

海峡股份 (002320)

证券研究报告

2018年02月27日

港航联动增厚 17 业绩, 短期或受海南 30 年主题提振

事件

2018年2月26日海峡股份发布2017年业绩快报, 2017全年实现营业收入9.78亿元, 同比增长26.2%(调整后), 实现利润总额3.01亿元, 同比增长56.0%, 实现归母净利2.23亿元, 同比增长61.5%, 基本每股收益0.44元。本次公司经营业绩表现(剔除维修费用提升)符合我们此前的预期。

港航板块联动助力全年业绩大幅提升

2017全年公司归母净利2.23亿元, 同比增加61.5%(调整后)。业绩大幅增长原因主要是1)海口新海轮渡码头有限公司于2017年上半年注入海峡股份, 港航联动优势效应使得公司总航次整体增加, 导致公司营业收入增加, 利润整体同步增长; 2)2017年海南整体气候环境适宜, 海南农作物产量增长, 外运车量增长; 3)燃油价格上涨以及修理费(2017年为修理周期年)上行, 但低于营业收入整体增长幅度。

Q4 业绩同比下滑系大修周期中维修费上升

单季度来看, Q1-Q4营业收入分别为2.95、2.56、1.92、2.34亿元, 同比增长27.0%、34.6%、22.7%、19.4%(调整后); 归母净利分别为0.94、0.82、0.37、0.1亿元, 同比增长47.9%、100.3%、113.2%、-37.5%(调整后), 我们认为公司Q4营收保持稳定增长, 但业绩大幅下滑的主要原因为修理费集中在4季度体现, 导致业绩减少。

春运期间进出岛客流量大幅增长

2018年春节期间, 海南省全省旅游需求旺盛, 数据亮眼的背后则是由于连日大雾影响使得出岛旅客大量滞留, 导致海南轮渡返程市场火爆, 其直接表现则为春运期间船票一票难求, 海峡股份进出岛车客流量大幅度增长。

海南建省 30 周年主题投资逻辑

2018年是海南成立三十周年, 改革开放四十周年。以特区三十周年为契机, 海南有望迎来新的发展机遇。另一方面2017年12月, 海南省人民政府进一步印发《海南省旅游发展总体规划(2017—2030)》, 其中第二十一条: 优化离岛免税店布局, 选择在客流量大的高铁站、港口码头增设免税店, 将通过轮渡和邮轮进出岛的游客纳入离岛免税政策适用范围。

投资建议

我们预计2017-2019年公司实现归母净利2.23、2.9和3.3亿元, EPS由此前的0.51、0.58、0.64调整为0.44、0.57和0.65, 继续给予“买入”评级。从股票的角度公司是唯一拥有港口的海南上市公司且流通市值小估值溢价相对明显, 短期内将受益于海南省建省30周年主题催化提振, 考虑到A股航运公司均为大盘股18年平均估值32.8XPE, 给予公司43.86XPE, 对应18年业绩公司目标价由21元上调为25元。

风险提示: 客流增速下降; 客轮运输及港口安全生产风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	682.62	751.83	987.21	1,159.58	1,370.17
增长率(%)	14.65	10.14	31.31	17.46	18.16
EBITDA(百万元)	218.62	270.30	317.49	390.70	481.39
净利润(百万元)	117.28	156.87	222.88	290.28	330.29
增长率(%)	39.99	33.76	42.08	30.24	13.78
EPS(元/股)	0.28	0.37	0.44	0.57	0.65
市盈率(P/E)	87.73	65.59	55.07	42.28	37.16
市净率(P/B)	5.94	5.21	4.91	4.44	4.01
市销率(P/S)	17.98	16.33	12.43	10.58	8.96
EV/EBITDA	50.66	21.04	35.29	27.90	21.96

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航运
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	24.16元
目标价格	25元

