

海峡股份 (002320)

琼州海峡客滚运输龙头，有望乘海南自贸港东风

公司为琼州海峡客滚运输龙头企业

公司自 2002 设立以来始终聚焦于客滚运输行业，现运营海口-海安（琼州海峡）、海口-北海两条客滚运输航线及西沙旅游客运航线。2017 年，公司新增客滚轮渡港口服务业务，实现港航业务一体化发展。2021 年，公司整合琼州海峡航运资源，琼州海峡客滚运输龙头地位凸显。

行业竞争格局优化下，公司海安航线有望受益海南自贸港建设

海南省约 90%以上的进出岛生产生活物资、30%左右的旅客及往来的所有车辆、火车都需要通过琼州海峡客滚运输进出岛。在海南自贸港建设的东风下，琼州海峡作为内循环的重要通道，客滚运输市场有望实现进一步增长。同时，公司于 2021 年完成航运资源整合，行业竞争格局优化，公司作为资源整合方，统一调度港航资源，船舶运营效率改善明显。相较粤海铁路轮渡，公司竞争优势提升，海安航线市场占有率有望进一步提高。

公司掌握海口核心港口资源，客运枢纽投产有望提供新的业绩增长点

公司全资子公司新海轮渡拟投资 14.51 亿元建设海口新海滚装码头客运综合枢纽站工程，加速形成海南陆岛运输综合交通门户，项目预计 2023 年上半年建成投产，或将为新海港带来综合商业收益等业务增量。在离岛免税市场蓬勃发展的大背景之下，公司码头坐拥免税提货点，未来也将进一步寻求更多免税合作可能性。

西沙航线扭亏为盈，成长空间可期

2019 年，公司西沙旅游客运航线营收同比增长 34.36%，首次实现扭亏为盈。目前，疫情对于西沙航线的影响正在逐渐消退，长期来看有望受益于西沙旅游资源开发，成长空间可期。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 27.46、37.25、47.28 亿元；归母净利润为 1.69、3.11、5.02 亿元；对应 EPS 分别为 0.08、0.14、0.23 元；对应 PE 分别为 69.81、37.93、23.51x。我们参考可比公司估值、公司近三年估值中枢，给予公司 23 年目标 PE 47x，对应目标股价为 6.55 元。

风险提示： 自贸港建设不及预期；疫情反复，出行客流受影响；新海港客运枢纽工程建设进度不及预期；测算具有主观性。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,072.72	1,399.10	2,745.84	3,725.49	4,728.09
增长率(%)	(3.37)	30.43	96.26	35.68	26.91
EBITDA(百万元)	473.76	557.91	990.89	1,351.25	1,715.26
归属母公司净利润(百万元)	249.40	265.88	168.90	310.86	501.57
增长率(%)	13.79	6.61	(36.48)	84.05	61.35
EPS(元/股)	0.11	0.12	0.08	0.14	0.23
市盈率(P/E)	47.28	44.35	69.81	37.93	23.51
市净率(P/B)	2.97	2.96	2.91	2.87	2.83
市销率(P/S)	10.99	8.43	4.29	3.16	2.49
EV/EBITDA	24.20	26.56	13.56	9.91	7.62

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航运港口
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	5.29 元
目标价格	6.55 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,228.93
流通 A 股股本(百万股)	2,228.93
A 股总市值(百万元)	11,791.06
流通 A 股市值(百万元)	11,791.06
每股净资产(元)	1.75
资产负债率(%)	13.33
一年内最高/最低(元)	7.22/4.42

作者

徐君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522110001
xujuna@tfzq.com

陈金海 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《海峡股份-季报点评:Q1 业绩+16%，受益自贸港区建设，关注股价短期调整风险》 2018-04-21
- 《海峡股份-年报点评报告:业绩同比+64.7%，博鳌论坛召开，建省三十周年在即》 2018-04-09
- 《海峡股份-公司点评:港航联动增厚 17 业绩，短期或受海南 30 年主题提振》 2018-02-27

内容目录

1. 海峡股份：琼州海峡客滚运输龙头	4
1.1. 从港航一体化发展到客滚运输龙头企业	4
1.2. 股权架构：控股股东变更，央企赋能	4
1.3. 公司盈利稳健，资产结构优质	5
2. 海安航线：竞争格局优化，有望受益海南自贸港建设	7
2.1. 行业稳健增长，竞争格局优化	7
2.2. 公司整合航运资源，竞争力提升明显	9
3. 港口与西沙航线业务有望提供业绩增长点	11
3.1. 公司掌握海口核心港口资源	11
3.1.1. 政策催化离岛免税市场快速增长	11
3.1.2. 新海港商业枢纽投产在即，有望贡献业绩增量	12
3.2. 西沙旅游线扭亏为盈，成长空间可期	13
4. 盈利预测	14
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权架构	4
图 3：公司营业收入及同比增速	5
图 4：公司归母净利润及同比增速	5
图 5：公司营业收入构成变化（百万元）	5
图 6：2021 年公司营业收入构成（百万元）	5
图 7：2021 年公司毛利构成（百万元）	5
图 8：公司费用率	6
图 9：公司毛利率与净利率	6
图 10：公司资产负债率	6
图 11：公司流动比率	6
图 12：琼州海峡航线图	7
图 13：琼州海峡进出岛客流量及同比增速	7
图 14：琼州海峡进出岛车流量及同比增速	7
图 15：琼州海峡进出岛旅客分布	8
图 16：琼州海峡进出岛车辆分布	8
图 17：公司船舶运输旅客及同比增速、市场占比	9
图 18：公司船舶运输车辆及同比增速、市场占比	9
图 19：海口至海安日度船班数量（班）	10
图 20：公司航班通行时间对比（分钟）	11

图 21: 离岛免税实际购物人次及同比增速	12
图 22: 离岛免税购物金额及同比增速	12
图 23: 新海港商业枢纽效果图	12
图 24: 临港生态新城规划	12
图 25: 新海港旅客吞吐量规划 (万人)	12
图 26: 新海港码头与中免国际免税城步行距离	13
图 27: 西沙航线营业收入及同比增速	13
图 28: 西沙航线毛利率	13
表 1: 2017 年琼州海峡航运市场竞争情况	8
表 2: 海南自贸港相关政策集锦	8
表 3: 公司船舶及运力规模情况	10
表 4: 琼州海峡港口情况	10
表 5: 离岛免税购物政策变更	11
表 6: 西沙航线价格表	14
表 7: 西沙航线收入贡献测算	14
表 8: 公司营业收入预测 (百万元)	15
表 9: 可比公司估值	16

