

# 立足渤海，开创邮轮经营新纪元

**增持 首次**

目标价格：12 元

## 投资要点：

- 公司是国内规模最大、综合运输能力最强的客滚运输企业，拥有 9 艘大型客滚船以及一艘豪华邮轮“中华泰山”号。公司经营的烟连区域航线被誉为客滚运输“黄金航线”，在该市场上，公司拥有的客滚船数量最多、运力最强。今年 2 月，公司出资 4368 万美元购买“哥斯达旅行者”号邮轮，收购后改造为“中华泰山”号，并将于 8 月 26 日正式运营。“中华泰山”号投入运营，对于公司发展有里程碑意义，公司有望借助我国邮轮产业迅速发展的契机进一步做大做强，加速实现公司成为大型航运集团的战略目标。

## 报告摘要：

- 依托“黄金航线”，运量稳健增长。**公司经营的烟连航线是渤海湾最为重要、最为成熟的航线，被誉为客滚运输“黄金航线”。目前公司共投入 9 艘客滚船在烟连区域航线运营，无论是客滚船数量还是总运力都高于竞争对手，且在船型配置、运力规模、豪华舒适性、技术先进性及安全性能上均具有明显优势。在运力投入面临政策壁垒的背景下，公司竞争优势将在未来较长的时间里得以保持。
- 进军邮轮旅游产业，“一路两发”战略加速推进。**今年 2 月，公司出资 4368 万美元购买“哥斯达旅行者”号邮轮，收购后改造为“中华泰山”号，并将于 8 月 26 日正式运营。“中华泰山”号投入运营，对于公司发展有里程碑意义，公司有望借助我国邮轮产业迅速发展的契机进一步做大做强，加速实现公司成为大型航运集团的战略目标。
- 预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.53，0.62 和 0.70 元，同比分别增长 8.23%，18.81%和 11.42%，分别对应 17x14PE、14x15PE 和 13x16PE，。**考虑到公司渤海湾客滚运输的绝对领先地位以及未来邮轮行业发展的光明前景，我们给予公司“增持”评级，目标价 12 元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1055.62	1,165.68	1,350.07	1,629.75	1,837.48
增长率(%)	0.42	10.43	15.82	20.72	12.75
归母净利润(百万)	211.89	233.54	252.77	300.31	334.60
增长率(%)	-23.71	10.22	8.23	18.81	11.42
每股收益	0.44	0.49	0.53	0.62	0.70
市盈率	20.55	18.63	17.22	14.49	13.01

## 交运研究组

### 分析师：

瞿永忠(S1180513070005)

电话：021-65051509

Email: quyongzhong@hysec.com

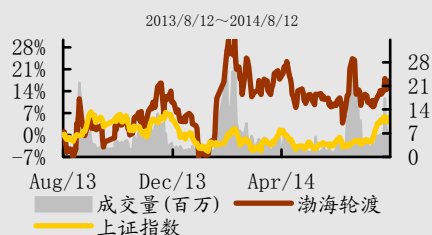
### 研究助理：

王滔

电话：010-88085053

Email: wangtao1@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

## 目录

一、公司概况 .....	4
二、依托烟连航线，竞争优势显著.....	5
（一）、烟连航线是渤海湾的“黄金航线” .....	5
（二）、公司竞争优势显著，仍有增长空间 .....	8
三、进军邮轮产业，迈开“一路两发”步伐.....	10
（一）、公司发展战略清晰，“一路两发”打造大型综合航运集团.....	10
（二）、邮轮产业方兴未已，发展空间广阔 .....	11
1、世界邮轮市场增速有所放缓，但部分地区市场增长较快 .....	11
2、我国邮轮产业将迎来黄金发展期.....	14
（三）、“中华泰山”号首航在即，“一路两发”战略迈出重要一步.....	17
四、重要假设和业务预测 .....	20
（一）、重要假设.....	20
（二）、业务预测.....	20
五、盈利预测与投资建议 .....	21
六、风险提示 .....	21

## 插图

图表 1: 烟连航线腹地广阔	4
图表 2: 公司主要股权及组织结构	5
图表 3: 渤海区域主要滚装航线	6
图表 4: 烟连航线是渤海湾“黄金航线”	6
图表 5: 渤海区域主要滚装航线	7
图表 6: 山东省 GDP 增长情况	7
图表 7: 辽宁省 GDP 增长情况	7
图表 8: 港口岸线长度(米)	7
图表 9: 港口码头泊位个数	7
图表 10: 渤海区域主要滚装航线	8
图表 11: 公司船舶总吨位显著领先对手(万吨)	8
图表 12: 平均船龄低于竞争对手	8
图表 13: 烟连线车位数占比情况	9
图表 14: 烟连线客位数占比情况	9
图表 15: 渤海区域主要滚装航线	9
图表 16: 蓬旅线近年收入增长较快	9
图表 17: 烟连线是公司利润主要来源	9
图表 18: 公司发展战略清晰	10
图表 19: 全球邮轮旅游区域集中特征显著	11
图表 20: 加勒比海区域邮轮旅客分布	12
图表 21: 地中海区域邮轮旅客分布	12
图表 22: 邮轮客运量未来仍将稳步增长	12
图表 23: 邮轮旅客主要来自经济发达区域	12
图表 24: 渤海区域主要滚装航线	12
图表 25: 全球邮轮市场份额	13
图表 26: 全球邮轮旅客运量份额情况	13
图表 27: 全球邮轮床位占比情况	14
图表 28: 全球邮轮公司旗下船舶数量	14
图表 29: 我国接待国际邮轮航次去年增速较高	14
图表 30: 近年国内出发母港航次稳步增长	14
图表 31: 国内市场外资邮轮一览	15
图表 32: 四大邮轮母港 2013 邮轮靠泊航次	15
图表 33: 四大邮轮母港 2013 旅客吞吐量情况	15
图表 34: 我国邮轮母港建设情况	16
图表 35: 渤海区域主要滚装航线	17
图表 36: 豪华海景房设施完备	18
图表 37: 邮轮内部堪比五星级酒店	18
图表 38: 烟台—首尔—济州 A 航线价格表	18
图表 39: “中华泰山”号盈利测算	19
图表 40: 公司业务预测表	20
图表 41: 可比上市公司估值	21
图表 42: 三张表摘要	22

## 一、公司概况

渤海轮渡股份有限公司是国内规模最大、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“渤海金珠”轮、“渤海银珠”轮、“渤海珍珠”轮、“渤海玉珠”轮、“渤海宝珠”轮、“渤海翡珠”轮、“渤海翠珠”轮、“渤海晶珠”轮、“渤海明珠”轮共9艘大型客滚船以及一艘豪华邮轮“中华泰山”号。客滚船舶总吨位22万吨、总车道线1.8万米、总客位达1.4万个，另有两艘大型客滚船正在建造。公司车客运量、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。

公司主营业务为客滚运输业务，自成立以来一直经营渤海湾地区各主要航线，其中烟连区域航线是渤海湾最为重要、最为成熟的航线，也是我国公认最适合开展客滚运输业务的航线之一，该航线腹地面积广阔，辐射范围广，被誉为客滚运输“黄金航线”。

