

公路治超主营大增、延伸多式联运提高成长空间

——渤海轮渡（603167）深度报告

2017年05月02日

强烈推荐/维持

渤海轮渡 | 深度报告

报告摘要：

受益公路治超、渤海湾客滚主业步入景气区间。921公路治超新规后，渤海湾货车客滚运输需求大幅上升。公司2017年1季度、2016年4季度公司收入分别上涨40%、27%，毛利润同比上涨71%、97%。

重卡产销大增、需求潜力持续释放、重卡轮渡高需求增速有望持续。17年一季度重型货车产销同比增长79.35%和93.02%。重型货车是渤海轮渡运输的主要车辆之一，轮渡需求高增速有望持续。

烟大海底隧道未纳入“十三五规划”，短期无建设必要。2009年以来，辽宁山东两地人大代表连续6年在全国两会上提交建设渤海海峡跨海通道的议案和提案。但该议案在2016、2017年两会只字未提，烟台大连的客流过小，在未来20年内尚无建设海底隧道的必要性，对渤海轮渡业务不构成实质性影响。

延伸多式联运、提高增长空间。公司与物流巨头深圳国资委下属“深国际”优势互补设立合资公司，建设“南北货运大通道”，打造渤海湾公水联运全程物流服务公司。合资公司以全程物流模式，打造渤海湾地区最专业的多式联运综合服务提供商，为公司打开新的增长空间。

催化剂：辽渔集团混改，提升想象空间。公司控股股东辽宁省大连海洋渔业集团于2016年10月公开出让20%股权，或引入战略投资者与公司客滚、邮轮、物流业务形成协同效应。

盈利预测与建议：我们认为公司受益于公路治超和内贸需求反弹，2017年业绩有望延续高增长态势。公司与深国际合作延伸多式联运业务，合资公司打开新的增长空间。预计公司17-19年EPS分别为0.78、0.89、0.96，对应P/E为14X、12X、11X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济增速低于预期、东北亚局势升级、渤海湾运力投入政策壁垒放宽

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,183.29	1,224.69	1,430.28	1,535.00	1,610.00
增长率(%)	5.90%	3.50%	16.79%	7.32%	4.89%
净利润(百万元)	170.95	226.20	374.37	429.65	466.43
增长率(%)	-13.91%	32.32%	65.51%	14.77%	8.56%
净资产收益率(%)	6.07%	7.43%	11.66%	12.33%	12.27%
每股收益(元)	0.35	0.46	0.78	0.89	0.96
PE	30.09	22.89	13.54	11.80	10.94
PB	1.80	1.69	1.58	1.46	1.34

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：闫海

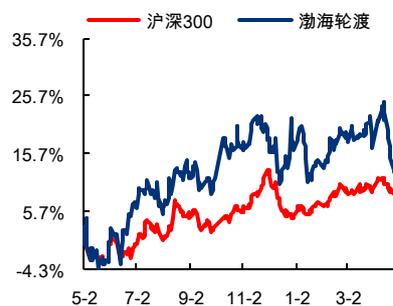
010-66554019

yanhai@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	10.46-9.26
总市值(亿元)	50.35
流通市值(亿元)	50.35
总股本/流通A股(万股)	48140/48140
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.68

52周股价走势图



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

1、《渤海轮渡（603167）：受益公路治超，高增长有望持续》2017-04-25

目 录

投资要点：一张图看懂渤海轮渡投资机会.....	4
1. 渤海湾客滚运输龙头，“一路两发”打造大型综合航运集团	5
2. 公路治超需求激增、主营迈入高景气区间	7
2.1 受益公路治超，收入大幅提升	7
2.2 政府管控、渤海湾客滚船运力供给刚性	9
2.3 “烟大隧道”未纳入“十三五计划”，中短期修建无望	10
3. 延伸多式联运，提高增长空间深国际强强联合，	11
3.1 与深国际成立合资公司，延伸上下游	11
4. 邮轮：业绩影响小，成长空间高	14
4.1 邮轮业务现状：管理水平大幅提升，短期低迷受东北亚复杂形势拖累	14
4.2 邮轮需求高增速：公司有望抓住黄金时期	16
5. 催化剂：混改预期共振中韩自贸区，	18
5.1 辽渔集团混改提供想象空间	18
5.2 提早布局中韩航线，受益中韩自贸区	18
7. 盈利预测及投资建议	21
8. 风险提示	21

表格目录

表 1：一张图看懂渤海轮渡投资机会	4
表 2：可比公司估值表	4
表 3：主要股东信息（2016）	5
表 4：各公司渤海湾在营客滚船队情况	6
表 5：公司经营船队情况	7
表 6：渤海轮渡客滚运输主要客户分类	7
表 7：公路治超政策追踪	9
表 8：交通部关于渤海湾地区运力控制文件	9
表 9：亚洲邮轮旅游主要航线	15
表 10：中资背景邮轮情况	17
表 11：主要股东信息（2016）	18
表 12：公司中韩航线	18
表 13：渤海轮渡布局中韩航线进程	19
表 14：中韩自贸区日程表	20
表 15：可比公司估值表	21
表 16：公司盈利预测表	22

插图目录

图 1: 渤海轮渡 PE Band	4
图 2: 渤海轮渡主营收入	5
图 3: 渤海轮渡各板块毛利润分布	5
图 4: 渤海轮渡市场占有率情况	6
图 5: 渤海湾客滚企业运力情况	6
图 7: “烟-连” 渤海湾黄金航线	6
图 8: 渤海湾主要客滚航线	6
图 9: 921 治超后公司毛利润同比大增（百万元）	8
图 10: 921 治超后车运量大增	8
图 11: 921 治超后重型卡车产量大增	8
图 12: 921 治超后重卡销量大增	8
图 13: 渤海轮渡与深国际强强联合	11
图 14: 深国际主营业务收入	11
图 15: 公路快运业务流程图	13
图 15: 中国零担货运能力（亿吨）	14
图 13: 中国运输物流行业发展阶段和趋势	14
图 17: 渤海轮渡邮轮业务的收入毛利情况	15
图 18: 邮轮船员结构与商船的区别	15
图 19: 2009-2020 年世界邮轮游客数及增长率	16
图 20: 2006-2016 年全球邮轮旅游客源地占比情况	17
图 21: 世界邮轮游客数量及增长率	17
图 22: 我国邮轮游客数及增长率	17
图 24: 中韩自贸区相关航线	19
图 25: 渤海国际轮渡 2016 年扭亏为盈	19
图 23: 渤海轮渡受益于中韩自贸区概念	19

投资要点：一张图看懂渤海轮渡投资机会

表 1：一张图看懂渤海轮渡投资机会

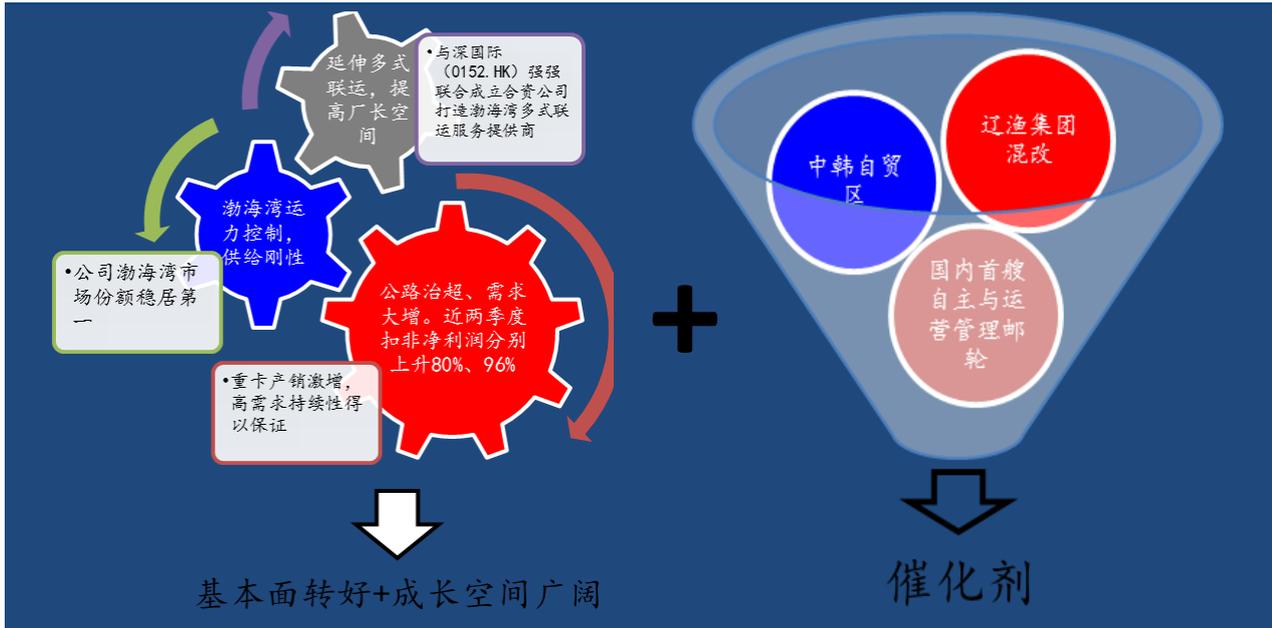
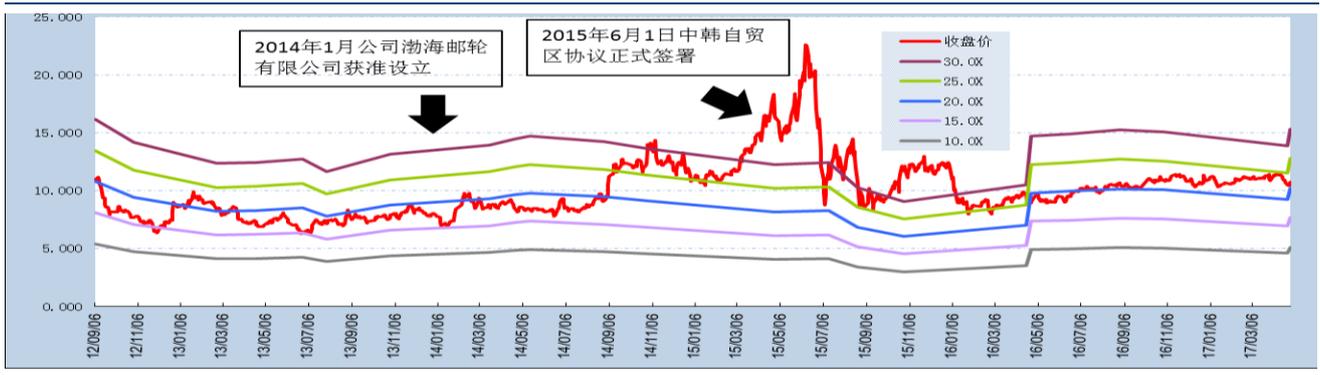


表 2：可比公司估值表

	EPS			每股净资产	P/E			P/B
	2016A	2017E	2018E	2017Q1	2016A	2017E	2018E	
渤海轮渡	0.46	0.78	0.89	6.53	23.41	13.81	12.10	1.65
海峡股份*	0.37	0.38	0.42	6.89	39.76	38.71	35.02	2.13
安通控股*	0.50	0.53	0.66	2.42	35.20	33.21	26.67	7.28
宜昌交运*	0.38	0.43	0.53	7.04	52.45	46.35	37.60	2.83

资料来源: Wind 东兴证券研究所, *:使用万得一致预期

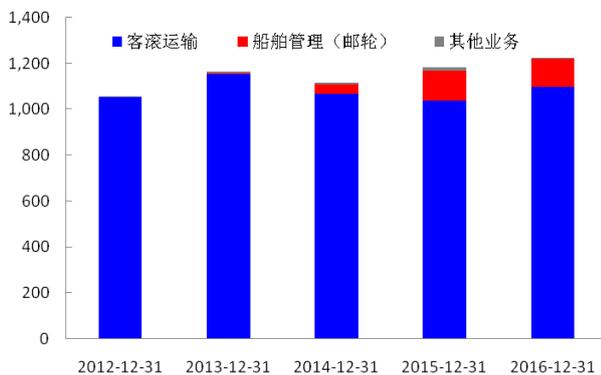
图 1：渤海轮渡 PE Band



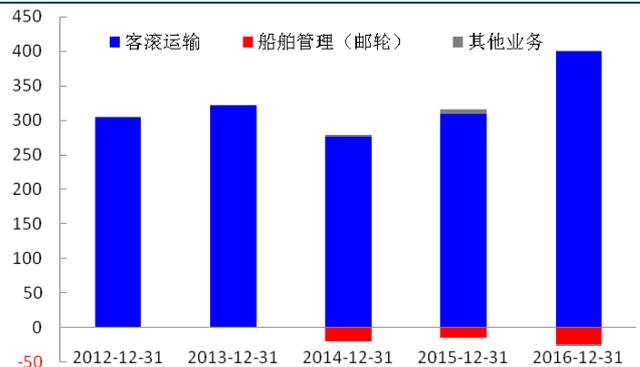
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1. 渤海湾客滚运输龙头，“一路两发”打造大型综合航运集团

山东渤海轮渡有限公司于 1998 年成立，2006 年进行股份制改造，成立山东渤海轮渡股份有限公司。2009 年公司更名为渤海轮渡股份有限公司，并于 2012 年 9 月正式上市。公司贯彻“一路两发”的发展战略，即以客滚运输为主打造中国东部沿海海上高速路，同时发展货滚运输和国际客货运输业务、发展国际邮轮产业。渤海轮渡股份有限公司主要经营烟台至大连、蓬莱至旅顺、龙口至旅顺的客滚运输。现有大型豪华客滚船 11 艘；一艘国际豪华邮轮“中华泰山”号。

图 2: 渤海轮渡主营收入


资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

图 3: 渤海轮渡各板块毛利润分布


资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

表 3: 主要股东信息 (2016)

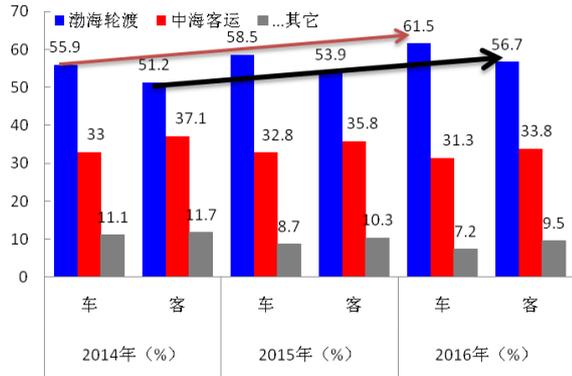
股东名称	持股比例
辽宁省大连海洋渔业集团公司 (辽宁省国资委 100%控股)	37.05 %
山东高速集团有限公司	4.45 %
其他流通股股东	58.5%

资料来源: wind 金融数据库, 东兴证券研究所

渤海湾客滚运输是公司的核心业务，对公司收入贡献在 90% 以上。渤海湾的特性带来了客滚船的独特优势，烟大线大大缩短了运输时间和距离。经过近 20 年的耕耘，公司已经稳居渤海湾龙头位置。

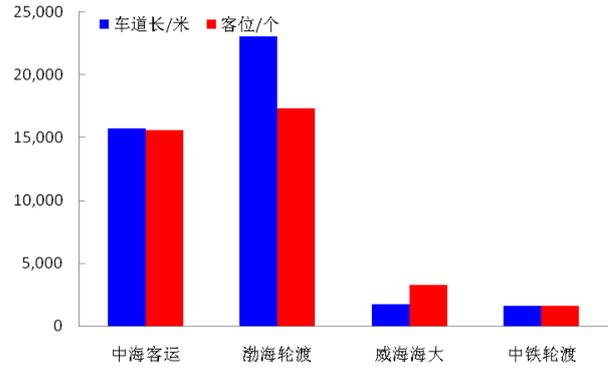
- ◆ **市场占有率稳居第一，龙头效应提高盈利能力。**随着 2015 年渤海钻珠、渤海明珠两艘新船交付，渤海轮渡在渤海湾客滚市场的龙头地位得到了进一步的增长。2014-2016 年公司在客运的市场份额从 51.2% 上升至 56.7%、车辆滚装的市场份额分别从 55.9% 上升至 61.5%。规模效应的作用下公司的毛利率从 2014 年的 26% 上升至 2016 年的 36%。
- ◆ **运力规模最大，船龄最年轻。**公司客滚船的平均船龄为 6.1 年，远低于行业内的其他竞争对手。船舶平均尺度高于其与竞争对手。车道线总长度 1.9 万米，高于行业第二 60%。

图 4：渤海轮渡市场占有率情况



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

图 5：渤海湾客滚企业运力情况



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 6：“烟-连”渤海湾黄金航线



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 7：渤海湾主要客滚航线



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

表 4：各公司渤海湾在营客滚船队情况

	船数	总客位	总车位	总车道线长度	平均船龄
渤海轮渡	9	16088	2024	19772	6.1
中海客轮	9	13142	1262	12279	11.2
威海海大	2	3186	180	1715	8.5
中铁	3	1576	0	1330	10.0

资料来源：网络资料整理，东兴证券研究所

表 5：公司经营船队情况

船舶名称	船舶种类	客位	车道线长度（米）	建造年份	航线
渤海玛珠	客滚	2300	2500	2015	烟-连
渤海钻珠	客滚	2300	2500	2015	旅-蓬
渤海银珠	客滚	1128	1800	2007	旅-蓬
渤海玉珠	客滚	1571	1993	2009	烟-连
渤海珍珠	客滚	1571	1993	2009	烟-连
渤海宝珠	客滚	1571	1993	2009	烟-连
渤海翡珠	客滚	1571	1993	2010	烟-连
渤海翠珠	客滚	2038	2500	2012	烟-连
渤海晶珠	客滚	2038	2500	2012	烟-连
渤海明珠	货滚	\	1800	1992	烟-连
渤海金珠	货滚	\	1800	2006	停航
K28 客箱船	客箱	800	150TEU	在建	中韩（烟台-平泽）
Stena 女神（租入）	客箱	516		2011	中韩（烟台-平泽）

资料来源：公司资料整理、东兴证券研究所

2. 公路治超需求激增、主营迈入高景气区间

2.1 受益公路治超，收入大幅提升

B 端客户对票价敏感度低，公路治超后贡献额外毛利。921 新规后公司 2017 年 1 季度、2016 年 4 季度公司收入分别上涨 40%、27%，毛利润同比上升 71%、97%，扣非净利润分别上升 98%、242%。初步估算，公司客滚船主营业务收入中货车、小轿车、乘客的收入分别占约为比 60%、10%和 30%。根据乘客需求不同，公司采取差异化的定价策略。小型轿车与散客主要是 C 端客户，对价格敏感性较高，这部分采取固定的定价策略，不随供需调整，对公司业绩贡献较为稳定。而以货车为代表的物流公司为 B 端客户，B 端客户更重视供应链的时效性，对舱位可靠性的重视要超过价格因素。对于这部分客户，公司会根据供需情况调整票价。对于部分大型客户，公司会与只签订长期合同，优先保证这部分客户的舱位同时收取一定的溢价。

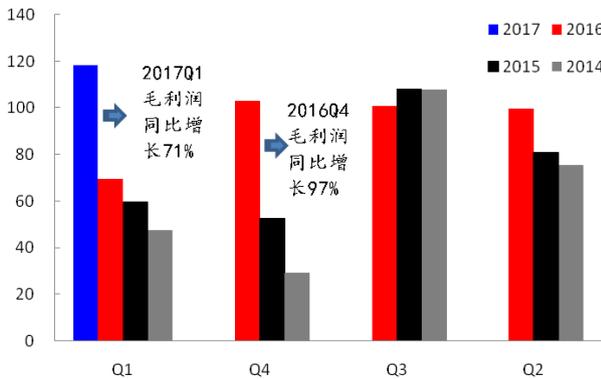
表 6：渤海轮渡客滚运输主要客户分类

客户种类	收入占比估算	票价	客户重视度
C 端客户：物流公司 （货车）	60%	随供需情况而定	价格
B 端客户：小型轿车 （6 米以下）	10%	固定票价	价格
B 端客户：乘客	30%	固定票价	舱位

资料来源：网络资料、东兴证券研究所

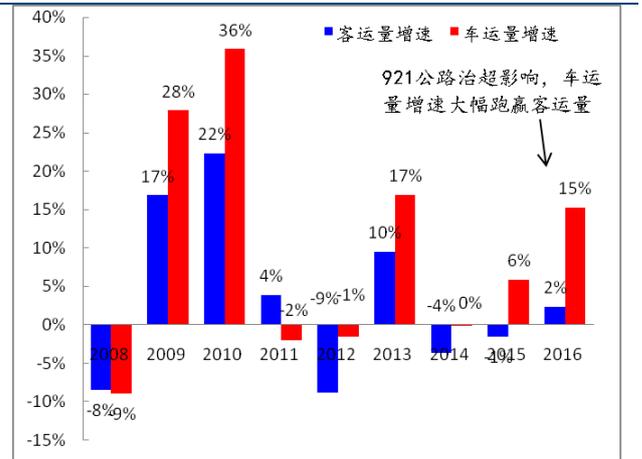
- ◆ **921 治超后，车辆运输量价齐升。**受治超影响，车辆运输需求激增。2016 年全年，公司客滚运输车运量完成 67.5 万辆次，同比增长 15.3%；客运量完成 247.9 万人次，同比增长 2.4%。车辆运输量增速大幅超过客运量增速。
- ◆ **重卡产销量增加保证客滚运量持续性。**治超后，卡车供应不足，卡车产销大幅增加。据中汽协数据显示，2017 年一季度重型货车产销 27.79 万辆和 28.40 万辆，同比增长 79.35%和 93.02%，销量接近翻番。重型货车是渤海轮渡运输的主要车辆之一，我们认为重卡销量增加可以打破卡车运力的限制，轮渡需求高景气有望持续。

图 8: 921 治超后公司毛利润同比大增（百万元）



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

图 9: 921 治超后车运量大增



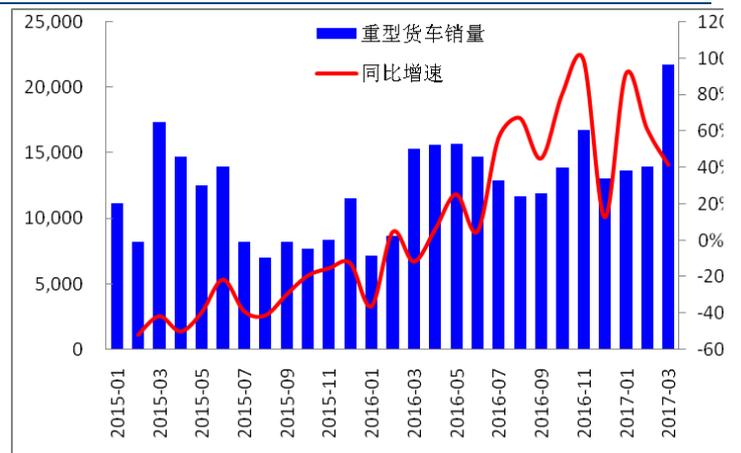
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 10: 921 治超后重型卡车产量大增



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

图 11: 921 治超后重卡销量大增



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

表 7：公路治超政策追踪

时间	政策	发布机构	主要内容
2016.7.12	关于进一步做好货车非法改装和超限治理	交通运输部、工业和信息化部、公安部、工商总局、质检总局	加强对货车生产、改装、销售和道路货物运输的全过程监管，通过深入持续的综合治理，基本杜绝货车非法改装现象基本消除高速和国省干线公路超限超载农村公路超限超载得到有效遏制，公路网整体安全保障水平进一步提升。
2016.8.10	车辆运输车治理工作方案	交通运输部、工业和信息化部、公安部、工商总局、质检总局	全面部署车辆运输车治理工作，规范车辆运输车的使用和管理，保障道路交通安全，推进汽车整车物流行业健康发展
2016.8.18	整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案	交通运输部办公厅、公安部办公厅	通过开展专项整治行动，统一超限超载执法标准，严厉打击公路货车违法超限超载，强行冲卡等突出违法行为，有效预防货车道路交通事故，依法保护公路路产路权，为群众出行创造安全畅通的交通环境
2016.9.13	关于进一步做好货车非法改装和超限治理	交通运输部、工业和信息化部、公安部、工商总局、质检总局	加强政策落实，细化工作部署，全面推进车辆运输车治理工作，确保治理工作取得成效。
2016.9.21	超限运输车辆行驶公路管理规定	交通运输部、工业和信息化部、公安部、工商总局、质检总局	统一了超限认定标准，明确了治超处罚自由裁量权，明确了货运源头管理措施以及违法信息登记抄报和处理反馈制度。

资料来源：东兴证券研究所

2.2 政府管控、渤海湾客滚船运力供给刚性

渤海湾客滚船不再批准新增运力，运力供给刚性。11.24 大舜号沉船事故后，为保证航行安全，防止企业恶性竞争引发安全隐患，交通部加大了对渤海湾客滚运力的审批力度。交通运输部安全生产委员会办公室于 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”。对新增运力进行宏观调控的主要目的是避免恶性竞争，限制新的客滚运输企业进入渤海湾市场，同时培育现有企业稳健发展，维护现有企业的效益和稳定性。

表 8：交通部关于渤海湾地区运力控制文件

时间	条例
2002	禁止客滚运输企业从国外引入二手船舶，只允许建造或购买新船从事客滚运输。
2008	《中华人民共和国水路运输管理条例》、《水路运输管理条例实施细则》规定在国内设立水路运输企业或者以运输船舶经营沿海、内河省际运输的，应当申报交通运输部批准；
2009年5月31日	《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”。对新增运力进行宏观调控的主要目的是避免恶性竞争，限制新的客滚运输企业进入渤海湾市场，同时培育现有企业稳健发展，维护现有企业的效益和稳定性。

资料来源：交通部网站，东兴证券研究所

2.3 “烟大隧道”未纳入“十三五计划”，中短期修建无望

烟台大连海底铁路隧道的建设作为烟大航线客滚船的替代品，一直被视为潜在客滚船运输威胁。我们认为烟台大连海底隧道这一超级工程除了地震带、换气等技术性问题以外，更重要的问题在于烟大线的客流量不足以支持这个项目的开工。通过追踪该项目近期的审批规划项目，我们认为中短期内该项目不会开工。

- ◆ **烟大海底隧道项目一直未能在国务院正式立项。**烟大海底隧道项目重新成为热议焦点，并进入决策层关注视线是从2009年开始。自2009年以来，辽宁山东两省的多名人大代表、政协委员多次在全国两会上提交建设渤海海峡跨海通道的建议和提案。在去年及今年刚刚召开的两会中关于该项目的消息却只字未提，因此我们推断该项目可能已被实质性否决。
- ◆ **并未纳入“十三五”编制，审批预期数年内已成不可能。**2015年1月大众网的报道显示，时任山东省发改委主任、现任山东副省长的张务锋当时透露，国务院领导同志在听取“十三五”规划编制情况汇报时明确指出，今后重大项目未列入规划的一律不予审批。由此来看，该项目几年内的审批预期已成为不可能。
- ◆ **“烟大隧道”方案仅可供铁路联通，收入回报不达标。**当前烟大隧道方案的需求与收入预测是根据投资金额倒推计算，项目预计每年收入200亿元。按照年返利8%计算，12年收回成本。跨海通道战略规划研究项目组还称预测到2020年，渤海海峡间潜在客流量需达3亿人次左右，假设跨海通道承担60%-80%的比例，客流量也将达到1.8亿-2.4亿人次。北京交通大学的教授赵坚认为京沪高铁开通三年客流量才突破2亿人次，大连和烟台之间客流不可能超过京沪线。烟大海底隧道50年以后或许能有比较大的需求，所以应该20年以后再来讨论具体方案。

表 4：烟大海底隧道工程设计基本资料

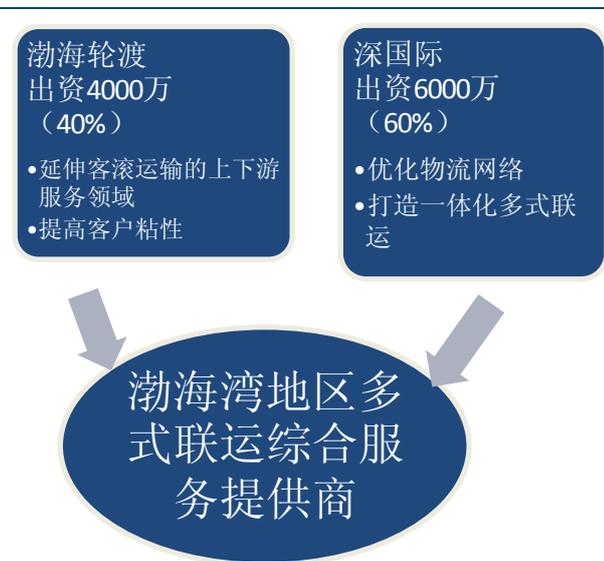
隧道全长	123 公里
修建方式	海底深埋 80 米左右
使用寿命	120 年
运行方式	高铁/动车
预计建造时间	10 年
通行时长	40 分钟
隧道深度	平均 20-30 米，最深 70 米
总投资	2600 亿人民币

资料来源：根据网络资料自行整理，东兴证券研究所

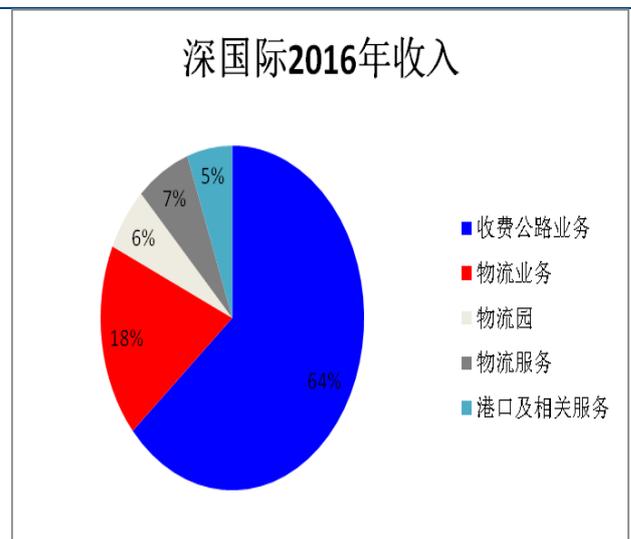
3. 延伸多式联运，提高增长空间深国际强强联合，

3.1 与深国际成立合资公司，延伸上下游

渤海轮渡股份有限公司于 2016 年 12 月 17 日发布公告拟于深圳国际控股(0152.HK) 有限公司以现金出资，合资设立有限责任公司，合资公司主要依托烟台至大连的黄金水道着力发展公水联运业务，搭建公转水接驳体系、会员体系、联运信息平台体系、标准化体系和物流周边体系。

图 12：渤海轮渡与深国际强强联合


资料来源：公司资料，东兴证券研究所

图 13：深国际主营业务收入


资料来源：公司网站，东兴证券研究所

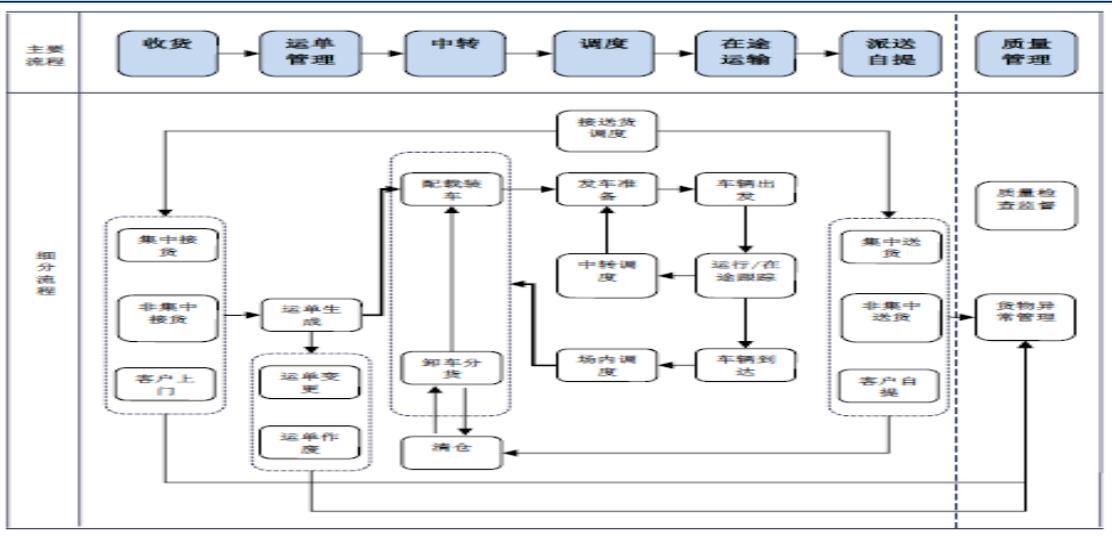
两大平台联手，提供品牌优势。深国际有限公司是深圳市国有企业八大产业集团之一，由深圳市国资委控股（44.26%）并在香港联合交易所主板上市（0152.HK）。深国际以珠三角、长三角和环渤海地区为主要战略区域，通过投资并购重组整合重点介入城

全程物流打通“南北货运”大通道，成长空间巨大

合资公司计划围绕“振兴东北工业基地”、“一带一路”国家战略，重点依托“烟台至大连黄金水道”，创造“联运服务平台+”的多式联运一体化运营模式。通过信息化管理手段和实体物流服务，整合多式联运资源，发挥烟台、大连的综合交通枢纽作用，建设“南北货运”大通道，目标成为渤海湾地区最专业的多式联运综合服务提供商。

- ◆ **依托公水联运资源，降低空载率。**公路快运业务的流程如下图所示，目前零担运输由于市场集中度不足、车主货主之间存在互不信任的问题，空载率过高、网络优化仍有很大空间。公司有望结合深国际在华东东北地区的物流资源和渤海轮渡的公水联运体系，为快运企业提供回程货的配载装车服务、优化物流网络，提高物流效率。

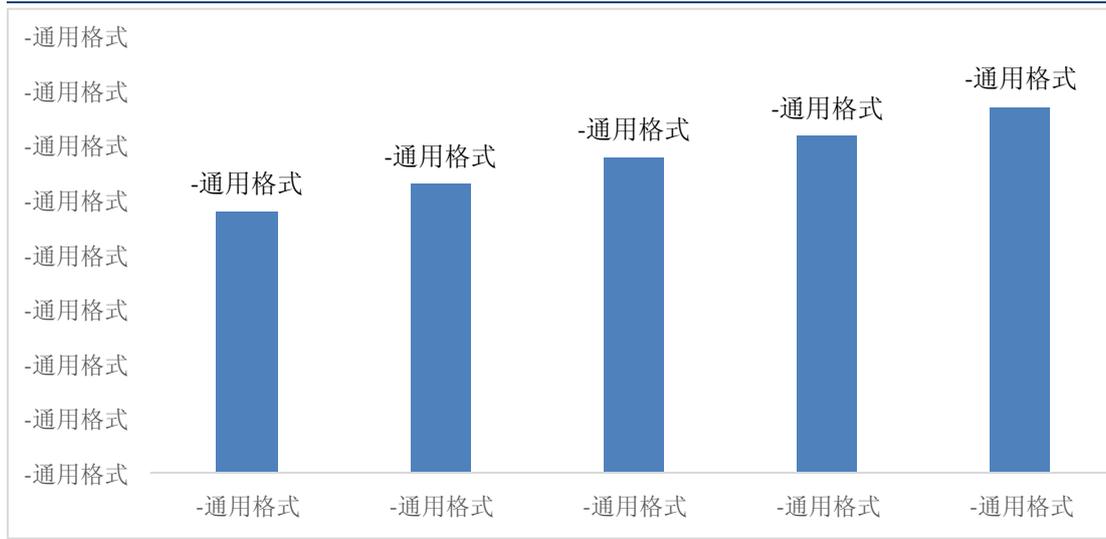
图 15：公路快运业务流程图



资料来源：德邦物流、东兴证券研究所

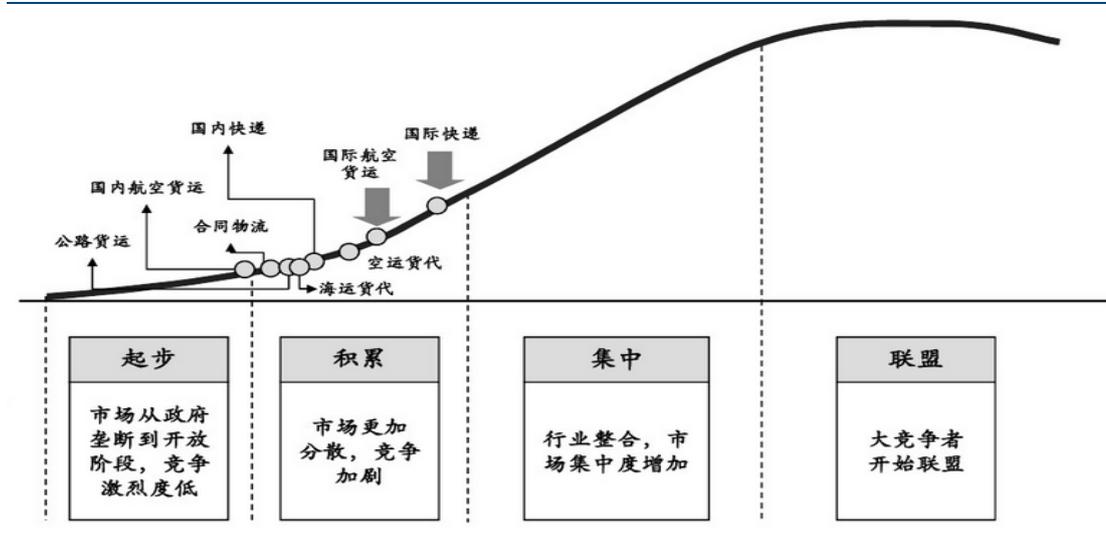
- ◆ **借公路快运整合东风，合资公司有望整合山东辽宁快运资源。**中国内地公路零担物流企业约有 78 万家，并且每年以 15% 左右的速度增长，总数量超过其他国家零担企业数量的总和，很多零担企业只凭一部电话一辆车，靠价格战竞争生存，我国公路零担物流前 20 名所占的市场份额不到 2%。相比之下，美国前五大零担公路运输公司，垄断了美国 60% 的市场份额。我国大部分中小零担物流企业短期行为明显，杂乱的行业环境让很多企业不愿为了企业长远发展考虑，投入大量资金改善管理流程，提高物流服务质量。整个行业服务呈同质化态势，价格成为吸引货源的主要筹码。在经过激烈的市场竞争之后，中国公路零担货运市场正在进入集中阶段。合资公司依托渤海轮渡与深国际的平台资源，有望进一步整合山东辽宁等地的快运企业。

图 16:中国零担货运能力（亿吨）



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 17:中国运输物流行业发展阶段和趋势



资料来源：《中国运输物流行业发展展望（2010-2015）》，东兴证券研究所

4. 邮轮：业绩影响小，成长空间高

4.1 邮轮业务现状：管理水平大幅提升，短期低迷受东北亚复杂形势拖累

邮轮短期亏损对业绩影响有限。2016年下半年起受“萨德事件”、台湾绿营上台等因素影响，韩国、台湾航线需求下滑，2016年下半年公司邮轮毛利率受一定影响。2016年全年邮轮贡献毛利为负2400万，而核心业务客滚船运输贡献毛利4亿，邮轮短期亏损对公司业绩不构成实质性影响。

