

海南高速 (000886)

土地成本极低，转型为房地产开发商

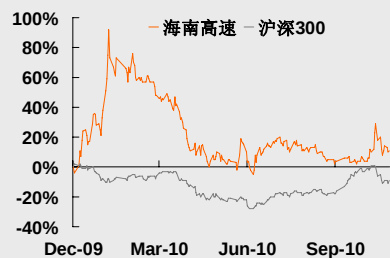
推荐 (首次)

现价：6.08 元

主要数据

行业	交通运输、仓储业
公司网址	www.hi-expressway.com
大股东/持股	海南金城国有资产 经营管理公司 /19.93%
实际控制人/持股	海南省国资委 /19.93%
总股本(百万股)	989
流通 A 股(百万股)	951
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	60.12
流通 A 股市值(亿元)	57.83
每股净资产(元)	2.36
资产负债率(%)	22.8

行情走势图



相关研究报告

研究员

周建星 联系人
S1060110070207
0755-22621425
zhoujianxing948@pingan.com.cn

储海 研究员
S1450209060208
021-62078961
chuhai260@pingan.com.cn

投资要点

- 公路业务萎缩，逐渐转型为房地产开发商。公司的业务收入主要来自于高速公路、房地产业、酒店旅游业，三项业务在 2009 年营业收入中分别占比 48.68%、26.97%、24.33%。
- 公路业务每年补偿收益减少约 360 万元。公司高速公路业务类似于“等额还本付息债券”的性质，海南高速公路不收费，省交通厅按总计约 12 亿元的投资总额分 20 年还本，每年减少本金约 6000 万元，按 6% 的 5 年贷款利率计算，每年补偿收益大致减少 360 万元左右，公路业务逐渐萎缩。
- 极低的土地成本，房地产业成未来主要支撑。目前公司销售的项目总建筑面积为 20 万平米，在建的项目总规划建筑面积为 20 多万平米，还有约 63 万平米的土地面积未规划，足够公司未来 3~5 年开发。所有的土地均在 10 年前获得，成本极低。2010 年后，房地产结算收入逐年增加，届时房地产收入将占据主导地位，如果公司拿地和开发速度加快，业绩将有超预期的表现。
- 酒店业务每年亏损大致 1000 万元。公司拥有四个酒店，分别为海口金银岛酒店、三亚金银岛酒店、万宁金银岛酒店和琼海金银岛酒店。由于收费标准较低、入住率不高、住房数不多，酒店业务整体亏损大致 1000 万元。
- 试水小额金融贷款业务。公司近期组建海控小额贷款公司，通过银行融入资金和自有资金，从事中小企业小额贷款。由于小额贷款业务市场潜力巨大和利润率极高，加上优秀的风控能力，公司小额贷款业务未来发展空间巨大。
- 充裕的现金流和较低的负债率给予较大的想象空间。高速公路类似于“还本付息债券”的商业模式，带来稳定的现金流，而公司稳健的经营方式，在其他业务没有大的发展下，使得公司的现金非常充裕。近几年来，公司账上平均货币资金为 5.39 亿元，并且截止到 2010 年 6 月 30 日，海南省交通厅还拖欠公司投资补偿款约 6.96 亿元，拖欠款预计近期能得到解决，财务费用一直为负，资产负债比为 16%。我们非常期待公司能够摆脱保守的经营模式，提高公司的资金运用效率。
- 我们认为海南高速的内在价值为：0.5 元（高速公路）+0.8 元（酒店）+5.14 元（地产 RNAV）=6.43 元，高于 2010 年 12 月 29 日收盘价 6.08 元，鉴于公司充裕的现金流和较低的负债率，海南国际旅游岛的建设对房地产业务和酒店旅游业务的促进，首次给予“推荐”评级。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	233.4	211.6	300.0	720.8	912.2
YoY(%)	-5.9	-9.3	41.8	140.3	26.5
净利润(百万元)	26.7	53.3	70.3	130.0	182.8
YoY(%)	5.1	99.8	31.9	85.0	40.7
毛利率(%)	52.9	54.3	56.7	39.6	38.8
净利率(%)	11.4	25.2	23.4	18.0	20.0
ROE(%)	1.2	2.3	3.0	5.2	6.8
EPS(摊薄/元)	0.03	0.05	0.07	0.13	0.18
P/E(倍)	229.5	114.9	86.0	46.5	33.0
P/B(倍)	2.7	2.7	2.5	2.4	2.2

一、公路业务萎缩、逐渐转型成房地产开发商

公司的业务收入主要来自于高速公路、房地产业、酒店旅游业，三项业务在 2009 年营业收入中分别占比 48.68%、26.97%、24.33%。公路业务逐渐萎缩，但带来充裕的现金流；房地产业务由于海南国际旅游岛建设带来巨大收益和发展前景；酒店旅游业常年亏损。

■ 公路业务萎缩、每年补偿收益减少约 360 万元

海南省交通厅通过在汽油价格中征收车辆通行附加费的形式，对高速公路免征通行费。公司的业务收入主要是依据公司与海南省交通厅签订的《海南省环岛东线（右幅）建设项目投资补偿合同》、《海南省环岛东线（左幅）建设项目投资及补偿合同》来确认收入。合同条款主要内容如下：

- 收费期限：“20+5”形式，即 20 年的投资回收期 and 5 年的投资回报期，其中右幅的收费期限为 1995-2020 年，左幅的收费期限为 2006-2031 年（从建成通车交付使用时算起）。
- 20 年的投资回收期内，省交通厅与公司按商量确定的补偿基数等额还本付息，付息的利率为当年 1 月 1 日 5 年以上长期贷款利率，右幅的补偿基数为 114878.74 万元，左幅的补偿基数 6032.41 万元。
- 5 年的投资回报期内，根据前 20 年的利息收入的年平均额等额补偿 5 年。
- 维修和养护工作主要是公司代省交通厅负责，而维修和养护的资金由省交通厅专款拨付，基本上属于“实报实销”的性质。

截止到2009年末，共计119732.82万元高速公路综合补偿受益权已经累计摊销77643.63万元，摊销年限还剩11年，按直线法摊销，每年的折旧摊销费用大致在3800万元左右。通过分析，我们发现公路业务类似于“等额还本付息债券”的性质，按总计约12亿元的投资总额分20年还本，每年减少本金约6000万元，按6%的5年贷款利率算，每年补偿收益大致减少360万元左右，公路业务逐渐萎缩。2010年、2011年、2012年公路补偿款分别为8058万元、7700万元、7332万元。

■ 极低的土地成本，房地产业成未来主要支撑

依托充裕的现金流进军房地产业，公司先后成功推出了一批“瑞海”品牌的房地产项目，如三亚瑞海豪庭、瑞海城市花园等。公司在手销售的项目有位于琼海的瑞海水城、三亚的瑞海水苑，准备开发的有位于琼海的瑞海嘉浪豪庭、海口的高路华小区二期、儋州城北新区开发。

图表1 公司项目储备及土地成本

日期	地区	项目名称	占地面积	容积率	总建筑面积	预计总投资	楼面地价（万元）	权益	进展
2007.04	琼海	瑞海水城	19.76	1.38	27.48	75705	3600	100%	销售中
2008.04	琼海	嘉浪豪庭	5.62	1.8	10.37	20810	3600	85.25%	建设中
2008.04	三亚	瑞海水苑	1.79	2.0	3.90	13483	3389	100%	销售中
2009.12	儋州	城北新区	62.58	-	-	-	30020	100%	未规划
2010.04	海口	高路华小区二期	0.63	5.16	3.92	12685	521	100%	建设中

资料来源：公司公告，平安证券研究所

其中琼海的瑞海水城项目位于琼海市嘉积城区银海路与嘉浪河交叉处，距海南东线高速公路琼海出口约一公里，与琼海市市政府毗邻，交通和区位优势非常明显，公司开发为多层、高层公寓及别墅、会所为一体的大型高档住宅社区。瑞海水城一期13万平方米，于2009年12月开盘，销售状况良好，均价大致为8000元/平米。

图表2 琼海“瑞海水城”项目区位优势非常明显



资料来源：平安证券研究所

图表3 琼海“瑞海水城”拟开发成中高档住宅社区



资料来源：公司网站，平安证券研究所

三亚瑞海水苑位于金鸡岭路与解放路交汇处，建成容积率为2.0、建筑密度为15.96%，绿化率为37%的三栋19层商住塔楼。项目于2010年9月开盘销售，销售异常火爆，已经销售面积约6000平米，销售均价为15000元/平米。

琼海嘉浪豪庭项目位于东线高速公路琼海出口的连接路——嘉积镇银海路南侧，与公司的瑞海水城项目仅一路之隔，交通便利，市政配套设施齐全。拟建2栋11层商住楼、3幢18层住宅楼、6幢26层住宅楼共11幢。根据规划，嘉浪豪庭总建筑面积103682平米，其中：商业铺面面积6000平米；住宅建筑面积93718平米；会所建筑面积1435平米；地下室建筑面积2529平米。该项目正处于待建阶段，公司表示将根据海南房地产情况有步骤的进行开发，根据公司的瑞海水城项目均价8000元/平米推算，嘉浪豪庭项目均价可达7000元/平米。

海口高路华小区位于海口市红城湖路北侧，拟用9.37亩土地开发一栋30层住宅楼和两栋18层住宅楼。拟建建筑面积为39201.89平米，其中一、二层商业铺面销售面积888.86平米，住宅销售面积为31616.14平米，预计住宅销售均价可达10000元/平米，商业铺面销售均价为13000元/平米。

儋州市那大城区位于国盛路北侧，北至国盛路，东至规划路，西至西联农场胶林，南部为三角形顶端，用途为城镇混合住宅用地。

从2010年后，房地产结算收入逐年增加，届时房地产收入将占据主导地位，如果公司拿地和开发速度加快，业绩将有超预期的表现。

■ 酒店业务每年亏损大致 1000 万元

公司另外一块收入来源于酒店业务，占2009年收入的24.33%，酒店业务大多处于亏损状态。目前，公司拥有四个酒店，分别为海口金银岛酒店、三亚金银岛酒店、万宁金银岛酒店和琼海金银岛酒店。由于收费标准较低、入住率不高（海口金银岛效益最好，入住率大致为60%，盈亏平衡）、住房数不多（海口、三亚、万宁、琼海房间总数分别为203间、150间、220间、108间），酒店业务整体亏

损大致1000万元，其中三亚金银岛酒店为亏损大户。

图表4 酒店业务一览表

酒店名称	建筑面积（万平方米）	房间数	备注
海口金银岛	3.07	203	四星级、入住率为60%、盈亏平衡
三亚金银岛	2.13	150	亏损大户、大致每年亏损600万元
万宁金银岛	2.10	220	四星级
琼海金银岛	0.79	108	2010年1月18日开业、楼高10层

资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、试水小额金融贷款业务

公司近期与海南省发展控股有限公司、海南长信投资控股有限公司共同出资组建海口海控小额贷款有限公司，分别占比35%、35%、30%。通过银行融入资金和自有资金，从事中小企业小额贷款。我们认为公司小额贷款业务未来发展空间巨大，主要原因有三点：

1. 小额贷款业务市场潜力巨大。国内的中小企业贷款难一直是困扰中小企业发展的瓶颈，资金需求强烈；
2. 小额贷款业务利润高。据了解，小额贷款业务贷款利率上限为银行对应期限贷款利率的四倍，公司可凭借自身优质的信誉，以较低的利率从银行融入资金，选择好的项目进行拆借，可以获得较高的回报率；
3. 小额贷款业务风险可控。由于小额贷款利润高，同时也伴随着较高的违约风险，这也是银行一直对中小企业贷款比较谨慎的原因，但公司可凭借对当地企业的了解，可控的选择合适的项目进行投资。

三、受益于海南国际旅游岛开发

海南“休闲、户外旅游、会展、购物”的全新旅游模式、其他城市无法比拟独特的旅游资源、国家打造海南国际旅游岛强大的支持力度将催生旅游业的快速发展，同时也极大的促进了房地产价格的上涨。在海南本次房价快速上涨中，最大的获益者实际上正是如海南高速这些先期以极低的成本拿到土地的开发商。海南高速所有的土地均是在2010年1月4日国务院公布推进海南国际旅游岛建设意见之前以极低的价格储备的。

四、充裕的现金流和较低的负债率给予较大的想象空间

高速公路类似于“还本付息债券”的商业模式，带来稳定的现金流，而公司稳健的经营方式，在其他业务没有大的发展下，使得公司的现金非常充裕。近几年来，公司账上平均货币资金为5.39亿元，并且截止到2010年6月30日，海南省交通厅还拖欠公司投资补偿款约6.96亿元，拖欠款预计近期能得到解决，财务费用一直为负，资产负债比为16%。我们非常期待公司能够摆脱保守的经营模式，提高公司的资金运用效率。

五、盈利预测与投资建议

公司立足高速公路、房地产业、酒店旅游业三大板块，试水小额金融贷款业务，充裕的现金流和较低的负债率将助力海南高速“老树发新芽”。

根据现有业务测算，地产RNAV价值为5.14元。高速公路业务每年的净利润为3000万元，按13倍行业平均市盈率估算，公司高速公路业务市值约为4亿元，每股为0.5元。酒店旅游业务采用市场价格法估算价值为7.94亿元，每股为0.8元。

图表5 市场价格法估算酒店旅游业务价值

酒店名称	建筑面积（万平米）	评估价（元/平米）	当前市场评估价（万元）
海口金银岛	3.07	10000	30700
三亚金银岛	2.13	10000	21300
万宁金银岛	2.10	10000	21000
琼海金银岛	0.79	8000	6400
合计			79400

资料来源：公司公告，平安证券研究所

我们认为海南高速的内在价值为：0.5元（高速公路）+0.8元（酒店）+5.14元（地产RNAV）=6.43元，高于2010年12月29日收盘价6.08元，鉴于公司充裕的现金流和较低的负债率，海南国际旅游岛的建设对房地产业务和酒店旅游业务的促进，首次给予“推荐”评级。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1740	1796	2031	2300
现金	403	419	1205	1373
应收账款	493	580	194	146
其他应收款	171	121	132	140
预付账款	7	17	57	74
存货	654	650	435	558
其他流动资产	11	10	9	8
非流动资产	955	940	904	853
长期投资	182	177	186	191
固定资产	252	306	300	291
无形资产	444	400	358	314
其他非流动资产	77	57	60	57
资产总计	2695	2736	2935	3153
流动负债	276	241	304	338
短期借款	0	2	1	1
应付账款	59	32	33	34
其他流动负债	217	207	271	303
非流动负债	103	103	103	103
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	103	103	103	103
负债合计	379	344	407	440
少数股东权益	11	14	17	16
股本	989	989	989	989
资本公积	945	945	945	945
留存收益	371	441	571	754
归属母公司股东权益	2305	2379	2511	2696
负债和股东权益	2695	2736	2935	3153

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-98	-50	740	97
净利润	55	73	133	182
折旧摊销	68	57	54	56
财务费用	-12	-17	-34	-53
投资损失	-24	-22	-23	-23
营运资金变动	-180	-55	621	-63
其他经营现金流	-6	-87	-11	-1
投资活动现金流	-162	56	13	18
资本支出	85	0	0	0
长期投资	29	-35	10	6
其他投资现金流	-49	21	24	24
筹资活动现金流	-17	10	32	53
短期借款	0	2	-1	0
长期借款	-15	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他筹资现金流	-4	8	34	53
现金净增加额	-277	16	786	169

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	212	300	721	912
营业成本	97	130	435	558
营业税金及附加	10	16	38	48
营业费用	15	23	54	68
管理费用	68	72	72	72
财务费用	-12	-17	-34	-53
资产减值损失	3	9	10	10
公允价值变动收益	1	2	2	1
投资净收益	24	22	23	23
营业利润	56	90	170	234
营业外收入	16	9	11	12
营业外支出	3	4	4	4
利润总额	68	95	177	242
所得税	14	24	44	61
净利润	55	73	133	182
少数股东损益	2	3	3	-1
归属母公司净利润	53	70	130	183
EBITDA	112	130	191	237
EPS (元)	0.05	0.07	0.13	0.18

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-9.3%	41.8%	140.3%	26.5%
营业利润	110.1%	61.9%	88.5%	37.7%
归属于母公司净利润	99.8%	31.9%	85.0%	40.7%
获利能力				
毛利率(%)	54.3%	56.7%	39.6%	38.8%
净利率(%)	25.2%	23.4%	18.0%	20.0%
ROE(%)	2.3%	3.0%	5.2%	6.8%
ROIC(%)	2.2%	3.1%	9.2%	12.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	14.1%	12.6%	13.9%	14.0%
净负债比率(%)	0.00%	0.49%	0.14%	0.14%
流动比率	6.30	7.45	6.67	6.81
速动比率	3.89	4.76	5.24	5.16
营运能力				
总资产周转率	0.08	0.11	0.25	0.30
应收账款周转率	0	1	2	5
应付账款周转率	2.65	2.84	13.42	16.75
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.07	0.13	0.18
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	-0.05	0.75	0.10
每股净资产(最新摊薄)	2.33	2.41	2.54	2.73
估值比率				
P/E	113.4	86.0	46.5	33.0
P/B	2.6	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	48	42	29	23

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257