

渤海轮渡 (603167.SH) 水上运输行业

评级：买入 首次评级

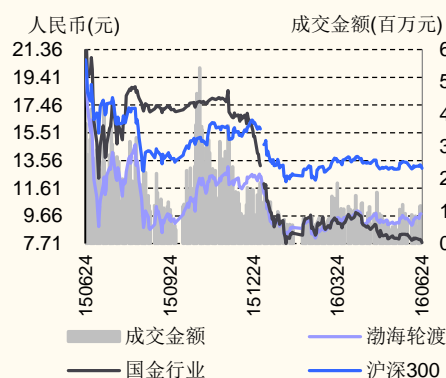
公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.76 元
目标价格 (人民币): 12.00-13.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	481.40
总市值(百万元)	4,698.46
年内股价最高最低(元)	20.64/8.08
沪深 300 指数	3077.16
上证指数	2854.29



A 股邮轮第一股，立足渤海客滚华丽转型

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.413	0.355	0.530	0.563	0.623
每股净资产(元)	5.64	5.85	6.25	6.68	7.17
每股经营性现金流(元)	0.67	0.77	0.62	0.61	0.69
市盈率(倍)	26.90	35.00	18.42	17.32	15.66
行业优化市盈率(倍)	124.12	174.21	116.20	116.20	116.20
净利润增长率(%)	-14.79%	-14.16%	49.31%	6.35%	10.61%
净资产收益率(%)	7.33%	6.07%	8.48%	8.44%	8.69%
总股本(百万股)	481.40	481.40	481.40	481.40	481.40

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **辽宁省国资委旗下唯一上市平台，强势转型邮轮产业。**公司的实际控制人为辽宁省国资委，持有公司 37.05% 的股份，传统主营客滚运输业务，总收入占比 85% 以上。近年来，公司强势转型邮轮产业，邮轮业务收入占比迅速提升，2015 年已占总收入超过 10%。公司力争成为一个以国内客滚运输为主，以客滚码头及港口物流、国际客滚运输、国际邮轮产业等为辅的大型综合航运集团。
- **渤海湾客滚运输龙头企业，主业贡献稳定现金流：**公司立足渤海湾主营客滚业务，龙头地位稳固，市场份额超过 50%，业务毛利率保持在 30% 左右，预计未来仍然会贡献稳定的现金流。新开通的中韩烟台-平泽航线有望贡献新的业务增量，提升盈利能力。另一方面，低油价逻辑持续对公司收入端冲击有限，产生的公路替代效应非常微弱；而成本端的利好大于收入端的冲击，燃料费用占公司客滚成本的 24%，油价下跌将继续带来业务毛利率的提升。
- **中国邮轮市场进入爆发增长期，发展空间巨大：**随着我国人均可支配收入的持续增长和老龄化程度的不断加深，邮轮市场需求日趋旺盛。邮轮强大的经济拉动能力和吸附能力也成为“新常态”时期政府鼓励的重点产业，利好政策频出。目前中国的邮轮市场渗透率极低不足 0.05%，远低于欧美国家的渗透率水平。交通运输部预计，到 2020 年国内邮轮旅客数量达到 450 万人，年均复合增长率 33%，国内邮轮市场有望迎来一轮爆发式增长。
- **中华泰山号收入过亿，未来邮轮运力将持续扩张。**公司的“中华泰山号”邮轮于 2014 年 8 月正式运营，2015 年邮轮业务营业收入 1.31 亿，增长 247%。公司在未来三年内预计继续引进 4 艘邮轮，加大运力供给抢占市场。我们认为，作为 A 股唯一邮轮运营标的，随着中国邮轮市场的爆发式高速增长、公司航线运力的扩张、汇率企稳等因素共同推动，邮轮业务收入在未来可以放量增长，为公司贡献更高的收入份额，并且实现利润输出。

投资建议

- 我们看好公司渤海湾客滚运输业务支撑的稳定现金流，转型邮轮业务带来的潜在收入增长。预计公司 2016/2017 年 EPS 为 0.53 元/0.56 元。给予公司 2016 年 25 倍 P/E，对应目标价 13.3 元，给予“买入”评级。

风险

- 海上运输风险；未来业务拓展风险。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

内容目录

公司介绍.....	4
亚洲客滚运输企业龙头，进军国际豪华游轮市场.....	4
股权结构.....	4
保持客滚竞争优势，稳定核心利润来源.....	5
扼守水上要道，依托黄金航线.....	5
高竞争壁垒造就区域垄断优势和市场龙头地位.....	7
区域经济探底，国际客滚运输贡献未来增量.....	8
油价波动和烟大隧道对公司客滚运输的影响.....	9
低油价逻辑：收入成本端的双刃剑.....	9
跨海隧道短期不会影响公司业务.....	11
深耕邮轮华丽转型，打开业绩增长空间.....	12
邮轮产业规模持续稳定增长，亚太地区成为新的投资洼地.....	12
国内市场需求旺盛，商机无限.....	16
国际成熟邮轮商发展经验借鉴：嘉年华和皇家加勒比.....	20
“中华泰山号”——公司的转型起点.....	22
盈利预测与估值.....	25

图表目录

图表 1：公司未来发展规划.....	4
图表 2：公司营业收入构成情况.....	4
图表 3：渤海轮渡股权结构图.....	5
图表 4：渤海湾 C 字形特殊地理位置.....	5
图表 5：海陆联运大大节省运输距离.....	6
图表 6：“黄金航线”经济腹地示意图.....	6
图表 7：公司客滚运输收入构成（单位：百万元）.....	7
图表 8：蓬旅线收入总体表现快速增长趋势.....	7
图表 9：公司渤海湾客滚运力.....	7
图表 10：公司船舶总吨位领先竞争对手（单位：万吨）.....	8
图表 11：公司平均船龄占据明显优势（单位：年）.....	8
图表 12：东北三省经济增速探底.....	8
图表 13：区域内经济增速和公司收入增速的对应关系.....	8
图表 14：烟台-平泽航线示意图.....	9
图表 15：2015 年公司客滚业务收入变化情况.....	10
图表 16：成本端的利好抵消收入端的冲击带动业务毛利率提升.....	10
图表 17：2015 年客滚运输燃料成本占比大幅下降.....	11
图表 18：世界著名建成跨海项目周期长度.....	12
图表 19：邮轮产业集群.....	12

图表 20: 邮轮产业规模多年来持续稳定增长	13
图表 21: 邮轮行业供需基本保持平衡	14
图表 22: 全球邮轮产业主要集中在欧美	14
图表 23: 全球邮轮客源分布	15
图表 24: 全球邮轮航线分布	15
图表 25: 亚太地区市场发展迅速	16
图表 26: 北美游客全球占比不断下降	16
图表 27: 中国邮轮出入境乘客爆发式增长	17
图表 28: 主要母港接待邮轮航次增长迅速 (单位: 艘次)	17
图表 29: 《全国沿海邮轮港口布局规划方案》港口规划	17
图表 30: 中国邮轮市场渗透率与欧美国家差距巨大	18
图表 31: 中国邮轮出入境乘客人数预测 (单位: 万人)	18
图表 32: 中国邮轮出入境乘客人次预测 (单位: 万人次)	18
图表 33: 中国大陆 2015 年人均 GDP 万元俱乐部省市达到 9 个 (单位: 美元)	19
图表 34: 近年来中国出境旅客爆发式增长	19
图表 35: 北美邮轮客源中中老年旅客构成绝对主力	19
图表 36: 我国老龄化程度不断加深	19
图表 37: 全球邮轮运营商收入市场份额	20
图表 38: 全球邮轮运营商载容量市场份额	20
图表 39: 嘉年华运力供给需求对比	20
图表 40: 嘉年华营业收入保持稳定	20
图表 41: 皇家加勒比入住率情况	21
图表 42: 皇家加勒比收入稳定增长	21
图表 43: 皇家加勒比豪华客房	21
图表 44: 皇家加勒比诱人美食	21
图表 45: 邮轮“中华泰山号”	22
图表 46: 大型免税店	23
图表 47: 豪华泳池	23
图表 48: 儿童欢乐场	23
图表 49: 水疗房	23
图表 50: “中华泰山”邮轮销售价格表	24
图表 51: 公司邮轮收入迅速增长, 毛利率提升明显	24
图表 52: 2016 年美元/人民币汇率走向	25
图表 53: 渤海轮渡收入成本预测表	26

公司介绍

亚洲客滚运输企业龙头，进军国际豪华游轮市场

- 渤海轮渡股份有限公司是亚洲规模最大、综合运输能力最强的客滚运输企业，2012年9月正式上市，是山东省首家登陆A股市场的航运企业。主要经营烟台至大连、蓬莱至旅顺航线客滚运输业务及国际旅游业务。目前，拥有9艘大型客滚船投入渤海湾运营；一艘航行于中国—日本—韩国的国际豪华邮轮——“中华泰山”号和一家国际旅行社。公司客滚船舶总吨位23万余吨、总车道线2万余米、总客位达2万余个，船舶平均船龄不足5年。公司客滚船车客运量、车客市场占有率；营业收入、净利润、上缴税金连续7年居全国同行企业首位。

2013年2月，与烟台港集团、韩国 HANARO 海运(株)等公司合资成立了烟台渤海国际轮渡有限公司，主要经营烟台至韩国平泽航线的客滚运输。该航线于2014年7月正式开通。标志公司正式进军国际客滚运输业务。

2014年2月，在香港注册成立了全资子公司——渤海邮轮有限公司。2014年3月，公司从欧洲购买了一艘豪华邮轮，更名为“中华泰山”号，8月份正式投入营运。这是中国第一艘全资、自主经营管理的豪华邮轮，标志公司正式进军国际豪华邮轮产业。

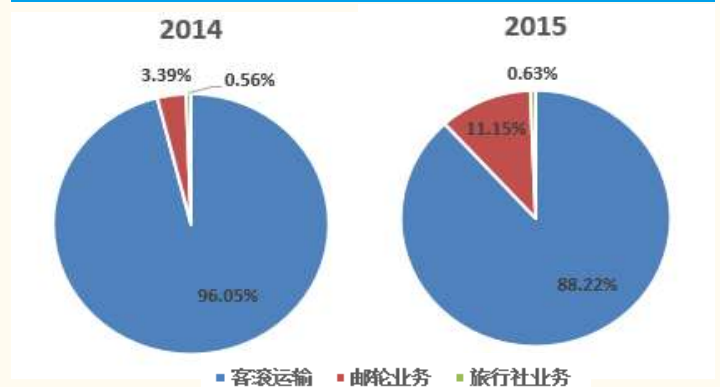
- 客滚业务是公司主要营业收入来源，邮轮业务收入占比在迅速提升。公司主营收入中滚轮业务占比最大，占到公司业务总收入85%以上，公司邮轮业务收入占比迅速提升，2015年已占总收入超过10%，除此之外公司还经营青岛旅行社业务。
- 公司正处于“转方式调结构”的关键时期，将立足渤海湾，面向中国东部沿海和周边国家，按照“以客滚运输为主打造中国东部沿海海上高速路，同时发展相关联的客滚码头及物流业、发展国际邮轮产业”的“一路两发”发展战略，力争成为一个以国内客滚运输为主，以客滚码头及港口物流、国际客滚运输、国际邮轮产业等为辅的大型综合航运集团。

图表 1：公司未来发展规划



来源：公司资料、国金证券研究所

图表 2：公司营业收入构成情况



来源：公司年报、国金证券研究所

股权结构

- 公司的实际控制人为辽宁省国资委，控股股东为大连海洋渔业集团公司，持有公司37.05%的股份，第二大股东是山东高速集团有限公司，持有4.93%的股份。两大股东共持有41.98%的股份，其余股东持股均不足1%。

