

新协议包销价格上升

且有助于规避油价波动及汇兑损失风险

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

——世纪游轮 (002558) 点评

研究报告-公告点评

增持 (维持)

发布日期: 2012年1月5日

报告关键要素:

新合同延续了公司与加拿大华景公司的包销合作关系, 票价小幅提升符合预期。未来公司仍将受益于豪华三峡游的快速增长, 同时今明两年陆续投入运营的新游轮也将显著提升公司游轮业务运力。我们预计公司2011、2012年每股收益分别为0.73元、0.99元, 按1月4日收盘价22.60元计算, 市盈率分别为31倍和23倍, 基于公司良好的成长性, 维持“增持”的投资评级。

事件:

- **公司公告重大合同。**公司与加拿大华景公司签订《销售及市场营销协议》, 双方约定由加拿大华景公司包销世纪钻石号游轮2013-2015年三年每年3月1日至11月30日期间的船票销售, 合同涉及金额为98,032,704元, 占公司2010年度营业收入的38.7%。

点评:

- **新合同延续了公司与加拿大华景公司的包销合作关系。**加拿大华景公司 (Sinorama)、瑞士维京公司 (Viking) 以及德国尼科公司 (Nicko) 是公司欧美市场主要合作伙伴。华景公司在2010-2011年2年包销了公司旗下世纪天子号游轮150个床位。公司包销合同采取三年一签的方式, 此次包销世纪钻石号游轮是延续了华景与公司之间的包销合作关系。
- **包销业务盈利能力优于自营业务。**公司旗下游轮目前的运营模式包括整船包销、床位包销以及自营方式。

表1: 公司旗下游轮目前运营模式

	方式	投入运营时间	合作方	2010年毛利率水平	备注
世纪辉煌号	自营	2006年3月		36.11%	2011年起自营
世纪钻石号	整船包销	2008年8月	德国尼科	39.60%	2013-2015年由华景公司包销
世纪天子号	自营	2005年2月		46.01%	2011年起自营
世纪之星号	自营	2003年9月		27.83%	
世纪宝石号	整船包销	2010年9月	瑞士维京	42.25%	2011-2013年

数据来源: 公司公告 中原证券

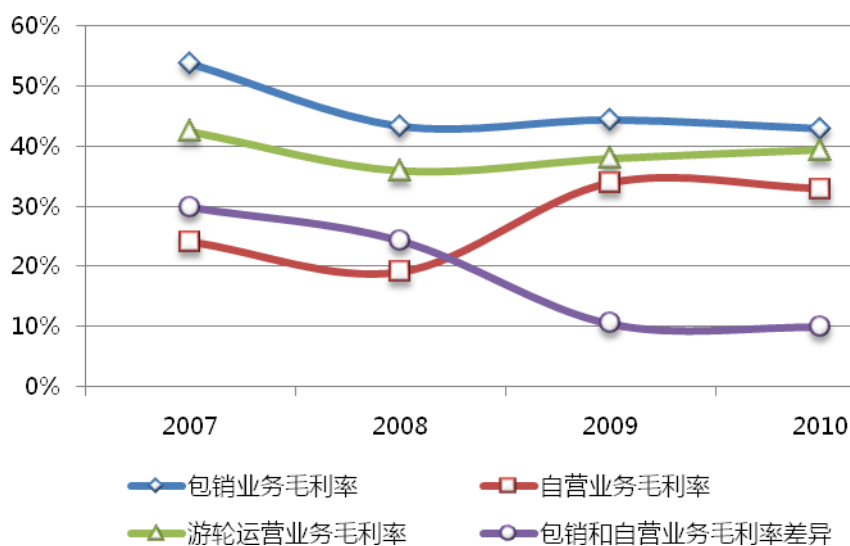
表2: 公司不同地区销售模式

地区	营销模式	备注
欧美	包销 (单船包销、固定床位包销)	主要合作方: 瑞士维京、德国尼科、加拿大华景
日本、东南亚	自建销售渠道	
国内	旅行社代理	

数据来源: 公司公告 中原证券

从当前公司旗下游轮的运营情况来看, 包销业务毛利率水平明显高于自营业务, 虽然近年来公司游轮自营业务收入占比逐渐提高, 但包销和自营业务毛利率差异及收入占比均已基本稳定, 此次协议签订后华景公司包销床位有所增加, 预计不会对公司未来三年毛利率水平产生重大影响。

