

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

新游轮推动业绩增长 未来着眼运力提升

——世纪游轮 (002558) 年报分析报告

研究报告-年报分析

增持 (维持)

发布日期: 2012年3月23日

市场数据 (2012年3月22日)

收盘价 (元)	27.00
一年内最高/最低 (元)	37.75/20.35
沪深300指数	2583.75
市净率 (倍)	2.72
流通市值 (亿元)	4.07

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产 (元)	9.92
每股经营现金流 (元)	0.75
毛利率 (%)	24.43
净资产收益率 (%)	9.28
资产负债率 (%)	2.85
总股本/流通股 (万股)	5950/1508.725
B股/H股 (万股)	/

相关研究:

世纪游轮 (002558) 分析报告--新游轮建设稳步推进 行业引领者初现

世纪游轮 (002558) 业绩快报点评--募投项目进展顺利 量价稳步增长

世纪游轮 (002558) 点评--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

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

投资要点:

- 2011年公司旗下游轮共接待游客89936人次,游轮载客率达到85.98%,业绩增长主要来自于世纪宝石号、世纪钻石号和世纪辉煌号三艘船龄较短的游轮。
- 公司三费合计2406.89万元,较上年同期增加5.30%,但三费合计占营业收入比重7.47%,较上年同期下降了1.55个百分点,处于近5年的最低水平,费用控制良好。
- 2011年,公司毛利率水平下滑,为24.43%,较上年下滑3.11个百分点。从各游轮的毛利率水平来看,2008年下水的世纪钻石号毛利率水平最高,达到43.44%,且较上年提升了3.85个百分点,其余四艘游轮毛利率均有不同程度下滑。
- 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。未来关注公司运力及平均票价提升带来的业绩增长。游轮业务接待能力及接待水平将得到持续提升,同时,对于公司游轮业务的平均票价也有一定的助推作用。
- 预计公司2012-2014年每股收益分别为0.92元、1.20元和1.46元,按3月22日收盘价27.00元计算,市盈率分别为29倍、22.5倍和18倍,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。

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	3.22	4.09	5.23	6.28
增长比率 (%)	27.19	27.10	27.83	20.01
净利润 (亿元)	43.44	54.63	71.23	87.04
增长比率 (%)	15.59	25.74	30.40	22.19
每股收益 (元)	0.78	0.92	1.20	1.46

目录

1. 业绩增长主要源自新船.....	3
2. 三费在营收中占比为近年最低水平.....	3
2.1 销售费用率略降.....	4
2.2 管理费用率小幅提高.....	4
2.3 财务费用率下滑.....	5
3. 毛利率下滑.....	5
4. 新船下水将提升公司运力及平均票价.....	6
5. 盈利预测和投资建议.....	7
6. 风险提示.....	7

图目录

图 1: 公司营业收入构成.....	3
图 2: 公司营业收入及增速.....	3
图 3: 公司销售费用率.....	4
图 4: 公司管理费用率.....	5
图 5: 公司财务费用率.....	5
图 6: 公司毛利率水平.....	6

表目录

表 1: 主营业务分产品营业收入情况.....	3
表 2: 主营业务分产品毛利率情况.....	6
附表: 盈利预测.....	7

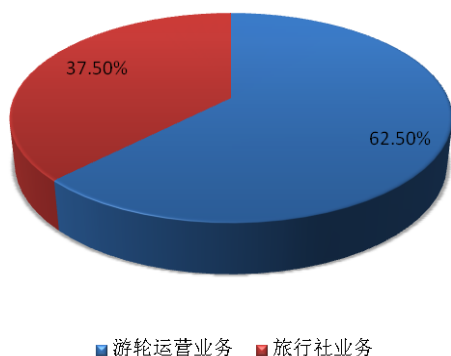
公司发布 2011 年年报。2011 年，公司实现营业收入 3.22 亿元，同比增长 27.19%，归属于上市公司股东的净利润 4344.32 万元，同比增长 15.59%，每股收益 0.78 元，拟每 10 股派发现金红利 4 元（含税）。

1. 业绩增长主要源自新船

公司业务主要包括游轮运营业务及旅行社业务，其中，游轮运营业务贡献公司大部分的收入和利润。

2011 年，公司游轮运营业务实现营业收入 2.01 亿元，同比增长 28.73%，占公司营业收入的 62.50%，较上年略有提升；旅行社业务实现营业收入 1.21 亿元，同比增长 24.72%，占公司营业收入的 37.50%。

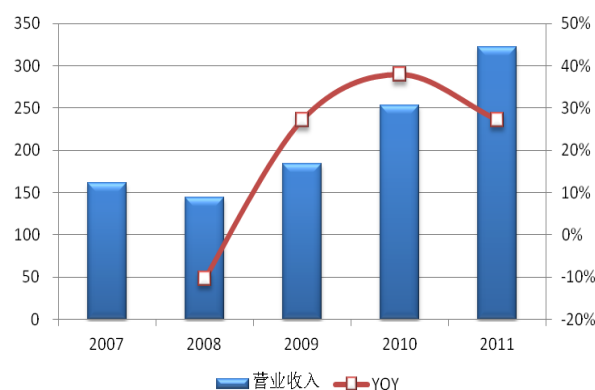
图1：公司营业收入构成



数据来源：公司公告 中原证券

图2：公司营业收入及增速

单位：百万元



2011 年公司旗下游轮共接待游客 89936 人次，游轮载客率达到 85.98%，业绩增长主要来自于世纪宝石号、世纪钻石号和世纪辉煌号三艘船龄较短的游轮。

表1：主营业务分产品营业收入情况

分产品	营业收入	营业收入比上年增减 (%)
世纪之星	2,328.83	7.38%
世纪天子	4,895.73	10.53%
世纪辉煌	4,168.22	22.72%
世纪钻石	5,255.65	30.52%
世纪宝石	3,484.45	115.25%
一般旅游业务	12,081.95	24.72%

数据来源：公司公告 中原证券

2. 三费在营收中占比为近年最低水平

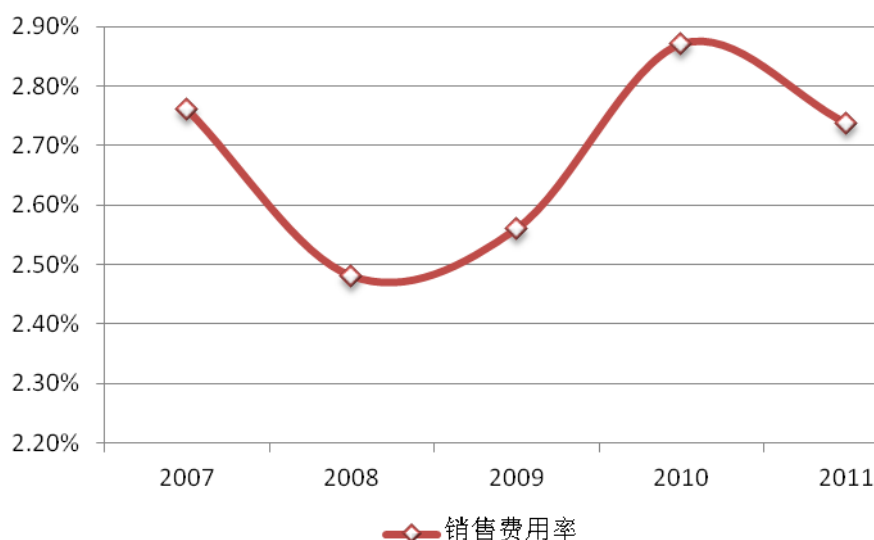
公司三费合计 2406.89 万元，较上年同期增加 5.30%，但三费合计占营业收入比重 7.47%，较上年同期下降了 1.55 个百分点，处于近 5 年的最低

水平，费用控制良好。

2.1 销售费用率略降

2011年，公司销售费用881.71万元，同比增长21.10%，销售费用率2.74%，较上年降低了0.13个百分点。销售费用增加主要由工资及差旅费增加所致。由于公司未来每年均将有新建游轮下水运营，因此，预计未来销售费用仍将呈上升趋势，但预计增速低于公司营业收入增速，销售费用率可保持稳中有降。

图3：公司销售费用率

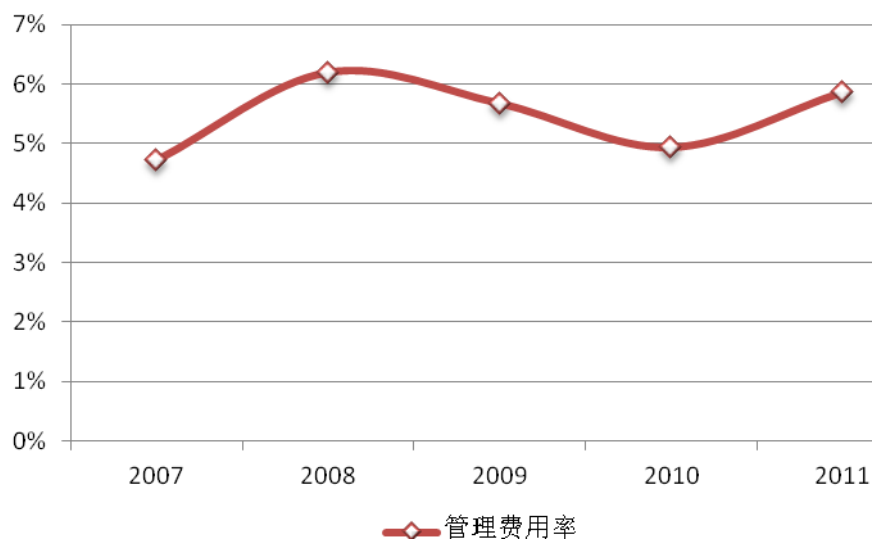


数据来源：公司公告 中原证券

2.2 管理费用率小幅提高

2011年，公司管理费用1887.47万元，同比增长51.12%，管理费用率5.86%，较上年同期增加0.93个百分点。管理费用增加一方面是由于公司2011年初发行新股新增上市路演费用，此为一次性费用；另一方面，则是由折旧费、社会保险费及差旅费增加所致，预计2012年管理费用率将有所回落。

图4: 公司管理费用率

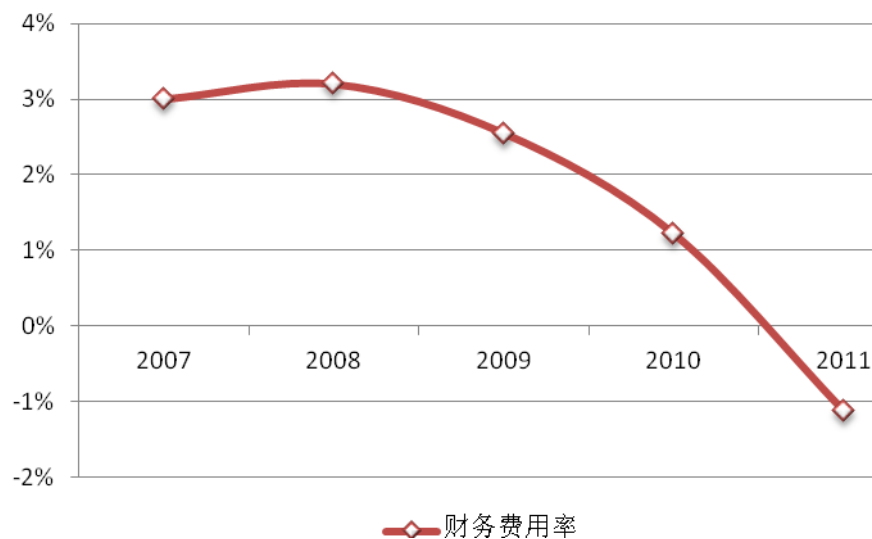


数据来源: 公司公告 中原证券

2.3 财务费用率下滑

2011 年公司财务费用为-362.29 万元, 同比减少 217.31%, 主要由于公司利息支出减少, 同时存款利息增加所致。

图5: 公司财务费用率

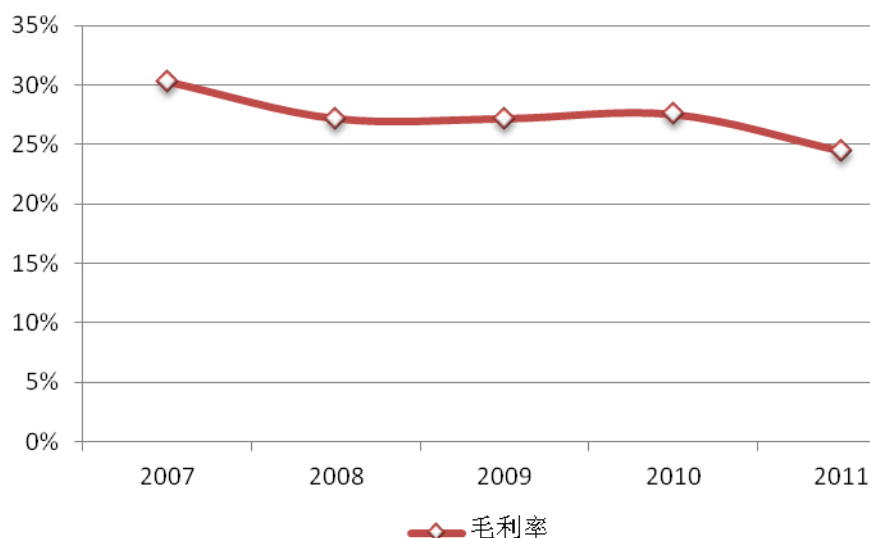


数据来源: 公司公告 中原证券

3. 毛利率下滑

2011 年, 公司毛利率水平下滑, 为 24.43%, 较上年下滑 3.11 个百分点。

图6: 公司毛利率水平



数据来源: 公司公告 中原证券

游轮运营业务毛利率 34.76%, 较上年同期下滑 4.54 个百分点, 旅行社业务毛利率 7.21%, 较上年下滑 1.35 个百分点。

从各游轮的毛利率水平来看, 2008 年下水的世纪钻石号毛利率水平最高, 达到 43.44%, 且较上年提升了 3.85 个百分点, 其余四艘游轮毛利率均有不同程度下滑。

表2: 主营业务分产品毛利率情况

分产品	毛利率	毛利率比上年增减
世纪之星	21.51%	-6.31%
世纪天子	37.53%	-8.48%
世纪辉煌	31.64%	-4.47%
世纪钻石	43.44%	3.85%
世纪宝石	30.35%	-11.90%
一般旅游业务	7.21%	-1.35%

数据来源: 公司公告 中原证券

4. 新船下水将提升公司运力及平均票价

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。未来关注公司运力及平均票价提升带来的业绩增长。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, 而 2012 年下半年公司将再投资打造 2 艘新游轮, 预计将于 2014 年 3 月投入运营。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, 同时, 对于公司游轮业务的平均票价也有一定的助推作用。

5. 盈利预测和投资建议

维持公司“增持”的投资评级。预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.92 元、1.20 元和 1.46 元，按 3 月 22 日收盘价 27.00 元计算，市盈率分别为 29 倍、22.5 倍和 18 倍，维持“增持”的投资评级。

6. 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。

附表：盈利预测

资产负债表

(百万)

利润表

(百万)

	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	330.62	332.91	337.28	446.29	营业收入	322.15	409.47	523.40	628.12
现金	302.16	294.65	289.50	389.73	营业成本	243.45	307.58	388.10	462.77
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	7.59	9.83	12.56	15.07
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	8.82	11.06	14.13	16.96
应收款项	14.87	22.64	28.94	34.73	管理费用	18.87	24.57	32.45	38.94
存货	10.28	12.30	15.52	18.51	财务费用	-3.62	-3.88	-3.69	-4.03
其他	3.32	3.32	3.32	3.32	资产减值损失	0.11	0.00	0.00	0.00
非流动资产	276.71	340.06	399.09	365.72	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	206.64	260.10	313.97	363.44	营业利润	46.93	60.32	79.85	98.45
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	3.97	4.00	4.00	4.00
其他	70.07	79.96	85.11	2.27	营业外支出	0.03	0.05	0.05	0.05
资产总计	607.33	672.97	736.37	812.01	利润总额	50.87	64.27	83.80	102.40
流动负债	17.30	28.32	38.85	48.57	所得税	7.43	9.64	12.57	15.36
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	43.44	54.63	71.23	87.04
应付帐款	5.83	9.23	11.64	13.88	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	0.60	0.60	0.60	0.60	归属母公司净利 润	43.44	54.63	71.23	87.04
其他	10.87	18.49	26.61	34.08	BPS (元)	0.78	0.92	1.20	1.46
长期负债	0.00	0.00	3.00	8.00					
长期借款	0.00	0.00	3.00	8.00	主要财务比率				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00		2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	17.30	28.32	41.85	56.57	每股指标				
股本	59.50	59.50	59.50	59.50	每股收益	0.78	0.92	1.20	1.46
资本公积金	410.20	410.20	410.20	410.20	每股经营现金	4.73	-0.14	-0.10	1.67
未分配利润	104.87	154.04	196.78	249.00	每股净资产	9.92	10.83	11.67	12.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率				
母公司所有者权益	590.03	644.66	694.52	755.44	营业收入增长率	27.19%	27.10%	27.83%	20.01%

负债及权益合计	607.33	672.98	736.37	812.01	营业利润增长率	14.31%	28.53%	32.39%	23.29%
					净利润增长率	15.59%	25.74%	30.40%	22.19%
现金流量表					获利能力				
	(百万)				毛利率	24.43%	24.88%	25.85%	26.33%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	13.49%	13.34%	13.61%	13.86%
经营活动现金流	44.43	76.46	97.13	116.71	ROE	7.36%	8.47%	10.26%	11.52%
净利润	43.44	54.63	71.23	87.04	ROIC	6.79%	13.39%	15.09%	19.74%
资产减值准备	0.11	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
折旧摊销	23.93	25.18	29.45	33.85	资产负债率	2.57%	3.85%	5.15%	6.39%
财务费用	-3.62	-3.88	-3.69	-4.03	流动比率	19.11	11.75	8.68	9.19
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04	速动比率	18.52	11.32	8.28	8.81
营运资金变动	0.00	0.53	0.13	-0.11	营运能力				
投资活动现金流	-73.10	-88.50	-88.50	-0.46	资产周转率	0.74	0.64	0.74	0.81
资本支出	0.00	-88.00	-88.00	0.00	存货周转率	35.12	27.24	27.89	27.19
其他投资	-73.10	-0.50	-0.50	-0.46	应收帐款周转率	33.31	27.51	28.92	28.12
筹资活动现金流	310.29	3.88	-14.68	-17.08	估值比率				
借款变动	0.00	0.00	3.00	5.00	PE	32.05	27.23	20.88	17.09
其他	310.29	3.88	-17.68	-22.08	PB	2.52	2.31	2.14	1.97
现金净增加额	281.62	-8.16	-6.05	99.16					

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。