

09业绩亮点有限，多元化拓展值得关注

2010年3月14日

中性/首次

海峡股份

财报点评

——海峡股份（002320）09年报点评

周宁

交通运输行业分析师

zhouning@dxzq.net.cn

010-6650 7318

事件：

公司3月13日公布2009年年度报告显示：公司2009年实现主营业务收入4.81亿元，比上年同期增长6.71%；实现净利润1.37亿元，比上年同期增长6.61%。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。

公司主要财务指标

指标	2008	2009	2008Q4	2009Q4
营业收入（百万元）	450.89	481.16	104.39	108.27
增长率（%）		6.71%		3.72%
毛利率（%）	42.08%	47.06%	39.44%	35.45%
期间费用率（%）	8.51%	8.64%	11.21%	10.41%
营业利润率（%）	30.26%	34.87%	25.12%	12.39%
净利润（百万元）	128.55	137.04	21.96	19.35
增长率（%）		6.61%		-11.86%
每股盈利（季度，元）	1.09	1.16	0.19	0.12
资产负债率（%）	29.26%	4.38%	29.26%	4.38%
净资产收益率（%）	39.47%	8.10%	6.74%	1.14%
总资产收益率（%）	27.92%	7.74%	4.77%	1.09%

评论：

积极因素

- **海口-海安“黄金线”取得增长。**随着南海客滚运输市场自驾游车客、瓜果菜等运量的增长，2009年公司完成运输车辆41.85万辆次，运输旅客272.27万人次。公司实现主营收入4.81亿元，比上年同期增长6.71%。其中，公司最主要收入及盈利来源的海口—海安航线实现收入4.15亿元，同比增长9.48%，贡献收入比达86.2%。
- **成本下降明显，毛利水平显著提升。**由于有效的成本控制及燃油价格下降致燃油成本减少使得公司毛利水平有所提升，2009年公司主营业务毛利率为47.07%，较上年提高近5个百分点，这也是公司营业利润同比增长23%，远高于收入增长幅度的主要原因。与此同时，公司09年收到的政府石油价格补贴为438.23

万元，较2008年的2040万元大幅减少。

消极因素：

- **盈利来源过于集中。**除了了海口-海安航线，公司目前经营的另外两条航线海口-广州航线和海口-北海航线2009年收入和毛利率都有所下降，广州航线09年继续处于亏损状态。

表 1 海峡股份主营业务收入分航线结构

	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入 比上年增减 (%)	营业成本 比上年增减 (%)	毛利率 比上年增减 (%)
海口-海安	41,475.31	18,588.63	55.18	9.48	-1.52	5.00
海口-广州	3,472.39	4,027.94	-16	-6.36	-4.08	-2.75
海口-北海	3,166.17	2,857.60	9.75	-9.45	-6.04	-3.27
主营业务收入	48,113.87	25,467.21	47.07	6.71	-2.48	4.99

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

业务展望：

- **公司运力进入增长期。**公司“宝岛12”客滚船于今年2月份出厂，并于当月投入海口-海安线的运营，以弥补海口-海安线上两艘客滚轮退役的运力空缺。公司09年上市募集资金项目投向的三艘客滚轮更新项目，目前两艘募集资金建造的船舶开始建造，建设期为两年，预计在未来2012年将投入运行。
- **公司资金实力大增，不排除对其他竞争对手的兼并。**公司09年上市拟募集资金4.3亿元，实际募得资金12.7亿元，受益于公开上市，公司资金实力、品牌知名度大增。目前有8家航运公司、总共54艘船舶参与经营南海客滚运输市场，不排除公司对竞争对手的兼并整合。
- **多元化业务拓展带来增长想象。**根据公司的经营计划，2010年公司将围绕“一体两翼”的发展战略，在做精做强主业的基础上，秉承“安全、效益”的投资原则，适度开展相关多元化业务。公司正研究和准备环岛游、海口-三亚游以及西沙游，一旦项目展开，我们预计将为公司业绩带来正面推动。但由于时间及项目详细内容仍然不确定，现在难以预测该项目对盈利的贡献。
- **上半年正值旺季，1季度业绩有望增长良好。**由于一季度同为海南省瓜果菜销售出岛及春运旅客进出岛探亲旅游旺季，加之今年海南国际旅游岛规划对来岛旅游观光人员的吸引，预计今年1季度公司有望取得较好业绩。

盈利预测

根据公司现有的客滚轮业务，我们预计公司2010年至2012年分别实现主营收入5.54亿元、6.53亿元、7.55亿元，实现净利润1.69亿元、1.96亿元和2.31亿元，同比增长23.7%、15.7%和18.1%，折合每股收益分别为1.07元、1.24元和1.47元。

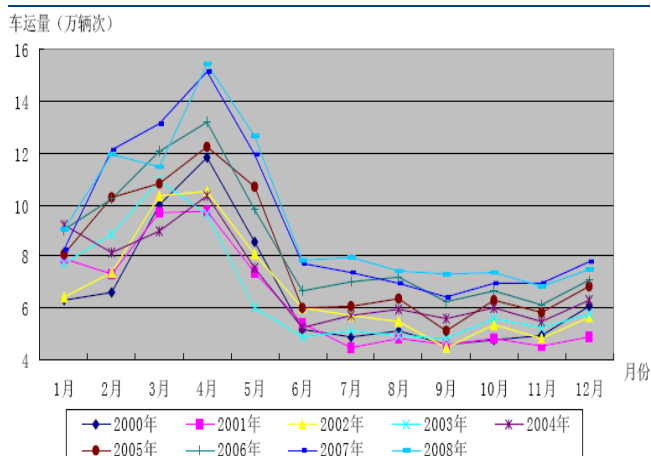
投资建议

公司当前股价对应2010年-2011年市盈率水平分别高达45倍和38倍，处于市场较高水平，在一定程度上反映了对海南国际旅游岛规划及公司多元化业务拓展的预期，我们首次给予公司“中性”评级。

