海峡股份（002320） 航运/交通运输

发布时间：2020-04-07

证券研究报告 / 公司深度报告

海南航运龙头，将受益于海南自贸港建设

增持

首次覆盖

报告摘要:

港航一体化的经营模式，造就海南航运龙头。海峡股份主营业务为琼州海峡客滚运输和港口轮渡服务，2017 年收购新海轮渡后，真正实现港航一体化运营。公司客滚运输主要运营线路为海安线、北海线和西沙线，各航线份额优势明显，其中海安航线为公司主要的收入和利润来源。2019 年公司营业收入同比增长 5.77%，净利润增长 4.09%，业绩相对稳健。

海安航线“班轮化”运营之后，关注格局变化与公司管理优势发力。公司目前在海安航线的份额占比约 27%（航班班次口径），领先主要竞争对手。2019 年 10 月起，海安航线运营模式由“大轮班”模式改为“班轮化运营”模式，实行定船舶、定航线和定班次。作为老牌航运企业，叠加借助中远海运集团带来的平台优势，公司在海安航线的运营管理优势有望体现出来。

西沙航线毛利首度转正，长期发展空间可期。公司运营的西沙旅游航线在 2019 年和竞争对手开展合作营销，毛利首度转正，未来随着西沙航线产品丰富性增加以及由观光游向休闲游转变，西沙航线的盈利能力有望再上一个台阶。展望未来，随着国家南海建设加速，西沙可能成为旅游的新热点，对公司发展长期有益。

公司将受益海南自贸港的建设。从整体战略布局来看，2020 年是海南省自贸港建设的关键一年，随着海南省自贸港建设向纵深发展，海南省在海岛旅游、邮轮、旅游辅助服务，乃至全岛旅游等方面都将获得进一步的发展；此外客滚运输作为海南省与外省连接的重要渠道，公司长期发展迎来重要的机遇。

投资建议：公司是海南省航运龙头，短期业绩受疫情影响承压较为明显，但公司长期价值不改，业绩稳健增长的趋势不变。考虑到疫情的影响，预计 2020-2022 年，公司 EPS 为 0.15/0.23/0.25 元，对应的 PE 分别为 113/74/68X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：政策推进不及预期；疫情发展超预期；经济大幅下滑。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,050	1,110	938	1,203	1,298
(+/-)%	7.32%	5.77%	-15.51%	28.23%	7.89%
归属母公司净利润	211	219	148	226	248
(+/-)%	-7.56%	4.09%	-32.35%	52.70%	9.67%
每股收益（元）	0.21	0.22	0.15	0.23	0.25
市盈率	63.28	57.85	113.33	73.91	68.00
市净率	3.67	3.35	4.50	4.25	4.01
净资产收益率(%)	5.79%	5.78%	3.83%	5.52%	5.71%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	660	991	991	991	991

股票数据	2020/4/1
6 个月目标价（元）	19.80
收盘价（元）	17.00
12 个月股价区间(元)	7.43 ~ 18.85
总市值（百万元）	16,841
总股本（百万股）	991
A 股（百万股）	991
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	26

历史收益率曲线

涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	28%	33%	60%
相对收益	35%	43%	68%

相关报告

《交运周报：顺丰逆势增长，航空开启复工之路》 --20200322

《东北交运：谁将成为利用 VLCC 储油套利的最后一把推手？》 --20200319

《2 月快递行业好于预期，顺丰逆势向上》 --20200319

证券分析师：瞿永忠
执业证书编号：S0550515110002
(021)20363212 quyz@nesc.cn

联系人：杨振华
执业证书编号：S0550119080042
(021)20361226 yangzhenhua@nesc.cn

目 录

1. 港航一体化，成就海南省航运龙头 4
1.1. 历史沿革和股权结构 4
1.2. 收入和利润主要来自海安航线 5
2. 客滚运输业务分析：关注海安航线份额，西沙航线仍有前景 8
2.1. 客滚运输以区域竞争为主，琼州海峡扮演重要角色 8
2.2. 海安航线：班轮化运营之后，关注格局变化与管理优势 11
2.3. 北海航线：期待扭亏为盈 16
2.4. 西沙航线：已实现扭亏为盈，仍是未来盈利看点 18
2.5. 疫情和油价大跌影响分析 20
2.6. 引入中远海运集团，管理优势有望体现 23
3. 港口服务：港航一体化的重要组成部分，增厚利润 24
4. 由自贸区到自贸港，公司将受益于海南自贸港建设 26
4.1. 自贸港建设重要节点来临 26
4.2. 邮轮、海岛游或将获得更大发展，公司相关业务全面受益 28
5. 盈利预测和估值分析 28
5.1. 核心假设与盈利预测 28
5.2. 估值分析与投资建议 29
6. 风险提示 29

图表目录

图 1: 海峡股份历史沿革 4
图 2: 主营业务拓展，实现港航一体化 4
图 3: 海峡股份股权结构 5
图 4: 公司营业收入变动情况（亿元） 6
图 5: 公司营业收入构成 6
图 6: 海峡股份毛利率变动 6
图 7: 海峡股份净利润变动 7
图 8: 客滚业务收入构成 7
图 9: 三条客滚航线毛利情况 7
图 10: 一到四季度营业收入波动（亿元） 8
图 11: 一到四季度净利润波动（亿元） 8
图 12: 我国四大客滚运输市场 8
图 13: 我国水路客运量（万人） 9
图 14: 我国水路货运量（万吨） 9

图 15: 琼州海峡年度客流量（万人）..... 10
图 16: 琼州海峡年度车流量（万台）..... 10
图 17: 海南省水路客运量（万人）..... 11
图 18: 海南省水路货运量（万吨）..... 11
图 19: 广东省水路客运量（万人）..... 11
图 20: 广东省水路货运量（万吨）..... 11
图 21: 海安航线收入及增速..... 12
图 22: 海安航线毛利及增速..... 12
图 23: 琼州海峡航线图..... 14
图 24: 旺季客滚运输客运份额（1 月）..... 15
图 25: 旺季客滚运输车流量份额（1 月）..... 15
图 26: 淡季客滚运输客运份额（9 月）..... 15
图 27: 淡季客滚运输车流量份额（9 月）..... 15
图 28: 北海航线..... 17
图 29: 北海航线营业收入及增速..... 17
图 30: 北海航线毛利（亿元）..... 18
图 31: 北海航线车、客单价变化..... 18
图 32: 西沙航线路线图..... 19
图 33: 西沙航线营业收入..... 20
图 34: 西沙航线毛利（亿元）..... 20
图 35: 琼州海峡月度进出岛客运量（万人）..... 21
图 36: 琼州海峡月度进出岛车流量（万台）..... 21
图 37: 琼州海峡月度航班量..... 22
图 38: 海安航线成本构成..... 22
图 39: 西沙航线成本构成..... 22
图 40: 公司燃油采购价格..... 23
图 41: 公司燃油消耗量及增速..... 23
图 42: 收购前股权结构（收购后见图 2）..... 24
图 43: 秀英港关闭后各港区业务范围..... 25
图 44: 秀英港关闭前业务整合..... 25
图 45: 港口业务经营情况..... 26
图 46: 海南自贸港三步走时间轴..... 27

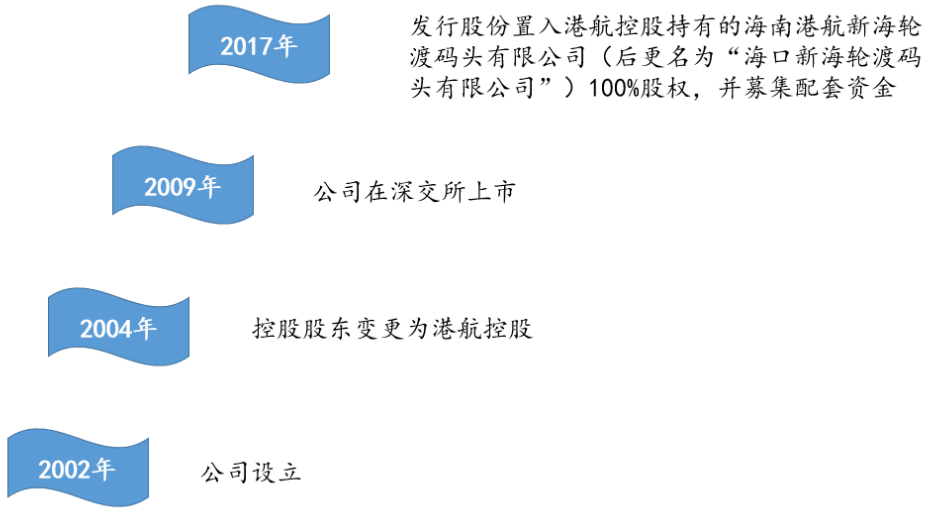
表 1: 海安航线航运企业分布..... 13
表 2: 海峡股份运力分布..... 13
表 3: 琼州海峡航线运营模式比较..... 14
表 4: 海峡股份 2020 年投资计划..... 16
表 5: 北海航线定价..... 16
表 6: 海南自贸港相关政策汇总..... 26
表 7: 海南自贸港定位..... 16
表 8: 振兴旅游三十条与公司相关内容..... 28
表 9: 主营业务预测..... 29

1. 港航一体化，成就海南省航运龙头

1.1. 历史沿革和股权结构

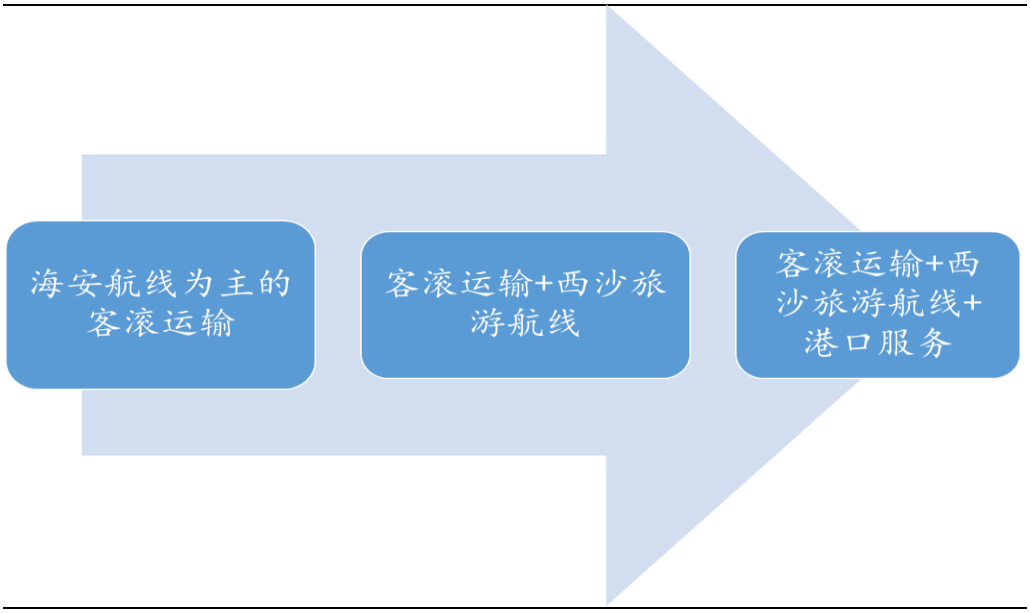
老牌航运企业经历资产收购，实现港航一体化运营。海峡股份（全称“海南海峡航运股份有限公司”）成立于 2002 年，并于 2009 年在深交所上市。2017 年公司通过发行股份置入港航控股持有的海南港航新海轮渡码头有限公司（后更名为“海口新海轮渡码头有限公司”）100%股权，新增港口服务业务。至此，公司实现港航一体化经营，主营业务进一步拓展为船舶运输和轮渡港口服务，主要经营海口至海安、海口至北海客滚运输航线、海口（三亚）至西沙旅游客运航线以及新海港和秀英港轮渡港口服务业务。

