

2017年04月06日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

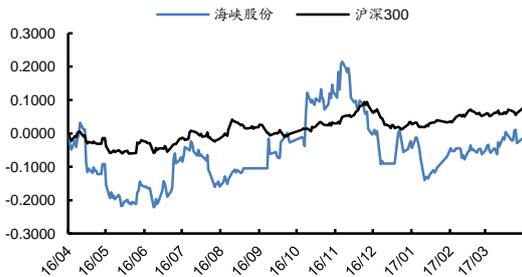
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002  
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn  
联系人：李欣雨 S0350116060006  
021-68930163 lixy02@ghzq.com.cn

## 资产注入增厚业绩，港航一体化助发展

### ——海峡股份（002320）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现    | 1M  | 3M  | 12M  |
|-------|-----|-----|------|
| 海峡股份  | 5.2 | 1.0 | -0.4 |
| 沪深300 | 1.7 | 4.7 | 7.6  |

市场数据

2017-04-05

|            |               |
|------------|---------------|
| 当前价格（元）    | 16.30         |
| 52周价格区间（元） | 12.66 - 20.98 |
| 总市值（百万）    | 8280.71       |
| 流通市值（百万）   | 6941.80       |
| 总股本（万股）    | 50801.90      |
| 流通股（万股）    | 42587.72      |
| 日均成交额（百万）  | 108.92        |
| 近一月换手（%）   | 31.19         |

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

## 投资要点：

■ **港口资产注入，转型综合物流发展** 公司拟向母公司港航控股非公开发行股票约10.16亿购买其旗下的新海轮渡100%股权（发行价12.94元/股），并募集配套资金5500万元（发行价15.14元/股），该交易已于今年3月底完成。新海轮渡拥有琼州海峡南岸最主要的秀英港客滚港口业务及新海港码头一期资产，而琼州海峡客滚运输通道是海南省出入岛的重要通道，承担着海南约30%的进出岛旅客运输和超过50%的货物运输。根据相关统计数据，最近五年秀英港客滚业务车辆份额市场占有率为70%左右，旅客市场占有率保持在50%以上，截至2016年前三季度，秀英港客滚业务实现利润5061.19万元。未来随着新海港建设，航行距离的缩短有望吸引更多客流，加之信息化建设和“一核四区”的服务集聚建设，公司未来业绩保持稳定增长可期。

■ **港航一体化为公司未来发展提供助力** 近几年，海南省港航业发展提速，公司控股股东港航控股是海南省委省政府为整合琼北港口资源组建的国有控股企业，是海南省目前规模最大的港口企业集团和航运龙头企业。根据国家“一带一路”指引方针，广东省和海南省将大力推进琼州海峡港航一体化，并要求在近期内实现两省港航资源整合和运营、调度合作。目前琼州海峡广东方的航运企业均为港航一体化的经营模式，而海南省正在积极进行资源整合，因此，港航一体化为上市公司在下一步的琼州海峡一体化整合提供了坚实的基础。

■ **西沙旅游航线有望为公司带来新增利润** 2013年4月28日，公司正式开通海口至西沙旅游航线，于2014年9月2日将工作重心转向三亚旅游市场。目前公司该航线虽处于亏损态势，但公司正积极开发新型船舶“长乐公主”号，目前已于今年3月2日正式运行。由于公司提供的西沙旅游服务具有垄断地位，因此客座率能够得到有效保障。若按照长乐公主的运力测算，以公司日均2-3航次/月均约50航次和票价5000元计算，公司今年该航线有望迎来业绩拐点。根据《海南省“十三五”规划纲要》（草案），到2020年，海南省全年接待旅游总人数超过8,000万人次，复合增速约为12.6%，未来随着海南省旅游业发展的进一步推进，公司该航线运力的提升和船型改造将会进一步带动公司业绩增长。

■ **运力提升增厚公司业绩** 公司主要利润来源海安航线在未来三年

预计其他航运企业将更新 10-12 艘大型船舶，在目前“大轮班”制度下，为了巩固公司市场份额与市场地位，海峡股份计划在未来三年将新建 2 艘大型豪华客滚船，以替换原有老旧且运量较小的船舶。同时，由于运力较少，公司经营的北海航线目前处于亏损，因此公司正在进行的“棋子湾”船改造，将会通过设施和运力的提升来吸引更多的小车自驾旅游的游客。由于在我国船舶行驶管控的限制下，全国的船只数量受交通部管控，因此客滚业务公司提升自身运力只能通过船型改造或是并购方式进行，且涉及航线若跨省市仍需征求对方省市的同意，因此未来我们不排除公司会引进一些战略合作者来提升公司在整个海南省的客滚业务市占份额。

