

2019年08月20日

燃油价格补贴推动中报业绩增长，预计2019年归母净利润约为4.1亿元

渤海轮渡(603167)

评级:	增持	股票代码:	603167
上次评级:	首次覆盖	52周最高价/最低价:	11.45/7.68
目标价格:	10.17	总市值(亿)	41.32
最新收盘价:	9.00	自由流通市值(亿)	40.29
		自由流通股数(百万)	460.97

事件概述: 公司2019年8月19日发布半年报,报告期内公司实现营业收入8.12亿元,同比+3.89%;归母净利润2.71亿元,同比+6.55%;扣非后归母净利润1.51亿元,同比-9.5%。

▶燃油补贴同比增加推动公司中报业绩增长,燃油价格上涨主业毛利率同比下降: 收入端:报告期内,公司国内旅客/车辆运输量分别为134.5万人次/37.48万辆,同比分别为+3.5%/+20.5%,实现营业收入8.12亿元,同比+3.89%;成本端:由于燃油价格同比上涨,公司主营业务成本同比+7.72%,毛利率同比下降2.36pcts至33.68%,毛利润为2.73亿元,同比-2.9%。费用方面:报告期内,公司三费合计0.56亿元,同比+8.4%,其中管理费用同比+35.49%,主要为股权激励成本及管理人员薪酬增加所致。报告期内,公司实现归母净利润2.71亿元,同比+6.55%,主要原因为2019年H1公司收到约1.47亿元的燃油价格补助(计入其他收益),较去年同期增加约0.46亿元,扣非后归母净利润为1.51亿元,同比-9.54%。

▶未来三年新造船舶陆续投运,公司在环渤海湾客、货滚运输市场份额有望进一步提升: 根据2019年中报披露的信息,新建客滚船“中华复兴”号预计将于2019年10月投运,我们判断“中华复兴”号或将替换船龄较长的船舶,投入客滚业务运营。同时根据2019年中报,公司在建的两艘货滚船预计将分别于2020年4月及7月下水。我们认为,随着新建客、货滚船舶的陆续投运,公司未来在环渤海湾客、货滚轮渡运输市场的份额有望进一步提升,业绩有望保持稳定增长。

▶未来三年公司具有维持较高分红比例的能力和可能性: 根据公司公告,2018年5月21日公司完成股权激励计划共1183万股限制性股票的授予登记,自授予登记日起,所有限制性股票将分三期解锁,限售期不超过5年,且解除限售需满足各阶段业绩考核目标。我们判断,未来三年公司将保持良好的现金流状况,且除已公告的新建船舶外暂无其他重大资本支出计划。综合以上判断,我们认为公司未来三年有维持较高的现金分红比例的能力和可能性(2018年现金分红比例约70%)。

投资建议: 综合考虑渤海湾客、货滚轮渡运输需求的稳定增长以及新建船舶投运对公司收入和成本端的影响,我们预计2019-21年公司EPS分别约为0.87元/0.88元/0.89元,参照70%分红率和当前9.00元的股价,2019-21年股息率分别约为6.7%/6.8%/6.9%。假设未来70%的分红率能够延续,在假设2019年EPS 0.87元的基础上,预计2019年分红约为0.61元/股,再假设市场未来能接受6%的股息率,那么对应目标价10.17元,给予“增持”评级。

风险提示: 成品油价格补贴相关政策变动;公司现金分红比例不及预期;公司存在以美元、欧元计价的银行借款,人民币对美元或欧元的汇率波动可能对利润产生一定影响;宏观经济下行,渤海湾区域运输需求不及预期;运力更新或使老旧船舶存在计提固定资产减值风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1510.96	1668.18	1748.26	1873.96	2020.74
YoY (%)	23.38%	10.41%	4.80%	7.19%	7.83%
归母净利润(百万元)	362.67	400.74	409.03	415.03	420.69
YoY (%)	63.04%	10.50%	2.07%	1.47%	1.36%
毛利率 (%)	33.03%	31.28%	29.45%	27.73%	26.15%
每股收益(元)	0.77	0.85	0.87	0.88	0.89
ROE	11.19%	11.64%	12.31%	12.20%	12.16%
市盈率	11.84	10.71	10.50	10.34	10.20