图 1: 海峡股份历史沿革



数据来源：东北证券，公司公告

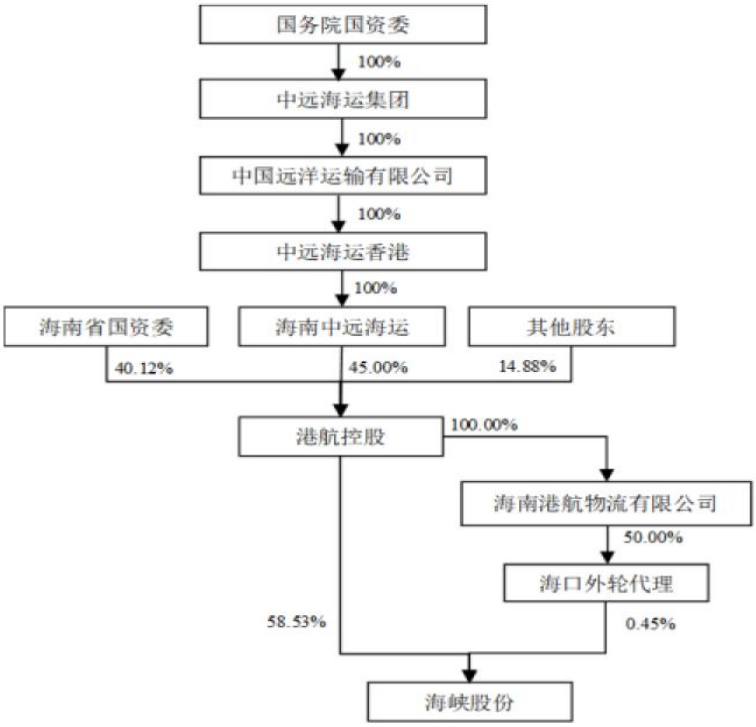
图 2: 主营业务拓展，实现港航一体化



数据来源：东北证券，公司公告

公司控股股东为港航控股，间接控股股东为中远海运集团，实际控制人为国资委。2019 年公司实际控制人海南省国资委将所持港航控股 45%股权无偿划转至中远海运集团下属全资子公司。本次无偿划转完成后，中远海运集团下属全资子公司持有港航控股 45%股权，并相对控制及对港航控股合并报表，合计间接持有 58.98%股份，成为本公司的间接控股股东。本次无偿划转后，公司实际控制人由海南省国资委变更为国务院国资委，公司控股股东仍为港航控股。

图 3: 海峡股份股权结构

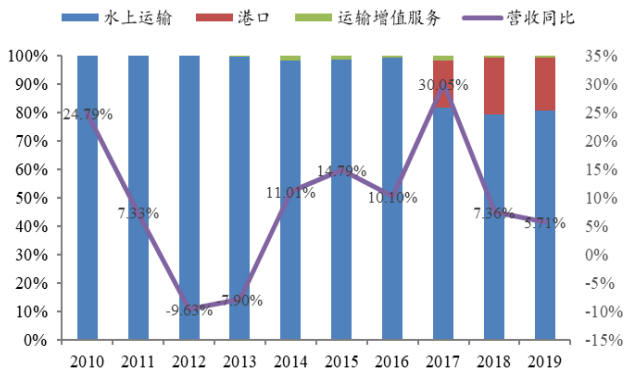


数据来源：东北证券，公司公告

1.2. 收入和利润主要来自海安航线

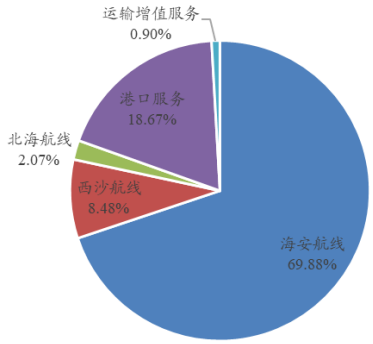
2019 年营业收入同比增长 5.77%，客滚运输业务占比达 8 成。2017 年之前公司营业收入几乎全部来自于客滚运输业务；2017 年公司收购新海轮渡之后，营业收入主要来源于客滚运输、港口服务和运输增值服务。2019 年全年，公司共实现营业收入 11.1 亿元，同比增长 5.77%。其中客滚运输业务实现收入 8.92 亿，同比增长 7.24%；港口服务实现收入 2.07 亿，同比增长-0.25%；运输增值服务实现收入 0.1 亿元，同比增长 9.4%。从收入结构来看，公司客滚运输业务贡献收入的 80.36%，为主要的收入来源；港口服务贡献 18.65%，为第二大收入来源。

图 4: 公司营业收入变动情况（亿元）



数据来源：东北证券，公司公告

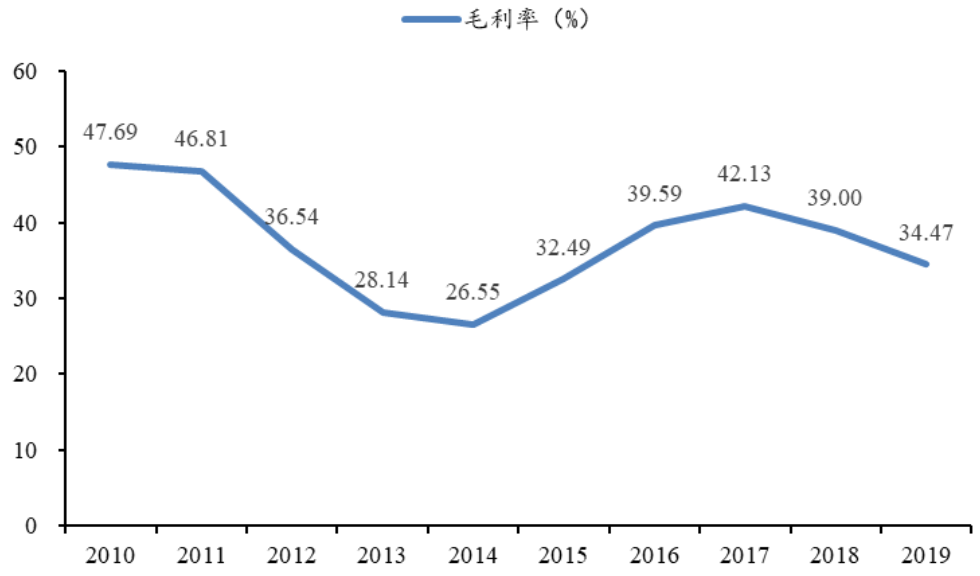
图 5: 公司营业收入构成



数据来源：东北证券，公司公告

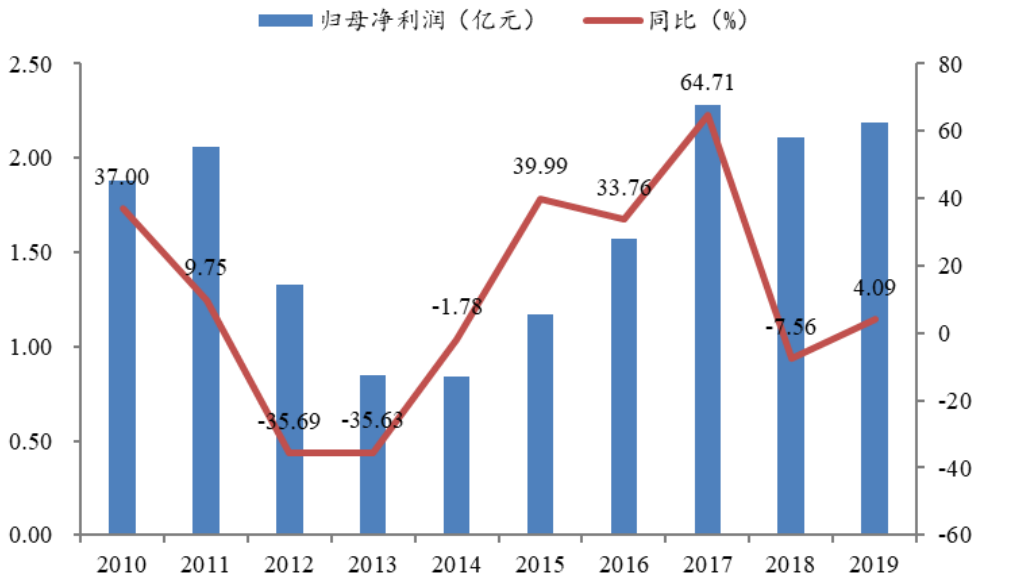
船舶大修部分导致毛利率缓慢下降，净利润小幅增长。2017 年公司收购完成新海轮渡后，当年毛利率一度达到 42.13%，为 2012-2019 年间最高的毛利率，但此后随着海安航线和港口服务两项业务毛利率的下滑，公司整体毛利率下滑。2019 年公司海安航线的毛利率为 41.69%，较 2018 年下降 6.55 个百分点，其中一个重要原因为 2019 年是公司大修年；港口业务毛利率为 35.14%，较 2018 年下降 5.62 个百分点。主要业务毛利率下降致使 2019 年公司整体毛利率下降 4.53 个百分点至 34.47%。净利润方面，公司 2019 年归母净利润为 2.19 亿元，小幅增长 4.09%。

图 6: 海峡股份毛利率变动



数据来源：东北证券，公司公告

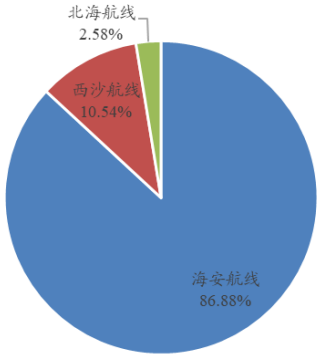
图 7: 海峡股份净利润变动



数据来源：东北证券，公司公告

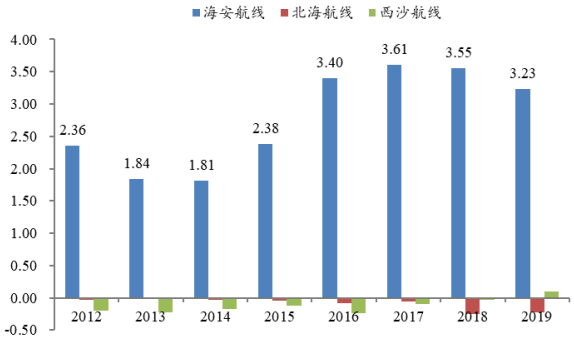
客滚运输中，西沙航线扭亏为盈，海安航线贡献主要收入和利润。公司目前的客滚运输业务主要经营三条航线，分别是海口至海安、海口至北海客滚运输航线、海口（三亚）至西沙旅游客运航线。三条航线中，2019 年西沙航线实现收入 0.94 亿元，毛利 0.1 亿元，毛利扭亏为盈；北海航线实现收入 0.23 亿元，毛利-0.22 亿元，仍处于亏损状态；海安航线实现收入 7.75 亿元，毛利 3.23 亿元。总体来看，海安航线目前是公司收入和盈利的主要来源。

图 8: 客滚业务收入构成



数据来源：东北证券，公司公告

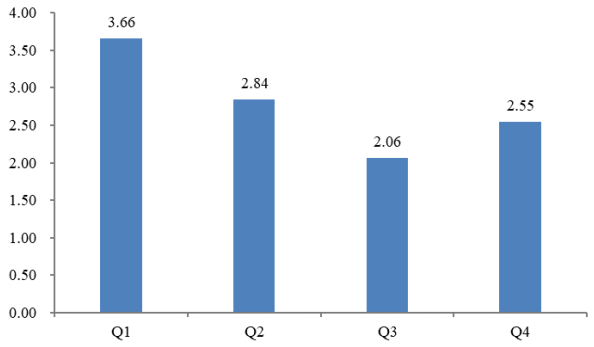
图 9: 三条客滚航线毛利情况



数据来源：东北证券，公司公告

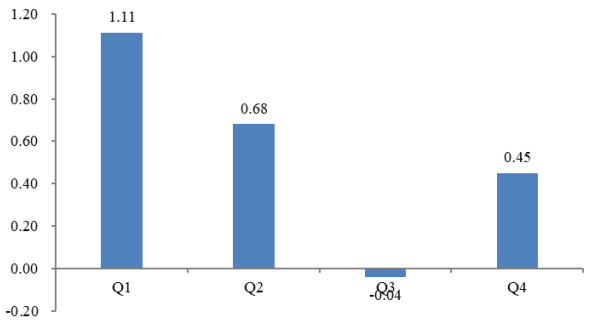
收入和利润季节性特征明显，12 月至次年 4 月为旺季。客滚运输所在区域腹地的物流、车流和人流的季节性波动决定了该区域市场需求的季节性特征。南海市场由于海南省瓜果菜销售出岛原因，淡季一般为 5 月至 11 月，旺季一般为 12 月至次年 4 月，超旺季为春运高峰期（约为正月初四至初九）。公司收入和利润的季节波动也体现了这一点，一季度为公司收入和利润的大季，三季度经营最为平淡，2019 年三季度公司实现收入 2.06 亿元，归母净利润为-449 万元；而处于旺季的一季度，收入 3.66 亿元，归母净利润为 1.11 亿元。

图 10: 一到四季度营业收入波动（亿元）



数据来源：东北证券，公司公告

图 11: 一到四季度净利润波动（亿元）



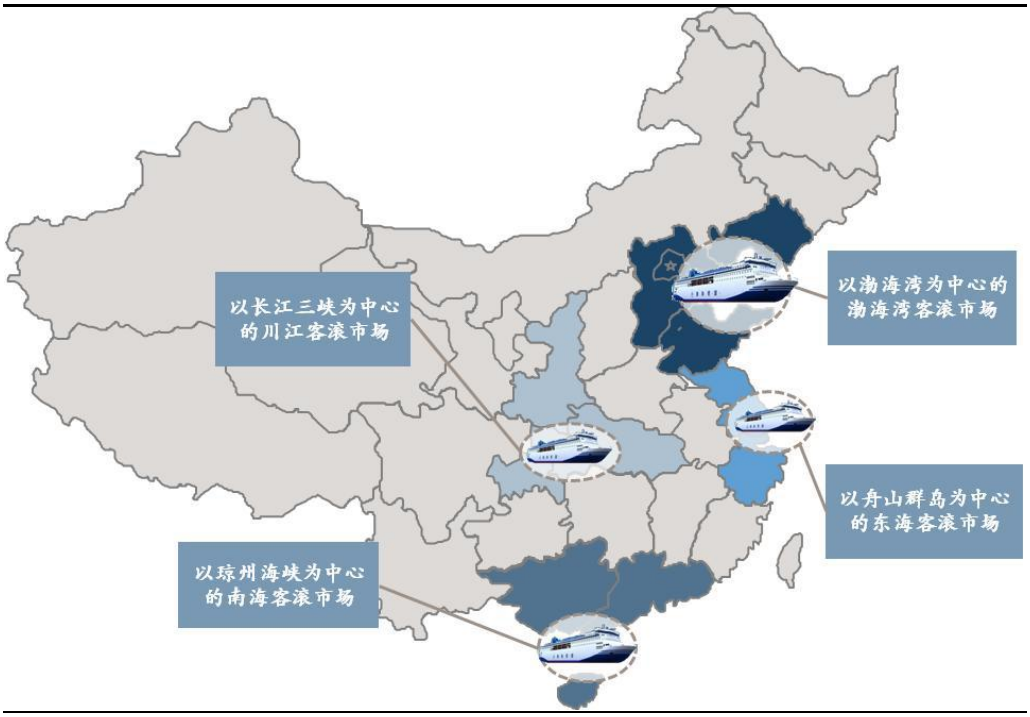
数据来源：东北证券，公司公告

2. 客滚运输业务分析：关注海安航线份额，西沙航线仍有前景

2.1. 客滚运输以区域竞争为主，琼州海峡扮演重要角色

我国客滚运输市场区域特征明显，琼州海峡为四大区域之一。客滚运输业作为水上运输行业中的一个重要分支，因其特有的快速、便捷、安全、低损耗等优势，在我国环渤海、南海和东海的沿海以及川江等区域的经济发展中占有重要地位。目前，我国形成了以渤海湾为中心的渤海湾客滚运输市场，以琼州海峡为中心的南海客滚运输市场，以杭州湾为中心的东海客滚运输市场和以长江三峡为中心的川江客滚运输市场。

图 12: 我国四大客滚运输市场



数据来源：东北证券，渤海轮渡招股说明书

整体来看，我国客滚运输市场呈现以下主要特征：

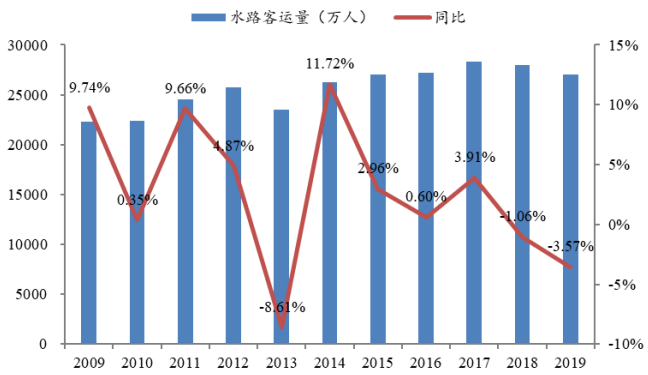
- 市场区域特征明显：目前我国已经形成四大客滚运输市场。

- 终端客户分散化：客滚运输作为交通运输的一种，拥有特定的运输路线和运输工具，实现车辆和旅客的运送。客滚运输企业直接面对众多终端客户，客户结构具有明显的分散型特征。

- 季节性特征较明显：客滚运输所在区域腹地的物流、车流和人流的季节性波动决定了该区域市场需求的季节性特征。如渤海湾客运市场由于旅游季节的影响，每年的 7-9 月为旺季，11 月-1 月为淡季；南海市场由于海南省瓜果菜销售出岛原因，在每年的 11 月至次年 4 月属于旺季，其余时间为淡季。

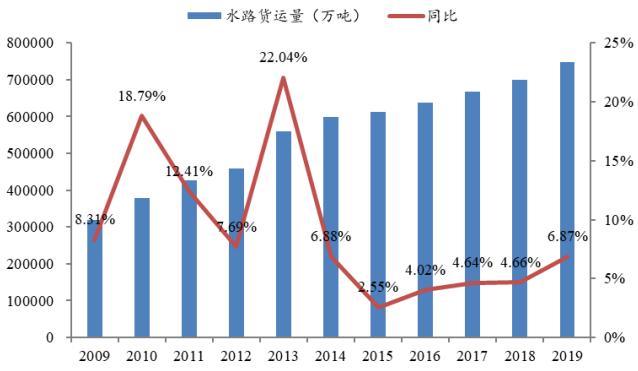
- 运力结构优化：我国客滚船舶整体呈现船龄逐年递减、运力结构不断优化的趋势，客滚运输的安全性、舒适性和快捷性大大提升。

图 13：我国水路客运量（万人）



数据来源：东北证券，交通运输部

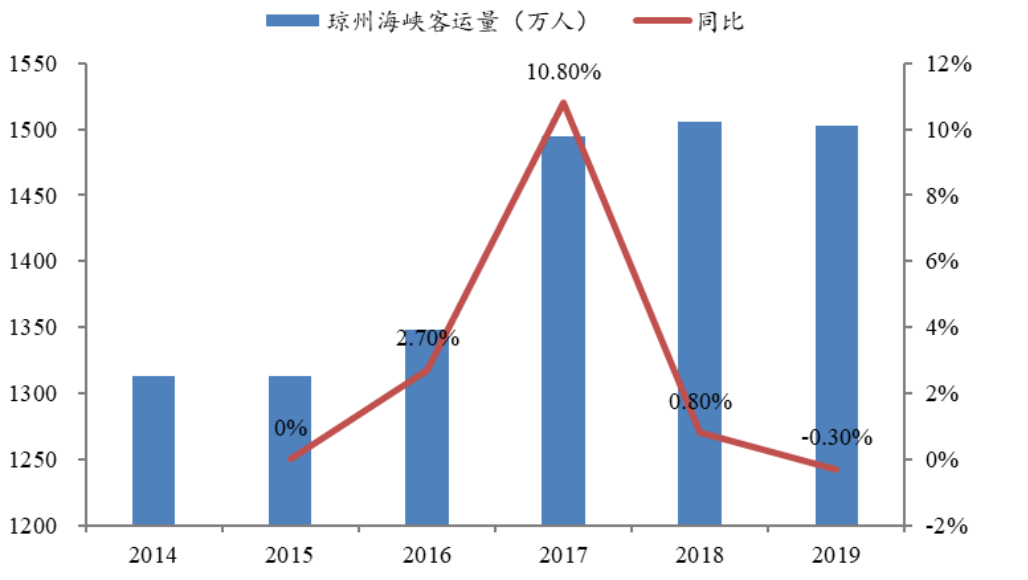
图 14：我国水路货运量（万吨）



数据来源：东北证券，交通运输部

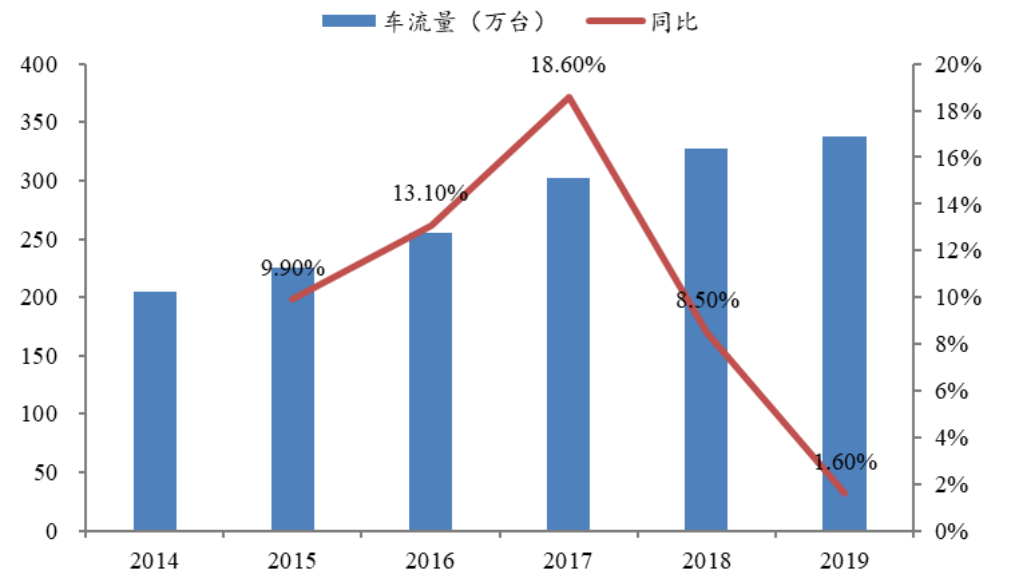
琼州海峡客滚运输市场总体平稳，车流增速高于客流增速。琼州海峡是我国三大海峡之一，是连接海南岛与内陆地区的交通“咽喉”，也是全国最繁忙的水上运输大通道之一。近年来，受益于适航地区经济的发展以及跨区域经济交往的日益频繁，物资流通与人员出行的需求不断增加，客滚运输市场不断扩大。海南省约 90%以上的进出岛生产生活物资、30%左右的旅客及往来的所有车辆、火车都需要通过琼州海峡客滚运输进出岛。2019 年，琼州海峡省际水路运输进出岛客流量 1503 万人次，同比微降 0.3%；进出岛车流量 338 万辆次，同比小幅增长 1.6%。2020 年受疫情的冲击，全年客流量以及车流量将会是负增长，但往后看，琼州海峡客滚运输市场将保持整体稳定。