图表 1：烟连航线腹地广阔



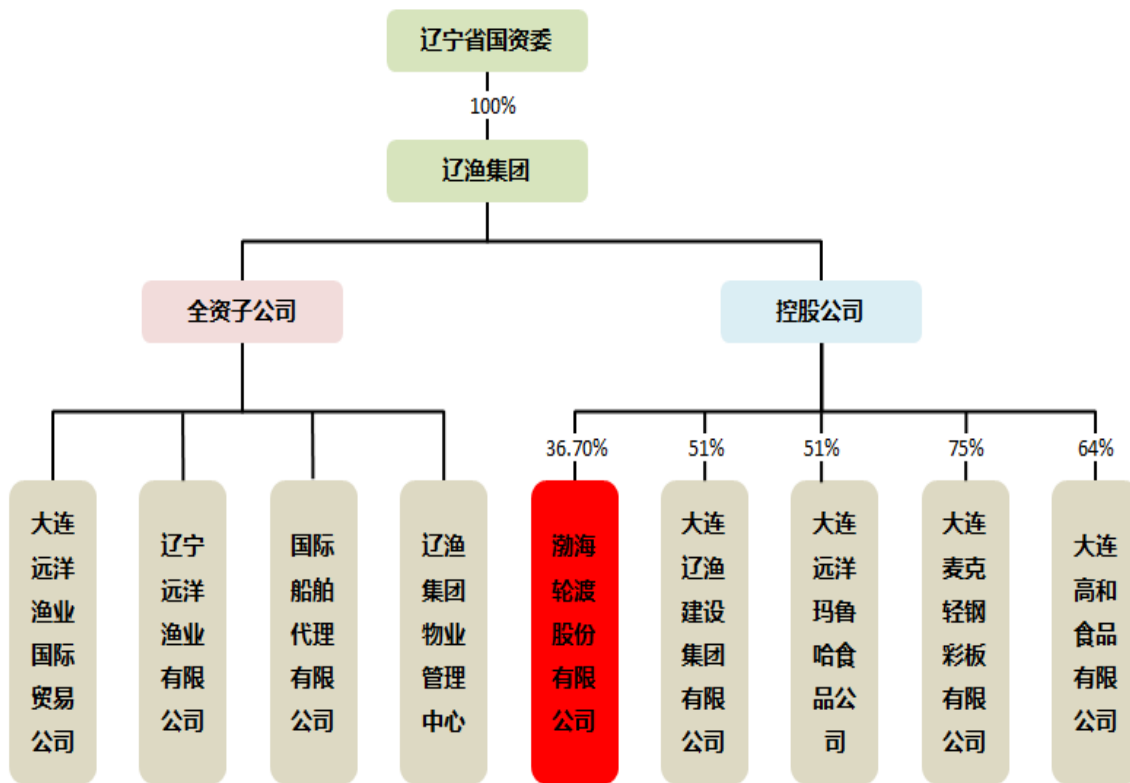
资料来源：上市公司，宏源证券

公司控股股东为辽渔集团。辽渔集团始建于1945年，是国有独资的综合性大型渔业联合企业，主要经营海洋捕捞、水产品交易、水产品加工、水产品仓储及运输、渔需物资供应、渔船修造等业务，拥有亚洲最大的现代化人工渔港、五十余艘捕捞及冷藏运输船只、年吞吐量1,200万吨的杂货和客滚码头、11.6万吨级冷库群、年修造渔船300艘的船厂、年交易60万吨的大连国际水产品交易中心、水产品加工厂等产业资源。辽渔集团资产总值达63.5亿元，员工近万人，设有分公司、全资子公司和控股、参股中外合资公司30余家，海陆域总面积340万平方米。

辽渔集团是公司控股股东，持有上市公司股份比例为36.70%。辽渔集团旗下企业众

多，全资子公司 4 家，控股企业 5 家，参股企业 6 家。辽渔集团是辽宁省国资委 100% 控股企业，因此公司的实际控制人为辽宁省国资委。同时公司隶属地为山东省，公司所经营航线正是往来于山东、辽宁两省，因此享有天然的政策层面优势。

图表 2：公司主要股权及组织结构



资料来源：辽渔集团，宏源证券

## 二、依托烟连航线，轮渡业务稳健增长

### （一）、烟连航线是渤海湾的“黄金航线”

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航线，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）区域航线是渤海湾最为重要、最为成熟的航线，是沈海高速公路的海上连接段。沈海高速公路是国道主干线“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中具有重要的作用。

目前渤海区域滚装航线主要有包括烟连线在内的数条航线，烟连线航距 89 海里，不同航班往返于烟台至大连不同港口。公司所经营航线往大连方向停靠于大连湾新港码头，而竞争对手中海客轮和大连航运的船舶主要停靠大连港市内码头和香炉礁码头。由于大连湾新港码头距离高速公路入口比较近，而从大连港市内码头和香炉礁码头需要穿过大连市市区才能驶入高速公路，因此多数车辆特别是大型车辆选择本公司的客滚船运输。



图表 3: 渤海区域主要滚装航线

航线	航距（海里）	起点	终点
烟连线	89	烟台港	大港区
		烟台打捞局码头	黑嘴子港区
		烟台地方港	辽渔大连湾新港
		烟台港	大连港和尚岛
烟旅线	90	烟台打捞局码头	东部港区
		烟台四突堤	旅顺羊头洼
蓬旅线	66	蓬莱港	旅顺新港
威连线	93	威海港	大港区
津连线	189	天津新港	大港区

资料来源：上市公司，宏源证券

渤海区域客滚运输需求中长期保持旺盛是由该区域地理特征决定的。渤海湾地区主要由山东半岛、京津冀、辽东半岛三个区域组成，地理位置上呈 C 字形分布，其中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，海路运输相对陆路运输具有较大的成本优势和时间优势。

图表 4: 烟连航线是渤海湾“黄金航线”



资料来源：上市公司，宏源证券

客滚运输与其他运输方式相比，具有具有省时、便捷、运输成本低等特点，具有较强的比较优势，难以被其他运输方式所替代。尤其是对于环渤海湾主要运输线路，选择海陆联运方式相比于全程公路运输有较多的优势，可以减少运输距离，节省成本和时间。以大连到烟台航线为例，大连至烟台全程公路运输距离为 1490 公里，若采用海铁联运方式，则运距仅 165 公里，里程节省近 90%，具有极强便利性和成本优势

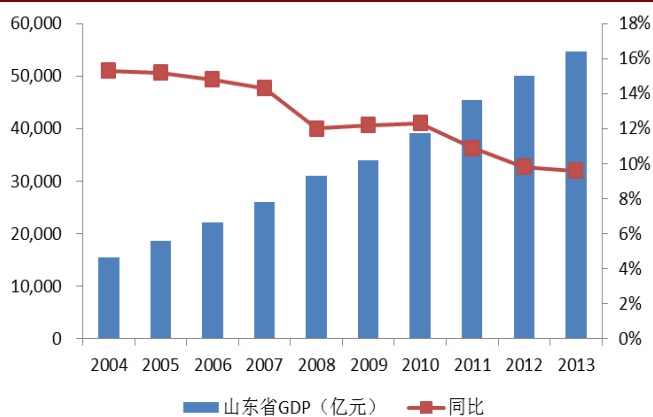
图表 5: 渤海区域主要滚装航线

起点	终点	全程公路	海铁联运
大连	烟台	1,490	165
	青岛	1,421	378
	合肥	1,750	1,051
	南京	1,742	910
	上海	1,950	1,060
烟台	鞍山	1,323	460
	沈阳	1,339	548
	长春	1,622	841
	哈尔滨	1,887	1,106
沈阳	青岛	1,284	760

资料来源: 上市公司, 宏源证券

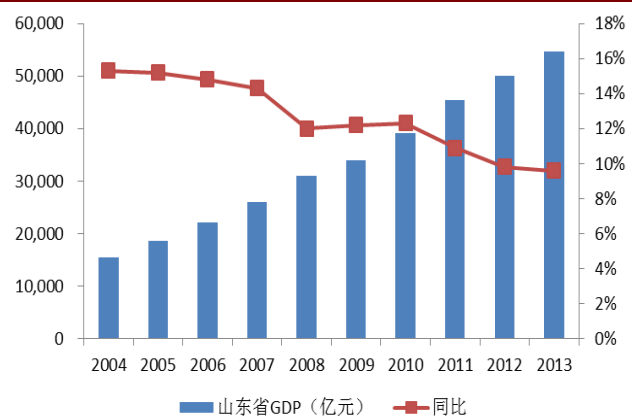
近年, 辽宁、山东两省经济均保持高速增长, 预计, 未来该趋势将得以延续, 为渤海区域滚装运输需求持续增长打下坚实基础。此外, 随着大连港、烟台港客滚码头基础设施不断完善, 客滚船舶安全舒适性、航行速度提高, 客滚船舶航班增加, 跨渤海客滚运输的便捷性将持续提高, 从而吸引经济腹地的更多车辆、旅客选择客滚运输方式。

图表 6: 山东省 GDP 增长情况



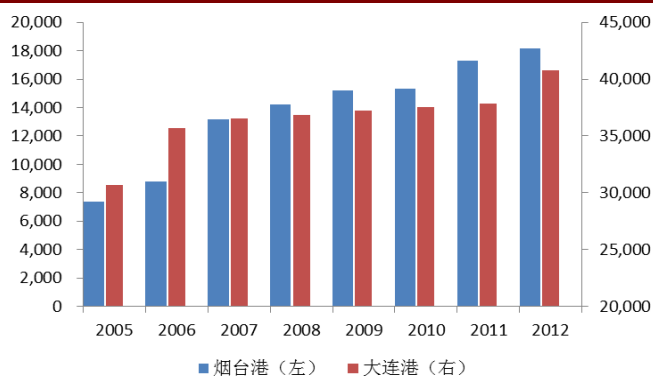
资料来源: WIND, 宏源证券

图表 7: 辽宁省 GDP 增长情况



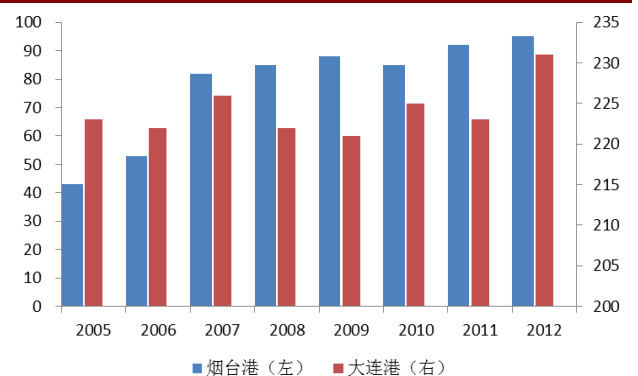
资料来源: WIND, 宏源证券

图表 8: 港口岸线长度 (米)



资料来源: WIND, 宏源证券

图表 9: 港口码头泊位个数



资料来源: WIND, 宏源证券

## (二)、公司竞争优势显著，仍有增长空间

目前公司共投入 9 艘客滚船在烟连区域航线运营,公司无论是客滚船数量还是总运力都高于竞争对手,且在船型配置、运力规模、豪华舒适性、技术先进性及安全性能上均具有明显优势。公司渤海金珠轮、渤海银珠轮、渤海珍珠轮、渤海玉珠轮、渤海宝珠轮、渤海翡翠轮、渤海翠珠轮和渤海晶珠轮 8 艘主力船,均为近 7 年来新上线的大型客滚船。其设计思想紧跟市场需求,其车辆舱布置适应了当前车辆大型化、重载挂车居多的市场变化,各车辆舱均可装载大型、重载货车。对于装载车长 50 米、车高 4.85 米、车宽 8 米的超长、超高、超宽特种车辆,其他企业的客滚船多数无运输能力,因此公司在运载特种车辆上占据明显优势。

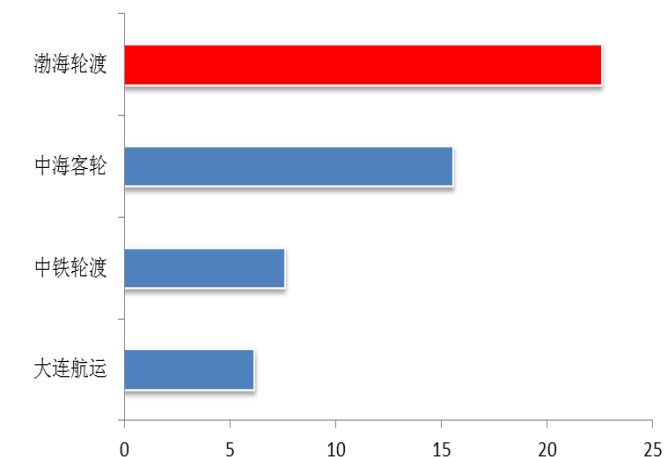
图表 10: 渤海区域主要滚装航线

船名	车道线长度(米)	车位数(个)	客位数(位)	总吨位(吨)	船龄(年)
渤海金珠	1,687	100	1,128	19,847	8
渤海银珠	1,687	100	1,128	19,847	7
渤海珍珠	1,993	192	1,571	24,024	6
渤海玉珠	1,993	192	1,571	24,024	6
渤海宝珠	1,993	192	1,571	24,024	4
渤海翡翠	1,993	192	1,571	24,024	4
渤海翠珠	2,452	236	2,038	35,000	2
渤海晶珠	2,500	236	2,038	35,000	2
渤海明珠	1,710	120	1,102	20,403	22

资料来源:上市公司,宏源证券

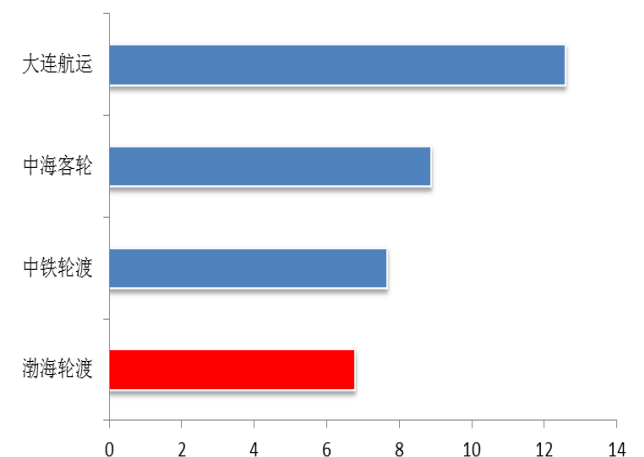
目前渤海湾客滚运输市场上,公司拥有的客滚船数量最多、运力最强。公司旗下共有 9 艘客滚船,其中渤海明珠和渤海银珠运营蓬莱—旅顺航线,其余 7 艘船舶运营烟台—大连航线。公司在烟连航线的主要竞争对手包括中海客轮、大连航运、中铁轮渡。目前公司客滚船总吨位数达 22.62 万吨,车位和客位总数分别为 1560 个和 13718 个,均远远领先于排名第二的中海客轮。从船龄来看,公司主力船型船龄均较低,除了渤海明珠号船龄超过 20 年以外,其余船舶船龄均在 10 年以内,公司船舶平均船龄 6.8 年,领先于其他几大竞争对手。

图表 11: 公司船舶总吨位显著领先对手(万吨)



资料来源:上市公司,宏源证券

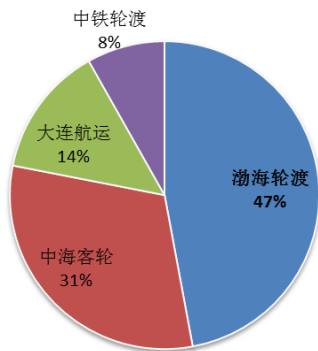
图表 12: 平均船龄低于竞争对手



资料来源:上市公司,宏源证券

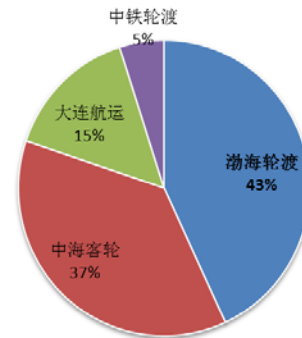


图表 13: 烟连线车位数占比情况



资料来源: 上市公司, 宏源证券

图表 14: 烟连线客位数占比情况



资料来源: 上市公司, 宏源证券

中铁轮渡是为烟大铁路轮渡项目出资设立的企业, 目前拥有“中铁渤海 1 号”、“中铁渤海 2 号”和“中铁渤海 3 号”三艘船舶进行火车轮渡运营。由于火车轮渡载重量大, 抗台风能力可达 8 级, 因此具有较强竞争力。但由于定位问题, 与客滚船并不形成全方位竞争; 另外, 铁路轮渡进行列车滚装运输时, 通常单航次运输和作业时间较长, 因此班次灵活性逊于客滚船。

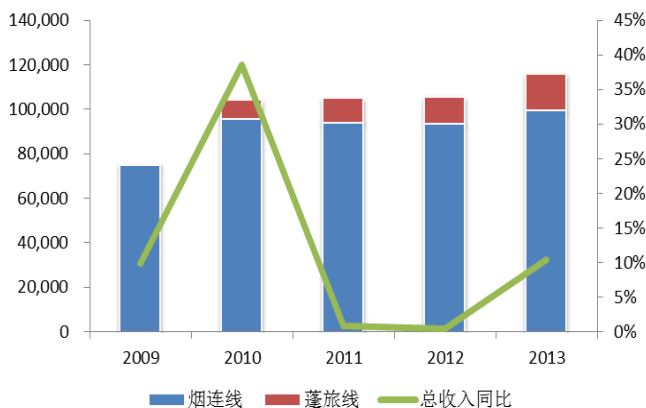
图表 15: 渤海区域主要滚装航线

比较内容	铁路轮渡	客滚运输
运输货种	大宗的工业、能源、原材料, 和时效性不强的农副产品	农产品、海产品、轻工医药、机械设备、建筑材料、小汽车
时效性	差	强
货物换装环节	多	少
运量	单次运量大	单次运量小

资料来源: 上市公司, 宏源证券

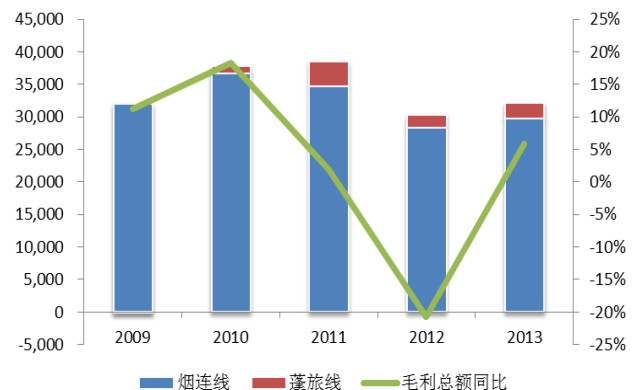
从公司近年来的运营情况看, 烟连线滚装运输是公司的绝对核心业务, 2013 年实现营业收入 9.97 亿元, 同比增长 6.62%; 蓬旅线实现收入 1.62 亿元, 同比增长 35.69%。从利润构成来看, 2013 年烟连线毛利润金额为 2.97 亿元, 该航线近几年毛利润占公司毛利润总额的比重均在 90%以上, 近两年更是攀升至 92%以上。蓬旅线业务虽然近年收入增速较高, 但对于公司利润贡献依然远低于烟连线。

图表 16: 蓬旅线近年收入增长较快



资料来源: 上市公司, 宏源证券

图表 17: 烟连线是公司利润主要来源



资料来源: 上市公司, 宏源证券

公司依靠船型设计和船舶数量优势，通过合理的航班安排提高船舶利用率，满足不同客户多样化的时间要求，缩短码头等待时间，既吸引客户，又节约成本，促进了收入和利润的增长。

从供给角度看，行政壁垒杜绝渤海客滚运输市场运力非理性增长。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，实行**船龄达到 30 年的客滚船强制报废**，**禁止从国外进口二手客滚船或从国内其它海区购置二手客滚船从事渤海湾车、客运输**，**严禁将其用途的二手船舶改造为客船或客滚船**，鼓励经重组达到资质规定的经营企业建造新船投入渤海湾客滚运输市场。此外，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**”。通过此举保障客滚运输安全，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。

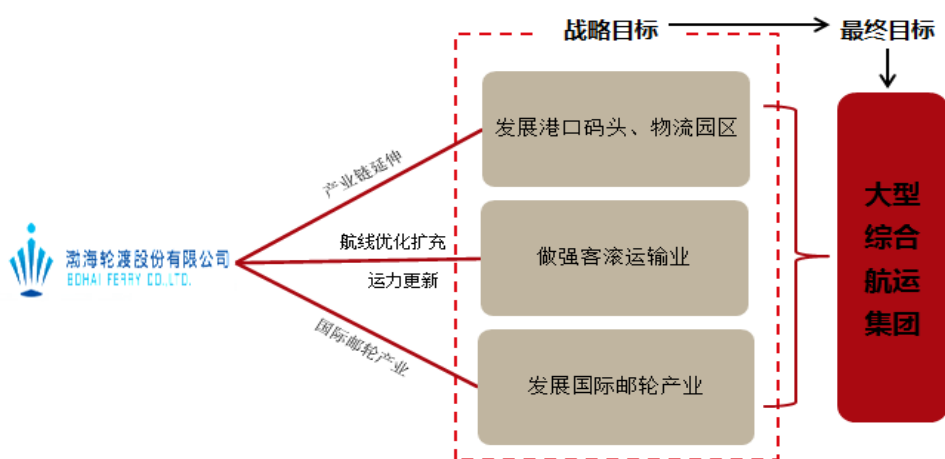
由于渤海湾客滚运输市场限制新的客滚运输企业进入，并且现有客滚运输企业的运力更新只能采取以新替旧的方式进行，因此可以预计公司将在未来较长的时间里保持客滚船数量和运力的竞争优势。

### 三、进军邮轮产业，迈开“一路两发”步伐

#### （一）、公司发展战略清晰，“一路两发”打造大型综合航运集团

虽然公司所经营的烟连航线拥有巨大优势，但是从反面看，公司面临着业务结构较为单一，过于依赖烟连航线的问题。从远期来看，若烟台大连海底隧道建成后，公司经营航线势必受到冲击。为此，公司制定了清晰的发展战略，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，具体战略计划包括开拓旅顺至东营、烟台至韩国平泽、中国防城港至越南下龙湾等航线，淘汰老旧船舶渤海明珠轮，参股旅顺、蓬莱客滚码头，完善销售网络等。通过将上述计划付诸实施，打造中国东部沿海海上高速路，力争 5 年内实现多元化发展，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 18：公司发展战略清晰



资料来源：上市公司，宏源证券

今年2月，公司发布公告，拟出资4368万美元，向欧洲排名第一的邮轮运营商歌诗达邮轮公司购买“哥斯达旅行者”邮轮号邮轮，该船已在今年上半年交付。“哥斯达旅行者”号建造于2000年，总重24427吨，收购后在黄海造船厂进行局部改装，并命名为“中华泰山”号。本次购船合同对于公司发展具有里程碑式的意义，一方面，公司借助邮轮产业良好的市场前景，抢占了国家鼓励邮轮产业发展的先机；另一方面，使公司低成本启动产业的转型升级，对加快实施公司发展战略，具有长远意义。

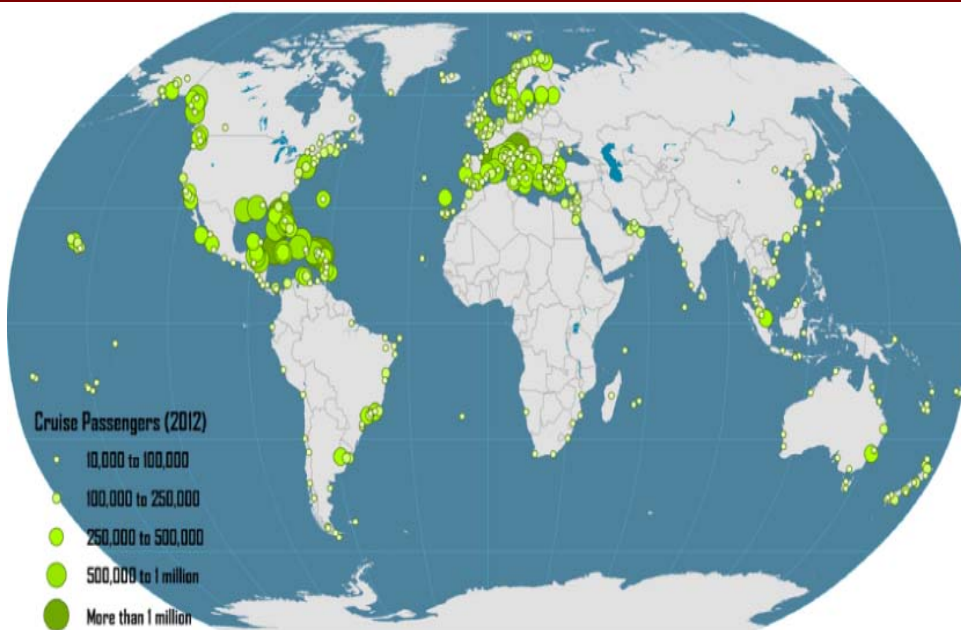
## （二）、邮轮产业方兴未已，发展空间广阔

### 1、世界邮轮市场增速有所放缓，但部分地区市场增长较快

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。

目前，邮轮航线主要集中在加勒比海区域、欧洲、地中海区域、亚洲-南太平洋、阿拉斯加、墨西哥海岸，其中加勒比海-百慕大航区所占比重超过50%、地中海航区所占比重超过14%、亚洲-南太平洋航区仅占7.2%。由于一些传统的邮轮旅游目的地邮轮航线陈旧、缺乏新意，制约了邮轮客源市场的进一步拓展，亚太地区凭借丰富的旅游资源和近年来快速增加的邮轮专业港口，渐渐成为全球主要的邮轮旅游目的地之一，客源规模在不断扩大，国际邮轮公司纷纷新开亚太航线以迎合旅客的消费需求。

图表 19：全球邮轮旅游区域集中特征显著



资料来源：CMW，宏源证券

图表 20: 加勒比海区域邮轮旅客分布



资料来源: CMW, 宏源证券

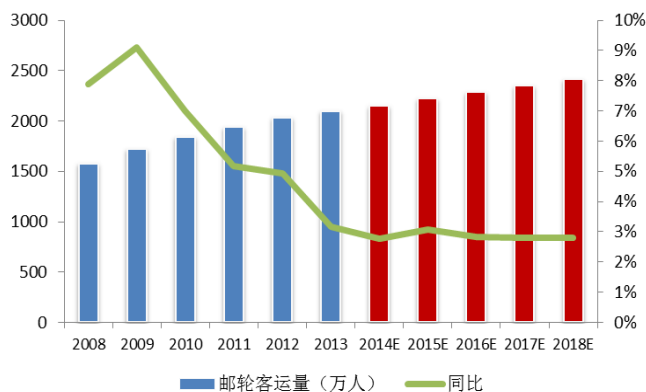
图表 21: 地中海区域邮轮旅客分布



资料来源: CMW, 宏源证券

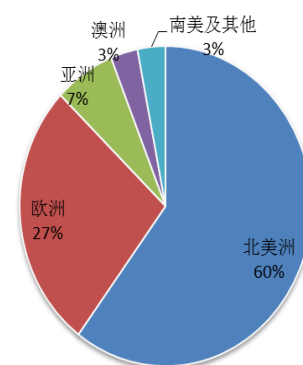
近年全球邮轮市场发展势头良好,世界邮轮游客规模快速扩大。2013 年全球邮轮游客规模近万人次,根据国际邮轮协会(CLIA)预测,未来五年,全球邮轮游客将达到 2400 万人次。虽然游客增速有所放缓,但市场规模温和放大依然是主要趋势。从旅客结构来看,来自发达国家的游客占比很高,其中,北美游客占比超过 60%,欧洲游客占比约 27%,远远领先于亚洲、澳洲、南美等其他地区。亚洲游客目前占比约 7%,澳洲与南美占比相当,均在 3%左右。