基本数据

A股总股本(百万股)	508.02
流通A股股本(百万股)	207.05
A股总市值(百万元)	12,273.74
流通A股市值(百万元)	5,002.35
每股净资产(元)	7.03
资产负债率(%)	6.89
一年内最高/最低(元)	29.87/13.00

作者

姜明	分析师
SAC执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
李轩	联系人
lixuan@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

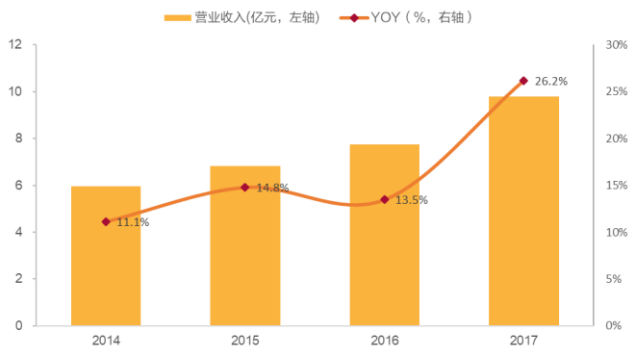
相关报告

- 《海峡股份-季报点评:港航一体带动业绩提升, 海南主题的潜在受益标的》2017-11-02
- 《海峡股份-半年报点评:港航一体化增厚业绩, 未来受益国际旅游岛打造》2017-08-27

1. 事件

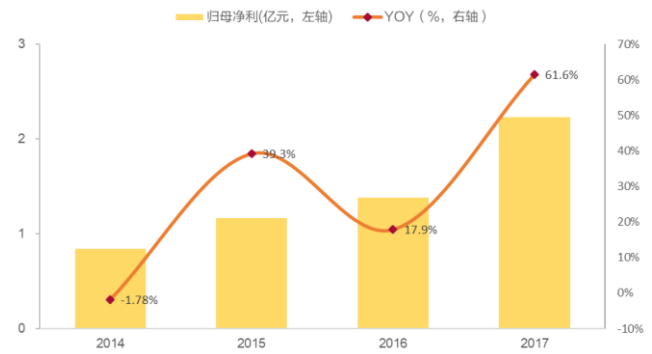
2018年2月26日海峡股份发布2017年业绩快报,2017全年实现营业收入9.78亿元,同比增长26.2%(调整后),实现利润总额3.01亿元,同比增长56.0%(调整后),实现归母净利2.23亿元,同比增长61.5%(调整后),基本每股收益0.44元,加权净资产收益率6.45%。根据公司2017Q3预计的全年经营业绩指引,归母净利润范围区间2.04-2.82亿,同比增长30%-80%,2017全年披露归母净利润在预计的范围内。本次公司经营业绩表现(剔除维修费用大幅提升)符合我们此前的预期。

图 1: 海峡股份历年收入及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 海峡股份历年归母净利及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 点评

2.1. 港航板块联动助力全年业绩大幅提升

2017全年公司归母净利2.23亿元,同比增加61.5%(调整后)。业绩大幅增长原因主要是1)海口新海轮渡码头有限公司于2017年上半年注入海峡股份,港航联动优势效应使得公司总航次整体增加,导致公司营业收入增加,利润整体同步增长;2)2017年海南整体气候环境适宜,海南农作物产量增长,外运车量增长;3)燃油价格上涨以及修理费(2017年为修理周期年)上行,但低于营业收入整体增长幅度。

2.2. Q4 业绩同比下滑系大修周期中维修费上升

单季度来看,Q1-Q4营业收入分别为2.95、2.56、1.92、2.34亿元,同比增长27.0%、34.6%、22.7%、19.4%(调整后);归母净利分别为0.94、0.82、0.37、0.1亿元,同比增长47.9%、100.3%、113.2%、-37.5%(调整后),我们认为公司Q4营收保持稳定增长,但业绩大幅下滑的主要原因为修理费集中在4季度体现,导致业绩减少。

