

交通运输业 (010607)

行业评级

持有

前次评级

持有

海南板块调研报告：美丽的海南岛，前景一片大好

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

核心观点——中长期基本面向好，短期仍看政策

(1) 短期海南板块的投资机会仍取决于政策。对政策预期的变化会导致市场的波动。

(2) 海南国际旅游岛作为国家战略，未来的政策、投资力度以及经济增速会不断加大。我们看好海南板块未来的成长性，并且看好海南板块的航空、海运等股票的投资机会。

(3) 我们长期看好海南国际旅游岛建设带来的物资运输需求增长；离岛免税政策&旅游岛的品牌提升所带来的旅客运输需求增长。

(4) 基础设施建设&离岛免税政策将提升海南岛的旅游品牌，我们看好在海南岛拥有旅游资源的上市公司。

相关上市公司

(1) 海峡股份。公司长期受益于旅游岛建设所带来的运输需求，客滚船运输主业具有高成长性。“一体两翼”战略确定了未来向水上旅游发展，将充分受益国际旅游岛建设。

(2) 海南航空。公司拥有海南航空市场最大的份额，参股海岛建设开发有限公司，涉及地产、游艇、高尔夫等各种旅游项目，将最大程度受益于国际旅游岛的建设。

(3) 中海海盛。公司承运出岛的铁矿石，进岛的电煤等，未来仍专注于散货运输主业。

(4) 海南高速。拥有较大的土地储备，是省国资委重要的融资平台。

(5) 中国国旅，首旅股份。将受益于海南国际旅游岛的旅游、免税业务的发展。

风险提示

国家对海南岛的政策低于预期，相关自然灾害。

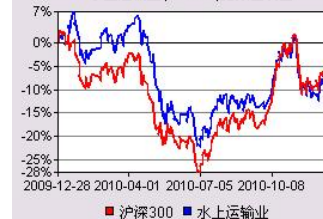
重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
海南航空	8.5	0.09	0.65	0.76	94.4	13.1	11.2	0.66	16.5	买入
海峡股份	37.8	0.87	0.95	1.31	43.45	39.79	28.85	1.25	50	买入
海南高速	6.19	0.05	0.27	0.42	123.8	22.92	14.74	0.43		持有
中海海盛	6.57	0.03	0.13	0.12	219	50.54	54.75	1.04		持有

数据来源：公司报表，Wind，广发证券发展研究中心

行业走势

水上运输业(010607)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-1.79%	3.26%	-9.58%
沪深 300	-1.00%	10.69%	-7.65%

目录索引

核心观点及投资策略	3
主要上市公司调研信息	3
海峡股份——主业高成长性，外延战略确定	3
中海海盛——稳健发展，逐步拓展近洋散货运输	4
海南航空——全面受益国际旅游岛	5

图表索引

图 1: 海南旅游人数目前保持每年 10% 左右的增长	5
图 2: 海南游客，乘飞机比例每年约提升 1%	6
图 3: 海航在海口机场的市场份额达到 53%	6
图 4: 海航在三亚机场的市场份额达到 31%	7
图 5: 大英山地块规划图	8
图 6: 西海岸人工岛项目一期效果图	9
图 7: 西海岸人工岛项目总体效果图	9
表 1: 公司“以旧换新”船舶交付日期	4
表 2: 公司有选择的安排大船运营更多的航次	4
表 3: 大船毛利率较高	4
表 4: 中海海盛船舶资料（截止 2010.9.30）	5
表 5: 旅游人数增速、海航市场份额对海航旅客运输量增速的敏感性分析	7
表 6: “海岛建设”资产整理	8

核心观点及投资策略

对于海南板块的整体观点：长期看好，处于海南板块的交通运输行业公司将充分受益于海南国际旅游岛的建设开发。短期需注意政策风险，如果国家在短期内出台的政策低于预期会影响市场对海南板块建设进度的预期，进而影响估值水平。

投资策略：

(1) 海南国际旅游岛作为国家战略，未来会获得更多政策性支持和投资支持。且目前我国经济处于调结构阶段，海南国际旅游岛建设符合促销费的基调。因此，我们长期看好海南板块。

我们从两个角度来看交通运输行业公司的投资机会。货运需求将受益于海南的固定资产投资增长而增长；客运需求伴随着海南国际旅游岛的建设进度和政策利好逐步放大。

相应的我们看好海峡股份和海南航空。

- 海峡股份。公司长期受益于旅游岛建设所带来的运输需求，客滚船运输主业具有高成长性。“一体两翼”战略确定了未来向水上旅游发展，将充分受益国际旅游岛建设。
- 海南航空。公司拥有海南航空市场最大的份额，参股海岛建设开发有限公司，涉及地产、游艇、高尔夫等各种旅游项目，将最大程度受益于国际旅游岛的建设。

(2) 短期内受政策预期影响，板块估值存在下调的风险。我们认为短期投资机会不太明显。

主要上市公司调研信息

海峡股份——主业高成长性，外延战略确定

我们对海峡股份的主营业务进行了草根调研，实地考察（乘坐宝岛8号一个往返航次）了海安航线客的运营情况，主要结论如下：

(1) 主业提升空间巨大

海安航线的运行规律是：车装满开船。因此车位装载率平均在98%以上。业绩增长的关键因素是货量的提升带动航次增加，船舶利用率提高。

- 船舶利用率存在进一步提升的空间。海南固定资产投资额的扩大直接增加海南岛进岛工业物资的需求，受此影响海安航线将逐渐表现为淡季不淡，船舶综合利用率存在进一步提升的空间。（关键指标：海南省固定资产投资增速。）
- 毛利率存在提高的空间。公司通过大船与小船的调配（一天之中也有淡旺季，淡季增加小船的航次，旺季增加大船航次），提高公司的综合毛利率。大船的单位载车/客成本低于小船。随着海峡股份新造船的投入，公司的毛利率存在进一步提升的空间。（关键指标：公司新船投入量。）

表 1: 公司“以旧换新”船舶交付日期

船名	造价 (万元)	车位 (辆)	客位 (人)	预计交船日期	用途
宝岛 12 号	8759	41	999	2010 年 2 月已交付	更新海虹 3 号
宝岛 16	13400	41	999	2011 年 11 月	更新信海 3 号
宝岛 19	13400	41	999	2012 年 1 月	更新信海 4 号
海峡 1 号	12680	30	600	未知	更新信海 9 号

数据来源: 公司资料, 广发证券发展研究中心

表 2: 公司有选择的安排大船运营更多的航次

项目	更新前	更新后	增加额	增加幅度
营运航次 (个)	2746	3550	804	29.30%
车运量 (万辆次)	4.49	13.29	8.8	196.10%
客运量 (万人次)	24.8	99.2	74.4	299.80%

数据来源: 公司资料, 广发证券发展研究中心

表 3: 大船毛利率较高

	信海 3 号	信海 16 号
车位	22	41
客位	300	999
客运 (万人)	12.5	33
车运 (万辆)	2.25	6.3
平均载重 (吨/车)	19	27
收入 (万元)	1732.5	6291
毛利率	18%	55.00%

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

(2) 外延式业务拓展战略明确

公司“一体两翼”战略确立未来发展方向是水上旅游业,。公司是海南省唯一拥有客滚运输经营资质的国有控股企业, 并且拥有专业的航运人才, 未来进入水上旅游运输市场具有独特的优势。

公司已经基本确立伺机进入海南岛的西沙邮轮旅游, 待政策成熟时还将不断扩大水上旅游业务。

我们认为公司有可能成为中国经营游轮旅游业务的龙头公司, 在海南国际旅游岛建设背景下, 持续看好公司的发展前景。

综上, 我们认为公司主业的成长性较为确定, 给公司提供稳定的增长和稳健的现金流; 同时, 公司外延式战略较为确定, 独特的资源禀赋和雄厚的财务实力支持公司进军水上旅游业。

中海海盛——稳健发展, 逐步拓展近洋散货运输

公司主要经营中国沿海煤炭、铁矿石运输市场, 并通过控股公司经营原油、化工品运输业务。

我们的观点: 公司主业与国际旅游岛政策关联度不大, 沿海散货运输市场景气度不佳, 继续等待投资机会。

- 由于（1）目前沿海煤炭运价较去年同期下滑40%，对明年的电煤运输合同谈判不利；（2）明年信贷紧缩可能会影响2011年的投资支出，进而影响煤炭、钢铁的运输需求；（3）我们判断明年远洋干散货市场仍面临较大的运力过剩压力，部分远洋运力可能会对沿海散货市场继续构成威胁；因此我们预计公司明年的电煤、铁矿石的COA运价下降10%左右。
- 同时，公司目前的战略规划仍致力于沿海散货运输主业，并没有涉及其他业务的规划，因此我们判断国际旅游岛的相关政策对公司实际经营业务影响较小。

公司2010年业绩较2009年将大幅增长，但较多来自于营业外收入和投资收益，我们预计2010年公司EPS达到0.13元，其中营业外收入贡献0.046，投资收益贡献业绩0.067元。

表 4: 中海海盛船舶资料 (截止 2010.9.30)

公司	现有		订单		船型	持股比例
	艘数	吨位 (万吨)	艘数	吨位 (万吨)		
中海海盛	11	44.8	6	29.2	散货船	本公司
海盛海连	2	2.2	0	0	散货船	51%
上海金海	2	0.8	2	1.24	化学品船	100%
广州振华	1	3.5	1	4.8	散货船	90%
广东海电	4	21.5	0	0	散货船	50%
深圳三鼎	0	0	1	7.6	油轮	30%
海盛香港	4	2.88	0	0	化学品船	95%

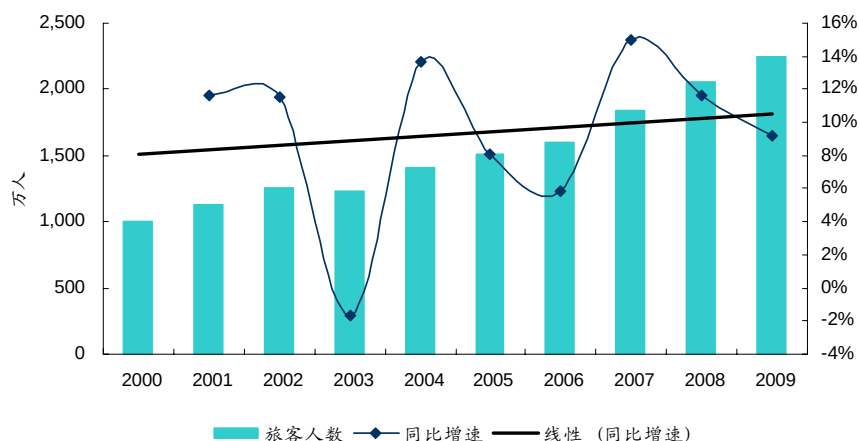
资料来源：公司资料，广发证券发展研究中心

海南航空——全面受益国际旅游岛

航空主业受益于海南旅游人数的快速增长

- 从目前海南的旅游人数来说，平滑一下非典造成的下滑，大约每年增长10%，比较稳定，总人数2009年达到2250万人，其中入境人数为55万。

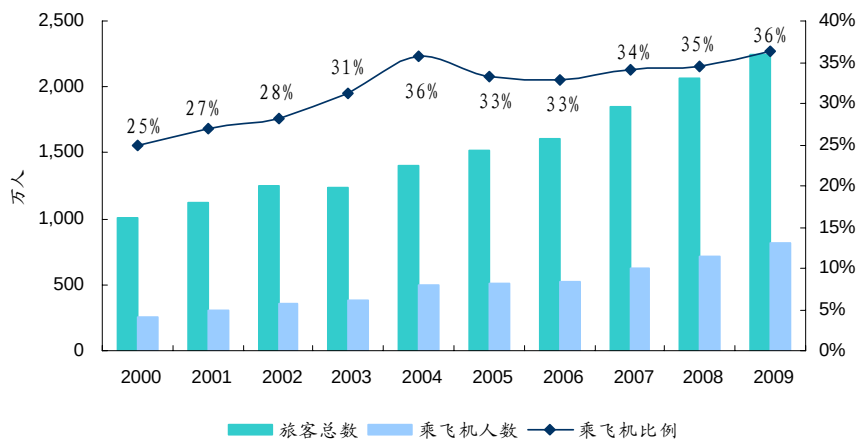
图 1: 海南旅游人数目前保持每年 10% 左右的增长



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

- 前往海南的游客，乘飞机的比例达到36%，且保持每年递增1个百分点的速度。随着消费升级与国际旅游岛的不断开发，乘飞机的旅客比例还将继续提高，因此航空需求的增速将高于旅游人数的增长。

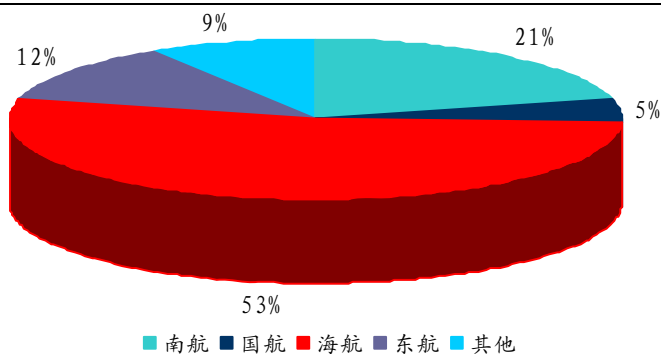
图 2：海南游客，乘飞机比例每年约提升 1%



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

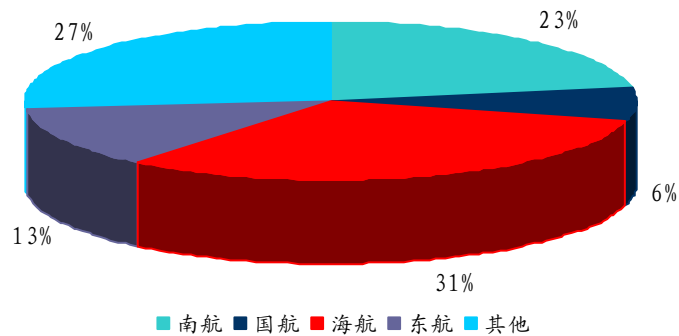
- 海南目前仅有两座机场，海航作为基地航空具有绝对的优势，海口机场的份额为53%，三亚机场的份额为31%。海航在三亚和海口的运力投放占海航总运力的17%，也是所有航空公司中最大的。因此，国际旅游岛的游客增长，将使海航受益最大。
- 根据我们的敏感性分析，此前海南旅游的人数增速为10%，假设国际旅游岛政策出台后，增速能提高到15%，仅海南市场将使海南航空的旅游运量增长8.7%。因此我们看好国际旅游岛对海南航空的催化作用。

图 3：海航在海口机场的市场份额达到 53%



数据来源：CAAC、广发证券发展研究中心

图 4：海航在三亚机场的市场份额达到 31%



数据来源：CAAC、广发证券发展研究中心

表 5：旅游人数增速、海航市场份额对海航旅客运输量增速的敏感性分析

海南旅游人数增速	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%
海航在美兰机场份额							
46%	1.7%	4.0%	6.3%	8.6%	10.8%	13.1%	15.4%
48%	2.8%	5.1%	7.5%	9.9%	12.3%	14.6%	17.0%
50%	3.8%	6.3%	8.7%	11.2%	13.7%	16.2%	18.6%
52%	4.8%	7.4%	10.0%	12.5%	15.1%	17.7%	20.2%
54%	5.8%	8.5%	11.2%	13.8%	16.5%	19.2%	21.9%
56%	6.9%	9.6%	12.4%	15.2%	17.9%	20.7%	23.5%

数据来源：广发证券发展研究中心

对外投资分享海南岛价值的增长

公司近期连续公告了几项对外投资，其中包括投资“海岛建设”和大英山四块土地。我们对这两个项目均进行了实地调研，我们认为项目未来的增值空间较大。

- 大英山地块是海口市的地王，目前仅有一个楼盘“海阔天空-国瑞城”开盘，一期均价15000元/平米，500套房源当日售空。而公司投资的四个地块位于省政府对面日月广场的左右两翼（位置如图中绿色方块标记），未来3-5年内陆续开发，售价高于现价的可能性极大。
- 海岛建设未来的资产规模较大，近期主要的项目为西海湾人工岛。根据我们的了解，人工岛位于海口新国宾馆附近的海域，海岸线附近正在大量建造别墅。附近土地的价格大约为400-500万/亩，而人工岛的造价为20-30万/亩，一期工程为700亩，仅一期工程土地就能产生33亿的利润，如果考虑进行商业开发，以及二期工程，效益可能更加可观。
- 从远期来看，海岛建设的定位是海航集团在岛资源的整合平台，前景广阔，资产规模庞大，随着国际旅游岛开发的不断推进，公司的价值会不断提高。

图 5: 大英山地块规划图



数据来源: 公司网站、广发证券发展研究中心

表 6: “海岛建设”资产整理

业务板块	资产	个数	面积	储备或发展潜力	资产价值
海航地产	在建房地产项目	32个	241万平米		
	在建填海项目	1个	3000亩		
	拟建房地产项目	15个	100万平米		
	已建高尔夫项目	4个	9127亩	4.6万亩	
	2015年规划				1485亿
海岛高尔夫	康乐园温泉高尔夫球场 (18洞锦标级)	1个	2400亩		
	康乐园太阳河高尔夫球 场(18洞锦标级)	1个	1800亩		
	康乐园橡树林高尔夫球 场(18洞锦标级)	1个	2000亩		
	试运营球场	2个			
	在建高尔夫球场	4个			
	2015年规划	14个			70-90亿
海岛酒店	海南迎宾馆(五星)	1个			
	海南新国宾馆(五星)	1个			
	海南兴隆温泉康乐园酒 店(五星)	1个			
	亚太国际会议中心(五 星)	1个			
	2015年规划	13-15个			
海岛商业	在建大型商业广场	2个	10万平米		
	在建免税店、折扣店	6个			
	2015年规划	10个商业广场, 20			

		家门店		
海岛农业	产业园区	8个	4519亩	4000亩
	2015年规划	10个	4万亩	
海岛物业	物业管理	51个	400万平米	
	2015年规划		2000万平米	
海岛游艇	拟建船舶制造基地			180艘/年
邮轮	拟建游艇生产基地			450艘/年
海岛健康	海南海航健康医疗产业 投资管理有限公司			
医疗				
2015年总规划				
				1700亿

图 6：西海岸人工岛项目一期效果图

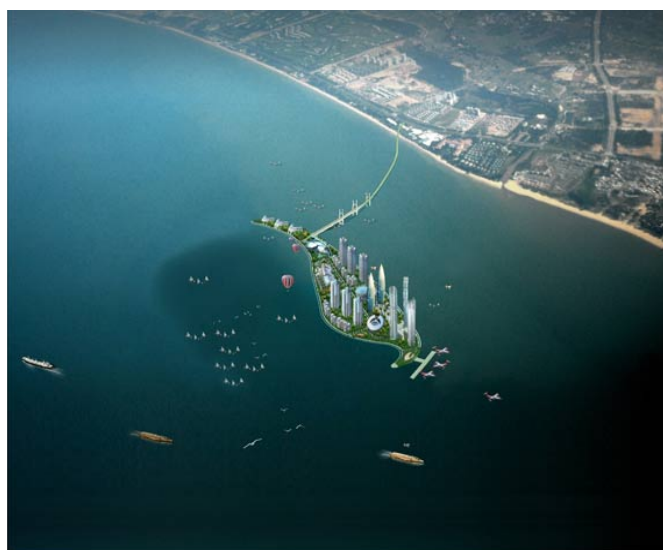
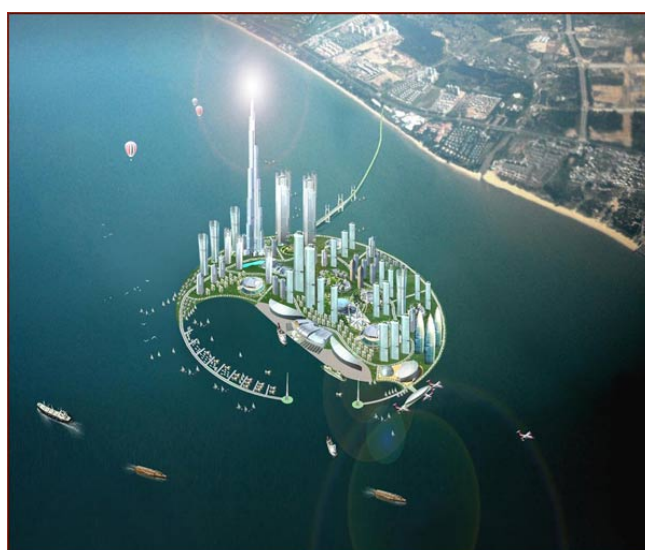


图 7：西海岸人工岛项目总体效果图



数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、海南国际旅游岛建设进度低于预期。
- 2、国家对国际旅游岛的政策支持低于预期。
- 3、自然灾害影响。

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，2 年证券从业经历，入围 2009 年新财富交通运输行业最佳分析师，获 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，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——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 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。