



主业发力提升业绩，中报利润超去年全年

2017年08月28日

强烈推荐/维持

渤海轮渡 财报点评

——渤海轮渡（603167）2016年报点评

郑闵钢	分析师 zhengmgdks@hotmail.com	010-66554031	执业证书编号：S1480510120012
闫海	联系人 yanhai@dxzq.net.cn	010-66554019	

事件：

渤海轮渡发布2016年年报，上半年实现营业收入7.02亿元，同比增长32.01%；实现营业成本4.6亿，同比增长27.34%；实现利润总额3.3亿元，同比增加37.63%；实现归属母公司股东的净利润2.38亿元，EPS为0.49，同比增长34.47%。归属上市公司扣非净利润为1.49亿，同比增加73%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	269.47	241.15	291.16	349.77	342.6	338.79	363.9
增长率（%）	-1.46%	-8.88%	-4.80%	1.88%	27.14%	40.49%	24.98%
毛利率（%）	19.44%	28.77%	34.23%	28.83%	30.04%	34.91%	33.48%
期间费用率（%）	13.59%	6.98%	9.88%	8.28%	15.04%	5.13%	1.93%
营业利润率（%）	5.35%	20.82%	23.65%	19.83%	4.21%	29.37%	62.30%
净利润（百万元）	16.69	126.05	51.26	49.27	-0.37	153.97	92.31
增长率（%）	-331.61%	118.35%	12.37%	-03.25%	-102.22%	22.16%	80.09%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.26	0.11	0.10	-0.01	0.31	0.18
资产负债率（%）	22.70%	22.78%	21.93%	20.79%	20.09%	18.83%	19.89%
净资产收益率（%）	0.59%	4.24%	1.73%	1.62%	-0.01%	4.79%	2.89%
总资产收益率（%）	0.45%	3.27%	1.35%	1.29%	-0.01%	3.89%	2.32%

观点：

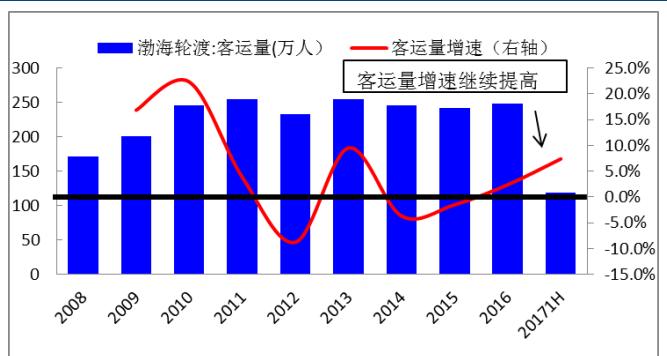
- **公路治超继续发力，单车运输量价齐升。**车辆收入占公司航线收入60%，上半年国内客滚船完成车运量32.3万辆次，同比提高3.8%；货滚船完成货运量2.23万次，总车运量同比提高11%。基于车运量的数据进行估算，上半年票价相比去年均值提升约34%。单车票价是典型的边际定价法，运量提升带来的装载率的提升将对运价形成强烈的支撑作用。在公路治超力度不减，运输需求随宏观经济改善以及渤海湾无新增客滚运力的基础上，单车票价仍有上升空间。
- **自驾游发力，客运量增速由负转正。**受交通方式替代影响，公司2014、2015年客运量增速分别为-3.7%和-1.5%。2016年起自驾游高速增长。每辆自驾游车辆在带动车辆增长的基础上，可以额外贡献3-4个客票，受此影响2016、2017年上半年公司客运量分别上升2.4%和7.4%。7-8月为客运量旺季，旺季客运量

也有望大超预期。在替代运输影响减弱，消费升级带动的自驾游数量提升的背景下，我们认为公司客运量有望继续保持稳定增长。

- 受中韩、台海关系紧张影响，邮轮亏损较16年下半年有所扩大，17年下半年有望盈利。上半年，公司邮轮运营 50 个航次、同比提高 67%；完成客运量 2.41 万人次，同比提高 5%。但考虑到上半年邮轮单航次天数缩短，实际客座率低于去年同期。我们利用客滚业务反推估算，预计扣除外汇损益后，上半年邮轮亏损3000万左右，略高于17年下半年。今年下半年邮轮将投放至广西东盟航线，邮轮业务有望盈利。
- 开展货滚业务，提高船只利用率。2015年“渤海钻珠”，“渤海明珠”轮上线后，“渤海明珠”轮和“渤海金珠”轮处于闲置状态。2016 年 8 月公司在天津设立了天津渤海轮渡航运有限公司，经营货滚运输业务，提高船只利用率。2017 年 2 月，“渤海明珠”轮作为货滚船投入运营。上半年货滚运输完成车运量 2.23 万辆次。我们认为公司与深圳国际的多式联运合资公司有望与货滚业务形成协同效应，为货滚业务提供喂货功能。预计当前闲置的运力“渤海金珠”轮明年有望加入货滚船队，将提供新的利润增长点。
- 受益于人民币升值，财务费用大幅下降。公司上半年汇兑收益1220.9万，同期财务费用为负596.5万，去年同期为2128万。根据公司披露信息，上半年在所有其他变量保持不变的情况下，如果人民币对美元升值或贬值 1%，公司 2017 年 1-6 月的净利润将增加或减少 634 万。

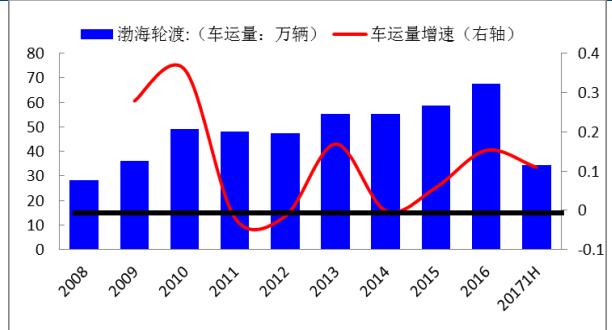


图 1：渤海轮渡客运量增速重回高位



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：车运量增速稳步增长



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

结论：

盈利预测与建议：公司中报业绩与我们 5 月份发布的深度报告《公路治超主营大增，延伸多式联运提高增长空间》中的预期基本一致，略高于万得一致预期。我们认为公司受益于公路超治和内贸需求反弹，2017 年业绩有望延续高增长态势。在公路治超力度不减的背景下，公司客滚轮主业仍将保持景气区间，下半年邮轮业务投放到广西市场经营东盟航线，下半年邮轮业务有望扭亏。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.79、0.89、0.98，对应 P/E 为 15X、13X、12X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

经济增速低于预期

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	327	452	529	592	640	营业收入	1183	1225	1546	1710	1847
货币资金	282	384	356	438	470	营业成本	883	852	994	1064	1117
应收账款	18	22	76	42	46	营业税金及附加	3	9	12	13	14
其他应收款	3	4	6	6	7	营业费用	17	21	27	24	26
预付款项	2	3	4	5	6	管理费用	46	56	71	79	85
存货	22	37	35	38	40	财务费用	51	48	7	14	19
其他流动资产	0	2	14	20	26	资产减值损失	0.08	35.22	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	3354	3369	3554	3735	3916	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	39	39	39	39	39	投资净收益	-5.74	0.66	0.66	0.66	0.66
固定资产	3240.65	3075.64	2957.78	2839.71	2721.52	营业利润	177	203	436	517	586
无形资产	2	2	2	2	2	营业外收入	67.87	127.96	122.00	107.00	107.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.16	0.17	0.17	0.17	0.17
资产总计	3681	3821	4083	4326	4556	利润总额	245	331	557	624	693
流动负债合计	262	662	410	458	468	所得税	74	104	176	197	219
短期借款	130	264	0	0	0	净利润	171	226	381	427	474
应付账款	41	53	62	52	55	少数股东损益	0	4	0	0	3
预收款项	8	11	16	20	25	归属母公司净利润	171	222	381	427	471
一年内到期的非流	40	266	266	266	266	EBITDA	362	389	566	654	729
非流动负债合计	573	106	441	441	441	BPS(元)	0.35	0.46	0.79	0.89	0.98
长期借款	524	58	394	394	394	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	836	768	851	899	909	成长能力					
少数股东权益	31	61	61	61	64	营业收入增长	5.90%	3.50%	26.25%	10.59%	8.00%
实收资本(或股本)	481	481	481	481	481	营业利润增长	7.50%	14.41%	114.69%	18.73%	13.32%
资本公积	1063	1063	1063	1063	1063	归属于母公司净利润	71.41%	11.94%	71.41%	11.94%	10.34%
未分配利润	1082	1213	1339	1481	1637	获利能力					
归属母公司股东权	2814	2992	3149	3345	3561	毛利率(%)	25.41%	30.44%	35.69%	37.80%	39.52%
负债和所有者权	3681	3821	4079	4323	4553	净利率(%)	14.45%	18.47%	24.66%	24.96%	25.67%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.64%	5.82%	9.34%	9.87%	10.34%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	6.07%	7.43%	12.11%	12.76%	13.22%
经营活动现金流	369	488	417	631	611	偿债能力					
净利润	171	226	381	427	474	资产负债率(%)	23%	20%	21%	21%	1
折旧摊销	133.71	137.72	123.43	123.65	123.76	流动比率	1.25	0.68	1.29	1.29	1.37
财务费用	51	48	7	14	19	速动比率	1.16	0.63	1.20	1.21	1.28
应收账款减少	0	0	-54	34	-3	营运能力					
预收帐款增加	0	0	4	5	5	总资产周转率	0.33	0.33	0.39	0.41	0.42
投资活动现金流	-200	-184	-305	-305	-305	应收账款周转率	76	61	31	29	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	27.72	26.00	26.88	30.00	34.35
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-6	1	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.46	0.79	0.89	0.98
筹资活动现金流	-127	-169	-141	-245	-274	每股净现金流(最新)	0.09	0.28	-0.06	0.17	0.07
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.85	6.22	6.54	6.95	7.40
长期借款增加	0	0	336	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	34.29	26.09	15.15	13.53	12.27
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.05	1.93	1.83	1.73	1.62
现金净增加额	43	134	-28	82	32	EV/EBITDA	17.07	15.38	10.75	9.17	8.19

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员(D), 基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师(第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强(第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强(第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

闫海

伦敦城市大学卡斯商学院航运贸易与金融硕士, 4 年航运市场研究经验, 2012-2016 年就职于克拉克森研究, 2016 年 12 月加入东兴证券研究所, 从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。