按照24%的所得税率计算，约增厚净利润684万元，增厚EPS 0.034元。

（3）按照年均10亿的货币资金，2%的年利率计算，利息收入约2000万元，扣除所得税后增厚净利润约1520万元，增厚EPS 0.076元。

三、维持“买入”评级

我们推荐买入的逻辑主要是基于如下二个理由：

（1）公司主营业务构造估值安全边际

公司是琼州海峡垄断竞争市场的龙头企业，所运输的是海南省输出与输入的必需品，是最大受益于海南省的经济增长的企业。

海南国际旅游岛建设带动当地经济的增长，给公司运价上提打下基础；随着海南省经济总量的增速加快，预计公司运价上提是一个可持续的过程。

《国务院发布推进海南国际旅游岛建设发展若干意见》提出“要把海南岛建设成为国家热带现代农业基地。充分发挥海南热带农业资源优势，大力发展热带现代农业，使海南成为全国冬季菜篮子基地、热带水果基地。”海南省热带农业基地建设将拉动瓜果蔬菜的运输需求。旅游基础设施建设和旅游地产等投资的快速增长将带动对工业用品的运输需求，预计公司的车运量可以在未来3-5年内保持10%的增速。

因此，我们预计公司未来5年内业绩复合增长率可达25%以上，具有

较高的成长性，不同于周期性的航运公司，内需主导下的需求减少了不确定性。

我们认为公司稳定的高成长可以给予30倍的PE。按照2011年的业绩计算，股价安全边际为45元。

（2）垄断带来高成长空间

公司是海口市唯一具有客滚运输资质的国有企业，是海南省重点扶持发展的国有企业。公司是唯一可能经营西沙豪华邮轮航线的公司。我们认为西沙邮轮航线开通是必然的，只是时间问题。

大股东控制海口市的港口码头，并拥有在港口码头开设免税店的许可权，我们认为公司大股东极有可能把免税许可转让给海峡股份。码头垄断使公司成为唯一可以在港口码头经营免税店的公司。我们考虑到海南国际旅游岛建设已经上升为国家战略，而且财政部正在对“离岛免税”政策进行研究，因此我们认为免税政策的推出也是必然事件，所剩下的只是时间的不确定。

考虑到公司的两个唯一性以及我们对邮轮以及免税政策给公司带来业绩增厚的敏感性测算，我们认为这两项业务的开通给公司业绩增厚至少可以达到每年1元，给予20倍的市盈率，每股至少增厚股价20元。

综合考虑，我们调整公司目标价为65元，给予买入评级。

本部分的详细分析请参见深度报告《主业创造安全边际，垄断催生增值空间》。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	1384.29	1261.72	1608.56	1736.78	
应收账款	16.97	29.48	45.28	39.14	
预付款项	2.00	1.92	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	0.49	3.47	1.45	
存货	9.09	10.38	12.54	11.38	
流动资产合计	1414.14	1303.98	1672.18	1791.17	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	235.93	394.62	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	560.30	569.74	649.18	
资产总计	1769.56	1864.28	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	9.06	11.16	9.94	
预收款项	3.59	4.19	6.16	7.43	
应付职工薪酬	6.70	6.65	7.93	8.32	
应交税费	0.97	3.24	3.22	4.81	
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付股利	0.00	0.35	0.00	0.00	
其他应付款	22.57	62.02	5.30	3.18	
流动负债合计	54.88	0.00	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	54.90	0.00	233.55	33.61	
负债合计	77.46	62.02	233.55	33.61	
股本	157.50	204.75	204.75	204.75	
资本公积	1284.23	1236.98	1236.98	1236.98	
盈余公积	56.29	360.53	0.00	0.00	
未分配利润	194.08	360.53	566.64	965.01	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	
负债股东权益总计	1769.56	1864.28	2241.92	2440.35	
每股净资产(元)	10.74	8.80	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	562.46	826.41	996.19	
营业成本	254.70	271.84	312.12	333.77	
营业税金及附加	15.84	18.50	27.19	32.77	
销售费用	1.70	2.81	4.13	4.98	
管理费用	35.26	45.00	66.11	79.69	
财务费用	4.63	-28.33	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	252.64	410.22	538.33	
营业外收入	4.38	8.00	0.00	0.00	
营业外支出	0.12	0.00	0.00	0.00	
利润总额	172.05	260.64	410.22	538.33	
所得税费用	35.01	57.34	98.45	139.97	
净利润	137.04	203.30	311.77	398.37	
归属于母公司净利润	137.04	203.30	311.77	398.37	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
EPS(元)	0.87	0.99	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	228.86	339.99	457.65	
投资活动现金流量	-66.40	-240.28	-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	-122.58	337.31	128.21	
期末现金余额	1384.29	1261.72	1608.56	1736.78	
每股经营活动现金流(元)	1.12	1.12	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	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	6.71%	16.90%	40.93%	17.44%	
营业利润增长率	22.98%	50.57%	51.03%	28.81%	
毛利率	47.06%	51.67%	59.17%	62.80%	
营业利润率	34.87%	44.92%	48.14%	52.80%	
净利率	28.48%	36.14%	36.58%	39.07%	
净资产收益率	8.10%	11.28%	14.16%	15.48%	
总资产收益率	7.74%	10.90%	12.47%	14.88%	
流动比率	6266.85%	2102.60%	346.36%	1149.35%	
资产负债率	4.38%	3.33%	11.99%	3.89%	
所得税税率	20.35%	22.00%	24.00%	26.00%	

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。