图 15: 琼州海峡年度客流量（万人）



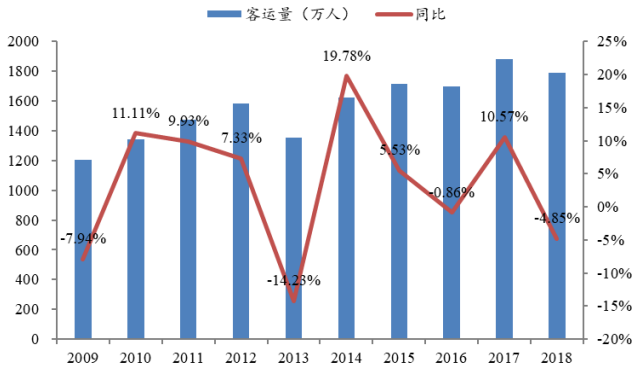
数据来源：东北证券，公司公告

图 16: 琼州海峡年度车流量（万台）



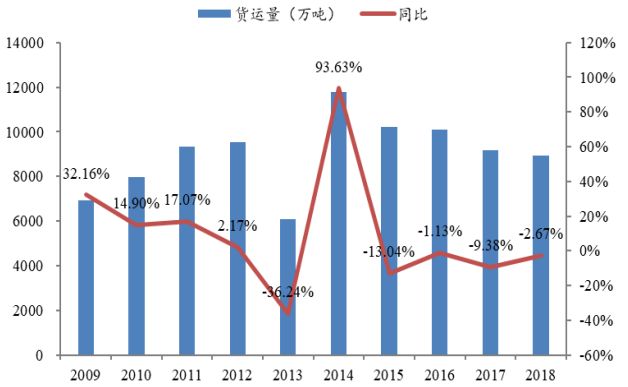
数据来源：东北证券，公司公告

图 17：海南省水路客运量（万人）



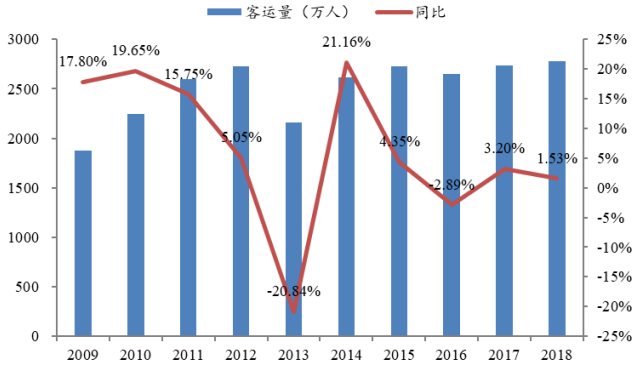
数据来源：东北证券，Wind

图 18：海南省水路货运量（万吨）



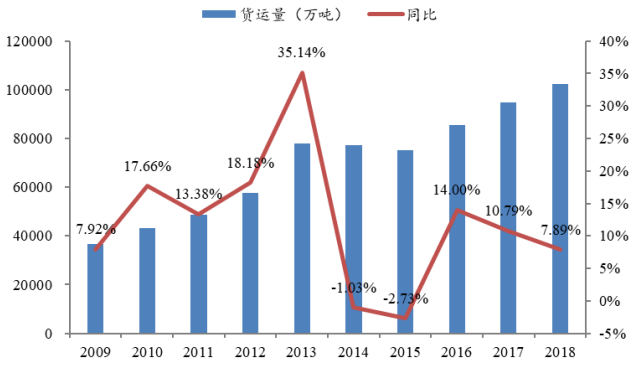
数据来源：东北证券，Wind

图 19：广东省水路客运量（万人）



数据来源：东北证券，Wind

图 20：广东省水路货运量（万吨）

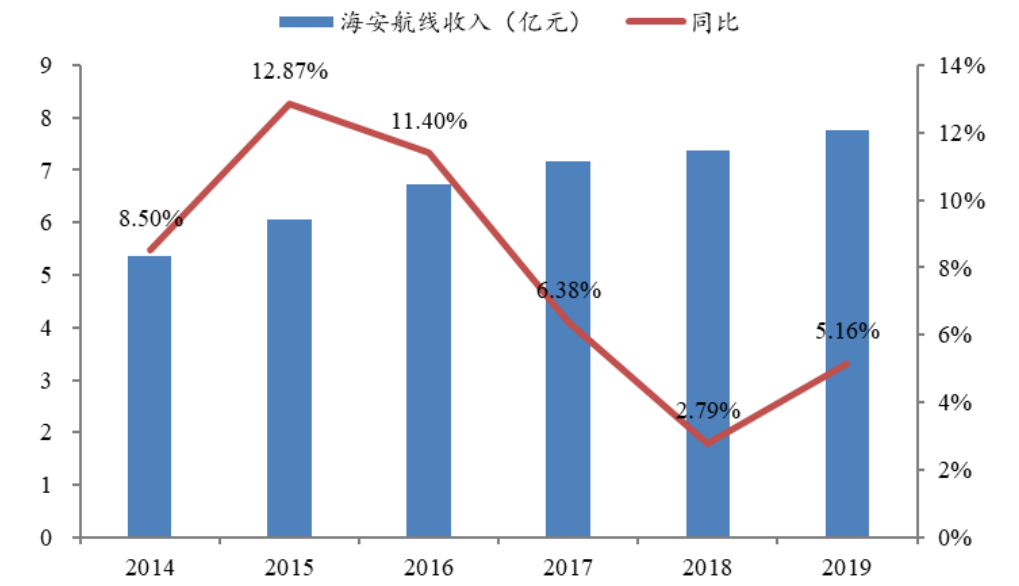


数据来源：东北证券，Wind

2.2. 海安航线：班轮化运营之后，关注格局变化与管理优势

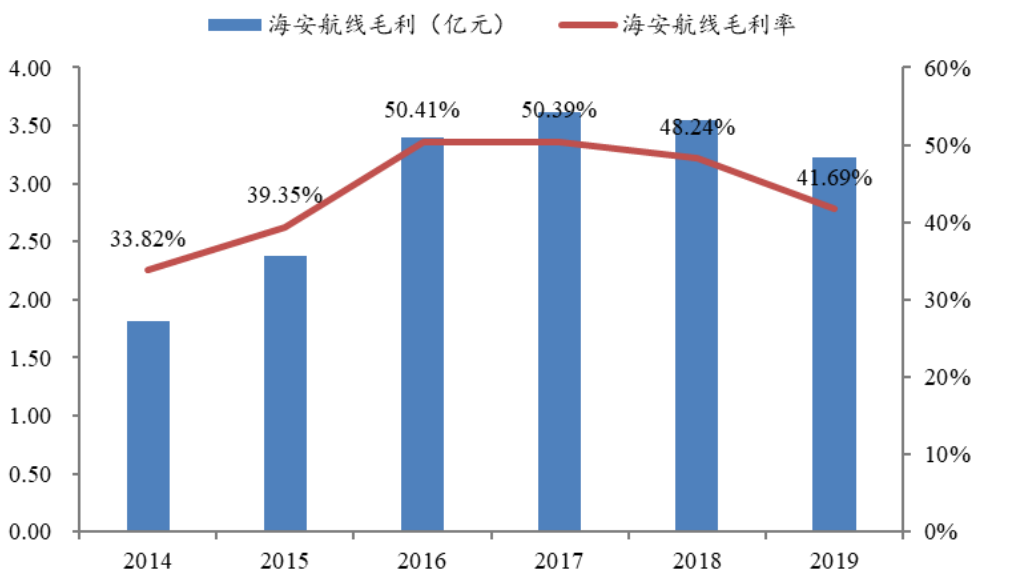
海安航线 2019 年收入增速有所回升，船舶大修及燃料费致毛利率下降。2013 年琼州海峡实行“大轮班”模式后，公司于 2014 年在该航线增加运力投入，自此该航线收入一直处于正增长的通道，但增速逐年下降，2019 年海安航线实现收入 7.75 亿元，同比增长 5.12%，增速较 2018 年有所回升。毛利率方面，近几年由于燃料价格上升、且船舶大修年份下维修费用增加，海安航线的毛利率不断下降，2019 年该航线毛利率为 41.7%，较 2018 年下降 2.19 个百分点。

图 21: 海安航线收入及增速



数据来源：东北证券，公司公告

图 22: 海安航线毛利及增速



数据来源：东北证券，公司公告

海安航线班次占比 27%，但需关注后续格局变化。客滚运输的载体主要为车客滚装船，主要用于装运卡车、小汽车、旅客以及提供船上游客住宿和娱乐服务。客滚运输航线的市场份额，应该关注两个方面：（1）船舶的数量以及排班情况；（2）投入船舶的船龄。就海安航线的竞争格局而言，目前共有 6 家航运公司共 49 艘船投入运营。公司拥有 18 艘客滚船，其中 15 艘船投入海安航线。海安航线 15 艘客滚船舶中，有 8 艘船舶配置二层小汽车舱、大型装车甲板。该类船舶极大地提高了单航次装载量和单航次经济效益。以班次份额为统计口径，当前海安航线每天共有 63 个班次，其中海峡股份拥有 17 个班次，班次占比为 26.98%。

表 1: 海安航线航运企业分布

公司	车位	客位
海峡股份	650	14303
海口能运	128	2132
海南祥隆船务	100	1856
海南方合计	878	18291
广东双泰集团	486	8537
湛江航运	339	6334
徐闻海运	342	6049
广东方合计	1167	20740
粤海铁	262	5626
海安线合计	2307	44657

数据来源：东北证券，海峡办

表 2: 海峡股份运力分布

船名	船舶类型	载货吨	载客量	运营航线	备注
信海 12 号	客滚船	1235	790	海安航线	
信海 16 号	客滚船	2095	999	海安航线	
信海 19 号	客滚船	2275	972	海安航线	
宝岛 12 号	客滚船	2035	988	海安航线	
宝岛 16 号	客滚船	2275	972	海安航线	
海峡一号	客滚船	680	600	海安航线	
五指山	客滚船	2073	999	海安航线	2014 年 1 月新造投入
鹦哥岭	客滚船	2147	999	海安航线	2014 年 1 月新造投入
尖峰岭	客滚船	1990	999	海安航线	2014 年 1 月新造投入
白石岭	客滚船	2105	999	海安航线	2014 年 1 月新造投入
铜鼓岭	客滚船	2080	999	海安航线	2014 年 3 月新造投入
黎母岭	客滚船	2123	999	海安航线	2014 年 3 月新造投入
凤凰岭	客滚船	2258	999	海安航线	2014 年 12 月新造投入
六连岭	客滚船	2258	999	海安航线	2014 年 12 月新造投入
海棠湾	客滚船	2357	999	海安航线	2015 年 1 月新造投入
信海 11 号	客滚船	720	499	北海航线	
棋子湾轮	客滚船	3000	1042	北海航线	2016 年替代“椰城二号”
长乐公主	客滚船	2517	322	西沙航线	2017 年 3 月投入运营

数据来源：东北证券，公司公告

图 23: 琼州海峡航线图

数据来源：东北证券，百度网站

航线运营模式改变，运营效率将更高，但需关注公司份额优势。2013 年 9 月至 2019 年 9 月，琼州海峡实行“大轮班”的运营模式，要求各家船公司“轮班运行、定时发班”，在这种情形下各家船公司船舶利用率均相同，船公司市场份额由船舶运力来决定。但 2019 年 9 月开始，《琼州海峡客滚运输班轮化运营实施方案（试行）》规定，建立“定码头、定班期、定船舶”的琼州海峡客滚运输班轮化运营模式。根据《方案》，广东徐闻南山作业区客滚码头投产运营前，仍保持现有四条航线：即新海港至海安港航线、秀英港至海安港航线、新海港至海安新港航线和秀英港至海安新港航线。对于此政策的出台，我们认为：（1）通过“定码头、定班期、定船舶”，可以大大提高琼州海峡的运行效率，推动客运运输的高质量发展，同时也有利于提高客滚运输对火车轮渡的竞争力；（2）班轮化运营之后对船公司的运营和管理能力将提出更高的要求，海安航线市场竞争格局可能出现一定变化。

表 3: 琼州海峡航线运营模式比较

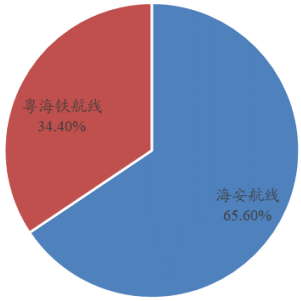
	主要特点	
1:1 配班	取消经济对等，1:1 系列配班	
大轮班	滚动发班与定点发班同时执行	6 家航运主体 49 艘船舶根据到港顺序进行排班装载
班轮化	定码头	广东徐闻南山作业区客滚码头投产前，维持现有码头格局不变，即海安港区、海安新港区、新海港区、秀英港区均参与运营。南山作业区客滚码头投产后，琼州海峡北岸运营码头以南山作业区为主、海安港区或海安新港区为辅，南岸运营码头以新海港区为主、秀英港区为辅。
	定班期	班期方案应当考虑淡季、旺季和超旺季排班情况，淡季一般为 5 月至 11 月，旺季一般为 12 月至次年 4 月，超旺季为春运高峰期（约为正月初四至初九）。淡季按现有 49 艘船舶每日往返一次进行排班；旺季按现有 49 艘船舶每两日往返三次进行排班；超旺季按现有 49 艘船舶每日往返两次进行排班。
	定船舶	班期表中要确定发班船舶

数据来源：东北证券，海南省交通厅

班轮化运营将对船公司的运营和管理能力提出更高要求。海安航线当前市场总运力规模扩大，而“班轮化”运营模式不同于以往“大轮班”的模式，班轮化模式下由于定码头、定班期、定船舶，而非之前到港后达到一定装载率再出发，因此船舶亏舱率增加的风险大，这就需要通过提高船舶的运营管理效率，对船公司的管理能力提出了更高的要求。此外，客滚运输业将朝着高速化、大型化、旅游化方向发展，服务内容和服务价值不断丰富和提升。2019 年，海峡股份通过发挥港航一体化的优势、细化管理，实现了海安航线收入端的稳定增长。往后看，公司管理能力的提升将进一步体现在海安航线的运营效率提升上。

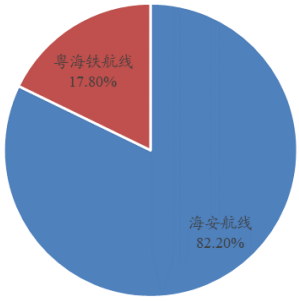
火车轮渡的竞争中长期都会存在。公司在海安航线面临的竞争除客滚运输同行外，还包括火车轮渡的竞争，即粤海铁航线的竞争。以目前可获得的数据来看，海安航线中客运运输与火车轮渡的份额占比分别为60%和40%，客滚运输在份额上仍领先。从中长期来看，火车轮渡对客滚运输的竞争始终都会存在。

