

湘财证券研究所

交通运输研究小组

刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

刘江渝

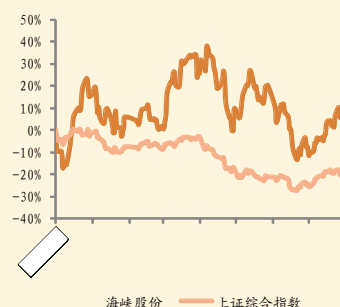
Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: lly2775@xcsc.com

公司数据

当前价格	38.80
目标价格	35.00
52周波动区间	67.69
	31.15
流通A股(亿股)	0.51
总市值(亿元)	79.44
日均成交量(百万股)	2.39

最近一年股价表现



事件

海峡股份中期净利润 1.2 亿元, 同比增长 25%, 摊薄后的 EPS0.59 元。公司二季度营业收入环比增长 12%, 使得上半年收入同比增长 22.54%, 达到 3.33 亿元。公司收入和利润增长超出我们的预期。

□ 国际旅游岛建设升温促公司业绩表现超预期

随着海南国际旅游岛建设预期的升温, 进出岛车辆和人员显著的增长推升了公司业务量的增长, 公司收入和利润最核心的来源海安航线上半年收入增长 27%, 且该条航线的毛利率同比提升了一个百分点。此外, 2 月投入海岸航线进行运营的“宝岛 12 号”亦是该航线收入增长的驱动因素之一。但公司运营的另外两条航线运营状况继续下滑, 营收分别同比下降 14% 和 12%, 毛利率下滑至 -72% 和 4%, 成为拖累公司业绩的负面因素。

□ 未来两年业绩保持 18% 的复合增速确定性强

在国际旅游岛政策推动下, 我们判断海南经济将再次迎来快速发展期, 海安航线作为进出岛的主要通道, 未来几年该线车辆和客流量增长速度能够保持 20% 以上。随着 2010 年底和 2011 年中期两条客滚船投入到该航线, 公司市场份额将会出现回升, 业务量的增长能够继续推动公司利润水平的上升。此外, 公司对外投资速度加快, 正在通过设立合资公司努力开拓海安航线市场及台湾海峡客滚运输市场, 这些方面的努力存在超预期回报的可能。

□ 维持“中性”评级

尽管下半年是淡季, 但海安航线 7 月 1 日期上调的运价能够使公司下半年保持与上半年基本相当的收入和利润, 因此, 我们又调升了公司 2010 年的财务预测, 但目前公司 2011 年预期市盈率仍有 30X, 我们认为估值略高, 继续维持原有目标价和“中性”的投资评级。

□ **风险提示:** 我们未考虑公司可能参与西沙游和环岛游、以及参与台湾海峡客滚运输业务带来的投资回报, 这方面可能带来超预期的利润增长。

主要财务指标 (单位: 百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	481	654	832	952
收入同比(%)	7%	36%	27%	14%
归属母公司净利润	137	243	298	336
净利润同比(%)	7%	77%	23%	13%
毛利率(%)	47.1%	53.8%	53.1%	53.2%
ROE(%)	8.1%	13.2%	14.4%	14.5%
每股收益(元)	0.67	1.19	1.46	1.64
P/E	55.64	42.25	31.10	28.83
P/B	4.51	4.29	3.87	3.53

表 1 海峡股份中期业绩解读

单位: 百万元	2009.1H	2010.1H	同比	2010.1Q	2010.2Q	季度环比	简析
营业收入	271.47	332.66	22.54%	157.16	175.50	11.67%	二月“宝岛12号”投入海安航线运营、旅游岛升温带来车流和客流增长推动营收增长超22%
减: 营业成本	125.53	151.53	20.72%	76.00	75.53	-0.62%	燃油价格同比明显上升增加营业成本20%
减: 营业税金及附加	8.94	11.01	23.16%	5.19	5.82	12.16%	
减: 营业费用	0.20	1.34	571.52%	0.72	0.61	-15.06%	
减: 管理费用	15.45	23.42	51.62%	11.85	11.57	-2.32%	向董事、监事发放奖励及结转新股发行费用增加管理费用近52%
减: 财务费用	3.44	-8.21	-338.44%	-2.84	-5.37	89.01%	上市超募资金存款利息大增使得财务费用为负
减: 资产减值损失	1.82	0.73		0.00	0.73		
加: 投资净收益	0.00	0.02		0.02	0.00		
营业利润	116.09	152.86	31.67%	66.26	86.60	30.70%	海安航线毛利率提升1个百分点及收入增长使得营业利润增长32%
加: 营业外收入	4.38	2.17	-50.57%	2.17	0.00	-100.00%	
减: 营业外支出	0.09	0.85	874.99%	0.26	0.59	127.44%	
利润总额	120.38	154.17	28.07%	68.16	86.01	26.18%	
减: 所得税	24.39	34.07	39.70%	15.00	19.07	27.19%	利润增加和税率提升2个百分点至22%使得所得税增长40%
净利润	96.00	120.10	25.11%	53.17	66.93	25.89%	净利润同比增长25%，其中2季度净利润环比增长25%
归属于母公司所有者净利润	96.00	120.10	25.11%	53.17	66.93	25.89%	
摊薄每股收益	0.468	0.586	25.11%	0.259	0.327	25.89%	