分析师: 丁一洪

邮箱: dingyh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070001

联系电话: 0755-83025232

联系人: 李承鹏

邮箱: licp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120119080075

联系电话: 0755-83025232

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1668.18	1748.26	1873.96	2020.74	净利润	424.29	433.06	439.41	445.41
YoY (%)	10.41%	4.80%	7.19%	7.83%	折旧和摊销	144.68	161.01	177.64	177.64
营业成本	1146.44	1233.33	1354.27	1492.34	营运资金变动	-62.29	2.72	20.79	16.51
营业税金及附加	8.70	9.12	9.78	10.54	经营活动现金流	516.86	587.40	621.06	617.12
销售费用	26.89	28.18	30.21	32.58	资本开支	-356.83	-141.00	-285.65	0.00
管理费用	80.42	69.93	74.96	80.83	投资	-389.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	60.39	33.77	32.55	29.45	投资活动现金流	-699.05	-96.00	-235.65	55.00
资产减值损失	-6.80	0.00	0.00	0.00	股权募资	122.60	-200.01	0.00	0.00
投资收益	43.26	45.00	50.00	55.00	债务募资	259.69	-82.67	-84.16	-1.80
营业利润	542.14	563.92	572.19	580.00	筹资活动现金流	152.56	-648.73	-452.37	-399.37
营业外收支	10.36	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-29.63	-157.32	-66.96	272.75
利润总额	552.50	563.92	572.19	580.00	主要财务指标				
所得税	128.21	130.86	132.78	134.60	成长能力 (%)				
净利润	424.29	433.06	439.41	445.41	营业收入增长率	10.41%	4.80%	7.19%	7.83%
归属于母公司净利润	400.74	409.03	415.03	420.69	净利润增长率	10.50%	2.07%	1.47%	1.36%
YoY (%)	10.50%	2.07%	1.47%	1.36%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.85	0.87	0.88	0.89	毛利率	31.28%	29.45%	27.73%	26.15%
资产负债表 (百万元)					净利率	25.43%	24.77%	23.45%	22.04%
货币资金	245.88	88.56	21.60	294.35	总资产收益率 ROA	8.05%	8.53%	8.56%	8.50%
预付款项	2.68	3.24	3.38	3.71	净资产收益率 ROE	11.64%	12.31%	12.20%	12.16%
存货	48.84	41.04	50.41	54.77	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1100.95	1099.84	1103.35	1104.51	流动比率	2.42	2.09	2.19	2.61
流动资产合计	1398.35	1232.68	1178.73	1457.34	速动比率	2.33	2.02	2.09	2.50
长期股权投资	44.57	44.57	44.57	44.57	现金比率	0.43	0.15	0.04	0.53
固定资产	3103.40	3294.29	3473.65	3296.00	资产负债率	27.83%	27.06%	25.72%	25.61%
无形资产	2.23	2.23	2.23	2.23	经营效率 (%)				
非流动资产合计	3581.34	3561.33	3669.33	3491.69	总资产周转率	0.36	0.36	0.39	0.41
资产合计	4979.69	4794.00	4848.06	4949.04	每股指标 (元)				
短期借款	68.63	85.96	1.80	0.00	每股收益	0.85	0.87	0.88	0.89
应付账款及票据	40.67	52.81	63.15	65.66	每股净资产	7.28	7.03	7.20	7.31
其他流动负债	467.89	450.11	473.58	493.44	每股经营现金流	1.09	1.24	1.31	1.31
流动负债合计	577.18	588.88	538.53	559.10	每股股利	0.00	0.66	0.71	0.77
长期借款	764.32	664.32	664.32	664.32	估值分析				
其他长期负债	44.16	44.16	44.16	44.16	PE	10.71	10.50	10.34	10.20
非流动负债合计	808.48	708.48	708.48	708.48	PB	1.20	1.29	1.26	1.24
负债合计	1385.67	1297.37	1247.02	1267.58					
股本	493.23	472.80	472.80	472.80					
少数股东权益	149.95	173.98	198.36	223.08					
股东权益合计	3594.02	3496.64	3601.05	3681.45					
负债和股东权益合计	4979.69	4794.00	4848.06	4949.04					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。