

海南高速 (000886)

高速公路/交通运输

发布时间: 2012-12-10

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 首次覆盖

海南高速调研报告

-----估值不高, 未来成长性一般

报告摘要:

上市以后, 公司的大股东分别在 2002 年 11 月和 2012 年 3 月发生了二次变更, 而且是 10 年之后又再次换回海南省交通厅来控股, 表明公司的战略定位尚不够稳定清晰。

根据公司规划, 海南高速未来将继续抓好三大传统主产业的发展, 一是高速公路建设和管理工作, 二是房地产业, 三是酒店旅游服务业。

高速公路建设和管理收入逐步萎缩, 随着大股东的再次变更, 未来在这方面的业务可能会有新的拓展。

酒店旅游服务业仅能维持自身平衡, 未来难有大的发展。

房地产业务是未来几年的主要看点, 但缺乏爆发性。

估值和盈利预测: 我们预计公司 2012 年到 2014 年每股收益分别为 0.10 元 0.14 元和 0.15 元; 公司净资产重估值为每股 3.5 元, 高于账面值 2.62 元, 估值稍显低估。

投资评级: 公司是一家隐形房地产公司, 未来成长性一般, 但考虑到目前估值不高, 且公司货币资金余额较高, 财务风险很小, 首次给予海南高速谨慎推荐的投资评级。

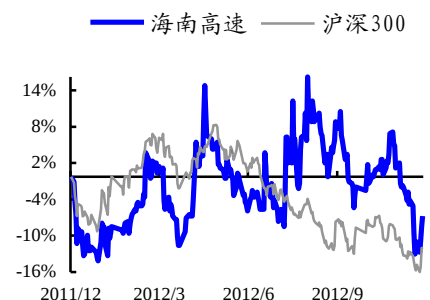
风险提示: 房地产宏观调控的力度和时间超出预期或者公司业绩结算的不均衡, 都会使我们的业绩预测不达预期; 同时, 公司业务主要集中在海南地区, 会受到区域房地产市场波动的影响较大。

股票数据

2012-12-6

收盘价(元)	3.29
12个月股价区间(元)	2.97~4.15
总市值(百万元)	3,253
总股本(百万股)	989
A股(百万股)	989
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	9

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-11%	-12%	-6%
相对收益	-7%	-11%	7%

相关报告

证券分析师: 高建

执业证书编号: S0550511020011
(021)20361169 gaoj@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	595	530	327	560	610
(+/-)%	180.96%	-10.84%	-38.31%	71.25%	8.93%
归属母公司净利润	118	157	97	136	150
(+/-)%	121.74%	32.51%	-37.89%	39.55%	10.52%
每股收益(元)	0.12	0.16	0.10	0.14	0.15
市盈率	27.95	21.10	33.96	24.34	22.02
市净率	1.36	1.32	1.27	1.21	1.14
净资产收益率(%)	4.87%	6.25%	3.74%	4.96%	5.19%
股息收益率(%)	1.27%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	989	989	989	989	989

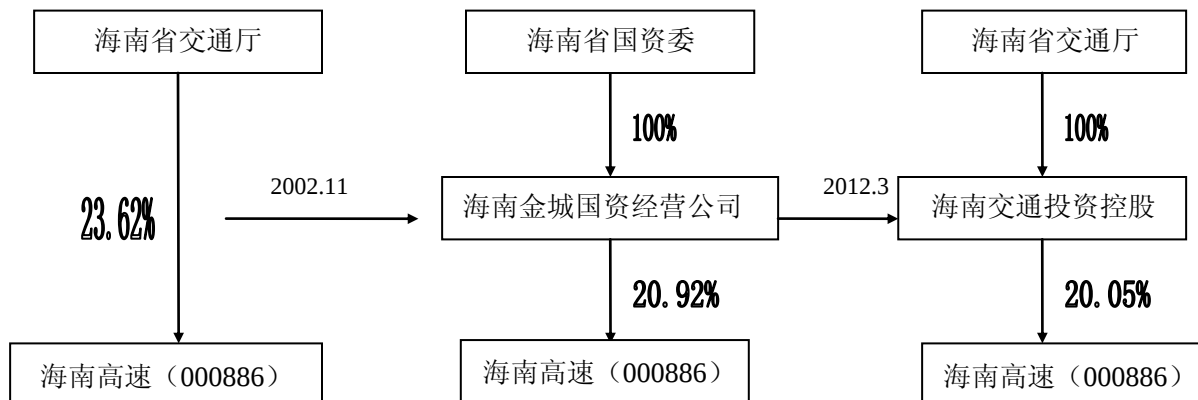
目 录

1. 大股东二次发生变更，公司战略定位有待稳定清晰.....	3
2. 公司聚焦三大主业，但各板块竞争优势不够突出	3
2.1. 高速公路建设和管理收入逐步萎缩，未来可能会有新的拓展.....	3
2.2. 房地产开发业务是近年来的主要盈利来源，但土地储备略显不足.....	4
2.3. 酒店旅游服务业仅能维持自身平衡，未来难有大的发展.....	5
3. 房地产业务是未来几年的主要看点，但缺乏爆发性.....	5
3.1. 海南高速房地产项目介绍	5
3.1.1. 海口高路华二期项目	5
3.1.2. 琼海瑞海水城项目	5
3.1.3. 三亚瑞海锦苑项目	7
4. 估值及盈利预测.....	8
4.1. 盈利预测.....	8
4.2. 公司估值分析.....	8
5. 投资风险和投资评级.....	9
5.1. 投资评级.....	9
5.2. 投资风险.....	9

1. 大股东二次发生变更，公司战略定位有待稳定清晰

海南高速是上市时间较早的公司，公司于 1998 年 1 月 23 日在深圳证券交易所上市，到目前已有近 15 的时间了。但公司上市首日的复权收盘价 4.5 元，而目前公司的股价也仅为 3.3 元左右，公司没有给长期投资者带来任何收益。上市以后，公司的大股东分别在 2002 年 11 月和 2012 年 3 月发生了二次变更，而且是 10 年之后又再次换回海南省交通厅来控股，表明公司的战略定位尚不够稳定清晰。

图 1：海南高速二次股权变更



数据来源：东北证券整理

2. 公司聚焦三大主业，但各板块竞争优势不够突出

根据公司的规划，海南高速未来将继续抓好三大传统主产业的发展，一是高速公路建设和管理工作，二是房地产业，三是酒店旅游服务业。

2.1. 高速公路建设和管理收入逐步萎缩，未来可能会有新的拓展

海南高速分别投资建设海南省环岛高速东线左幅和右幅项目。根据公司 2006 年与海南省政府重新补充签订的《海南省环岛公路东线（右幅）建设项目投资及补偿合同补充协议》及《海南省环岛公路东线（左幅）建设项目投资及补偿合同补充协议》，公司投资东线高速左幅项目的补偿款基数为 6030 万元；投资东线高速右幅项目的补偿基数为 11.49 亿元，两项投资合计的补偿基数约为 12 亿元。在上述 12 亿元投资基数确定的基础上，海南省政府与公司关于投资海南高速东线（左、右幅）项目的主要补偿条款如下：

投资补偿期间分为两个阶段，第一阶段为 20 年的投资回收期；第二阶段为 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）

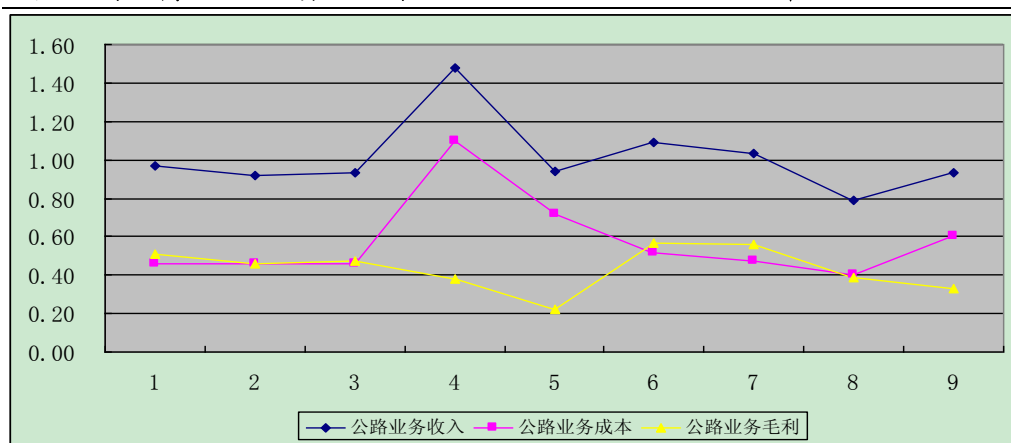
在投资回收期内，投资补偿利息按照当年元月 1 日五年以上国家银行长期基本建设贷款利率计算。