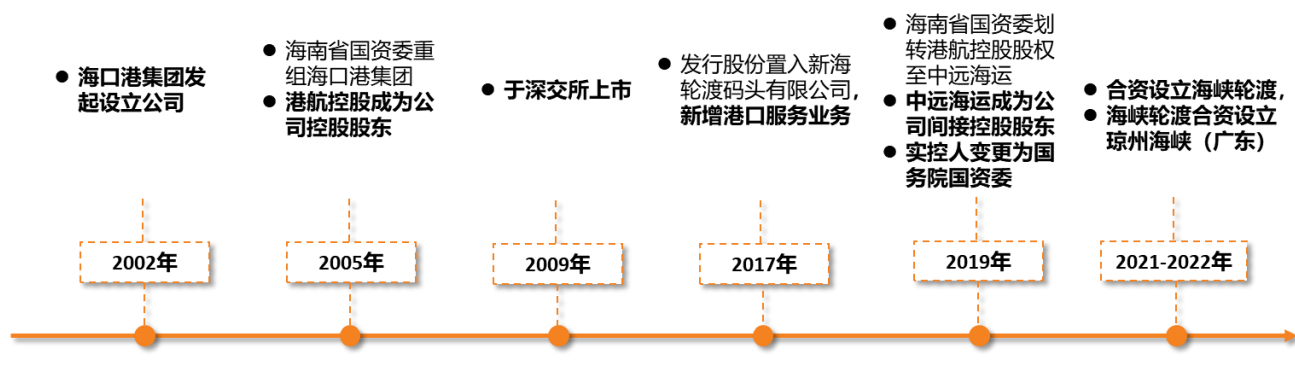
1. 海峡股份：琼州海峡客滚运输龙头

1.1. 从港航一体化发展到客滚运输龙头企业

公司港航业务一体化发展。公司成立于 2002 年，设立以来专注于客滚运输业务，即通过对甲板进行功能分区以实现同时装载汽车、旅客以及提供船上旅客住宿和娱乐服务等多项功能的船舶运输服务。目前，公司运营海口-海安、海口-北海两条客滚运输航线及海口（三亚）-西沙旅游客运航线。2017 年，公司向控股股东发行股份收购了海口新海轮渡码头有限公司 100% 股权，新增客滚轮渡港口服务业务，现运营新海港和秀英港轮渡港口服务，实现港航业务一体化发展。

公司目前是海南规模最大的客滚航运企业，也是琼州海峡客滚运输龙头企业。公司将运营的 15 艘琼州海峡客滚船舶，连同海南方航运资源的 3 艘客滚船舶共同设立子公司海南海峡轮渡运输有限公司，公司持有海峡轮渡 83% 的股权。子公司海峡轮渡将 18 艘船舶连同广东航运企业的 29 艘客滚共同设立琼州海峡（广东），海峡轮渡再持有合资公司琼州轮渡 40% 股份。为了保证主要盈利资产由上市公司控制，徐闻海峡将 11% 的表决权全权委托海峡轮渡行使，海峡轮渡拥有对琼州轮渡的 51% 表决权，对合资公司实际控制并合并财务报表。截至 2022H1，公司在琼州海峡控制客滚运输船舶达 47 艘，在琼州海峡客滚运输份额上处于领先地位。同时，公司在北海/西沙航线各投入 2/1 艘客滚船。

图 1：公司发展历程

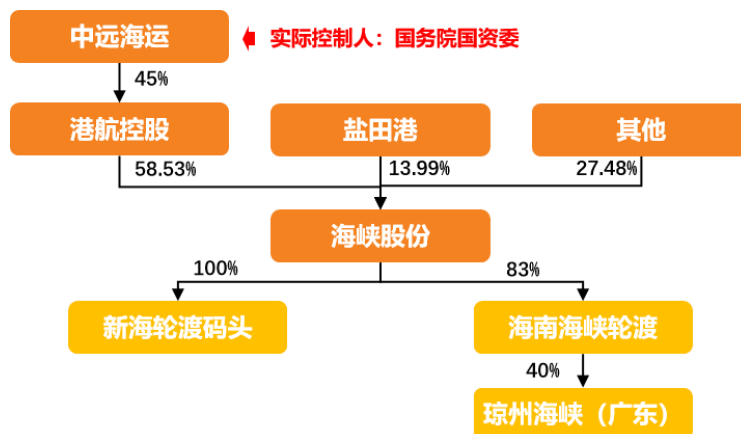


资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权架构：控股股东变更，央企赋能

中远海运为间接控股股东，国务院国资委为实际控制人。2019 年年底中远海运集团重组港航控股工作全部完成，中远海运集团成为公司的间接控股股东。中远海运集团为中央直属的全球航运龙头公司，公司成为集团体系的新成员之后，有望借助集团管理、资源、平台等优势，提高管理效能，加快业务整合。同时，公司实际控制人由海南国资委变更为国务院国资委。

图 2：公司股权架构

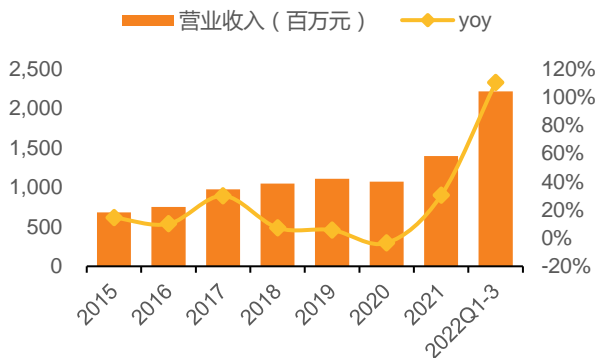


资料来源：Wind，公司公告，公司半年报，天风证券研究所（截至 2022 年三季度）

1.3. 公司盈利稳健，资产结构优质

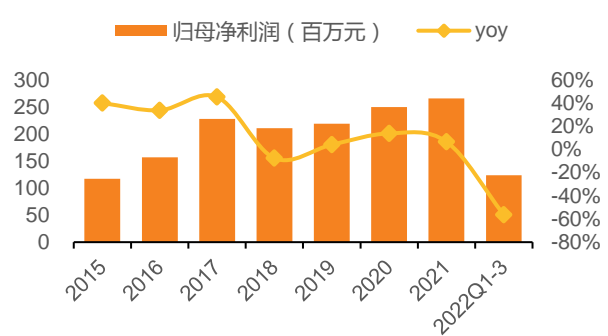
重组航运资源，公司营收与净利高增。2015年以来，公司营业收入整体保持平稳增长，2017年，公司发行股份收购新海轮渡，新增港口业务，公司营收提振明显。2020年，受疫情影响，公司营收同比下降3.37%。2021年底，公司通过设立合资公司的方式整合琼州海峡南北两岸航运资源，该航线客滚运输船舶由15艘增加至47艘。2022年前三季度，公司营业收入同比增长110.53%至22.19亿元，净利润同比增长60.04%至4.72亿元，净利增速不及营收主要系人工及燃料成本提高；叠加上年末重组引进新股东共同运营海安航线业务，少数股东权益增加，归母净利润同比下降56.36%。

图 3：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

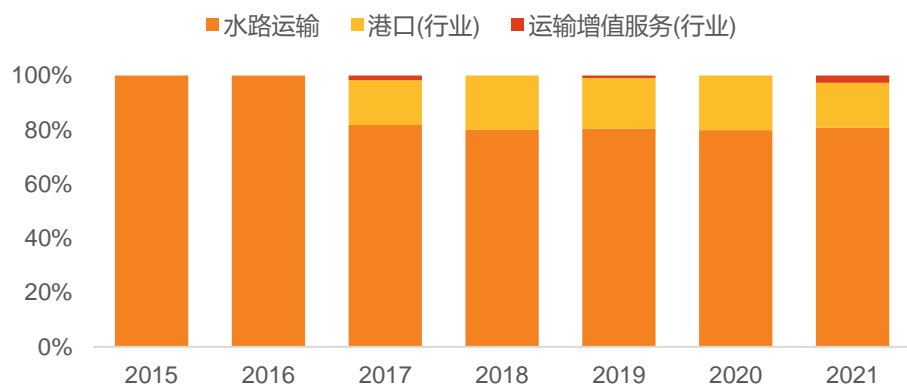
图 4：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

从业务结构来看，公司的主营业务仍然为水路运输，2017年新增港口业务，业务结构较为稳定。水路运输业务中，海安航线贡献公司主要的营业收入以及利润。2021年，海安航线实现营业收入10.06亿元，毛利4.71亿元，占比72%、83%。