图 24: 旺季客滚运输客运份额（1 月）



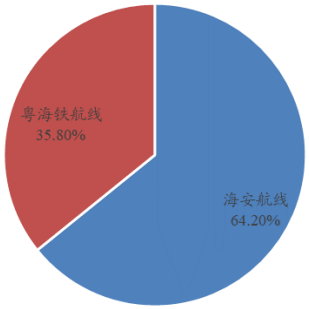
数据来源：东北证券，琼州海峡轮渡运输管理办公室

图 25: 旺季客滚运输车流量份额（1 月）



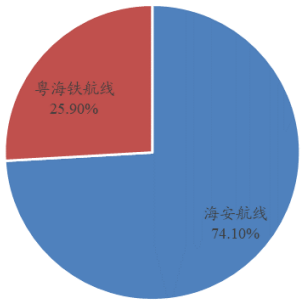
数据来源：东北证券，琼州海峡轮渡运输管理办公室

图 26: 淡季客滚运输客运份额（9 月）



数据来源：东北证券，琼州海峡轮渡运输管理办公室

图 27: 淡季客滚运输车流量份额（9 月）



数据来源：东北证券，琼州海峡轮渡运输管理办公室

根据公司投资计划，2020 年海安航线将进行船舶更新。海峡股份 2020 年的投资预算分为两部分，分别为续建项目投资和新项目投资，预计共需 4879 万元。 续建项目投资预算 3127 万元，主要包括：更新海安航线 2 艘船舶项目和广州航线项目可

研 350 万元；航运公司资源整合项目前期中介费用 1500 万元；船舶设备改造更新 935 万元；琼州海峡轮渡联网售票和信息发布平台项目公司注资 300 万元。 新项目投资预算 1752 万元，主要包括船舶设备改造更新 655 万元；信息化系统开发项目 640 万元，港口生产设施设备和控制系统 382 万元，零星投资 75 万元。

表 4: 海峡股份 2020 年投资计划

项目分类	具体项目	投资额	合计
续建项目	更新海安航线 2 艘船舶项目和广州航线项目可研	350	3127
	航运公司资源整合项目前期中介费用	1500	
	船舶设备改造更新	935	
	琼州海峡轮渡联网售票和信息发布平台项目公司注资	300	
新项目	船舶设备改造更新	655	1752
	信息化系统开发项目	640	
	港口生产设施设备和控制系统	382	
	零星投资	75	
合计			4879

数据来源：东北证券，新海港公众号

2.3. 北海航线：期待扭亏为盈

北海航线竞争格局稳定，公司投入 2 条船舶运营。北海航线是海南省海口市与广西省北海市之间的客滚运输航线，该航线跨越北部湾，全程航距 124 海里。北海航线当前共有 5 条船舶投入运营，分别是棋子湾、信海 11 号、北部湾 66 号北部湾 2 号和北部湾 3 号，整体竞争格局未发生明显变化。公司目前投入北海航线的客滚船为信海 11 号和棋子湾轮。其中信海 11 号运营航线为海口秀英港至北海市海角路客运站码头，棋子湾轮运营航线为海口秀英港至北海港石步岭港区，棋子湾轮于 2017 年 12 月替换旧船“椰城二号”投入北海航线的运营；北海航线的运营时间为 11 小时，客观船舶根据规格实行差异化的额定价，棋子湾轮的整体票价水平要高于信海 11 号。

表 5: 北海航线定价

棋子湾			信海 11 号		
舱位	票价（元/人）	规格	舱位	票价（元/人）	规格
一等 A	1000	1 人房	一等 A	400	2 人房
一等 B	500	2 人房	一等 B	320	2 人房
二等 A	220	4 人房	二等	180	4 人房
二等 B	200	4 人房	三等	160	8 人房
三等 A	180	6 人房	四等	140	36 人房
三等 B	160	8 人房			

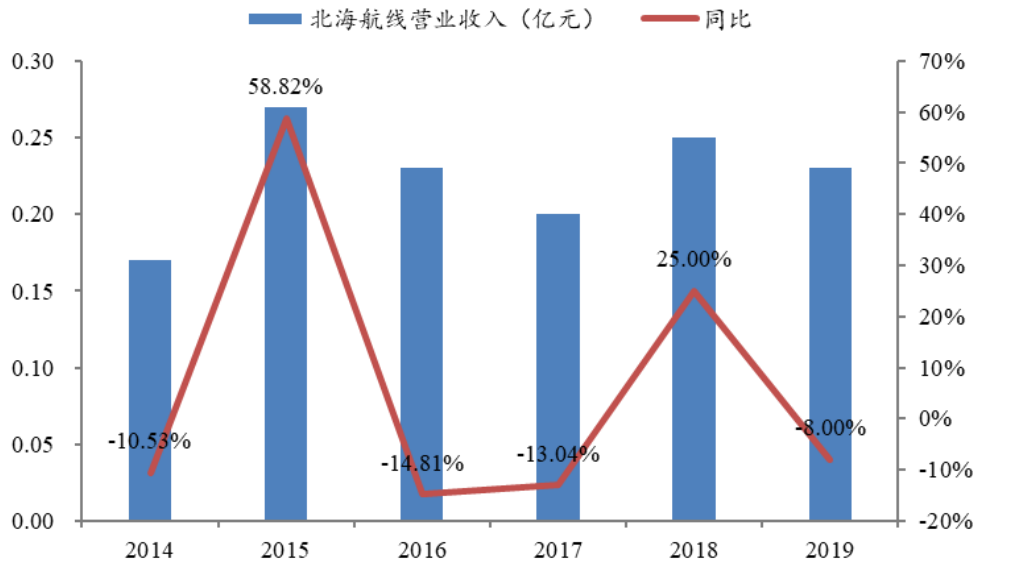
数据来源：东北证券，新海港公众号

图 28: 北海航线

数据来源：东北证券，百度

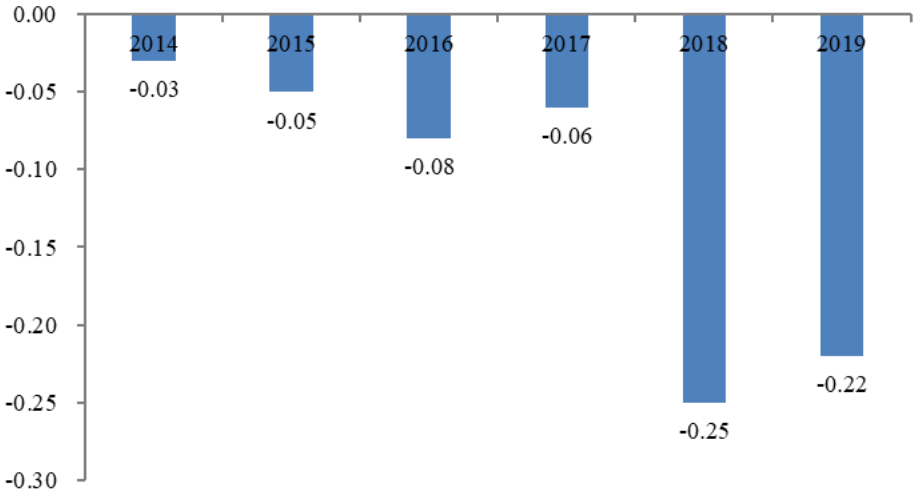
“棋子湾”轮运能优势无法发挥，航线运营处于亏损状态。北海航线前期因运力老旧，市场营销难度大，客运量持续下降，公司于 2017 年 12 月用“棋子湾”轮替换“椰城二号”轮投入北海航线经营，籍此促进航线的转型升级，提升航线品牌，北海航线客运量增长明显，但由于“棋子湾”轮在北海停泊的码头无法满足装卸车辆要求，仅能装载乘客，因此运能无法充分发挥，航线运营仍处于亏损状态，“棋子湾”轮自 2019 年 4 月到 11 月停航。

图 29: 北海航线营业收入及增速



数据来源：东北证券，公司公告

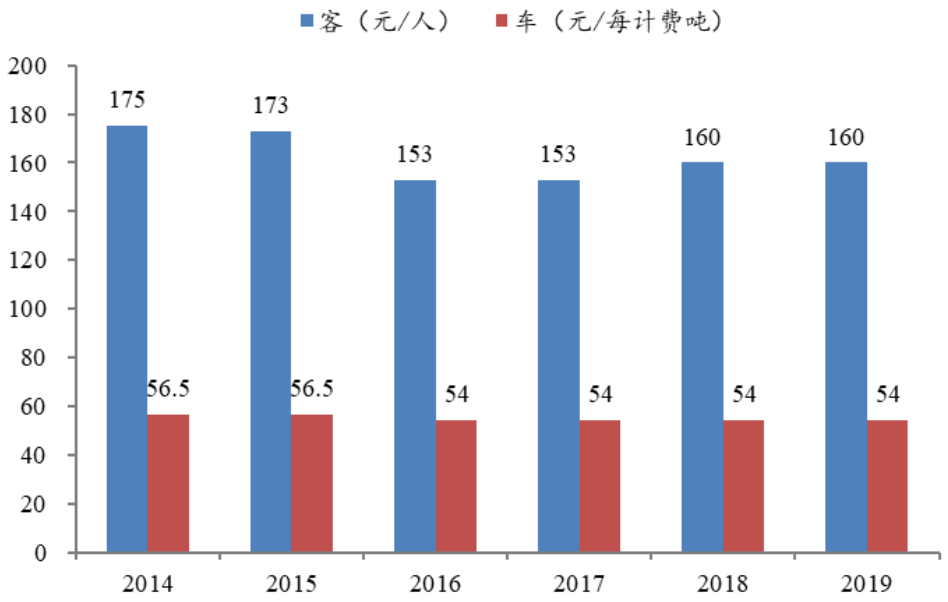
图 30: 北海航线毛利（亿元）



数据来源：东北证券，公司公告

北海航线车、客运输价格相对稳定，近两年客单价稍有回升。从平均运价水平来看，近几年北海航线无论是车还是客的运单价均比较平稳，车运输平均价格稳定在 54 元/每计费吨；旅客平均运输单价近两年稳定在 160 元/人。由于航线价格相对稳定，因此对于公司而言，提升北海航线盈利能力的关键在于装载率以及客货运量的提升。

图 31: 北海航线车、客单价变化



数据来源：东北证券，公司公告

2.4. 西沙航线：已实现扭亏为盈，仍是未来盈利看点

西沙航线是三亚至西沙北礁及附近岛屿的生态旅游航线，2011 年底试运行，2013

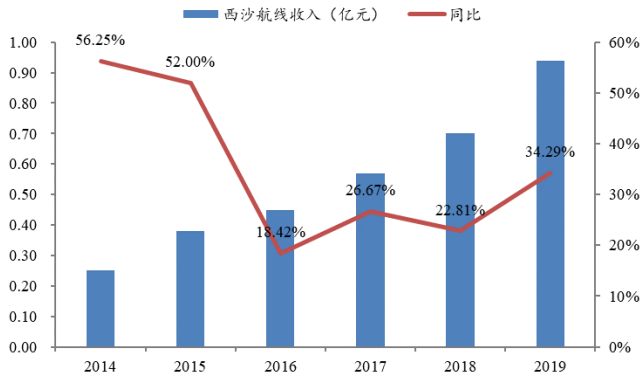
年 10 月 3 日正式投入运营，为旅游航线。作为国内首条对公众开放的南海旅游航线，西沙旅游航线自 2013 年 4 月 28 日开通至今，先后有“椰香公主”(2016 年 3 月到龄退出)、“北部湾之星”(2016 年 2 月首航, 2017 年 2 底退出)、“南海之梦”(2016 年 11 底首航)、“长乐公主”(2017 年 3 月首航)4 艘船舶参与运营。该航线目前共有两家公司参与运营，2019 年开始两家公司共享营销网络、共同开展营销工作。

图 32: 西沙航线路线图

数据来源：东北证券，百度资料

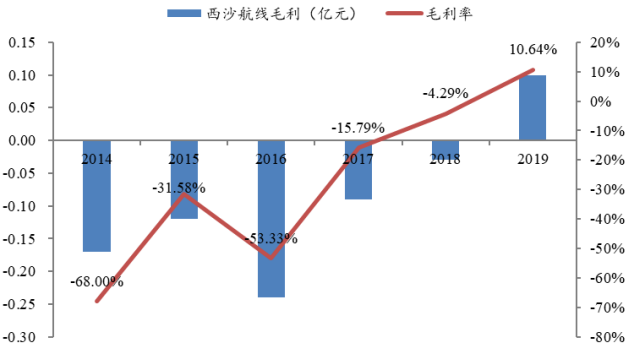
西沙航线收入增长稳健，2019 年毛利首度扭亏为盈。2013 年 4 月 28 日，西沙旅游航线正式开通，由海峡股份旗下的“椰香公主号”邮轮承担，后由“长乐公主号”替换。公司西沙航线近年来营业收入一直稳步增长，2019 年西沙航线营业收入实现 0.94 亿元，同比增长 34.36%。2019 年，公司通过（1）开展新的市场营销模式，与竞争对手合作开展联合营销，共享销售资源，共同维护市场秩序；（2）与社团组织合作，开展特色主题航班，吸引潜在客户；（3）加强游客安全动态管理和提高软件服务；（4）细化内部管理，提高市场应变能力和运营管理效率；（5）燃油改烧重油有效节约成本，自投入运营以来首次实现毛利的扭亏为盈，全年实现毛利 0.1 亿元，毛利率 10.88%。

图 33: 西沙航线营业收入



数据来源：东北证券，公司公告

图 34: 西沙航线毛利（亿元）



数据来源：东北证券，公司公告

目前西沙旅游航线景点资源有限，期待未来有突破式发展。西沙旅游航线当前主要的问题为景点有限，且观光为主：西沙航线仅开放鸭公岛、全富岛和银屿岛三个岛屿供游客游览，且游玩设施和项目少，以观光为主，产品比较单一，游客无法深度体验，与国外海岛游相比有较大差距。

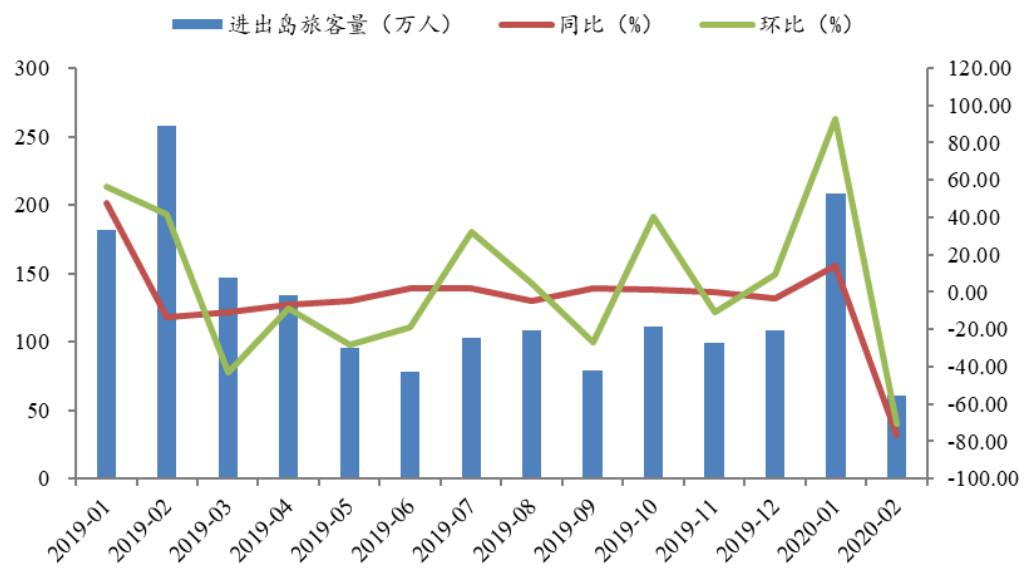
短期竞争力体现在船舶软、硬件及服务质量等方面，中长期更在于产品的丰富性。西沙航线两家运营公司开展合作营销后，公司的竞争优势主要体现在船舶软硬件以及服务质量方面，“长乐公主”号投入运营后，船舶服务体验进一步提升。但是中长期来看，我国旅游正在由观光游向休闲游深度转变，仅仅依靠岛上观光，对游客吸引力太小，因此西沙航线未来的看点更在于打造产品的丰富性。而公司未来会继续争取西沙开放岛屿的扩大，完善公司西沙旅游航线产品的种类，打造更多样产品的西沙旅游航线。

公司西沙航线布局不断加深。为加强西沙航线的运营管理，公司使用自有资金 200 万元于 2013 年 4 月 24 日注册成立海之峡，海之峡是针对南海西沙旅游而成立的专业性旅行社。公司开通西沙航线后，海之峡主要代理售票和娱乐服务项目管理。此外，公司计划注册成立西沙航线地接服务体系项目公司，实现规范运营，从而加强西沙地接保障能力；推动二次消费规模扩大，带动提升旅游服务品质。

2.5. 疫情和油价大跌影响分析

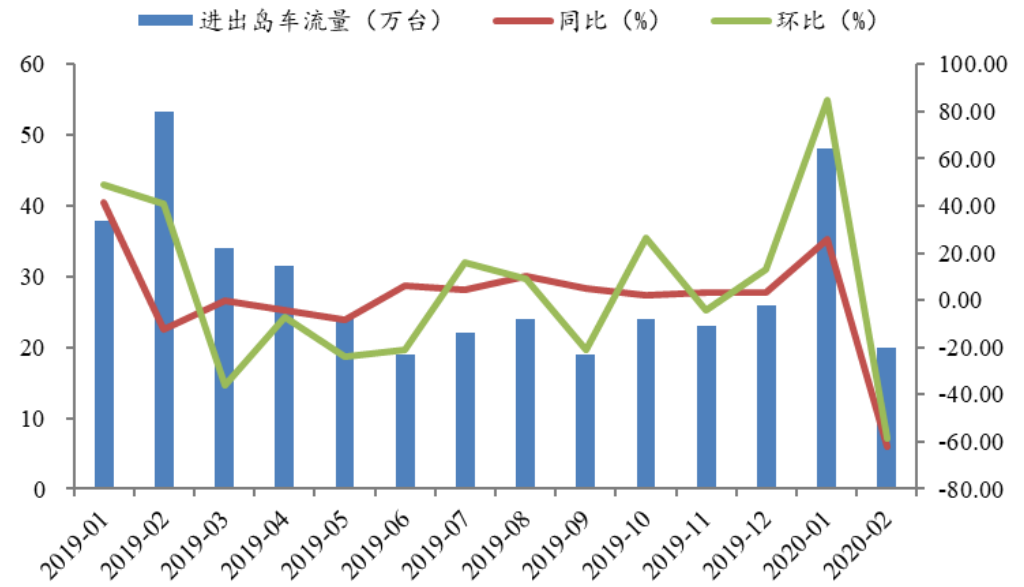
疫情发生在旺季，公司业务受冲击严重。本次新冠肺炎疫情于春节前开始加重，而疫情爆发期间恰为南海客滚运输的旺季。南海客滚运输业务旺季所在的 11 月至次年 4 月中，1 月底以及 2-4 月均受到负面冲击，其中节后初四到初九的旺旺季更是被影响。从实际的经营数据来看，1 月份由于春节错期的影响，琼州海峡进出岛客运量为 208 万人次，同比增长 14.2%；车流量 48 万辆次，同比增长 25.8%；航班班次 5747 班，同比增长 11.1%。但 2 月份由于疫情原因，客运量仅有 61 万人次，同比下降 76.4%；车流量 20 万辆次，同比下降 62.3%；航班班次 3882 班次，同比下降 21.4%。

图 35: 琼州海峡月度进出岛客运量（万人）



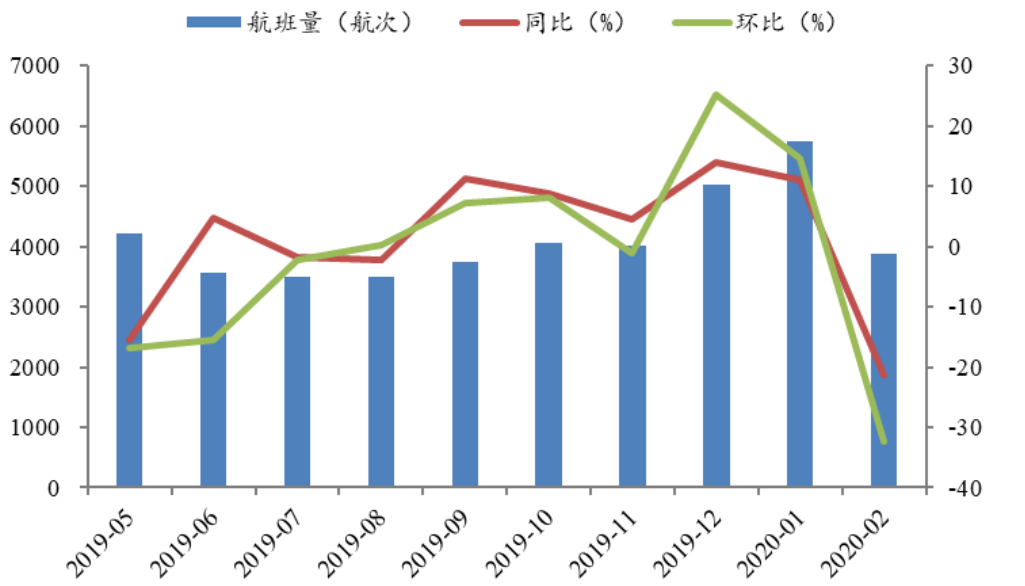
数据来源：东北证券，Wind

图 36: 琼州海峡月度进出岛车流量（万台）



数据来源：东北证券，Wind

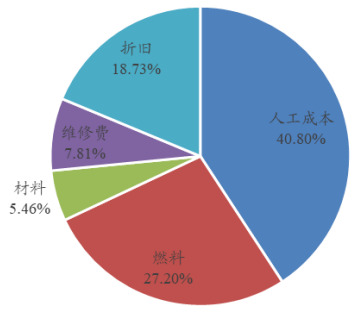
图 37：琼州海峡月度航班量



数据来源：东北证券，Wind

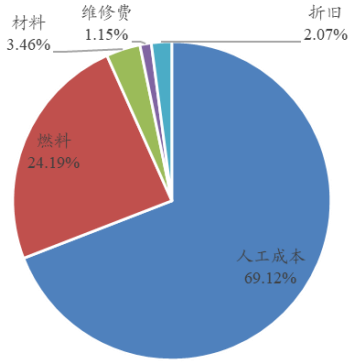
油价大跌，公司燃油成本有望受益。除港口服务业务外，公司客滚运输业务的主要成本项之一为燃油成本，2019 年，海安航线中燃油成本占比 27.20%，西沙航线的燃油成本占比也达到 24.19%。当前，受 OPEC 减产协议破裂、沙特增产并发动价格战的影响，国际原油价格大跌，我们判断国际油价将在地位维持较长一段时间，受此影响，公司 2020 年的燃油成本有望获得进一步改善。2016 年到 2019 年，公司燃油采购价格呈上升趋势，由此也带动公司燃油成本不断上升，但从燃油消耗量增速逐年下降也可以侧面印证公司燃油成本管控的持续发力。