图表 3：渤海轮渡股权结构图



来源：国金证券研究所

保持客滚竞争优势，稳定核心利润来源

扼守水上要道，依托黄金航线

- 特殊地理位置造就渤海湾海路运输优势。渤海湾地区地理位置上呈 C 字形分布，由于环渤海地区的特殊地理形状，在相当大的范围内利用客滚船运输可以发挥快捷、方便、节省成本等优势。以大连和烟台之间的运输为例，大连和烟台分别占据 C 字的两头，两地陆路距离约 1,490 公里，而海路距离仅为 89 海里（约 165 公里），陆路和海路距离的比例达 9：1。旅顺到蓬莱之间的航线距离也仅仅 55 海里。客滚船运输耗油量仅占公路运输耗油量的 64%，耗油成本仅为公路的 40%。

图表 4：渤海湾 C 字形特殊地理位置



来源：公司网站、国金证券研究所

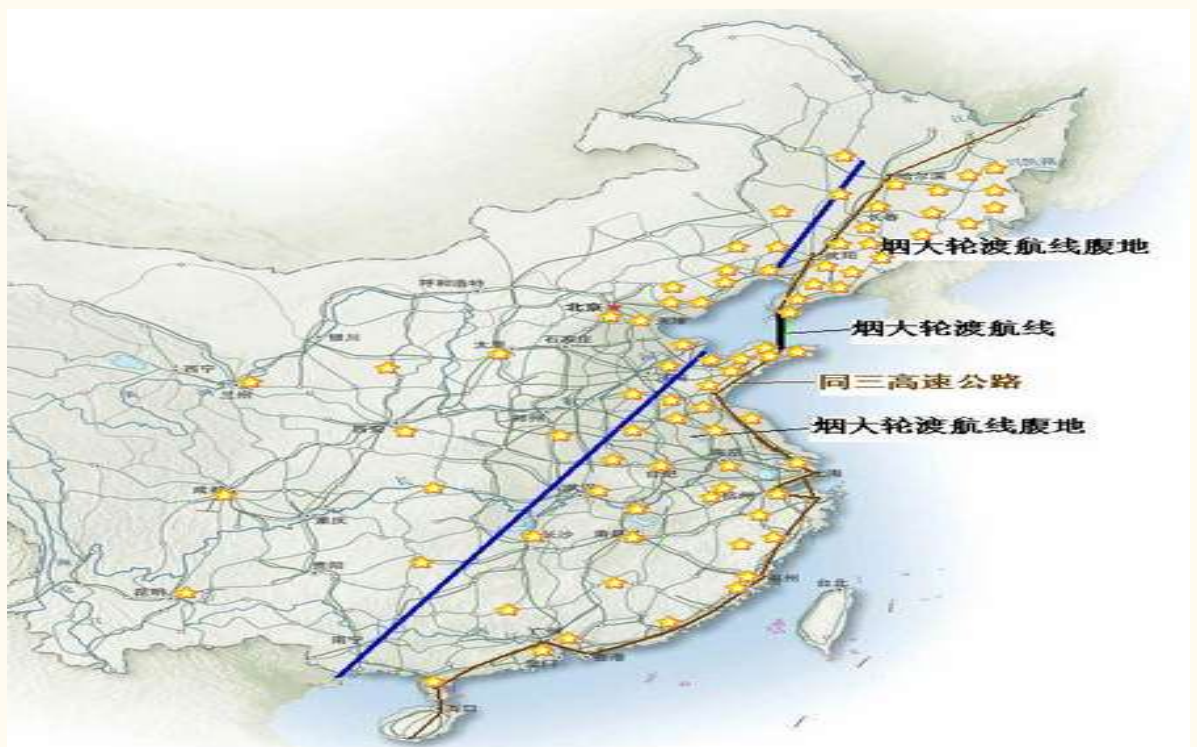
图表 5：海陆联运大大节省运输距离

航线	全程陆路	海陆联运	海陆联运节约里程比例	海陆联运吸引力
大连-烟台	1490	165	88.93%	★★★
大连-青岛	1421	378	73.40%	★★★
大连-上海	1950	1060	45.64%	★
烟台-沈阳	1339	548	59.07%	★★
烟台-长春	1622	841	48.15%	★
烟台-鞍山	1323	460	65.23%	★★
烟台-哈尔滨	1887	1106	41.39%	★
沈阳-青岛	1284	760	40.81%	★

来源：公司资料、国金证券研究所

- 黄金航线腹地人口密集，经济活跃。**目前，渤海湾客滚运输市场的主要航线包括连接山东和辽宁两省沿海城市的客滚运输线，如烟台至大连航线、烟台至旅顺航线、蓬莱至旅顺航线、威海至大连航线等；以及天津至大连的季节性航线，通常在夏季开通。其中烟（烟台）连（大连）区域航线是渤海最为重要、最为成熟的航线，是沈海高速公路的海上连接段，堪称“黄金航线”。沈海高速公路是国道主干“五纵七横”中最长一纵“同三线”的一部分，现为国家高速公路统一规划中的沈阳至海口路线，是唯一一条贯通中国东南沿海地区的高速公路，在我国东部沿海南北运输通道具有重要的作用。包括我国东部沿海的东北、华北、华东、华南等广大地区都可以视为区域航线的腹地，该等地区经济发达、人口密集，地区间经济及人员交流频繁，为渤海湾客滚运输市场需求提供了有力保障。

图表 6：“黄金航线”经济腹地示意图

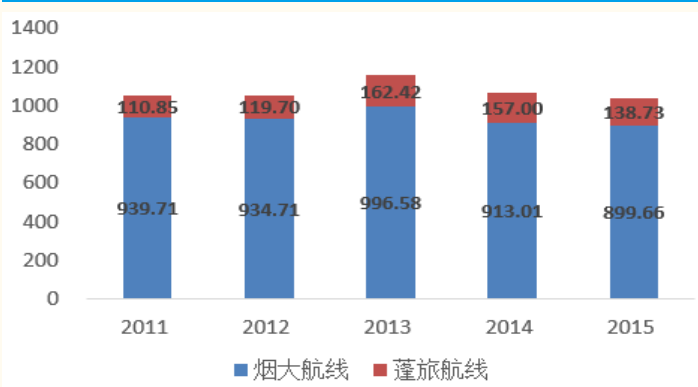


来源：公司网站、国金证券研究所

- 烟大线贡献稳定核心利润，蓬旅线收入波动较大总体呈快速增长趋势。**公司目前拥有烟台至大连、蓬莱至大连和蓬莱至旅顺航线的客滚运营特许权，其中，烟台至大连航线为公司设立以来主要经营的航线，亦是公司近五年最主要的收入和利润来源；蓬莱至旅顺航线于 09 年 12 月开始运营，目前尚处于市场培育阶段，前几年增速很快，近年来受各种因素影响受到一定

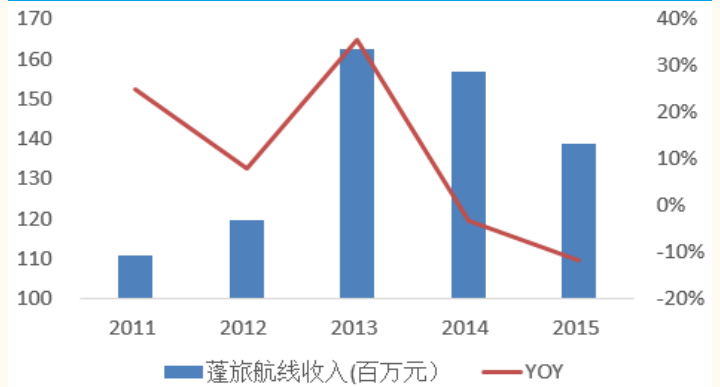
冲击；蓬莱至大连航线目前尚未启用。目前烟连线是公司核心收入和利润来源。未来公司有计划进一步升级莱旅线运力，预计未来有望进一步提升收入和利润。

图表 7：公司客滚运输收入构成（单位：百万元）



来源：wind、国金证券研究所

图表 8：蓬旅线收入总体表现快速增长趋势



来源：国金证券研究所

高竞争壁垒造就区域垄断优势和市场龙头地位

- 公司客滚业务占据烟大区域寡头运营市场龙头地位。目前公司共投入 9 艘客滚船在烟连区域航线运营，市场规模占比达到 60% 以上。近年来公司通过“造新废旧、买大卖小”的方式快速更新运力，客滚运力和服务能力稳步上升，其中 2015 年初投入的“渤海钻珠”和“渤海玛珠”轮进一步提升了公司的运营体量，“渤海玛珠”是亚洲目前最大、最先进、最安全、最豪华的客滚船，达到国际客滚船标准。公司无论是客滚船数量还是总运力都居于渤海湾首位，且在船型配置、装载能力、运力规模、适货能力、豪华舒适性、技术先进性及安全性能上均具有明显优势。

图表 9：公司渤海湾客滚运力

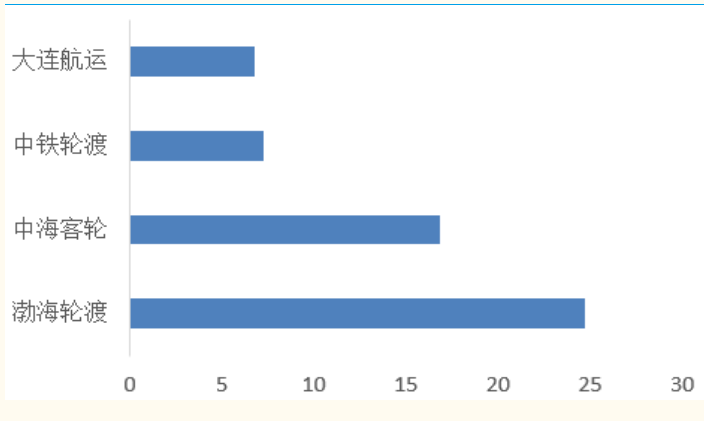
船名	船龄	总车位	总客位
烟台-大连航线			
渤海玉珠	7	260	1630
渤海珍珠	7	260	1630
渤海宝珠	6	260	1630
渤海翡珠	6	260	1630
渤海翠珠	4	300	2038
渤海晶珠	4	300	2038
渤海钻珠	1	300	2300
渤海玛珠	1	300	2300
蓬莱-旅顺航线			
渤海银珠	9	200	1280
平均	5	271	1831

来源：公司资料、国金证券研究所

公司客滚业务在渤海湾有三个竞争对手：中海客轮、大连航运和中铁轮渡。公司最大的竞争对手中海客轮有 8 艘，单船和总运力规模均不及渤海轮渡；大连航运只有 2 艘客滚船；中铁轮渡则只有 3 艘火车渡轮，仅在满足铁路运力的条件下经营部分公路业务，不与公司产生直接竞争。目前公司客滚船总吨位数达 25 万吨，车位和客位总数分别为 2440 个和 16476 个，均远远领先于排名第二的中海客轮。从船龄来看，公司主力船型船龄均较低，