图 5：公司营业收入构成变化（百万元）

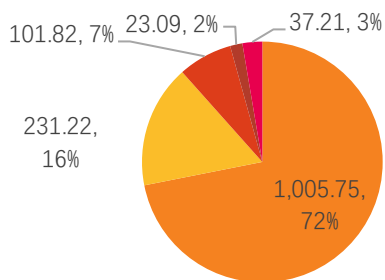


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2021 年公司营业收入构成（百万元）

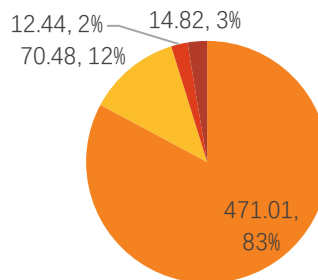
图 7：2021 年公司毛利构成（百万元）

■ 海安航线 ■ 港口 ■ 西沙航线 ■ 北海航线 ■ 其他业务



资料来源: Wind, 天风证券研究所

■ 海安航线 ■ 港口 ■ 西沙航线 ■ 其他

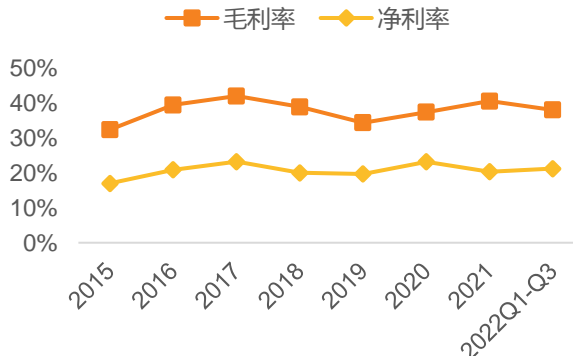
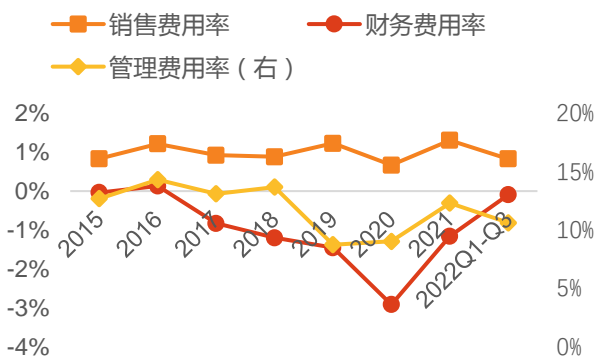


资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司整体的盈利能力较为稳定。公司主要的费用为管理费用，2019 年，管理费用率下降明显，主要系社保与公积金费用重分类。疫情以来，职工薪酬水平提高进一步拉高公司管理费用，2021 年，公司管理费用率为 12.31%。盈利能力上，受人工及燃料成本扰动影响，毛利率波动较为明显，我们认为科目的重分类也会干扰毛利率水平。因而从净利率水平上看，公司整体盈利水平较为稳定，在 20% 的水平小幅波动。

图 8: 公司费用率

图 9: 公司毛利率与净利率



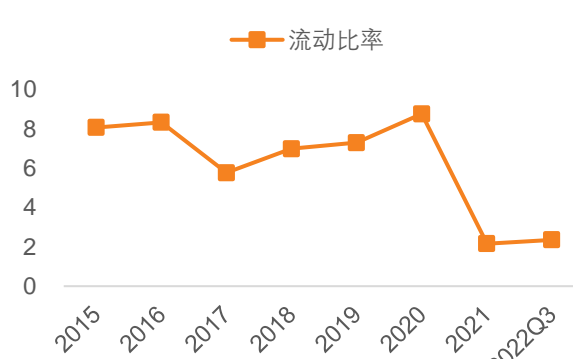
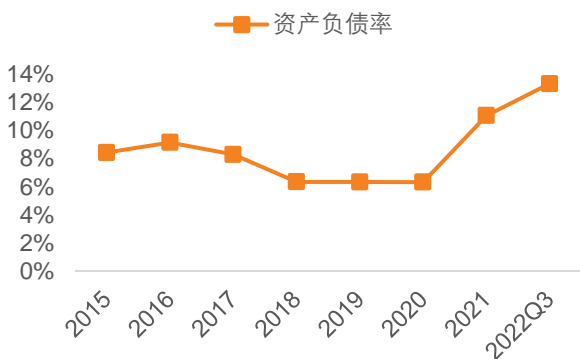
资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

资产结构优质，财务风险较低。长期以来，公司资产负债率维持在 10% 以下的较低水平，2021 年以后有所上涨，主因系重组产生的应交税费、新海港枢纽工程的应付工程款以及购买新海港二期工程导致的借款增加，但总体来说，我们认为公司的资产结构还是较为优质。从偿债能力上看，公司货币资金充沛，流动比率维持较高水平，因此财务费用也长期为负值，主要由利息收入构成。2021 年通过自有现金及银行贷款购买新海港二期工程后，流动比率下滑至 2.16，公司整体财务风险较低。

图 10: 公司资产负债率

图 11: 公司流动比率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 海安航线：竞争格局优化，有望受益海南自贸港建设

2.1. 行业稳健增长，竞争格局优化

琼州海峡地处广东省与海南省之间，是我国三大海峡之一。海南省约 90%以上的进出岛生产生活物资、30%左右的旅客及 100%的车辆、火车都需要通过琼州海峡客滚运输进出岛，琼州海峡是海南与内陆之间经济文化交流的重要通道。

琼州海峡客滚运输航线有海安航线、粤海铁航线两条航线，分别由公司以及粤海铁路轮渡公司经营。琼州海峡北岸（海安）有四个营运港，分别是海安港、海安新港、徐闻港和粤海铁路北港；琼州海峡南岸（海口市）有三个港口，分别是秀英港、新海港和粤海铁路南港。其中，粤海铁路南港与粤海铁路北港相对应，是火车轮渡码头；秀英港和新海港与北岸的海安港、海安新港和徐闻港对应，是滚装码头。目前，粤海铁路轮渡运营的航线为粤海铁路南港-北港；公司运营秀英港-海安新港、新海港-徐闻港两条航线。

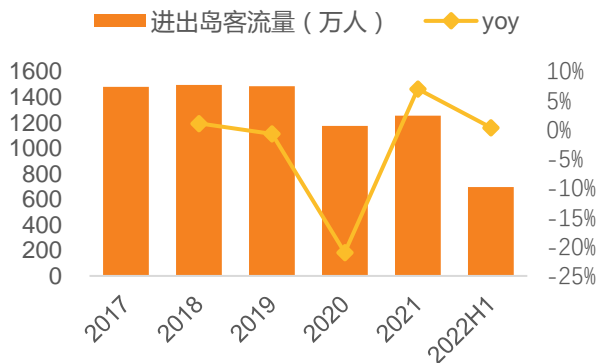
图 12：琼州海峡航线图



资料来源：海南自由贸易港官方公众号，天风证券研究所

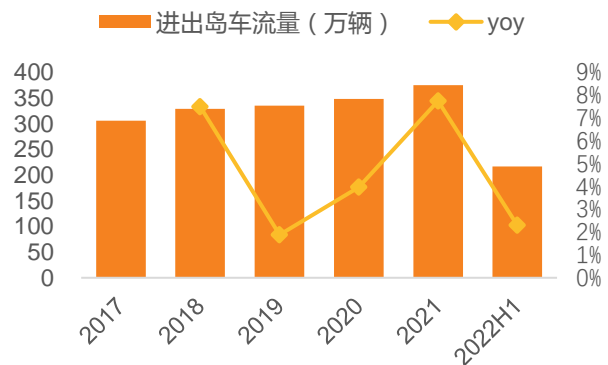
琼州海峡航运客流量受到疫情影响，车流量稳健增长。2017 年以来，通过琼州海峡进出岛的旅客数量较为稳定，后受疫情影响，旅客流量下滑明显。2021 年，客流逐步恢复至 1255.4 万人，同比增长 7.02%。车流整体保持稳健增长，疫情影响不明显，2021 年进出岛车流为 375.5 万辆，同比增长 7.75%。