图 38：海安航线成本构成



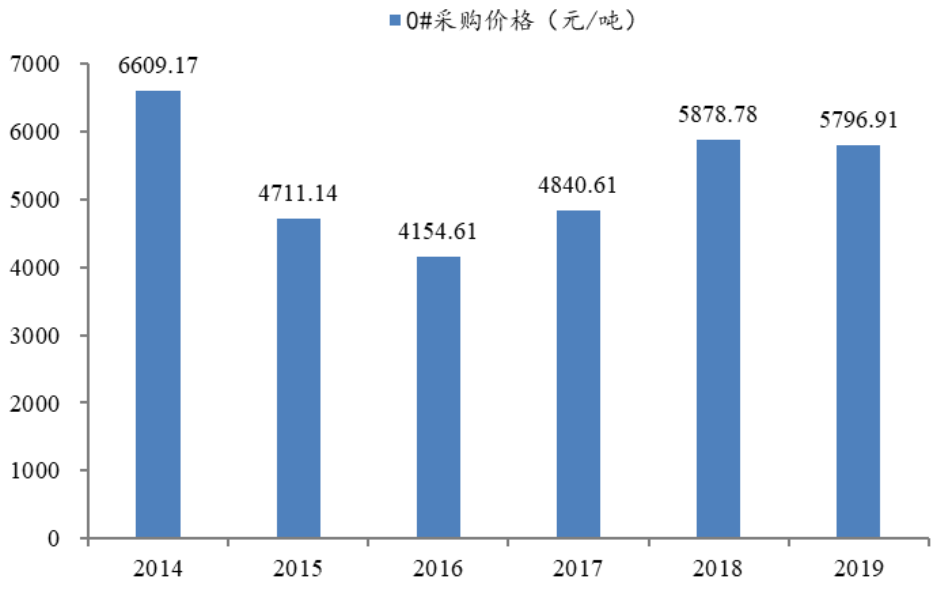
数据来源：东北证券，公司公告

图 39：西沙航线成本构成



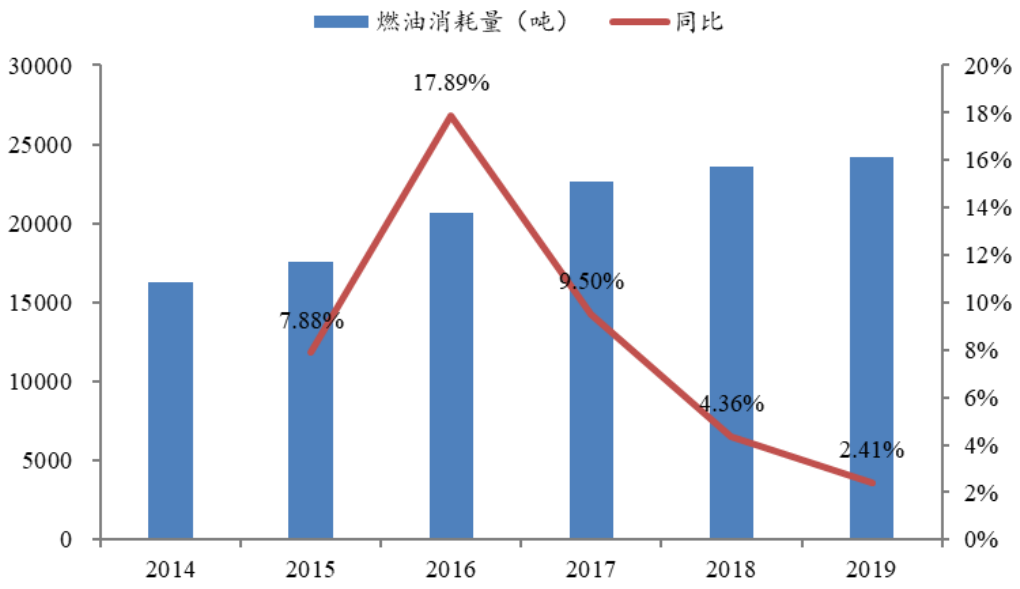
数据来源：东北证券，公司公告

图 40: 公司燃油采购价格



数据来源：东北证券，公司公告

图 41: 公司燃油消耗量及增速

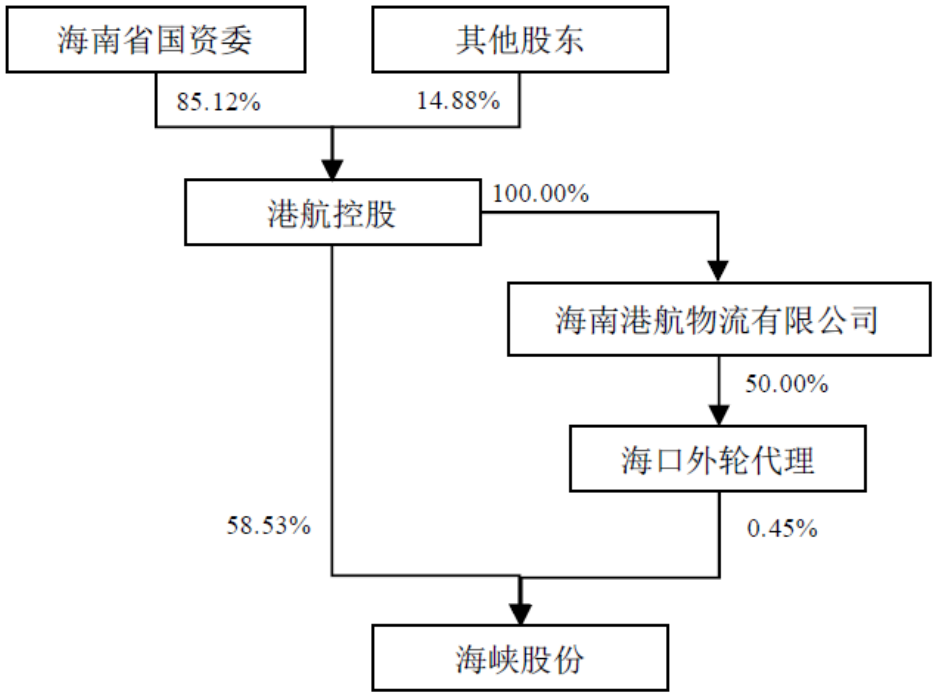


数据来源：东北证券，公司公告

2.6. 引入中远海运集团，管理优势有望体现

2019 年 12 月海南省国资委将其持有的海峡股份控股股东港航控股 45.00%股权无偿划转至中远海运，海南中远海运持有港航控股 45.00%的股份，成为港航控股的控股股东，并通过港航控股间接持有海峡股份 584,258,563 股股份，占海峡股份总股本的比例为 58.98%，成为公司的间接控股股东。

图 42: 收购前股权结构（收购后见图 2）



数据来源：东北证券，公司公告

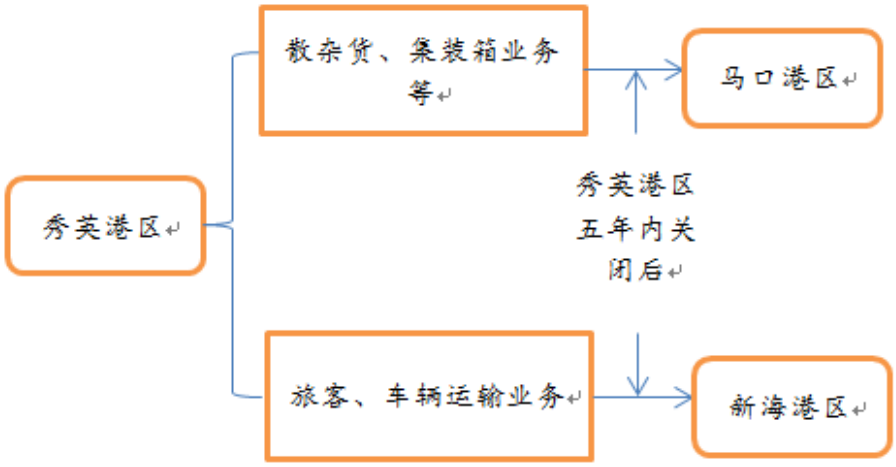
中远海运集团本次以海南中远海运为平台收购港航控股进而收购海峡股份是发挥中远海运集团资源聚集、产业带动、航线布局和资本实力等优势，加快海南港口、航运和临港经济发展，推动海南自由贸易试验区和中国特色自由贸易港建设的重要举措，也是中远海运集团依托海南特殊地理区位和战略区位优势，谋划打通国际陆海贸易新通道，进一步完善“一带一路”倡议的战略布局，实现海南更高水平和更高质量发展的重要实践。随着机构、制度、平台、业务、财务等方面逐步实现与集团、控股股东平滑对接，借助中远海运集团管理、资源、平台等优势，公司在管理上的优势有望进一步体现。

3. 港口服务：港航一体化的重要组成部分，增厚利润

2017 年公司通过发行股份置入港航控股持有的海南港航新海轮渡码头有限公司（后更名为“海口新海轮渡码头有限公司”）100%股权，并募集配套资金，收购新海轮渡之后，公司真正实现港航一体化。新海轮渡承接的秀英港客运运输资产是其主要利润来源。

目前，海口港包括三个港区，即秀英港、新海港以及马村港，三港功能定位各不相同。其中，新海港定位与广东省徐闻南山港隔海对望，为将来琼州海峡客滚运输的关键节点。但目前琼州海峡客滚运输主要对应的港区仍为秀英港，根据规划，秀英港将于五年内关闭，届时秀英港承载的散、件杂货、集装箱业务将搬迁至马村港区，旅客及汽车运输业务将搬迁至新海港区。

图 43: 秀英港关闭后各港区业务范围



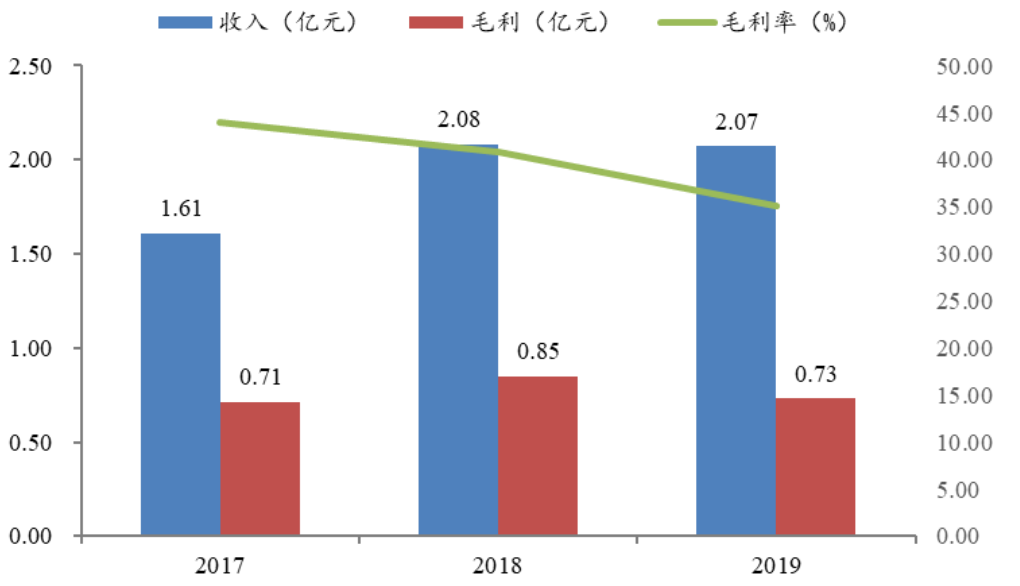
数据来源：东北证券，公司公告

图 44: 秀英港关闭前业务整合

数据来源：东北证券，公司公告

港口服务业务是公司利润来源之一，未来亦将增厚公司利润。2017 年收购新海轮渡后，公司新增港口服务业务，2017-2019 年公司港口业务分别实现收入 1.61 亿、2.08 亿和 2.07 亿元，贡献收入的 18.69%；实现毛利 0.71 亿、0.85 亿和 0.73 亿元，2019 年毛利率有所下降，主要是由于人工成本增长。

图 45: 港口业务经营情况



数据来源：东北证券，公司公告

4. 由自贸区到自贸港，公司将受益于海南自贸港建设

4.1. 自贸港建设重要节点来临

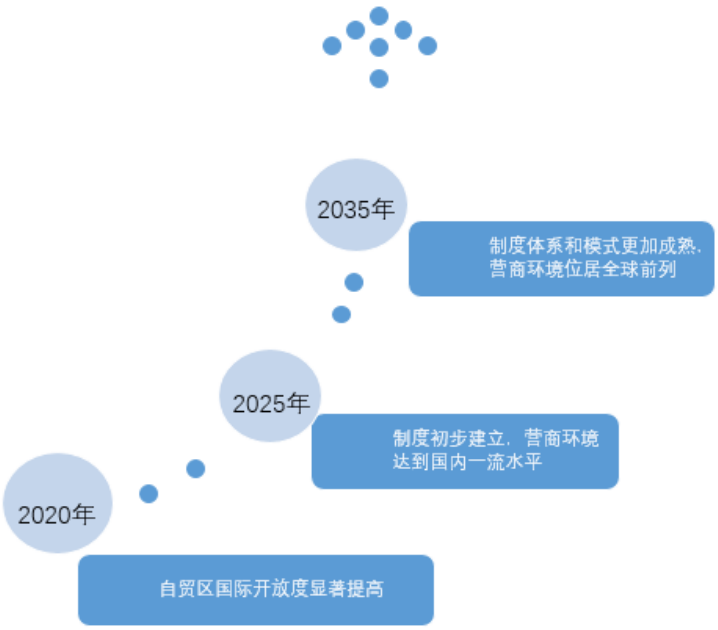
节点临近，海南自由贸易港建设将进一步推进。2018 年 4 月 13 日，习近平总书记在庆祝海南建省办经济特区 30 周年大会上宣布，党中央决定支持海南全岛建设自由贸易试验区，支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设，分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系。同年 4 月，《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》正式颁布；同年 10 月，《中国（海南）自由贸易试验区总体方案》出台，此后国家层面和海南省政府层面均多次出台相关支持政策，推动自贸港建设。2019 年 12 月 2 日，中国企业家博鳌论坛上，海南省副省长沈丹阳在开幕式上致辞时介绍，“海南争取明年第二季度开始，可以把自贸港政策和制度体系逐步实施”。最近的一次，海南省政府工作报告中指出“2020 年是海南自由贸易港建设关键之年”，我们认为，海南自贸港建设的重要节点已经来临。

