



中性（首次）

海安航线表现好，一体两翼增期待 ——海峡股份（002320）2009年报点评——

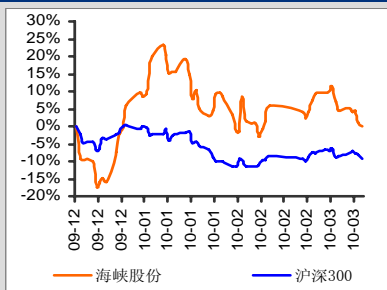
研究员

李慧

电话：010-88092288

邮箱：lih@swsc.com.cn

市场表现



主要观点：

- 2009年公司实现营业收入4.81亿元，同比增长6.71%，归属于母公司股东的净利润1.37亿元，同比上涨6.61%，业绩基本符合预期。
- 公司海口-海安航线的营业收入占比最大，09年达到86.2%，毛利润占比101%，营业收入相应增加9.5%，毛利率同比上升5%。公司09年主营业务收入同比上升的原因是海口-海安航线的运输量增长以及平均运输价格的小幅增加。营业利润增幅22.98%超过营业收入增幅主要是由于公司加强成本控制以及燃油价格下降导致营业成本同比下降2.5%。
- 公司09年上市募集资金主要投向海口-海安航线3艘客滚轮更新项目及海口-北海航线1艘客滚轮改造项目，建设周期为2年。公司募集资金的项目有助于主营业务货运量、旅客流量的增长，从而提高公司的营业收入和利润。
- 未来公司将按照“一体两翼”的战略发展，打造依托客滚船运输为主体，物流与旅游运输为两翼的国际性航运公司。围绕海南国际旅游岛的规划，公司将开发“西沙游”、“环岛游”以及“海南-三亚游”邮轮项目。目前仍处于研究和准备阶段，尚未正式展开。
- 石油价格将温和上涨，不利于公司控制燃油成本。当营运成本上升累计超过5%时，公司具有调整运价的权利，在供求平稳的市场结构下，公司运价存在上升空间和可能。
- 预计10年、11年和12年公司营业收入5.5亿、6.6亿、7.6亿，净利润分别为1.7亿、2.0亿、2.3亿，暂不考虑股本转增，以目前公司总股本15750万股为基数计算，10年、11年和12年每股收益为1.08元、1.26元、1.44元，3月12号收盘价为48.41元，对应动态市盈率为45倍、38和34倍。首次给予“中性”评级。

点评

公司船舶运输业务为南海区域的客滚运输，主要航线为海口-海安航线、海口-广州航线、海口-北海航线。海南省是我国第二大岛屿，属于典型的岛屿型经济，海运承担着进出岛 98% 以上的货运量和 40% 左右的客运量，海运中的客滚运输货物量和旅客运输量均占海南省进出岛货运总量和旅客吞吐量的三分之一以上。广东、广西的三条航线上目前有 8 家航运公司，总共 54 艘船舶参与经营。公司共投入 15 艘客滚船和 2 艘客船参与南海客滚运输航线的运营，拥有额定载车量 564 辆，额定载客量 8,309 位，近 4 年来一直保持 35% 以上的市场份额，保持着南海客滚运输市场中的龙头地位。

业绩总结

2009 年公司实现营业收入 4.81 亿元，同比增长 6.71%；营业利润 1.68 亿元，同比上涨 22.98%；归属于母公司股东的净利润 1.37 亿元，同比上涨 6.61%；基本每股收益 1.16 元，净资产收益率为 37.78%。2009 年公司拟以 2009 年 12 月 31 日公司总股本 15750 万股为基数，每 10 股派现金红利人民币 6.00 元（含税），以资本公积金转增股本，向全体股东每 10 股转增 3 股，合计转增 4725 万股，转增后公司股本为 20475 万股。

