

渤海轮渡（603167）

证券研究报告

2024 年 06 月 03 日

聚焦主业，高分红

客滚运输龙头企业，业绩较稳定、高分红

渤海轮渡是国资控股的客滚运输龙头企业，主要从事客滚运输、货滚运输等业务，在渤海湾客滚运输市场中，综合市场占有率多年第一。2014-2019 年，渤海轮渡的营业收入和归母净利润稳中有升，主要系车客运量趋于增长。2020-22 年，疫情导致公司收入、利润下滑，2023 年均大幅回升。公司业绩比较稳定、经营现金流良好，现有船舶船龄较小、大额资本开支可能性较低，未来有望继续保持较高的分红比例。

聚焦主业，剥离国际轮渡和邮轮

渤海轮渡聚焦客滚运输主业，主业业绩较为稳定。渤海轮渡推动船舶运力升级，2010-2019 年车客运量趋于抬升。2020 年渤海轮渡收购威海海大客运，进一步巩固公司龙头地位。渤海轮渡积极拓展货滚运输业务，吸引危化品、甩挂等运输车辆，是客滚运输业务的有力补充。新能源汽车产销双旺，未来有望打开渤海轮渡货滚运输业务增长空间。渤海轮渡剥离微利的国际轮渡和亏损的邮轮业务，或将提升公司整体盈利水平。

以价补量，国内轮渡盈利回升

传统腹地经济增长降速、疫情导致居民出行结构发生变化，渤海湾客滚市场需求萎缩，2023 年渤海轮渡车客运量不及 2019 年。渤海轮渡车客运价上涨对冲运量下滑，2023 年盈利大幅回升。渤海湾客滚运输竞争趋缓、合作加强，未来票价中枢有望上移。高铁对轮渡的分流影响已经边际减弱。相较公路运输，轮渡的燃油成本较低，燃油补贴进一步增强轮渡经济性。但是新能源汽车、天然气重卡的燃料成本较低，轮渡油耗的成本优势或将减弱。

盈利预测与目标价

2024-2026 年盈利有望保持稳定。随着疫情影响消退、经济复苏，渤海轮渡的盈利能力有望回升。假设 2023 年燃油补贴延迟到 2024 年发放，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 4.06、3.85、3.87 亿元。结合 DDM 估值法和可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE，目标价为 11.42 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：海上安全运输的风险，未来业务拓展与市场发展的风险，票价上涨幅度不及预期的风险，燃油补贴减少的风险，利率风险，汇率风险，股价异动风险，测算结果具有主观性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,306.96	1,839.85	1,899.04	1,899.04	1,899.04
增长率(%)	(6.70)	40.77	3.22	0.00	0.00
EBITDA(百万元)	202.07	572.83	623.85	648.35	648.35
归属母公司净利润(百万元)	162.15	250.40	406.20	384.53	386.79
增长率(%)	(19.54)	54.43	62.22	(5.33)	0.59
EPS(元/股)	0.35	0.53	0.87	0.82	0.82
市盈率(P/E)	25.84	16.73	10.31	10.89	10.83
市净率(P/B)	1.15	1.10	1.08	1.06	1.04
市销率(P/S)	3.21	2.28	2.21	2.21	2.21
EV/EBITDA	19.09	6.91	5.74	5.07	4.67

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航运港口
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	8.93 元
目标价格	11.42 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	469.14
流通 A 股股本(百万股)	469.14
A 股总市值(百万元)	4,189.46
流通 A 股市值(百万元)	4,189.46
每股净资产(元)	8.26
资产负债率(%)	12.20
一年内最高/最低(元)	10.59/6.64

作者

陈金海 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 客滚运输龙头企业，业绩较稳定、高分红	4
1.1. 国资控股的客滚运输龙头企业	4
1.2. 渤海湾客滚龙头，竞争优势明显	4
1.3. 收入利润稳中有升，常年保持高分红	5
2. 聚焦主业，剥离国际轮渡和邮轮	6
2.1. 聚焦渤海湾客滚运输	6
2.2. 积极拓展货滚运输	7
2.3. 剥离国际轮渡和邮轮	8
3. 以价补量，国内轮渡盈利回升	9
3.1. 市场需求萎缩，运量下滑	9
3.2. 轮渡竞争趋缓，运价上涨	10
3.3. 高铁对轮渡的分流影响已经边际减弱	11
3.4. 轮渡油耗的成本优势或将减弱	13
4. 盈利预测与目标价	14
4.1. 2024-2026 年盈利有望保持稳定	14
4.2. 目标价 11.42 元	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：渤海轮渡股权结构图（截至 2024 年 6 月 2 日）	4
图 2：2023 年渤海轮渡船舶数量远高于渤海湾其他客滚运输企业	5
图 3：渤海轮渡疫后复苏成效显著	5
图 4：2014-2019 年渤海轮渡营业收入稳中有升	5
图 5：2014-2019 年渤海轮渡归母净利润稳中有升	5
图 6：渤海轮渡经营现金流良好	6
图 7：渤海轮渡多年保持较高的分红比例	6
图 8：疫情前渤海轮渡主业客滚运输收入与利润较为稳定	6
图 9：2023 年渤海轮渡主业客滚运输营收占比高达 85%	6
图 10：渤海轮渡运力规模不断扩大	7
图 11：疫情前渤海轮渡车客运量不断上升	7
图 12：收购威海海大助力客滚运输主业运力增加	7
图 13：2023 年威海海大客运净利润占比有所回升	7
图 14：渤海轮渡货滚运输业务收入与毛利润有所提高	8
图 15：2019-2023 年渤海恒通净利润趋于上升	8
图 16：2016 年以来我国新能源汽车产量大增	8
图 17：2016 年以来我国新能源汽车销量大增	8
图 18：微利的国际轮渡业务和亏损的邮轮业务拖累公司业绩	9
图 19：渤海轮渡的邮轮业务长期对公司整体的毛利形成拖累	9

图 20: 疫后市场运量 and 公司运量均不及疫情前水平	9
图 21: 近几年山东和辽宁 GDP 增速呈现下滑态势	9
图 22: 2013-19 年烟台 GDP 和烟台港旅客吞吐量增速正相关	10
图 23: 2013-19 年大连 GDP 和大连港旅客吞吐量增速正相关	10
图 24: 2024 年春运期间的水路客运量远小于 2019 年	10
图 25: 2024 年春运期间任一天的水路客运量均不及 2019 年	10
图 26: 渤海轮渡客渡运价趋于上升	11
图 27: 渤海轮渡车渡运价趋于上升	11
图 28: 渤海湾客滚运输行业竞争格局改善	11
图 29: 渤海轮渡航线示意图	11
图 30: 渤海湾各城市地面公路交通距离 (公里)	12
图 31: 2012-16 年环渤海高铁建成分流轮渡客流	12
图 32: “渤海湾快线” 航线网络已逐渐形成	12
图 33: 2016 年以后, 客运量有所回升	12
图 34: 2016 年以后, 客渡运价有所回升	12
图 35: 轮渡运输比公路运输油耗成本低	13
图 36: 渤海轮渡燃油补贴趋于上升, 缓解油价上涨带来的成本提高	13
图 37: 电动汽车燃料费用低于燃油车	13
图 38: 天然气重卡的燃料成本低于柴油重卡 0.64 元/公里	13
图 39: 中国新能源汽车渗透率加速提升	14
图 40: 中国天然气重卡销量占重卡销量的比例快速上升	14
表 1: 大连至烟台段, 轮渡相比航空和高铁具有竞争优势	5
表 2: 渤海轮渡剥离国际轮渡和邮轮事件汇总	8
表 3: 渤海轮渡的收入和利润预测	14
表 4: 渤海轮渡的贴现率核心假设	15
表 5: 渤海轮渡的股利与贴现值	15
表 6: 可比公司估值表	15

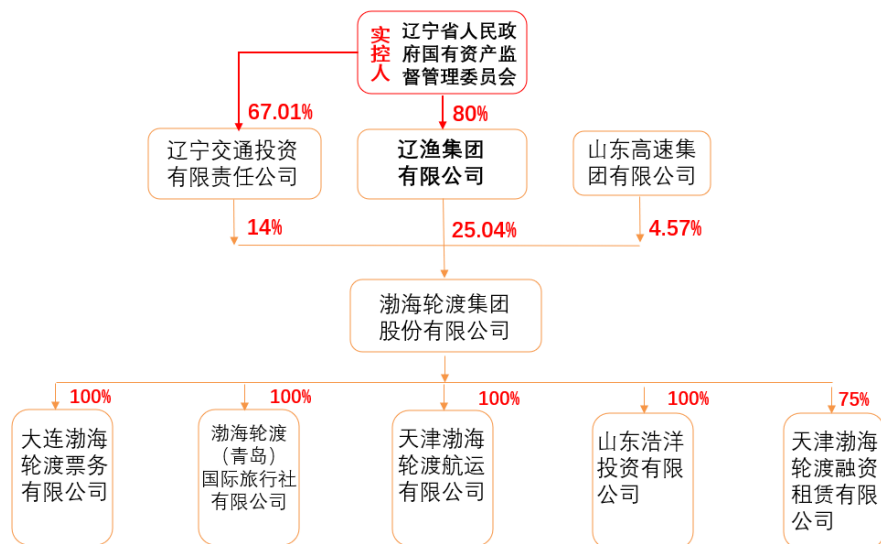
1. 客滚运输龙头企业，业绩较稳定、高分红

渤海轮渡是国资控股的客滚运输龙头企业，主要从事客滚运输、货滚运输等业务。渤海湾是我国经济腹地，自然资源禀赋优势明显，在渤海湾客滚运输市场中，渤海轮渡综合市场占有率多年保持第一。2014-19 年，渤海轮渡的营业收入和归母净利润稳中有升，主要系车客运量持续增长。2020-22 年，疫情导致公司收入、利润下滑，2023 年大幅回升。公司业绩比较稳定、经营现金流良好，现有船舶船龄较小、大额资本开支可能性较低，未来有望继续保持较高的分红比例。

1.1. 国资控股的客滚运输龙头企业

渤海轮渡是辽宁省国资委控股的客滚运输龙头企业，主要从事客滚运输、货滚运输等业务。为推动实施国有经济布局优化和结构调整提升工程，全面落实辽宁省国资战略部署，促进辽宁省属企业间资源整合与产业协同，2024 年 3 月 4 日，公司大股东辽渔集团通过协议转让股份引入战略投资者（辽宁交投），至此，辽宁省国资委下属的 2 家国有企业辽渔集团和辽宁交投分别持有渤海轮渡 25.04% 和 14% 的股权，位居第一和二大股东。

图 1：渤海轮渡股权结构图（截至 2024 年 6 月 2 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

渤海轮渡的发展战略：以高质量发展为主题，以改革创新为动力，以提升核心竞争力为重点，围绕交通强国战略，实施内生式增长与资本运作双轮驱动的发展模式，持续增强主营业务核心竞争力，不断提升运营规模 and 经济效益，形成集客滚运输、多式联运、海洋文旅、融资租赁、燃油燃供、现代物流六大产业板块于一体的产业集团，成为连接东北和华东两大经济区的重要海上通道的主要载体。

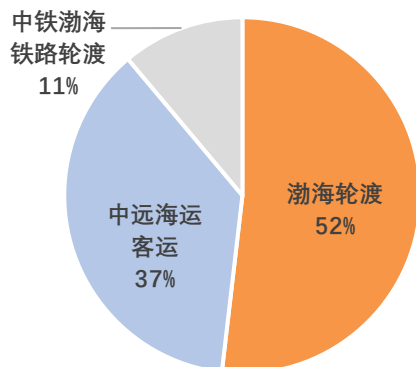
渤海轮渡的经营目标：客货滚运输主业塑造新优势，坚持将客货滚运输产业作为核心主业，把做精做强主业作为发展的根本，保持竞争优势和发展态势，继续保持公司客货滚运输主业在渤海湾的领先地位。多策并举全力增强协同性发展实力，为主业提供更好支撑和辅助保障，有效控制融资租赁风险；提高燃油燃供质效，统筹优化市场资源，挖掘资源潜力，择机延长和完善燃油燃供产业链。

1.2. 渤海湾客滚龙头，竞争优势明显

渤海湾地区是全国的经济腹地，自然资源禀赋优势明显。客滚运输行业承担着沟通渤海湾南北两地间物资交流和人员往来的重要任务，我国东北三省、内蒙古东北部等地区是渤海湾客滚运输的主要市场需求区域。渤海湾地理位置上呈 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 1490 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成本优势和时间优势。

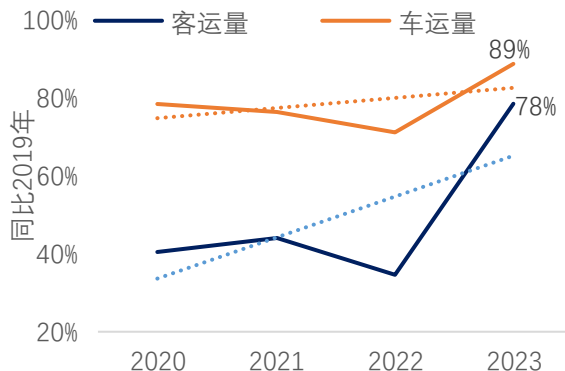
渤海湾客滚运输龙头企业，综合市占率多年第一。在渤海湾客滚运输市场中，渤海轮渡在船型配置、船龄、运力规模、企业品牌、管理经验等众多方面均具有较强的竞争优势，综合市场占有率连续多年保持第一，是渤海湾客滚运输的龙头企业。2020-22 年，公司车客运量受疫情影响下滑明显，2023 年，公司疫后恢复态势良好，接近 2019 年同期水平。

图 2：2023 年渤海轮渡船舶数量远高于渤海湾其他客滚运输企业



资料来源：公司公告，中远海运客运官网，澎湃网，天风证券研究所

图 3：渤海轮渡疫后复苏成效显著



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：考虑到统一口径，2019 年渤海轮渡车客运量均已包括威海海大客运数据

在辽东半岛和胶东半岛，轮渡相对航空、铁路、公路等具有竞争优势。对于旅客，大连—烟台之间轮渡价格低、班次多、卧席舒适性高，竞争力较强。对于车辆，搭乘轮渡 10 小时内可以到达山东半岛和辽东半岛多数地区，还能减少驾驶疲劳、违章罚款和交通事故等；而绕行需要 10 小时以上。

表 1：大连至烟台段，轮渡相比航空和高铁具有竞争优势

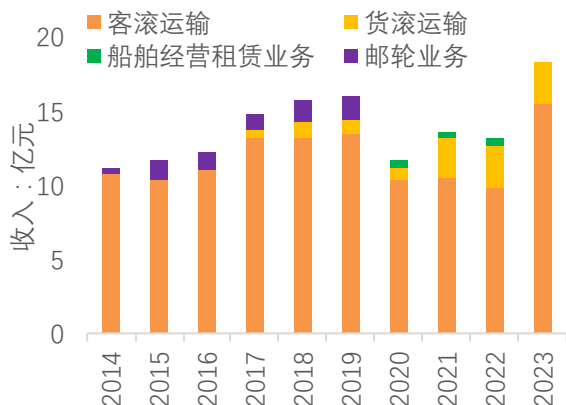
	轮渡	飞机	高铁
时间：小时	6-7	0.5-1	10-12
价格：元	180-1080	200-1000	700-2100
班次：班	17	7	9
舒适性	较高（卧席）	较高	较低（换乘）
可得性	当天购票/提前预定	当天购票/提前预定	当天购票/提前预定

资料来源：携程网，去哪儿网，天风证券研究所

1.3. 收入利润稳中有升，常年保持高分红

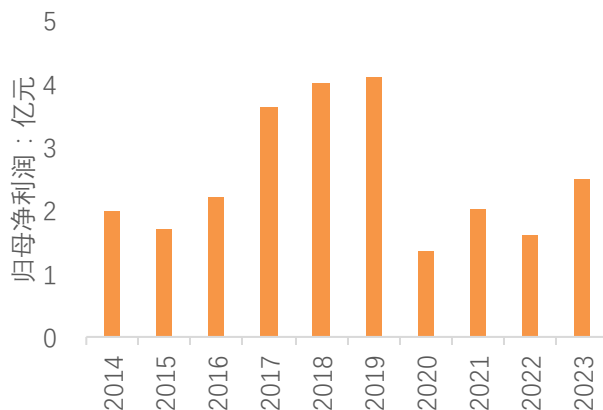
渤海轮渡业绩较为平稳。2014-19 年，渤海轮渡的营业收入和净利润稳中有升，主要系公司车客运量持续增长。2020-22 年，疫情导致公司收入、利润下滑，2023 年大幅回升。

图 4：2014-2019 年渤海轮渡营业收入稳中有升



资料来源：Wind，天风证券研究所

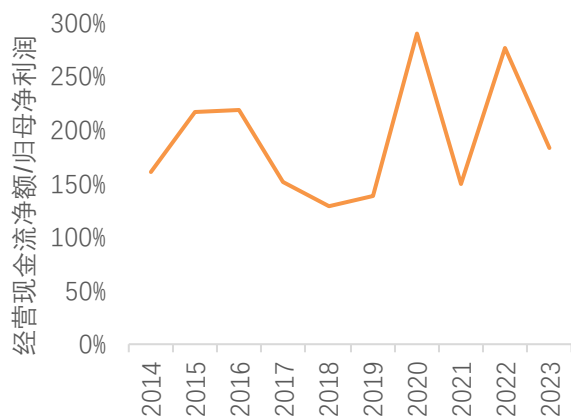
图 5：2014-2019 年渤海轮渡归母净利润稳中有升



资料来源：Wind，天风证券研究所

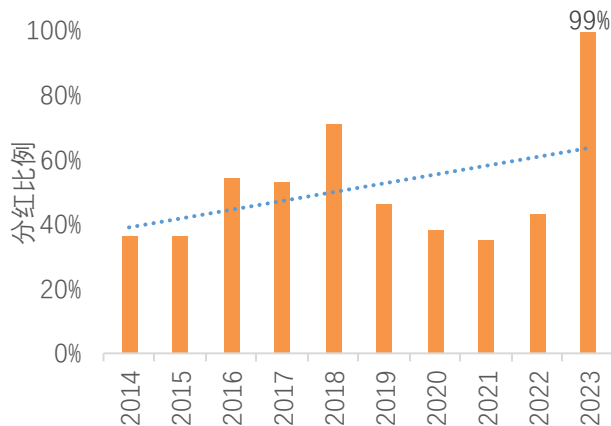
渤海轮渡经营现金流良好，多年保持较高分红比例。渤海轮渡经营现金流较好，近三年平均是公司归母净利润的 2 倍，较多经营现金流支撑公司有能力通过现金分红回馈股东。2023 年公司分红比例高达 99%，创历史新高。

图 6：渤海轮渡经营现金流良好



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：渤海轮渡多年保持较高的分红比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

渤海轮渡业绩较稳定、大额资本开支可能性较低，未来有望保持高分红。公司营收与利润稳中有升，经营现金流良好，且公司船舶平均船龄 10 年左右，船舶折旧是 30 年，目前公司现有船舶船龄较小，预算内没有大额的资本开支项。因此，我们认为公司未来有望保持较高的分红比例。

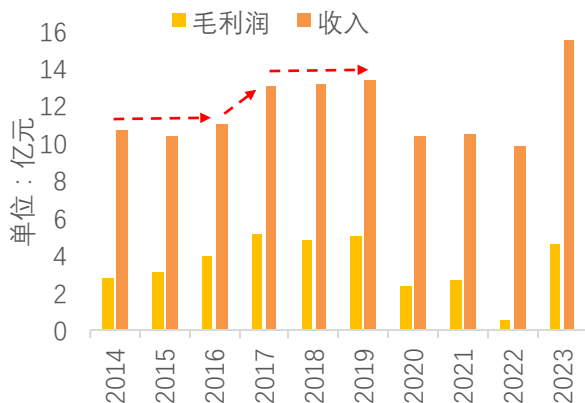
2. 聚焦主业，剥离国际轮渡和邮轮

渤海轮渡聚焦客滚运输主业，主业绩较为稳定。渤海轮渡加速推动运力升级，2010-19 年车客运量趋于抬升。2020 年渤海轮渡收购威海海大客运，客滚运输运力规模增长，进一步巩固公司龙头地位。渤海轮渡积极拓展货滚运输业务，吸引危化品、甩挂等运输车辆，是客滚运输业务的有力补充。新能源汽车产销双旺，未来有望打开渤海轮渡货滚运输业务增长空间。渤海轮渡剥离微利的国际轮渡和亏损的邮轮业务，或将提升公司整体盈利水平。

2.1. 聚焦渤海湾客滚运输

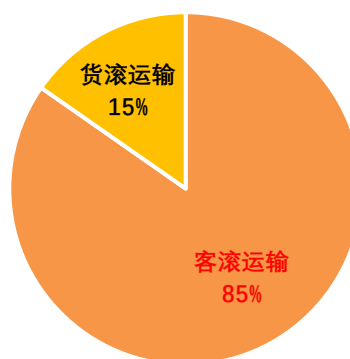
渤海轮渡主业客滚运输业务收入和利润较为稳定。2014-2019 年，渤海轮渡客滚运输业务稳中有升，2020-2022 年，受疫情影响，收入与毛利润均出现下滑，2023 年大幅回升。营收结构方面，2023 年渤海轮渡专注客货滚运输，其中客滚运输收入占比高达 85%。

图 8：疫情前渤海轮渡主业客滚运输收入与利润较为稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

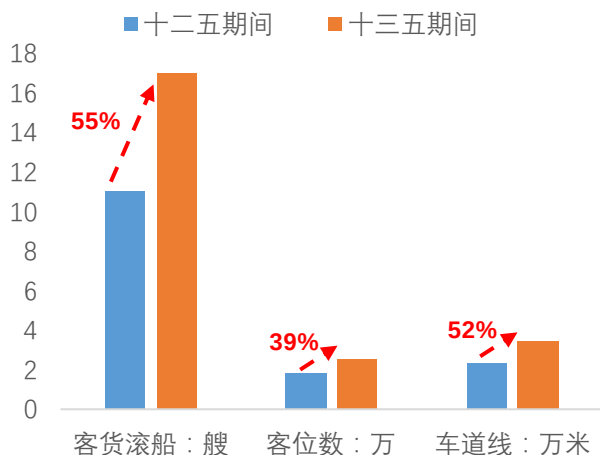
图 9：2023 年渤海轮渡主业客滚运输营收占比高达 85%



资料来源：Wind，天风证券研究所

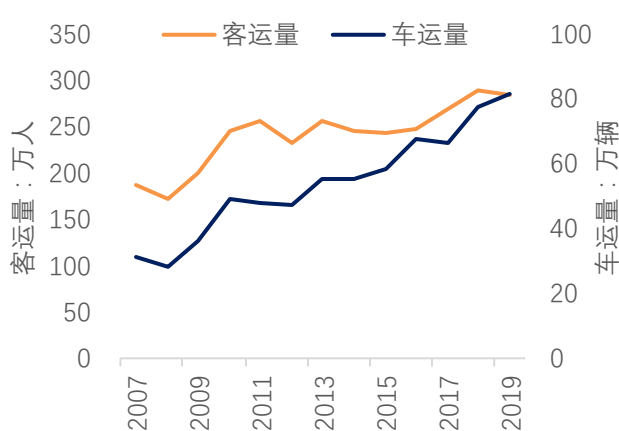
渤海轮渡加快推进运力升级，车客运量持续抬升。2019 年附近，渤海轮渡先后淘汰 10 艘老旧客滚船，新建造 11 艘新型豪华客滚船，同时优化运力结构，实现运力规模大幅提高，带动公司车客运量趋于抬升。

图 10：渤海轮渡运力规模不断扩大



资料来源：渤海轮渡船票公众号，天风证券研究所

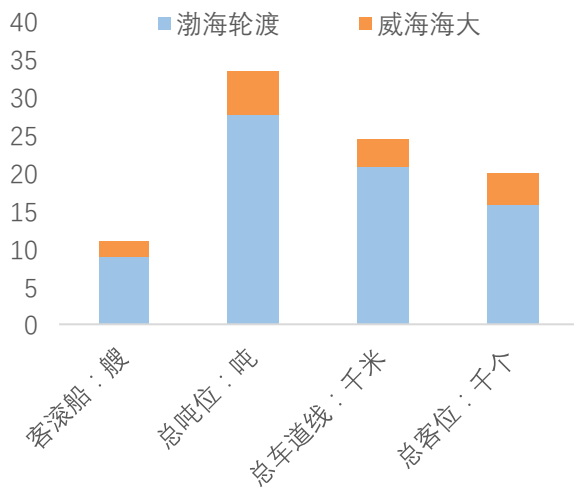
图 11：疫情前渤海轮渡车客运量不断上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

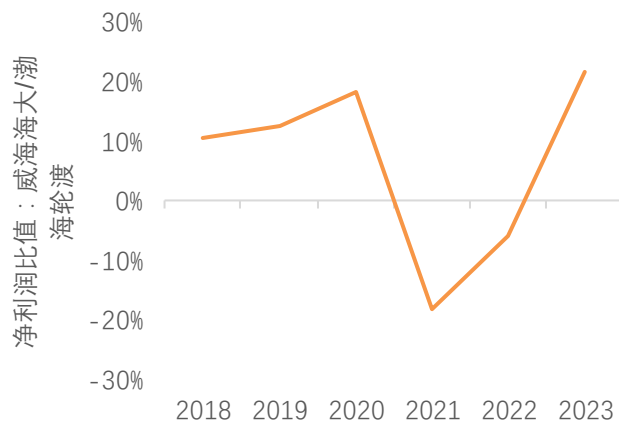
渤海轮渡收购威海海大客运，进一步巩固公司客滚运输业务在渤海湾客滚市场的龙头地位。2020 年 3 月，渤海轮渡收购了威海市海大客运有限公司，收购后实现了胶东半岛由东向西客滚航线全覆盖，市场竞争力和掌控力进一步增强。收购业务促使渤海轮渡客滚运输主业运力规模增加，2023 年威海海大净利润扭负转正，贡献度提高。

图 12：收购威海海大助力客滚运输主业运力增加



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：2023 年威海海大客运净利润占比有所回升



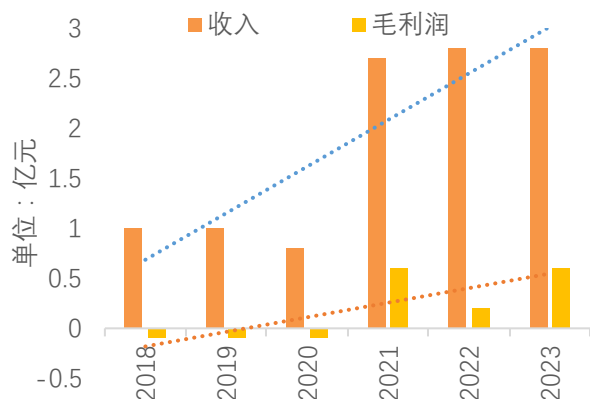
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 积极拓展货滚运输

货滚运输加速发展，是客滚运输业务的有力补充。2018 年，渤海轮渡与恒通物流股份有限公司、龙口港集团有限公司在烟台龙口合资设立渤海恒通轮渡有限公司，经营货滚运输、集装箱运输、甩挂车运输、商品车运输等海上货物运输业务。货滚运输业务收入来源于车辆和商品车的运费。

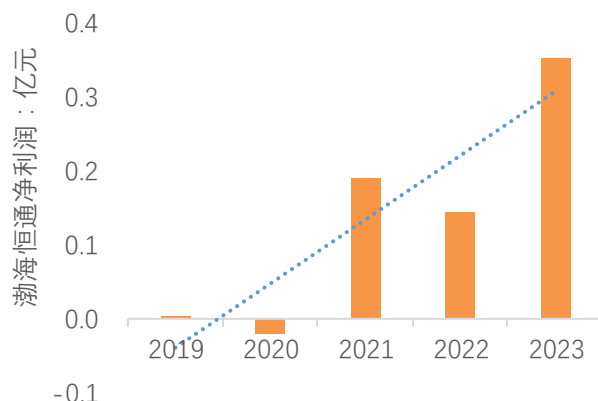
货滚运输业绩有所提高。2018-20 年，货滚运输的毛利润一直为负数主要系货滚运输船舶是早期客滚船改建而来，因此存在油耗较高、货物装载体积小、运营成本高等缺点。2020 年和 2021 年，公司新增投入两艘货滚船，通过整合龙口和旅顺两地的港口资源、运输资源、仓储资源等，2021-23 年货滚运输收入和毛利大幅增加。

图 14：渤海轮渡货滚运输业务收入与毛利润有所提高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2019-2023 年渤海恒通净利润趋于上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

新能源汽车产销双旺，未来有望打开渤海轮渡货滚运输业务增长空间。随着双碳计划等环境规制政策催化，我国新能源汽车产量和销量加速增长。市场中过分焦虑于新能源汽车轮渡时存在的安全隐患等问题，目前我国部分港口为新能源汽车轮渡时设置“专道、专区、专位”，或将大幅缓解安全隐患所带来的焦虑。因此，我们认为未来新能源汽车轮渡市场有望加速扩大，进而推动渤海轮渡货滚运输业务高速增长。

图 16：2016 年以来我国新能源汽车产量大增



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2016 年以来我国新能源汽车销量大增



资料来源：Wind，天风证券研究所

渤海轮渡积极发展货滚运输，吸引危化品、甩挂等运输车辆。渤海恒通主要经营货滚运输、集装箱运输、甩挂车运输、商品车运输等海上货物运输业务，逐步扩大服务辐射半径，连通东三省、华东地区及珠三角地区，形成服务链，从而提升物流和贸易服务的辐射能力。

2.3. 剥离国际轮渡和邮轮

剔除拖累业务，聚焦主业发展。渤海轮渡剥离微利的国际轮渡和亏损的邮轮业务，有利于优化公司产业结构、盘活资产，符合公司整体高质量发展要求。

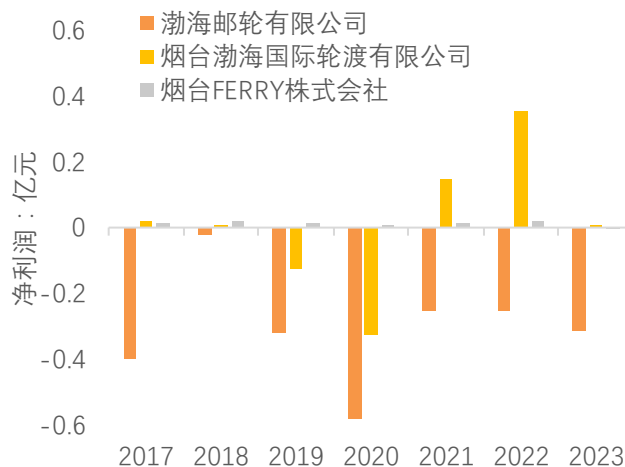
表 2：渤海轮渡剥离国际轮渡和邮轮事件汇总

时间	事件详情
2022/12/3	渤海轮渡将所持有的从事中韩航线经营的烟台渤海国际轮渡有限公司 30%股权、烟台 FERRY 株式会社 30%股权和渤海国际轮渡（香港）有限公司 51%股权整体打包进行挂牌转让。
2023/1/9	渤海轮渡决定处置“渤海金珠”轮和“渤海明珠”轮。
2023/2/15	渤海轮渡与山东港口航运集团有限公司签署《产权交易合同》。
2024/4/10	董事会授权经理层负责“中华泰山”国际豪华邮轮处置的相关事宜。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

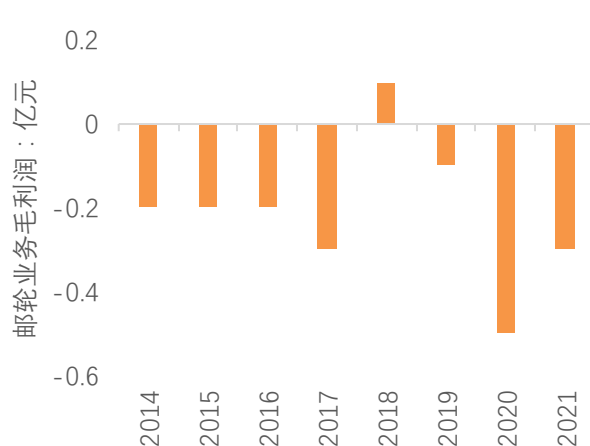
渤海轮渡剥离微利的国际轮渡和亏损的邮轮业务，或将提升公司整体盈利水平。2024 年公司完成剥离相关业务后，公司盈利有望上行。一方面，国际轮渡一直保持着微小利润，而邮轮业务长期处于亏损状态，一旦完成剥离，拖累影响将剔除；另一方面，公司能够投入更多资源配置于稳定性较强的主业客滚运输。

图 18：微利的国际轮渡业务和亏损的邮轮业务拖累公司业绩



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：渤海轮渡的邮轮业务长期对公司整体的毛利形成拖累



资料来源：公司公告，天风证券研究所

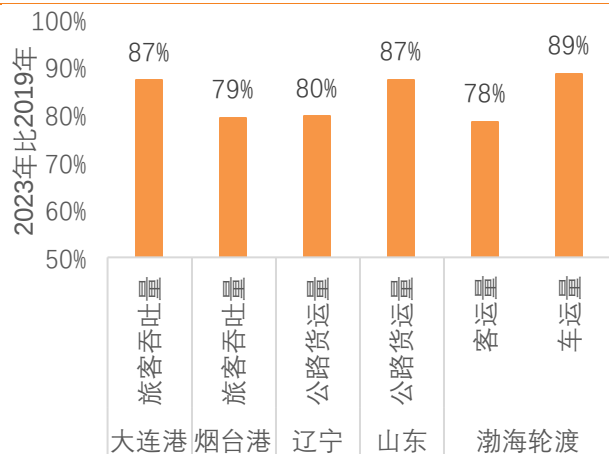
3. 以价补量，国内轮渡盈利回升

传统腹地经济增长降速、疫情导致我国公众出行结构发生变化，渤海湾客滚市场需求萎缩，2023 年渤海轮渡车客运量均不及 2019 年。一方面，经济增长降速带来港口旅客吞吐量增速转负；另一方面，疫情影响使得居民选择轮渡出行的意愿或将下降，出行结构发生变化。渤海轮渡的车客运价趋于上升，对冲车客运量下滑，2023 年渤海轮渡盈利快速回升。渤海湾客滚运输竞争趋缓、合作加强，未来票价中枢有望上移。2016 年以后，高铁的分流影响已经边际减弱。相较公路运输，轮渡的燃油成本较低，燃油补贴进一步增强轮渡经济性。但是新能源汽车、天然气重卡的燃料成本较低，轮渡油耗的成本优势或将减弱。

3.1. 市场需求萎缩，运量下滑

传统腹地经济增长降速、疫情导致我国公众出行结构发生变化，渤海湾客滚市场需求萎缩，2023 年渤海轮渡车客运量均不及 2019 年水平。据历史数据表明，渤海客滚的车客运量与山东省和东北三省的 GDP 及其增长情况高度相关。由于疫情的“疤痕效应”、山东和辽宁等地的 GDP 增速放缓等原因，疫后市场需求出现萎缩，运量下滑。

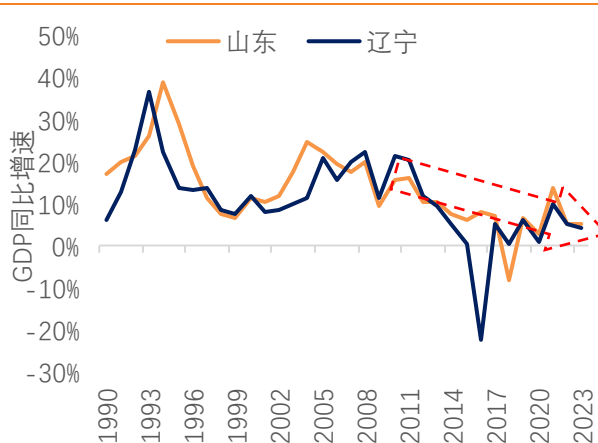
图 20：疫后市场运量和公司运量均不及疫情前水平



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

注：考虑到统一口径，2019 年渤海轮渡车客运量均包括威海海大客运数据

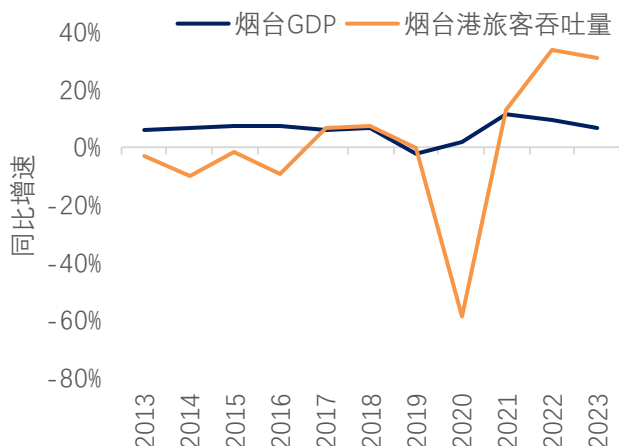
图 21：近几年山东和辽宁 GDP 增速呈现下滑态势



资料来源：Wind，天风证券研究所

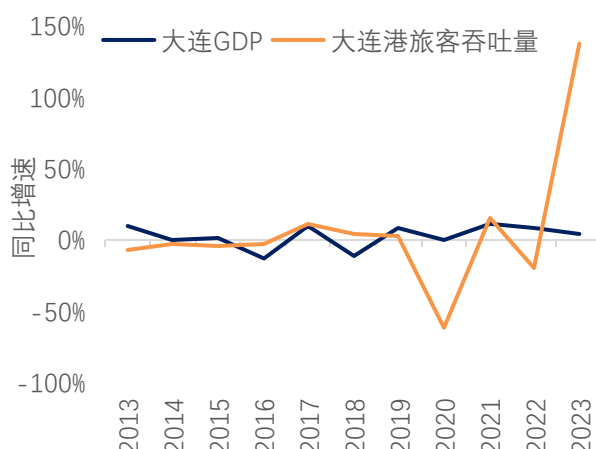
烟台、大连港口旅客吞吐量增速与地区 GDP 增速高度正相关。2013-2019 年，烟台、大连港口的旅客吞吐量增速基本上随当地 GDP 增速变动而变动，2020 年受疫情影响，旅客吞吐量增速大幅下落，与 GDP 增速出现明显分化。

图 22：2013-19 年烟台 GDP 和烟台港旅客吞吐量增速正相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

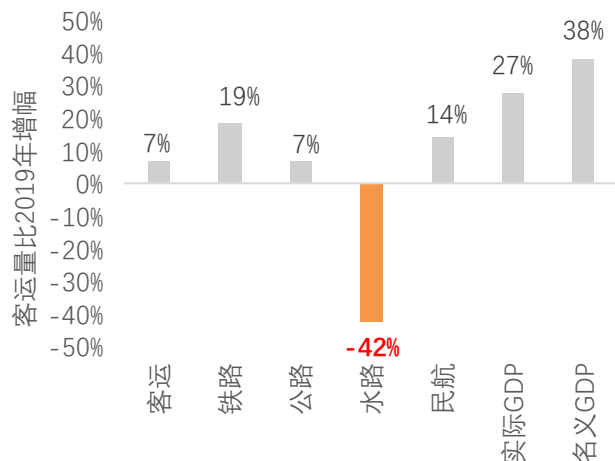
图 23：2013-19 年大连 GDP 和大连港旅客吞吐量增速正相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

疫情导致我国居民出行结构发生改变。2024 年春运时期，铁路、公路、民航客运量均高于 2019 年同期值，而水路客运量远低于 2019 年同期值。在 2024 年春运期间的任何一天，水路客运量均不及 2019 年。相较于 2019 年，2024 年水路客运量逆势下跌，疫情影响了我国居民出行方式的选择。

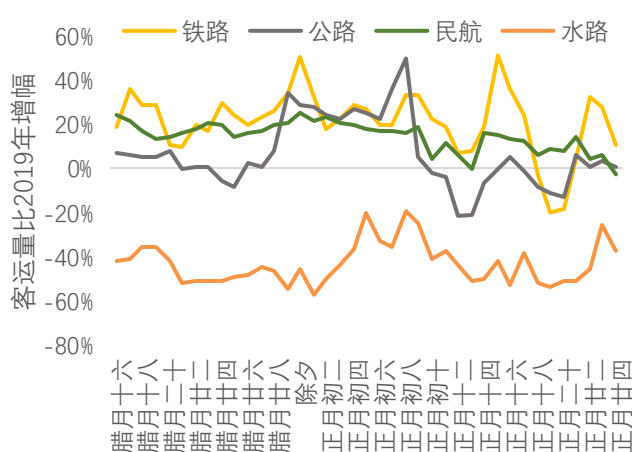
图 24：2024 年春运期间的水路客运量远小于 2019 年



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：春运时期为腊月十六到正月二十四

图 25：2024 年春运期间任一天的水路客运量均不及 2019 年



资料来源：Wind，天风证券研究所

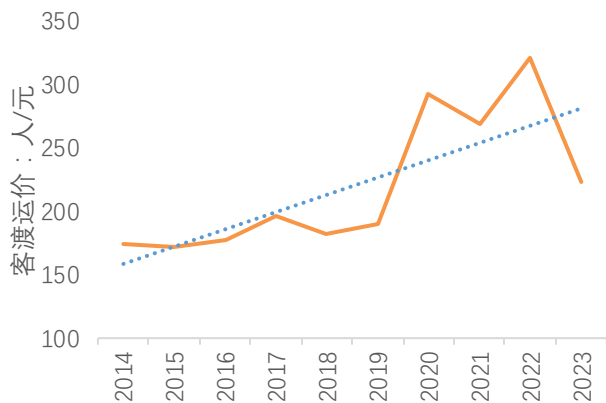
注：春运时期为腊月十六到正月二十四

相比 2019 年，渤海湾客滚市场需求出现萎缩，进而导致渤海轮渡车客运量下滑。一方面，经济增长降速带来港口旅客吞吐量增速转负；另一方面，疫情影响使得人们选择轮渡出行的意愿或将下降，出行结构发生变化。

3.2. 轮渡竞争趋缓，运价上涨

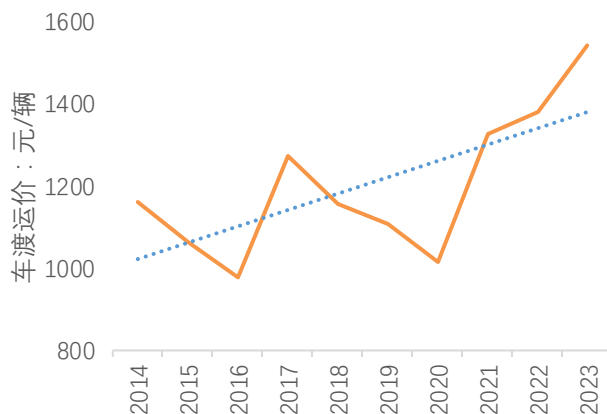
渤海轮渡车客运价趋于上升，对冲车客运量下滑。2014 年以来，渤海轮渡的客渡运价和车渡运价趋于上升，且疫情期间在供需两弱的情况继续涨价。运价上涨对冲车客运量的下滑，促使 2023 年渤海轮渡盈利快速回升。

图 26：渤海轮渡客渡运价趋于上升



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

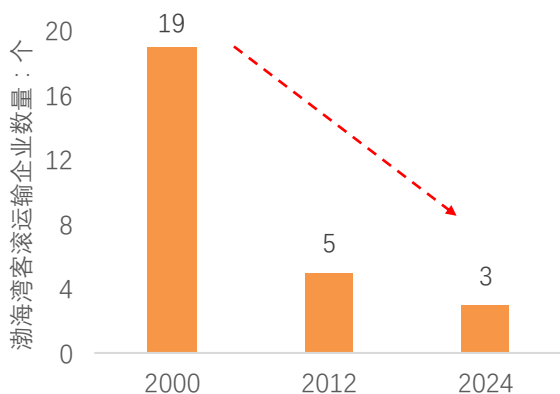
图 27：渤海轮渡车渡运价趋于上升



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

渤海湾客滚运输竞争趋缓，未来票价中枢有望上移。区域市场集中度不断提高，自 2000 年以来，渤海湾客滚运输企业由原来的 19 家减少至 2012 年（公司上市时）的 5 家，截至 2024 年 4 月 16 日，渤海湾客滚运输企业共计 3 家。渤海湾主要往返航线包含龙口-旅顺，烟台-大连，威海-大连，蓬莱-大连四条，其中威海-大连与公司主要航线竞争最为激烈。2020 年，收购威海海大后，公司根据实际需求情况调整船期，有利于航线竞争缓和，装载率提升，票价中枢上移。

图 28：渤海湾客滚运输行业竞争格局改善



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：渤海轮渡航线示意图



资料来源：Wind，百度地图，天风证券研究所

渤海湾客滚运输行业加强协同合作，资源共享有望提高经营效率。2022 年 11 月，山东港口烟台港、辽港股份、中远海运客运、渤海轮渡正式签署“两港两航”协同合作机制协议书，标志着渤海湾客滚装业务整体迈入“信息畅联、资源共享、优势互补、合作共赢”高质量发展新阶段。

3.3. 高铁对轮渡的分流影响已经边际减弱

轮渡占优的地区多位于环渤海经济区两端的城市。渤海是一个内海，被辽东半岛、山东半岛和华北平原“C”字形所环抱。综合考虑出行时间与油耗成本，对于环渤海地区出行方式的选择，轮渡更多会被“威海-大连”等两端地区的居民和企业选择，节省公路燃油成本的同时，还能一定程度上节约时间成本。但对于毗邻地区以及没有轮渡运输的地区来讲，公路/高铁/航空成为其最优出行选择方案。

图 30: 渤海湾各城市地面公路交通距离 (公里)

威海									
66.3	烟台								
321.6	253.9	潍坊							
522.7	455.4	207.2	济南						
668.7	600.9	374.3	329.7	天津					
765.7	712.0	469.3	439.9	131.9	唐山				
891.4	837.7	595.1	584.4	267.4	151.6	秦皇岛			
1101.3	1025.8	804.9	776.4	470.0	341.8	212.0	锦州		
1509.0	1388.2	1162.6	1134.0	827.6	699.5	569.7	378.8	大连	

资料来源：百度地图，天风证券研究所

注：橙色代表出行方式选择轮渡占优；浅绿色代表出行方式选择高铁/公路占优；浅黄色代表出行方式轮渡/公路/高铁均可

2010-16 年, 高铁、航空等出行方式在环渤海地区发展迅速。天津航空、奥凯航空等航空公司参与执飞“环渤海快线”, 其中, 奥凯航空重点打造以烟台-大连航线(简称“烟大快线”)为主体的“环渤海快线”网络; 同时, 环渤海地区的高铁网络也迅速铺展开来。

图 31：2012-16 年环渤海高铁建成分流轮渡客流



资料来源：百度地图，国家铁路局，天风证券研究所

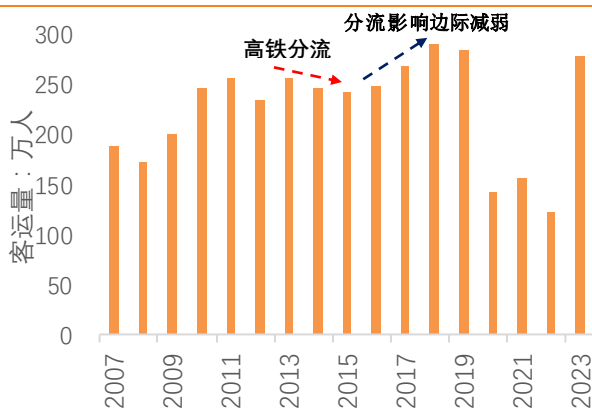
图 32：“渤海湾快线”航线网络已逐渐形成



资料来源：民航资源网，天风证券研究所

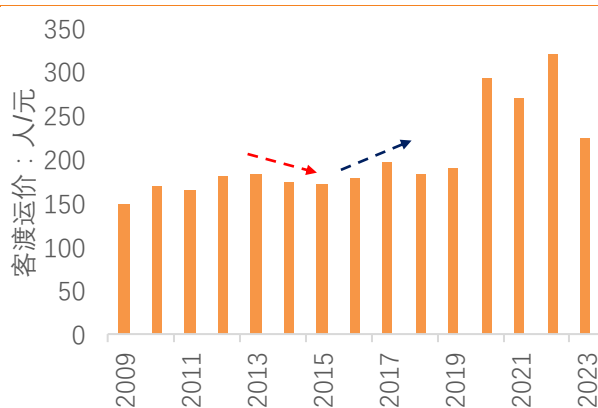
高铁对轮渡的分流影响已经边际减弱，量价有所回升。2010-2016 年，受制于航空、高铁的分流影响，渤海轮渡的客运量与客渡运价略有回落。2016 年以后，高铁分流的影响边际减弱，渤海轮渡的客运量和客渡运价有所回升。

图 33：2016 年以后，客运量有所回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：2016 年以后，客渡运价有所回升

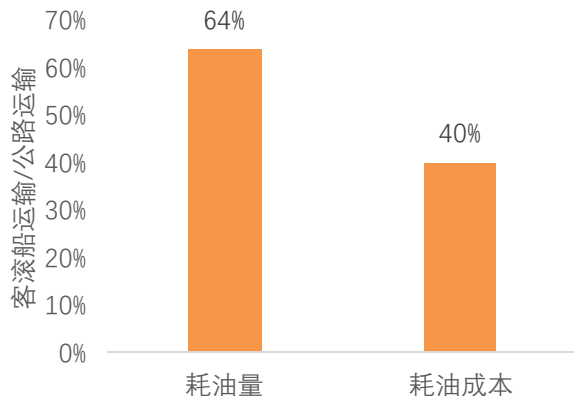


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

3.4. 轮渡油耗的成本优势或将减弱

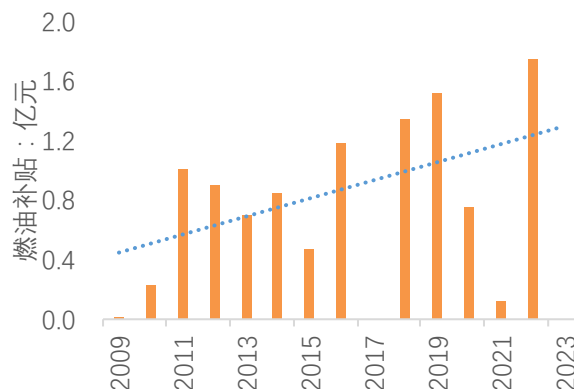
轮渡的燃油成本较低，燃油补贴进一步增强轮渡经济性。相较于公路运输，轮渡运输的燃油成本更低，单位油耗更少，随着油价提升，轮渡具有燃油补贴，其经济性会进一步增强；同时，公路治超降低单车货运量，公路运输经济性下降。

图 35：轮渡运输比公路运输油耗成本低



资料来源：公司公告，天风证券研究所

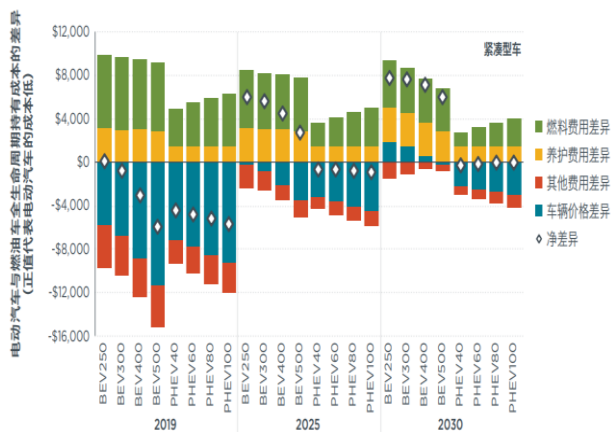
图 36：渤海轮渡燃油补贴趋于上升，缓解油价上涨带来的成本提高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

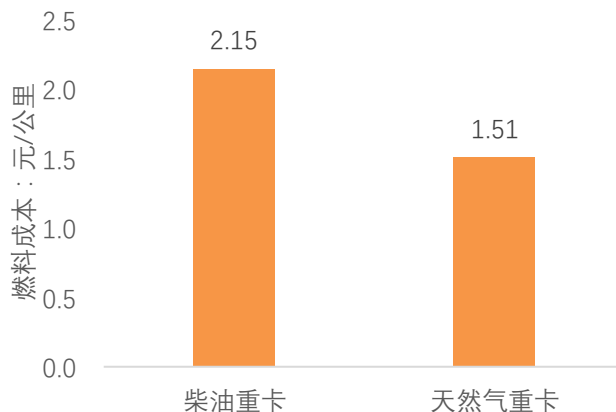
新能源汽车、天然气重卡的燃料成本较低，轮渡油耗的成本优势或将减弱。根据 ICCT 研究，电动汽车全生命周期持有成本中的燃料费用显著低于燃油汽车。以 2024 年 5 月底的天然气和柴油价格测算，天然气重卡的燃料成本比柴油重卡低 0.64 元/公里，如果天然气价格下行，天然气重卡的成本优势将更加明显。相较于传统燃油车，新能源汽车、天然气重卡的燃料成本较低，轮渡油耗的成本优势或将减弱。

图 37：电动汽车燃料费用低于燃油车



资料来源：ICCT，天风证券研究所

图 38：天然气重卡的燃料成本低于柴油重卡 0.64 元/公里

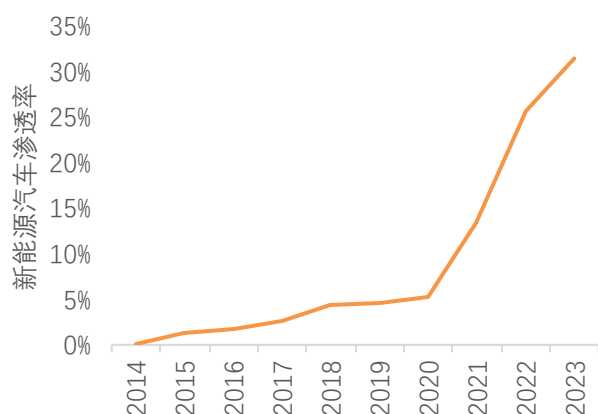


资料来源：Wind，中国青年网，国家统计局，天风证券研究所

注：基于 2024 年 5 月底的天然气和柴油价格进行测算

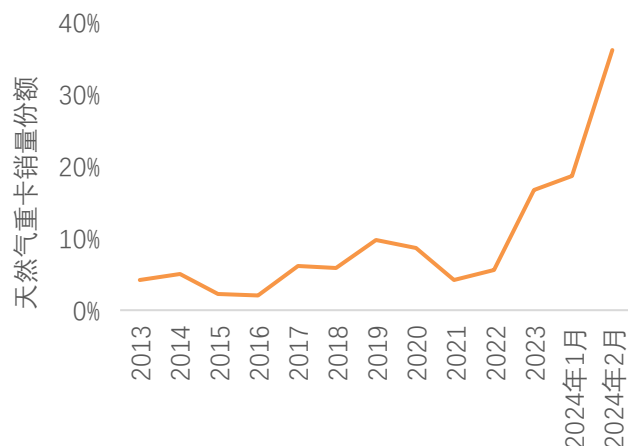
随着天然气重卡、新能源汽车渗透率提高，轮渡的车客运量或将受到影响。天然气重卡、新能源汽车的成本优势或将加速对传统燃油车的替代，渗透率提高，可能会对轮渡的车客流量造成影响。

图 39：中国新能源汽车渗透率加速提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：中国天然气重卡销量占重卡销量的比例快速上升



资料来源：第一商用车网，卡车网，天风证券研究所

4. 盈利预测与目标价

2024–2026 年盈利有望保持稳定。随着疫情影响消退、经济复苏，渤海轮渡的盈利能力有望回升。假设 2023 年燃油补贴延迟到 2024 年发放，我们预计 2024–2026 年公司归母净利润分别为 4.06、3.85、3.87 亿元。结合 DDM 估值法和可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE，目标价为 11.42 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.1. 2024–2026 年盈利有望保持稳定

假设 2024 年上半年票价同比上涨带动客渡收入增长 25%，2024 年下半年客渡收入与 2023 年同期持平。2014 年以来，渤海轮渡的客渡运价和车渡运价趋于上升，其中，2023 年下半年渤海轮渡的客渡运价环比涨幅较大，约为 34%。未来随着疫情影响逐渐消退、竞争格局不断改善，假设 2024 年上半年票价同比上涨带动客渡收入增长 25%。

假设 2024 年车渡收入持平，因为 2018–2023 年渤海轮渡的客滚收入基本持平。

假设 2023 年燃油补贴延迟到 2024 年发放，且补贴金额较小。由历史数据可知，燃油补贴金额计算公式模糊，发放时间不确定。疫情前 2019 年渤海轮渡燃油补贴为 1.52 亿元，2022 年燃油补贴为 1.75 亿元。因此，假设 2024 年燃油补贴为 1.5 亿元。

假设 2025–2026 年渤海轮渡客滚运输、货滚运输等业务收入保持稳定态势。从历史数据来看，渤海轮渡的业绩较为稳定。未来供需稳定、拖累业务已经处理完善，我们认为渤海轮渡业务收入或将保持稳定态势。

表 3：渤海轮渡的收入和利润预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入：亿元	11.67	14.01	13.07	18.40	18.99	18.99	18.99
yoy	-30%	20%	-7%	41%	3%	0%	0%
客滚运输收入：亿元	10.37	10.52	9.80	15.55	16.14	16.14	16.14
货滚运输收入：亿元	0.77	2.66	2.79	2.80	2.80	2.80	2.80
毛利率	18.7%	25.4%	6.4%	27.2%	30.2%	31.0%	31.0%
归母净利润：亿元	1.36	2.02	1.62	2.50	4.06	3.85	3.87
yoy	-66.8%	48.1%	-19.5%	54.4%	62.2%	-5.3%	0.6%
ROE	4.0%	5.7%	4.5%	6.6%	10.5%	9.7%	9.6%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 目标价 11.42 元

根据 DDM 估值法和可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE，取两个估值结果的平均值，给予渤海轮渡的目标价为 11.42 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

根据 DDM 估值法，渤海轮渡的每股价值为 9.93 元。公司的主业客滚运输收入比较稳定，且分红比例稳定未来有望大幅提高，因此采用股利贴现模型进行估值。

表 4：渤海轮渡的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3%	近 5 年十年期国债收益率平均 2.9%
风险溢价	4%	股票投资者预期回报率在 7%–10%
贝塔	0.97	2018 年以来渤海轮渡相对沪深 300 指数的贝塔 0.97
预期市场回报率	7%	无风险利率+风险溢价
权益成本	6.88%	无风险利率+贝塔*（预期市场回报率-无风险利率）
永续增长率	0%	业务进入成熟期，增长速度放缓

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据股利贴现模型，渤海轮渡的股利及贴现值如表 5。

表 5：渤海轮渡的股利与贴现值

指标	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	终值
股利：亿元	3.25	3.08	3.09	3.11	3.11	3.11	3.11	3.11	3.11	3.11	3.11	3.11	45.24
贴现：亿元	3.13	2.77	2.61	2.45	2.29	2.15	2.01	1.88	1.76	1.65	1.54	1.44	20.93
权益价值：亿元													46.60

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE，渤海轮渡的每股价值为 12.91 元。

表 6：可比公司估值表

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
		2024/5/31	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
002320.SZ	海峡股份	6.24	0.19	0.22	0.25	32.08	28.39	24.88
002627.SZ	三峡旅游	4.85	0.17	0.15	0.18	28.41	31.41	27.13
601000.SH	唐山港	4.12	0.32	0.36	0.37	12.68	11.57	11.16
601298.SH	青岛港	8.51	0.76	0.83	0.91	11.20	10.22	9.35
001872.SZ	招商港口	18.74	1.43	1.53	1.65	13.11	12.23	11.33
600018.SH	上港集团	5.69	0.57	0.60	0.60	10.00	9.55	9.55
000429.SZ	粤高速 A	10.18	0.78	0.80	0.83	13.05	12.70	12.30
600548.SH	深高速	10.71	0.98	1.18	1.32	10.91	9.05	8.11
600350.SH	山东高速	8.84	0.70	0.75	0.83	12.70	11.76	10.65
600012.SH	皖通高速	13.66	1.04	1.12	1.18	13.12	12.18	11.55
	平均					15.73	14.91	13.60
603167.SH	渤海轮渡	8.93	0.53	0.87	0.82	16.85	10.31	10.89

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：除渤海轮渡是分析师模型预测得出外，其余公司的盈利预测均来自万得一致预期；收盘价为 2024 年 5 月 31 日

5. 风险提示

海上安全运输的风险。公司通过客滚船舶经营渤海湾主要港口间的车辆、旅客运输业务，公司船舶常年在海上航行，海上恶劣天气、人为因素等引致海上安全运输风险是公司面临的首要风险。

未来业务拓展与市场发展的风险。在渤海湾客滚运输市场中，公司在船型配置、船龄、运力规模、企业品牌、管理经验等众多方面均具有较强的竞争优势，但由于渤海湾客滚船相关政策、湾内竞争格局、其它交通运输方式的竞争、公司未来经营定位等因素的影响，公司在未来业务拓展与市场发展方面存在一定的风险。

票价上涨幅度不及预期的风险。虽然考虑到了渤海湾轮渡竞争趋缓、高铁对轮渡的分流影响已边际减弱等因素，但由于渤海湾轮渡市场的供需关系始终动态变化，渤海轮渡车客票价格的上涨幅度可能受到一定的影响。

燃油补贴减少的风险。燃油补贴具有不确定性。尽管燃油补贴依据明确、标准清晰、来源可靠、落实有监管，但是从实际到账情况看，补贴金额往往少于理论计算金额，补贴时间既有提前也有延后。如果燃油补贴取消或减少将对公司净利润产生较大影响。

利率风险。利率风险，是指金融工具的公允价值或未来现金流量因市场利率变动而发生波动的风险。本公司面临的利率风险主要来源于银行借款。于 2023 年 12 月 31 日，在其他变量保持不变的情况下，如果以浮动利率计算的借款利率上升或下降 100 个基点，则本公司的净利润将减少或增加 24.06 万元。

汇率风险。汇率风险，是指金融工具的公允价值或未来现金流量因外汇汇率变动而发生波动的风险。本公司面临的汇率风险主要来源于以欧元计价的银行借款。于 2023 年 12 月 31 日，在所有其他变量保持不变的情况下，如果人民币对欧元升值或贬值 1%，则公司将增加或减少净利润 106.10 万元。

股价异动风险。2024 年 1 月渤海轮渡股价多次出现交易异动，需考虑交易异动风险。

测算结果具有主观性。尽管已经考虑了疫情影响消退、供需平衡、燃油补贴不确定等，但是仍有部分因素未充分考虑，因此测算结果有主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	334.10	273.76	653.72	956.42	1,221.45
应收票据及应收账款	4.74	30.66	5.88	30.66	5.88
预付账款	1.09	2.46	1.04	2.42	1.04
存货	116.25	101.55	113.72	99.11	113.72
其他	272.82	128.81	270.30	128.81	270.30
流动资产合计	729.00	537.24	1,044.66	1,217.42	1,612.40
长期股权投资	53.85	38.62	38.62	38.62	38.62
固定资产	3,417.41	3,368.49	3,020.74	2,818.50	2,618.76
在建工程	347.28	0.00	10.00	15.00	17.50
无形资产	1.94	1.87	1.80	1.72	1.65
其他	572.79	527.92	527.21	526.49	526.49
非流动资产合计	4,393.27	3,936.90	3,598.37	3,400.34	3,203.03
资产总计	5,122.28	4,474.14	4,643.03	4,617.77	4,815.43
短期借款	538.50	30.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	137.77	42.53	135.68	40.51	135.68
其他	208.72	240.77	257.06	240.98	257.06
流动负债合计	884.99	313.30	392.73	281.50	392.73
长期借款	133.61	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	223.79	204.90	204.90	204.90	204.90
非流动负债合计	357.40	204.90	204.90	204.90	204.90
负债合计	1,243.73	519.04	597.63	486.39	597.63
少数股东权益	242.38	148.99	158.05	167.12	176.18
股本	469.14	469.14	469.14	469.14	469.14
资本公积	960.10	949.94	949.94	949.94	949.94
留存收益	2,204.77	2,384.80	2,466.04	2,542.94	2,620.30
其他	2.15	2.23	2.23	2.23	2.23
股东权益合计	3,878.54	3,955.09	4,045.40	4,131.37	4,217.80
负债和股东权益总计	5,122.28	4,474.14	4,643.03	4,617.77	4,815.43

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	204.86	287.09	406.20	384.53	386.79
折旧摊销	174.00	169.48	157.81	167.31	167.31
财务费用	47.69	21.63	(4.86)	(9.09)	(12.29)
投资损失	(19.20)	(65.75)	(15.89)	(15.89)	(15.89)
营运资金变动	238.46	107.38	(18.16)	19.42	(18.70)
其它	(196.19)	(61.58)	70.33	70.33	70.33
经营活动现金流	449.61	458.24	595.43	616.62	577.55
资本支出	13.72	(224.08)	(180.00)	(30.00)	(30.00)
长期投资	11.04	(15.23)	0.00	0.00	0.00
其他	8.15	447.07	350.89	50.89	50.89
投资活动现金流	32.92	207.76	170.89	20.89	20.89
债权融资	(217.76)	(648.20)	(25.14)	9.09	12.29
股权融资	(87.71)	(258.73)	(361.22)	(343.89)	(345.70)
其他	(0.29)	180.87	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(305.76)	(726.05)	(386.36)	(334.80)	(333.40)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	176.77	(60.06)	379.96	302.70	265.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,306.96	1,839.85	1,899.04	1,899.04	1,899.04
营业成本	1,223.56	1,340.48	1,324.89	1,309.89	1,309.89
营业税金及附加	2.19	5.25	5.42	5.42	5.42
销售费用	33.69	39.49	37.98	37.98	37.98
管理费用	80.12	102.31	105.60	105.60	105.60
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	47.53	20.56	(4.86)	(9.09)	(12.29)
资产/信用减值损失	23.82	(0.65)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	42.42	(14.34)	25.00	25.00	25.00
投资净收益	19.20	65.75	15.89	15.89	15.89
其他	(431.30)	(126.41)	(170.00)	(120.00)	(120.00)
营业利润	265.74	407.41	640.90	610.13	613.33
营业外收入	1.13	0.92	1.00	1.00	1.00
营业外支出	3.39	0.52	0.50	0.50	0.50
利润总额	263.48	407.81	641.40	610.63	613.83
所得税	58.62	120.72	189.87	180.76	181.71
净利润	204.86	287.09	451.53	429.86	432.12
少数股东损益	42.71	36.69	45.33	45.33	45.33
归属于母公司净利润	162.15	250.40	406.20	384.53	386.79
每股收益（元）	0.35	0.53	0.87	0.82	0.82

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-6.70%	40.77%	3.22%	0.00%	0.00%
营业利润	-25.06%	53.31%	57.31%	-4.80%	0.53%
归属于母公司净利润	-19.54%	54.43%	62.22%	-5.33%	0.59%
获利能力					
毛利率	6.38%	27.14%	30.23%	31.02%	31.02%
净利率	12.41%	13.61%	21.39%	20.25%	20.37%
ROE	4.46%	6.58%	10.45%	9.70%	9.57%
ROIC	5.67%	7.46%	12.45%	12.91%	13.82%
偿债能力					
资产负债率	24.28%	11.60%	12.87%	10.53%	12.41%
净负债率	12.00%	-2.58%	-12.65%	-19.72%	-25.60%
流动比率	0.82	1.71	2.66	4.32	4.11
速动比率	0.69	1.39	2.37	3.97	3.82
营运能力					
应收账款周转率	25.57	103.95	103.95	103.95	103.95
存货周转率	11.10	16.89	17.64	17.85	17.85
总资产周转率	0.26	0.38	0.42	0.41	0.40
每股指标（元）					
每股收益	0.35	0.53	0.87	0.82	0.82
每股经营现金流	0.96	0.98	1.27	1.31	1.23
每股净资产	7.75	8.11	8.29	8.45	8.61
估值比率					
市盈率	25.84	16.73	10.31	10.89	10.83
市净率	1.15	1.10	1.08	1.06	1.04
EV/EBITDA	19.09	6.91	5.74	5.07	4.67
EV/EBIT	132.87	9.78	7.68	6.83	6.30

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com