图 13：琼州海峡进出岛客流量及同比增速



资料来源：广东省交通运输厅，海南省交通运输厅，天风证券研究所

图 14：琼州海峡进出岛车流量及同比增速

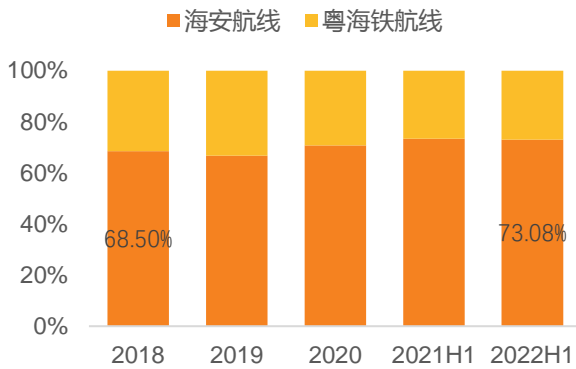


资料来源：广东省交通运输厅，海南省交通运输厅，天风证券研究所

客滚船实现“班轮化”运输，海安航线占比提升。此前，粤海铁航线的火车轮渡凭借准点

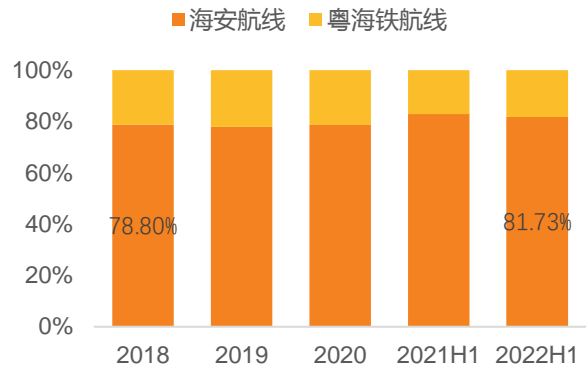
发班，市场认可度较高。2019 年，为了提高琼州海峡客滚运输效率和服务质量，交通运输部联合广东、广西及海南三省全面推进班轮化运营改革，同时上线网络售票服务信息系统。客滚船实现“班轮化”运输后，准点率得以提升，相较铁路轮渡的竞争优势进一步提高。2022 年上半年，海安航线的旅客及车辆占比分别为 73.08%/81.73%，较 2018 年提高 4.58pcts/2.93pcts。

图 15：琼州海峡进出岛旅客分布



资料来源：广东省交通运输厅，海南省交通运输厅，天风证券研究所

图 16：琼州海峡进出岛车辆分布



资料来源：广东省交通运输厅，海南省交通运输厅，天风证券研究所

竞争格局改善明显。此前，经营琼州海峡航线的企业共有 7 家，分别为 1 家铁路轮渡公司以及包含公司在内的 6 家客滚运输企业。公司 2021 年底完成琼州海峡两岸航运资源一体化整合后，海口至海安航线竞争主体由 7 家变为只有公司与粤海铁路轮渡公司 2 家。

表 1：2017 年琼州海峡航运市场竞争情况

类型	企业名称	船舶规模 (艘)	运力规模		运力份额	运输产值份额
			车位数 (辆)	客位数 (人)		
专业客滚轮渡	海峡股份	15	650	14302	30.60%	39.90%
	海口能运	3	128	2132	6.10%	6.40%
	海南祥隆	2	100	1856	4.10%	4.90%
	海南方小计	20	878	18290	40.80%	51.20%
	广东双泰	12	486	8357	24.50%	20.80%
	徐闻港航	9	339	6334	18.40%	14.30%
	徐闻海运	8	342	6049	16.30%	13.80%
	广东方小计	29	1167	20740	59.20%	48.80%
	合计	49	2045	39030	100.00%	100%

类型	企业名称	船舶艘数	载货量 (吨)	载容量 (人)	火车客列 (节)	火车货列 (节)
火车客滚轮渡	粤海铁	4	22620	5626	68	168

资料来源：公司公告，天风证券研究所

琼州海峡作为连接内陆与海南的重要运输通道，未来或将充分受益海南自贸港建设进程的推进。2018 年 9 月 24 日，国务院批复同意设立中国（海南）自由贸易试验区以来，国内关于贸易、投资等方面的政策层层加码，2025 年有望实现全网封关运作。在运输政策端，海南加大二线口岸的投资建设，满足“二线管住”的基本要求，同时释放内需市场对海南的服务性消费需求和投资需求。同时，对鼓励类产业企业生产的不含进口料件或者含进口料件在海南自由贸易港加工增值超过 30%（含）的货物，经“二线”进入内地免征进口关税，我们认为这会充分提高海南制造业企业的竞争力，促进经济内循环。

表 2：海南自贸港相关政策集锦

政策类型	发布时间	政策文件	政策内容
税收政策	2020 年 6 月 23 日	《关于海南自由贸易港高端紧缺人才个	对在海南自由贸易港工作的高端人才和紧缺人才，其个人所得

	人所得税政策的通知》	税实际税负超过 15%的部分予以免征。
2020 年 6 月 23 日	《关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》	对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%征收企业所得税。
2020 年 6 月 29 日	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	离岛旅客每年每人免税购物额度为 10 万元，不限次。
2020 年 11 月 11 日	《关于海南自由贸易港原辅料“零关税”政策的通知》	共 169 项 8 位税目商品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。
2021 年 3 月 4 日	《关于海南自由贸易港自用生产设备“零关税”政策的通知》	对符合条件的海南自贸港企业进口自用的生产设备，除法律法规和相关规定明确不予免税、国家规定禁止进口的商品，以及负面清单所列设备外，免征关税、进口环节增值税和消费税。
2021 年 7 月 8 日	《关于印发<海关对洋浦保税港区加工增值货物内销征收监管暂行办法>的通知》	在特定区域的鼓励类产业企业生产的不含有进口料件或者含有进口料件且加工增值超过 30%（含）的货物，出区内销的，免征进口关税。
2021 年 4 月 19 日	《关于推进海南自由贸易港贸易自由化便利化若干措施的通知	从货物贸易和服务贸易两方面，明确了 28 项政策措施
贸易	2021 年 4 月 21 日 《海南省服务业扩大开放综合试点总体方案》	围绕旅游、交通运输、金融、商务服务、技术服务、医疗健康、教育、文化娱乐等重点领域，分类放宽准入限制
	2021 年 7 月 23 日 《海南自由贸易港跨境服务贸易特别管理措施(负面清单) (2021 年版)》	跨境服务贸易领域公布的第一张负面清单，包括 11 类 70 项特别管理措施，
投资	2020 年 12 月 31 日 《海南自由贸易港外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2020 年版）》	2020 年版海南自贸港外商投资准入负面清单共 27 条，进一步缩减
	2021 年 5 月 10 日 《海南自由贸易港投资新政三年行动方案（2021-2023 年）》	强调优化产业投资结构、补齐基础设施短板、加大公共领域投资、增强市场活力。
	2020 年 6 月 3 日 《海南自由贸易港试点开放第七航权实施方案》	鼓励、支持外航在现有航权安排外，在海南经营客、货运第七航权，是超出我国现有双边航权安排的最高水平开放。
运输	2020 年 9 月 10 日 《海南现代综合交通运输体系规划》	沿海港口万吨级及以上泊位数达到 80 个，“四方五港”分工格局更加完善；
	2022 年 5 月 5 日 国务院关于同意在海南自由贸易港暂时调整实施《中华人民共和国船舶登记条例》有关规定的批复	允许对在海南自由贸易港登记，仅从事海南自由贸易港内航行、作业的船舶，取消船舶登记主体外资股比限制。