- **盈利预测和投资评级：给予“增持”评级。**公司目前在保证原有客滚业务市占率的情况下，积极开发西沙旅游资源，随着海南省港航一体化的持续推进，未来公司业绩增长可期，我们预估公司 2017-2019 年 EPS 为 0.41 元、0.47 元、0.55 元，对应 PE 为 39 倍、35 倍、30 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：** 1) 业务拓展不及预期；2) 产业政策趋紧风险；3) 港口整合不及预期；4) 西沙旅游资源开发对公司业绩提升的不确定性。

| 预测指标      | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元） | 683   | 927   | 1009  | 1089  |
| 增长率(%)    | 15%   | 36%   | 9%    | 8%    |
| 净利润（百万元）  | 157   | 210   | 237   | 279   |
| 增长率(%)    | 34%   | 34%   | 13%   | 18%   |
| 摊薄每股收益（元） | 0.37  | 0.41  | 0.47  | 0.55  |
| ROE(%)    | 6.63% | 5.80% | 6.19% | 6.83% |

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 内容目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 1、 港口资产注入，转型综合物流发展 .....    | 5  |
| 1.1、 地域特征助力标的公司业绩稳定发展 ..... | 7  |
| 1.2、 资产注入增厚公司业绩增长 .....     | 7  |
| 2、 港航一体化为公司未来发展提供助力 .....   | 9  |
| 3、 西沙旅游航线有望为公司带来新增利润 .....  | 10 |
| 4、 运力提升增厚公司业绩 .....         | 11 |
| 5、 盈利预测与评级 .....            | 11 |
| 6、 风险提示 .....               | 12 |

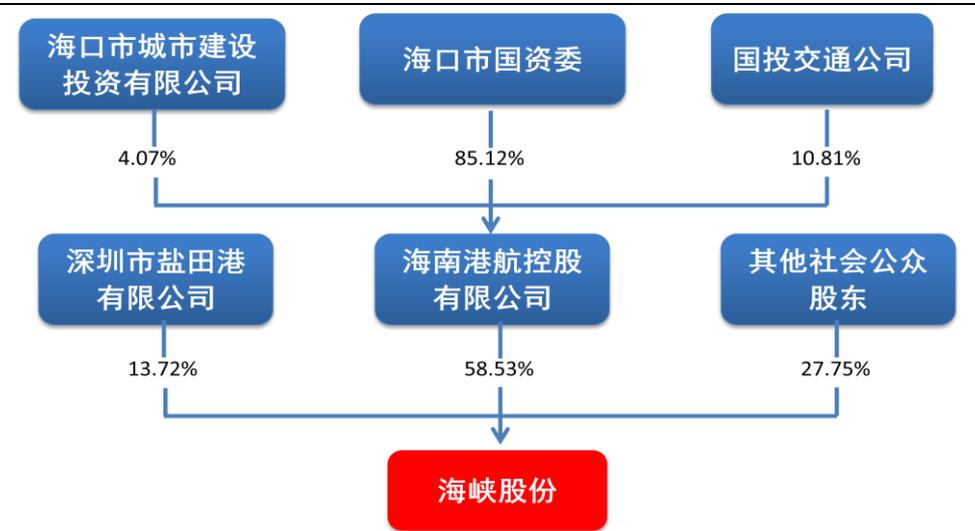
## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 公司股权结构图.....                  | 5  |
| 图 2: 公司营业收入历年走势图.....              | 5  |
| 图 3: 公司归母净利润历年走势图.....             | 5  |
| 图 4: 公司三大航线营收占比历年走势对比图 (百万元).....  | 6  |
| 图 5: 公司毛利率历年走势图.....               | 6  |
| 图 6: 公司向母公司港航控股非公开发行交易示意图.....     | 6  |
| 图 7: 秀英港近三年经营指标走势图.....            | 8  |
| 图 8: 秀英港近 5 年市场份额走势图.....          | 8  |
| 图 9: 秀英港与新海港航行距离对比图.....           | 8  |
| 图 10: 琼州海峡前五大客户客滚业务销售情况对比图.....    | 10 |
| 图 11: 海南省接待过夜人次历年走势图 (万人次).....    | 11 |
| 表 1: 广东省和海南省琼州海峡港航一体化情况汇总表.....    | 9  |
| 表 2: “北部湾之星”号和“长乐公主”号船主要参数对比表..... | 10 |
| 表 3: 公司船型改造升级相关数据汇总表.....          | 11 |

## 1、港口资产注入，转型综合物流发展

公司是海口市国资委旗下的客货进出岛骨干航运企业，国内最早引进国外客滚船舶的航运企业，主要经营以海南省为中心的南海客滚运输业务，目前共投入 18 艘客滚船运营，其客滚运输能力和运量均多年稳居南海客滚运输市场领先地位。公司于 2009 年 12 月在深交所上市，目前经营的航线主要为海安航线、北海航线和西沙旅游航线，其中海安航线为公司利润贡献主要来源，后两者正处于投资建设拓展期。公司一直在积极推进“一体两翼”战略，即以客滚运输为主体，以综合物流和客滚邮轮为两翼，力争成为我国第一家国际性的、上下游服务一体化的综合性客滚运输企业。