风险因素

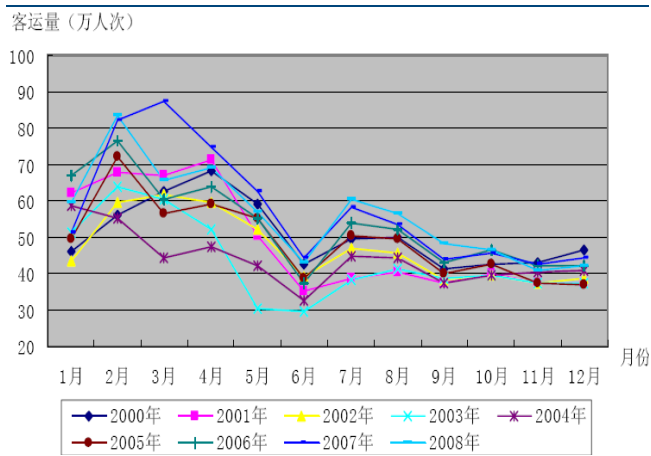
影响公司盈利主要风险包括但不限于：（1）市场竞争加剧致市场份额下降及收入水平下降；（2）燃油价格上升致成本增加；（3）中长期琼州海峡跨海通道的建设对公司运输量的分流。

图 1：海安航线车辆进出岛运量月度趋势图



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

图 2：海安航线旅客进出岛运量月度趋势图



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

附：公司三大财务报表及主要财务指标预测

资产负债表

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	108	1,384	1,272	1,050	972
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	23	17	24	25	31
预付款项	2	2	2	2	2
存货	9	9	10	13	14
流动资产合计	144	1,414	1,311	1,092	1,022
非流动资产	316	355	529	827	992
资产总计	460	1,770	1,840	1,919	2,014
短期借款	45	0	0	0	0
应付帐款	8	8	9	11	12
预收款项	0	4	4	4	4
流动负债合计	102	23	25	26	28
非流动负债	33	55	55	55	55
负债合计	135	77	80	81	83
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司股东权益	326	1,692	1,760	1,838	1,931
净营运资本	43	1,392	1,286	1,066	994
投入资本 IC	333	362	541	843	1,013

现金流量表

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	129	137	170	196	232
折旧摊销	25	26	28	40	59
净营运资金增加	14	1,349	-106	-220	-72
经营活动现金流	162	176	179	212	262
投资活动现金流	-28	-66	-207	-343	-229
融资活动现金流	-68	1,166	-85	-92	-111
现金净增（减）	65	1,276	-112	-223	-78

价值比率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
P/E	44.41	41.73	44.98	38.88	32.92
EV / 收入	12.69	13.08	11.56	10.14	8.88
EV / EBITDA	34.00	31.79	29.16	25.50	20.62
EV / EBIT	40.08	36.51	33.44	30.10	25.22
EV / NOPLAT	49.00	45.84	42.87	39.61	33.63
EV / IC	17.17	17.41	11.83	7.87	6.62
P/B	17.54	4.51	4.33	4.15	3.95
股息收益率	0.0%	0.0%	1.3%	1.5%	1.8%

资料来源：东兴证券研究所

利润表

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	451	481	554	654	755
营业成本	261	255	296	356	400
营业费用	0	2	2	2	3
管理费用	32	35	42	49	57
财务费用	6	5	-17	-25	-28
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	136	168	209	246	294
利润总额	157	172	217	258	309
所得税	29	35	48	62	77
净利润	129	137	170	196	232
母公司净利润	129	137	170	196	232
NOPLAT	117	137	149	167	199

主要财务比率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
毛利率	42.1%	47.1%	46.6%	45.6%	47.0%
营业利润率	30.3%	34.9%	37.6%	37.6%	38.9%
净利率	28.5%	28.5%	30.6%	30.0%	30.7%
净资产收益率	39.5%	8.1%	9.6%	10.7%	12.0%

偿债能力

流动比率	1.4	62.7	52.8	41.8	36.8
速动比率	1.3	62.3	52.4	41.3	36.3
资产负债率	29.3%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%

成长能力

营业收入增速	17.3%	6.7%	15.2%	17.9%	15.6%
营业利润增速	39.9%	23.0%	24.3%	17.7%	19.8%
净利润增速	33.2%	6.6%	23.7%	15.7%	18.1%
净资产增速	15.3%	419.6%	4.0%	4.5%	5.0%

营运能力

应收帐款周转	19.4	24.3	27.3	26.6	26.8
存货周转率	28.6	27.9	30.3	30.8	29.8
总资产周转率	1.1	0.4	0.3	0.3	0.4

每股指标

基本 EPS	1.09	1.16	1.08	1.25	1.47
每股红利	0.00	0.00	0.65	0.75	0.88
每股经营现金流	1.37	1.12	1.14	1.35	1.66
每股净资产	2.76	10.74	11.17	11.67	12.26

分析师简介

周 宁

管理学硕士，已通过 CFA（特许金融分析师）三级考试，2008 年 7 月加盟东兴证券研究所，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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。