资料来源：海口税务公众号，天风证券研究所

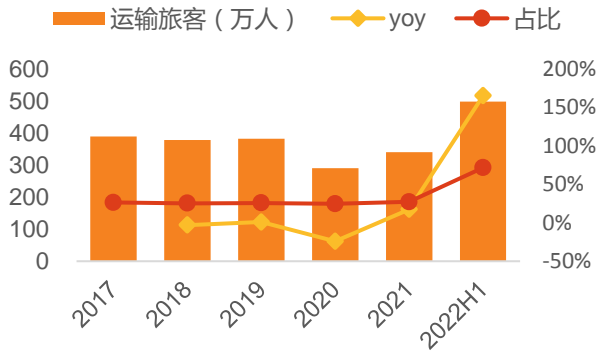
2.2. 公司整合航运资源，竞争力提升明显

公司海安航线在琼州海峡客滚运输份额上处于领先地位。公司作为海南方港航资源整合平台，所控制的琼州海峡海安航线客滚运输船舶由 15 艘增加至 47 艘。2022 年上半年，公司船舶运输旅客 498 万人，同比增长 165.20%，占琼州海峡进出岛旅客的 71.66%；运输车辆 173.20 万辆，同比增长 175.50%，市场占比 79.93%。

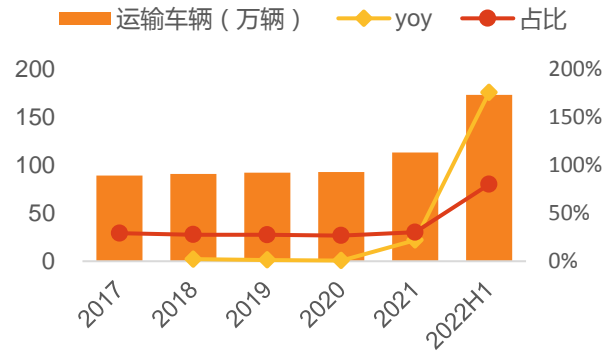
车辆运输稳健增长，部分缓冲疫情影响，关注潜在提价空间。公司运输客流量受疫情影响明显，车流量仍正向增长，而公司的主要收入来源由车辆运输构成，占比 70%左右。车辆运输中，约一半是小轿车，其余为货车、瓜果菜车辆，运输物资多为岛内日常生活所需，呈现刚性需求，因此能够部分缓冲疫情对于旅游等非必要出行需求的冲击。同时，近十年来公司的客票、车辆运费未发生变动，旅客端票价系民生需求，提价可能性较小，对于其他车辆的运费，我们预计存在潜在提价空间。

图 17：公司船舶运输旅客及同比增速、市场占比

图 18：公司船舶运输车辆及同比增速、市场占比



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

公司在船舶供给端、港口资源、日度船班班次上竞争优势明显。公司与粤海铁路轮渡的船舶规模分别为 47/4 艘, 运力规模优势明显; 同时, 公司掌握海峡南岸的核心港口资源, 轮渡泊位数量远超粤海铁路所持有的粤海铁南港及北港; 每日班次上, 公司与粤海铁路轮渡的海口至海安的船班数量分别为 70/15 班次, 船班更为密集, 并且公司的船班分布在秀英港与新海港两处, 覆盖的客户范围更广。

表 3: 公司船舶及运力规模情况

企业名称	船舶规模		运力规模	
	总艘数 (个)	万吨船舶数 (个)	车位数 (辆)	客位数 (人)
海南海峡轮渡运输有限公司	47	20	2127	42,521
粤海铁路有限责任公司	4	4	262	5,626

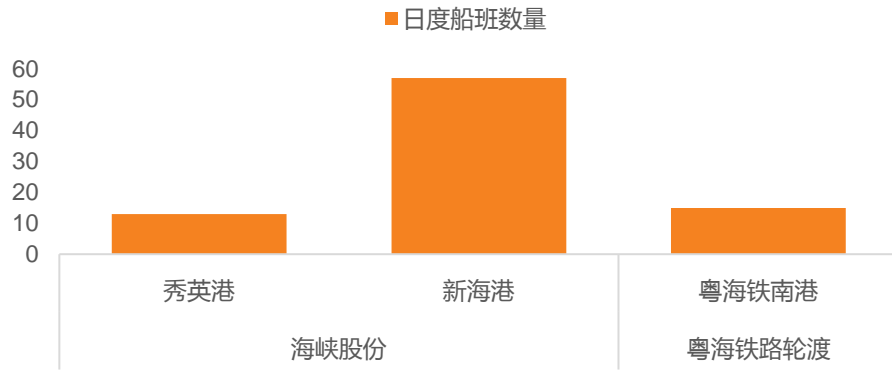
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 4: 琼州海峡港口情况

区位	港口名称	所属企业	轮渡泊位数量 (个)	设计年吞吐量
海峡南岸	秀英港	海南港航、海峡股份	12	车辆 100 万辆次, 旅客 300 万人次
	新海港	海峡股份	18	车辆 275 万辆次, 旅客 1,950 万人次
海峡北岸	海安新港	海安新港港务有限公司	7	车辆 144 万辆次, 旅客 755 万人次
	海安港	广东徐闻港航控股有限公司	9	车辆 159 万辆次, 旅客 760 万人次
	徐闻港	湛江徐闻港有限公司	16	车辆 320 万辆次, 旅客 1,728 万人次
粤海铁路 南北线	粤海铁南北港	粤海铁路有限责任公司	2	车辆 100 万辆次, 旅客 500 万人次

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 19: 海口至海安日度船班数量 (班)

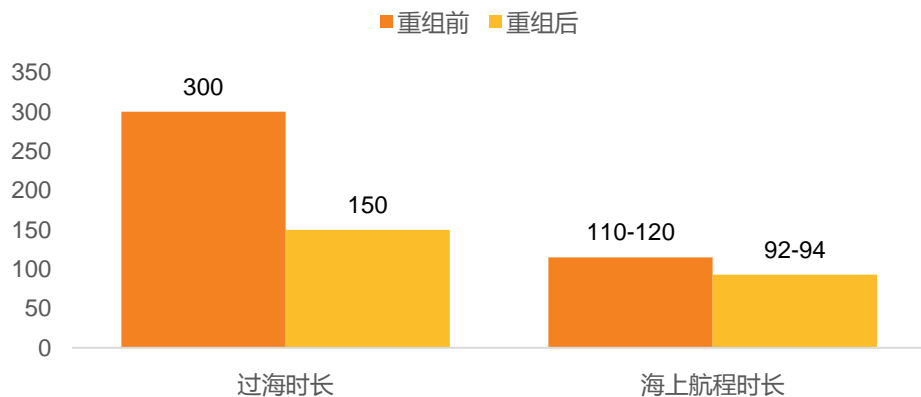


资料来源：铁路轮渡小程序，琼州海峡轮渡管家，天风证券研究所

注：数据日期为 2022 年 12 月 10 日

重组不仅在于资产的整合，服务质量也得以改善。琼州海峡航运资源重组后，公司通过充分发挥统一调度、灵活调整班期的特点，集中调度 47 艘客滚船，船舶利用效率和准点率、泊位周转效率都有明显提升，船舶漂航现象也得到改善。琼州海峡过海时长从全部的 5 小时压缩到 2.5 小时，海上航程时间从 110 至 120 分钟下降到 92 至 94 分钟，通行效率提升明显。