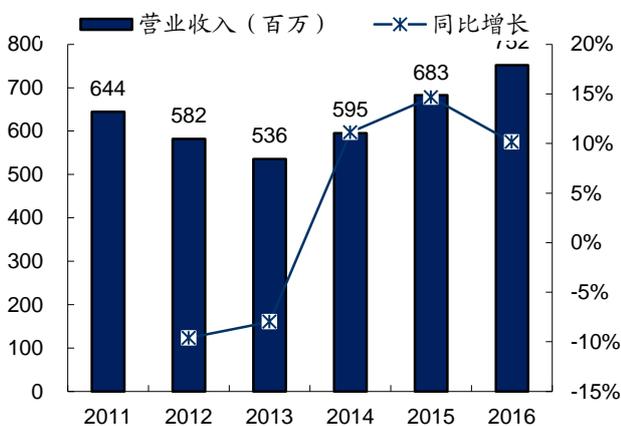
图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，国海证券研究所

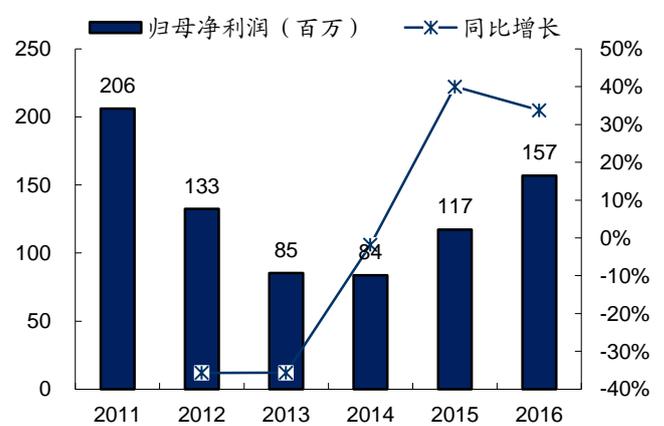
根据最新财报数据显示，2016 年公司实现营业收入 7.52 亿元，同比增长 10.14%；毛利率 39.59%，同比增加 7.1pct，主要是由于公司海安航线客滚运输具有较高的行业准入门槛；归母净利润 1.57 亿元，同比增长 33.76%。

图 2：公司营业收入历年走势图



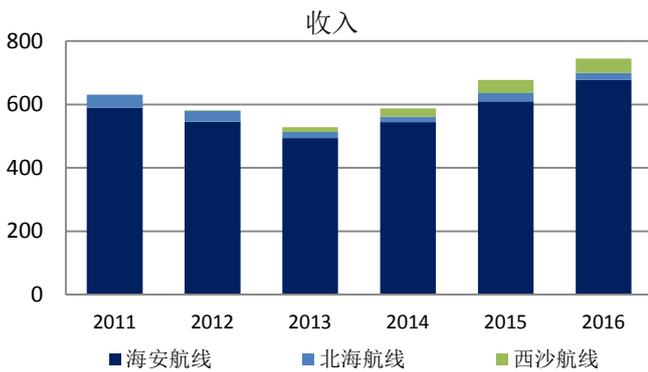
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 3：公司归母净利润历年走势图



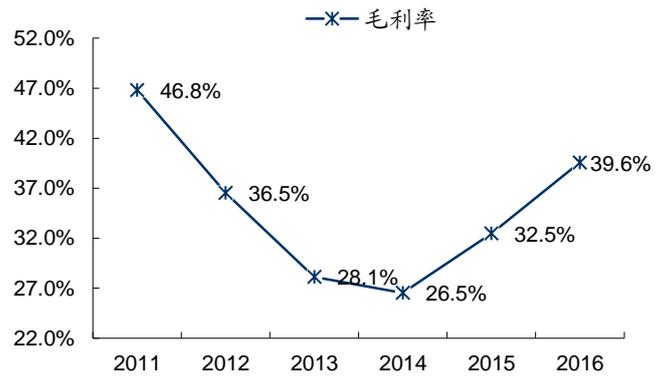
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 4: 公司三大航线营收占比历年走势对比图 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

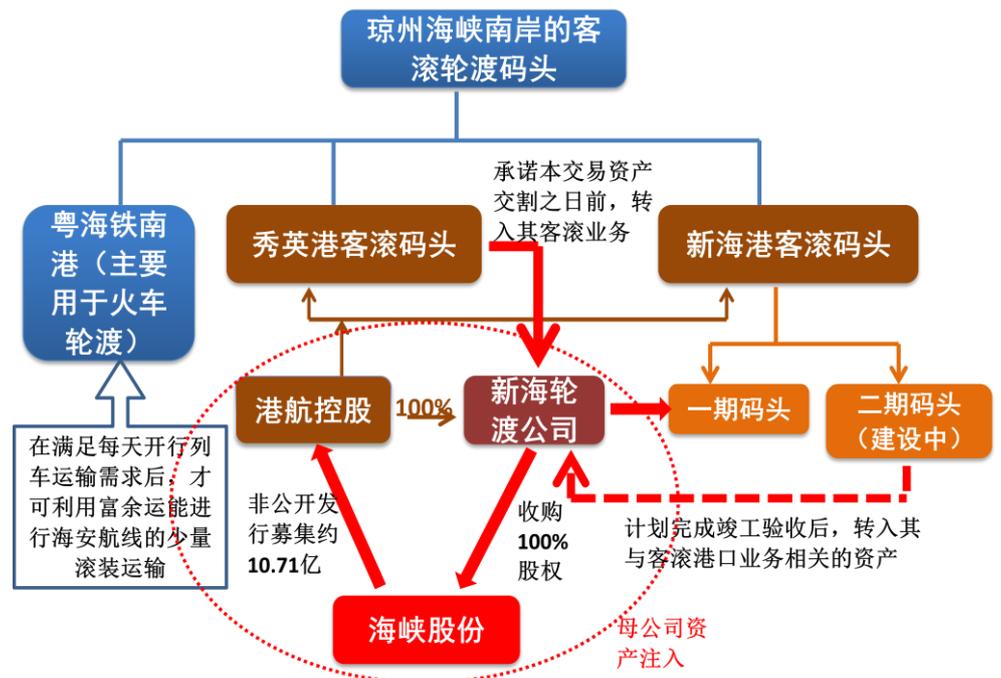
图 5: 公司毛利率历年走势图



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2016年9月13日, 公司披露向母公司港航控股非公开发行股票约10.16亿购买其旗下的新海轮渡100%股权(发行价12.94元/股), 并向特定投资者发行股份募集配套资金5500万元(发行价15.14元/股)用于支付新海轮渡增资所需相关税费和本次交易相关中介机构费用, 该交易已于今年3月底完成。目前琼州海峡南岸的客滚轮渡码头主要有秀英港客滚码头、粤海铁南港(主要用于火车轮渡)及新海港一期码头。根据交易预案显示, 新海轮渡拥有海口市新海港一期资产, 母公司旗下拥有秀英港客滚轮业务, 因此为保证收购标的客滚港口业务的完整性及避免同业竞争, 母公司计划至2018年底将秀英港客滚业务逐步搬迁至新海港区, 且承诺在新海轮渡资产实施交割之日前, 同时将秀英港客滚业务划入新海轮渡。本次交易不涉及目前正在建设中的新海港二期码头资产, 预计于2017年6月完工, 控股股东港航控股计划在2018年新海港二期码头完成竣工验收后, 将其二期中与客滚港口业务相关的资产也同时转让给新海轮渡。

图 6: 公司向母公司港航控股非公开发行交易示意图



资料来源: 国海证券研究所整理

在完成本次交易后，控股股东港航控股将由原来 51.38% 的持股比例上升至约 58.53%，而公司将通过新海轮渡拥有琼州海峡南岸的最主要的客滚港口业务及新海港码头一期资产，收购标的主营业务为车辆滚装、船舶停泊、旅客票务代理等港口服务，加之上市公司原有的滚轮运输业务，公司开始向综合物流业战略规划迈进。

## 1.1、地域特征助力标的公司业绩稳定发展

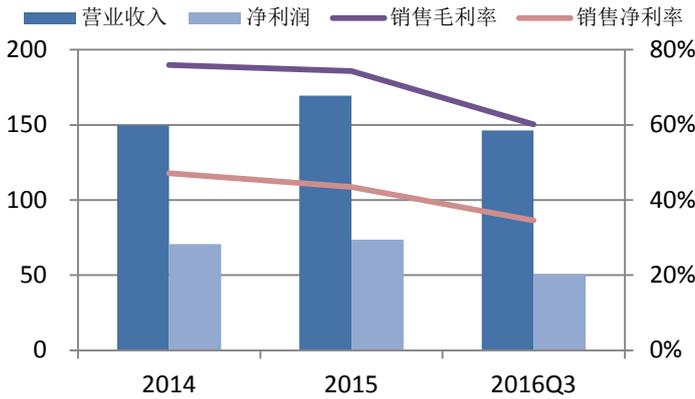
海南岛地处中国—东盟自贸区地理中心和“21 世纪海上丝绸之路”的“咽喉”要道，是中国与东盟自由贸易区的桥头堡，在泛北部湾区域合作中扮演着承接东南西北的独特角色。依托海南岛优越的区位优势，海南省港口拥有强大的内外贸发展空间和潜力。根据《海南省“十三五”规划纲要》(草案)，到 2020 年，海南省物流业增加值达到 345 亿元，形成 2—3 个营业额超 100 亿元的大型物流园区，而客滚港口作为游客进入海南省的重要通道，将迎来良好的发展机遇。

目前，海南省与大陆间的经济及人员往来仅能依靠海运及空中运输，而海上客滚运输航线是海南进出岛的汽车物流和人员往来主要运输途径，也是海南经济发展的“生命通道”。琼州海峡客滚运输通道是海南省商旅客流、自驾游车辆、生产生活物资、特别是瓜果蔬菜等农产品出入岛的重要通道，承担着海南约 30% 的进出岛旅客运输和超过 50% 的货物运输，尤其是与人民群众生活息息相关的鲜活农产品和生活日用品基本都是通过琼州海峡的客滚运输完成，是海南与内陆交往的重要纽带和海南省的“生命线”，因此，客滚运输是琼州海峡两岸居民的刚性需求、周期性弱、时效性强，未来具有持续盈利能力。

## 1.2、资产注入增厚公司业绩增长

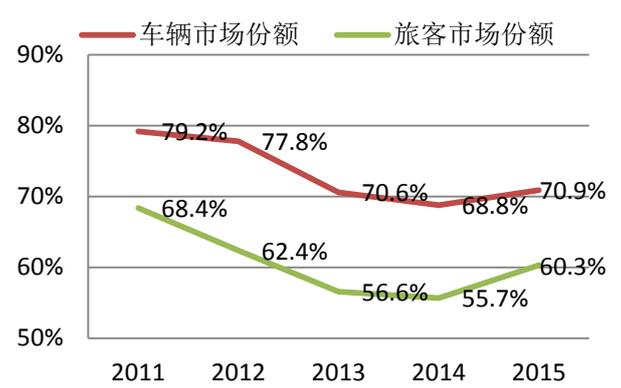
在新海港一期码头建成之前，秀英港是海南省除粤海铁南港外唯一运营客滚港口业务的码头，承担琼州海峡大部分过海运输任务，而粤海铁轮渡在满足每天开行列车运输需求后，才可利用富余运能进行海安航线的少量滚装运输。目前秀英港客滚业务拥有 14 组泊位，根据相关统计数据，最近五年秀英港客滚业务车辆份额市场占有率为 70% 左右，旅客市场占有率保持在 50% 以上，是海南省最主要的客滚码头。截至 2016 年前三季度，秀英港客滚业务(包含新海港)实现营业收入 1.46 亿元，利润 5061.19 万元，销售毛利率和销售净利率保持较高水平，分别为 60.16% 和 34.58%，主要是受近年来海南省旅游人数的增加带动自驾游人数呈较快增长趋势，而秀英港由于港口设施设备已经建成，日常运营成本较小，且客滚业务未受到近几年航运市场不景气的影响。

图 7: 秀英港近三年经营指标走势图



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 8: 秀英港近 5 年市场份额走势图



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

**航行压缩有望吸引更多客流。**新海港一期码头已于 2015 年 12 月开港试运营, 一期规划具有 10 个 1 万吨级泊位, 可以满足万吨级客滚船装卸作业, 停靠 5 万吨级邮轮, 可有效分担秀英港的压力。目前, 新海港一期码头平均每天发班 12—15 班次, 已承接原秀英港总体业务量的 20% 以上。同时秀英港至海安港航程为 18 海里, 北岸徐闻的南山港预计于 2017 年底建成, 建成后从新海港一期码头至南山港海上航行距离将缩短至 12 海里, 大大节约了海上航行的时间。

图 9: 秀英港与新海港航行距离对比图



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

**信息化建设降本增效。**新港口服务新标准会应用更多的现代化信息技术及网络服务内容, 大幅提高了港口作业效率, 适应市场的需求。将新海港一期码头置入上市公司后, 公司可利用上市公司平台继续推进对港口进行信息化建设, 如无人地磅与待渡车场管理子系统等, 实现港口的减员增效。

**打造“一核四区”, 实现粤琼交通流转换。**根据海南建设国际旅游岛国家战略规划, 海口市将在新海港周边打造布局为“一核四区”的海口市临港现代服务业集聚区, 包括了集购物、美食、休闲、服务为一体的服务核, 包含旅游服务中心、购物中心、美食中心及休闲中心四大业态; “四区”指港口紧密服务区、商业商务区、创意产业区以及滨海居住区。另一方面, 新海港一期码头是海南省与内陆联网的重要枢纽。海口市正规划建设疏港货运快速干道工程 (G15 沈海高速海

口段)项目,目前已出具可行性研究报告。该项目起点为新海港码头,终点为海口绕城高速粤海大道(疏港路)路口。在此基础上,新海港一期码头连接了两地高速公路的运输,实现粤琼交通流的转换,将实现海南省高速公路网与内陆高速公路网联通。

此次收购的新海港,未来将成为海南省唯一的专业客滚港口,是海南省与大陆进行通航的主要港口之一。由于新海港的经营不受航运市场竞争影响,因此其稳定增长的业务和优异的现金流,将可以为海峡股份在接下来日趋激烈的市场竞争中提供充足的财务保障。

## 2、港航一体化为公司未来发展提供助力

近几年海南省港航业发展提速,初步形成以海口港、洋浦港、八所港、三亚港、清澜港“四方五港”为主体,临高金牌、昌江、乐东、琼海龙湾和三沙等港口码头为补充的总体发展格局。母公司港航控股是海南省委省政府为整合琼北港口资源,做大做强港口基础产业,在原海口港集团和海南省海运总公司的基础上重组组建的国有控股企业,是海南省目前规模最大的港口企业集团和航运龙头企业。

根据国家“一带一路”指引方针,目前广东省和海南省已达成共识,共同大力推进琼州海峡港航一体化。根据粤琼两省联席会议的会议纪要,两省已就琼州海峡港航一体化已确定了整合方式及时间表,并明确要求在近期内实现两省港航资源整合和运营、调度合作。目前公司所处的专业客滚运输市场目前经营主体共 6 家,其中火车客滚运输的 2 座、专业客滚运输的 4 座,海南及广东各 3 家。琼州海峡广东方的航运企业均为港航一体化的经营模式,而海南省正在积极进行资源整合。在运营方式方面,除秀英港及新海港,其他港口运营方均实现港航一体化,即由航运公司控制港口,因此,港航一体化为上市公司在下一步的琼州海峡一体化整合提供了坚实的基础。

表 1: 广东省和海南省琼州海峡港航一体化情况汇总表

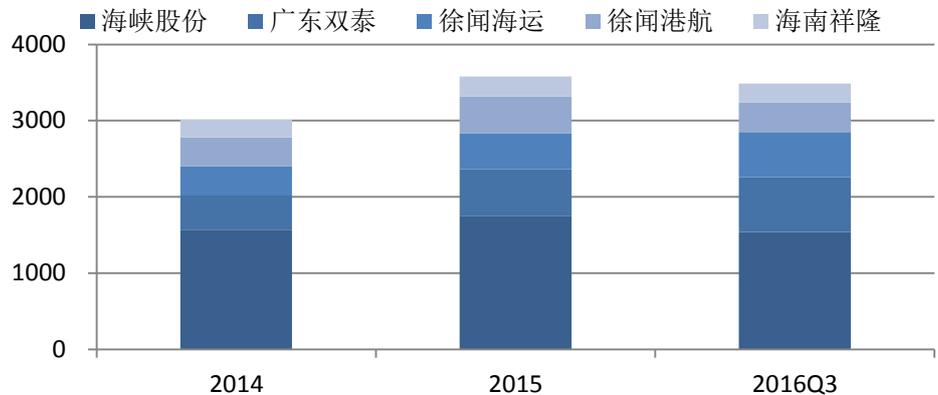
| 所属省份 | 港口名称  | 运营方        | 运营方式 |
|------|-------|------------|------|
| 广东省  | 海安港   | 徐闻港航       | 港航一体 |
|      | 海安新港  | 广东双泰(控股股东) | 港航一体 |
|      | 粤海铁北港 | 粤海铁        | 港航一体 |
| 海南省  | 秀英港   | 港口控股       | 港航分离 |
|      | 新海港   | 港航控股(控股股东) | 港航分离 |
|      | 粤海铁南港 | 粤海铁        | 港航一体 |

资料来源:公司公告,国海证券研究所

**港口配载能力进一步提升。**琼州海峡客滚运输行业实行“大轮班”模式,即:各航运企业的船舶轮流发班,不分船型统一票价,客户基本没有选择权。目前在琼州海峡海安航线进行客滚运输经营的总共有 7 家客滚运输公司,包括东线 6 家客滚运输公司 49 艘客滚船和西线的粤海铁有限责任公司 4 艘船舶,因此在“大轮班”模式下,各经营主体为了扩充自身市场份额纷纷增加运力,现阶段已出现运力结构性过剩现象。而琼州海峡港航一体化能够使公司在拥有港口配载能力的基础上,依托原有客滚业务,提升在琼州海峡客滚运输市场的话语权,可有效解

决目前调度中所存在的问题，在一定程度提升上市公司自身的船舶运营效率，与原有主业形成较好的协同效应，增强了公司盈利能力的可持续性和稳定性。

图 10: 琼州海峡前五大客户客滚业务销售情况对比图



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

### 3、西沙旅游航线有望为公司带来新增利润

2013年4月28日,公司正式开通海口至西沙旅游航线,于2014年9月2日将始发港调整至三亚市凤凰岛国际邮轮码头,市场开发工作重心转向三亚旅游市场。目前公司该航线客运量保持增长但受船型客舱等级结构的影响,营业收入同比有所下降。同时,由于公司租用“北部湾之星”轮替代原有“椰香公主”轮运营该航线,因此该航线的营运成本大幅度提高造成目前航线处于亏损态势。但公司积极开发新型船舶“长乐公主”号,已于今年3月2日正式运行,该船型具备娱乐室、阅览室、超市、咖啡馆、酒吧、舞台、茶艺馆等休闲娱乐设施,客房更为宽敞舒适,将大大提升旅客西沙旅游体验感。由于船型结构升级,我们预计票价会有小幅增长,但由于公司委托的三亚自由海公司提供的西沙旅游服务具有垄断地位,因此客座率依旧能够得到有效保障。若按照长乐公主的运力测算,以公司日均2-3航次/月均约50航次和票价5000元计算,公司今年该航线有望迎来业绩拐点。

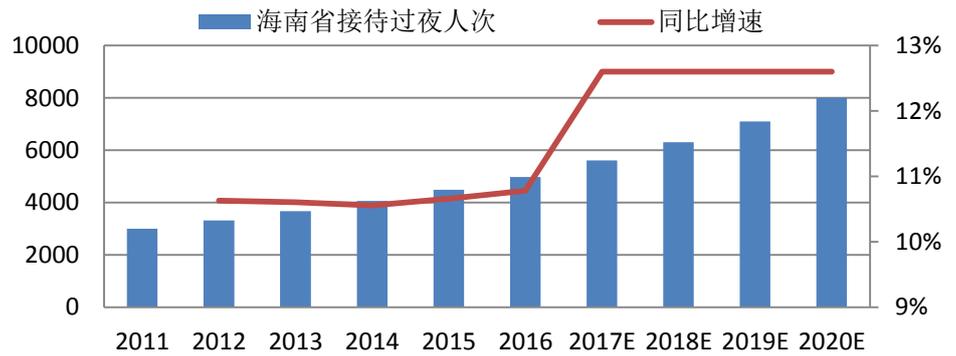
表 2: “北部湾之星”号和“长乐公主”号船主要参数对比表

|       | 总长       | 型宽      | 型深     | 总吨      | 净吨     |
|-------|----------|---------|--------|---------|--------|
| 北部湾之星 | 135 米    | 20.6 米  | 13.7 米 | 9960 吨  | 3085 吨 |
| 长乐公主  | 129.36 米 | 20.50 米 | 7.20 米 | 12336 吨 | 6661 吨 |

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

根据《海南省“十三五”规划纲要》(草案),到2020年,海南省全年接待旅游总人数超过8,000万人次(复合增速约为12.6%),接待入境游客达到120万人次以上,旅游总收入达到1,000.00亿元以上。未来随着海南省旅游业发展的进一步推进,公司该航线运力的提升和船型改造将会进一步带动公司业绩增长。

图 11: 海南省接待过夜人次历年走势图 (万人次)



资料来源: 海南省旅游局, 国海证券研究所

## 4、运力提升增厚公司业绩

公司主要利润来源海安航线在未来三年预计其他航运企业将更新 10-12 艘大型船舶, 在目前“大轮班”制度下, 为了巩固公司市场份额与市场地位, 海峡股份计划在未来三年将新建 2 艘大型豪华客滚船, 以替换较为老旧且运量较小的海峡 1 号及信海 12 号船舶。同时, 公司经营的北海航线目前是亏损运营, 主要是由于船型较小运力不够, 且船型一般、客运设施不佳, 因此公司目前正在进行“棋子湾”船改造, 希望通过设施和运力的提升来吸引更多的小车自驾旅游的游客。由于在我国船舶行驶管控的限制下, 全国的船只数量受交通部管控, 因此客滚业务公司提升自身运力只能通过船型改造或是并购方式进行, 且涉及航线若跨省市仍需征求对方省市的同意, 因此未来我们不排除公司会引进一些战略合作者, 在分流海安航线紧张运力保障其安全运输的情况下, 提升公司在整个海南省的客滚业务市占份额。

表 3: 公司船型改造升级相关数据汇总表

| 名称               | 船型                | 运力                      | 预计造价   |
|------------------|-------------------|-------------------------|--------|
| <b>待更新船舶主要参数</b> |                   |                         |        |
| 信海 12            | 长 94 米, 宽 19.8 米  | 680 客; 45 辆大车           |        |
| 海峡 1 号           | 长 96 米, 宽 17 米    | 630 客; 45 辆大车           |        |
| <b>新建船舶主要参数</b>  |                   |                         |        |
| 大型豪华客滚船          | 长 150 米, 宽 24.5 米 | 2000 客; 60 辆大车; 180 辆小车 | 1.8 亿元 |

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

## 5、盈利预测与评级

公司目前在保证原有客滚业务市占率的情况下, 积极开发西沙旅游资源, 随着海南省港航一体化的持续推进, 未来公司业绩增长可期, 我们预估公司 2017-2019 年 EPS 为 0.41 元、0.47 元、0.55 元, 对应 PE 为 39 倍、35 倍、30 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

## 6、风险提示

1) 业务拓展不及预期; 2) 产业政策趋紧风险; 3) 港口整合不及预期; 4) 西沙旅游资源开发对公司业绩提升的不确定性。

| 预测指标      | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 683   | 927   | 1009  | 1089  |
| 增长率(%)    | 15%   | 36%   | 9%    | 8%    |
| 净利润(百万元)  | 157   | 210   | 237   | 279   |
| 增长率(%)    | 34%   | 34%   | 13%   | 18%   |
| 摊薄每股收益(元) | 0.37  | 0.41  | 0.47  | 0.55  |
| ROE(%)    | 6.63% | 5.80% | 6.19% | 6.83% |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 1: 海峡股份盈利预测表

| 证券代码:              | 002320.SZ   |              |              |              | 股价:                | 16.30 | 投资评级:       | 增持           |              | 日期:          | 2017-04-05 |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 财务指标               | 2016        | 2017E        | 2018E        | 2019E        | 每股指标与估值            |       | 2016        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |            |
| <b>盈利能力</b>        |             |              |              |              | <b>每股指标</b>        |       |             |              |              |              |            |
| ROE                | 7%          | 6%           | 6%           | 7%           | EPS                |       | 0.37        | 0.41         | 0.47         | 0.55         |            |
| 毛利率                | 32%         | 45%          | 46%          | 47%          | BVPS               |       | 5.53        | 7.10         | 7.52         | 8.01         |            |
| 期间费率               | 17%         | 17%          | 17%          | 17%          | <b>估值</b>          |       |             |              |              |              |            |
| 销售净利率              | 23%         | 23%          | 24%          | 26%          | P/E                |       | 44.25       | 39.43        | 34.90        | 29.66        |            |
| <b>成长能力</b>        |             |              |              |              | P/B                |       | 2.95        | 2.30         | 2.17         | 2.03         |            |
| 收入增长率              | 15%         | 36%          | 9%           | 8%           | P/S                |       | 10.17       | 8.93         | 8.21         | 7.60         |            |
| 利润增长率              | 34%         | 34%          | 13%          | 18%          |                    |       |             |              |              |              |            |
| <b>营运能力</b>        |             |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   |       | <b>2016</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> |            |
| 总资产周转率             | 0.26        | 0.24         | 0.24         | 0.25         | 营业收入               |       | 683         | 927          | 1009         | 1089         |            |
| 应收账款周转率            | 15.35       | 15.35        | 15.35        | 15.35        | 营业成本               |       | 461         | 513          | 545          | 575          |            |
| 存货周转率              | 38.59       | 38.59        | 38.59        | 38.59        | 营业税金及附加            |       | 0           | 1            | 1            | 1            |            |
| <b>偿债能力</b>        |             |              |              |              | 销售费用               |       | 9           | 12           | 13           | 15           |            |
| 资产负债率              | 9%          | 8%           | 7%           | 7%           | 管理费用               |       | 108         | 146          | 159          | 172          |            |
| 流动比                | 8.33        | 4.06         | 3.91         | 4.53         | 财务费用               |       | 1           | 2            | 2            | 1            |            |
| 速动比                | 8.23        | 3.99         | 3.83         | 4.45         | 其他费用/(-收入)         |       | (0)         | 0            | 0            | 0            |            |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2016</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | 营业利润               |       | 179         | 253          | 289          | 326          |            |
| 现金及现金等价物           | 836         | 611          | 586          | 700          | 营业外净收支             |       | 32          | 30           | 31           | 50           |            |
| 应收款项               | 44          | 60           | 66           | 71           | 利润总额               |       | 211         | 283          | 320          | 376          |            |
| 存货净额               | 12          | 13           | 14           | 15           | 所得税费用              |       | 54          | 72           | 81           | 96           |            |
| 其他流动资产             | 31          | 43           | 46           | 50           | 净利润                |       | 158         | 211          | 239          | 281          |            |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>924</b>  | <b>728</b>   | <b>712</b>   | <b>836</b>   | 少数股东损益             |       | 1           | 1            | 1            | 1            |            |
| 固定资产               | 1281        | 2638         | 2800         | 3007         | 归属于母公司净利润          |       | 157         | 210          | 237          | 279          |            |
| 在建工程               | 172         | 272          | 322          | 222          | <b>现金流量表 (百万元)</b> |       | <b>2016</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> |            |
| 无形资产及其他            | 1           | 41           | 37           | 33           | 经营活动现金流            |       | 325         | 158          | 319          | 367          |            |
| 长期股权投资             | 0           | 0            | 0            | 0            | 净利润                |       | 158         | 211          | 239          | 281          |            |
| <b>资产总计</b>        | <b>2605</b> | <b>3928</b>  | <b>4145</b>  | <b>4400</b>  | 少数股东权益             |       | 1           | 1            | 1            | 1            |            |
| 短期借款               | 0           | 0            | 0            | 0            | 折旧摊销               |       | 90          | 43           | 92           | 97           |            |
| 应付款项               | 23          | 25           | 27           | 28           | 公允价值变动             |       | 0           | 0            | 0            | 0            |            |
| 预收帐款               | 11          | 15           | 17           | 18           | 营运资金变动             |       | 77          | (97)         | (13)         | (13)         |            |
| 其他流动负债             | 77          | 138          | 138          | 138          | 投资活动现金流            |       | (67)        | (1480)       | (237)        | (134)        |            |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>111</b>  | <b>179</b>   | <b>182</b>   | <b>185</b>   | 资本支出               |       | 30          | (1457)       | (212)        | (107)        |            |
| 长期借款及应付债券          | 67          | 67           | 67           | 67           | 长期投资               |       | 0           | 0            | 0            | 0            |            |
| 其他长期负债             | 60          | 60           | 60           | 60           | 其他                 |       | (97)        | (23)         | (25)         | (27)         |            |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>127</b>  | <b>127</b>   | <b>127</b>   | <b>127</b>   | 筹资活动现金流            |       | (484)       | 1044         | (24)         | (29)         |            |
| <b>负债合计</b>        | <b>238</b>  | <b>306</b>   | <b>309</b>   | <b>312</b>   | 债务融资               |       | (24)        | 0            | 0            | 0            |            |
| 股本                 | 426         | 508          | 508          | 508          | 权益融资               |       | 0           | 1066         | 0            | 0            |            |
| 股东权益               | 2367        | 3622         | 3836         | 4088         | 其它                 |       | (460)       | (22)         | (24)         | (29)         |            |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>2605</b> | <b>3928</b>  | <b>4145</b>  | <b>4400</b>  | 现金净增加额             |       | (225)       | (278)        | 58           | 204          |            |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【交通运输组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

李欣雨，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学会计硕士，西南财经大学学士，从事交运行业研究 1 年，16 年加入国海证券研究所，现从事交运行业研究

## 【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。