

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

新游轮建设稳步推进 行业引领者初现

——世纪游轮 (002558) 分析报告

研究报告-分析报告

增持 (维持)

发布日期: 2012年2月27日

市场数据 (2012年2月24日)

收盘价 (元)	25.00
一年内最高/最低 (元)	40.98/20.35
沪深300指数	2648.02
市净率 (倍)	2.59
流通市值 (亿元)	3.75

基础数据 (2011年9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)	

投资要点:

- 游轮业务贡献大部分公司收入及利润的现状不会改变。游轮业务是公司主要的利润来源,占公司营业利润的85%,旅行社业务虽然处于增收不增利的状态,毛利率水平相对较低,但是作为公司游轮业务的重要销售渠道是不可或缺的。
- 三峡游轮游供不应求状态持续。游轮运营进入壁垒较高,市场集中度高,公司拥有一定定价权。
- 2012年公司新建游轮下水运营,将确保公司客流量稳步提升,同时,也将推升公司全年平均票价。公司新建游轮下水有助于提升游轮自营业务毛利率水平,而新签包销协议包销床位增加也将推升公司游轮业务整体毛利率水平。
- 公司定位于长江顶级豪华游轮旅游,未来5年内将通过加速投资建设豪华游轮,提升世纪系列船队规模,打造长江旅游品牌,全面提升公司在长江三峡高端旅游市场的核心竞争力,成为国内内河豪华游轮行业的引领者。市场供不应求的现状以及目前行业较高的进入壁垒都将保证公司维持较高的盈利能力。未来重点关注公司新建游轮下水运营为公司带来的运力提升效应。
- 预计公司2012、2013年每股收益分别为0.92元、1.20元,按2月24日收盘价25.00元计算,市盈率分别为27倍、21倍,基于公司良好的成长性,维持“增持”的投资评级。
- 风险提示:新船设备调试时间超预期;员工薪酬上涨过快;燃油价格波动。

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	253.28	322.15	385.78	498.02
增长比率 (%)	37.93	27.19	19.75	29.09
净利润 (百万元)	37.58	43.44	54.52	71.44
增长比率 (%)	62.73	15.59	25.49	31.05
每股收益 (元)	0.84	0.78	0.92	1.20

目 录

1. 公司业务结构.....	4
2. 行业现状.....	4
2.1 豪华三峡游供不应求.....	4
2.2 进入壁垒高 垄断地位稳固	5
2.2.1 行政性壁垒.....	5
2.2.2 资金壁垒.....	5
2.2.3 其他.....	5
2.3 市场占有率稳定 拥有高端市场定价权	5
3. 新船下水将确保客流量稳定提升.....	6
4. 平均票价提升.....	6
5. 毛利率有望小幅提升.....	7
6. 新签协议有利于风险转移.....	8
7. 盈利预测和投资建议.....	8
8. 风险提示.....	8

图目录

图 1: 公司营业收入结构 (2011H1)	4
图 2: 公司游轮运营业务包销及自营毛利率水平对比	7
图 3: 公司营业收入及增速	8
图 4: 公司主营业务毛利情况	8
图 5: 公司销售费用率、管理费用率	9
图 6: 公司毛利率	9

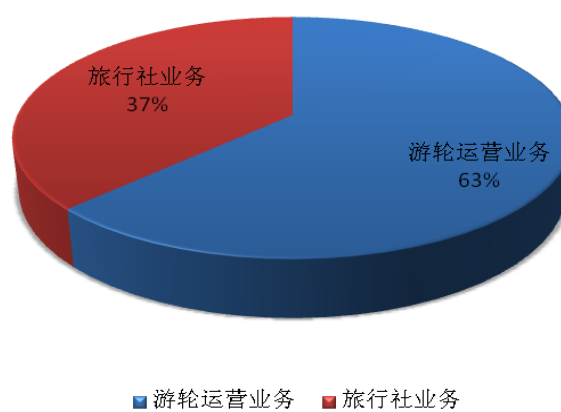
表目录

表 1: 公司旗下游轮概况	6
表 2: 公司旗下游轮目前运营模式	6
表 3: 公司不同地区销售模式	7
附表: 盈利预测	10

1. 公司业务结构

游轮运营业务贡献大部分公司收入及利润的现状不会改变。公司业务主要包括游轮运营和旅行社业务，根据 2011 年中报，游轮业务及旅行社业务收入占比分别为 62.59% 和 37.40%，预计未来游轮业务收入占比将继续维持在 60% 以上。游轮业务是公司主要的利润来源，占公司营业利润的 85%，旅行社业务虽然处于增收不增利的状态，毛利率水平相对较低，但是作为公司游轮业务的重要销售渠道是不可或缺的。