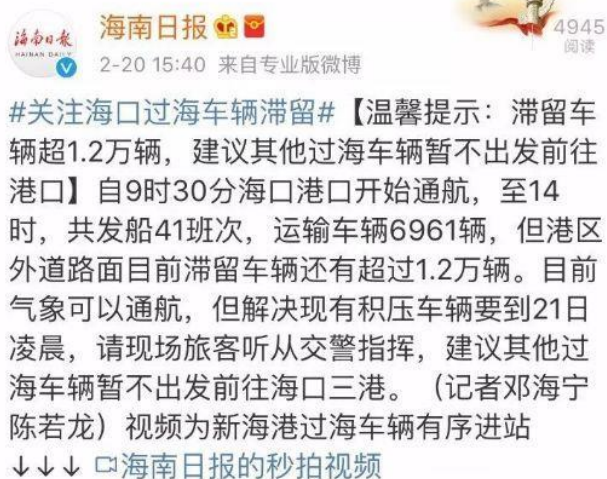
3. 2018Q1 展望及未来看点

3.1. 2018Q1: 春运期间进出岛客流量大幅增长

2018年春节期间,海南省全省旅游需求旺盛,共接待游客567.55万人次,同比增长10.0%,其中接待过夜游客228.3万人次,同比增长9.0%,接待一日游游客339.25万人次,同比增长10.7%,接待乡村游客119.40万人次,同比增长20.5%。全省实现旅游总收入137.23亿元,同比增长10.3%。

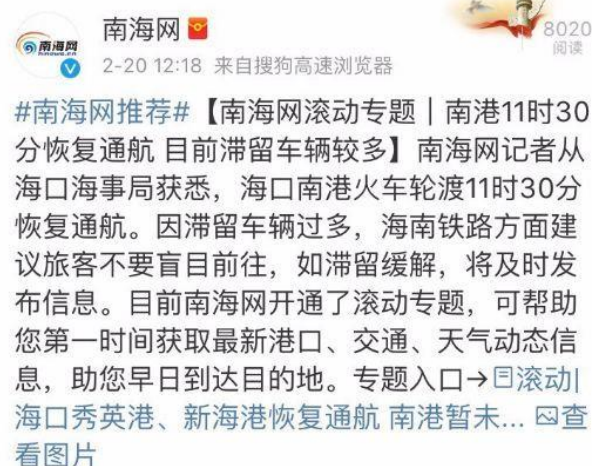
旅游数据亮眼的背后则是由于连日大雾影响使得出岛旅客大量滞留,催生了海南轮渡返程市场的火爆,其直接表现则为春运期间海峡股份进出岛车客流量大幅度增长。

图 3：海南日报：海口过海车辆滞留



资料来源：海南日报，天风证券研究所

图 4：南海网：海口过海车辆恢复通航



资料来源：南海网，天风证券研究所

图 5：海峡股份轮渡春节期间运营（1）



资料来源：海峡股份，天风证券研究所

图 6：海峡股份轮渡春节期间运营（2）



资料来源：海峡股份，天风证券研究所

3.2. 未来看点：海南建省 30 周年主题投资逻辑

建省 30 周年： 改革开放以来，海南省作为全国唯一一个省级经济特区，发展水平却长期落后于全国发展水平。2018 年是海南成立三十周年，改革开放四十周年。以特区三十周年为契机，海南有望迎来新的发展机遇。

免税店政策的放开： 2017 年 12 月，海南省人民政府进一步印发《海南省旅游发展总体规划(2017—2030)》，其中第二十一条：优化离岛免税店布局，选择在客流量大的高铁站、港口码头增设免税店，将通过轮渡和邮轮进出岛的游客纳入离岛免税政策适用范围。