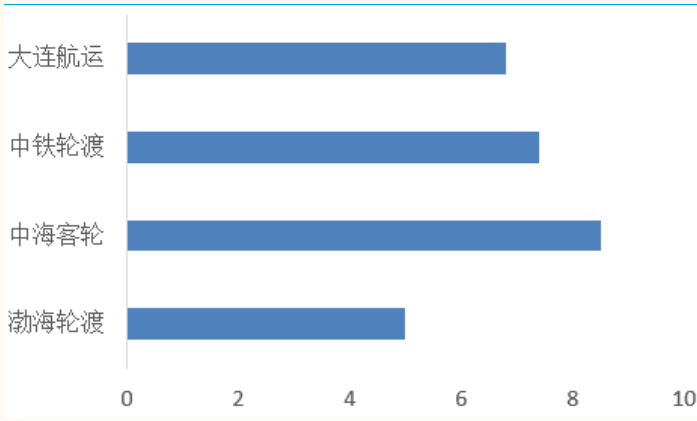
船舶船龄均在 10 年以内，公司船舶平均船龄 5 年，领先于其他几大竞争对手。

图表 10：公司船舶总吨位领先竞争对手（单位：万吨）



来源：公司资料、国金证券研究所

图表 11：公司平均船龄占据明显优势（单位：年）



来源：公司资料、国金证券研究所

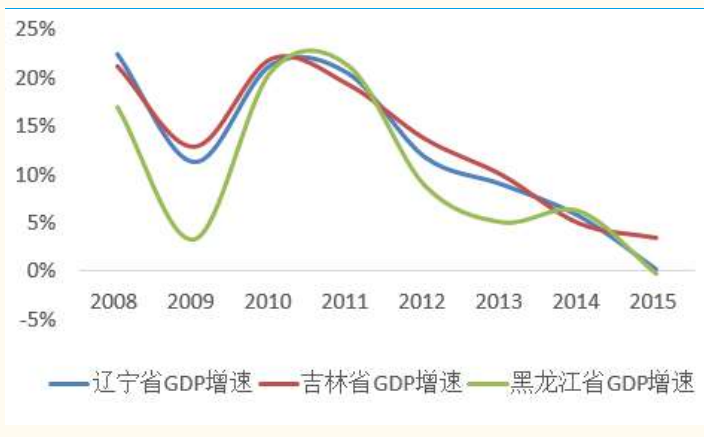
- **行政管制提高准入壁垒，扩大安全边际。**1999 年渤海特大海难事故发生后，原交通部大力整顿客滚运输市场，并先后颁布了一系列行政法规对渤海湾客滚运输企业和运力结构进行调整。交通运输部于 2009 年 5 月 31 日签发了《交通运输部专题会议纪要》，明确规定渤海湾地区“停止审批新的客滚运输企业，除原有客滚船更新外，不再审批新增运力”。

由于渤海湾客滚运输市场限制新的客滚运输企业进入，并且现有客滚运输企业的运力更新只能采取以新替旧的方式进行，由于现有企业只可更替运力而无法新增运力，整个渤海湾客滚市场的扩张冲动也被较为合理地限制在了较低的水平上。因此可以预计公司将在未来较长的时间里保持客滚船数量和运力的竞争优势，具有较高的安全边际。

区域经济探底，国际客滚运输贡献未来增量

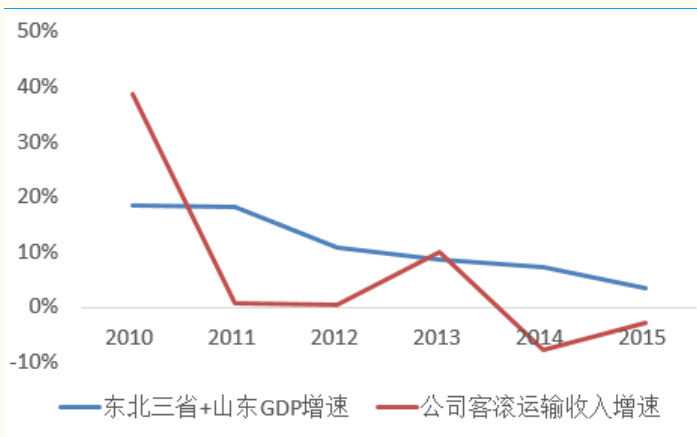
- 近年来，东北三省经济增速逐步放缓，公司的主营业务受到区域内宏观经济探底的一定影响。

图表 12：东北三省经济增速探底



来源：wind、国金证券研究所

图表 13：区域内经济增速和公司收入增速的对应关系



来源：国金证券研究所

- 2014 年 8 月 19 日，国务院发布了《关于近期支持东北振兴若干重大政策举措意见》，提出激发市场活力，深化国有企业改革，创新驱动发展等一系列政策措施。2016 年 4 月 26 日，《中共中央国务院关于全面振兴东北地区等老工业基地的若干意见》对外发布。紧接着，5 月 10 日国家发改委召开

新闻发布会，计划近 3 年有 130 多个项目，投资 16000 多亿，包括基础设施、水利项目等。中央高层也频频赴东北“督战”经济，2015 年 4 月国务院总理李克强赴东北考察，要求地方官员立下经济发展的军令状。2015 年 7 月，中共总书记习近平也来到东北，他提到，“振兴东北老工业基地已到了滚石上山、爬坡过坎的关键阶段”。

依托东北振兴计划的政策红利，东北经济有望逐步走出底部，拉动烟连线等线路的运量增长。我们认为渤海轮渡会在这轮复兴中获得颇多益处，在客滚业务相关航线获得收入的增长。

- **中韩航线贡献增量，盈利能力有望提升。**在保持既有航线盈利来源稳定的同时，公司也在积极开拓新的航线。2013 年 2 月，公司与烟台港集团有限公司、韩国 HANARO(株)等韩方企业成立的烟台渤海国际轮渡有限公司，并且持有 30%的股权，为渤海国际轮渡第一大股东，2014 年 7 月 1 日公司以期租客滚船的方式正式开通烟台-平泽航线。渤海国际轮渡目前租赁“思丹娜女神”客滚船载货量约 4500 吨，单航次最多承载集装箱为 150TEU 左右；客位 516 个。烟台至韩国平泽国际客滚航线需求旺盛，货运经常出现货源较多无法装载的情形，客运全年平均实载率达到 80%以上，整个航线已经于去年 10 月实现扭亏为盈，2015 年去年实现利润 26.28 万元。新船“海蓝鲸”已投入建造，有望于 17 年下水。

图表 14:烟台-平泽航线示意图



来源:互联网、国金证券研究所

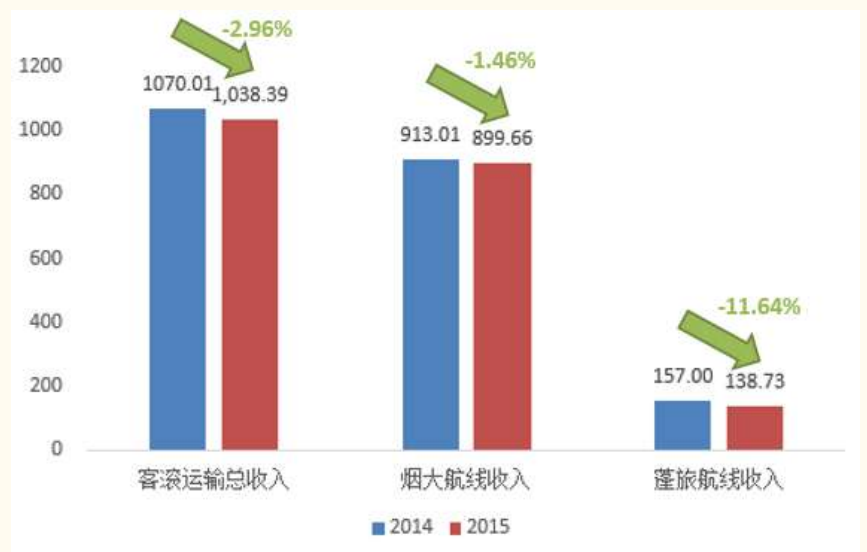
- 中韩自贸协定于 2015 年 5 月启动，12 月 20 日生效，协议生效后将极大促进中韩之间的贸易发展。未来该航线将持续受益于“中韩自贸区”、“一带一路”战略的推进，对烟平线客滚运输具有强势的提振作用。烟台对韩国的外贸进出口总额连续多年来居所有与烟台有经贸关系国家和地区第一位，韩国已成烟台经贸合作的重要国家。随着烟连区域需求逐渐饱和，达到天花板，中韩的烟平线有望为公司开拓新的增长空间。

油价波动和烟大隧道对公司客滚运输的影响

低油价逻辑：收入成本端的双刃剑

- 油价下跌带来的公路运输对公司收入端冲击有限。最近油价持续位于低位，公路运输成本降低刺激替代作用增强，对客滚运输产生一定冲击。

图表 15: 2015 年公司客滚业务收入变化情况



来源：公司年报、国金证券研究所

从图上来看，2015 年公司客滚运输总收入同比 2014 年下降 2.96%，“黄金航线”烟大航线由于是成熟航线受冲击较小，收入相对稳定，仅下降 1.46%，蓬旅线尚处于培育期，收到较大冲击，下降 11.46%，但蓬旅线收入占比不高，对总收入影响很小。排除宏观经济下行造成的需求增长受限的影响，实际上公路运输替代对收入端的冲击十分有限。

- **低油价降低燃料成本，提升毛利率。**低油价对公司成本端存在利好，受益于船用燃油价格的大幅走低，公司客滚运输燃油成本下降 23.39%，占总成本的比例由 2014 年的 32.51% 降至 2015 年的 24.22%，使得客滚业务营业成本降幅（-8.19%）大于营收降幅（-2.96%），成本端的利好抵消了收入端的冲击，业务毛利率提升 4 个百分点至 29.77%。

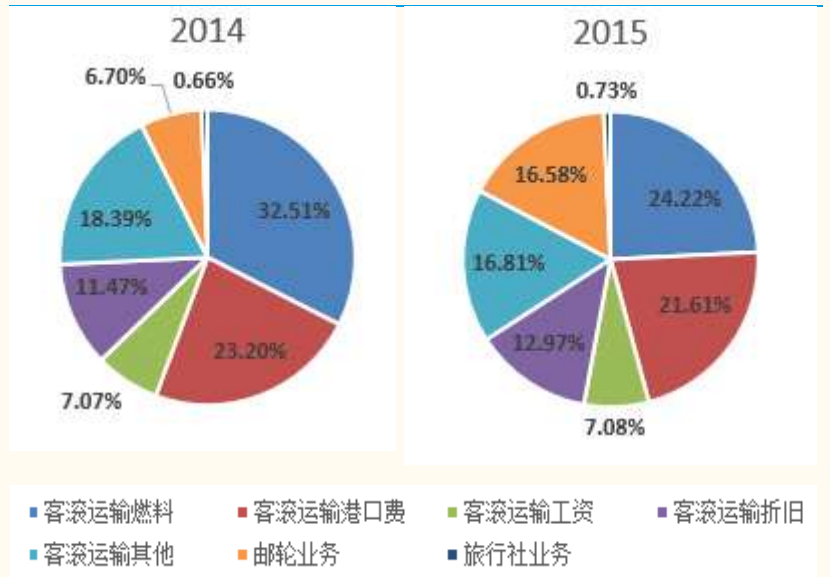
政府补贴也在跟进，实现常态化，公司 2016 年一季度收到烟台市财政局下发的成品油财政补贴资金同比增加 7180.5 万元至 1.19 亿，致营业外净收入大幅增加 152.6%。

图表 16: 成本端的利好抵消收入端的冲击带动业务毛利率提升

	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
客滚运输	1038.39	729.23	29.77%	-2.96%	-8.19%	4.00%
烟台-大连航线	899.66	609.99	32.20%	-1.46%	-6.56%	3.70%
蓬莱-旅顺航线	138.73	119.24	14.05%	-11.64%	15.70%	4.14%