在投资回收期内，实行按季等额还本，并按季付清上季所余本金应计的利息。

投资回收期 20 年满后，从第 21 年起，海南省交通厅给予公司 5 年期投资回报，按实际补偿总额以 20 年计算的年平均补偿额再补偿 5 年。在 5 年回报期内，海南省交通厅每年等额支付投资回报。

图 1: 海南高速公路业务收益情况

单位: 亿元



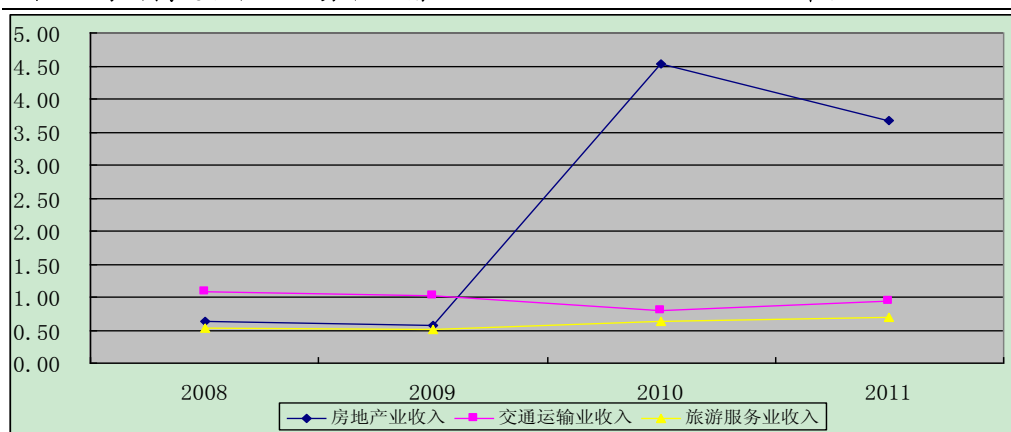
数据来源: 东北证券

2.2. 房地产开发业务是近年来的主要盈利来源, 但土地储备略显不足

从海南高速近 2 年的收入和利润构成来看, 房地产开发业务已经成为公司主要的收入和利润来源, 房地产业务占比已经超过三分之二。截止 2011 年底, 公司共有 5 个房地产开发项目和储备项目, 合计总规划容积率建筑面积 128 万平方米, 尚未结算面积 118 万平方米, 土地储备略显不足。

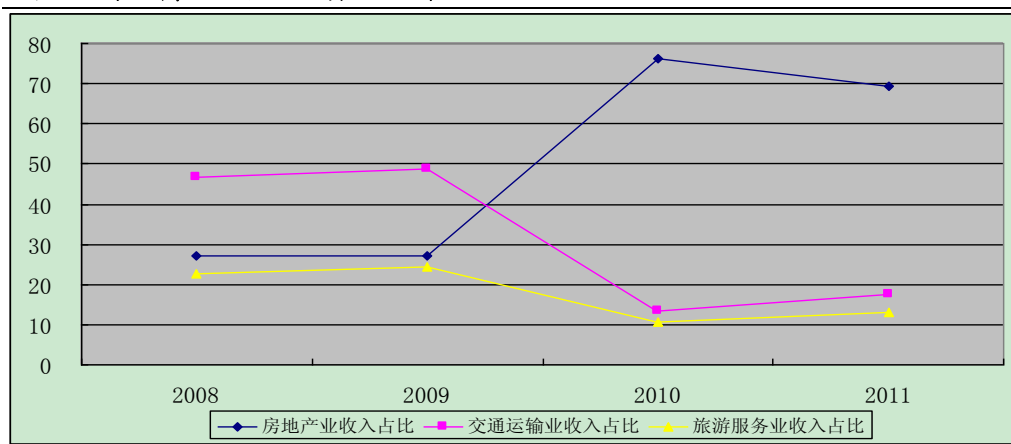
图 2: 海南高速各板块业务收入情况

单位: 亿元



数据来源: 东北证券

图 3: 海南高速各板块业务占比情况



数据来源: 东北证券

2.3. 酒店旅游服务业仅能维持自身平衡，未来难有大的发展

从公司的战略规划及定位来看，房地产业和酒店旅游服务业是其两大重要的辅助性行业。但从近几年公司酒店旅游服务业的发展来看，该板块业务仅仅能维持自身的收支平衡，且收入也维持相对平稳。公司的酒店旅游服务业主要包括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，海口、三亚、万宁、琼海房间总数分别为 203 间、150 间、220 间、108 间。这几家酒店由于经营等各方面原因，入住率不高、酒店业务整体收益不高。2012 年 6 月公司已公告将三亚金银岛大酒店的相关资产进行了转让，因此，我们预计未来酒店旅游服务业难有大的发展。

3. 房地产业务是未来几年的主要看点，但缺乏爆发性

公司的房地产开发多以“瑞海”作为产品品牌，公司先后成功开发了三亚瑞海豪庭、瑞海城市花园等项目。公司在建的项目有位于琼海的瑞海水城、三亚的瑞海锦苑、海口的高路华项目二期以及儋州东坡雅居项目。由于公路管理业务和旅游服务业未来 2 年不会有大的发展，因此，房地产业务是公司未来几年的主要看点。但由于公司项目销售进度较慢，相应结转也较慢，未来 2 年缺乏业绩上的爆发性。

表 1：海南高速房地产项目汇总

单位：万平方米

项目名称	权益	性质	规划总建筑面积	楼面地价	2011 年底未结算面积
海口高路华二期	100	住宅	3.3	225	3.3
琼海瑞海水城 1 期	100	住宅	13.5	450	5.4
琼海瑞海水城 2 期	100	商住	14.5	900	14.5
三亚瑞海锦苑	100	住宅	3.3	947	1
儋州东坡雅居	100	商住	80	375	80
琼海丝绸厂项目	100	工业	13.7		13.7
合计			128.3		117.9

数据来源：东北证券

3.1. 海南高速房地产项目介绍

3.1.1. 海口高路华二期项目

该项目位于海口市红城湖路北侧，东侧为红城湖景区，南面是红城湖路，交通便利，城市配套设施较为完善。项目临街部分用于商业，其他为居住。项目定位为城市中高档商住小区，主要目标客户群定位为居家置业，改善住房条件及追求舒适生活的省内、外人群。该项目共建一栋 30 层住宅楼和两栋 18 层住宅楼，规划总建筑面积 3.9 万平方米，规划总容积率建筑面积为 3.3 万平方米，其中，沿红城湖路一、二层裙楼规划为商业网点，可销售面积 889 m²；住宅部分可销售面积 3.17 万平方米；地下室面积为 6070 平方米；新建住宅总住户数 258 户，停车位 273 个(地上部分 125 个，地下部分 148 个，地下室可售车位约 90 个)。二期项目竣工后，将于原高路华小区合并为一个小区统一管理。目前，该项目已全部封顶，尚未对外销售，预计整体平均售价可达 8000 元/平方米，将给公司带来 2.6 亿元左右的销售收入及 5000 万元以上的利润。

3.1.2. 琼海瑞海水城项目

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，该项目为多层、高层公寓及别墅、会所为一体的大型高档住宅社区。由一座中心岛、东西南三岸、

嘉浪河内湖及湖中岛组成。项目四面为嘉浪河环绕，拥有三公里风光优美的河岸线，是在最大程度保持周围湿地魅力和原有环境的基础上，打造而成的一个水域，一个原生态的度假休闲之居。水城内配套完善，近 3000 m²的水上会所，水系环绕。4300 m²沿嘉浪河热带度假风情的建筑，满足度假休闲的生活所需，通往东、南岸和中心岛的金、银景观桥和瑞海桥，古典与现代相融的桥梁风格，与社区景观相承一体。项目还建设琼海首创私家网球岛，钓鱼台豪、廊桥曲径、四季广场、中心游池、游艇码头一应俱全，让业主足不出户就能处处尊享悠闲的水城度假的休闲生活。瑞海水城周围的嘉浪河原生态湿地芦苇丛生、水草茂密，拥有超 50 种湿地鸟类，近 10 万 m²水域的亚马逊植被，逾 100 种热带雨林植物，3 公里水城河岸曲线，共同构造了极致的养生胜地。

瑞海水城共分二期来建设，其中一期规划总建筑面积 13.5 万平方米，于 2009 年 12 月开盘，销售状况良好，目前尚有少量现房尾盘销售，销售均价大致为 6000-7000 元/平方米。二期尚未开工。

图 4：琼海瑞海水城项目位置图



数据来源：东北证券

图 5：琼海瑞海水城鸟瞰图

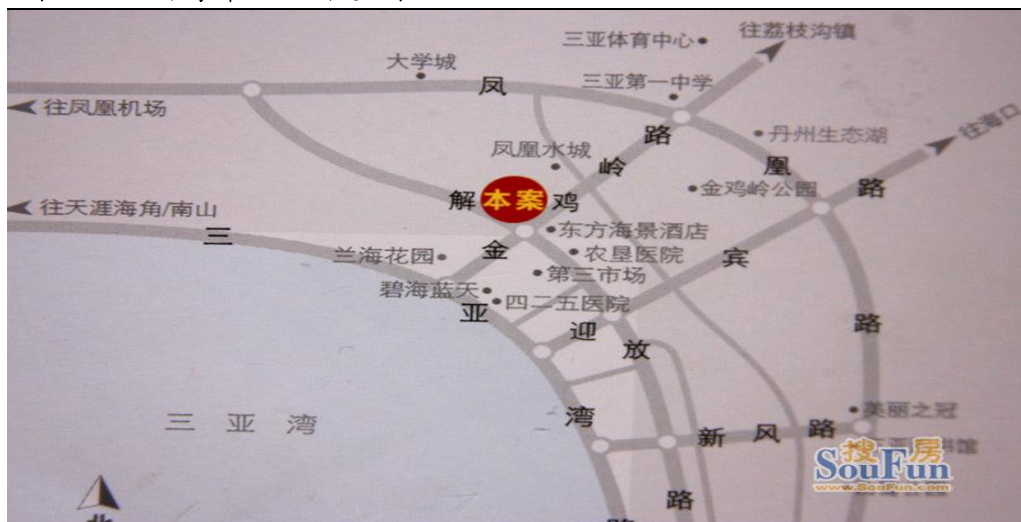


数据来源：东北证券

3.1.3. 三亚瑞海锦苑项目

瑞海锦苑位于三亚市金鸡岭路与解放路交汇处，与凤凰水城为邻，紧靠三亚河，占据绝版核心地带。项目容积率为 2.0、建筑密度为 15.96%，绿化率为 37%，规划建设三栋 19 层商住塔楼，总规划容积率建筑面积 3.3 万平方米。该项目于 2010 年 9 月开盘销售，销售情况良好，目前尚有少量现房尾盘在售，目前在售均价为 18500 元/平米左右。

图 6: 三亚瑞海锦苑项目位置图



数据来源：东北证券

图 7: 三亚瑞海锦苑项目沙盘图



数据来源：东北证券

图 8: 三亚琼海锦苑项目外部实景图



数据来源：东北证券

3.1.4. 儋州东坡雅居项目

儋州市位于海南岛的西北部，濒临北部湾，是海南省西部的经济、交通和文化中心，海南洋浦经济开发区、中国热带农业科学院及海南大学儋州校区均在其境内。儋州市土地肥沃，水源丰富，气候温和，年均气温 23.3℃；陆海交通发达，西环铁路、环岛高速公路横穿市境，海运可直抵东南亚和祖国各沿海城市。北宋大文学家苏东坡曾在儋州谪居三年。

儋州东坡雅居项目是海南高速目前最大的房地产项目，也是儋州市城北新区用地面积最大的房地产项目。项目位于儋州市文化广场对面，交通便利，总用地面积 938 亩，规划容积率建筑面积 80 万平方米。初步规划设计包括独立别墅、联排别墅、情景洋房、小高层与高层住宅，靠近儋州市文化广场的东南处新建一座高星级酒店，沿国盛路将建商业街、商务写字楼。建筑风格具有强烈的现代感，强调人文、格调、生态、时尚，是集文化、娱乐、休闲、餐饮、购物、居住为一体的，功能配套设施齐全的大型社区。该项目目前尚未正式开工建设。

4. 估值及盈利预测。

4.1. 盈利预测

我们预计公司 2012 年到 2014 年营业收入分别为 3.27 亿元、5.60 亿元和 6.10 亿元，增速分别为-38.31%、71.25%和 8.93%。归属于上市公司股东净利润分别为 0.97 亿元、1.36 亿元和 1.50 亿元；每股收益分别为 0.10 元 0.14 元和 0.15 元。

4.2. 公司估值分析

我们对海南高速的净资产进行了重估，重估的原则基本是按照谨慎性原则，即对公司在建项目按结算后可带来的净利润收入作为账面增值估算；对其余未开工项目，且取得时间不长，暂不考虑土地增值收益。经计算，海南高速净资产重估值为每股 3.5 元，高于账面值 2.62 元，略低于目前 3.3 元左右的市场价格，估值稍显低估。

5. 投资风险和投资评级

5.1. 投资评级

海南高速是一家隐形房地产公司，未来成长性一般，但考虑到公司目前估值不高，且公司货币资金余额较高，财务风险很小，首次给予海南高速谨慎推荐的投资评级。

5.2. 投资风险

宏观调控风险：房地产宏观调控的力度和时间超出预期或者公司业绩结算的不均衡，都会使我们的业绩预测不达预期。

业务集中风险：公司业务主要集中在海南地区，业务过于集中到一个区域，会受到区域房地产市场波动的影响较大。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	940	1418	1605	1760	净利润	156	97	136	150
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	-1	0	0	0
应收款项	225	11	11	12	折旧及摊销	92	29	29	28
存货	649	640	734	789	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	-7	0	0	0
流动资产合计	2085	2161	2461	2681	投资损失	-34	-45	-26	-27
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	19	324	23	-23
长期投资净额	270	270	270	270	其他	21	39	0	0
固定资产	246	246	246	246	经营活动净现金流量	175	433	153	120
无形资产	343	325	309	294	投资活动净现金流量	-49	56	35	36
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-77	-11	0	0
非流动资产合计	898	829	801	773	企业自由现金流	142	359	152	119
资产总计	2982	2990	3262	3454					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	109	34	59	63		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	26	49	112	122	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.16	0.10	0.14	0.15
流动负债合计	467	377	513	555	每股净资产 (元)	2.53	2.63	2.77	2.92
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.18	0.44	0.15	0.12
其他长期负债	0	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	0	0	0	0	营业收入增长率	-10.84%	-38.31%	71.25%	8.93%
负债合计	467	377	513	555	净利润增长率	32.51%	-37.89%	39.55%	10.52%
归属于母公司股东权益合计	2504	2601	2737	2887	盈利能力指标				
少数股东权益	12	12	12	12	毛利率	65.19%	62.39%	52.14%	52.79%
负债和股东权益总计	2982	2990	3262	3454	净利率	29.53%	29.74%	24.23%	24.59%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	155.86	12.00	7.00	7.00
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	1365.96	1900.00	1000.00	1000.00
营业收入	530	327	560	610	偿债能力指标				
营业成本	185	123	268	288	资产负债率	15.65%	12.62%	15.74%	16.08%
营业税金及附加	100	46	49	54	流动比率	4.47	5.73	4.79	4.83
资产减值损失	-1	0	0	0	速动比率	2.94	3.83	3.21	3.25
销售费用	26	26	27	27	费用率指标				
管理费用	93	65	78	85	销售费用率	4.82%	8.00%	4.80%	4.50%
财务费用	-10	-10	-9	-9	管理费用率	17.64%	20.00%	14.00%	14.00%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-1.84%	-3.00%	-1.61%	-1.48%
投资净收益	34	45	26	27	分红指标				
营业利润	172	121	172	191	分红比例				
营业外收支净额	20	8	9	9	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	191	130	181	200	估值指标				
所得税	35	32	45	50	P/E (倍)	21.10	33.96	24.34	22.02
净利润	156	97	136	150	P/B (倍)	1.32	1.27	1.21	1.14
归属于母公司净利润	157	97	136	150	P/S (倍)	6.23	10.10	5.90	5.41
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	6.25%	3.74%	4.96%	5.19%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760