



受益公路治超，高增长有望持续

——渤海轮渡（603167）2016 年报点评

2017 年 04 月 25 日

强烈推荐/首次

中远海特

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
闫海	联系人		
	yanhai@dxzq.net.cn	010-66554019	

事件：

渤海轮渡发布 2016 年年报，公司 2016 年营业收入 12.24 亿，同比增加 3.5%，归属上市公司净利润 2.22 亿，同比增加 30%，归属上市公司扣非净利润为 1.26 亿，同比增加 6.4%，EPS 为 0.46，同比增加 31%。

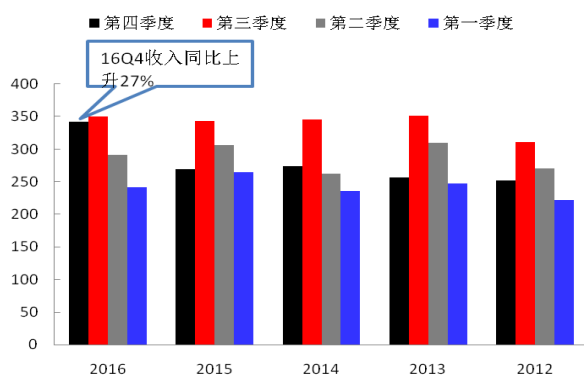
公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	305.86	343.31	269.47	241.15	291.16	349.77	342.6
增长率（%）	16.76%	-0.66%	-1.46%	-8.88%	-4.80%	1.88%	27.14%
毛利率（%）	26.45%	31.46%	19.44%	28.77%	34.23%	28.83%	30.04%
期间费用率（%）	5.70%	11.07%	13.59%	6.98%	9.88%	8.28%	15.04%
营业利润率（%）	20.05%	19.87%	5.35%	20.82%	23.65%	19.83%	4.21%
净利润（百万元）	45.62	50.92	16.69	126.05	51.26	49.27	-0.37
增长率（%）	-43.04%	-28.24%	-331.61%	118.35%	12.37%	-03.25%	-102.22%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.11	0.03	0.26	0.11	0.10	-0.01
资产负债率（%）	25.57%	24.04%	22.70%	22.78%	21.93%	20.79%	20.09%
净资产收益率（%）	1.66%	1.80%	0.59%	4.24%	1.73%	1.62%	-0.01%
总资产收益率（%）	1.24%	1.37%	0.45%	3.27%	1.35%	1.29%	-0.01%

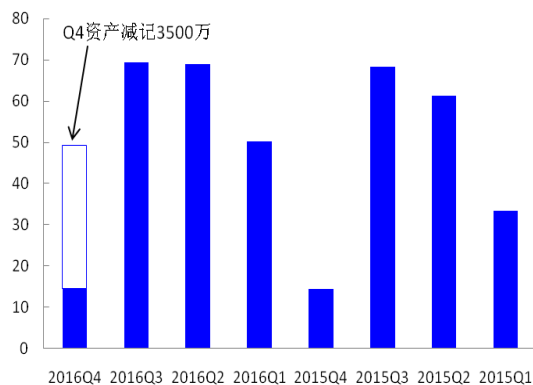
观点：

- **受益公路治超，2016年4季度收入暴增。**921新规后，渤海湾货车客滚运输需求大幅上升。公司2016年4季度收入同比上涨27%。4季度公司对“渤海金珠”、“渤海明珠”两轮做了资产减值，总计3500万。扣除资产减记影响，公司4季度经营利润同比上升240%。
- **重卡销量翻番，轮渡需求增速有望持续。**据中汽协数据显示，2017年一季度重型货车产销27.79万辆和28.40万辆，同比增长79.35%和93.02%，销量接近翻番。重型货车是渤海轮渡运输的主要车辆之一，我们认为重卡销量增加对公司的运输需求有直接影响，轮渡需求高增速有望持续。
- **东北亚形势复杂，邮轮毛利小幅下降。**日本、韩国、台湾省是邮轮的主要目的地。受东北亚局势紧张影响，2016年公司邮轮收入1.23亿，下降5.74%，毛利率-19.4%，下降7.95个百分点。邮轮业务的体量较小，2016年邮轮收入占公司收入的10%，对业绩影响相对较小。

- **烟大海底隧道未纳入“十三五规划”，短期或难建成。**2009年以来，辽宁山东两地人大代表连续6年在全国两会上提交建设渤海海峡跨海通道的议案和提案。但该议案在2016、2017年两会只字未提。我们认为烟大海底隧道短期或难建成，对渤海轮渡业务不构成实质性影响。
- **延伸多式联运，提升增长空间。**2016年12月23日，深圳国际控股有限公司与渤海轮渡股份有限公司签订战略合作框架协议，双方拟共同出资1亿元成立合资公司，依托环渤海南北物流大通道，尤其是烟台至大连黄金水道，创造“联运服务平台+”的多式联运一体化运营模式，开展渤海湾公水联运项目。深圳国际控股有限公司是深圳市国有企业八大产业集团之一，从事物流基建及配套服务，以及相关资产及项目的投资、经营及管理。业务涵盖航空、收费公路、物流园、港口、物流服务及其他业务。我们认为该合资公司在贡献额外业绩的同时，有望进一步提升渤海轮渡客滚船的装载率和运营效率，提高用户粘性，为公司打开新的业绩增长空间。

图 1: 渤海轮渡主营业务收入 (百万元)


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 渤海轮渡近 2 年营业利润 (百万元)


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

结论:

盈利预测与建议: 我们认为公司受益于公路超治和内贸需求反弹, 2017 年业绩有望延续高增长态势。公司与深控股合作延伸多式联运业务, 合资公司在贡献额外业绩的同时有利于提高渤海轮渡的运营效率, 打开新的增长空间。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.78、0.89、0.96, 对应 P/E 为 14X、12X、11X, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

风险提示:

经济增速低于预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	327	452	586	715	836	营业收入	1183	1225	1430	1535	1610
货币资金	282	384	429	583	696	营业成本	883	852	904	913	932
应收账款	18	22	71	38	40	营业税金及附加	3	9	5	5	5
其他应收款	3	4	5	6	6	营业费用	17	21	25	22	23
预付款项	2	3	4	5	6	管理费用	46	56	57	61	64
存货	22	37	32	33	33	财务费用	51	48	14	12	11
其他流动资产	0	2	10	14	16	资产减值损失	0.08	35.22	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	3354	3369	3554	3735	3916	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	39	39	39	39	39	投资净收益	-5.74	0.66	0.00	0.00	0.00
固定资产	3240.65	3075.64	2957.78	2839.71	2721.52	营业利润	177	203	425	521	575
无形资产	2	2	2	2	2	营业外收入	67.87	127.96	122.00	107.00	107.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.16	0.17	0.17	0.17	0.17
资产总计	3681	3821	4139	4450	4752	利润总额	245	331	547	628	682
流动负债合计	262	662	404	442	448	所得税	74	104	173	198	215
短期借款	130	264	0	0	0	净利润	171	226	374	430	466
应付账款	41	53	56	45	46	少数股东损益	0	4	0	0	3
预收款项	8	11	15	19	24	归属母公司净利润	171	222	374	430	463
一年内到期的非流	40	266	266	266	266	EBITDA	362	389	563	657	710
非流动负债合计	573	106	441	441	441	BPS (元)	0.35	0.46	0.78	0.89	0.96
长期借款	524	58	394	394	394	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	836	768	846	884	890	成长能力					
少数股东权益	31	61	61	61	64	营业收入增长	5.90%	3.50%	16.79%	7.32%	4.89%
实收资本(或股本)	481	481	481	481	481	营业利润增长	7.50%	14.41%	109.71%	22.52%	10.31%
资本公积	1063	1063	1063	1063	1063	归属于母公司净利润	68.30%	14.77%	68.30%	14.77%	7.86%
未分配利润	1082	1213	1402	1620	1855	获利能力					
归属母公司股东权	2814	2992	3211	3484	3778	毛利率(%)	25.41%	30.44%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权益	3681	3821	4136	4446	4749	净利率(%)	14.45%	18.47%	26.17%	27.99%	28.97%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.64%	5.82%	9.04%	9.66%	9.75%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	6.07%	7.43%	11.66%	12.33%	12.27%
经营活动现金流	369	488	429	628	599	偿债能力					
净利润	171	226	374	430	466	资产负债率(%)	23%	20%	20%	20%	^
折旧摊销	133.71	137.72	123.43	123.65	123.76	流动比率	1.25	0.68	1.45	1.62	1.87
财务费用	51	48	14	12	11	速动比率	1.16	0.63	1.37	1.54	1.79
应收账款减少	0	0	-48	33	-2	营运能力					
预收帐款增加	0	0	4	4	4	总资产周转率	0.33	0.33	0.36	0.36	0.35
投资活动现金流	-200	-184	-305	-305	-305	应收账款周转率	76	61	31	28	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	27.72	26.00	26.13	30.39	35.39
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-6	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.46	0.78	0.89	0.96
筹资活动现金流	-127	-169	-79	-170	-181	每股净现金流(最新)	0.09	0.28	0.09	0.32	0.23
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.85	6.22	6.67	7.24	7.85
长期借款增加	0	0	336	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	30.09	22.89	13.54	11.80	10.94
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.80	1.69	1.58	1.46	1.34
现金净增加额	43	134	45	154	113	EV/EBITDA	15.12	13.56	9.42	7.83	7.09

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

闫海

伦敦城市大学卡斯商学院航运贸易与金融硕士，4 年航运市场研究经验，2012-2016 年就职于克拉克森研究，2016 年 12 月加入东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。