图1：公司营业收入结构（2011H1）



数据来源：公司公告 中原证券

2. 行业现状

2.1 豪华三峡游供不应求

三峡游轮游供不应求状态持续。根据重庆“太阳”工程，到 2012 年底，五星级豪华游轮将达到 20 艘，营运及在建的五星级豪华游轮要达到 30 艘。2012 年，预计重庆将新增营运五星级标准游轮 9 艘。目前，已有 1 艘于 2011 年 4 月底试航，第二批 4 艘豪华游轮正在建造，计划于 2012 年 6 月投入运营，第三批 5 艘豪华游轮预计将于 2012 年年底投入运营。目前，三峡普通游市场逐渐萎缩，其市场份额逐渐向豪华游集中。相对于增速较平稳的海外游客源，内宾三峡游市场需求旺盛，且需求逐渐向高端的豪华游轮集中，预计国内市场每年约有 10 万人次的客流量从普通游升级至豪华游。目前，重庆五星级豪华游轮共 17 艘，载客能力约 3800 人，年接待能力近 30 万人。其中，公司旗下现有“世纪”系列五星级豪华游轮 5 艘，载客能力近 1350 人，年接待能力约 10 万人次。若至 2012 年底，重庆市新增五星级豪华游轮 9 艘，假设新建游轮每艘载客能力达到 350-400 人，则至 2012 年，重庆豪华游轮年接待游客能力将新增约 25 万人次，但仍旧难以满足游轮市场本身自然增长以及普通游向豪华游升级的需求。

2.2 进入壁垒高 垄断地位稳固

2.2.1 行政性壁垒

行业壁垒高，暂无新进入者。目前，鉴于现有游轮运营企业旗下船只档次不一的现状，为规范市场发展、提升行业整体服务水平，对新设立游轮企业的审批基本停止，行业准入门槛较高，行业内竞争情况并不激烈。

2.2.2 资金壁垒

游轮运营行业，是典型的资金密集型行业，对于豪华游轮业务来说，目标客户以海内外休闲旅游游客为主，游客更注重旅游环境的舒适性，对游轮的软硬件设施有更高期许，因此，越是新船，越有望获得游客青睐。目前，内河豪华游轮的新建成本约在 8000 万元-1 亿元左右，企业如通过新建游轮提升船队整体水平，对资金实力要求较高。

2.2.3 其他

除政策性壁垒及资金实力外，游轮运营还需有一定的专业船员，同时在销售渠道建设、服务水平等方面亦有较高要求，还需管理层具备多年的行业管理经验。

因此，我们认为，游轮运营行业目前受到行政、资金以及渠道、服务、管理等多方面限制，未来短期内不会有新的竞争者出现。

2.3 市场占有率稳定 拥有高端市场定价权

从三峡游的市场竞争来看，涉及游轮业务的公司目前约 10 家左右，涉及涉外豪华游轮的企业主要有重庆东江实业有限公司、重庆新世纪游轮股份有限公司、长江轮船海外旅游总公司及武汉扬子游船有限公司，行业市场集中度较高，两极分化现象明显。

目前公司在三峡游市场上占有率在 20%以上，市场份额稳定且小幅提升，仅次于东江实业，差距正在缩小。我们认为，尽管公司市场份额处于行业第二，但由于公司现有船只成新率高，设计、建造标准较高，人均占船面积较大，游客舒适度高，对高端客户具有较高的吸引力，高端市场定价拥有话语权。

目前，公司海外市场业务在重庆游轮市场的占有率在 20%以上，其中，亚洲市场的占有率能够达到 30%，亚洲客户主要来自香港、台湾以及泰国等东南亚国家，欧美市场占有率约在 20%左右。海外市场收入与成本锁定，经营风险较小。公司游轮业务内宾市场和外宾市场游客接待量已基本持平，随着来自国内市场需求的不断释放，内宾市场的客流量增速将高于海外市场。欧美市场，公司与维京、尼科、华景等公司保持有长期良好的合作关系，主要采取包销形式，包销协议三年一签，有助于公司提前锁定收益。

