



买入

21% ↑

目标价格:人民币 25.00

原目标价格:人民币 7.80

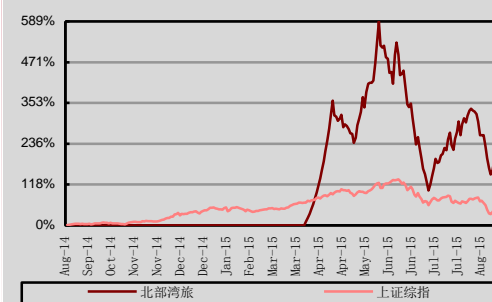
603869.CH

价格:人民币 20.69

目标价格基础:61倍 15年市盈率

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	185.8	(10.1)	(53.9)	0.0
相对上证指数	189.3	1.7	(23.9)	(47.2)

发行股数(百万)	216
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,119
3个月日均交易额(人民币 百万)	246
主要股东(%)	
新奥能源供应链有限公司	56

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务: 旅游综合

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

*梅林为本报告重要贡献者

北部湾旅

上半年业绩超预期, 产业链扩张蓄势待发

北部湾旅公告 2015 年上半年实现营收 17,254.46 万元, 同比增长 21.36%; 实现归属母公司股东的净利润 3,646.00 万元, 同比增长 127.70%; 扣非后归属母公司股东的净利润 3,533.50 万元, 同比增长 121.45%; 实现每股收益 0.19 元, 同比增长 90%。2015 年 2 季度单季度实现营收 1,0281 万元, 同比增长 18.02%; 实现归属母公司净利润 3,329 万元, 同比增长 89.04%。公司借助优质海洋资源+集团优势, 打造健康旅游综合体, 上半年业绩超预期, 作为民营企业, 目前市值 41 亿元相对较小, 产业链扩张动力较强, 上调 2015-2017 年每股收益预测至 0.41、0.53、0.67 元, 维持买入评级, 目标价格上调至 25.00 元。

支撑评级的要点

■ **航线运营效率和运营效率持续提升, 客流和营收呈现稳定增长。**公司目前主要运营北海-涠洲岛、北海-海口、烟台-长岛、蓬莱-长岛等 4 条海洋旅游航线, 上半年通过优化营销政策、改进航班调度、加大宣传等措施吸引游客, 游客接待量稳定增长, 实现营业收入 17,254.46 万元, 同比增长 21.36%, 实现归属母公司股东的净利润 3,646.00 万元, 同比增长 127.70%。其中:

旅游航线: 收入 14,391 万元, 同比增长 26.50%, 公司通过提高船舶利用率和单航次运输能力来节约成本, 并将船票销售提前期从 2 天提升至 7 天, 上半年毛利率同比提升 10.21 个百分点。公司同时也在开拓新航线和新项目, 北海-洋浦航线已获海南海事局通过, 中越航线口岸开放工作已获广西口岸联检同意, 涠洲岛游客集散中心、渔人码头、北海基地等项目进展顺利, 此外, 公司上半年公告将新造 2 艘 360 客位高档客船投入蓬长航线运营, 北涠航线新建船舶“北游 15”进入舾装阶段。

旅游服务: 收入 1,867 万元, 同比下降 9.55%, 毛利率同比下降 3.36 个百分点, 公司上半年完成首批健康旅游产品的研发工作, 目前开始尝试线上线下营销, 年内还将启动健康旅游产品服务体系建设工作, 进一步完善健康旅游产品的服务和销售体系, 新产品的推出在业绩贡献方面还未有明显体现。

能源运输: 收入 560 万元, 同比增长 34.44%。

■ **航线业务运营效率改善带动公司整体盈利能力提升。**公司上半年的综合毛利率 45.42%, 同比上升 9.97 个百分点, 主要是因为航线运营效率的提升。公司销售费用率为 2.93%, 同比上升 0.20 个百分点; 管理费用率为 14.74%, 同比上升 1.78 个百分点, 主要是因为上市费用等管理成本增加; 财务费用率 2.28%, 同比下降 2.32 个百分点, 主要是因为公司偿还了部分长期借款, 利息支出减少。公司净利率从 11.26% 提升至 21.13%, 同比上升 9.87 个百分点, 主要贡献来自旅游航线业务毛利率的提升。

评级面临的主要风险

■ 旅游系统性风险。

估值

■ 上调 2015-2017 年每股收益预测至 0.41、0.53、0.67 元, 维持买入评级, 目标价格由 7.80 元上调至 25.00 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 万)	31,546	32,884	39,098	47,655	58,496
变动(%)	4	4	19	22	23
净利润(人民币 万)	4,841	5,189	8,828	11,443	14,467
全面摊薄每股收益(人民币)	0.298	0.320	0.408	0.529	0.669
变动(%)	8.2	7.2	27.6	29.6	26.4
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.280	0.320	0.360
调整幅度(%)			45.71	65.31	85.83
全面摊薄市盈率(倍)	69.3	64.7	50.7	39.1	30.9
价格/每股现金流量(倍)	41.0	33.5	35.5	32.8	26.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2015 年上半年分业务经营情况

	营业收入 (万元)	毛利率 (%)	营业收入同比 增减 (%)	毛利率同比增减 (百分点)
旅游航线	14,391	51.23	26.5	10.21
能源运输	560	32.99	34.44	17.48
旅游服务	1,867	8.34	(9.55)	(3.36)
其他	309	(0.06)	13.35	7.97

资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 2. 2015 年上半年业绩概况

(人民币, 百万)	2014 年上半年	2015 年上半年	同比(%)
营业收入	142.18	172.54	21.36
营业成本	91.79	94.18	2.60
毛利润	50.39	78.36	55.51
营业税金及附加	0.81	0.98	20.99
管理费用	18.42	25.43	38.06
销售费用	3.89	5.06	30.08
经营利润	27.27	46.89	71.95
资产减值	0.60	0.15	(75.00)
财务费用	6.54	3.94	(39.76)
投资收益	0.22	0.43	95.45
营业外收入	0.40	1.35	237.50
营业外支出	0.35	0.02	(94.29)
税前利润	20.40	44.56	118.43
所得税	4.36	8.08	85.32
少数股东损益	0.02	0.03	50.00
归属于母公司的净利润	16.01	36.46	127.70
扣非后归属于母公司的净利润	15.96	35.34	121.45
基本每股收益(元)	0.10	0.19	90.00
毛利率(%)	35.44	45.42	增加 9.97 个百分点
净利率(%)	11.26	21.13	增加 9.87 个百分点
销售费用率(%)	2.74	2.93	增加 0.20 个百分点
管理费用率(%)	12.96	14.74	增加 1.78 个百分点
财务费用率(%)	4.60	2.28	减少 2.32 个百分点

资料来源：公司公告、中银国际研究

损益表(人民币 万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	31,546	32,884	39,098	47,655	58,496
销售成本	(19,620)	(20,260)	(21,271)	(25,044)	(30,165)
经营费用	(1,313)	(894)	(2,712)	(3,982)	(5,603)
息税折旧前利润	10,613	11,731	15,116	18,629	22,727
折旧及摊销	(3,186)	(4,304)	(3,543)	(3,642)	(3,754)
经营利润(息税前利润)	7,426	7,427	11,573	14,987	18,973
净利息收入/(费用)	(1,627)	(970)	(1,311)	(1,906)	(2,340)
其他收益/(损失)	58	(13)	(17)	(21)	(26)
税前利润	5,909	6,400	10,774	14,013	17,777
所得税	(1,067)	(1,208)	(1,945)	(2,556)	(3,275)
少数股东权益	(1)	(3)	0	(14)	(36)
净利润	4,841	5,189	8,828	11,443	14,467
核心净利润	4,833	5,183	8,828	11,443	14,467
每股收益(人民币)	0.298	0.320	0.408	0.529	0.669
核心每股收益(人民币)	0.298	0.320	0.408	0.529	0.669
每股股息(人民币)	0.075	0.036	0.046	0.060	0.075
收入增长(%)	4	4	19	22	23
息税前利润增长(%)	(2)	0	56	30	27
息税折旧前利润增长(%)	(6)	11	29	23	22
每股收益增长(%)	8	7	28	30	26
核心每股收益增长(%)	8	7	28	30	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	5,909	6,400	10,774	14,013	17,777
折旧与摊销	3,186	4,304	3,543	3,642	3,754
净利息费用	1,575	1,014	782	953	1,170
运营资本变动	1,298	693	1,177	(121)	(120)
税金	(1,067)	(1,208)	(1,945)	(2,556)	(3,275)
其他经营现金流	(2,709)	(1,186)	(1,740)	(2,284)	(2,631)
经营活动产生的现金流	8,193	10,017	12,590	13,648	16,676
购买固定资产净值	(3,076)	(7,479)	5,468	(1,611)	(1,904)
投资减少/增加	20,757	(46)	0	0	0
其他投资现金流	125	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	17,806	(7,525)	5,468	(1,611)	(1,904)
净增权益	0	0	5,410	3	3
净增债务	(5,655)	(8,341)	(10,135)	0	0
支付股息	(662)	(1,622)	(778)	(1,324)	(1,716)
其他融资现金流	(11,740)	(146)	1,045	1,001	1,080
融资活动产生的现金流	(18,057)	(10,109)	(4,458)	(320)	(633)
现金变动	7,942	(7,617)	13,600	11,716	14,139
期初现金	5,506	13,445	5,824	19,419	31,130
公司自由现金流	25,999	2,492	18,058	12,037	14,772
权益自由现金流	18,978	(6,907)	7,669	12,037	14,772

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	13,840	5,824	19,419	31,130	45,263
应收帐款	1,092	1,421	1,353	1,649	2,024
库存	480	749	595	725	890
其他流动资产	2,364	2,942	1,996	2,362	2,854
流动资产总计	17,776	10,936	23,364	35,867	51,031
固定资产	40,435	43,654	34,440	32,352	30,439
无形资产	3,948	3,833	3,720	3,606	3,493
其他长期资产	1,920	2,455	2,179	2,332	2,485
长期资产总计	46,394	50,296	40,727	38,717	36,886
总资产	64,171	61,232	64,091	74,584	87,918
应付帐款	327	869	1,064	1,252	1,508
短期债务	7,741	4,810	0	0	0
其他流动负债	1,581	2,909	2,723	3,206	3,862
流动负债总计	9,649	8,587	3,787	4,458	5,370
长期借款	10,735	5,325	0	0	0
其他长期负债	747	712	783	861	947
股本	16,218	16,218	21,624	21,624	21,624
储备	26,838	30,403	37,910	47,640	59,940
股东权益	43,056	46,621	59,534	69,264	81,564
少数股东权益	(16)	(13)	(13)	1	37
总负债及权益	64,171	61,232	64,091	74,584	87,918
每股帐面价值(人民币)	2.65	2.87	2.75	3.20	3.77
每股有形资产(人民币)	2.41	2.64	2.58	3.04	3.61
每股净负债/(现金)(人民币)	0.29	0.27	(0.90)	(1.44)	(2.09)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	33.6	35.7	38.7	39.1	38.9
息税前利润率(%)	23.5	22.6	29.6	31.4	32.4
税前利润率(%)	18.7	19.5	27.6	29.4	30.4
净利率(%)	15.3	15.8	22.6	24.0	24.7
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.3	6.2	8.0	9.5
利息覆盖率(倍)	4.9	7.0	45.7	n.a.	n.a.
速动比率(倍)	1.8	1.2	6.0	7.9	9.3
估值					
市盈率(倍)	69.3	64.7	50.7	39.1	30.9
核心业务市盈率(倍)	69.4	64.7	50.7	39.1	30.9
目标价对应核心业务市盈	83.9	78.2	61.2	47.2	37.4
市净率(倍)	7.8	7.2	7.5	6.5	5.5
价格/现金流(倍)	41.0	33.5	35.5	32.8	26.8
企业价值/息税折旧前利	0.9	0.7	(1.0)	(1.4)	(1.8)
周转率					
存货周转天数	13.0	11.1	11.5	9.6	9.8
应收帐款周转天数	11.7	13.9	13.0	11.5	11.5
应付帐款周转天数	8.0	6.6	9.0	8.9	8.6
回报率					
股息支付率(%)	33.5	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	11.8	11.6	16.6	17.8	19.2
资产收益率(%)	8.5	9.6	15.1	17.7	19.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371