另外从主题投资的角度，海峡股份是唯一拥有港口的海南上市公司且西沙航线的开拓具有战略意义和旅游价值。

4. 投资建议

公司作为海南省客滚轮运输龙头企业，将受益于国际旅游岛打造、未来免税政策的释放。从基本面的角度，港航一体化带动公司竞争力增加，2017 年公司业绩大幅提升；未来看点在于 2019 年主力航线-海安线航路的缩短（从 18 海里减少为 12 海里）带动班次增加及成本下降，同时公司新建高速客滚船差异化竞争，“长乐公主号”投入西沙线有望减亏。

从主题的角度，2018 年是海南成立三十周年，改革开放四十周年。以特区三十周年为契机，海南有望迎来新的发展机遇，而海峡股份是唯一拥有港口的海南上市公司且西沙航线的开拓具有战略意义和旅游价值，考虑到公司流通市值小，其估值体系相较一般 A 股航运公司有相对溢价。

我们预计 2017-2019 年公司实现归母净利 2.23、2.9 和 3.3 亿元，EPS 由此前的 0.51、0.58、0.64 调整为 0.44、0.57 和 0.65，继续给予“买入”评级，考虑到 A 股航运公司均为大盘股 18 年平均估值 32.8 倍，而从股票的角度短期内将受益于海南省建省 30 周年主题催化提振，给予 33.7% 的估值溢价，对应 18 年业绩 43.86XPE，公司目标价由 21 元上调为 25 元。

图 7：航运公司估值表

公司名称	代码	股价 (元)	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿)	每股收益 (EPS)			P/E(x)		
							2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
A股航运公司												
中远海能	600026.SH	5.69	n.a	4,032	4,032	22.9	0.48	0.30	0.29	11.9	19.2	19.6
招商轮船	601872.SH	3.99	n.a	5,299	4,721	21.1	0.33	0.23	0.22	12.2	17.0	17.9
中远海特	600428.SH	5.34	n.a	2,147	1,690	11.5	0.02	0.11	0.19	228.1	48.5	28.4
中远海发	601866.SH	3.18	n.a	11,683	11,683	37.2	0.03	0.00	0.00	100.8	-	-
中远海控	601919.SH	6.21	增持	10,216	10,216	63.4	(0.97)	0.40	0.12	-6.4	15.5	51.8
安通控股	600179.SH	23.25	买入	1,062	481	24.7	0.38	0.48	0.55	61.5	48.4	42.3
海峡股份	002320.SZ	24.16	买入	508	207	12.3	0.44	0.57	0.65	54.9	42.4	37.2
平均值				4,993	4,719	28	0.11	0.35	0.34	60.38	31.84	32.83

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

客流增速下降；客轮运输及港口安全生产风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	616.41	836.42	818.13	1,136.07	1,473.52
应收账款	42.89	44.46	80.27	37.17	50.67
预付账款	3.61	3.91	5.47	4.92	7.35
存货	11.19	11.94	18.45	15.61	23.93
其他	32.39	27.51	19.96	26.62	24.70
流动资产合计	706.48	924.24	942.28	1,220.40	1,580.16
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,254.27	1,281.12	1,306.60	1,322.56	1,319.81
在建工程	229.18	172.08	139.25	131.55	108.93
无形资产	1.05	0.75	0.50	0.25	0.00
其他	80.20	226.79	277.06	256.42	253.22
非流动资产合计	1,564.70	1,680.74	1,723.41	1,710.78	1,681.95
资产总计	2,271.19	2,604.97	2,665.69	2,931.18	3,262.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	33.66	34.85	59.93	53.08	69.72
其他	53.93	76.05	70.37	71.33	79.07
流动负债合计	87.59	110.90	130.30	124.41	148.79
长期借款	91.00	67.10	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	12.82	60.24	24.63	32.56	39.14
非流动负债合计	103.82	127.34	24.63	32.56	39.14
负债合计	191.41	238.25	154.93	156.97	187.93
少数股东权益	11.91	12.70	12.70	12.70	12.70
股本	425.88	425.88	508.02	508.02	508.02
资本公积	1,015.85	1,015.85	1,015.85	1,015.85	1,015.85
留存收益	626.06	771.85	974.19	1,237.63	1,537.61
其他	0.07	140.44	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2,079.77	2,366.73	2,510.75	2,774.20	3,074.18
负债和股东权益总	2,271.19	2,604.97	2,665.69	2,931.18	3,262.12

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	116.46	157.69	222.88	290.28	330.29
折旧摊销	92.57	90.40	67.60	71.99	75.62
财务费用	7.25	4.99	0.99	1.16	1.51
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	128.54	157.74	(94.49)	68.18	5.30
其它	(102.92)	(85.61)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	241.90	325.21	196.98	431.61	412.71
资本支出	90.43	12.08	95.62	72.06	43.42
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(214.57)	(78.59)	(166.41)	(155.66)	(87.42)
投资活动现金流	(124.13)	(66.51)	(70.80)	(83.60)	(44.00)
债权融资	111.00	88.40	23.77	21.69	22.25
股权融资	(0.41)	139.39	(59.29)	(1.16)	(1.51)
其他	(155.49)	(266.49)	(108.95)	(50.60)	(52.00)
筹资活动现金流	(44.90)	(38.69)	(144.47)	(30.07)	(31.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	72.86	220.01	(18.29)	317.94	337.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	682.62	751.83	987.21	1,159.58	1,370.17
营业成本	460.86	454.19	587.66	675.43	768.36
营业税金及附加	0.49	0.42	0.59	0.70	0.82
营业费用	5.68	9.11	9.87	11.60	13.70
管理费用	86.63	107.59	138.21	150.75	178.12
财务费用	(0.24)	0.98	0.99	1.16	1.51
资产减值损失	2.57	0.26	0.99	2.40	3.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	126.62	179.27	248.90	317.55	404.26
营业外收入	30.32	32.46	30.40	46.00	20.00
营业外支出	0.20	0.27	0.70	0.70	11.40
利润总额	156.75	211.46	278.60	362.85	412.86
所得税	40.29	53.77	55.72	72.57	82.57
净利润	116.46	157.69	222.88	290.28	330.29
少数股东损益	(0.82)	0.82	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	117.28	156.87	222.88	290.28	330.29
每股收益(元)	0.28	0.37	0.44	0.57	0.65

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.65%	10.14%	31.31%	17.46%	18.16%
营业利润	45.01%	41.58%	38.84%	27.58%	27.31%
归属于母公司净利润	39.99%	33.76%	42.08%	30.24%	13.78%
获利能力					
毛利率	32.49%	39.59%	40.47%	41.75%	43.92%
净利率	17.18%	20.87%	22.58%	25.03%	24.11%
ROE	5.67%	6.66%	8.92%	10.51%	10.79%
ROIC	6.53%	9.20%	14.36%	17.85%	23.37%
偿债能力					
资产负债率	8.43%	9.15%	5.81%	5.36%	5.76%
净负债率	-20.97%	-22.65%	-27.35%	-24.76%	-32.55%
流动比率	8.07	8.33	7.23	9.81	10.62
速动比率	7.94	8.23	7.09	9.68	10.46
营运能力					
应收账款周转率	17.17	17.21	15.83	19.75	31.19
存货周转率	60.88	65.01	64.96	68.08	69.31
总资产周转率	0.31	0.31	0.37	0.41	0.44
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.37	0.44	0.57	0.65
每股经营现金流	0.48	0.64	0.39	0.85	0.81
每股净资产	4.07	4.63	4.92	5.44	6.03
估值比率					
市盈率	87.73	65.59	55.07	42.28	37.16
市净率	5.94	5.21	4.91	4.44	4.01
EV/EBITDA	50.66	21.04	35.29	27.90	21.96
EV/EBIT	87.64	31.54	44.84	34.20	26.06

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com