海口-海安航线营业收入和毛利率同比正增长

公司主营业务为船舶运输，与去年同期相比上涨 6.7%。公司海口-海安航线的营业收入占比最大，09 年达到 86.2%，毛利润占比 101%，营业收入相应增加 9.5%，毛利率同比上升 5% 至 55.2%，主要是由于自驾游、瓜果菜等运量增加导致海安航线车运量、客运量有所增加；广州航线由于船舶进厂修理、改造的原因，停航时间较长，以及船舶停靠的广州方港口由南沙港变更为黄埔港，海上航行距离长，船舶无法准点到港，对该航线客运量影响较大，该航线营业收入下降 6.4%，毛利率继续下跌至-16%；受金融危机和 H1N1 流感影响，北海航线的车客运量出现下降，营业收入同比下降 9.5%，毛利率下降 3.3% 至 9.8%。2009 年公司完成运输车辆 41.85 万辆次，运输旅客 272.27 万人次。公司 09 年主营业务收入同比上升的原因是海口-海安航线的运输量增长以及平均运输价格的小幅增加。

营业利润增幅较大源于燃油价格下降和成本控制

营业利润增幅 22.98% 超过营业收入增幅主要原因是公司加强成本控制以及燃油价格下降导致营业成本同比下降 2.5%，主营业务毛利率较上年提高近 5%。归属于母公司股东的净利润涨幅 6.61%，小于利润总额 9.48% 的涨幅，是由于 09 年公司执行 20% 的过渡税率较 2008 年 18% 的税率有所增长。

表 1: 主营业务航线毛利率情况

航线毛利率 (%)	2009年	2008年	增减变动 (%)
海安航线	55.18	50.18	5.01
广州航线	-16	-13.25	-2.75
北海航线	9.75	13.02	-3.27

资料来源：公司数据，西南证券研发中心

表 2: 主营业务航线平均运输价格变动情况

项目		2009年	2008年	变动幅度 (%)
海安航线	客 (每人)	36	34	5.88
	车 (每计费吨)	30	29	3.45
广州航线	客 (每人)	110	98	12.24
	车 (每计费吨)	1786	1654	7.98
北海航线	客 (每人)	160	157	1.91
	车 (每计费吨)	50	50	0

资料来源: 公司数据, 西南证券研发中心

估值与评级

石油价格将温和上涨

全球石油需求处于一个逐步恢复的过程, 将带动油价上涨, 这将使 OPEC 继续减产的可能性大为降低, 石油价格将温和上涨, 不利于公司控制燃油成本。

公司运价存在上升空间和可能

根据《琼州海峡客货运输价格管理规则》规定: “琼州海峡客 (货) 运价 = 基本运价 + 港口收费 + 其他收费。其中: 基本运价实行市场调节价, 港口收费实行政府定价, 其他收费按政府依法开征的标准执行。运价应保持相对稳定, 营运成本上升累计不超过 5% 时, 运价不作调整。” 因此, 当营运成本上升累计超过 5% 时, 公司就具有调整运价的权利, 在供求平稳的市场结构下, 公司运价存在上升空间和可能。

募集资金项目有助于公司主营业务货运量、旅客流量的增长

2009 年底公司海安航线有 1 艘旧船退役, 并在 2010 年 2 月补充了 1 艘新船。公司 09 年上市募集资金主要投向海口-海安航线 3 艘客滚轮更新项目及海口-北海航线 1 艘客滚轮改造项目, 建设周期为 2 年。公司募集资金项目有助于公司主营业务货运量、旅客流量的增长, 提高公司的营业收入和利润。

“一体两翼”的战略发展战略

未来公司将按照“一体两翼”的战略发展, 打造依托客滚船运输为主体, 物流与旅游运输为两翼的国际性航运公司。其中一翼是物流中心, 围绕环渤海物流中心的建设吸引货运客户, 产生聚集效应; 另外一翼是旅游运输, 围绕海南国际旅游岛的规划, 发展“西沙游”、“环岛游”以及“海南-三亚游”的邮轮项目。公司正在研究和准备海南旅游业务, 项目尚未正式展开, 我们这里未将该部分影响算入盈利预测。