数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

表 2 海峡股份盈利预测关键假设

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	38,453	45,089	48,115	65,395	83,216	95,173
增长 (%)	27.98	17.26	6.71	35.91	27.25	14.37
海安航线收入 (万元)	31,110	37,883	41,475	61,092	79,713	91,670
增长 (%)		21.77	9.48	47.30	30.48	15.00
客收入 (万元)	7,929	8,363	9,889	13,713	15,752	18,115
增长 (%)		5.47	18.25	38.67	14.87	15.00
客价格 (元/人)	32	34	36	39	40	40
增长 (%)	10.34	6.25	5.88	8.33	2.56	0.00
客数量 (万人)	248	246	275	352	394	453
增长 (%)	6.82	-0.73	11.67	28	12	15
车辆收入	23,181	29,520	31,586	47,379	63,962	73,556
增长 (%)		27.35	7.00	50.00	35.00	15.00
车辆价格 (元/计费吨)	24.5	29	30	32	32	33.00
增长 (%)	8.89	18.36	3.45	6.67	0.00	3.13
车辆数量 (万辆)	36.91	38.03	41	53.65	60.93	67.02
增长 (%)	11.25	3.03	7.81	14.45	13.57	10.00
广州航线收入	4,002	3,708	3,472	1,800	1,500	1,500
增长 (%)	10.40	-7.35	-6.36	-48.16	-16.67	0.00
北海航线收入	3,311	3,497	3,166	2,500	2,000	2,000
增长 (%)	61.67	5.62	-9.47	-21.04	-20.00	0.00
其他业务收入	30	1	2.40	3	3	3
营业成本 (万元)	23,503	26,116	25,470	30,199	38,995	44,497
增长 (%)	18.26	11.12	(2.47)	18.57	29.13	14.11
燃油成本 (万元)	7,915	9,023	7,431	10,403	15,085	17,347
增长 (%)	10.63	14.03	(17.65)	40.00	45.00	15.00
船舶折旧 (万元)	2,257	2,382	2,501	3,001	3,151	3,782
增长 (%)	2.64	5.54	5.00	20.00	5.00	20.00
代理费 (万元)	4,744	5,563	5,841	4,673	5,608	5,944
增长 (%)		17.26	5.00	-20.00	20.00	6.00
人工费用等 (万元)	8,587	9,148	9,697	12,121	15,151	17,424
增长 (%)		6.53	6.00	25.00	25.00	15.00

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 3 海峡股份财务报表 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1414	1366	1274	1070	营业收入	481	654	832	952
现金	1384	1325	1228	1019	营业成本	255	302	390	445
应收账款	17	26	26	28	营业税金及附加	16	22	27	31
其他应收款	2	2	3	3	营业费用	2	0	1	1
预付账款	2	2	3	3	管理费用	35	45	48	50
存货	9	11	14	16	财务费用	5	-24	-24	-21
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	355	516	836	1289	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	236	432	693	1066	营业利润	168	308	389	445
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	4	3	3	3
其他非流动资产	119	84	143	223	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1770	1883	2111	2359	利润总额	172	311	392	448
流动负债	23	20	23	25	所得税	35	68	94	112
短期借款	0	0	0	0	净利润	137	243	298	336
应付账款	8	9	12	14	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	14	11	11	11	归属母公司净利润	137	243	298	336
非流动负债	55	22	22	22	EBITDA	198	302	395	472
长期借款	55	22	22	22	EPS (元)	0.87	1.19	1.46	1.64
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	77	42	45	47	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0		2009	2010E	2011E	2012E
股本	158	205	205	205	成长能力				
资本公积	1284	1237	1237	1237	营业收入	6.7%	35.9%	27.3%	14.4%
留存收益	250	399	624	870	营业利润	23.0%	83.7%	26.2%	14.3%
归属母公司股东权益	1692	1840	2066	2312	归属于母公司净利润	6.6%	77.2%	22.8%	12.7%
负债和股东权益	1770	1883	2111	2359	获利能力				
					毛利率 (%)	47.1%	53.8%	53.1%	53.2%
					净利率 (%)	28.5%	37.1%	35.8%	35.3%
					ROE (%)	8.1%	13.2%	14.4%	14.5%
					ROIC (%)	39.6%	41.4%	32.4%	24.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	4.4%	2.2%	2.1%	2.0%
					净负债比率 (%)	70.84%	51.87%	48.60%	46.82%
					流动比率	62.67	67.32	55.07	43.05
					速动比率	62.26	66.79	54.46	42.41
					营运能力				
					总资产周转率	0.43	0.36	0.42	0.43
					应收账款周转率	23	30	32	35
					应付账款周转率	31.64	34.27	35.75	33.76
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.67	1.19	1.46	1.64
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.86	1.03	1.47	1.76
					每股净资产 (最新摊薄)	8.26	8.99	10.09	11.29
					估值比率				
					P/E	56	42	31	29
					P/B	4.51	4.29	3.87	3.53
					EV/EBITDA	34	22	17	14

数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。