图1: 公司游轮运营业务包销及自营毛利率水平对比



数据来源: 公司公告 中原证券

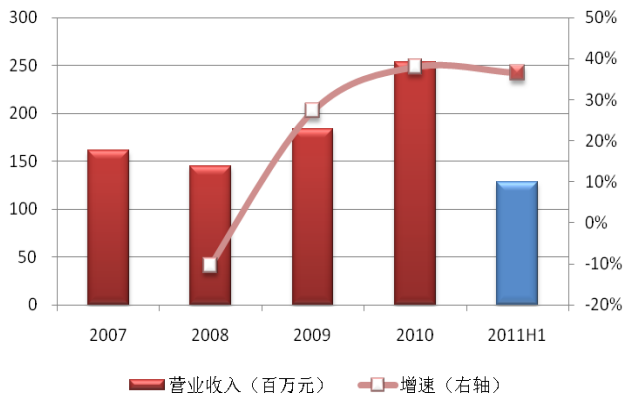
- **包销规模有所提高。**之前公司与华景公司签订的世纪天子号游轮的床位包销协议中2010-2011年包销价格约定为每天每个舱位55美元和65美元 (相当于385元和455元), 本次协议中对舱位价格约定如下: 2013-2015年三年3月1日至11月30日期间, 重庆-宜昌-重庆航段, 每天每个舱位分别为443元、465元和488元, 相当于每年上浮约5%。此次由包销世纪天子号游轮150个床位转为整船包销世纪钻石号264个床位, 由于包销床位数量增加, 因此首年价格略低于2011年价格。
- **新协议采用人民币计价, 有利于规避汇兑风险。**公司之前年度包销协议中采取美元计价, 此次协议中改为人民币计价有利于规避人民币汇率波动给公司带来的汇兑损失。
- **部分转嫁燃油波动风险。**此前公司对欧美市场的包销协议中燃油价格的波动由公司承担, 此次协议改为在基准价格的基础上, 由协议双方共同承担燃油价格波动的影响, 对公司来讲, 部分转嫁了燃油价格波动所带来的成本变动风险。
- **公司将长期受益于豪华三峡游的快速增长, 作为行业领先者, 享有一定定价权。**长江三峡游是公司核心旅游业务, 受益于重庆“太阳”工程, 预计2012年重庆三峡游年接待能力将增加约12万人次, 但仍难以满足普通游向豪华游升级的需求。公司市场占有率领先, 同时船只的设计、建造标准在业



内领先，人均占船面积较大，游客舒适度好于市场上其他竞争者，对高端客户吸引力强，因此，在高端市场的定价能力也优于竞争对手。

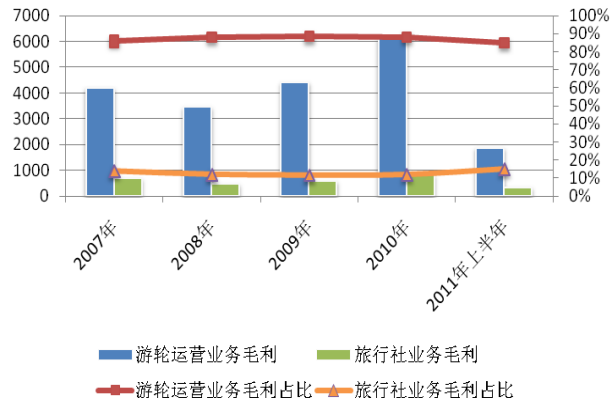
- **票价仍有提升空间。**与其他国内游路线相比，三峡游仍处于价格洼地，以重庆-宜昌-重庆航线为例，内宾报价均价2400元左右，其中包括了船上住宿、餐饮及沿途景点门票。此次包销协议价格小幅上调符合预期。对内宾市场，虽然2011年公司已小幅提价，但考虑到燃油价格波动及人工成本上涨因素，我们认为公司仍有转嫁成本需求，内宾游轮票价仍存在提升的可能性。
- **关注公司运力提升带来的业绩增长。**公司2011年业绩增长主要来自于世纪宝石号全年运营，而2012年下半年和2013年下半年公司募投项目所建两艘游轮有望投入运营，未来三年预计公司每年仍有新建游轮投入使用，游轮业务接待能力及接待水平将得到持续提升。
- **维持公司“增持”的投资评级。**我们预计公司2011、2012年每股收益分别为0.73元、0.99元，按1月4日收盘价22.60元计算，市盈率分别为31倍和23倍，基于公司良好的成长性，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**人工费用上涨过快；燃油价格波动。