图 20：公司航班通行时间对比（分钟）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 港口与西沙航线业务有望提供业绩增长点

3.1. 公司掌握海口核心港口资源

3.1.1. 政策催化离岛免税市场快速增长

离岛免税购物政策逐步放开。我国离岛免税购物政策经历多次调整，2017、2018 先后两年，政策分别将铁路离岛、轮船离岛的旅客纳入免税政策适用对象，消费者离岛时需在海口气火车站以及秀英港、新海港提货。2020 年，离岛免税购物额度由 3 万元大幅提升至 10 万元。

表 5：离岛免税购物政策变更

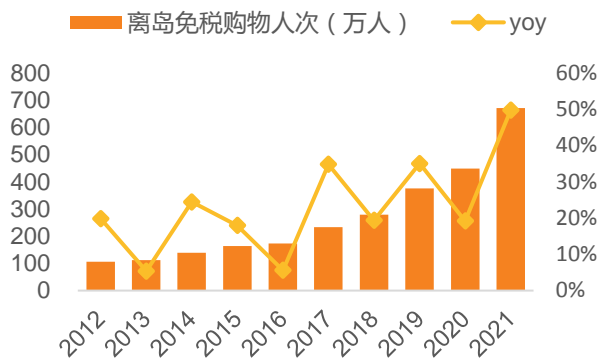
政策执行时间	政策内容
2017 年 1 月	将海南铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围；离岛时凭本人火车票、购物凭证、身份证件等在海口火车站提货点提取所购免税商品并携带离岛。
2018 年 12 月	将乘船离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围；年满 16 周岁的乘轮船离岛旅客凭个人离岛船票及有效身份证件，可在海南离岛旅客免税购物商店及其网上销售窗口购买免税商品，离岛时凭本人船票、购物凭证、身份证件等在海口秀英港、

	新海港提货点提取所购免税商品并携带离岛。
2020年7月	离岛旅客每年每人免税购物额度由3万调整为10万人民币。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

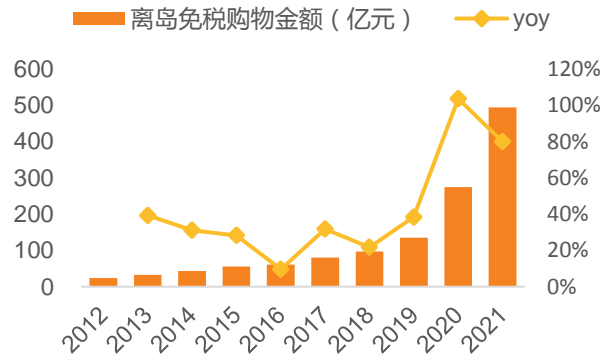
离岛免税新政催化免税市场蓬勃增长。在2020年离岛免税新政的带动之下，2021年海南离岛免税购物人次672万人，同比增长50%；免税购物金额495亿元，同比增长80%，近十年复合增速高达40%。

图 21：离岛免税实际购物人次及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：离岛免税购物金额及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1.2. 新海港商业枢纽投产在即，有望贡献业绩增量

公司全资子公司新海轮渡拟投资 14.51 亿元建设海口新海滚装码头客运综合枢纽站工程，加速形成海南陆岛运输综合交通门户。据公司公告显示，目前客运枢纽处于前期招商中，项目预计 2023 年上半年建成投产。项目投产后，或将为新海港带来综合商业收益等业务增量，收入来源主要包括客运代理、商铺租金、广告费、停车费等。

图 23：新海港商业枢纽效果图

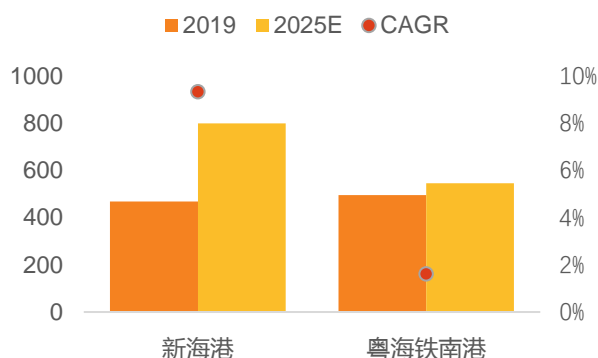


资料来源：公司公告，天风证券研究所

新海港有望成为自贸港人流和免税商品的重要集散基地。2021年12月，海南省发改委印发《海南自由贸易港口岸建设“十四五”规划（2021-2025）》，对“二线口岸”（即海南自贸港和内地间的进出港口）提出明确规划。其中，新海港位于海口市新海港临港生态新城规划范围内，新城未来规划功能为“一枢纽、三中心、两地”，港口腹地经济具备发展前景。2025年，新海港旅客吞吐量规划规模800万人，2019-2025年复合增速9.35%，有望成为自贸港人流和免税商品的重要集散基地。

图 24：临港生态新城规划

图 25：新海港旅客吞吐量规划（万人）



资料来源：海南省发改委官网，《海南自由贸易港口岸建设“十四五”规划（2021-2025）》，天风证券研究所

资料来源：海南省发改委官网，《海南自由贸易港口岸建设“十四五”规划（2021-2025）》，天风证券研究所

离岛免税或为公司提供新的业绩增长点。新海港码头与中免国际免税城的步行距离仅为 1.3 千米，码头内设有离岛免税提货点，以提供场地租赁的方式收取固定租金。对于公司而言，离岛免税购物的兴起不仅正向促进客流客流量；同时也为公司提供免税租金收入，2022 年提货点的年租金收入约为 1400 万。随着离岛免税政策效益的逐步释放，以及公司新海港商业枢纽的建成，公司也将寻求更多免税合作可能性。

图 26：新海港码头与中免国际免税城步行距离



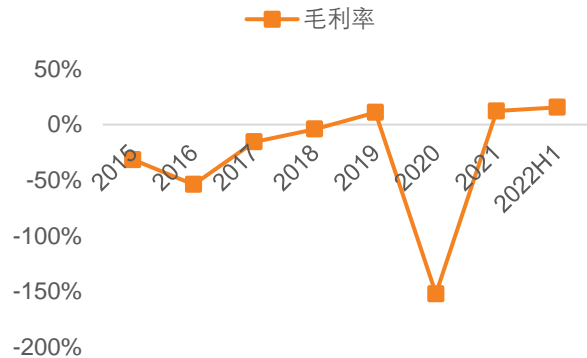
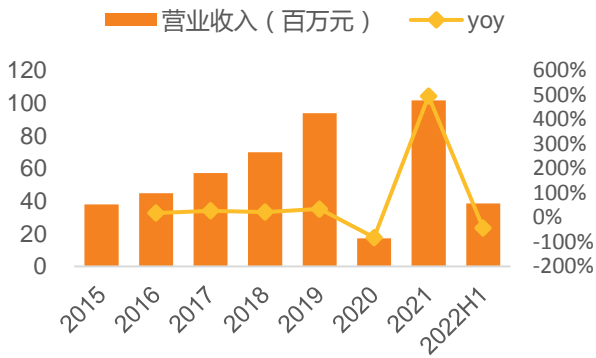
资料来源：高德地图，天风证券研究所

3.2. 西沙旅游线扭亏为盈，成长空间可期

西沙航线业务稳步增长，现已实现扭亏为盈。2019 年，公司西沙航线营收同比增长 34.36%，首次实现扭亏为盈。2020 年，西沙航线受疫情影响严重，长时间停航，该航线营收、毛利降幅明显。2021 年，航线实现正常营运，营业收入 1.02 亿元，同比增长 495.26%，毛利率 12.22%。我们认为，西沙航线整体而言还处于培育期。

图 27：西沙航线营业收入及同比增速

图 28：西沙航线毛利率



资料来源: Wind, 公司半年报, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 公司半年报, 天风证券研究所

公司预计远期加大西沙航线投资。目前, 西沙旅游航线由包括公司在内的两家公司运营, 公司在该航线投入一艘“长乐公主”号, 船上设有海景房、双人房、六人间等共 69 间客房, 价格在 4380-33100 元不等。公司公告显示, 公司远期预计会增加投资, 模式上增加一艘类似酒店功能的邮轮, 长期停在西沙, 再用船舶向其运送旅客, 改变现有四天一个来回班期的运营模式。彼时, 旅客在西沙可以根据自己的需求选择往返, 旅游规划上更具灵活性。

表 6: 西沙航线价格表

房间型号	房间类型	价格 (元/人)	房间型号	房间类型	价格 (元/人)
豪华海景套房 A	套房 (一室一厅)	33100	内舱四人间	上铺	7280
豪华海景套房 B	套房 (一室一厅)	29800	内舱四人间	下铺	7480
海景双人间	-	14800	内舱六人间	上铺	5680
	上铺	8680	内舱六人间	下铺	5880
海景四人间	下铺	8880	六人间沙发铺	-	4380

资料来源: 公司公众号, 天风证券研究所

注: 套房价格单位为元/套, 其余房间均为元/人

公司西沙航线业务有望受益政策端。海南省自然资源和规划厅在 2021 年发布《海南省海洋经济发展“十四五”规划(2021-2025 年)》, 明确提出推进西沙旅游资源开发, 重点拓展西沙邮轮旅游, 公司未来或受益西沙旅游产业的开发。

西沙航线远期成长空间可期。我们假设六人间沙发铺及其他房型各有 9/10 间, 在满载情况下, 一艘船可实现营业收入 215.47 万元。参照 2019 年四天一个来回的航线运营班期, 假设每年共 91 个班次。在旅客装载率 40-100%的情况下, 西沙航线每年可贡献营业收入 0.78-1.96 亿元。2021 年西沙航线实现营业收入 1.02 亿元, 未来还存在近 1 倍成长空间。在西沙旅游资源开发及公司远期投资计划的预期之下, 西沙航线有望进一步增厚公司业绩。

表 7: 西沙航线收入贡献测算

旅客装载率	40%	60%	80%	100%
每艘船一个来回班期的收入 (百万元)	0.86	1.29	1.72	2.15
每年营业收入 (百万元)	78.43	117.65	156.86	196.08

资料来源: 公司公众号, 天风证券研究所

4. 盈利预测

我们根据业务拆分做出如下假设及预测:

➤ **海安及北海航线:**

1) 2022 年运输旅客及车辆数量: 琼州海峡航运资源重组后, 公司海安航线运力规模由 15 艘提升至 47 艘, 2022 年上半年, 客流/车流运输规模同比增长 165.20%/175.59%; 2022 年 8、9 月客滚运输行业受疫情影响, 客流量/车流量下降明显。参照行业前 11 月运营情况, 上半年公司市占率。经过我们测算, 2022 年公司运输旅客/运输车辆为 847.38 万人、295.36 万辆, 同比增长 148.90%/161.08%, 略低于上半年增速水平;

2) 平均单价: 旅客、车辆运输实际单价较为稳定, 我们认为拆分的平均单价主要为旅客及车辆结构变动, 假设平均客单价以及车辆单吨为前三年均值;

3) 2023-2024 年运输旅客量: 假设 2023 年琼州海峡旅客运输量恢复 2019 年水平, 参照 2022 年 6、7 月, 琼州海峡客流量相较 2019 年同期提高 30.77%/11.65%, 我们认为 2024 年, 琼州海峡将持续受益于自贸港建设, 行业客流同比增速 10%; 同时, 琼州海峡资源整合有望提高公司竞争力, 假设 2023-2024 年海安航线的市场占比较 2022H1 分别提升 2%/4%, 经测算, 2023-2024 年公司运输旅客为 1114.79/1258.94 万人;

4) 2023-2024 年运输车辆增速: 2021 年以来, 琼州海峡多数月份的车流量同比 2019 年增速维持在较高水平, 2022 年 6、7 月车流量增速同比 2019 年提高 47.37%、36.36%; 我们认为, 在海南自贸港红利叠加竞争力提高的影响之下, 公司运输车辆数量有望保持较高增速, 我们给予 2023-2024 年增速 25%。

➤ **其他业务:**

1) 港口: 受新冠疫情影响, 2022H1 公司港口业务营收同比下降 15.94%, 8、9 月海南疫情形势严峻, 假设全年增速 -35%; 后续年份随着疫情影响消退, 以及 2023 年上半年新海港客运枢纽项目投产, 我们假设 2023-2024 年, 公司港口业务增速 130%/50%;

2) 西沙航线: 2022H1 西沙航线营收同比下降 43.19%, 假设全年增速 -60%, 2023、2024 随着疫情影响消退, 营收增速 150%/80%。

我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 27.46、37.25、47.28 亿元, 同比增长 96.26%、35.68%、26.91%; 归母净利润为 1.69、3.11、5.02 亿元; 对应 EPS 分别为 0.08、0.14、0.23 元; 对应 PE 分别为 69.81、37.93、23.51x。

表 8: 公司营业收入预测 (百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	1,110.18	1,072.72	1,399.10	2,745.84	3,725.49	4,728.09
yoy	5.77%	-3.37%	30.43%	96.26%	35.68%	26.91%
海安+北海航线	798.02	829.77	1,028.85	2,515.74	3,236.96	3,983.21
yoy	4.77%	3.98%	23.99%	144.52%	28.67%	23.05%
运输旅客 (万人)	381.90	290.00	340.45	847.38	1,114.79	1,258.94
yoy	0.95%	-24.06%	17.40%	148.90%	31.56%	12.93%
平均单价 (元)	36.00	39.70	40.20	38.63	39.51	39.45
客运收入	137.48	115.13	136.86	327.37	440.47	496.63
运输车辆 (万辆)	92.20	92.81	113.13	295.36	369.20	461.50
yoy	1.36%	0.66%	21.89%	161.08%	25.00%	25.00%
车辆单吨	22.15	24.62	24.86	23.88	24.45	24.39
车流 (百万吨)	20.42	22.85	28.12	70.52	90.27	112.58
平均单价 (元/吨)	31.20	31.00	30.90	31.03	30.98	30.97
车运收入	637.05	708.45	868.89	2,188.37	2,796.50	3,486.59
港口	207.47	213.01	231.22	150.30	345.68	518.52
yoy	-0.25%	2.67%	8.55%	-35.00%	130.00%	50.00%
西沙航线	93.94	17.10	101.82	40.73	101.82	183.27

yoy	34.36%	-81.79%	495.26%	-60.00%	150.00%	80.00%
其他业务	10.74	12.84	37.21	39.08	41.03	43.08
yoy	14.60%	19.48%	189.90%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源: Wind, 公司公告, 公司年报, 天风证券研究所

首次覆盖, 给予“买入”评级。我们选取海南机场作为可比公司, 两者虽然在经营业务上不具有可比性, 公司为客滚运输企业, 海南机场的业务范围包括机场、免税及商业等。但是我们认为, 公司的客滚运输业务与海南机场的机场业务、公司的港口枢纽业务与海南机场的免税业务均是受益于海南自贸港建设概念。基于 Wind 一致预期, 2022-2024 年可比公司平均 PE 为 29.74、46.05、32.52x; 同时参考公司近三年公司估值中枢 51.04 倍 PE。我们认为, 公司重组琼州海峡客滚运输企业, 竞争格局优化, 自身竞争力得以提升, 在海南自贸港建设的东风下, 公司业绩有望保持高速增长。我们给予公司 23 年目标 PE 47x, 对应目标股价为 6.55 元。

表 9: 可比公司估值

代码	简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600515.SH	海南机场	4.66	532.42	0.16	0.10	0.14	29.74	46.05	32.52
002320.SZ	海峡股份	5.29	117.91	0.08	0.14	0.23	69.81	37.93	23.51

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 可比公司基于 Wind 一致预期, 日期截至 2022 年 1 月 11 日

5. 风险提示

自贸港建设不及预期。公司运输旅客以及车辆规模在一定程度上均受到自贸港建设情况影响, 若建设进度不及预期, 将对公司收入产生不利影响。

疫情反复, 出行客流受影响。海南作为国内旅游目的地, 全国疫情反复会影响旅客出行以及西沙航线的正常运营。

新海港客运枢纽工程建设进度不及预期。新海港客运枢纽作为公司业绩的增量之一, 建设进度不及预期, 将对公司业绩产生不利影响。

测算具有主观性。在西沙航线每年可贡献营收的预测中, 涉及对于船内房型分布以及每年班期的假设, 测算具有一定主观性, 仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,863.49	684.54	529.37	654.90	1,116.82
应收票据及应收账款	26.92	10.50	67.80	47.07	88.61
预付账款	10.18	16.01	23.62	33.34	38.75
存货	10.80	31.63	38.11	54.34	65.45
其他	24.67	509.85	200.14	294.85	361.28
流动资产合计	1,936.06	1,252.52	859.05	1,084.50	1,670.92
长期股权投资	5.66	5.96	5.96	5.96	5.96
固定资产	2,046.09	4,715.83	4,495.39	5,412.83	5,226.06
在建工程	0.00	502.09	1,091.21	290.27	232.22
无形资产	42.30	395.91	390.56	385.21	379.86
其他	210.07	122.60	150.86	159.94	143.52
非流动资产合计	2,304.11	5,742.39	6,133.98	6,254.21	5,987.63
资产总计	4,240.17	6,994.92	6,993.03	7,338.72	7,658.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	66.45	178.27	228.22	314.56	382.54
其他	139.67	399.25	307.55	394.66	455.25
流动负债合计	206.13	577.52	535.77	709.22	837.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	46.68	192.68	89.23	109.53	130.48
非流动负债合计	46.68	192.68	89.23	109.53	130.48
负债合计	267.78	773.90	625.01	818.75	968.27
少数股东权益	0.00	2,241.55	2,309.43	2,408.04	2,523.19
股本	1,485.96	2,228.93	2,228.93	2,228.93	2,228.93
资本公积	1,040.63	297.65	297.65	297.65	297.65
留存收益	1,294.89	1,426.80	1,450.64	1,499.22	1,575.98
其他	150.92	26.09	81.36	86.12	64.53
股东权益合计	3,972.39	6,221.02	6,368.02	6,519.97	6,690.28
负债和股东权益总计	4,240.17	6,994.92	6,993.03	7,338.72	7,658.55

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	249.40	285.60	168.90	310.86	501.57
折旧摊销	141.03	162.42	225.79	249.01	250.17
财务费用	0.36	1.21	(11.25)	(10.98)	(16.43)
投资损失	(0.25)	(0.30)	(0.42)	(0.32)	(0.35)
营运资金变动	(45.28)	14.22	60.10	88.99	38.97
其它	69.22	105.88	480.70	631.13	752.35
经营活动现金流	414.49	569.02	923.81	1,268.68	1,526.27
资本支出	(41.82)	3,540.75	692.56	339.86	(20.95)
长期投资	5.66	0.30	0.00	0.00	0.00
其他	86.87	(5,071.25)	(1,281.26)	(699.70)	21.30
投资活动现金流	50.70	(1,530.19)	(588.70)	(359.83)	0.35
债权融资	6.82	26.86	12.32	6.73	18.91
股权融资	(124.20)	(347.72)	(502.60)	(790.04)	(1,083.61)
其他	(105.59)	101.53	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(222.97)	(219.33)	(490.28)	(783.31)	(1,064.70)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	242.22	(1,180.51)	(155.17)	125.53	461.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,072.72	1,399.10	2,745.84	3,725.49	4,728.09
营业成本	670.20	830.35	1,660.42	2,157.17	2,643.34
营业税金及附加	7.42	35.06	6.52	42.66	61.28
销售费用	7.18	18.23	22.74	27.13	29.71
管理费用	96.83	172.17	291.70	396.83	529.24
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(31.27)	(16.23)	(11.25)	(10.98)	(16.43)
资产/信用减值损失	(42.49)	(52.99)	(11.13)	(4.12)	(5.05)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.25	0.30	0.42	0.32	0.35
其他	70.07	83.72	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	294.54	328.48	765.00	1,108.88	1,476.24
营业外收入	1.00	9.67	3.57	4.75	6.00
营业外支出	0.47	0.76	1.16	0.80	0.90
利润总额	295.07	337.39	767.41	1,112.83	1,481.33
所得税	45.66	51.80	117.81	170.84	227.41
净利润	249.40	285.60	649.60	941.99	1,253.91
少数股东损益	0.00	19.71	480.70	631.13	752.35
归属于母公司净利润	249.40	265.88	168.90	310.86	501.57
每股收益(元)	0.11	0.12	0.08	0.14	0.23

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-3.37%	30.43%	96.26%	35.68%	26.91%
营业利润	-0.82%	11.52%	132.89%	44.95%	33.13%
归属于母公司净利润	13.79%	6.61%	-36.48%	84.05%	61.35%
获利能力					
毛利率	37.52%	40.65%	39.53%	42.10%	44.09%
净利率	23.25%	19.00%	6.15%	8.34%	10.61%
ROE	6.28%	6.68%	4.16%	7.56%	12.04%
ROIC	10.76%	13.92%	11.76%	16.31%	21.63%
偿债能力					
资产负债率	6.32%	11.06%	8.94%	11.16%	12.64%
净负债率	-46.91%	-10.83%	-8.13%	-9.93%	-16.54%
流动比率	8.76	2.15	1.60	1.53	1.99
速动比率	8.71	2.10	1.53	1.45	1.92
营运能力					
应收账款周转率	53.69	74.79	70.13	64.86	69.69
存货周转率	90.25	65.95	78.75	80.60	78.94
总资产周转率	0.26	0.25	0.39	0.52	0.63
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.12	0.08	0.14	0.23
每股经营现金流	0.19	0.26	0.41	0.57	0.68
每股净资产	1.78	1.79	1.82	1.84	1.87
估值比率					
市盈率	47.28	44.35	69.81	37.93	23.51
市净率	2.97	2.96	2.91	2.87	2.83
EV/EBITDA	24.20	26.56	13.56	9.91	7.62
EV/EBIT	34.45	37.34	17.56	12.15	8.92

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com