

市价(人民币): 12.60元

主业否极泰来, 发力海岛旅游平台前景看好

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	425.88
总市值(百万元)	5,366.09
年内股价最高最低(元)	13.23/8.15
沪深300指数	3345.93
中小板综指	8188.09



相关报告

1. 《主业盈利首增长, 发力海岛旅游平台值得期待》, 2014.10.27

吴彦丰 分析师 SAC 执业编号: S1130514080001
(8621)60230251
wuyanfeng@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.311	0.200	0.167	0.238	0.313
每股净资产(元)	4.40	4.44	4.57	4.76	5.01
每股经营性现金流(元)	0.37	0.28	0.37	0.39	0.53
市盈率(倍)	30.85	45.74	64.09	44.81	34.17
行业优化市盈率(倍)	95.86	58.32	72.92	72.92	72.92
净利润增长率(%)	-35.69%	-35.63%	-16.79%	43.03%	31.12%
净资产收益率(%)	7.07%	4.51%	3.65%	5.01%	6.24%
总股本(百万股)	425.88	425.88	425.88	425.88	425.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **15年后海安航线供需形势好转, 行业载运率和经济效益回升:** 2011~2014年分别是琼州海峡广东方航运企业、粤海火车轮渡和海南方航运企业运力交付高峰, 运力增长明显超过需求导致全行业载运率和经济效益下滑, 15年起琼州海峡客滚运力的更新节奏将大幅放缓, 这利好全市场经济效益回升。随着西环高铁开工和地产政策的逐步放松, 基建和房地产投资回升将带动15、16年客流和车流回升, 因此明后年整体供需形势将有明显好转。
- **油价下跌提振短期盈利, 成本压力及竞争格局改善打开提价空间:** 公司燃油占营业成本比重超过25%, 假设15年布伦特平均油价为70美元(同比下降约28%), 国内船用柴油同比下降25%, 短期内成本减少油价补贴不降将使公司业绩增厚18%。中长期看, 油价补贴的变化能大体抵消燃油成本的变化, 但人工等其他开支增加使扣除油价补贴后的成本大幅增长33%, 未来航运企业通过提价来缓解经营压力的概率大增, 一次涨价对业绩的弹性在25%左右。
- **定点班增多、旅客选船、网上售票是趋势, 公司市场份额将稳步提高:** 为提高客户满意度, 竞争客源未来琼州海峡定点班比例提升和旅客选船是大势所趋。定点班载运率和效益明显高于滚动班, 公司是市场上定点班最多, 最早开通的船公司, 未来依托大股东资源优势将进一步增加定点班数量。今年9条新船投入后公司船况和船型都优于对手, 在逐步推进旅客选船的背景下, 公司的优势将进一步扩大, 市场份额和营收将不断提高, 考虑到固定成本占比较高, 主营利润增速将快于收入增速, 业绩反转明确。
- **西沙邮轮游空间广阔, 新船投入后盈利能力将明显增强:** 邮轮产业在我国处于起步阶段, 未来空间广阔, 中期内将保持高速增长。公司独家运营西沙航线, 资源稀缺性突出。椰香公主号邮轮将于16年强制报废, 预计新船投入后产能将明显放大, 单位成本降低, 西沙航线有望与16年扭亏为盈。

投资建议

- 公司管理层换血后领导班子年轻化, 经营能力明显提升。主业盈利反转明确, 转型海岛旅游产业链平台步伐坚定, 前景看好。

估值

- 预计公司2014~2016年的EPS分别为0.17元, 0.24元和0.31元, 对应的P/E为76X, 54X和42X, 给与“买入”的投资评级

风险

- 西沙和三亚旅游业务开拓进展缓慢, 新船交付延期

内容目录

琼州海峡客滚市场快步迈向成熟，公司主业触底反转	4
海安航线是营收利润来源，铁路航空分流有限	4
15年后市场供需形势好转，行业载运率和经济效益回升	5
定点班比例提高、旅客选船、网上售票是趋势，公司市场份额将稳步提高 ..	9
西沙邮轮游空间广阔，新船投入后盈利能力将明显增强	11
世界邮轮产业重心转向亚太，中国市场高速增长	11
西沙景区风光无限，资源稀缺，新船投入后盈利能力将明显增强	12
成立三亚分公司，向海岛旅游全产业链平台又迈出坚实一步	14
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1: 海安线占营收的 90%以上	4
图表 2: 海安航线贡献绝大部分盈利	4
图表 3: 琼州海峡水路客运较铁路有明显优势	4
图表 4: 琼州海峡水路货运车辆分类	4
图表 5: 东西两线共有 7 家客滚运输企业运营海安—海口航线	5
图表 6: 截止 2014 年 8 月海安航线 6 家航运企业和粤海铁公司运力情况	5
图表 7: 琼海海峡海口—海安航线供需平衡表	6
图表 8: 海南经济高度依赖基建和房地产投资	6
图表 9: 09 年以后海南固定资产投资增速明显回落	6
图表 10: 油价补贴可基本覆盖燃油成本变动 (万元)	7
图表 11: 油价补贴大致覆盖 20%~25% 的燃油成本	7
图表 12: 14 年 9 月起油价大幅下跌	7
图表 13: 未来国际油价将降一个台阶	7
图表 14: 2010~2013 期间人工成本累计上升了近 50%	8
图表 15: 2010~2013 期间人均工资累计上升了 35%	8
图表 16: 人工是海安航线第一大成本	8
图表 17: 2010~2013 年海安航线累计运营成本增加 33%	8
图表 18: 海安航线历年运价水平	8
图表 19: 中国四大客滚运输市场	9
图表 20: 烟台港网上发售当日所有定点班船票	10
图表 21: 海口港网站仅显示滚动班定点班信息但不售票	10
图表 22: 欧美传统邮轮市场放缓，新兴市场快速成长	11
图表 23: 亚太邮轮快速发展，14 年运力份额继续提高	11

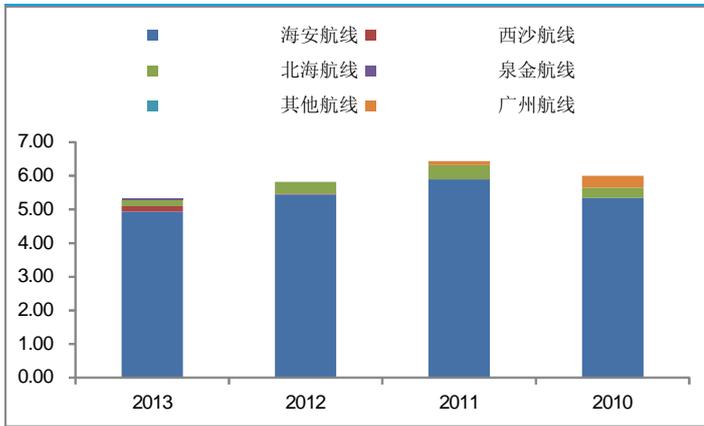
图表 24: 中国邮轮市场高速增长, 13 年接待人次增幅达 86%	11
图表 25: 我国五大邮轮母港	12
图表 26: 欧美发到国家邮轮市场渗透率在 1%~3%	12
图表 27: 中国邮轮航线以日韩, 东南亚和台湾为主	12
图表 28: 西沙俯瞰	13
图表 29: 西沙蓝洞	13
图表 30: 西沙 4 天 3 晚邮轮游产品行程	13
图表 31: 西沙海钓	14
图表 32: 西沙婚纱摄影	14
图表 33: 海峡股份分布盈利预测	15

琼州海峡客滚市场快步迈向成熟，公司主业触底反转

海安航线是营收利润来源，铁路航空分流有限

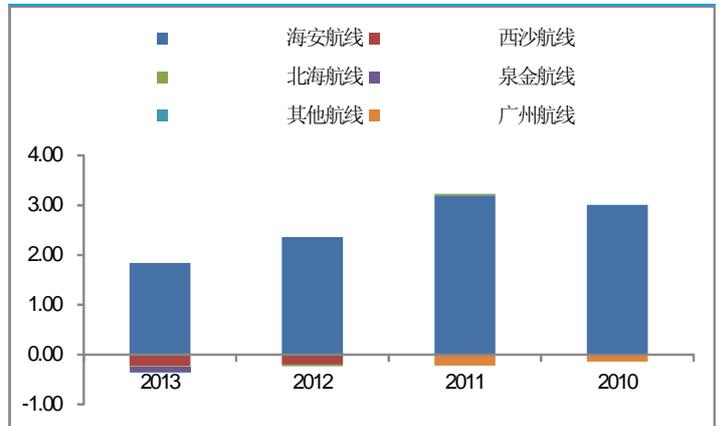
- 公司是海南最大，也是琼州海峡上最大的水上客滚运输企业。目前公司共有船舶 17 艘，主要运营海口—海安、三亚—西沙、海口—北海、泉州—金门四条航线。海口—海安线占营收的 90%以上并贡献绝大部分盈利，是公司也是琼州海峡的客滚运输最主要的航线。

图表1：海安线占营收的90%以上



来源：公司年报，国金证券研究所

图表2：海安航线贡献绝大部分盈利



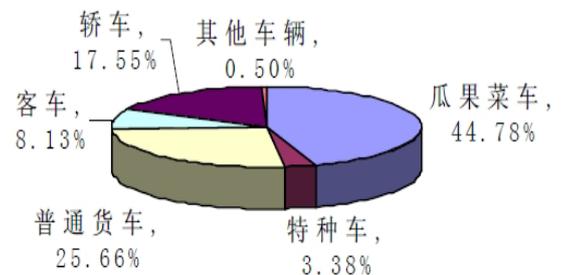
- 目前进入海南岛的主要方式有水路客滚运输（海安—海口）、铁路（由粤海铁轮渡摆渡过海）和航空（降落海口美兰机场和三亚凤凰机场）。
 - 航空主要针对远距离高端旅客和小件高附加值货物，与水路客货运竞争关系不明显。且海口美兰机场 13 年吞吐量已达 1200 万人次，远超 600 万的设计流量，时刻增量十分有限，三期扩建工程要到 2017 年以后才能投产，使航空在产能方面有一定瓶颈。
 - 水路客滚运输和铁路主要以消费能力较弱的外出务工者、学生、往来于琼州海峡两岸的上班族和中低端旅行团。从水路和铁路的对比来看，客运方面水路客运无论是在时间，便捷性还是成本上都要优于过海铁路。货运方面，瓜果菜车是主要货车，蔬菜瓜果由于保质期短，需求稳定，所以适合由频率高但单票货量较小的汽车来运输，火车一节车皮运量在 60 吨以上，是汽车运量的 3-5 倍，单次运输量大大超过了市场的承受能力。
 - 因此在未来较长时间内航空，铁路等其他交通运输方式对琼州海峡水路客货运分流影响较小，客滚运输市场将平稳发展。

图表3：琼州海峡水路客滚较铁路有明显优势

运输方式	航线	运营企业	时间	频率	费用
水路	海安—海口	东线客运轮渡	定点班1.5小时，滚动班不超过3.5小时	单向>30班/日	42元
		西线粤海铁轮渡	1.5小时	单向14班/日	42元
铁路	徐闻—海口	中国铁路总公司	3至4小时	单向3班/日	46元

来源：公司资料，国金证券研究所

图表4：琼州海峡水路货运车辆分类



- 海安—海口航线上现在共有 7 家客滚运输企业，西线的粤海铁路公司主要走专用的粤海铁路北港—南港间航线，共运营 4 艘火车轮渡船，静态运力

为 5012 个客位和 302 个车位（截止 14 年 8 月）。东线（海安港—秀英港）上目前有包括海峡股份在内的 6 家航运企业，共运营 51 艘客（滚）船，静态运力为 35693 个客位和 1871 个车位。粤海铁轮渡在班次上远少于东线企业，且粤海铁专用的北港和南港地理位置偏僻，下船后去市中心并不便利，随着东线定点航班的不断增多，预计粤海铁轮渡对过海旅客的吸引力将有所减弱。

图表5: 东西两线共有 7 家客滚运输企业运营海安—海口航线



来源：国金证券研究所

图表6: 截止 2014 年 8 月海安航线 6 家航运企业和粤海铁公司运力情况

	湛江轮渡	双泰集团	徐闻海运	海峡股份	能运船务	祥隆船务	粤海铁	总和
客位数	6526	7968	4737	13029	1217	1856	5012	40345
客运力份额	16.2%	19.7%	11.7%	32.3%	3.0%	4.6%	12.4%	100.0%
车位数	355	379	281	624	93	100	302	2134
车运力份额	16.6%	17.8%	13.2%	29.2%	4.4%	4.7%	14.2%	100.0%
平均船龄	9.9	11.0	6.9	6.1	14.9	2.8	8.9	

来源：国金证券研究所

15 年后市场供需形势好转，行业载运率和经济效益回升

- 首先，从供给上看，由于交通部规定原则上琼州海峡客滚运输市场不能新增船舶，只能以新替旧，所以海安航线上的客滚船和客船的数量常年维持在 50 艘左右，但由于新船较老船更大，市场上的总客位数和车位数都在增加。总体来看，2011~2014 年是运力交付的高峰，其中 11 和 12 年广东东方共更新 12 条船，全市场两年客位数和车位数累计增长分别为 30% 和 15%。13 年是粤海铁 3 号和 4 号正式批准投入客滚运输，当年全市场客位数和车位数累计增长也分别有 17% 和 12%，14 年是公司将集中更新 9 条船舶也使市场运力有两位数增长。近三年运力增速均明显超过需求增速导致全行业载运率和济效益下滑，而 2015 年开始琼州海峡客滚运力的更新节奏将大幅放缓，预计市场新增客位和车位数量将十分有限，这利好全市场经济效益回升。

图表7: 琼海海峡海口—海安航线供需平衡表

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
船舶数量	海南方	18	18	18	18	19	19	19	20	20	20
	广东方	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
	粤海铁公司	2	2	2	3	4	4	4	4	4	4
	合计	50	50	50	51	53	53	53	54	54	54
客位数	海南方	7246	7945	7945	8633	9571	11215	12399	17304	17304	17304
	广东方	10644	10644	11363	12503	14563	18225	18905	20251	20251	20251
	粤海铁公司	2216	2216	2216	2216	2216	2216	5012	5012	5012	5012
	合计	20106	20805	21524	23352	26350	31656	36316	42567	42567	42567
	运力增长			3.5%	6.0%	10.8%	16.7%	17.2%	16.1%	7.9%	0.0%
	客流增长		3%	6%	29%	14%	1%	2%	2%	4%	3%
	客座率		30.3%	31.0%	37.8%	38.8%	33.7%	29.2%	25.7%	24.7%	25.5%
车位数	海南方	436	460	460	476	516	553	613	802	802	802
	广东方	718	718	742	783	851	992	1015	1061	1061	1061
	粤海铁公司	250	250	250	250	250	250	412	412	412	412
	合计	1404	1428	1452	1509	1617	1795	2040	2275	2275	2275
	运力增长			1.7%	2.8%	5.6%	9.1%	12.4%	12.5%	5.4%	0.0%
	车流量增长			7%	20%	11%	5%	3%	4%	7%	3%
海峡股份客运市场份额		37.6%	38.3%	37.6%	36.4%	38.4%	34.1%	28.5%	28.8%	30.5%	31.9%
海峡股份车运市场份额		34.7%	35.0%	33.3%	32.8%	31.6%	30.1%	28.3%	32.1%	33.6%	35.3%

来源: 国金证券研究所

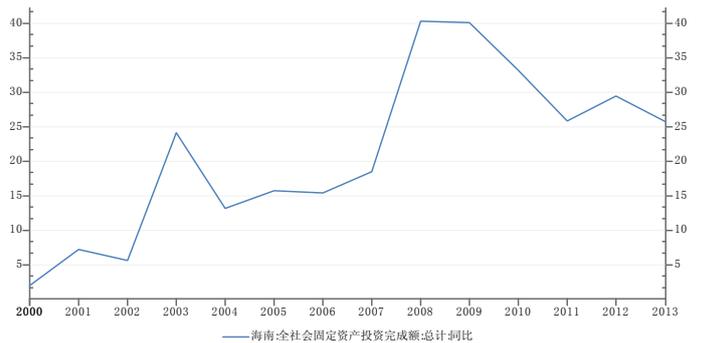
- 其次, 从需求上看, 海南经济高度依赖基建和房地产投资, 09年以来海南固定资产投资增速持续下滑影响了客货运需求, 使琼州海峡客滚市场的客流和车流增速下滑。13年年底开始省内最大基建项目西环高铁开工, 总投资超过270亿, 工程要持续到15年底, 同时随着下半年海南地产政策的逐步放松, 房地产投资也会回升, **我们预计15、16年客流和车流增速将有所回升, 因此明后年整体供需形势将较之前有明显好转。**

图表8: 海南经济高度依赖基建和房地产投资



来源 WINDS, 国金证券研究所

图表9: 09年以后海南固定资产投资增速明显回落



数据来源: ind资讯

油价下跌提振短期盈利, 成本压力及竞争格局改善打开长期提价空间

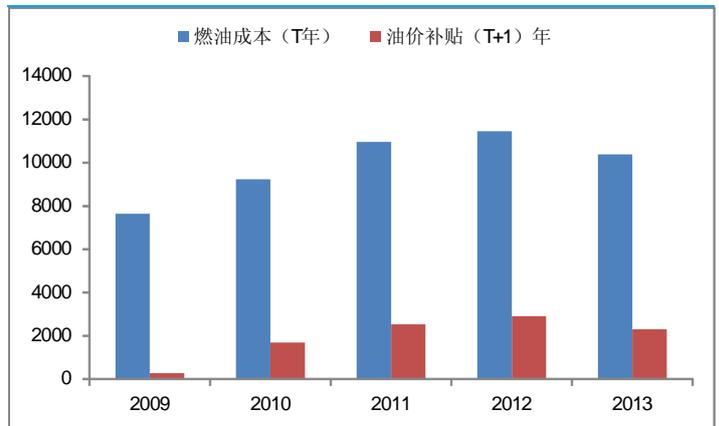
- 2010年开始公司获得政府的油价补贴大幅增加, 主要原因是中央和省两级财政对水路客运进行了成品油价格专项补贴(详见财政部、交通运输部财建[2009]1008号文), 但补贴延时一年到账, 即今年到账的收入是对去年燃油消耗的补贴。文件精神是按照车船实际用油量进行补贴, 即“多用多补”、“少用少补”, “补贴增加的燃料消耗成本”。从10-13年的

补贴结果来看，在大部分时间内油价补贴的变化都能大体抵消油价的变化，油价变动和耗油量多寡对利润的净影响较小。

图表10: 油价补贴可基本覆盖燃油成本变动(万元)

T	2009	2010	2011	2012	2013
燃油成本(T年)	7641	9236	10957	11460	10391
油价补贴(T+1)	277	1689	2521	2907	2300
燃油成本变化		1595	1721	503	-1069
油价补贴变化		1412	832	386	-607
净影响		-183	-889	-117	462

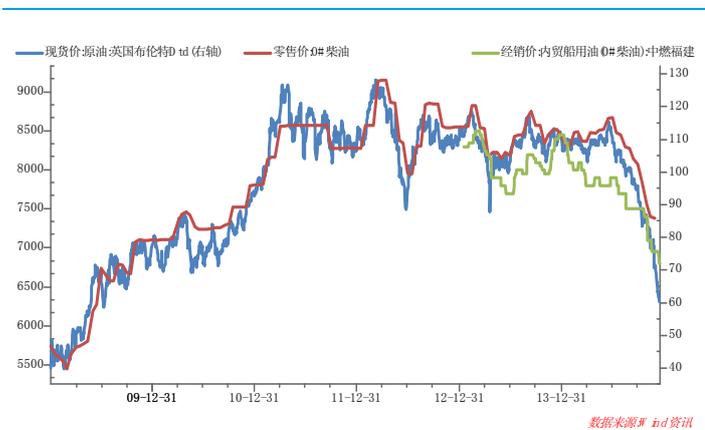
图表11: 油价补贴大致覆盖20%~25%的燃油成本



来源: 国金证券研究所

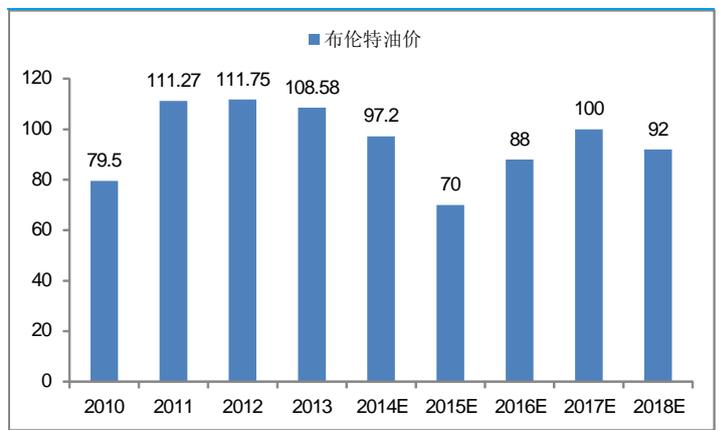
- 然而，由于油价补贴和实际耗油之间存在一个会计年度的滞后，这将在油价大幅波动时造成利润在年度间的大幅波动。今年9月下旬以来国际油价大幅下跌，布伦特油价同比降幅超过40%，由于国内成品油价格有10个工作日的调价周期，所以公司主要使用的内贸船用0号柴油降幅在20%左右。但随着国际油价逐步走稳，船舶油料降幅也将于国际油价趋于一致。目前公司燃油占营业成本比重超过25%，**假设15年布伦特平均油价为70美元(同比下降约28%)，国内船用柴油同比下降25%，成本减少补贴不降将公司业绩将增厚18%。**

图表12: 14年9月起油价大幅下跌



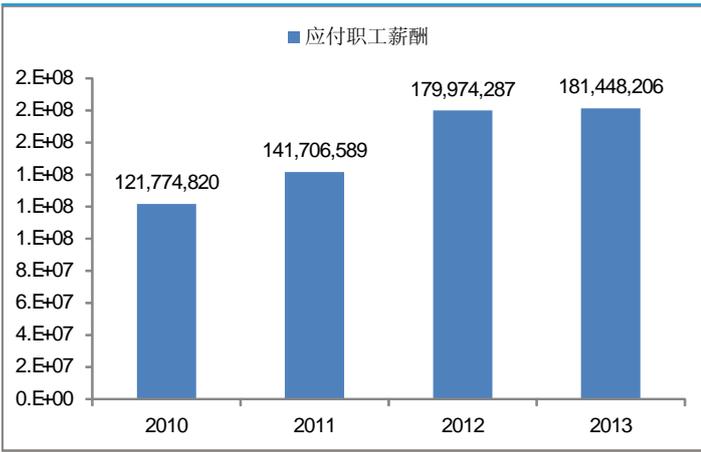
来源: WINDS, 网络资料, 国金证券研究所

图表13: 未来国际油价将降一个台阶



- 从中长期来看，由于油价补贴的变化都能大体抵消燃油成本的变化，油价变动对成本的实际影响很小。真正导致成本增加的是人工和其他开支，人工占海安航线总成本的35%，10~13年间人均工资累计增幅达33%，薪酬总额增长近50%，扣除油价补贴后的营业成本累计增幅达到33%。近年来成本的大幅上升快速吞噬了琼州海峡航运企业的利润，企业经营压力不断加大。

图表14: 2010~2013 期间人工成本累计上升了近 50%

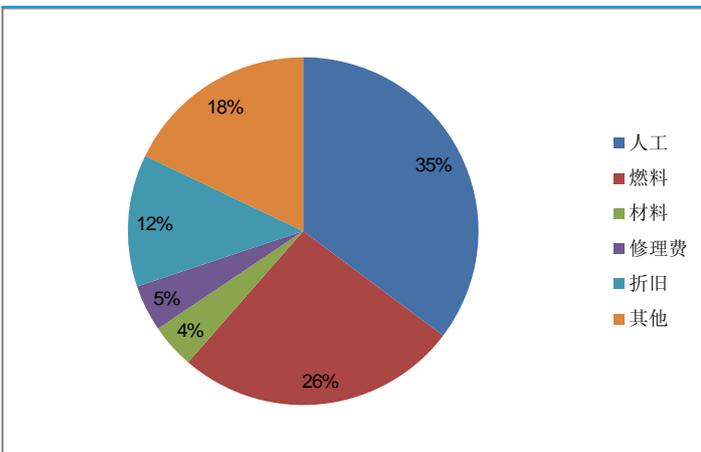


来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表15: 2010~2013 期间人均工资累计上升了 35%

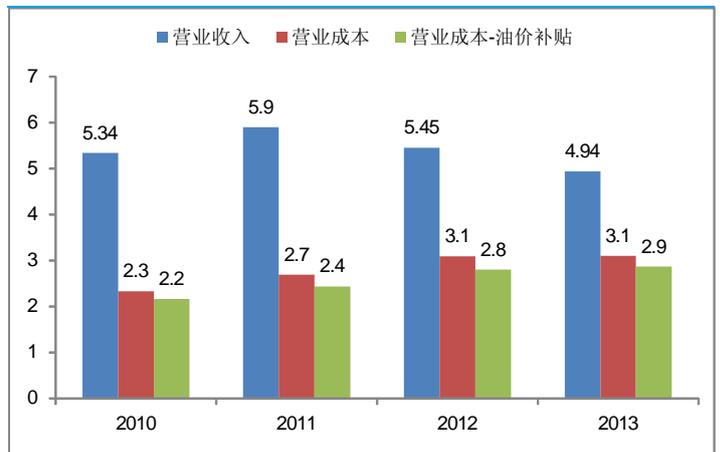


图表16: 人工是海安航线第一大成本



来源: 国金证券研究所

图表17: 2010~2013 年海安航线累计运营成本增加 33%



- 随着油价的企稳反弹, 在成本压力下, 未来琼州海峡客货运提价的可能性将会大大增加。目前海安航线运价实行备案制, 即航运企业如需调整运价需先向政府有关部门备案, 在政府同意的基础上方可调价, 原则上成本上涨在 5% 以内的不予调价。2007~2010 年期间乘客船票和汽车计费吨单价曾经 4 次提高, 船票每次涨幅为 2 元, 计费吨涨幅在 3%~18%。

图表18: 海安航线历年运价水平

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
客 (元/每人)	29	32	34	36	38	38	38	38	38
车 (元/每计费吨)	22.5	24.5	29	30	30.8	30.9	30.9	30.9	30.9
		9%	18%	3%	3%	0	0	0	0

来源: 国金证券研究所

- 我们认为, 在过去四年里没有提价成功和广东海南方在配载模式上有很大分歧 (详见附录关于琼州海峡配载模式历史变迁) 有关, 2013 年 8 月起交通部将琼州海峡配载模式由“经济对等”改为“大轮班”, 经过长期争议和一年正式实行, 广东和海南双方航运企业从一开始的摩擦矛盾不断, 插班、海上滞留、故意放空情况频发, 拒绝对话逐渐过渡到现在能够相对和谐规范地运营, 有固定的月度沟通协商机制, 这有利于两岸 6 家航运企业

协同备案提价，能够更好地避免此前某一家企业因孤掌难鸣而提价失败的情况。

- 从涨价对业绩的弹性来测算，目前海安航线船票价格为 38 元，假设按照之前的幅度一次涨 2 元，涨价幅度就在 5%左右，同时假设每计费吨涨幅也在 5%左右的话，一次涨价即可为 5 亿营收的海安航线带来 2500 万的增量收入和盈利，对业绩的弹性在 25%左右，效果十分明显。

定点班比例提高、旅客选船、网上售票是趋势，公司市场份额将稳步提高

- 目前，我国形成了以渤海湾为中心的渤海湾客滚运输市场，以琼州海峡为中心的南海客滚运输市场，以杭州湾为中心的东海客滚运输市场和以长江三峡为中心的川江客滚运输市场。其中，渤海湾市场较为成熟，目前渤海湾客滚运输市场以定点班为主，旅客可以自主选择船公司，也可以通过港口（如大连港、烟台港）、航运公司（如渤海轮渡）及第三方网站（如大连船票网）等渠道进行王寿购票。相比之下，琼州海峡客滚运输市场相对落后，目前琼州海峡上定点班比例在 20%~25%，仍然以滚动班为主，旅客最长需要等 2 小时才能开船，也无法完全自主选择乘坐的轮船及船公司，销售渠道也以港口售票窗口和电话订票为主。

图表19：中国四大客滚运输市场



来源：渤海轮渡 IPO 说明书，国金证券研究所

图表20: 烟台港网上发售当日所有定点班船票

航班	航线	船名	计划开航时间	计划到港时间	票价
41325	烟台--大连	楼船岛	2014/12/08 02:00	2014/12/08 08:30	查看票价
41321	烟台--大连	渤海明珠	2014/12/08 02:00	2014/12/08 08:00	查看票价
41328	烟台--大连	永兴岛轮	2014/12/08 02:00	2014/12/08 08:00	查看票价
41322	烟台--大连	渤海明珠	2014/12/08 02:10	2014/12/08 08:10	查看票价
41327	烟台--大连	青山岛轮	2014/12/08 02:10	2014/12/08 08:10	查看票价
41324	烟台--大连	渤海明珠	2014/12/08 02:30	2014/12/08 08:30	查看票价
41297	烟台--大连	渤海明珠	2014/12/08 09:00	2014/12/08 15:00	查看票价
41301	烟台--大连	长兴岛	2014/12/08 09:00	2014/12/08 15:00	查看票价
41328	烟台--大连	渤海明珠	2014/12/08 11:00	2014/12/08 17:00	查看票价
41300	烟台--大连	渤海明珠	2014/12/08 12:40	2014/12/08 18:40	查看票价
41329	烟台--大连	渤海明珠	2014/12/08 12:40	2014/12/08 18:40	查看票价
41334	烟台--大连	长兴岛轮	2014/12/08 13:50	2014/12/08 19:50	查看票价
41347	蓬莱--旅顺	渤海明珠	2014/12/08 15:00	2014/12/08 20:00	查看票价
41330	烟台--大连	渤海明珠	2014/12/08 15:30	2014/12/08 21:30	查看票价
41331	烟台--大连	渤海明珠	2014/12/08 21:00	2014/12/09 03:00	查看票价
41302	烟台--大连	楼船岛	2014/12/08 21:20	2014/12/09 03:50	查看票价
41335	烟台--大连	永兴岛轮	2014/12/08 22:00	2014/12/09 04:00	查看票价
41296	烟台--大连	渤海明珠	2014/12/08 22:30	2014/12/09 04:30	查看票价
41332	烟台--大连	渤海明珠	2014/12/08 22:30	2014/12/09 04:30	查看票价
41348	蓬莱--旅顺	渤海明珠	2014/12/08 23:00	2014/12/09 04:00	查看票价
41333	烟台--大连	渤海明珠	2014/12/08 23:30	2014/12/09 05:30	查看票价

来源: 国金证券研究所

图表21: 海口港网站仅显示滚动班定点班信息但不售票

轮渡船舶装载动态		
船舶名称	开始装载时间	装载状态
南方6号	2014-12-08 13:47	正在装船
双泰18	2014-12-08 13:47	正在装船
永继	2014-12-08 13:46	装船完毕
双泰12	2014-12-08 13:46	装船完毕
双泰16	2014-12-08 12:01	装船完毕
五指山	2014-12-08 11:48	装船完毕
腾胜宝昌	2014-12-08 09:10	装船完毕
铜鼓岭	2014-12-08 08:13	正在装船
黎母岭	2014-12-08 07:49	装船完毕
永正	2014-12-08 06:47	装船完毕

轮渡定点发班航班信息				
航线	开航时间	船名	船类型	状态
海口--海安	2014-12-08/09:30	HX0930	滚装船	正常
海口--海安	2014-12-08/11:30	HX1130	滚装船	正常
海口--海安	2014-12-08/13:00	HX1300	滚装船	正常
海口--海安	2014-12-08/14:30	HX1430	滚装船	正常
海口--海安	2014-12-08/16:00	HX1600	滚装船	正常
海口--海安	2014-12-08/17:30	HX1730	滚装船	正常
海口--海安	2014-12-08/19:00	HX1900	滚装船	正常
海口--海安	2014-12-08/20:30	HX2030	滚装船	正常

- 我们认为未来琼州海峡定点班比例提升和旅客选船将是大势所趋，政府和相关企业都会按照这个方向去推进，只有这样才能提高服务质量和旅客体验。事实上，琼州海峡的定点航班在一年时间里已经从去年底的 4 个增加到现在的 20 个，占比接近 25%，未来定点班比例将进一步提高。公司是市场上定点班最多，也是最早开通定点班的船公司，定点班由于准时发班，无需等候而受到旅客亲睐，定点班的收入、载运率和平均单船效益等指标均要好于滚动班，目前海口港始发的 8 个定点航班全部由公司运营，占据了北向航班的黄金时段，也在车主和旅客中取得良好的印象和口碑。未来公司有望依托大股东海南港航控股的资源优势进一步增加定点班数量，扩大市场份额，提高船舶效益。
- 公司 14 年上半年已经交付了 6 条新船，年底将再交付 3 条新船，届时公司经一半以上船舶的船龄在 1 年以内，平均船龄将降至 3 年左右，远好于主要竞争对手由 6~11 船龄构成的船队。公司的主力船型将是 999 座/46 车，具备 8 级抗风能力，配备咖啡厅、儿童游乐场等娱乐设施的大船。对于旅客而言，花同样的钱必然倾向于选择船况和船上服务更好的海峡股份的船；对于车主而言，由于公司的大船设置了两层甲板，把大车和小车分开装卸，这有利于减少车主等候时间，提高行车安全。今年三季度市场运费收入低速增长，但公司同口径运费收入增幅在 25% 以上，市场份额明显回升。我们相信在未来逐步推荐旅客选船的大背景下，公司的优势将进一步扩大，市场份额和营收将不断提高，我们预计公司市场份额将在未来两年内提高 3%~5%。由于短途运输中人力折旧等固定成本占比接近一半，新船的单位油耗也更低，随着公司市占率和载运率的提升，公司主营利润增速将快于收入增速，主业拐点明确。

西沙邮轮游空间广阔，新船投入后盈利能力将明显增强

世界邮轮产业重心转向亚太，中国市场高速增长

- 自 20 世纪 80 年代至今，邮轮业的发展以年均 7.6% 的速度增长。1996-2012 年期间，全球范围对邮轮旅游的需求从 626 万人次增长到 2100 万人次左右，增幅超过 230%，而同期陆地旅游仅增长了 50%。从市场格局看，排名第一的北美市场（含加勒比和阿拉斯加）约占全球邮轮市场份额的 55% 且缓慢下降，欧洲地区（含地中海和波罗的海）约占 30% 的市场份额，近年来增长平稳。亚太地区仅占全球 4% 的市场份额，但成长速度却位居各地区市场之首，14 年相比 13 年增长幅度在 33% 以上。

图表22: 欧美传统邮轮市场放缓，新兴市场快速成长

表-1: 2002-2012 年全球主要邮轮市场需求状况 单位: 百万人次

区域	2002	2007	2008	2009	2010	2011	2012
北美	7.7	10.45	10.39	10.40	11.10	11.40	11.6
欧洲*	24	4.05	4.48	5.06	5.71	6.18	6.26
小计	10.1	14.5	14.85	15.50	16.75	17.60	17.9
其他地区**	0.97	1.37	1.71	2.16	2.43	2.7	3.00
总计	11.1	15.87	16.50	17.68	19.1	20.40	20.9
北美地区比例%	69.47	65.8	62.4	59.0	57.4	56.10	55.7%

来源: CLIA, 国金证券研究所

图表23: 亚太邮轮快速发展，14 年运力份额继续提高



- 近年来，中国邮轮市场呈爆发式增长，13 年我国接待国际邮轮人次增长了 86%，我们预计 14 年市场增长仍在 70% 左右。从市场空间来看，中国邮轮市场渗透率仅为 0.001%，远低于欧美发达市场 1%~3% 的渗透率，中期内中国邮轮市场仍有望保持 30% 以上的增速。

图表24: 中国邮轮市场高速增长，13 年接待人次增幅达 86%

表-1: 2008 年—2013 年邮轮接待情况统计分析

邮轮港口	接待国际邮轮/艘次						接待国际邮轮出入境游客/万人次					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2008	2009	2010	2011	2012	2013
上海	60	79	107	105	121	195	13	18.3	26.2	23.7	35.7	75.9
天津	15	26	40	31	35	70	2		10	7.2	11.9	24.9
厦门	56	26	58	11	19	13	7.4	2.02	1.97	1.26	3.6	2.49
三亚	132	34	15	35	86	112	3.97	7.55	3.94	6.9	11.7	15.9
青岛	13	10	15	21	10	10	1.6			3.36	1.5	1.5
大连	4		11	17	18	20			1.98	4.66	2.1	3
舟山				4						0.49		
海口				1	2	13				0.1	0	0.2
香港	184	94	120	104	98		78.2	60.57	24.48	21.4	19.94	
花莲		11	2	28	329			2.79	0.68	1.39	1.32	
高雄		5	8					0.45	1.63	2.43	3.06	
台中		20	28	10				3.17	3.18	2.85	0.56	
基隆		100	111	121				26.9	34	46	42.78	52.46

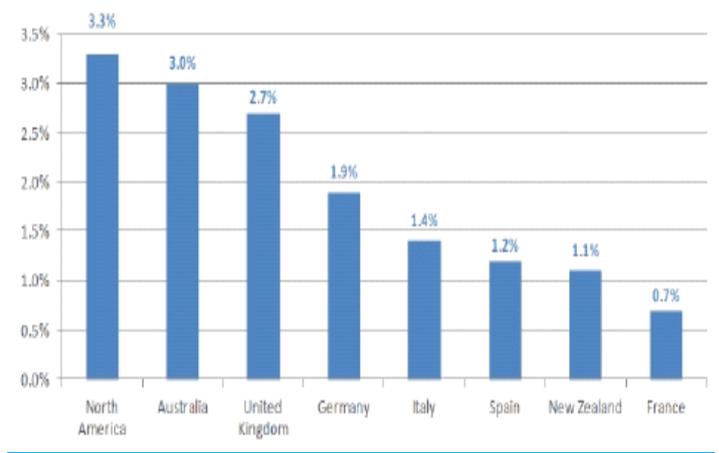
来源: 2013-2014 中国邮轮市场发展报告, 国金证券研究所

- 从港口和航线结构来看，目前我国沿海一共有 5 个邮轮母港，分别是天津东疆国际邮轮码头、上海宝山国际邮轮港和上海国际客运中心、厦门东渡国际邮轮码头及三亚凤凰岛国际邮轮港。

图表25: 我国五大邮轮母港



图表26: 欧美发到国家邮轮市场渗透率在 1%~3%



来源: 国金证券研究所

- 从五大邮轮母港始发按航线划分可以分为东北亚航线、台湾航线和东南亚及南海航线。

图表27: 中国邮轮航线以日韩, 东南亚和台湾为主

航线大类	停靠港	区域邮轮母港
东北亚	中国: 天津、大连、青岛、威海、烟台、连云港、舟山	天津、上海
	韩国: 济州岛、仁川、釜山	仁川
	日本: 福冈、鹿儿岛、神户、大阪	横滨
台湾	厦门、福州	厦门、基隆
	高雄、花莲、台中	
	日本那霸、石垣岛	
东南亚及南海	海口、广州、深圳、北海、西沙	三亚、香港
	越南下龙湾、岘港等	新加坡

来源: 国金证券研究所

西沙景区风光无限, 资源稀缺, 新船投入后盈利能力将明显增强

- 西沙群岛, 中国南海四大群岛之一, 由永乐群岛和宣德群岛组成, 共有 22 个岛屿, 7 个沙洲, 另有 10 多个暗礁暗滩, 生态原始未受破坏, 碧海蓝天, 风景十分秀美, 是中国国境线内海岛风景最美的地区之一, 资源稀缺性十分突出。

图表28: 西沙俯瞰



来源: 国金证券研究所

图表29: 西沙蓝洞



- 目前西沙航线由海峡股份获准独家经营, 公司现在推出的西沙邮轮游产品全程4天3晚, 由“椰香公主”号邮轮承运, 白天登陆银屿岛、全富岛和鸭公岛游玩, 晚上夜宿船上。西沙航线于13年4月份开航, 去年接待旅客逾1400人次, 月均1.2个航次, 今年9月公司将邮轮母港迁至三亚后月均航次增加到3~4个, 我们预计今年西沙航线承运人次达到3500~4000, 同比增长100%以上。

图表30: 西沙4天3晚邮轮游产品行程

日期	行程	用餐	住宿
D1	三亚凤凰岛港—“椰香公主”轮 14:30-16:00 码头集合 16:00-16:30 发放登机卡、登船, 开航 16:30-17:40 参观及介绍“椰香公主”轮, 【逃生演习】讲解安全须知, 救生衣穿着演示 18:00-19:30 晚餐&【船长晚宴】 20:00-21:00 【图解西沙】主题宣讲会 21:00-23:00 阳光甲板风情演出、嘉年华小酒吧&欢乐KTV	晚	椰香公主轮
D2	“椰香公主”轮—西沙(银屿岛) 05:30-07:00 《你好, 西沙》(观海上日出、海上摄影) 06:30-07:30 早餐 09:00-12:00 原生态登岛体验—【银屿岛】 爱国主义活动(升旗唱国歌、宣誓、集体照留念) 岛屿观光、游泳、群龙戏珠、寻宝奇兵、环保卫士活动 12:00-13:30 午餐 14:30-18:30 【游客自由活动时光】 A. 游客可以自由选择再次登陆【银屿岛】活动 b. 游客可以报名参加自费项目: 潜水(深潜、浮潜)、蓝洞探秘、海钓(垂钓、拖钓)、婚纱摄影, 其他岛屿参观。 15:00-16:00 【阳光甲板互动欢乐时光】击鼓传花、我爱记歌词、心有灵犀、有奖竞猜 15:00-17:30 【西沙影院】-永兴岛餐厅、怀旧西沙海战片。 18:00-22:00 西沙夜钓、西沙渔家乐(收费) 18:30-20:00 晚餐 20:30-23:00 阳光甲板风情演出	早中晚	椰香公主轮
D3	“椰香公主”轮—西沙(全富岛、鸭公岛) 05:30-07:00 《你好, 西沙》(观海上日出、海上摄影) 06:30-07:30 早餐 08:00-10:00 原生态登岛体验—【全富岛】 沙滩排球、百米家书、环保卫士活动 10:30-12:00 原生态登岛体验—【鸭公岛】 半潜观光船、岛屿观光、参观渔村、环保卫士活动 12:00-12:30 返回“椰香公主”轮 12:00-13:30 午餐 14:30-18:30 【游客自由活动时光】 A. 游客可以自由选择再次登陆【全富岛】【鸭公岛】 b. 游客可以报名参加自费项目: 潜水(深潜、浮潜)、蓝洞探秘、海钓(垂钓、拖钓)、婚纱摄影, 其他岛屿参观。 15:00-17:00 【听海的故事】阳光甲板阳光浴, 享受着咖啡, 酒水和轻音乐 15:00-17:30 【西沙影院】-永兴岛餐厅、航海&海洋欧美大片 17:40-19:00 晚餐 19:00-20:30 【西沙中国梦分享晚会】(环保卫士评选、西沙分享环节、神秘环节) 20:30-23:00 阳光甲板风情演出、嘉年华小酒吧&欢乐KTV	早中晚	椰香公主轮
D4	“椰香公主”轮—三亚凤凰岛港。预计09:00抵达三亚。 备注: 三亚凤凰港开航时间为当天16:30, 第二天早08:00到达西沙永乐群岛锚地; 从西沙返航为18:30, 抵达三亚凤凰港时间第二天早09:00随后返回您温馨的家。	早	

来源: 网络资料, 国金证券研究所

- 西沙航线营收由政府包船收入和公司自主经营收入构成。13 年三沙市政府共包船 9 个航次，贡献收入 640 万元（公司与政府协议包船价每航次 70 万元），自主经营收入 920 万元。公司自主经营收入主要由船票收入和二次消费构成，船票按照客舱等级从 4000 到 2 万元不等，平均票价约在 4500~5000 元，包括了船上基本的住宿、餐饮和娱乐服务，二次消费包括海钓、潜水、婚纱摄影等项目，目前船票是收入大头，约占自主经营收入的 90%以上。

图表31：西沙海钓



来源：网络资料，国金证券研究所

图表32：西沙婚纱摄影



- 西沙航线 13 年经营亏损超过 2200 万，我们认为主要由以下几个原因：
 - 西沙旅游仍处于起步阶段，知名度有限，旅游人次较少，二次消费占比较低导致收入较少
 - 运营西沙航线的邮轮椰香公主号船况较差，产能小，油耗和维修成本高、乘客船员比较低都导致单位成本高，难以摊薄

公司运营的“椰香公主”号建于 1986 年，船龄已达 28 年，船舶油耗和维修成本都较高，加上吨位不足万吨，满载人数仅 230 人左右，极大限制了邮轮规模效应的发挥，从而严重影响了航线效益。
- 公司于今年 9 月将西沙航线母港从海口迁到旅游资源更丰富、游客更多的三亚取得了良好的效果，游客人数和航次数大幅增加，这使得船票收入增长，固定成本在一定程度上得到了摊薄，船上二次消费项目的增加也使得收入和盈利情况有所好转。由于椰香公主号将于 16 年面临强制报废，我们预计新船投入后产能将明显放大，节油性能也将大大增强，在整体运营成本增幅不大的情况下收入将会有明显提高，西沙航线也有望扭亏为盈。

成立三亚分公司，向海岛旅游全产业链平台又迈出坚实一步

- 为开拓西沙旅游业务，提升营销和揽客能力，公司于三季度成立了三亚分公司。三亚的旅游资源好于海口，成立三亚分公司有利于发挥主场优势，进一步拓展海岛旅游业务。伴随西沙航线改为三亚邮轮母港始发，成立游艇俱乐部公司、自有旅行社和三亚分公司，公司正从传统客滚运输企业转型为海岛旅游全产业链平台，前景值得期待！

来源：公司年报、国金证券研究所

图表33：海峡股份分布盈利预测

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	481.16	600.43	644.19	582.26	535.82	582.33	665.11	741.30
海安航线	414.75	534.03	589.74	545.12	494.27	516.33	575.71	621.77
同比%		29%	10%	-8%	-9%	4%	12%	8%
西沙航线				2.10	15.61	30.00	53.20	80.71
同比%					643%	92%	77%	52%
北海航线	31.66	31.28	41.68	34.57	18.72	19.00	20.00	21.00
泉金航线					4.50	5.00	0.00	0.00
其他航线					0.08			
广州航线	34.72	34.77	12.34					
营业成本	254.70	314.08	342.64	369.52	385.06	428.67	451.04	460.21
海安航线	185.89	233.18	269.34	308.69	309.99	339.75	366.91	371.67
同比%		25%	16%	15%	0%	10%	8%	1%
西沙航线				22.09	38.25	49.12	57.53	63.29
同比%					73%	28%	17%	10%
北海航线	28.58	32.62	38.65	37.97	19.41	19.00	20.00	21.00
泉金航线				0.72	14.18	14.80	0.00	0.00
其他航线					1.06			
广州航线	40.28	48.04	34.27					
毛利	226.46	286.34	301.56	212.74	150.75	153.66	214.07	281.09
海安航线	228.87	300.84	320.41	236.43	184.28	176.58	208.80	250.10
同比%		31%	7%	-26%	-22%	-4%	18%	20%
西沙航线				-19.99	-22.65	-19.12	-4.33	17.43
北海航线	3.09	-1.33	3.03	-3.40	-0.69	0.00	0.00	0.00
泉金航线				-0.36	-9.67	-9.80		
其他航线					-0.98			
广州航线	-5.56	-13.28	-21.93					
毛利率(%)	47.06	47.69	46.81	36.54	28.14	26.39	32.19	37.92

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	644	582	536	582	665	741	货币资金	1,356	1,167	657	475	430	580
增长率		-9.6%	-8.0%	8.7%	14.2%	11.5%	应收款项	33	50	51	51	58	64
主营业务成本	-343	-370	-385	-429	-451	-460	存货	14	15	13	16	17	17
%销售收入	53.2%	63.5%	71.9%	73.6%	67.8%	62.1%	其他流动资产	4	3	5	8	9	9
毛利	302	213	151	154	214	281	流动资产	1,406	1,235	726	551	514	670
%销售收入	46.8%	36.5%	28.1%	26.4%	32.2%	37.9%	%总资产	73.0%	63.0%	37.7%	25.2%	23.5%	30.0%
营业税金及附加	-22	-20	-13	0	0	0	长期投资	37	37	37	38	37	37
%销售收入	3.4%	3.4%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	480	683	1,160	1,590	1,627	1,526
营业费用	-7	-7	-6	-10	-13	-16	%总资产	24.9%	34.9%	60.2%	72.8%	74.6%	68.2%
%销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.7%	1.9%	2.1%	无形资产	2	1	1	1	1	1
管理费用	-54	-64	-74	-87	-100	-111	非流动资产	520	724	1,200	1,633	1,668	1,567
%销售收入	8.3%	11.0%	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%	%总资产	27.0%	37.0%	62.3%	74.8%	76.5%	70.0%
息税前利润 (EBIT)	219	122	57	56	102	154	资产总计	1,927	1,958	1,926	2,183	2,182	2,237
%销售收入	34.1%	21.0%	10.7%	9.7%	15.3%	20.8%	短期借款	0	0	0	0	60	0
财务费用	31	36	22	9	7	11	应付款项	20	54	14	41	44	46
%销售收入	-4.9%	-6.1%	-4.1%	-1.6%	-1.1%	-1.4%	其他流动负债	19	14	6	34	40	46
资产减值损失	0	-6	-2	0	-1	-1	流动负债	40	68	20	75	144	91
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	150	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	40	68	20	225	144	91
营业利润	250	152	78	65	108	164	普通股股东权益	1,869	1,873	1,893	1,945	2,026	2,133
营业利润率	38.9%	26.1%	14.5%	11.2%	16.3%	22.2%	少数股东权益	18	17	13	13	13	13
营业外收支	22	25	35	29	27	13	负债股东权益合计	1,927	1,958	1,926	2,183	2,182	2,237
税前利润	272	177	113	94	135	177	比率分析						
利润率	42.2%	30.4%	21.1%	16.1%	20.3%	23.9%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-66	-45	-32	-23	-34	-44	每股指标						
所得税率	24.3%	25.6%	28.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.629	0.311	0.200	0.167	0.238	0.313
净利润	206	132	81	70	102	133	每股净资产	5.704	4.398	4.445	4.568	4.756	5.009
少数股东损益	0	-1	-4	-1	0	0	每股经营现金净流	0.704	0.370	0.279	0.371	0.393	0.527
归属于母公司的净利润	206	133	85	71	102	133	每股股利	0.600	0.600	0.400	0.040	0.050	0.060
净利率	32.0%	22.8%	15.9%	12.2%	15.3%	18.0%	回报率						
							净资产收益率	11.03%	7.07%	4.51%	3.65%	5.01%	6.24%
							总资产收益率	10.70%	6.77%	4.43%	3.25%	4.65%	5.95%
							投入资本收益率	8.80%	4.82%	2.15%	2.00%	3.63%	5.39%
							增长率						
							主营业务收入增长率	7.29%	-9.61%	-7.98%	8.68%	14.21%	11.46%
							EBIT增长率	1.17%	-44.17%	-53.14%	-1.91%	80.37%	51.85%
							净利润增长率	9.75%	-35.69%	-35.63%	-16.79%	43.03%	31.12%
							总资产增长率	5.63%	1.65%	-1.67%	13.37%	-0.05%	2.52%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	16.0	24.7	32.2	30.0	30.0	30.0
							存货周转天数	13.3	14.5	13.4	13.5	13.5	13.5
							应付账款周转天数	14.2	28.6	25.4	28.0	28.0	28.0
							固定资产周转天数	159.6	339.4	332.0	927.1	892.3	750.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-71.85%	-61.73%	-34.47%	-16.60%	-18.16%	-27.01%
							EBIT利息保障倍数	-7.0	-3.4	-2.6	-6.2	-13.9	-14.4
							资产负债率	2.06%	3.47%	1.03%	10.32%	6.60%	4.09%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	206	132	81	70	102	133
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	32	50	51	80	94	107
非经营收益	0	-1	-1	-25	-24	-11
营运资金变动	-7	-23	-11	32	-4	-4
经营活动现金净流	230	158	119	158	168	224
资本开支	-59	-215	-565	-483	-102	8
投资	-36	0	0	-1	0	0
其他	17	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-78	-215	-565	-484	-102	8
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	150	-90	-60
其他	-123	-131	-64	-6	-20	-23
筹资活动现金净流	-123	-131	-64	144	-111	-83
现金净流量	29	-189	-510	-182	-45	150

附录：琼州海峡船舶配载模式的历史沿革

1993 年：两省海峡办成立，提出经济对等原则

——意味着海南、广东两省运输的经济总量必须保持一致。

2002 年：交通部取消“对等模式”，执行“1:1”对等模式

——执行过程中，两省分歧较大。为了各自港口船舶的利益，相互指责对方配班不公平，两省的港航企业矛盾也不断加剧。

2005 年：两省协商制定新“1:1”配班模式

——原则是：按省籍将船舶分粤、琼两个系列，按到港先后顺序以 1:1 的比例，由港口调度安排配载。海南方认为这种对等配载模式较为合理，利于琼州海峡轮渡运输管理。广东方却反对，认为这是“保护海南落后的生产力”。

2013 年：实行“大轮班制”

——由交通运输部珠江航务管理局牵头，广东、海南两省交通运输厅制定印发的《琼州海峡客滚船舶轮班运行的实施方案》(试行)在琼州海峡两岸港口开始试运行，该方案将于 9 月 1 日起正式运行。大轮班模式试行前，海南方船舶利用率高于比其他船公司；大轮班模式试行后，海安航线上所有船舶利用率基本一致，因此海南方船舶利用率下降，营运航次减少。大轮班模式从 2013 年 8 月试运行到 9 月正式运行期间，公司海安航线两个月的营业收入比上年同期下降 17%。公司收入下降的主要原因是新的琼州海峡运输模式的实施，大轮班模式要求所有船舶统一进行“轮班运行”。这样所有船公司客滚船的利用率一样，其市场份额基本上由船舶运力决定，而船舶运力的增加需要交通部的批准。公司作为琼州海峡客滚船舶运输市场上最大的船公司，在船舶数量、技术、管理方面有较强的优势，在实施“大轮班”模式之前，公司能够通过提高船舶完好率和船舶利用率来提高运输能力，从而避免过度投资造成运力浪费，因此公司以往投入船舶运力相对较少，但规模效益高于其他船公司。但从 8 月开始实施的“大轮班”模式后，削弱了公司的优势，导致公司的船舶利用率下降，收入因此下降。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2014-10-27	买入	10.88	N/A

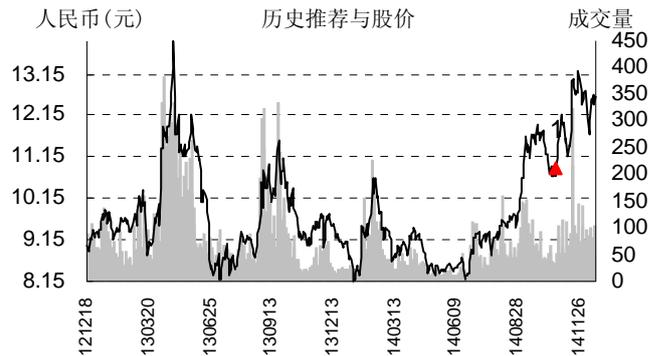
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61620767

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD