

豪华客滚船下水，龙头地位巩固

增持 维持

目标价格：15元

重要事件：

- 网易新闻记者报道，2014年9月12日，公司斥资近4亿元建造的亚洲最大最豪华客滚船“渤海钻珠”轮，在黄海造船厂顺利下水。

报告摘要：

- 亚洲最豪华客滚船即将投入运营。**“渤海钻珠”轮船舶总长178.8米，型宽28米，总吨位为3.5万吨。乘客定额为2300人，设有3层车辆舱，车道长度2500米，可载车辆300多辆，还可装载重120吨的特种车辆。从内部设施来看，该船配备了电梯、设有带落地窗观光阳台的豪华客房、直升机可以直接降落，豪华程度介于客滚船与豪华邮轮之间，是亚洲目前最大、最豪华的客滚船。“渤海钻珠”轮下水后，经过4个月内部装修，明年2月前后可投入烟连航线运营。
- 烟连线客滚运输市场龙头地位巩固。**在“渤海钻珠”轮明年投入运营后，公司客滚船运力总规模将达到26万吨以上，投入烟连线的船舶总数达到8艘。公司目前在烟连航线已具备绝对竞争优势，其运力规模远远领先于排名第二的中海客轮。“渤海钻珠”轮的姊妹船“渤海玛珠”轮将在今年11月下水。随着新造客滚船的交付，公司在渤海区域客滚运输市场的竞争优势进一步得以巩固，短期内难以撼动。
- 邮轮业务打开成长空间。**公司新购入邮轮“中华泰山”号，已于8月26日正式运营。该邮轮的运营和管理完全由公司负责，8月份开始运营以来，首批航次运营情况良好。从产业角度看，我国邮轮市场已具备高速发展的条件。公司邮轮业务前景广阔。
- 随着公司新船下水，公司客滚龙头地位得以巩固，我们预计公司14-16年EPS分别为0.53, 0.62和0.70元，分别对应24x14PE、20x15PE和18x16PE，维持公司“增持”评级。**

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	28.52	25.61	23.68	20.24	17.93

交运研究组

分析师：

瞿永忠(S1180513070005)

电话：021-65051509

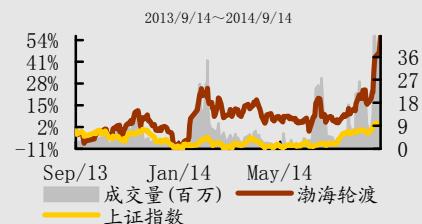
Email: quyongzhong@hysec.com

王滔(S1180514080003)

电话：010-88085053

Email: wangtao1@hysec.com

市场表现



相关研究

《立足渤海，开创邮轮经营新纪元》

2014/8/13

图 1：三张表摘要

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
流动资产合计	126	474	854	1256	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
资产总计	2864	3052	3267	3504	营业利润	232	277	330	366
短期借款及交易性金融负债	25	30	23	26	营业外收支	80	60	70	80
应付款项	39	49	62	68	利润总额	312	337	400	446
其他流动负债	33	36	45	52	所得税费用	78	84	100	112
流动负债合计	97	115	130	146	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	150	150	150	150	归属于母公司净利润	234	253	300	335
其他长期负债	28	37	46	55					
长期负债合计	178	187	196	205					
负债合计	275	302	327	352					
少数股东权益	1	1	1	1					
股东权益	2589	2749	2940	3152					
负债和股东权益总计	2864	3052	3267	3504					
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E					
每股收益	0.49	0.53	0.62	0.70					
每股红利	0.19	0.19	0.23	0.25					
每股净资产	5.38	5.71	6.11	6.55					
ROIC	7%	8%	10%	12%					
ROE	9%	9%	10%	11%					
毛利率	28%	27%	27%	26%					
EBIT Margin	21%	21%	21%	20%					
EBITDA Margin	29%	34%	31%	30%					
收入增长	10%	16%	21%	13%					
净利润增长率	10%	8%	19%	11%					
资产负债率	10%	10%	10%	10%					
息率	1.5%	1.5%	1.8%	2.0%					
P/E	25.87	23.90	20.12	18.06					
P/B	2.3	2.2	2.1	1.9					
EV/EBITDA	18.4	13.9	12.5	11.7					

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	234	253	300	335
资产减值准备	0	(0)	0	0
折旧摊销	101	169	172	172
公允价值变动损失	0	2	2	2
财务费用	11	9	7	5
营运资本变动	(11)	12	16	4
其它	(0)	0	(0)	(0)
经营活动现金流	324	436	490	513
资本开支	(211)	0	0	0
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(221)	(10)	(10)	(10)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(25)	0	0	0
支付股利、利息	(93)	(93)	(110)	(122)
其它融资现金流	140	5	(7)	3
融资活动现金流	(96)	(88)	(117)	(120)
现金净变动	7	339	364	383
货币资金的期初余额	85	92	430	794
货币资金的期末余额	92	430	794	1177
企业自由现金流	117	396	442	455
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
机构	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
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	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范围包括证券投资咨询业务。