给予“中性”评级

公司在 09 年年报中提出的今年经营目标, 我们认为应能实现。预计公司 10 年、11 年和 12 年公司营业收入 5.5 亿、6.6 亿、7.6 亿, 净利润分别为 1.7 亿、2.0 亿、2.3 亿, 暂不考虑股本转增, 以目前公司总股本 15750 万股为基数计算, 10 年、11 年和 12 年每股收益分别为 1.08 元、1.26 元、1.44 元, 3 月 12 号收盘价为 48.41 元, 对应动态市盈率分别为 45 倍、38 和 34 倍。首次给予“中性”评级。

图 1: 海峡股份历史 PE Band

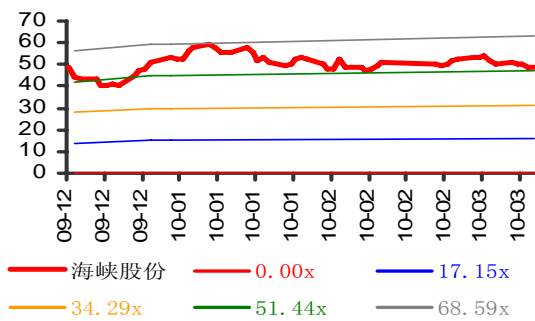
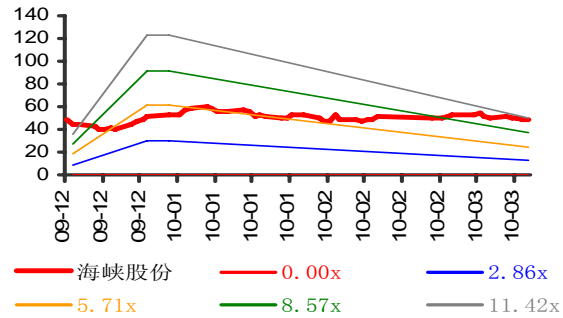


图 2: 海峡股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据, 西南证券研发中心

资料来源: 公司数据, 西南证券研发中心

表 3: 海峡股份盈利预测

单位: 万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入	45089	48116	55260	66028	75931
营业收入增长	17.26%	6.71%	14.85%	19.49%	15.00%
主营业务毛利率	42.08%	47.06%	46.55%	47.14%	47.60%
二、营业总成本	31444	31337	34339	40893	46716
营业成本	26116	25470	29538	34902	39788
营业税金及附加	1486	1584	1901	2271	2612
期间费用	3839	4159	2900	3720	4316
其中: 销售费用	0	170	0	0	0
管理费用	3211	3526	3900	4720	5316
财务费用	628	463	-1000	-1000	-1000
期间费用率	8.51%	8.64%	5.25%	5.63%	5.68%
资产减值损失	4	123	0	0	0
三、其它经营收益					
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	352	523	500	500	500
四、营业利润	13644	16779	21421	25635	29715
营业利润增长	39.85%	22.98%	27.66%	19.67%	15.92%
营业利润率	30.26%	34.87%	38.76%	38.82%	39.13%
加: 营业外收入	2130	438	500	500	500
减: 营业外支出	59	12	15	15	15
其中: 非流动资产处置净损失	0	0	0	0	0
加: 影响利润总额的其它项目	0	0	0	0	0
五、利润总额	15715	17205	21906	26120	30200
利润总额增长	47.88%	9.48%	27.32%	19.23%	15.62%
减: 所得税	2861	3501	4819	6269	7550
实际所得税率	18.20%	20.35%	22.00%	24.00%	25.00%
六、净利润	12855	13704	17087	19851	22650
净利润增长	33.15%	6.61%	24.68%	16.18%	14.10%
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	12855	13704	17087	19851	22650
母公司净利润增长	33.15%	6.61%	24.68%	16.18%	14.10%
净利润率	28.51%	28.48%	30.92%	30.06%	29.83%
七、每股收益					
每股收益 (元/股)	1.09	1.16	1.08	1.26	1.44
每股净资产 (元/股)	2.76	10.74	11.15	11.72	12.29
净资产收益率	39.47%	8.10%	9.73%	10.75%	11.70%

数据来源: 西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：(010) 88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>