开辟海南越南航线，摆脱对中日韩航线的依赖。为了摆脱对中日韩航线的依赖，同时抓住海南省政府大力发展国际邮轮的战略机会，公司 2017 年 1 月 6 日至 3 月 31 日，以自有船舶“中华泰山”号邮轮运营海口至越南航线，分别为海口至越南岘港、海口至越南下龙湾航线，预计共 36 个航次。公司开辟海口至越南航线有利于公司拓展相关经营领域，丰富利润增长点，可以有效减少东北亚地缘政治因素对需求的影响，同时增加了淡季时公司邮轮航线的选择面。

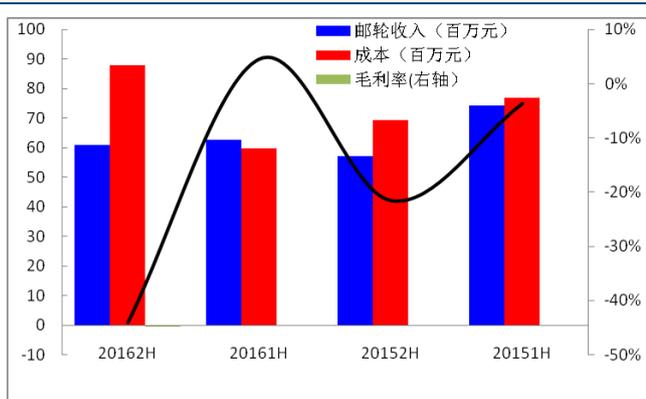
表 9: 亚洲邮轮旅游主要航线

目的地区域	邮轮航线	最佳航期
亚洲区域	印尼、菲律宾、马来西亚岛屿航线	全年
	中国大陆及香港、台湾航线	4-11 月
	日本、韩国航线	5-11 月
	越南、泰国、新加坡航线	全年
	印度、斯里兰卡、马尔代夫航线	全年

资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

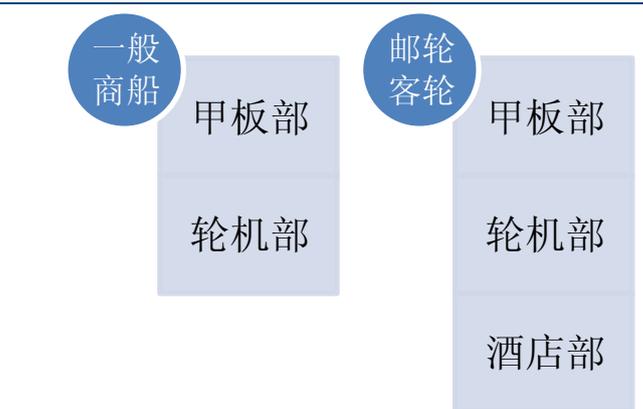
客滚船转型邮轮有天然优势，管理水平上升。2014 年下半年渤海轮渡开启邮轮业务后管理运营水平显著提高，运营成本大幅下降，2016 年上半年毛利首次由负转正。**船舶与船员管理是邮轮公司的核心竞争力**，与传统商船不同，客滚船与邮轮在船员管理上，除了需要有甲板部、轮机部的专业人员以外，还有专门的酒店部门、负责对旅客的服务。我国邮轮专业服务人员紧缺，酒店部人员的服务水平对客户体验度有着重要影响。因此渤海轮渡从客滚船转型邮轮时，在酒店部人员的培训安排上有着独到的优势。渤海轮渡可以将客滚船上表现优异的船员调配到邮轮上，不仅有丰富的优质船员供应，也为酒店部的人员提供了合理的上升通道。

图 18: 渤海轮渡邮轮业务的收入毛利情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 19: 邮轮船员结构与商船的区别



资料来源: CEIC 东兴证券研究所

4.2 邮轮需求高增速：公司有望抓住黄金时期

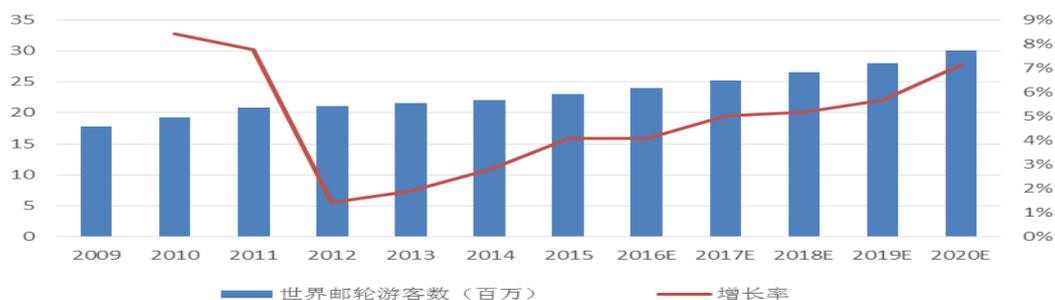
邮轮需求保持高增速。根据世界邮轮协会（CLIA）的最新数据，自上世纪 80 年代以来，邮轮行业以年均 8.2% 的复合增长率快速增长。1996-2015 年期间，全世界邮轮旅游人次从 626 万人次增长到 2300 万人次，增速近 270%，2016 年全年更有望达到 2400 万次。根据全球权威邮轮机构与组织（PSA、CLIA、ECC）预测，到 2020 年全球邮轮乘客将达到 3000 万人次的规模。

邮轮市场东移，为亚洲邮轮创造机会。近年来，世界邮轮巨头纷纷把重点目标瞄向亚洲市场，尤其是中国市场。邮轮市场“东移”特征凸显，亚洲以及大洋洲的邮轮游客人次增速远超欧美地区。2010-2015 年期间，欧美地区邮轮游客数占全球市场的份额由 80% 下降到 75%，而亚太地区的占比则由原来的 1.2% 增长到 7%，尤其是中国邮轮旅游游客数，年均增长率达 30% 以上，远高于世界平均增长率 8%。根据 2017 年 1 月 18 日中国交通运输协会邮轮游艇分会统计快报数据显示，2016 年我国邮轮出境旅客达 212.26 万人次，首次突破 200 万人次，同比增长 91%。

中国邮轮市场飞速发展，成长空间巨大。我国邮轮旅游渗透率仍不足 0.10%，相比美国 3.5%、澳洲 3.4% 的渗透率，未来成长空间巨大。根据 CLIA 数据：在 2016 年亚洲所有港口访问次数中，增长最大的目的地是日本（880 次）、其次是中国（550 次）；自 2012 年中国的邮轮游客增加了近 80 万，年平均复合增长率达 66%，是亚洲市场游客增长的主要推动力；2015 年来自中国大陆地区的邮轮游客约 100 万人，占全部 210 万亚洲游客近一半的量。

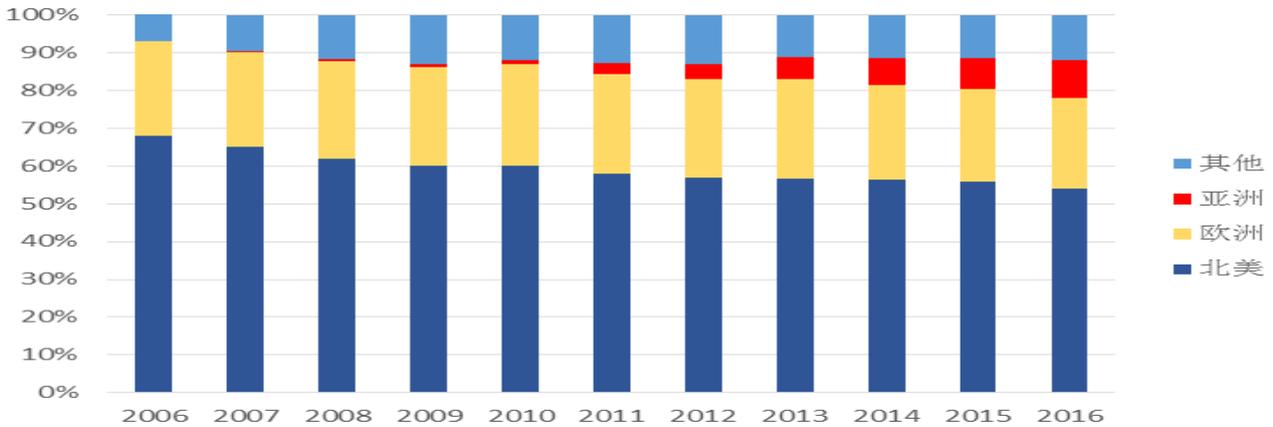
人口老龄化趋势加重，家庭出游意愿加强，刺激邮轮经济需求端。邮轮游备受中老年游客的青睐，中老年游客和亲自家庭游客目前成为邮轮游的主要受众，我国人口老龄化趋势加大，家人或好友的旅游需求也在迅速兴起。CEIC 资料显示，全球邮轮游客平均年龄为 55 岁，62% 的人为 50 岁以上的人群。此外根据驴妈妈数据，2016 年驴妈妈邮轮亲子游客占总人数近 4 成，同比增长 53%，同时在 2016 邮轮亲子游中，3 人以上的全家出游占将近 80%。中国旅游研究院居民出游意愿调查显示家庭旅游占比 60%。以上因素都将为我国邮轮经济的需求端提供较大的刺激。

图 20：2009-2020 年世界邮轮游客数及增长率



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图 21:2006-2016 年全球邮轮旅游客源地占比情况



资料来源: 中国交通运输协会, 东兴证券研究所

图 22:世界邮轮游客数量及增长率



资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

图 23:我国邮轮游客数及增长率



资料来源: CEIC 东兴证券研究所

表 10: 中资背景邮轮情况

船名	运营时间	船东	管理公司
中华泰山号	2015 年	渤海轮渡	渤海轮渡管理公司(中资)
钻石辉煌号	2016 年	太湖旅行社	钻石邮轮(中资)
海娜号(2016 年退出)	2013 年	海航集团	委托丽星邮轮运营
天海新世纪	2015 年	携程旅行社	委托皇家加勒比邮轮管理

资料来源: 东兴证券研究所

5. 催化剂：混改预期共振中韩自贸区，

5.1 辽渔集团混改提供想象空间

辽渔集团是公司的实际控制人。辽宁省大连海洋渔业集团公司持股 37.05%，第二大股东为山东高速集团有限公司，持股比例 4.45%，其余股东均持股不到 1%。公司实际控制人为辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会。

辽渔集团开启混改步伐，公司作为集团唯一上市平台有望受益。2016 年 10 月 27 日，沈阳产权交易所发布公告，开放出让辽渔集团 20% 的股权，推进混合所有制改革。除控股渤海轮渡外，辽渔集团旗下业务包含海洋捕捞、港口服务、水产品加工交易、冷藏物流、船舶修造等。作为集团唯一上市平台，渤海轮渡在混改中有望发挥上市公司平台的优势作用，助力辽渔集团混改。

表 11: 主要股东信息 (2016)

股东名称	持股比例
辽宁省大连海洋渔业集团公司 (辽宁省国资委 100%控股)	37.05 %
山东高速集团有限公司	4.45 %
其他流通股股东	58.5%

资料来源: wind 金融数据库, 东兴证券研究所

5.2 提早布局中韩航线，受益中韩自贸区

提早布局中韩航线。渤海轮渡已于 2013 年布局中韩货滚航线。公司与烟台港、韩国 HANARO 公司等韩方企业共同成立烟台渤海国际轮渡有限公司，经营烟台-平泽航线。渤海国际轮渡通过三年的努力，航线配置、货源整合能力大幅提高，于净利润 2016 年扭亏，实现净利润 529 万。渤海国际轮渡现经营 150TEU 客箱船一艘，在建船舶 K22 (800TEU 客箱船) 交付后也将投入该航线运营，公司收入利润有望进一步增加。

表 12: 公司中韩航线

公司名称	公司持股	主营业务	2016 年净利润
烟台渤海国际轮渡有限公司	30%	国际客货班轮运输	529 万
烟台 FERRY 株式会社	30%	海运代理	5.62 万

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

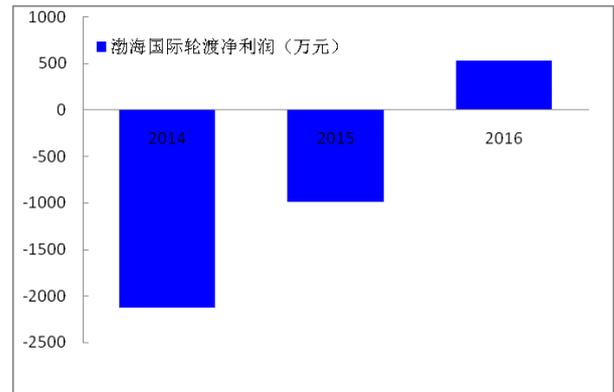
中韩自贸区对中韩航线影响深远。短期内中韩受“萨德部署”、朝韩问题困扰，中韩自贸区进展暂缓。我们认为中韩自贸区长期来看有利于中韩双方发展，未来将是大势所趋。中韩贸易量、自贸区的政策对中韩航线的运营有着深刻影响。未来中韩关系改善，中韩自贸区实质落地后公司中韩航线将显著受益。2015 年 6 月 1 日中韩自贸区协定正式签署，公司股价一周内涨幅达 14%。

图 24:中韩自贸区相关航线



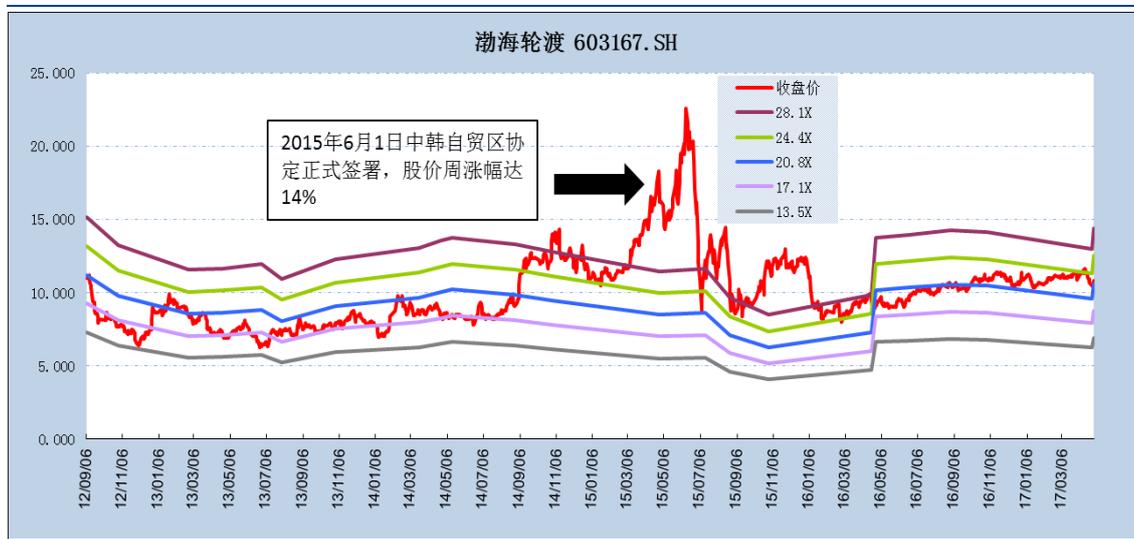
资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

图 25:渤海国际轮渡 2016 年扭亏为盈



资料来源: CEIC 东兴证券研究所

图 26: 渤海轮渡受益于中韩自贸区概念



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 13: 渤海轮渡布局中韩航线进程

时间	进展
2013 年 2 月	烟台渤海国际轮渡有限公司成立, 公司持股 30%。主要经营烟台至韩国平泽航线的客滚运输并于 14 年 7 月开通开航线, 标志公司正式进军国际客滚运输业务
2014 年 5 月	与世界一流的滚装船运输公司 Stena RoRo 与渤海轮渡签订租船合同, 租出 1 艘 24400 总吨大型豪华客滚船“Stene Egeria”号
2014 年 7 月	在烟台至平泽全场 273 海里的航线上每周往返 3 个班次。对此这次合作, Stena RoRo 首席执行官 Per Westling 表示这是 Stena RoRo 与中国运营商达成的首份客滚船租约, 是其公司计划在中国市场加强自身存在的完美体现。
2015 年 9 月 12 日	公司控股的渤海国际轮渡 (香港) 有限公司与黄海造船厂签订了造船合同, 将建造一艘中韩航

线 800 客位客货滚装船“海蓝鲸”号，新船上线后有望成为中韩航线的新一代客货标准船型；为中韩自贸区发展起到桥梁纽带的重要作用

2016 年 4 月 19 日 Stene Egeria 号期租转光租，标志着该船的船舶管理将由渤海轮渡负责

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 14: 中韩自贸区日程表

日期	进程
2012 年 5 月	中韩两国于 2012 年 5 月启动 FTA 谈判，2014 年 11 月两国首脑在北京宣布结束实质性谈判，2015 年 2 月两国初步签署英文版协定。
2015 年 5 月 26 日	韩国总统发言人闵耿显的话报道，在总统朴槿惠主持召开的内阁会议上，批准了与中国之间的自贸协议。
2015 年 6 月 1 日，	中国商务部部长高虎城和韩国产业通商资源部长官尹相直在韩国首尔正式签署中韩自贸协定。根据协定内容，包括产自开城工业园区的产品在内的共 310 项品目获得韩国原产资格，这些品目在中韩 FTA 生效后可立刻享受关税优惠。中国将在最长 20 年内实现零关税的产品达到税目的 91%、进口额的 85%，韩国零关税产品达到税目的 92%、进口额的 91%。
2016 年 4 月 15 日	中韩自贸区地方经济合作研究中心 15 日在山东威海成立。该研究中心能为中韩地方经济合作提供智力支持，并推动中韩自贸区地方经济合作示范区建设。
2016 年 6 月 28 日	李克强同韩国国务总理黄教安举行会谈，希望双方进一步深化自贸区建设；推进联合研究与创新创业合作，加快建设成都中韩创新创业园，围绕汽车、机器人、平板显示新材料、信息通讯等重点产业，拓展产业链高端合作；加强金融互联互通，支持跨境电商发展；促进文化产业合作。
2016 年 7 月 14 日	中韩自贸区第十二轮谈判在韩国举行。中国商务部部长助理王受文和韩国通商产业资源部部长助理禹泰熙分别率团谈判。此轮谈判，双方就货物贸易、服务贸易、投资、原产地规则、贸易救济、技术性贸易壁垒、卫生和植物卫生措施、知识产权等领域开展了磋商。
2016 年 7 月 8 日	韩国宣布将在驻韩美军基地部署“萨德”导弹防御系统，自贸区谈判搁置。

资料来源：网络资料东兴证券研究所

7. 盈利预测及投资建议

渤海轮渡兼有客运、货运业务，并向邮轮旅游、多式联运业务延伸。客运公司转型旅游、货运公司转型多式联运是近三年交运企业的新动向。行业内客运涉足旅游行业的交运公司海峡股份、宜昌交运 16 年市盈率在 40 倍-52 倍之间。同样受益于公路治超的集装箱多式联运公司安通控股 16 年市盈率也在 35 倍。参考行业内可比公司海峡股份（琼州海峡客滚运输+旅游），安通控股（内贸集装箱运输+多式联运），宜昌交运（水上运输+旅游）我们认为渤海轮渡（滚装船运输+邮轮旅游+公水多式联运）16 年 23 倍的估值处于低估状态。

我们认为公司受益于公路治超和内贸需求反弹，2017 年业绩有望延续高增长态势。公司与深控股合作延伸多式联运业务，合资公司在贡献额外业绩的同时有利于提高渤海轮渡的运营效率，打开新的增长空间。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.78、0.89、0.96，对应 P/E 为 14X、12X、11X，维持“强烈推荐”评级。

表 15: 可比公司估值表

	EPS			每股净资产		P/E		P/B
	2016A	2017E	2018E	2017Q1	2016A	2017E	2018E	
渤海轮渡	0.46	0.78	0.89	6.53	23.41	13.81	12.10	1.65
海峡股份*	0.37	0.38	0.42	6.89	39.76	38.71	35.02	2.13
安通控股*	0.50	0.53	0.66	2.42	35.20	33.21	26.67	7.28
宜昌交运*	0.38	0.43	0.53	7.04	52.45	46.35	37.60	2.83

资料来源：Wind 东兴证券研究所

*:使用万得一致预期

8. 风险提示

- 1、经济增速低于预期；
- 2、渤海湾政治形势升级
- 3、渤海湾运力投入政策壁垒放宽

表 16: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	327	452	586	715	836	营业收入	1183	1225	1430	1535	1610
货币资金	282	384	429	583	696	营业成本	883	852	904	913	932
应收账款	18	22	71	38	40	营业税金及附加	3	9	5	5	5
其他应收款	3	4	5	6	6	营业费用	17	21	25	22	23
预付款项	2	3	4	5	6	管理费用	46	56	57	61	64
存货	22	37	32	33	33	财务费用	51	48	14	12	11
其他流动资产	0	2	10	14	16	资产减值损失	0.08	35.22	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	3354	3369	3554	3735	3916	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	39	39	39	39	39	投资净收益	-5.74	0.66	0.00	0.00	0.00
固定资产	3240.65	3075.64	2957.78	2839.71	2721.52	营业利润	177	203	425	521	575
无形资产	2	2	2	2	2	营业外收入	67.87	127.96	122.00	107.00	107.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.16	0.17	0.17	0.17	0.17
资产总计	3681	3821	4139	4450	4752	利润总额	245	331	547	628	682
流动负债合计	262	662	404	442	448	所得税	74	104	173	198	215
短期借款	130	264	0	0	0	净利润	171	226	374	430	466
应付账款	41	53	56	45	46	少数股东损益	0	4	0	0	3
预收款项	8	11	15	19	24	归属母公司净利润	171	222	374	430	463
一年内到期的非	40	266	266	266	266	EBITDA	362	389	563	657	710
非流动负债合计	573	106	441	441	441	BPS (元)	0.35	0.46	0.78	0.89	0.96
长期借款	524	58	394	394	394	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	836	768	846	884	890	成长能力					
少数股东权益	31	61	61	61	64	营业收入增长	5.90%	3.50%	16.79%	7.32%	4.89%
实收资本(或股	481	481	481	481	481	营业利润增长	7.50%	14.41%	109.71%	22.52%	10.31%
资本公积	1063	1063	1063	1063	1063	归属于母公司净利	68.30%	14.77%	68.30%	14.77%	7.86%
未分配利润	1082	1213	1402	1620	1855	获利能力					
归属母公司股东	2814	2992	3211	3484	3778	毛利率(%)	25.41%	30.44%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	3681	3821	4136	4446	4749	净利率(%)	14.45%	18.47%	26.17%	27.99%	28.97%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	369	488	429	628	599	偿债能力					
净利润	171	226	374	430	466	资产负债率(%)	23%	20%	20%	20%	
折旧摊销	133.71	137.72	123.43	123.65	123.76	流动比率	1.25	0.68	1.45	1.62	
财务费用	51	48	14	12	11	速动比率	1.16	0.63	1.37	1.54	
应收账款减少	0	0	-48	33	-2	营运能力					
预收帐款增加	0	0	4	4	4	总资产周转率	0.33	0.33	0.36	0.36	
投资活动现金流	-200	-184	-305	-305	-305	应收账款周转率	76	61	31	28	
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	27.72	26.00	26.13	30.39	
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-6	1	0	0	0	每股收益(最新摊	0.35	0.46	0.78	0.89	
筹资活动现金流	-127	-169	-79	-170	-181	每股净现金流(最新	0.09	0.28	0.09	0.32	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.85	6.22	6.67	7.24	
长期借款增加	0	0	336	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	30.09	22.89	13.54	11.80	
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.80	1.69	1.58	1.46	
现金净增加额	43	134	45	154	113	EV/EBITDA	15.12	13.56	9.42	7.83	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

闫海

伦敦城市大学卡斯商学院航运贸易与金融硕士，4年航运市场研究经验，2012-2016年就职于克拉克森研究，2016年12月加入东兴证券研究所，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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。