来源：公司年报、国金证券研究所

图表 17：2015 年客滚运输燃料成本占比大幅下降



来源：公司年报、国金证券研究所

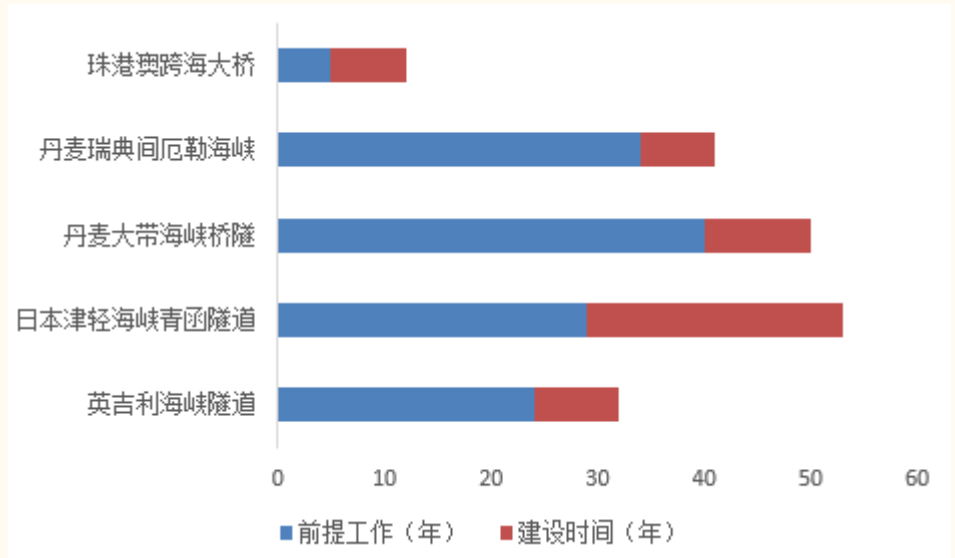
近期油价持续反弹，但价格维持在 50 美元以上已经基本缺乏基本面的支持，预计在相当长的一段时间内油价将保持在相对低位运行。我们认为低油价逻辑持续对公司收入端冲击有限，而成本端的利好大于收入端的冲击，将继续带来业务毛利率的提升。

跨海隧道短期不会影响公司业务

- 从长远来看，公司客滚业务的主要风险来自渤海湾跨海通道的修建所产生的替代作用。通过客滚轮跨越渤海需要 6 个小时，如果烟大隧道建成，时间将缩短至 40 分钟，将大幅分流客滚运输的需求，对公司的传统主业将是近乎替代性的毁灭打击。

不过就短期而言，跨海隧道对公司业务影响有限。一方面，该项目争议很大，项目位于郑庐地震带上，具有较高的安全隐患，投资额预计 2000 亿堪比三峡，但预期收益却难以确定。另一方面，即便项目能够获得国务院的批准，从已建成的跨海交通项目的情况来看，整个建设过程最早到 2030 年左右才能完成。但不容忽视的是，长期来看烟大隧道依然是公司的一个巨大风险。公司目前已经积极向邮轮业务转型，15 年后可能已经顺利完成转型，摆脱对传统客滚业务的依赖。

图表 18：世界著名建成跨海项目周期长度



来源：公司资料、国金证券研究所

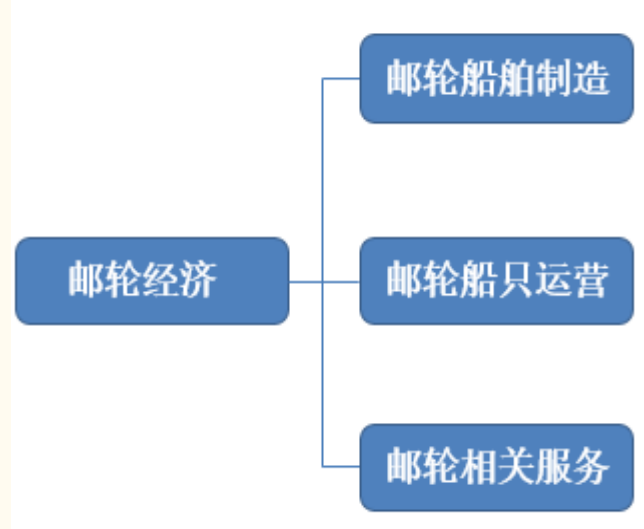
深耕邮轮华丽转型，打开业绩增长空间

邮轮产业规模持续稳定增长，亚太地区成为新的投资洼地

- **邮轮产业特点：消费属性强，经济带动作用明显。**邮轮旅游诞生于 20 世纪 60 年代，兴起于北美地区，经过 40 多年的高速发展已演变成一个庞大而成熟的产业。国外学者将邮轮产业定义为运输业、旅游业、观光与休闲业的交叉集合体，本质上是以航行作为运动形态的海上观光与休闲产业，消费属性很强。

邮轮产业的链条十分庞大。主要的产业链可以分成上游邮轮船舶制造、中游的邮轮船只运营及旅游服务（主要对应邮轮运营公司）、下游的邮轮游客接待等辅助型服务，主要包括邮轮游客的组织 and 输送，港口码头的接待服务等。多个产业构成了多层次的产业集群。

图表 19：邮轮产业集群

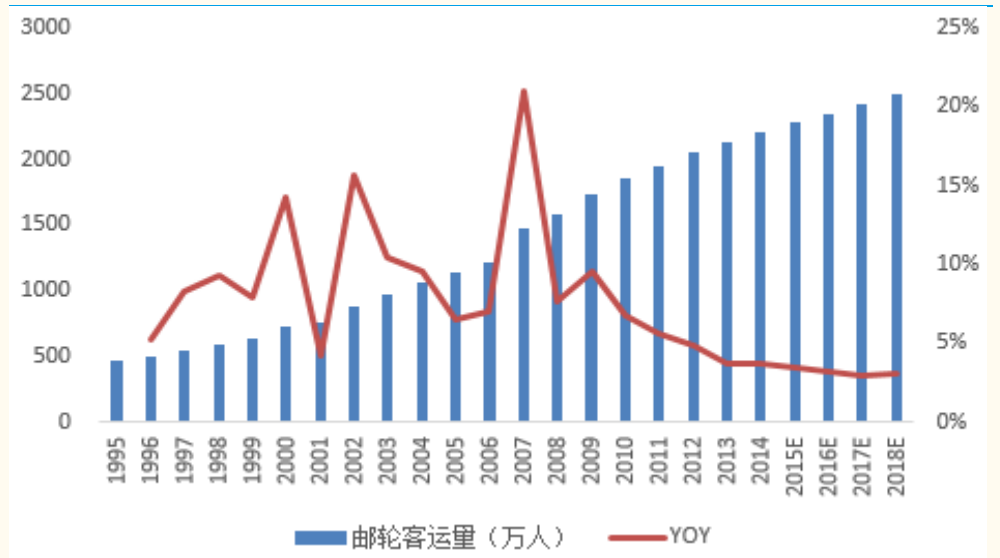


来源：国金证券研究所

邮轮经济是国际上极具发展潜力的朝阳产业，被称为“水道上的黄金产业”，对消费、制造及文化等产业具有巨大的拉动效应。特别是对邮轮母港地区，可以带来大量的就业岗位并促进消费力的提升。根据 CLIA 的数据，每接待一位邮轮游客获得收入是接待普通国际游客的两倍，邮轮母港的经济带动效应是接待港的十倍。同时邮轮经济对于加强经济文化交流，提升区域发展的国际化、现代化水平都具有积极的促进作用，对提升城市形象、提高城市知名度和国际影响力具有积极作用。

- **全球邮轮产业规模持续稳定增长。**上世纪 90 年代末，邮轮产业进入快速发展期，除少数年份外一直保持在 8% 以上的增速高位。截至今日，国际邮轮市场产品种类繁多，邮轮旅游早已成为欧美大多数中产阶级接受的大众旅游方式。根据 CLIA 的数据，2014 年全球邮轮游客数达到 2210 万人次，增速 3.76%，而 2015 年则有望达到 2300 万人次，同时根据其最新发布的《2016 年游轮发展趋势报告》预测今年全球轮接待人数将达到 2400 万人次。随着欧美市场的逐渐饱和，行业增速逐步回落，但我们预测未来 3 年内依然能保持在 3% 的增长速度。

图表 20：邮轮产业规模多年来持续稳定增长



来源：Cruise Market Watch，国金证券研究所（注：2007 年之后调整了统计口径）

邮轮发展长期处于供需相对平衡的状态，行业客座率一直相对保持在高位。全球最大的邮轮集团嘉年华集团的邮轮客座率常年超过 100%，产能利用非常充分。

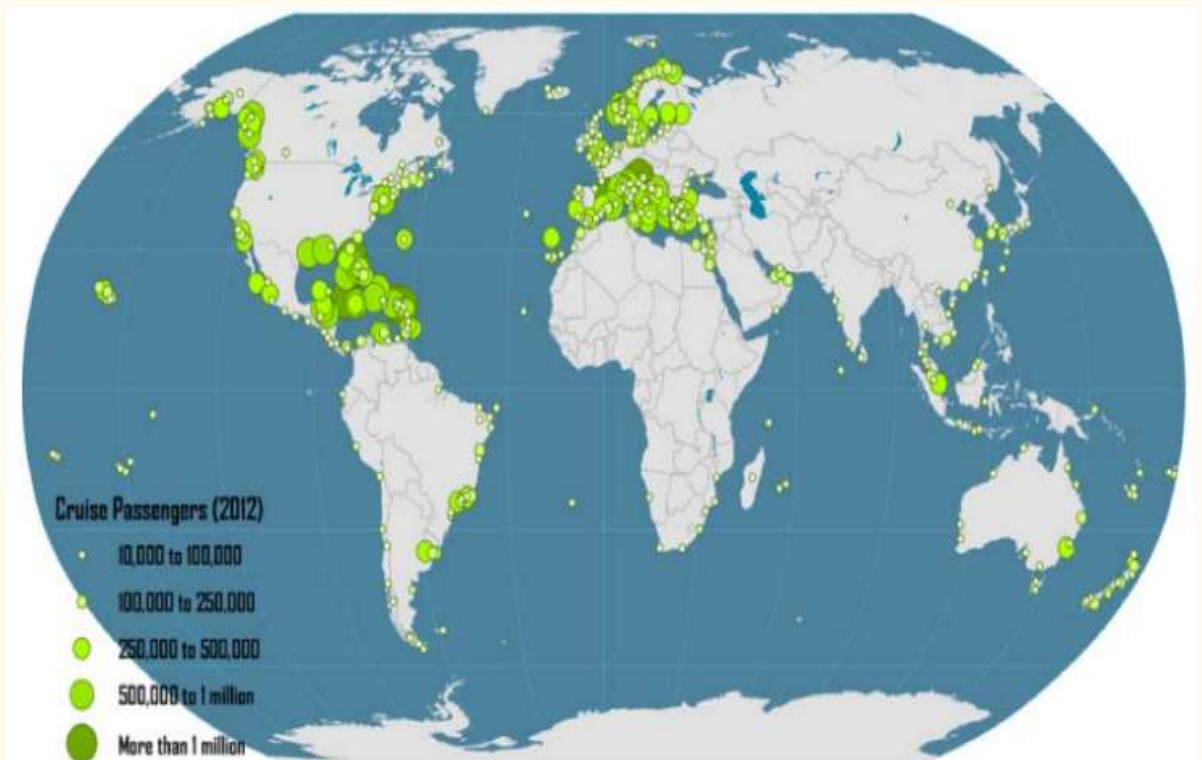
图表 21：邮轮行业供需基本保持平衡



来源：Cruise Market Watch，国金证券研究所（注：根据当前口径调整了2007年的当年乘客量增速）

- 全球邮轮产业的战略格局：主要集中在欧美。**全球邮轮的港口、航线、客源主要分布在北美、欧洲、亚太三大地区。邮轮行业的发展最初兴起于北美，之后扩展到欧洲，最后才向全球其他地区发展。因此才形成了今天的格局，北美已走入行业的成熟期，欧洲处于从成长期向成熟期过渡的阶段，其他地区还处于起步期。

图表 22：全球邮轮产业主要集中在欧美

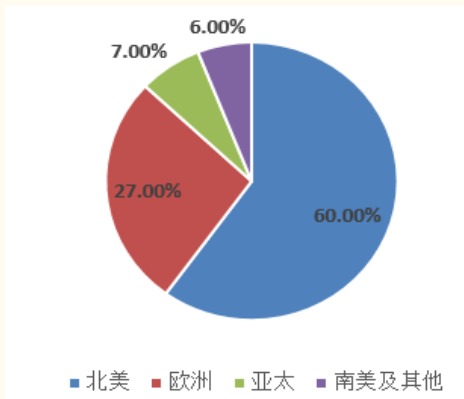


来源：Cruise Market Watch，国金证券研究所

目前，世界上的邮轮母港仍主要集中在北美地区，该地区主要有迈阿密、劳德代尔堡、卡纳维拉尔、温哥华、西雅图、诺福克、纽约、魁北克、长滩、洛杉矶、檀香山等 23 个邮轮母港，其中 11 个位于美国东海岸。欧洲主要邮轮母港为巴塞罗那、奇维塔韦基亚、比雷埃福斯、威尼斯、南安普顿、多佛尔港、哥本哈根等。在亚洲地区，新加坡和中国香港是较为成熟的 2 个邮轮母港，同时上海、天津、三亚、厦门等城市为中国大陆的邮轮母港试点。

邮轮航线主要集中在加勒比海区域、地中海区域、西北欧海域、亚太海域、阿拉斯加，其中加勒比海所占比重接近 40%、地中海航区所占比重接近 20%、亚太地区占比仅占 10%左右。美国以及欧洲市场是全球邮轮游客最多发展最为成熟的市场，全球接近 90%的客源来自美国和欧洲。

图表 23：全球邮轮客源分布



图表 24：全球邮轮航线分布



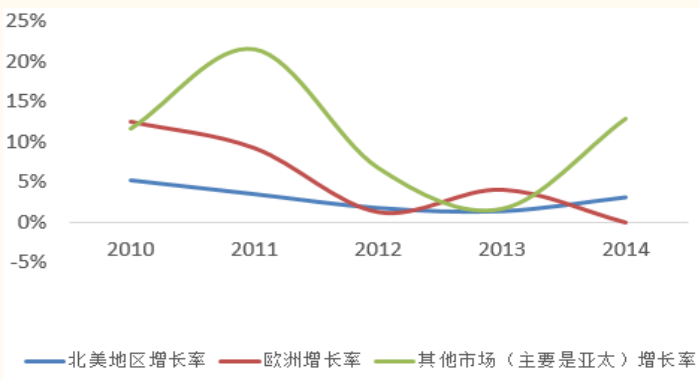
来源：wind、国金证券研究所

来源：Cruise Market Watch，国金证券研究所

亚太市场发展迅速，成为世界邮轮经济的主要推动力。近年来全球邮轮旅客数量保持 3%-5%的稳定增长，北美市场由于市场较为成熟已经趋近饱和，全球占比开始逐步下降，北美游客全球占比由 1990 年的 93%下降到 2013 年的 55%左右。

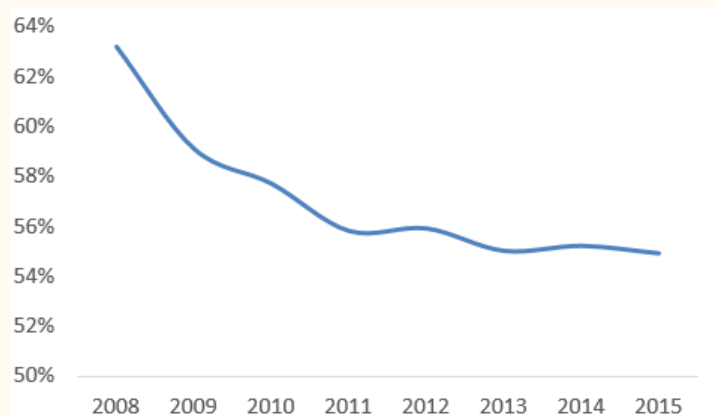
亚太市场基本还处于起步培育期，有着很大的发展空间，区域内市场载客量占比不到 10%，其渗透率也仅有不到 0.1%的水平，但发展速度十分迅速。根据 CLIA 的数据，近年来亚太地区接待邮轮游客人次的增速已远超欧美地区，2014 年达到 12.94%，其中亚洲市场 2012 年至 2014 年每年增长率为 34%。在北美等邮轮游产业较为成熟的市场客流增速不断回落的情况下，亚太地区特别是中国市场有望成为世界邮轮经济增长的主要推动力。

图表 25：亚太地区市场发展迅速



来源：中国邮轮产业发展报告、国金证券研究所

图表 26：北美游客全球占比不断下降



来源：中国邮轮产业发展报告、国金证券研究所

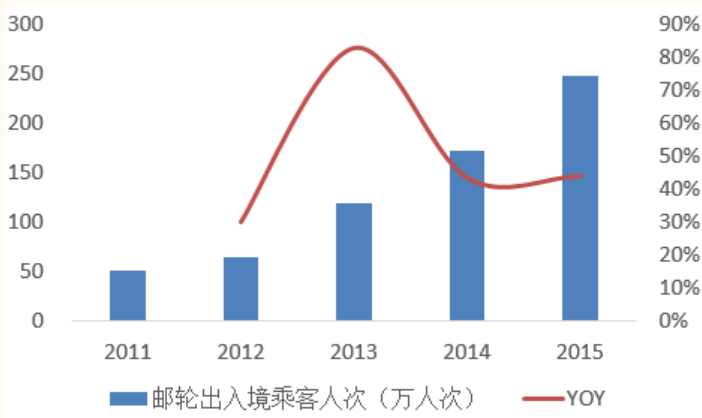
在未来很长一段时间内邮轮产业仍然有着巨大的发展潜力。目前水上旅游收入占比不超过世界旅游总收入的 10%，而其增速则是国际旅游行业整体增速的近两倍。虽然欧美市场已经趋近饱和，但在亚太邮轮产业发展的带动下，国际邮轮产业仍有着巨大的发展空间。

国内市场需求旺盛，商机无限

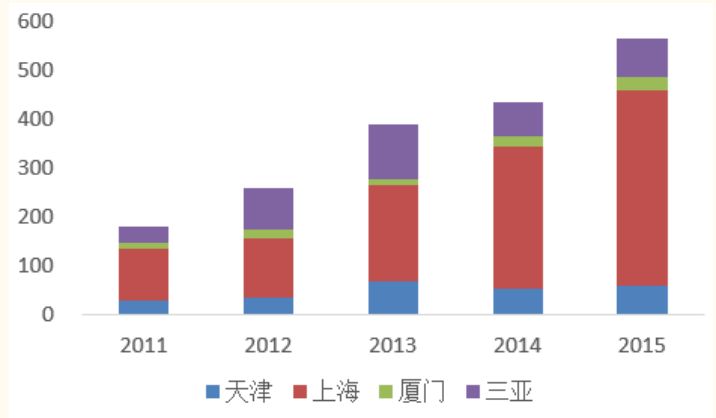
- **邮轮产业在中国：起步晚发展快，市场渗透率低增长空间巨大。**邮轮产业在我国起步较晚，上世纪 90 年代末邮轮业在欧美市场日渐成熟的时候，我国还尚未对外开放相关产业。直到 2006 年开始，国际邮轮公司被授权在中国市场进行本土化业务，意大利歌诗达邮轮公司、美国皇家加勒比邮轮公司、云顶香港有限公司相继将旗下船只驶入中国港口。

2006 年之后中国邮轮产业进入高速增长期。在过去五年时间内，我国邮轮行业呈现出 45% 以上的爆发式增长。据中国交通运输协会邮轮游艇分会 (CCYIA) 统计，2015 年我国有 10 个港口接待过邮轮，包括大连、天津、青岛、烟台、上海、舟山、厦门、广州、海口、三亚，全国共接待邮轮 629 艘次，同比增长 35%；邮轮游客出入境 248.05 万人次 (124.02 万人)，同比增长 44%。其中接待母港邮轮 539 艘次，同比增长 47%；访问港邮轮 90 艘次，同比下降 10% (港口邮轮接待分为中转邮轮接待以及母港邮轮接待，母港邮轮从本土出发，更能反映本土邮轮旅客的增长情况)。乘坐母港邮轮出入境的中国游客 222.42 万人次 (111.21 万人)，同比增长 50%；乘坐邮轮访问中国的境外游客 25.62 万人次 (12.81 万人)，同比增长 4.7%。

图表 27: 中国邮轮出入境乘客爆发式增长



图表 28: 主要母港接待邮轮航次增长迅速 (单位: 艘次)



来源: 中国邮轮产业发展报告、国金证券研究所

来源: 中国邮轮产业发展报告、国金证券研究所

目前, 上海、天津、厦门、三亚已建成 5 个较为成熟的国际邮轮客运中心, 建成 10 个邮轮泊位, 青岛、大连、舟山、深圳等地正加紧邮轮母港的建设和培育, 中国邮轮市场接近亚洲市场总量的 50%, 居全球第 8 位。

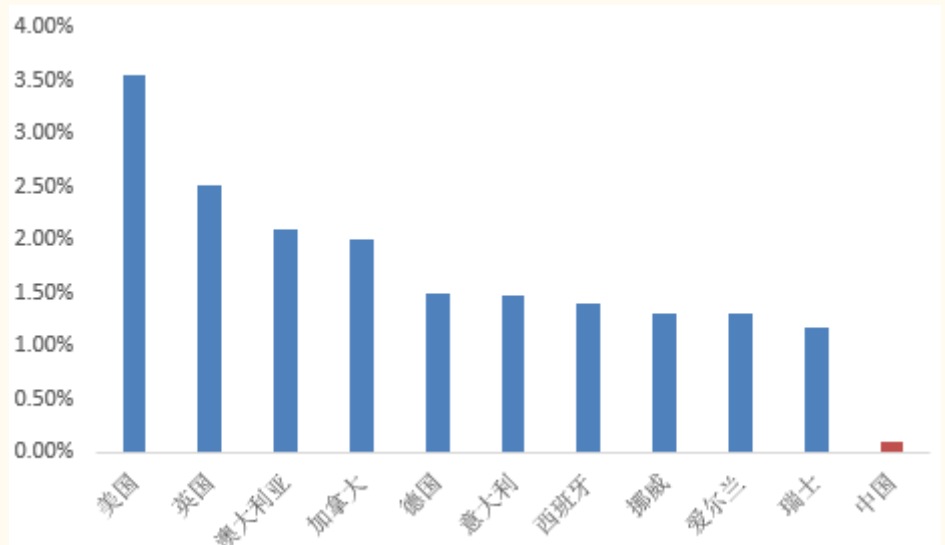
图表 29: 《全国沿海邮轮港口布局规划方案》港口规划

地区	所在城市	港口名称
环渤海地区	大连	—
	天津	天津国际邮轮港
	青岛	青岛国际邮轮母港
	烟台	凤凰岛邮轮码头
华东地区	上海	上海港国际客运中心 上海吴淞口国际邮轮码头
	舟山	舟山群岛国际邮轮港
	厦门	厦门港国际邮轮中心
华南地区	深圳	太子湾国际邮轮母港
	广州	南沙国际邮轮母港
	三亚	凤凰岛邮轮码头
	海口	秀英邮轮码头
	北海	北部湾国际邮轮母港

来源: 交通运输部、国金证券研究所

截止到 2015 年我国的邮轮市场渗透率极低, 渗透率仅在 0.05% 左右, 远低于欧美国家的渗透率水平。行业内预计到 2020 年邮轮游客出入境数量达到 900 万人次 (450 万人), 年均复合增长率在 30% 左右, 成为仅次于美国成为全球第二大邮轮市场。据此统计, 2020 年的市场渗透率在 0.34% 左右, 和欧美国家相比仍然有很大上升空间, 因此中长期来看中国邮轮市场增长空间巨大。