3. 新船下水将确保客流量稳定提升

2012年客流量平稳增加。2010年8月“世纪宝石”号下水运营，2011年客流量提升主要依靠全年运营的“世纪宝石”号，2011年全年接待游客接近9万人次。2012年四季度，预计“世纪神话”号将完成设备调试下水运营，提升2012年游客接待量约8000-10000人次，全年客流量将突破9万人次，但受制于公司现有游轮接待能力，客流量增速将低于2011年。2013年，“世纪神话”号全年运营且“世纪传奇”号将有望于四季度下水运营，届时，年接待游客量可达到11万人次左右，客流量增速将再度提升。

表1: 公司旗下游轮概况

游轮	船员人数	载客人数	投入运营时间
世纪之星	128	186	2003/9/12, 2005年新装修
世纪天子	152	306	2005年2月
世纪辉煌	152	306	2006年3月
世纪钻石	138	264	2008年8月
世纪宝石	138	264	2010年8月
世纪神话	135	400	预计2012年四季度
世纪传奇	135	400	预计2013年四季度
合计	978	2126	

数据来源: 中原证券

4. 平均票价提升

预计2012年平均票价将小幅上涨。2011年上半年,由于成本压力上升,公司票价有所上涨,淡季票价约在1500-1600元/人,基本可以覆盖船只运营的直接成本,全年平均票价约在2200-2300元/人,我们预计2012年9-10月公司募投项目之一的世纪神话号将下水运营,由于新建船只在静音、震动、人均占船面积及舒适性等方面都有较大提升,因此,预计其销售票价也将较之前游轮有所提高,将小幅推升2012年公司全年的平均票价。

表2: 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8月	瑞士维京	42.25%	2011-2013年
世纪神话号	自营	预计2012年9-10月			

世纪传奇号 自营 预计2013年9-10月

数据来源：中原证券

表3: 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

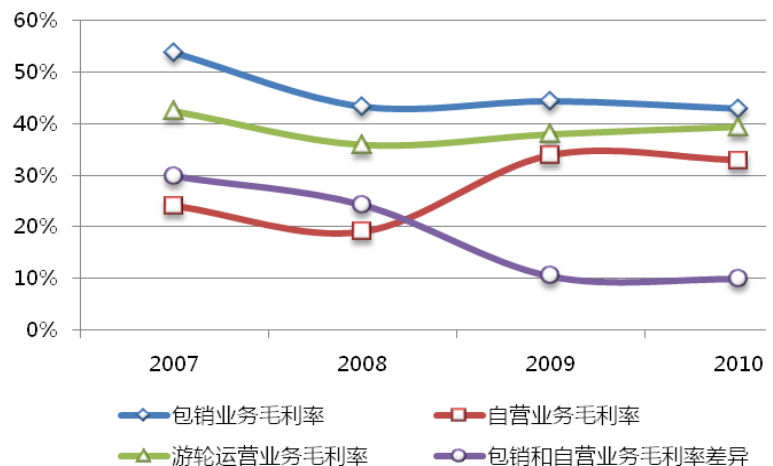
5. 毛利率有望小幅提升

公司毛利率水平未来将有所提升。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。公司募投项目“世纪神话”号及“世纪传奇”号未来下水运营后，预计将采取自营模式运营，而新游轮销售情况通常好于原有游轮，因此，我们预计未来“世纪神话”号及“世纪传奇”号毛利率水平也将高于“世纪辉煌”号、“世纪天子”号和“世纪之星”号，将推动公司游轮自营业业务毛利率提升。

另外，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业务，虽然近年来公司游轮自营业业务收入占比逐渐提高，但包销和自营业业务毛利率差异及收入占比均已基本稳定，公司前期同加拿大华景公司签订的新包销协议中，华景公司包销床位有所增加，对公司盈利能力也构成正面影响。

综合以上两点，我们认为 2012-2013 年，公司毛利率水平将有望小幅提升。

图2: 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

6. 新签协议有利于风险转移

华景新包销协议有利于规避汇兑风险并部分转嫁燃油波动风险。公司之前年度包销协议中采取美元计价，2012年初与华景公司新签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。另外，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。

7. 盈利预测和投资建议

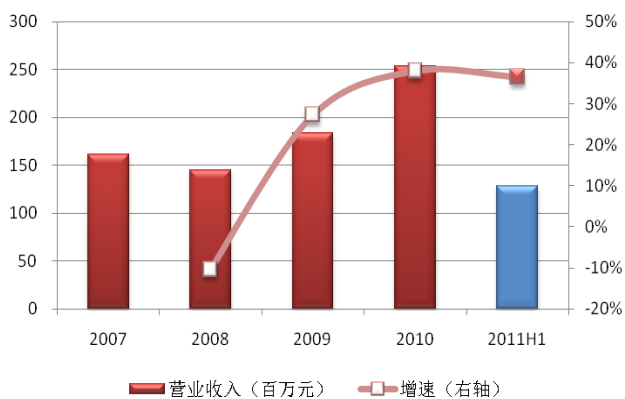
市场供不应求的现状以及目前行业较高的进入壁垒都将保证公司维持较高的盈利能力。未来关注公司运力提升带来的业绩增长。公司2011年业绩增长主要来自于世纪宝石号全年运营，而2012年四季度和2013年四季度公司募投项目所建两艘游轮（“世纪神话”号、“世纪传奇”号）有望投入运营，未来三年预计公司每年仍有新建游轮投入使用，游轮业务接待能力及接待水平将得到持续提升。

维持公司“增持”的投资评级。公司定位于长江顶级豪华游轮旅游，未来5年内将通过加速投资建设豪华游轮，提升世纪系列船队规模，打造长江旅游品牌，全面提升公司在长江三峡高端旅游市场的核心竞争力，成为国内内河豪华游轮行业的引领者。预计公司2012、2013年每股收益分别为0.92元和1.20元，按2月24日收盘价25.00元计算，市盈率分别为27倍和21倍，基于公司良好的成长性，维持“增持”的投资评级。

8. 风险提示

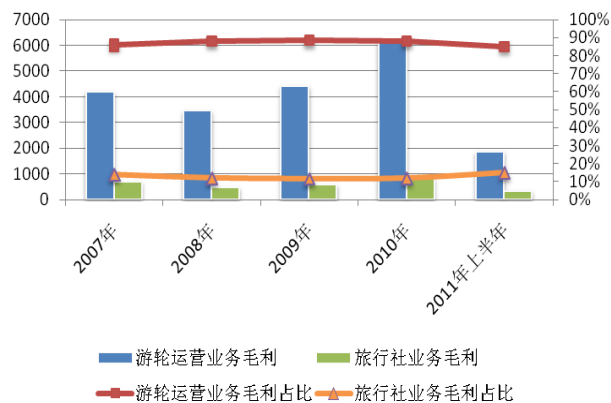
新船设备调试时间超预期；员工薪酬上涨过快；燃油价格波动。

图3: 公司营业收入及增速



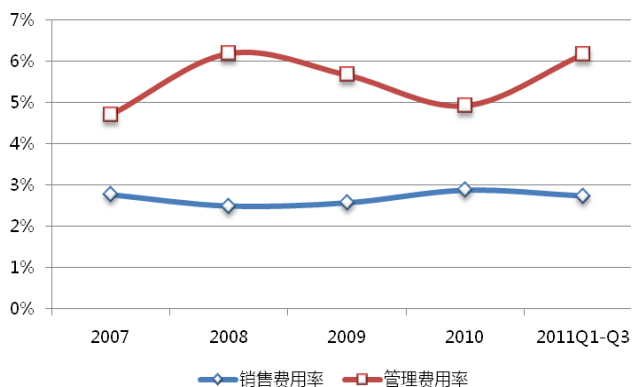
数据来源：公司公告 中原证券研究所

图4: 公司主营业务毛利情况



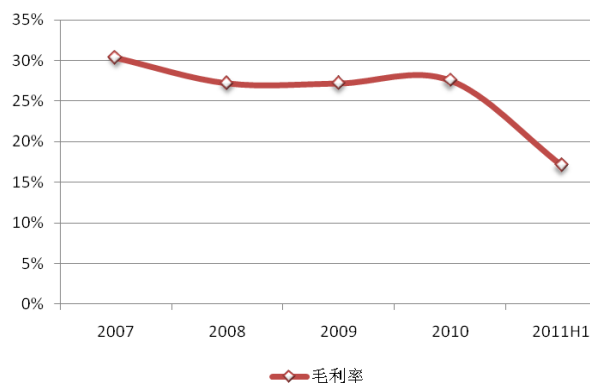
数据来源：公司公告 中原证券研究所

图5: 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6: 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

附表：盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	36.81	408.70	389.50	480.17	营业收入	253.28	322.15	385.78	498.02
现金	19.99	387.55	366.23	451.13	营业成本	183.52	237.70	285.34	364.86
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	5.80	8.05	9.64	12.45
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	7.28	10.95	13.12	16.93
应收款项	9.96	13.12	15.72	20.29	管理费用	12.49	19.33	23.15	29.88
存货	3.59	4.75	4.28	5.47	财务费用	3.09	-0.82	-4.44	-5.02
其他	3.27	3.27	3.27	3.27	资产减值损失	0.04	0.00	0.00	0.00
非流动资产	225.53	292.15	356.22	327.06	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04
固定资产	207.53	186.08	259.13	327.06	营业利润	41.05	46.93	58.97	78.95
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	3.41	3.94	5.40	5.40
其他	17.99	106.07	97.08	0.00	营业外支出	0.08	0.00	0.00	0.00
资产总计	262.33	700.85	745.71	807.23	利润总额	44.38	50.87	64.37	84.35
流动负债	76.48	34.59	41.29	52.79	所得税	6.80	7.43	9.85	12.91
短期借款	39.71	0.00	0.00	0.00	净利润	37.58	43.45	54.52	71.45
应付帐款	7.27	9.51	11.41	14.59	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	5.53	5.53	5.53	5.53	归属母公司净利润	37.58	43.45	54.52	71.45
其他	23.97	19.55	24.35	32.66	EPS (元)	0.84	0.78	0.92	1.20
长期负债	39.00	39.00	39.00	39.00	主要财务比率				
长期借款	39.00	39.00	39.00	39.00		2010A	2011E	2012E	2013E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标				
负债合计	115.48	73.59	80.29	91.79	每股收益	0.84	0.78	0.92	1.20
股本	44.50	59.50	59.50	59.50	每股经营现金	-0.35	6.17	-0.37	1.42
资本公积金	25.47	460.47	460.47	460.47	每股净资产	3.30	10.54	11.18	12.02
未分配利润	65.73	91.80	124.51	167.38	增长率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长率	37.93%	27.19%	19.75%	29.09%
母公司所有者权益	146.85	627.27	665.43	715.44	营业利润增长率	59.51%	14.32%	25.64%	33.89%
负债及权益合计	262.33	700.85	745.72	807.23	净利润增长率	62.73%	15.60%	25.49%	31.04%
现金流量表					获利能力				
(百万)						2010A	2011E	2012E	2013E
	2010A	2011E	2012E	2013E	毛利率	27.54%	26.21%	26.03%	26.74%
经营活动现金流	55.07	67.19	78.21	100.65	净利率	14.84%	13.49%	14.13%	14.35%
净利润	37.58	43.45	54.52	71.45	ROE	25.59%	6.93%	8.19%	9.99%
资产减值准备	0.04	0.00	0.00	0.00	ROIC	15.87%	13.16%	13.53%	19.49%
折旧摊销	20.06	21.45	24.01	29.13	偿债能力				
财务费用	3.09	-0.82	-4.44	-5.02	资产负债率	16.48%	9.87%	9.95%	10.56%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04	流动比率	0.48	11.82	9.43	9.10
营运资金变动	0.00	3.12	4.12	5.12	速动比率	0.43	11.68	9.33	8.99
投资活动现金流	-73.83	-88.10	-88.10	0.04	营运能力				
资本支出	0.00	-88.10	-88.10	0.00	资产周转率	1.05	0.67	0.53	0.64

其他投资	-73.83	0.00	0.00	0.04	存货周转率	53.52	57.00	63.17	74.82
筹资活动现金流	3.35	388.08	-11.91	-16.42	应收帐款周转率	49.35	48.55	44.94	46.47
借款变动	0.00	-10.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	3.35	398.08	-11.91	-16.42	PE	29.76	32.05	27.28	20.82
现金净增加额	-15.41	367.17	-21.80	84.27	PB	7.58	2.37	2.24	2.08

资料来源：公司报表、中原证券

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。