表 6: 海南自贸港相关政策汇总

时间	相关部门或文件	主要内容
2018 年 4 月 13 日	海南建省办经济特区 30 周年大会	2020 年海南自贸区国际开放度显著提高。2025 年海南自由贸易港制度初步建立，营商环境达到国内一流水平。2035 年海南自由贸易港的制度体系和运作模式更加成熟，营商环境跻身全球前列。
2018 年 12 月 14 日	海南省委	海南将加快自由贸易港政策和制度体系的研究
2019 年 3 月 9 日	商务部	提出将研究提出海南自由贸易港的政策和制度体系
2019 年 3 月 15 日	两会	海南自由贸易港法正式提上国家立法日程
2019 年 11 月 21 日	商务部	商务部正会同有关部门积极支持海南全岛建设自由贸易试验区，逐步探索稳步推进中国特色自由贸易港建设。
2019 年 12 月 2 日	海南省	“海南争取明年第二季度开始，可以把自贸港政策和制度体系逐步实施”。

数据来源：东北证券，网络资料

图 46: 海南自贸港三步走时间轴



数据来源：东北证券，国务院新闻办

自贸港建设或涉及多个方面，旅游业和现代服务业将是重要组成部分。参考国内其他自贸港的建设，自贸港建设将涉及多个方面，对经济的推动作用是综合性的。而海南自由贸易港建设要体现中国特色，符合海南发展定位，学习借鉴国际自由贸易港建设经验，不以转口贸易和加工制造为重点，而以发展旅游业、现代服务业和高新技术产业为主导。海南省相关领导也多次提出，海南自贸试验区和自由贸易港建设，是以服务业市场开放为重点，形成服务贸易发展新高地，这也正是海南从自贸试验区走向自由贸易港的一个重大任务。

表 7: 海南自贸港的整体定位

定位	具体目标
全面深化改革开放试验区	探索建立开放型经济新体制，把海南打造成为我国面向太平洋和印度洋的重要对外开放门户
国家生态文明试验区	推动形成人与自然和谐发展的现代化建设新格局，为推进全国生态文明建设探索新经验
国家旅游消费中心	大力推进旅游消费领域对外开放，打造业态丰富、品牌集聚、环境舒适、特色鲜明的国际旅游消费胜地
国家重大战略服务保障区	深度融入海洋强国、“一带一路”建设、军民融合发展等重大战略，提升海南在国家战略格局中的地位和作用

数据来源：东北证券，《中共中央 国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》

4.2. 邮轮、海岛游或将获得更大发展，公司相关业务全面受益

我们认为，自贸港推进过程中，游轮、海岛游或将获得进一步的发展。

- 《指导意见》提出，支持海南开通跨国邮轮旅游航线，支持三亚等邮轮港口开展公海游航线试点，加快三亚向邮轮母港方向发展。放宽游艇旅游管制，有序推进西沙旅游资源开发，稳步开放海岛游。

- 《海南省旅游业疫后重振计划——振兴旅游业三十条行动措施(2020-2021年)》中提出，海南振兴旅游业三十条行动措施明确提出，积极推动邮轮从海南入境 15 天免签政策落地，进一步简化游艇入境手续，推动游轮旅游的发展。

- 此外，海南省政府工作报告中也提出要加快以三亚港为核心、海口港为补充的邮轮母港建设，大力发展游艇产业，做大海洋特色旅游。

公司作为海南航运龙头企业，与自贸港发展契合度高，或将明显受益。前面的分析中重点分析了自贸港建设可能带来海南游轮以及海岛游的发展，尤其是扩大西沙旅游资源的丰富性。而公司三条运营线路中，有一条便是西沙旅游航线，随着海岛游的进一步放开，西沙旅游资源和产品或将更加丰富，西沙航线的盈利能力将进一步提升。而参考国际著名自贸港的建设经验，航运发达为共同点之一，海南自贸港的建设无论是侧重于哪个方面，都会涉及到人员的进出，而加强与广东省的联系中，客滚船将直接受益，海峡股份作为重要的载体，有望显著受益。而从更大的层面来看，海南省 90%以上生产生活物资、27%的人员通过琼州海峡轮渡进出岛。加强琼州海峡运输通道建设，对于推进海南建设自由贸易试验区和中国特色自由贸易港、全面深化改革扩大开放具有重要意义。

表 8: 振兴旅游业三十条与公司相关内容

定位	具体目标
推进海南游	推出“海南游、疫安心”旅游综合保险产品，对 2020 年来琼游客因感染新冠肺炎等传染性疾病和因自然灾害等不可抗力原因导致人身伤亡或产生医疗费用的给予赔付
扩大离岛免税	引导免税品经营企业在现有门店增加品牌数量，简化免税购物手续，扩大免税品网络销售规模。推出离岛免税购物系列促销活动，举办优惠月(季)活动
鼓励省外游客自驾游海南	2020 年劳动节、中秋节、国庆节等重大节假日期间试行减免小客车过海费政策，对非琼籍非营运 7 座及以下小客车实行过海费用减免
大力发展邮轮游艇旅游	积极与邮轮企业合作，落实《海南邮轮港口海上游航线试点实施方案》。以三亚为试点，推进游艇旅游综合服务平台建设，实现游艇旅游服务产业“一站式管理”

数据来源：东北证券，《海南省旅游业疫后重振计划——振兴旅游业三十条行动措施(2020-2021 年)》

5. 盈利预测和估值分析

5.1. 核心假设与盈利预测

核心假设

- 疫情上半年得到有效控制，2020 年客运量逐渐恢复

- 单航线的车、客运价保持不变
- 4 月份开始，公司成本受益于油价下跌

主营业务预测

表 9: 主营业务预测

万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
海安航线	67716	71671	73677	77453	64827.71	82427.08	86996.61
YOY	11.93%	5.84%	2.80%	5.13%	-16.30%	27.15%	5.54%
客流量	346.79	370.09	362.55	366.90	293.52	355.00	362.10
YOY	11.07%	6.72%	-2.04%	1.20%	-20.00%	20.95%	2.00%
客单价	37.1	36.6	35.9	36	36	36	36.2
客收	12865.83	13545.35	13015.52	13208.40	10566.72	12780.00	13108.02
YOY	8.44%	5.28%	-3.91%	1.48%	-20.00%	20.95%	2.57%
车流量	79.06	88.55	90.60	91.78	75.26	92.00	94.76
YOY	18.19%	11.99%	2.32%	1.30%	-18.00%	22.24%	3.00%
吨单价	31.3	31.2	31.2	31.2	31.2	31.2	31.2
车收	54850.17	58125.65	60661.48	64244.60	54260.99	69647.08	73888.59
西沙航线	4578.93	5717.84	6991.49	9394.05	8454.645	13500	16200
YOY	0	24.87%	22.28%	34.36%	-10.00%	59.68%	20.00%
北海航线	2269.1	1981.65	2490.16	2348.53	1878.824	2350	2467.5
YOY		-12.67%	25.66%	-5.69%	-20.00%	25.08%	5.00%
港口服务		16095.05	20798.92	20747.13	17635.06	21000	23100
			29.23%	-0.25%	-15.00%	19.08%	10.00%
其他业务				1074.79	1000	1000	1000
合计	77526.56	97802.24	104958.1	111017.5	93796.24	120277.1	129764.1
YOY		26.15%	7.32%	5.77%	-15.51%	28.23%	7.89%

数据来源：东北证券，公司公告

5.2. 估值分析与投资建议

基于以上盈利预测，我们预计 2020-2022 年公司实现营业收入分别为 9.38 亿元、12.03 亿元和 12.98 亿元。归属于母公司的净利润分别为 1.48 亿元、2.26 亿元和 2.48 亿元，EPS 分别为 0.15 元、0.23 元和 0.25 元，对应的 PE 分别为 113X、74X 和 68X。

公司是海南省航运企业的龙头，未来将显著受益于海南自贸港的建设，虽然 2020 年受新冠肺炎疫情的影响，公司收入和利润端受影响明显，但疫情之下，公司的管理优势或有体现，公司具备较好的配置价值。首次覆盖，给予“增持”评级。

6. 风险提示

政策推进不及预期；疫情发展超预期；经济大幅下滑。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,621	1,760	2,107	2,464
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	13	16	20	21
存货	13	13	16	17
其他流动资产	15	9	12	13
流动资产合计	**1,663**	**1,798**	**2,155**	**2,515**
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	2,215	2,136	2,042	1,943
无形资产	44	48	53	56
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	**2,383**	**2,309**	**2,219**	**2,124**
资产总计	**4,046**	**4,106**	**4,374**	**4,639**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	78	79	96	101
预收款项	29	24	30	33
一年内到期的非流动负债	24	24	24	24
流动负债合计	**228**	**205**	**247**	**263**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	28	28	28	28
长期负债合计	**28**	**28**	**28**	**28**
负债合计	**256**	**233**	**275**	**291**
归属于母公司股东权益合计	3,790	3,873	4,099	4,348
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益总计	**4,046**	**4,106**	**4,374**	**4,639**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,110**	**938**	**1,203**	**1,298**
营业成本	727	645	781	838
营业税金及附加	7	6	8	8
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	14	10	13	15
管理费用	97	90	111	120
财务费用	-16	-13	-15	-17
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	**297**	**199**	**304**	**334**
营业外收支净额	-2	0	0	0
利润总额	**295**	**199**	**304**	**334**
所得税	76	51	78	86
净利润	219	148	226	248
归属于母公司净利润	**219**	**148**	**226**	**248**
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	**219**	**148**	**226**	**248**
资产减值准备	1	0	0	0
折旧及摊销	138	142	145	147
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2	0	0	0
投资损失	-1	0	0	0
运营资本变动	43	-20	32	14
其他	0	0	0	0
经营活动净现金流量	**403**	**271**	**403**	**409**
投资活动净现金流量	**-31**	**-68**	**-55**	**-52**
融资活动净现金流量	**-122**	**-65**	**0**	**0**
企业自由现金流	**286**	**233**	**273**	**317**

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益（元）	0.22	0.15	0.23	0.25
每股净资产（元）	3.83	3.91	4.14	4.39
每股经营性现金流量（元）	0.41	0.27	0.41	0.41
成长性指标				
营业收入增长率	5.77%	-15.51%	28.23%	7.89%
净利润增长率	4.09%	-32.35%	52.70%	9.67%
盈利能力指标				
毛利率	34.47%	31.20%	35.07%	35.41%
净利润率	19.74%	15.81%	18.82%	19.13%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	3.93	6.38	6.04	5.80
存货周转率（次）	7.20	7.08	7.28	7.20
偿债能力指标				
资产负债率	6.33%	5.69%	6.28%	6.28%
流动比率	7.30	8.76	8.74	9.57
速动比率	7.21	8.68	8.65	9.48
费用率指标				
销售费用率	1.23%	1.10%	1.12%	1.13%
管理费用率	8.74%	9.57%	9.20%	9.25%
财务费用率	-1.45%	-1.36%	-1.22%	-1.34%
分红指标				
分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E（倍）	57.85	113.33	73.91	68.00
P/B（倍）	3.35	4.50	4.25	4.01
P/S（倍）	15.70	18.59	14.50	13.44
净资产收益率	5.78%	3.83%	5.52%	5.71%

资料来源：东北证券

分析师简介:

瞿永忠: 北京交通大学系统所硕士，北京交通大学运输系本科，现任东北证券研究所所长助理，交运行业首席分析师。曾任方正证券研究所分析师，国金证券研究所高级分析师，宏源证券研究所首席分析师。10年实业工作经验，深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验，2010年以来具有10年证券研究从业经历。获得2011年新财富第4名，金牛奖第3名和水晶球第4名；2013年腾讯天眼第3名，21世纪第2名；2014年新财富第5名，金牛第2名；2019年金牛第1名。

杨振华: 浙江大学政治经济学硕士，浙江大学经济学本科，现任东北证券交运组研究人员。2019年加入东北证券研究所。

王哲宇: 上海交通大学船舶与海洋工程硕士，华中科技大学船舶与海洋工程本科，现任东北证券交运组研究助理。2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称"本公司"）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称"该客户"）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏（副总监）	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（副总监）	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn