

海峡股份 (002320.SZ)

主业盈利能力进一步提高, 2010 年业绩高增长

杨志清 交通运输业 分析师

电话: 021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260210030005

海峡股份发布业绩快报

海峡股份发布业绩快报如下: 2010 年公司实现营业收入 6 亿元, 同比增长 24.79%; 实现营业利润 2.36 亿元, 同比增长 40.9%; 实现净利润 1.88 亿元, 同比增长 37.01%; 实现 EPS0.92 元。

我们的观点

(1) 公司营业收入同比增长 24.79%, 略低于我们的预期。我们认为可能的原因是 A) 受水灾影响, 2010 年海南冬季瓜菜出岛旺季较往年略有滞后; B) 提价时点低于预期。

(2) 公司盈利能力大幅提高。公司营业利润率从 2007 年的 25.4% 提高至 2010 年的 39.4%, 提高了近 14 个百分点。我们认为公司盈利能力上提的主要原因是: (A) 运价上提, (B) 公司的大船较多, 降低了单位运输成本。

(3) 剔除税率变动因素, 2010 年公司净利润同比增幅达 40.12%。

前景展望

我们认为海南岛建设会继续加速, 公司货运量增幅将会进一步提高, 我们预计 2011 年实现 EPS 为 1.26。主业高成长提供一定的安全边际, 如果外延式业务扩张顺利进行, 2011 年 EPS 预计可以达到 1.7 元。

风险提示

粤海铁路新造船投入对海峡股份在海安航线市场份额构成威胁; 外延式业务开展时间不确定。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	450.89	481.16	600.00	758.64	980.16
增长率(%)	17.26%	6.71%	24.79%	25.61%	29.20%
EBITDA(百万元)	188.93	202.27	273.00	357.00	471.00
净利润(百万元)	128.55	137.04	188.00	259.00	324.00
增长率(%)	33.15%	6.61%	37.01%	37.80%	25.10%
每股收益(元)	1.089	0.870	0.920	1.260	1.580
市盈率	0.00	58.82	37.82	27.61	22.02
市净率	0.00	4.77	3.99	3.17	2.96
EV/EBITDA	0.00	33.28	27.83	20.77	15.76

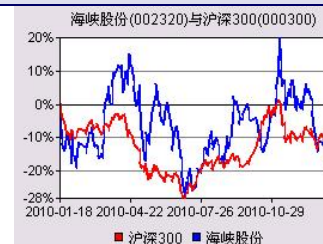
数据来源: 海南海峡航运股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	34.79
目标价格(元)	50.00
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-24.32%	-8.90%	-18.14%
沪深 300	-7.79%	-10.62%	-14.60%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

204.75/89.68

主要股东:

海南港航控股有限公司

主要股东持股比例

53.73%

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

业绩快报点评

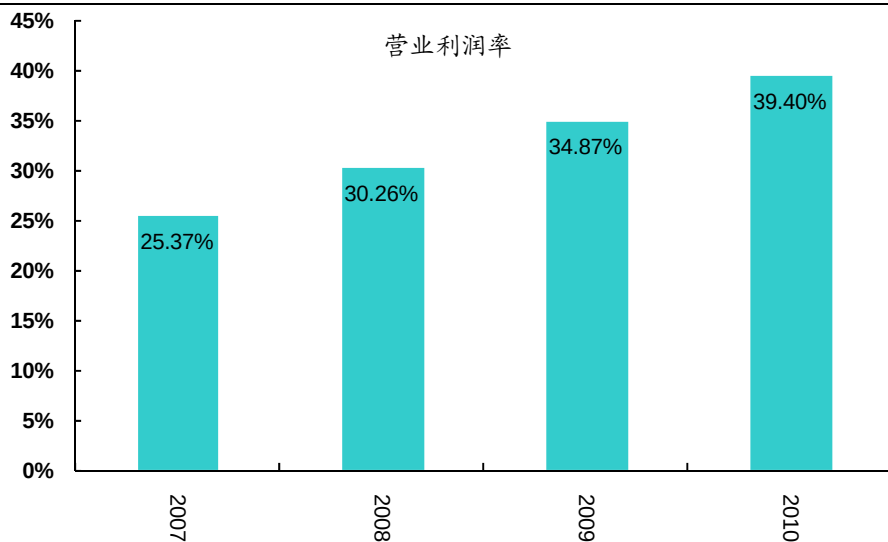
海峡股份发布业绩快报如下：2010年公司实现营业收入6亿元，同比增长24.79%；实现营业利润2.36亿元，同比增长40.9%；实现净利润1.88亿元，同比增长37.01%；实现EPS0.92元。

我们的观点如下：

（1）公司营业收入同比增长24.79%，略低于我们的预期。我们认为可能的原因是A）受水灾影响，2010年海南冬季瓜菜出岛旺季较往年略有滞后；B）提价时点低于预期。

（2）公司盈利能力大幅提高。公司营业利润率从2007年的25.4%提高至2010年的39.4%，提高了近14个百分点。我们认为公司盈利能力上提的主要原因是：（A）运价上提，（B）公司的大船较多，降低了单位运输成本。

图 1：公司营业利润率逐步提高



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

（3）剔除税率变动因素，2010年公司净利润同比增幅达40.12%。公司2010年所得税率由2009年的20%上涨至22%。

我们维持对公司2011年业绩的预测，预计全年实现EPS 1.3元。主要考虑因素包括：

（1）海南岛建设提速带来的货运量和人流量继续大幅增长；（2）可能会继续提价；（3）2010年燃油价格大幅上涨，根据公司历史资料，我们预计公司2011年可能会收到相应的燃油补贴，金额约在2000万左右。

重申我们的投资逻辑

主业提供安全边际

主业的增长主要来自于运输量的增长和运价的提高。其中运输量的增长来自于整个市场运输需求的提高和公司的市场份额两方面。

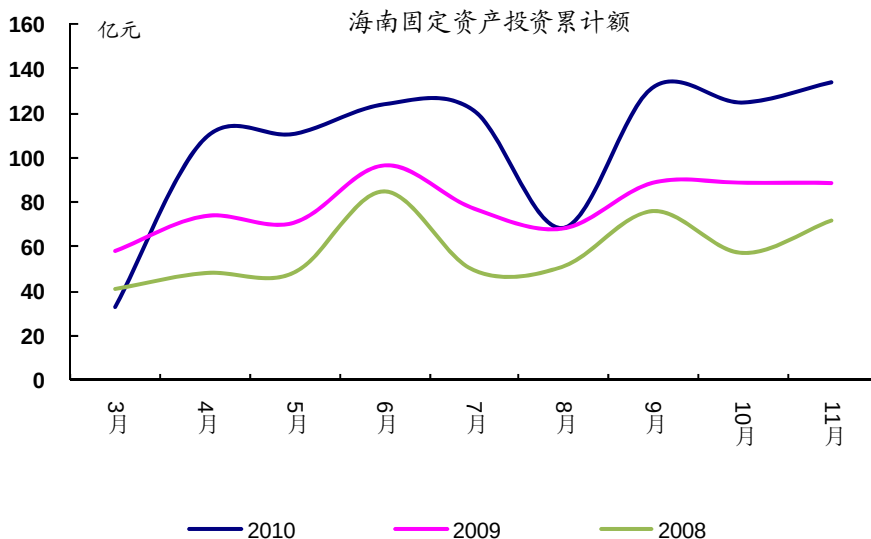
（1）整个市场运输需求——货运量增长会持续加快

海南国际旅游岛建设需要大量的基础设施建设，所需的进岛物资构成海安航线整个

市场量增长的来源。2010年是国际旅游岛建设的开端，我们认为随后两年这个步伐不会减慢。

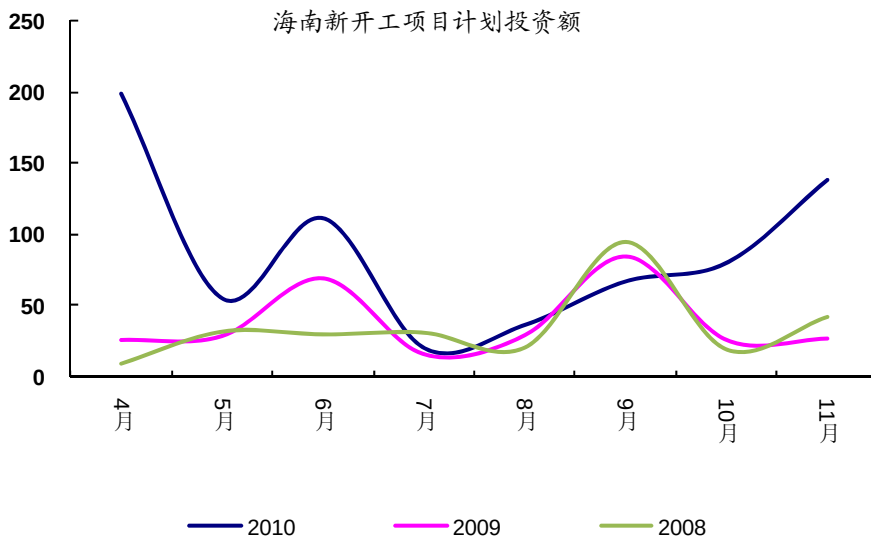
中央将海南国际旅游岛建设作为国家战略，并且最近又向海南增派原银监会副主席为省委副书记，我们认为国家未来会逐步加大对海南岛的投资。

图 2：海南省固定资产投资额



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图 3：海南省新开工项目计划投资总额同比大幅增长



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

(2) 整合市场增加市场份额，进一步发挥规模效应。

公司已经走出整合的第一步：2010年公司与徐闻县港航控股（湛江航运集团的独资子公司）成立合资公司，海峡股份持股51%。湛江航运集团目前拥有海安航线约11%的市场份额，湛江航运集团已经将5艘客滚船注入徐闻县港航控股，未来还将继续把剩余客滚船全部注入徐闻县港航控股。

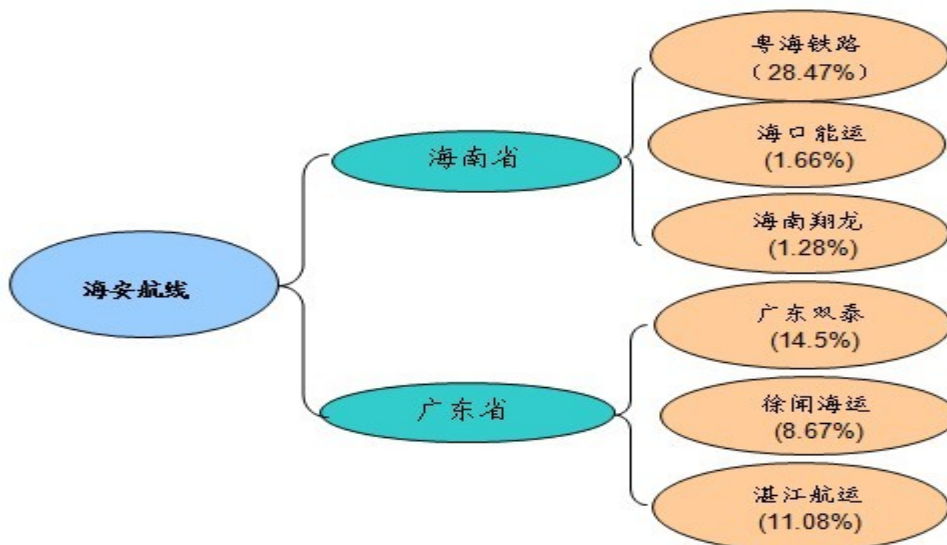
整合第二步：收购市场其他主体。除了粤海铁路有限公司外，海安航线尚有5家公

司在经营，海南省有2家，广东省有3家。

海南省的两家公司市场份额太小，收购意义不大，公司下一步主要整合广东省的公司，目前已经与湛江航运集团组建合资公司加深合作，其他两家公司分别是徐闻县海运公司（国有企业，市场份额约10%）和广东双泰（民营企业，份额10%）。

随着几家规模和实力较大的运输公司客滚船的更新，单船的盈利能力也进一步提升，相反其他公司营运压力将进一步加大，自身也有被收购的要求，作为该航线规模最大、效益最好的公司，海峡股份（09年34.34%的市场份额）有进一步整合该航线的预期。

图 4：海安航线各参与者的市场份额（2009 年中期）



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

（3）公司的运能瓶颈远没有达到。公司可以根据淡旺季的市场车量情况调配大小船来安排航次，增加毛利率。

根据我们草根调研统计，“宝岛8号”往返（2个航次）需要7个小时（下午2点半-晚上9点半），其中航行时间3个小时，装卸车预计1.5个小时，等待时间2.5个小时。如果市场出海车辆需求增加，排队等待时间将变少，航次将增加。

根据港口码头负责人介绍，提升装船卸船的效率以及统筹港口码头的安排等事宜目前最大的问题是海安航线的是多家运输公司运营，而且两边的码头也由不同公司负责，包括港口码头的改进、投资以及相关事宜的协调比较难进行，因此他们认为未来海安航线的整合势在必行。

（4）存在进一步提价的可能。

油价上涨+通胀+海南人均GDP增长=提价预期。另外，随着海安快线的运营，公司客运和私家车运输收入会成倍增长，届时，公司的收入结构会发生变化。

外延业务提供增值空间

公司的“一体两翼”战略基本将水上旅游等高端运输作为未来的发展方向。我们认可公司的战略规划，在国际旅游岛大环境下，水上旅游业的发展是必然。西沙游、环岛游、三亚游，我们均有预期。对于西沙航线，根据我们的判断，海峡股份具有唯一性，但时间表不确定。

风险：国家对海南岛政策在时间或者效果上低于预期

我们的看法：国家给的政策总是一步一步来，虽然慢但可以预期的到。要打造国际

旅游岛没有水上旅游、没有精品旅游景点可能会使旅游岛形象达不到国际标准。我们不敢对时间表有明确的预期，但对政策的确定性较为肯定。

影响公司估值因素的几点探讨

(1) 关于“西沙航线”。西沙航线是否能够开出不由上市公司控制，取决于政府的相关政策。我们有对其的预期，并且进行过测算，但我们并不完全依赖于西沙航线。

(2) 关于“免税业务”。

公司是否参与免税业务要视免税政策的吸引力而定，主要依赖于免税货种以及人均购物金额等要素。

公司看重的并不是销售免税商品带来的利润，而是由于购买需求带来的旅客运输需求。如果免税政策具有足够大的吸引力，集团会把免税牌照注入上市公司，由上市公司承建港口免税大厦；如果免税政策不够吸引力，免税大厦由集团承建，公司受益于客流增加即可。

(3) 关于“跨海大桥”。

根据最新报道，海南省会同广东省、交通部，签署了《广东海南战略合作框架协议》，争取把跨海通道建设项目纳入“十二五”规划。目前方案未定（是大桥还是隧道）、资金未定（约1400亿以上），根据专家估计最早建成要2020年（前期设计、规划、施工）。

(4) 关于“粤海铁路”。

粤海铁路轮渡运输公司目前有两艘火车轮渡船，分别为粤海铁1号和2号，火车轮渡共有两层，上层甲板（主甲板）装载火车，下层甲板装载汽车。每艘货车轮渡车位数为125个车位，单层60个车位。其核心业务是运输铁路过海，拥有专用的码头（海口市北港码头）。

目前两艘船每天运营18个航次，其中有12个航次运送火车（只有一个甲板可以装载车），剩余的6个航次主甲板和附甲板均装运汽车过海，假设车位装载率为100%，那么每日粤海铁路运输的车量为1440辆（ $12 \times 60 + 6 \times 120$ ）。

目前粤海铁路有两艘船舶订单，分别是粤海铁3号和4号，船舶投入后，计划火车班次增加至24班，即每天12对列车进出岛。四艘货车轮渡全部投入后，每天运营航次为24个航次，刚好满足列车班次。假设车辆装载率是100%，每天运送车辆为1440辆（ 24×60 ）。

结论：粤海铁路新船投入后，每日车运量是基本相同的。

风险：粤海铁路的货车车列和客车车列对海安航线造成冲击

我们的看法：火车的货车专列运送的物资较多为大宗工业原材料，时效性较差；而客滚运输的货车车辆主要运送时效性较强的瓜果蔬菜、以及轻工业原材料、建筑材料、私家车，灵活性较强、时效性较强。两者可替代性较差。

火车客运专列，目前有海口-广州、上海、北京三列，对海安航线客运有一定的替代影响。预计海安快线开出后，竞争力会有所下降。

广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2010 年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009 年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009 年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010 年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008 年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010 年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

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。

	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：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。