图表 30：中国邮轮市场渗透率与欧美国家差距巨大



来源：Cruise Market Watch、国金证券研究所

图表 31：中国邮轮出入境乘客人数预测（单位：万人）



来源：国金证券研究所

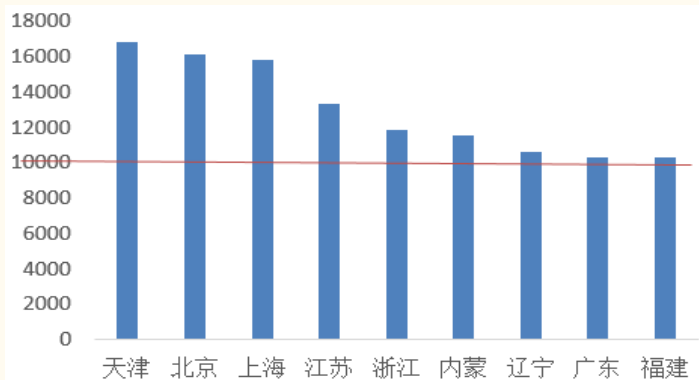
图表 32：中国邮轮出入境乘客人次预测（单位：万人次）



来源：国金证券研究所

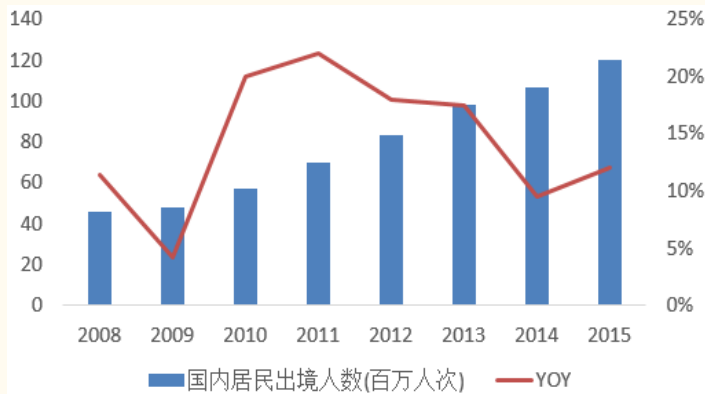
- **收入增长+老龄化程度加深，市场受众培育成熟需求旺盛。**随着我国人均 GDP、人均收入的不断持续增长，现代服务业崛起的拐点已经出现，对于邮轮这种消费属性很强的旅游需求日趋旺盛。2015 年我国人均 GDP 超过 8000 美元，9 个省市进入 GDP 进入一万美元俱乐部。这些省市基本都位于东部沿海地区，上面提到的那些邮轮母港都位于这些高收入地区，这部分地区也是邮轮游的重要客源地，需求更加旺盛。而且这些年随着收入增长带动，出境游人数呈爆发式增长，预计这种趋势仍会持续，邮轮旅游在某种程度上属于出境游的一大分支，势必受益于出境游人数的快速增长。

图表 33：中国大陆 2015 年人均 GDP 万元俱乐部省市达到 9 个（单位：美元）



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 34：近年来中国出境旅客爆发式增长

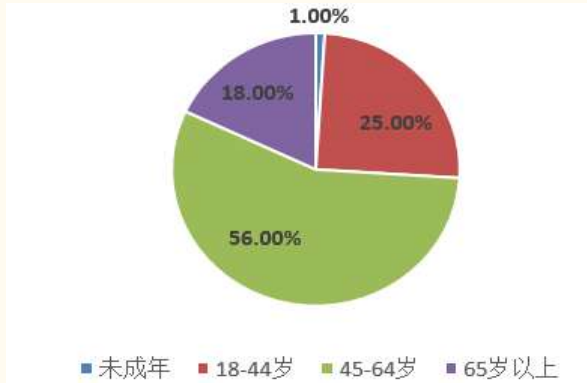


来源：国家统计局、国金证券研究所

根据北美地区邮轮运营相关经验表明，邮轮出游主要面向的是 45 岁以上的中老年客户群。北美地区邮轮运营 45 岁以上的客户占到了整个客户数量的 74%，中老年人既有相对较高的财富积累，也有度假旅游的需要，构成了邮轮出游的绝对主力。我国也是类似的情况，根据同程旅游的《2015 年上半年邮轮旅游出游报告》数据显示，中老年人（45 岁以上）在邮轮出游人群中占比达 81.06%。

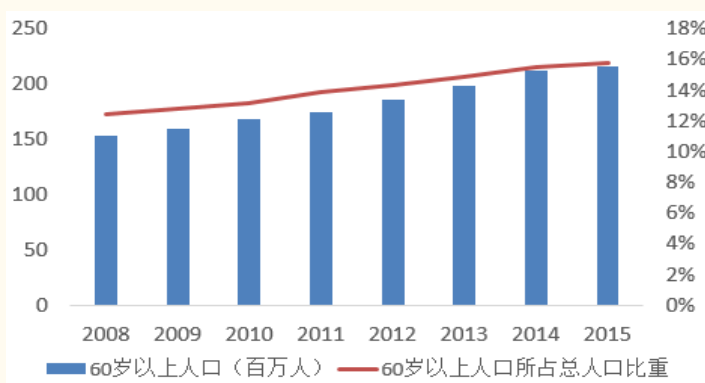
我国人口结构老龄化程度不断加深，按照国际标准人口比例中 60 岁人口占比超过 10% 即为老龄化国家，截止 2015 年我国老龄化比例已经接近 16%，而且还在不断提升之中。

图表 35：北美邮轮客源中中老年旅客构成绝对主力



来源：国际正式邮轮组织、国金证券研究所

图表 36：我国老龄化程度不断加深



来源：中国经济数据库、国金证券研究所

收入提高和老龄化程度不断上升，双重因素推动邮轮市场在中国的受众培育不断成熟，我们预计将在未来显著提升邮轮的客流。

- “供给侧改革”推进，政策利好鼓励邮轮产业发展。邮轮产业是典型的资本密集型、技术密集型和劳动密集型三大特征兼备的特殊尖端产业。据有关专家测算，邮轮产业整体能拉动约 5000 亿元人民币的经济规模。邮轮强大的经济拉动能力和吸附能力已成为带动我国港口城市经济的增长点，发展邮轮经济也已逐步上升为国家战略层面。目前随着我国“供给侧改革”的推进，对于邮轮这种消费属性极强、经济带动能力巨大的高端产业无疑是未来发展的一个重要方向。

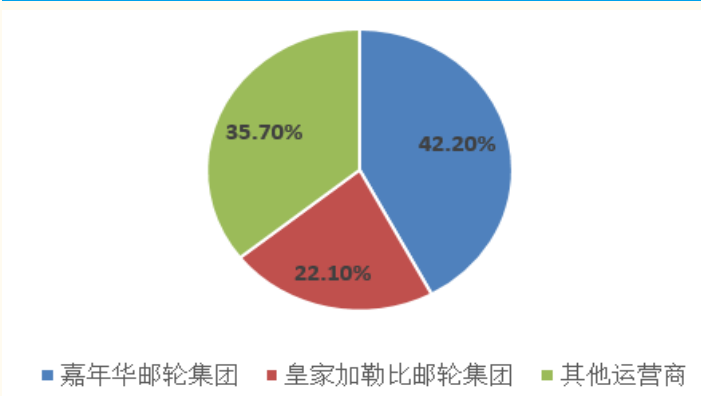
近两年来，交通部、国务院、国家旅游局分别出台《关于促进我国邮轮运输业持续健康发展的指导意见》、《关于促进旅游业改革发展的若干意见》、

《中国邮轮旅游发展总体规划》对邮轮产业做出发展规划。地方产业政策也纷纷鼓励邮轮产业的发展。可以预计，此类对邮轮产业发展的利好政策在未来会密集出台。

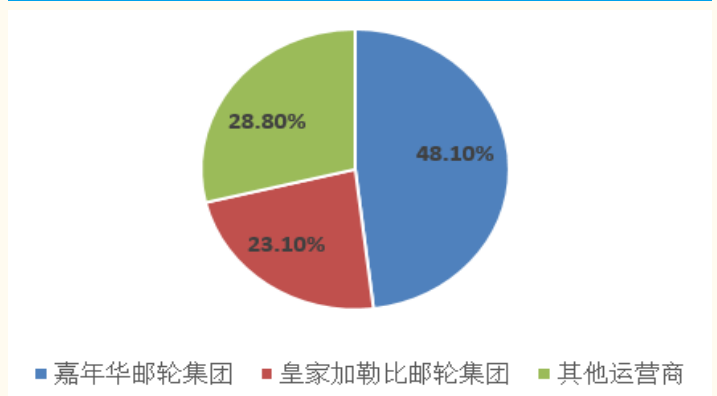
国际成熟邮轮商发展经验借鉴：嘉年华和皇家加勒比

现代邮轮产业通过半个世纪的不断发展和，市场集中度不断得到提升，上世纪 60-70 年代创立的几家邮轮运营商通过不断的整合兼并逐步崛起为颇具垄断性质的邮轮产业龙头企业。目前的市场格局，总部同在美国迈阿密的嘉年华集团、皇家加勒比邮轮集团占据了 70%左右的全球收入份额，占据绝对的优势。嘉年华集团在发展初期都采用低价切入战略抢占市场，通过大力扩展运力来满足需求，在通过兼并收购完成布局后再逐步向高端提升，完成了对皇家加勒比的后来超越。他们的发展历程给国内的邮轮运营商很大的启发。

图表 37：全球邮轮运营商收入市场份额



图表 38：全球邮轮运营商载客量市场份额

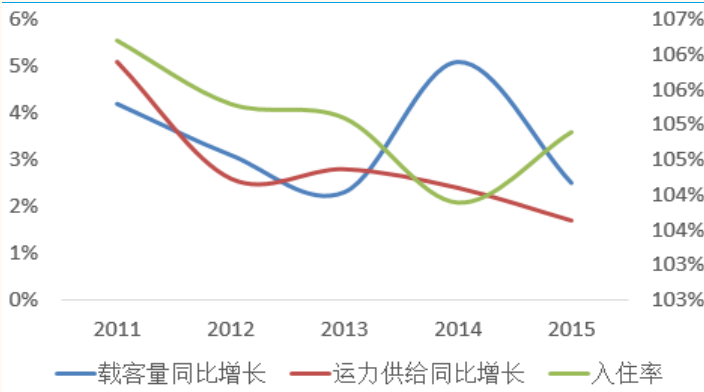


来源：Cruise Market Watch, 国金证券研究所

来源：Cruise Market Watch, 国金证券研究所

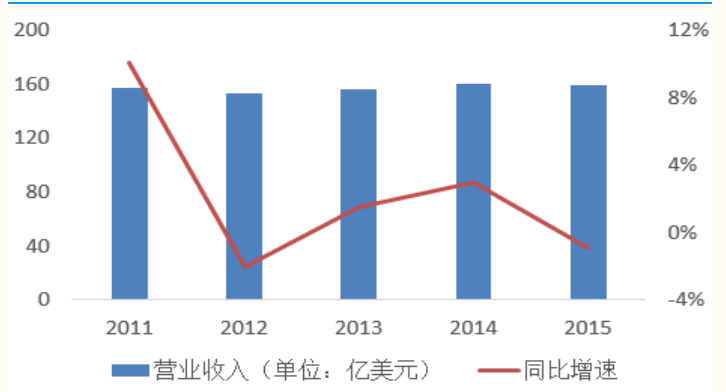
- 嘉年华：低价切入战略，大力提升邮轮运力。**嘉年华成立于 1972 年，此时皇家加勒比已经具有先发优势，先行抢占市场，拥有三艘 1.84 万吨级的豪华邮轮经营加勒比航线。嘉年华定位中低端市场，积极抢占市场。当时的美国邮轮市场和今天中国十分相似，处于爆发增长阶段，需求十分旺盛，只要积极投放运力，就可以打开市场空间。嘉年华在初期通过购买二手船来提升运力，在完成 IPO 登陆资本市场后再向高端转型，发展大型豪华游轮。通过一系列成功的战略，嘉年华后来居上成为世界第一大邮轮运营企业。直到近几年，由于亚太区域尤其是中国市场的需求扩大，投放运力依然是公司提振客流的有效手段。2015 年公司可载客日数同比增长 1.72%，运力增长十分稳定，对应的公司运容量增长 2.56%，入住率保持在 105%。