图表 22: 邮轮客运量未来仍将稳步增长



资料来源: WIND, 宏源证券

图表 23: 邮轮旅客主要来自经济发达区域



资料来源: WIND, 宏源证券

从接待能力看,也呈现逐年增长的态势。2013 年全球邮轮床位数近 44 万个,预计 2014 年床位数将超过 45 万个,到 2016 年床位数将达到近 50 万个。因此,在不考虑运力退出的情形下,未来三年接待能力的平均增速维持在 4%到 5%之间。

图表 24: 渤海区域主要滚装航线

邮轮公司	邮轮名称	最大载客数	交付时间
NCL	Norwegian Getaway	4000	2014 年 1 月
Princess	Regal Princess	3600	2014 年 5 月
Tui Cruises	Mein Schiff 3	2500	2014 年 6 月
Pearl Seas Cruises	Pearl Mist	210	2014 年 6 月
Costa Cruises	Costa Diadema	3000	2014 年 10 月

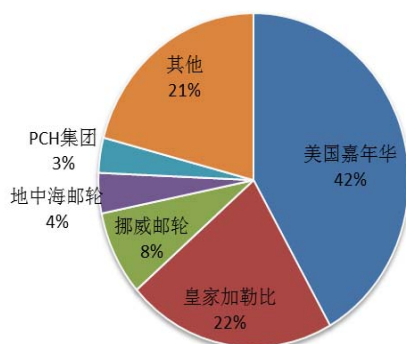


Royal Caribbean	Quantum of the Seas	4100	2014 年 11 月
P&O Cruises	P&O Britannia	3611	2015 年 2 月
AIDA Cruises	AIDAprima	3250	2015 年 3 月
Viking Ocean Cruises	Viking Star	928	2015 年 5 月
Tui Cruises	Mein Schiff 4	2500	2015 年 5 月
Royal Caribbean	Anthem of the Seas	4100	2015 年 6 月
Compagnie du Ponant	尚未命名	264	2015 年 6 月
NCL	Norwegian Escape	4200	2015 年 10 月
Holland America	尚未命名	2660	2016 年 2 月
AIDA Cruises	尚未命名	3250	2016 年 3 月
Viking Ocean Cruises	尚未命名	928	2016 年 3 月
Royal Caribbean	尚未命名	4180	2016 年 8 月
Royal Caribbean	Oasis III	5400	2016 年 8 月
Regent Seven Seas	Explorer	738	2016 年 8 月
Viking Ocean Cruises	尚未命名	928	2016 年 10 月
Seabourn Cruise Line	尚未命名	225	2016 年 10 月
Carnival	Vista	4000	2016 年 10 月
Clive Palmer	Titanic II	1680	2016 年 11 月

资料来源：上市公司，宏源证券

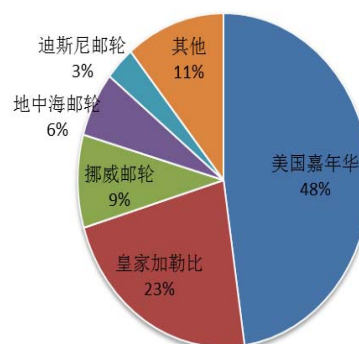
邮轮产业市场集中度较高，全球市场份额基本被几大邮轮集团垄断。2013 年全球邮轮公司收入总额约 363 亿美元，美国嘉年华集团市场份额高达 41.8%；排名第二的是皇家加勒比集团，市场份额 21.8%；排名第三的挪威邮轮市场份额 8.2%；地中海集团和 PCH 控股集团市场份额分别为 3.9%和 3.4%，分列第四、五位。从客运量占比情况看，嘉年华集团和皇家加勒比集团占全球邮轮客运量比重分别为 47.7%和 22.7%，同样远远领先其他邮轮公司，两大巨头优势稳固。

图表 25：全球邮轮市场份额



资料来源：CMW，宏源证券

图表 26：全球邮轮旅客运量份额情况

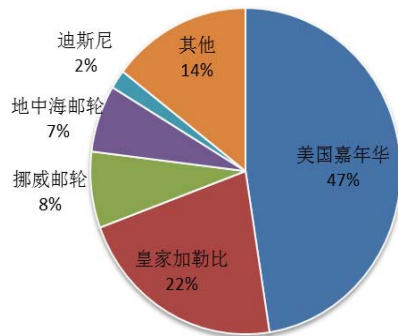


资料来源：CMW，宏源证券

从船队规模以及接待能力来看，全球航运市场仍然呈现双寡头垄断之势，美国嘉年华和皇家加勒比床位数合计占比高达 70%，两家邮轮数量共有 145 艘，占据全球半壁江山。整体而言，无论是市场份额还是船队规模，美国嘉年华与皇家加勒比邮轮均牢牢占据前两位，均大幅领先排名第三的挪威邮轮公司，因此，短期内优势难以颠覆。

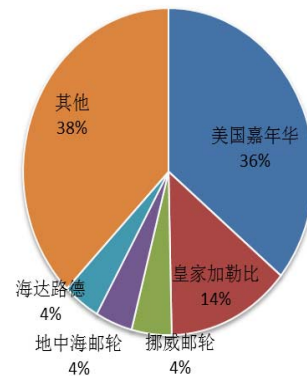


图表 27: 全球邮轮床位占比情况



资料来源: CMW, 宏源证券

图表 28: 全球邮轮公司旗下船舶数量



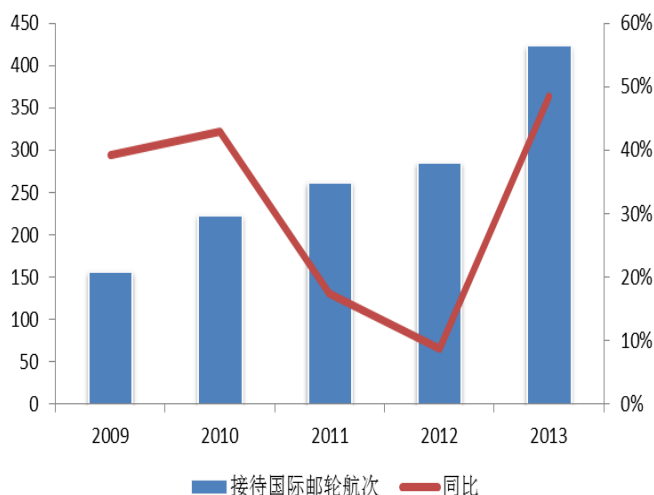
资料来源: CMW, 宏源证券

## 2、我国邮轮产业将迎来黄金发展期

### 产业规模迅速增长

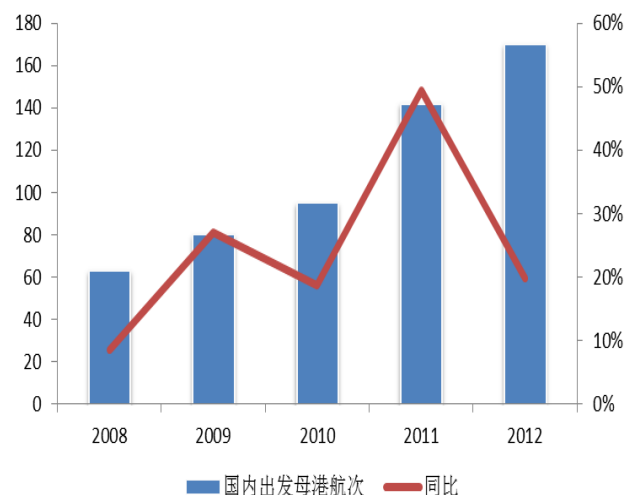
在国际邮轮产业快速发展的进程中,中国成为最具发展潜力的新兴市场。自 2006 年开始,国内邮轮旅游市场逐渐形成并呈现出爆发式增长态势。从 2006 年开始,国际邮轮公司被授权在中国市场进行本土化业务,意大利歌诗达邮轮公司、美国皇家加勒比邮轮公司、云顶香港有限公司相继将旗下船只驶入中国港口。根据中交协邮轮游艇协会(CCYIA)的统计,从中国国内港口出发、搭载国内游客出境游的国际邮轮母港航次从 2006 年的 24 次增至 2012 年的 170 次,累计增长幅度超过 7 倍;2013 年内地接待国际邮轮航次为 423 次,同比增长 48%。

图表 29: 我国接待国际邮轮航次去年增速较高



资料来源: CCYIA, 宏源证券

图表 30: 近年国内出发母港航次稳步增长



资料来源: CCYIA, 宏源证券

国际邮轮公司开至中国市场的豪华邮轮逐年增加吨位与载客数量。以意大利歌诗达邮轮公司为例,2006 年布局中国市场的是较为陈旧的歌诗达爱兰歌娜号,吨位为 28400t;2013 年歌诗达大西洋号(85700t)进驻中国市场,与 2012 年进入中国市场的歌诗达维多利亚号(75200t)同时为中国市场服务。美国皇家加勒比邮轮公司在 2012 年驶入位列“全

球十大邮轮”之一的海洋航行者号（138000t），2013 年其姐妹船海洋水手号（138000t）也来到中国市场，为中国游客带来高端邮轮体验。丽星邮轮宝瓶星号（51000t）、双子星号（50764t）也成为中国游客出游的重要选择。美国公主邮轮品牌、精致邮轮品牌也多次来到中国市场考察，计划在未来开发中国邮轮母港航次。除了国际邮轮公司争相布局中国市场，厦门环球邮轮公司、中国邮轮有限公司、海航旅业邮轮游艇管理有限公司相继成立，中国本土邮轮品牌悄然兴起。

图表 31：国内市场外资邮轮一览

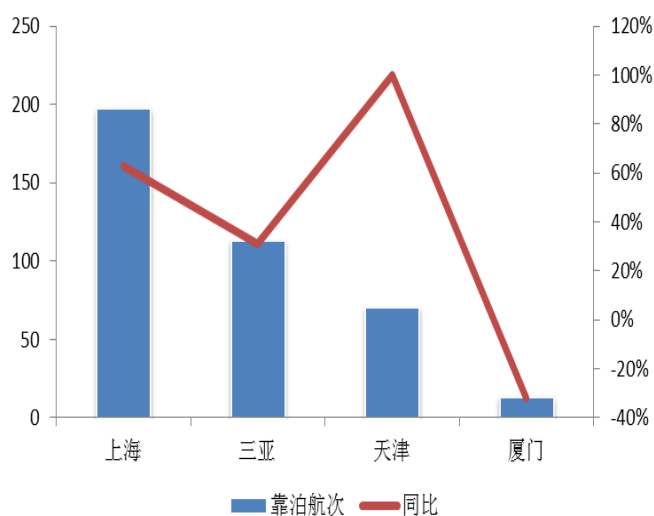
邮轮公司	邮轮名称	吨位	进入中国市场时间
歌诗达邮轮	爱兰歌娜号	28400	2006
	经典号	53000	2009
	浪漫号	53000	2010
	维多利亚号	75200	2012
	大西洋号	85700	2013
皇家加勒比	海洋神话号	78491	2009
	海洋航行者号	138000	2012
	海洋水手号	138000	2013
云顶香港有限公司	丽星宝瓶号	51000	2011
	丽星双子星	50764	2012

资料来源：公开资料，宏源证券

### 基础设施不断完善，邮轮港口建设步伐加快

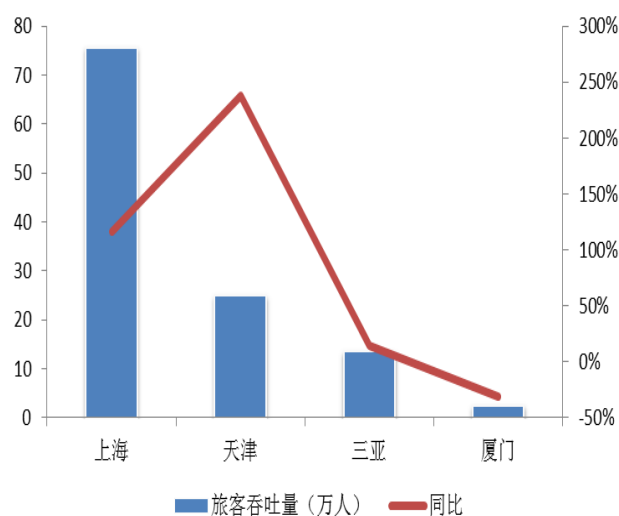
随着我国邮轮经济的不断发展，我国邮轮港口建设力度也不断加大。2013 年，全国邮轮市场持续火爆，邮轮旅游吸引力显著提升，全国邮轮港靠泊邮轮 393 艘次，同比增长 51%，旅客吞吐量 116.61 万人次，首次超过百万人次大关，规模和增速均创历史新高，同比增长 100%，增速较 2012 年提升近 26 个百分点。

图表 32：四大邮轮母港 2013 邮轮靠泊航次



资料来源：公开资料，宏源证券

图表 33：四大邮轮母港 2013 旅客吞吐量情况



资料来源：公开资料，宏源证券

目前，上海、天津、厦门、三亚已建成 5 个国际邮轮客运中心，青岛、大连、舟山也正加紧邮轮母港建设。2013 年，作为上海“两主一辅”3 个国际邮轮码头之一，上海吴淞口国际邮轮码头及其公共配套设施项目顺利竣工验收并正式对外运营。作为天津市重

点建设工程项目,天津国际邮轮母港码头二期改造工程也已完成并交工验收,改造后的邮轮母港在邮轮运营淡季及间歇具有客货运功能,为天津港实施客运资源整合提供硬件支撑。三亚具有得天独厚的邮轮接待优势,在国内港口中接待邮轮到港航次居全国前列,2013年邮轮进出港 220 艘次,载运游客 13.6 万人。舟山群岛国际邮轮码头正在加紧建设中,截至目前,10 万吨级码头平台已经完工,进入场地硬化、绿化和道路、停车场建设的扫尾阶段。此外,深圳太子湾,三亚凤凰岛二期工程等邮轮港口建设正在展开,为我邮轮旅游经济大发展奠定了坚实基础

图表 34: 我国邮轮母港建设情况

所在地	码头名称	建成时间	泊位 (个)	最大泊位 (万吨)	通过能力 (万人)
<b>已建成</b>					
天津	天津国际邮轮港	2010 年 5 月	4	22	92
上海	上海港国际客运中心	2008 年 8 月	3	8	100
	上海吴淞口国际邮轮码头	2010 年 4 月	2	10	60
厦门	厦门港国际邮轮中心	2005 年	1	14	150
三亚	凤凰岛邮轮码头	2007 年	1	8	60
青岛	青岛国际邮轮母港	2013 年 3 月	1	15	60
深圳	太子湾国际邮轮母港	2014 年 7 月	2	22	-
天津	天津国际邮轮港	2010 年 5 月	4	22	92
<b>规划或在建</b>					
舟山	舟山群岛国际邮轮码头	2014 年 10 月	1	10	57
三亚	凤凰岛邮轮码头二期	-	4	22	200
广州	南沙国际邮轮母港	-	2	22.5	75

资料来源: CCYIA, 宏源证券

### 邮轮消费市场日趋成熟

根据发达国家经验,在人均 GDP 达到 6000 ~ 8000 美元时,邮轮产业将进入快速增长期。中国是全球第二大经济体,2012 年人均 GDP 已达到 6100 美元,形成一批中产阶级和富裕阶层,客观上具备了邮轮旅游的物质基础。面对庞大的邮轮旅游消费市场,邮轮公司加快邮轮旅游产品的建设,开辟新型邮轮航线,并进行广泛的渠道拓展与宣传。

2013 年,歌诗达大西洋号邮轮开辟冬季航线,实行冬季不打烊的销售策略,并在中国市场试推高端环游世界航线。海南西沙邮轮旅游正式开通并经半年 13 航次的试运营,共接待游客 2000 余人,成为邮轮旅游新业态的亮点。除了旅行社之外,在线旅游网站跨足邮轮产品经营,携程旅游网、同程网、途牛旅游网都有包船并定下 2 ~ 4 万人次不等的目标,为游客提供更多差异化的产品与服务。中国民众乘坐邮轮旅游的热情高涨,邮轮旅游消费市场日趋成熟。

### 政府态度积极,利好政策支持邮轮产业发展

为了规范快速发展的中国邮轮旅游市场,国务院、交通运输部、国家旅游局相继出台相关产业政策。今年 3 月,交通运输部发布了《关于促进我国邮轮运输业持续健康发展的指导意见》,并明确提出我国邮轮产业 2020 年的发展目标。另外,目前正在编制的《中国邮轮旅游总体规划》将对中国邮轮发展的指导原则、基本定位、发展目标、重点任务、产品建设、业态培育、政策框架等进行统筹设计,并根据邮轮旅游发展的基本规律和地理区位、港口条件、造船业及相关服务业发展水平等条件,合理安排邮轮码头及母港建设,

切实保障和促进中国邮轮旅游健康发展。

图表 35：渤海区域主要滚装航线

邮轮公司	邮轮名称	最大载客数
2014 年 3 月	《交通运输部关于促进我国邮轮运输业持续健康发展的指导意见》	(1) 预计 2020 年邮轮旅客数量达到 450 万人，成为亚太地区最具活力和最大的邮轮市场 (2) 邮轮船队初具规模，形成 2-3 个具有影响力的邮轮母港 (3) 邮轮旅客服务功能不断拓展，物流配送等配套功能齐全，服务水平达到国际标准 (4) 邮轮产业链不断延伸，对经济社会的贡献显著增强
2013 年 2 月	《国民旅游休闲纲要（2013—2020 年）》	支持邮轮游艇码头等旅游休闲基础设施建设，积极发展邮轮游艇旅游等休闲产品
2013 年	批准天津设立中国邮轮旅游发展实验区	将天津邮轮旅游发展纳入国家发展战略，支持其在邮轮停靠、便捷通关、线路组合、维修保养等方面先行先试，积累经验
2014 年 1 月	《上海加快邮轮旅游发展实验区建设的若干意见》	到 2015 年，达到出入境邮轮 300 艘次、邮轮旅客 100 万人次的规模。到 2020 年，上海将建成亚太区域国际邮轮枢纽港、国际邮轮中心之一，达到出入境邮轮 500 艘次、邮轮旅客 200 万人次的规模
2012 年 9 月	《三亚市邮轮旅游发展专项规划（2012—2022）》	三亚未来邮轮航线分为四类，即母港航线、国际挂靠航线、国内航线和特色主题航线等十多条航线

资料来源：CCYIA，宏源证券

### （三）、“中华泰山”号首航在即，“一路两发”战略迈出重要一步

“中华泰山”邮轮，由德国建造，船舶总长 180.45 米，型宽 25.5 米，总吨位 2.45 万吨，拥有 1000 个客位。邮轮各种配套设施非常完善，剧院、画廊、图书馆、网吧、钢琴吧、迪斯科舞厅、娱乐场、游泳池、水疗按摩、桑拿、宴会厅、各式餐厅、酒吧俱乐部、多功能会议室、棋牌室、儿童护幼中心、免税店、健身房、娱乐会所、小教堂等一应俱全，可以满足船上乘客各项生活和娱乐需求。

今年 8 月 26 日起，“中华泰山”号将航行于烟台—韩国首尔、济州航线；公司在该线路运营 A、B 两条航线，A 线由烟台出发，至韩国仁川，再到济州岛，之后返回烟台，航期为 4 晚 5 天；B 线由烟台出发，到达仁川后即返回烟台，航期 2 晚 3 天。“中华泰山”邮轮的投入运营，将开启中国奢华邮轮初体验，结束中国无自主经营、自主管理国际豪华邮轮的历史，翻开我国邮轮产业发展新篇章。



图表 36: 豪华海景房设施完备



资料来源: 上市公司, 宏源证券

图表 37: 邮轮内部堪比五星级酒店



资料来源: 上市公司, 宏源证券

根据公司近期运营计划, 8月26日至10月27日, 公司共安排12个航次, A航线11个, B航线1个。A线最高票价为豪华露天阳台套房, 5988元/人, 最低价为标准内舱房, 3388元/人; 三人或四人标准内舱房, 第三、四名游客票价2400元/人, 外舱房2600元/人。b线票价大致相当于a线票价的70%左右。

图表 38: 烟台—首尔—济州 A 航线价格表

A线: D1烟台-D2仁川(首尔)-D3济州-D4公海-D5烟台 (4晚5天)					
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	3388	无
	标准内舱房ISA2	3、4、5	41+32+13	3488	无
	三人内舱房IS3	3、4	7+14	3488	2400
	四人内舱房IS4	3、4	3+5	3488	2400
外舱海景房	标准外舱房OWC2(圆窗)	2	25	3888	无
	标准外舱房OWB2(方窗)	3、4、5	75+56+24	3988	无
	标准外舱房OWA2(方窗)	4	20	4088	无
	外舱三人房OWB3(圆窗)	2	3	3888	2600
	外舱三人房OWA3(方窗)	3、4	17+30	3988	2600
	外舱四人房OW4(方窗)	4	8	3988	2600
套房	迷你套房二人GS2	3、5	4+16	4988	无
	豪华露天阳台套房二人VS2	7	12	5988	无

资料来源: 上市公司, 宏源证券

根据我们的测算, a线航次若接待利用率达到100%, 每航次收入约372万元, b航次100%利用率收入约257万元。按照公司运营初期航次频率, 假设全年累计开行60航次, a线55个航次, b线5个航次。在载客率平均为75%的情况下, 每年净利润约为2000万元。随着该航线运营逐步走向成熟, 以及新航线的开辟, 未来邮轮业务盈利能力有望进一步增强。



图表 39: “中华泰山”号盈利测算

主要指标	假设及测算值	
收入		
	A 线	B 线
票价收入	371.70	257.30
船上消费收入	118.29	81.89
单航次满载收入	489.99	339.19
年航次数	55	5
平均客载率	75%	75%
年营业收入	20212.09	1271.96
成本及费用		
代理商佣金	2792.93	
燃油成本	2749.96	
船员工资	2363.25	
折旧摊销	1608.33	
食品供应	1289.04	
船上项目	945.30	
港口及杂费	708.97	
其他运营成本	3115.19	
管理费用	2492.15	
利息费用	666.01	
成本费用合计	18731.12	
利润		
税前利润	2752.93	
所得税率	25%	
净利润	2064.70	

资料来源: 上市公司, 宏源证券 (注: 以上数据均为估算值)

## 四、重要假设和业务预测

### (一)、重要假设

1、假设 14-16 年，滚装业务收入同比增长率分别为 9.67%，10.67%和 11.64%

2、假设 2015 年邮轮客载率维持在 75%，2016 年提升至 90%左右，毛利率维持在 28%左右

3、其他业务收入成本基本维持稳定

### (二)、业务预测

图表 40：公司业务预测表

项目（万元）	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	75,248.02	104,256.76	105,115.93	105,561.70	116,568.28	135,006.58	162,975.07	183,748.37
YOY	#REF!	38.55%	0.82%	0.42%	10.43%	15.82%	20.72%	12.75%
营业成本	43,375.34	66,537.26	66,685.54	75,094.57	84,306.17	98,205.23	119,501.06	135,804.48
YOY	#REF!	53.40%	0.22%	12.61%	12.27%	16.49%	21.69%	13.64%
营业利润	31,872.68	37,719.50	38,430.39	30,467.13	32,262.11	36,801.35	43,474.01	47,943.90
YOY	#REF!	18.34%	1.88%	-20.72%	5.89%	14.07%	18.13%	10.28%
毛利率	42.36%	36.18%	36.56%	28.86%	27.68%	27.26%	26.68%	26.09%

细分营业收入								
分项（万元）	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
客滚业务								
烟连线	75,055.13	95,386.30	93,971.33	93,471.43	99,658.04	107,630.68	117,317.44	129,049.19
YOY	#DIV/0!	27.09%	-1.48%	-0.53%	6.62%	8.00%	9.00%	10.00%
蓬旅线	192.89	8,870.46	11,084.90	11,970.14	16,242.30	19,490.76	23,388.91	28,066.69
YOY	#DIV/0!	4498.71%	24.96%	7.99%	35.69%	20.00%	20.00%	20.00%
青岛旅游	0.00	0.00	0.00	0.00	553.44	608.78	669.66	736.63
YOY					100.00%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	0.00	0.00	59.70	120.13	114.50	115.00	115.00	115.00
YOY			#DIV/0!	101.22%	-4.69%	0.44%	0.00%	0.00%
合计	75,248.0	104,256.8	105,115.9	105,561.7	116,568.3	127,845.2	141,491.0	157,967.5
YOY		38.55%	0.82%	0.42%	10.43%	9.67%	10.67%	11.64%

邮轮业务（万元）		0.00	0.00	0.00	0.00	7161.35	21484.05	25780.86
YOY		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	#DIV/0!	200.00%	20.00%

营业成本								
分项（万元）	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
客滚业务								
烟连线	43,100.31	58,672.88	59,292.92	65,162.62	69,924.69	75,879.63	83,295.39	92,270.17
YOY	#DIV/0!	36.13%	1.06%	9.90%	7.31%	8.52%	9.77%	10.77%
蓬旅线	275.03	7,864.38	7,332.68	9,922.73	13,888.09	16,567.15	20,114.46	24,418.02
YOY	#DIV/0!	2759.46%	-6.76%	35.32%	39.96%	19.29%	21.41%	21.40%
青岛旅游	0.00	0.00	0.00	0.00	480.44	547.91	602.70	662.97
YOY						14.04%	10.00%	10.00%
其他	0.00	0.00	59.94	9.22	12.95	20.00	20.00	20.00
YOY	0.00%	0.00%	#DIV/0!	-84.62%	40.46%	54.44%	0.00%	0.00%
合计	43,375.3	66,537.3	66,685.5	75,094.6	84,306.2	93,014.7	104,032.5	117,371.2
YOY		53.40%	0.22%	12.61%	12.27%	10.33%	11.85%	12.82%

邮轮业务（万元）		0.00	0.00	0.00	0.00	5,190.55	15,468.52	18,433.31
YOY			0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	198.01%	19.17%

毛利率								
分项	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
烟连线	42.58%	38.49%	36.90%	30.29%	29.84%	29.50%	29.00%	28.50%
蓬旅线	-42.58%	11.34%	33.85%	17.10%	14.49%	15.00%	14.00%	13.00%
青岛旅游	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	13.19%	10.00%	10.00%	10.00%
邮轮业务		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	27.52%	28.00%	28.50%

资料来源：上市公司，宏源证券

## 五、盈利预测与投资建议

### 1、盈利预测:

我们预计 2014-2016 年公司将实现归属母公司股东净利润 2.53, 3.00 和 3.35 亿元, 对应最新股本的 EPS 分别为 0.53, 0.62 和 0.70 元, 同比分别增长 8.23%, 18.81% 和 11.42%。

### 2、投资建议:

公司是国内规模最大、综合运输能力最强的客滚运输企业, 拥有 9 艘大型客滚船以及一艘豪华邮轮“中华泰山”号。公司经营的烟连区域航线被誉为客滚运输“黄金航线”, 在渤海湾客滚运输市场上, 公司拥有的客滚船数量最多、运力最强, 是渤海湾客滚运输的领军企业。今年 2 月, 公司出资 4368 万美元购买“哥斯达旅行者”号邮轮, 收购后改造为“中华泰山”号, 并将于 8 月 26 日正式运营。“中华泰山”号投入运营, 对于公司发展有里程碑意义, 公司有望借助我国邮轮产业迅速发展的契机进一步做大做强, 加速实现公司成为大型航运集团的战略目标。预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.53, 0.62 和 0.70 元, 同比分别增长 8.23%, 18.81% 和 11.42%。当前股价对应 17x14PE、14x15PE、13x16PE, 考虑到公司渤海湾客滚运输的绝对领先地位以及未来邮轮行业发展的光明前景, 我们给予公司“增持”评级, 目标价 12 元。

图表 41: 可比上市公司估值

代码	简称	最新日期	最新收盘价(元)	市盈率 TTM	市盈率 LYR	PB	13EPS
603167	渤海轮渡	2014/8/11	9.04	17.96	18.64	1.68	0.49
002320	海峡股份	2014/8/11	9.58	52.47	47.83	2.16	0.20
600026	中海发展	2014/8/11	4.75	-9.18	-7.04	0.76	-0.68
600242	中昌海运	2014/8/11	6.74	-22.58	-22.67	6.88	-0.30
600428	中远航运	2014/8/11	3.35	46.38	173.58	0.87	0.02
600692	亚通股份	2014/8/11	9.47	117.21	127.46	6.57	0.07
600751	天津海运	2014/8/11	6.21	-43.05	-42.56	132.41	-0.15
600798	宁波海运	2014/8/11	3.71	275.20	545.59	1.68	0.01
600896	中海海盛	2014/8/11	3.86	46.56	113.86	1.41	0.03
601866	中海集运	2014/8/11	2.57	-15.84	-11.35	1.26	-0.23
601872	招商轮船	2014/8/11	2.84	-6.95	-6.14	1.35	-0.46
601919	中国远洋	2014/8/11	3.38	100.59	146.96	1.43	0.02
平均				46.6	90.3	13.2	

资料来源: WIND, 宏源证券

## 六、风险提示

- 1、渤海跨海通道建设进程快于预期
- 2、运力投入政策壁垒放松
- 3、邮轮运营状况不佳

图表 42: 三张表摘要

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	92	430	794	1177	营业收入	1166	1350	1630	1837
应收款项	19	25	36	53	营业成本	843	982	1195	1358
存货净额	13	18	22	24	营业税金及附加	24	34	41	46
其他流动资产	1	1	2	2	销售费用	15	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>126</b>	<b>474</b>	<b>854</b>	<b>1256</b>	管理费用	41	48	56	61
固定资产	2679	2508	2334	2160	财务费用	11	9	7	5
无形资产及其他	3	2	2	1	投资收益	0	1	1	1
投资性房地产	15	15	15	15	资产减值及公允价值变动	(0)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	42	52	62	72	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2864</b>	<b>3052</b>	<b>3267</b>	<b>3504</b>	营业利润	232	277	330	366
短期借款及交易性金融负债	25	30	23	26	营业外净收支	80	60	70	80
应付款项	39	49	62	68	<b>利润总额</b>	<b>312</b>	<b>337</b>	<b>400</b>	<b>446</b>
其他流动负债	33	36	45	52	所得税费用	78	84	100	112
<b>流动负债合计</b>	<b>97</b>	<b>115</b>	<b>130</b>	<b>146</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	150	150	150	150	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>234</b>	<b>253</b>	<b>300</b>	<b>335</b>
其他长期负债	28	37	46	55					
<b>长期负债合计</b>	<b>178</b>	<b>187</b>	<b>196</b>	<b>205</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
<b>负债合计</b>	<b>275</b>	<b>302</b>	<b>327</b>	<b>352</b>	净利润	234	253	300	335
少数股东权益	1	1	1	1	资产减值准备	0	(0)	0	0
股东权益	2589	2749	2940	3152	折旧摊销	101	169	172	172
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2864</b>	<b>3052</b>	<b>3267</b>	<b>3504</b>	公允价值变动损失	0	2	2	2
					财务费用	11	9	7	5
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营运资本变动	(11)	12	16	4
每股收益	0.49	0.53	0.62	0.70	其它	(0)	0	(0)	(0)
每股红利	0.19	0.19	0.23	0.25	<b>经营活动现金流</b>	<b>324</b>	<b>436</b>	<b>490</b>	<b>513</b>
每股净资产	5.38	5.71	6.11	6.55	资本开支	(211)	0	0	0
ROIC	7%	8%	10%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	9%	10%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(221)</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>
毛利率	28%	27%	27%	26%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	21%	21%	20%	负债净变化	(25)	0	0	0
EBITDA Margin	29%	34%	31%	30%	支付股利、利息	(93)	(93)	(110)	(122)
收入增长	10%	16%	21%	13%	其它融资现金流	140	5	(7)	3
净利润增长率	10%	8%	19%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(96)</b>	<b>(88)</b>	<b>(117)</b>	<b>(120)</b>
资产负债率	10%	10%	10%	10%	<b>现金净变动</b>	<b>7</b>	<b>339</b>	<b>364</b>	<b>383</b>
息率	2.1%	2.1%	2.5%	2.8%	货币资金的期初余额	85	92	430	794
P/E	18.63	17.22	14.49	13.01	货币资金的期末余额	92	430	794	1177
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	117	396	442	455
EV/EBITDA	13.5	10.2	9.2	8.6	权益自由现金流	232	395	430	454

资料来源: wind, 宏源证券

## 作者简介:

**瞿永忠:** 北京交通大学硕士, 10 年交运从业经验, 3 年交运行业研究经验, 宏源证券交运行业组长, 资深分析师。2011 年新财富团队第四, 2012 年金牛奖团队第五。2013 年腾讯天眼第三名, 21 世纪物流行业第二名。重点覆盖交运策略、铁路运输、物流和铁路产业链等行业。

**王滔:** 中山大学硕士, 3 年交运行业研究经验, 重点覆盖物流、航空机场和高速公路等行业。

## 机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

## 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

## 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。