图2: 公司营业收入及增速



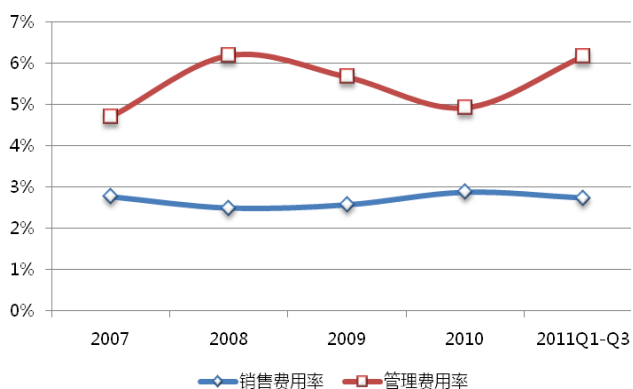
数据来源: 公司公告 中原证券研究所

图3: 公司主营业务毛利情况



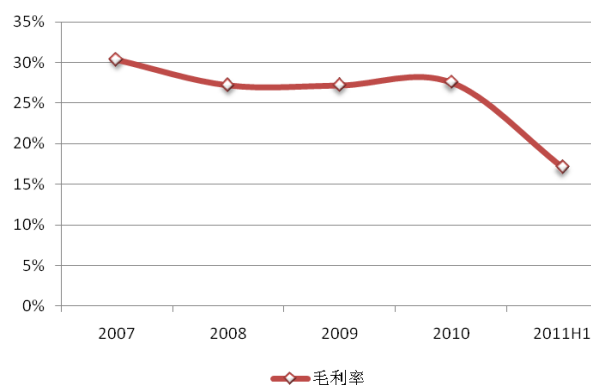
数据来源: 公司公告 中原证券研究所

图4: 公司销售费用率、管理费用率



数据来源: 公司公告 中原证券研究所

图5: 公司毛利率



数据来源: 公司公告 中原证券研究所

注: 2011年中报毛利率下滑由一季度维修费用增加所致, 一季度为淡季, 季节性因素致收入减少

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	183.62	253.28	354.59	410.56
增长比率 (%)	27.22	37.93	40.00	15.78
净利润 (百万元)	23.10	37.58	43.72	59.17
增长比率 (%)	9.23	62.73	16.35	35.32
每股收益 (元)	0.52	0.84	0.73	0.99

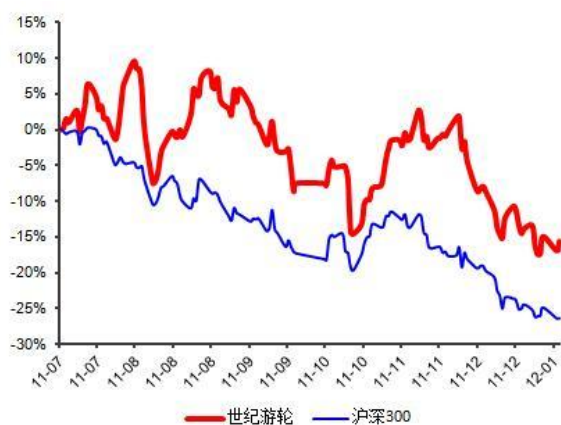
市场数据 (2012年1月4日)

收盘价 (元)	22.60
一年内最高/最低 (元)	40.98/21.88
沪深300指数	3380.53/2267.12
市净率 (倍)	2.34
流通市值 (亿元)	3.39

基础数据 (2011年09月30日)

每股净资产 (元)	9.64
每股经营现金流 (元)	0.57
毛利率 (%)	22.66
净资产收益率 (%)	5.72
资产负债率 (%)	3.35
总股本/流通股 (万股)	5950/1500
B股/H股 (万股)	/

个股走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。