图表 39：嘉年华运力供给需求对比



来源：公司年报、国金证券研究所

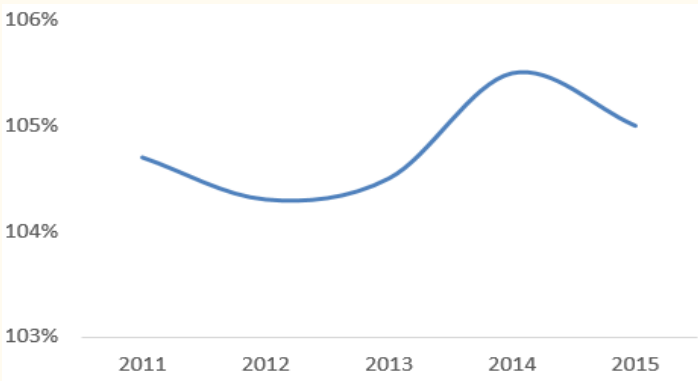
图表 40：嘉年华营业收入保持稳定



来源：公司年报、国金证券研究所

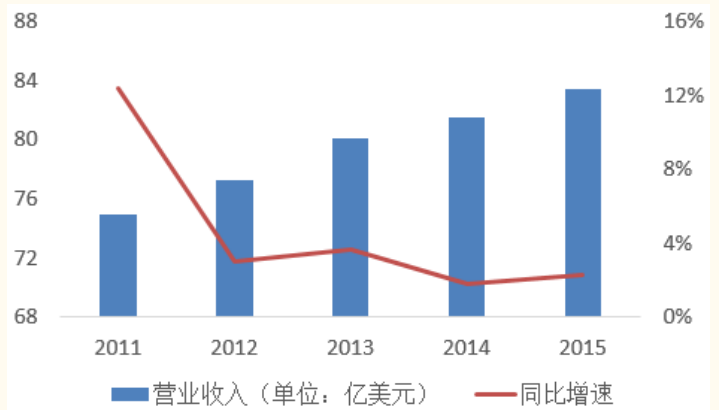
- **皇家加勒比：定位高端，会员资源丰富粘性强。**皇家加勒比邮轮集团（Royal Caribbean Cruises）是世界第二大邮轮公司，旗下拥有皇家加勒比邮轮、精致邮轮、伯曼邮轮、阿塔马拉邮轮、法国 CDF 邮轮五个品牌，并拥有合营公司途易邮轮 50% 的股权。定位高端的皇家加勒比邮轮旗下的六大品牌共运营 41 艘豪华邮轮，460 个多样化航线，涉及 7 个洲的 480 个目的地。公司还在 2014 年与国内 OTA 龙头携程合作成立了天海邮轮，正式进军中国市场。

图表 41：皇家加勒比入住率情况



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 42：皇家加勒比收入稳定增长



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 43：皇家加勒比豪华客房



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 44：皇家加勒比诱人美食



来源：公司官网、国金证券研究所

公司在上世纪 90 年代之后将市场逐渐定位于高端，公司的会员制度和忠诚计划为其积累了大量的高质量客户。公司旗下走高端路线的皇家加勒比、精致和阿塔马拉邮轮分别设置了皇冠金锚俱乐部、船长俱乐部以及 Le Club Voyage 三个会员项目。皇冠金锚俱乐部在全球范围内拥有 840 万会员，船长俱乐部和 Le Club Voyage 共有 290 万会员，整个集团旗下所拥有的会员共计 1130 万名会员。会员福利包括免费洗衣服务、免费网络、升级客房等级、私人专属甲板躺椅、邮轮导游等，会员可通过积分来提升会员等级。通过会员积分累计制度以及其他各项活动，公司有效提升了客户粘性和忠诚度。

- 渤海轮渡作为刚刚涉足邮轮产业的公司，自然在各方面与嘉年华和皇家加勒比有很大差距。但是我们依然可以从两家公司的发展中吸取到足够的经验。在公司发展的初期，渤海轮渡尽量与嘉年华、皇家加勒比等国际大公司错位竞争，把自己定位在中低端市场。同时，积极加大运力投放，引进新邮轮，在需求旺盛极度爆发的时期，运力供给的增加是很快能被相应需求所匹配的。

但不容忽视的是，渤海轮渡公司依然有着它所具有的独特优势。公司之前经营的是客滚业务，客滚业务客运方面与邮轮有类似之处，因此积累了一定的经营和管理经验。同时公司的客滚“烟大航线”也为公司拓展其他业务提供了稳定的现金流支撑。另一方面，作为具有国资委背景的公司，在资源调配和整合方面相比外资更胜一筹，从港口资源和旅行社资源本土企业还是更具优势。

“中华泰山号”——公司的转型起点

- 公司在传统的客滚业务方面的发展已经接近天花板，而且收入在一定程度上近年来受到宏观经济增速换挡的影响。因此公司从 2014 年开始积极向极具发展潜力的邮轮产业转型，探索新的发展方向。

2014 年公司以 2.7 亿元人民币的价格收购了歌诗达旗下邮轮在改装完成后命名为“中华泰山号”。“中华泰山号”总长 180.45 米，型宽 25.5 米，总吨位 2.45 万吨，拥有 1000 个客位，备有多达 400 多间欧式风格房间，并设有各色餐厅，以及大型免税店，立足于中国周边的亚洲国家开展邮轮业务。目前，“中华泰山号”主要运营上海至日韩、舟山至台湾、大连至日韩、青岛至日韩、青岛至台湾航线，相继获得了韩国和日本给予的免签证上岸许可。邮轮业务销售模式以旅行社包船运营为主、自营为辅。

图表 45：邮轮“中华泰山号”



来源：公司网站、国金证券研究所

同时公司在产业链整合方面，也颇费功力，以求建立与邮轮配套的完整设施和服务。旅行社方面，公司并购了渤海轮渡（青岛）国际旅行社有限公司，在香港成立。邮轮配套服务方面，引入外部资源提升自身服务水平，公司与澳门金马娱乐集团合作（公司占股 40%）在邮轮上设立娱乐项目。

图表 46：大型免税店



来源：公司网站、国金证券研究所

图表 47：豪华泳池



来源：公司网站、国金证券研究所

图表 48：儿童欢乐场



来源：公司网站、国金证券研究所

图表 49：水疗房



来源：公司网站、国金证券研究所

- **前事不忘后事之师，接本土地气定位中低端战略。**公司对国际邮轮商展开研究，定位中低端市场与其他强劲竞争对手展开错位竞争。我国邮轮市场尚处于发展初期，游客认知度有待提高，价格敏感性较强，但需求足够旺盛，中低端的定位有利于抢占市场。公司经营客滚运输业务所获得稳定现金流也为公司布局邮轮业务提供了的支撑。

“中华泰山号”韩国仁川加济州岛五日游单人最低价在 3400 元，豪华套房在 6000 元。同时邮轮的设置也很接本土地气，提供符合中国人的的口味，淡化减少酒吧、健身房等设置，而加大了对免税店、博彩等的投入。

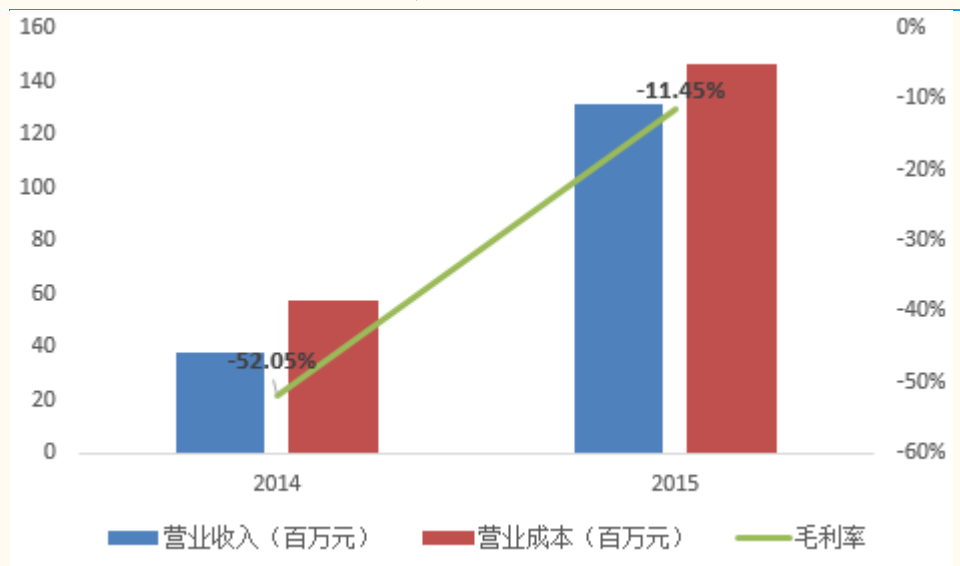
图表 50：“中华泰山”邮轮销售价格表

舱型(面积)		楼层	数量	第1、2人 市场价	同舱内 第3、4 人 市场价
内舱	标准内舱房 ISB2	2	11	1388	无
	标准内舱房 ISA2	3、4、5	41+32+13	1588	无
	三人内舱房 IS3	3、4	7+14	1588	800
	四人内舱房 IS4	3、4	3+5	1588	800
外舱海景房	标准外舱房 OWC2 (圆窗)	2	25	1788	无
	标准外舱房 OWB2 (方窗)	3、4、5	75+56+24	1888	无
	标准外舱房 OWA2 (方窗)	4	20	1988	无
	外舱三人房 OWB3 (圆窗)	2	3	1788	900
	外舱三人房 OWA3 (方窗)	3、4	17+30	1988	900
	外舱四人房 OW4 (方窗)	4	8	1988	900
套房	迷你套房二人 GS2	3、5	4+16	3088	无

来源：公司网站、国金证券研究所

- 邮轮板块收入增长可期，汇率稳定有望扭亏为盈。2015 年中华泰山号实现营收 1.31 亿元，同比增长 247%，毛利率-11.5%，较去年板块-52.1%的亏损大幅收窄，运营情况明显改善。目前公司的邮轮业务既处于培育期也处于高速发展期。2015 年中国邮轮市场收入达 45.3 亿，同比增长 35.2%，2016 年有望达到 60.8 亿元，增速为 34.2%。预计 2016 年公司的邮轮业务受益邮轮市场的高速增长，营业收入依然能够实现大幅增长。

图表 51：公司邮轮收入迅速增长，毛利率提升明显

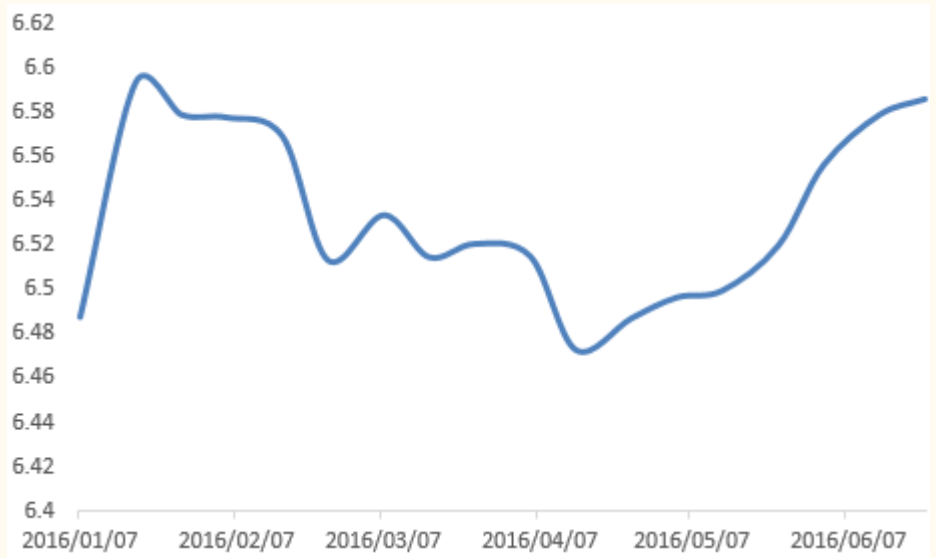


来源：公司年报、国金证券研究所

邮轮板块，公司 2015 年全年亏损 4406 万元，同比增加 2370 万元。主要是当年人民币对美元贬值幅度较大，公司 5840 万美元贷款产生汇兑损失

2188.66 万元，拉低了整体业绩。今年人民币对美元逐步企稳，6 月美元加息落空，预计会大幅降低公司的汇兑损失。

图表 52：2016 年美元/人民币汇率走向



来源：国金证券研究所

预计未来 3 年内公司可能通过购买二手邮轮、客滚船改装、寻找合作方等方式不断增加运力供给。随着中国邮轮市场的爆发式高速增长、公司航线运力的扩张、汇率企稳等因素共同推动，我们认为邮轮业务在未来可以实放量增长，为公司贡献更高的收入份额，并且实现利润输出。

盈利预测与估值

- 客滚运输业务：随着振兴东北的支持政策的逐步出台，预计东北经济今年探底，之后逐步企稳开始回升。从一季度数据来看，2016 年公司客滚收入仍处于回落阶段。烟连线属于成熟航线，收入保持稳定，假设 16-18 年收入同比变化分别为-2%、2%、2%。蓬旅线处于培育发展阶段，波动较大，随着区域经济回暖收入增速回升较快，假设 16-18 年收入同比变化分别为-10%、10%、10%。
- 邮轮业务：目前邮轮产业在中国呈现爆发式增长，需求十分旺盛，行业内估计国内邮轮旅客数量年均复合增长率 33%。随着中华泰山号邮轮业务逐渐磨合完成，航线区域稳定，假设给公司带来的营业收入 16-18 年每年增长 5%，相应的毛利率保持在 28%左右。同时公司邮轮业务增长主要依靠外延式增长，引进运力，在 17 年、18 年将分别引进两艘邮轮，预计也会带来相应的收入增长。
- 油价：目前油价虽然有反弹，却依然保持在低位，基本面不支撑 50 美元以上的油价，预计 2016 年油价依然呈整体下滑趋势，之后又小幅回升。假设公司燃料费 16-18 年同比变化-10%、5%、5%。

图表 53：渤海轮渡收入成本预测表

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
客滚运输收入	1054.42	1159.00	1070.01	1038.39	1006.52	1036.64	1068.36
同比增长 (%)	0.37%	9.92%	-7.68%	-2.96%	-3.07%	2.99%	3.06%
烟台-大连航线收入	934.71	996.58	913.01	899.66	881.67	899.30	917.29
同比增长 (%)	-0.53%	6.62%	-8.39%	-1.46%	-2.00%	2.00%	2.00%
蓬莱-旅顺航线收入	119.70	162.42	157	138.73	124.86	137.34	151.08
同比增长 (%)	7.99%	35.69%	-3.34%	-11.64%	-10.00%	10.00%	10.00%
客滚业务成本	750.85	838.13	794.28	729.23	726.95	765.87	809.42
同比增长 (%)	12.70%	11.62%	-5.23%	-8.19%	-0.31%	5.35%	5.69%
燃料费	320.34	338.98	278.77	213.58	192.22	201.83	211.92
同比增长 (%)	17.49%	5.82%	-17.76%	-23.38%	-10.00%	5.00%	5.00%
港口费	181.64	207.83	198.88	190.55	181.17	181.41	184.83
占票务收入比例	17.23%	17.93%	18.59%	18.35%	18.00%	17.50%	17.30%
船员工资	41.74	53.26	60.61	62.48	70.60	77.66	83.88
同比增长 (%)	13.39%	27.60%	13.80%	3.09%	13.00%	10.00%	8.00%
船舶折旧	80.10	98.29	98.36	114.37	125.81	138.39	152.23
同比增长 (%)	9.84%	22.71%	0.07%	16.28%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	127.03	157.65	139.76	148.25	157.15	166.57	176.57
同比增长 (%)	-1.45%	24.10%	-11.35%	6.07%	6.00%	6.00%	6.00%
客滚业务利润	303.57	320.87	275.73	309.16	279.57	270.77	258.94
客滚业务毛利率	28.79%	27.69%	25.77%	29.77%	27.78%	26.12%	24.24%
旅行社业务收入		5.53	6.23	7.43	8.92	10.70	12.84
同比增长 (%)			12.66%	19.26%	20.00%	20.00%	20.00%
旅行社业务成本		4.80	5.67	6.37	7.67	9.09	10.85
同比增长 (%)			18.13%	12.35%	20.37%	18.60%	19.29%
旅行社业务利润		0.73	0.56	1.06	1.25	1.60	1.99
旅行社业务毛利率		13.20%	8.99%	14.27%	14.00%	15.00%	15.50%
邮轮业务收入			37.77	131.24	137.80	384.69	663.93
同比增长 (%)				247.47%	5.00%	179.16%	72.59%
中华泰山号			37.77	131.24	137.80	144.69	151.93
同比增长 (%)				247.47%	5.00%	5.00%	5.00%
邮轮 A						120.00	126.00
同比增长 (%)							5.00%
邮轮 B						120.00	126.00
同比增长 (%)							5.00%
邮轮 C							130.00
邮轮 D							130.00
邮轮业务成本			57.44	146.24	103.35	356.18	563.83
同比增长 (%)				154.60%	-29.33%	244.63%	58.30%
中华泰山号			57.44	146.24	103.35	104.18	109.39
同比增长 (%)				154.60%	-29.33%	0.80%	5.00%
邮轮 A						126.00	90.72

同比增长 (%)							-28.00%
邮轮 B					126.00		90.72
同比增长 (%)							-28.00%
邮轮 C							136.50
邮轮 D							136.50
邮轮业务利润		-19.67	-15.00	34.45	28.51		100.10
邮轮业务毛利率		-52.08%	-11.43%	25.00%	7.41%		15.08%
主营业务收入	1054.42	1164.53	1114.01	1177.06	1153.24	1432.03	1745.13
同比增长 (%)		10.44%	-4.34%	5.66%	-2.02%	24.17%	21.86%
主营业务成本	750.85	842.93	857.39	881.84	837.97	1131.14	1384.10
同比增长 (%)		12.26%	1.72%	2.85%	-4.97%	34.99%	22.36%
营业利润	303.57	321.60	256.62	295.22	315.27	300.89	361.03
毛利率	28.79%	27.62%	23.04%	25.08%	27.34%	21.01%	20.69%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,166	1,117	1,183	1,153	1,432	1,745	货币资金	92	192	282	164	100	100
增长率		-4.1%	5.9%	-2.5%	24.2%	21.9%	应收款项	19	16	21	18	22	27
主营业务成本	-843	-857	-883	-838	-1,131	-1,384	存货	13	25	22	21	28	34
%销售收入	72.3%	76.7%	74.6%	72.7%	79.0%	79.3%	其他流动资产	1	22	2	2	2	3
毛利	323	260	301	315	301	361	流动资产	126	255	327	204	152	164
%销售收入	27.7%	23.3%	25.4%	27.3%	21.0%	20.7%	%总资产	4.4%	7.2%	8.9%	5.3%	3.6%	3.7%
营业税金及附加	-24	-2	-3	-2	-3	-3	长期投资	42	40	39	39	39	39
%销售收入	2.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	2,679	3,230	3,294	3,560	3,967	4,212
营业费用	-15	-16	-17	-16	-20	-24	%总资产	93.5%	91.2%	89.5%	93.3%	94.9%	94.7%
%销售收入	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	无形资产	16	16	20	12	22	31
管理费用	-41	-51	-46	-46	-54	-66	非流动资产	2,739	3,287	3,354	3,613	4,029	4,283
%销售收入	3.5%	4.6%	3.9%	4.0%	3.8%	3.8%	%总资产	95.6%	92.8%	91.1%	94.7%	96.4%	96.3%
息税前利润 (EBIT)	243	191	235	251	224	267	资产总计	2,864	3,543	3,681	3,817	4,181	4,447
%销售收入	20.8%	17.1%	19.8%	21.7%	15.6%	15.3%	短期借款	25	153	170	45	161	153
财务费用	-11	-16	-51	-27	-29	-34	应付款项	61	75	67	65	87	106
%销售收入	0.9%	1.4%	4.3%	2.4%	2.0%	1.9%	其他流动负债	11	24	25	87	94	101
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	97	252	262	197	342	360
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	150	536	524	534	544	554
投资收益	0	-10	-6	2	2	3	其他长期负债	28	39	49	48	48	48
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.4%	0.5%	0.6%	负债	275	827	836	779	934	962
营业利润	232	165	177	225	197	236	普通股股东权益	2,589	2,716	2,814	3,007	3,215	3,453
营业利润率	19.9%	14.8%	15.0%	19.5%	13.7%	13.5%	少数股东权益	1	0	31	31	32	32
营业外收支	80	111	68	120	170	170	负债股东权益合计	2,864	3,543	3,681	3,817	4,181	4,447
税前利润	312	275	245	345	367	406	比率分析						
利润率	26.7%	24.7%	20.7%	29.9%	25.6%	23.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-78	-77	-74	-90	-95	-105	每股指标						
所得税率	25.1%	27.9%	30.2%	26.0%	26.0%	26.0%	每股收益	0.485	0.413	0.355	0.530	0.563	0.623
净利润	233	199	171	255	271	300	每股净资产	5.378	5.641	5.846	6.246	6.679	7.173
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.724	0.669	0.767	0.623	0.606	0.692
归属于母公司的净利润	234	199	171	255	271	300	每股股利	0.150	0.150	0.130	0.130	0.130	0.130
净利率	20.0%	17.8%	14.4%	22.1%	18.9%	17.2%	回报率						
							净资产收益率	9.02%	7.33%	6.07%	8.48%	8.44%	8.69%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.15%	5.62%	4.64%	6.68%	6.49%	6.75%
							投入资本收益率	6.57%	4.00%	4.56%	5.06%	4.14%	4.66%
净利润	233	199	171	255	271	300	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	10.43%	-4.15%	5.90%	-2.54%	24.17%	21.86%
非现金支出	101	107	134	134	144	155	EBIT 增长率	9.38%	-21.25%	22.71%	6.87%	-10.82%	19.34%
非经营收益	11	21	61	-92	-141	-137	净利润增长率	10.22%	-14.79%	-14.16%	49.31%	6.35%	10.61%
营运资金变动	3	-5	3	3	17	15	总资产增长率	4.50%	23.68%	3.91%	3.69%	9.53%	6.37%
经营活动现金净流	349	322	369	300	292	333	资产管理能力						
资本开支	-241	-644	-194	-273	-390	-240	应收账款周转天数	5.2	4.9	4.8	4.7	4.7	4.7
投资	-10	-7	-5	0	0	0	存货周转天数	6.6	8.2	9.9	9.0	9.0	9.0
其他	0	0	-1	2	2	3	应付账款周转天数	18.6	17.7	17.7	17.8	17.8	17.8
投资活动现金净流	-251	-651	-200	-271	-388	-238	固定资产周转天数	777.0	891.6	999.6	1,046.7	882.8	744.3
股权募资	0	0	31	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-15	514	-15	-115	126	2	净负债/股东权益	3.22%	18.31%	14.48%	13.66%	18.62%	17.42%
其他	-77	-85	-144	-31	-94	-98	EBIT 利息保障倍数	23.1	11.9	4.6	9.2	7.8	7.9
筹资活动现金净流	-92	429	-128	-146	32	-96	资产负债率	9.58%	23.34%	22.70%	20.40%	22.33%	21.64%
现金净流量	6	100	42	-118	-64	0							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD