

日期: 2011年2月15日

行业: 旅游业



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120017

IPO 询价区间 RMB18.80-22.55 元
上市合理估值 RMB23.49-28.19 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 15.00
发行后总股本 (百万股) 59.50
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 光大证券

主要股东 (IPO 前)

彭建虎 89.32%
彭俊珩 10.00%
刘彦 0.28%

收入结构 (10Q3)

游轮运营业务 59.17%
旅行社业务 40.83%

报告编号: JIJ11-NSP04

首次报告时间: 2011年2月15日

具竞争优势的长江游轮企业

■ 投资要点:

具竞争优势的长江游轮企业

公司从事的内河涉外豪华游轮运营业务是集星级酒店管理、观光旅游、轮船运输为一体的复合型旅游业务。公司目前共拥有 5 艘大型游轮,均为五星级标准豪华游轮,开通了重庆至宜昌、重庆至武汉、重庆至南京、重庆至上海航线,航线已覆盖长江中下游,其中重庆至宜昌航线是公司最主要的航线,占公司业务的 85% 以上。在游轮硬件设施、服务管理、市场占有率、载客率和单船年载客数等方面均居行业领先地位。

募投项目提升盈利能力

公司本次发行募集资金,主要投向“世纪系列”涉外豪华游轮新建项目。据测算,公司的两艘豪华游轮投入运营后能够取得较好的经济效益,可实现年平均收入 7,364 万元人民币,年利润总额为 3,371 万元,税后利润 2,528 万元。公司盈利能力将得到进一步提升。

业绩增长可持续

我们初步预计旅游客流量保持年均增长 20%,募投项目将在 2012 年投产,我们测算 2010-2013 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 44.23%、19.89%、52.35% 和 23.89%,相应的稀释后每股收益为 0.56 元、0.67 元、1.02 元和 1.27 元。

定价结论

我们认为,给予公司 2011 年 35-42 倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为 23.49-28.19 元。从 2010 年上市的中小板股票来看,截至今年 2 月 11 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 18.14%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场 20% 的折让建议询价区间为 18.80-22.55 元,对应的 2009 年市盈率区间为 48.42-58.10 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	183.62	231.64	285.86	394.70	485.81
年增长率	27.22%	26.15%	23.41%	38.08%	23.08%
归属于母公司的净利润	23.10	33.31	39.94	60.85	75.38
年增长率	9.23%	44.23%	19.89%	52.35%	23.89%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.388	0.560	0.671	1.023	1.267

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

■ 公司概况

公司主营业务为内河涉外豪华游轮运营业务和旅行社业务。公司经营的业务属于旅游业中的游船旅游行业及旅行社行业。

1、内河涉外豪华游轮运营业务

公司从事的内河涉外豪华游轮运营业务是集星级酒店管理、观光旅游、轮船运输为一体的复合型旅游业务，是以长江沿岸名胜景观、景点、城市等自然人文环境为依托，以休闲、观光旅游、餐饮、住宿、购物等为服务方式，向国际、国内游客提供的旅游综合服务业务。

公司目前共拥有 5 艘大型游轮，均为五星级标准豪华游轮，开通了重庆至宜昌、重庆至武汉、重庆至南京、重庆至上海航线，航线已覆盖长江中下游，其中重庆至宜昌航线是公司最主要的航线，占公司业务的 85% 以上。

在游轮硬件设施、服务管理、市场占有率、载客率和单船年载客数等方面均居行业领先地位。公司是重庆市航运商会会长单位、2007 年水上交通安全生产单位，同时是长江流域唯一一家获得长江海事局“安全诚信公司”评定的客运公司。

2、旅行社业务

公司的旅行社业务主要包括入境游、出境游、国内游、票务代理和签证等传统业务以及旅游电子商务、商务会奖旅游等新兴业务和专项旅游业务，经营主体为公司全资控股的子公司新世纪国旅。新世纪国旅 2006-2009 年度均为全国百强旅行社及重庆旅行社行业前 5 强。

表1 公司主要航线

航线	往返航程 (天)	停靠景点	产品特征	备注
重庆至宜昌	7	小三峡、丰都、石宝寨等	三峡风光 休闲游	公司根据不同国家、地区游客消费偏好的特点，对具体的产品内容进行差异化设计，包括对航程时间、观光景点、餐饮配套、休闲娱乐等的不同配置。
重庆至武汉	10	相对至宜昌航线增加了荆州、岳阳、武汉等	长江休闲 度假游	
重庆至南京	18-20	相对武汉航线增加景德镇、九华山等	长江休闲 度假游	
重庆至上海	18-20	同至南京航线	长江休闲 度假游	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

2006 年 11 月 15 日，新世纪有限整体变更为股份公司。公司的控股股东和实际控制人是自然人彭建虎。本次发行前彭建虎直接持有

公司 89.32% 股权，彭建虎之子彭俊珩持有公司 10% 股权，彭建虎及其子合计持有公司 99.32% 股权，处于绝对控股地位。本次发行完成后，彭建虎直接持有公司 66.80% 股权，彭建虎之子彭俊珩持有公司 7.48% 股权，彭建虎及其子合计持有公司 74.28% 股权，处于绝对控股地位。

表 2 公司的股东及实际控制人情况 单位：万股、%

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	彭建虎	3,974.70	89.32	3,974.70	66.80
2	彭俊珩	445.00	10.00	445.00	7.48
3	刘彦	12.50	0.28	12.50	0.21
4	叶桦	6.40	0.14	6.40	0.11
5	朱胤	3.20	0.07	3.20	0.05
6	赵戈非	3.20	0.07	3.20	0.05
7	李维德	3.00	0.07	3.00	0.05
8	胡云波	2.00	0.04	2.00	0.03
9	社会公众股	—	—	1,500.00	25.21
	合计	4,450.00	100.00	5,950.00	100.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 行业增长前景

改革开放 30 年以来，我国旅游行业快速发展，目前已形成了以国内旅游、国外入境旅游和国内公民出国旅游为主体的全面的旅游市场。根据国家统计局统计，国内旅游行业总收入从 1978 年的 23 亿元增长到 2008 年的 11,600 亿元，增长 504 倍，年复合增长率为 23%。

我国内河游船旅游业以长江游船旅游为代表。长江游船旅游跨越四川、重庆、湖南、湖北、江西、安徽、浙江、江苏、上海 9 个省（直辖市），连接长江沿途 300 多个著名景点，包括涪陵白鹤梁、丰都鬼城、丰都雪玉洞、忠县石宝寨、奉节白帝城、巫山小三峡、巴东神农溪、长江三峡大峡谷、三峡大坝、庐山自然风景区、九华山道教圣地、黄山自然风景区等中外闻名的景区、景点以及武汉、南京、景德镇、扬州等历史文化名城。目前长江涉外旅游船运输主要有重庆至宜昌、重庆至武汉、重庆至南京或上海航线，已覆盖长江中下游绝大部分地区，旅游通航里程超过 2000 公里，呈现出以短线为主、以中长线为辅并稳步增长的态势。

长江游船旅游的核心航线是长江三峡旅游。长江三峡是世界知名的国际黄金旅游带，是中国改革开放之初最早向世界旅游市场推出的

黄金旅游线，也是世界上唯一可以乘坐游轮游览的大峡谷景观，它的旅游品质在全世界具有唯一性和垄断性。

表3 2005-2009 年长江涉外旅游游船接待情况

年份	亚洲	欧美	内宾	合计人数
2009年	23,960	82,690	150,079	256,728
2008年	12,972	98,509.5	64,021.5	175,503
2007年	27,961.5	149,879	89,173	267,014
2006年	25,016	136,304	85,068	246,388
2005年	13,955	98,534	52,256	164,745

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

根据《2007 年中国旅游业统计公报》，2007 年我国入境过夜旅游者 5,472 万人次，居全球第 4 位；出境旅游人数 4,095 万人次。世界旅游组织预测，到 2015 年，中国入境过夜旅游人次和出境旅游人次均可达到 1 亿人次，成为全球最大的国际旅游目的地国家和第四大旅游客源国；国内旅游将达到 28 亿人次，居民平均出游率 2 次，成为世界上最大的国内旅游市场随着中国作为国际旅游目的地和客源地国家在世界旅游业的排名不断上升，长江游船旅游业将接待更多的国际国内客户。

长江旅游市场的开发具有广阔的前景，根据《长江三峡区域旅游发展规划纲要》预测，未来 5 年内长江旅游业将稳定增长，预计到 2020 年三峡景区海外游客总接待量将达到 200 万人次。目前，长江三峡的海外游客的年接待量不到 30 万人次，可见长江三峡旅游有着巨大增量空间。

■ 行业竞争结构及公司的地位

公司所处涉外游轮运营行业，目前长江上经营涉外豪华游轮的企业主要有长江轮船海外旅游总公司、重庆东江实业有限公司、重庆新世纪游轮股份有限公司、武汉扬子游船有限公司等。

表4 2009年底同行业公司情况

公司名称	游轮情况		床位情况		2009 年接待游客情况	
	游轮 (艘)	占游轮总数比例	床位数量 (位)	占游轮总床位数比例	接待游客量 (人·天)	市场份额
长江轮船海外旅游总公司	12	28.57%	1,995	24.32%	144,284	15.81%
重庆市东江实业有限公司	8	19.05%	1,900	23.16%	260,084	28.50%
重庆新世纪游轮股份有限公司	4	9.52%	1,062	12.95%	203,291	22.28%
武汉扬子江游船有限公司	6	14.29%	1,004	12.24%	112,198	12.30%

上海葛洲坝国际旅游有限公司	4	9.52%	712	8.68%	51,563	5.65%
利辉国际轮船有限公司	3	7.14%	834	10.17%	36,368	3.99%
东方皇家旅游船有限公司	2	4.76%	316	3.85%	41,256	4.52%
东方轮船公司	1	2.38%	150	1.83%	26,447	2.90%
重庆海外旅业集团	1	2.38%	126	1.54%	21,291	2.33%
重庆三峡森林公司	1	2.38%	104	1.27%	15,688	1.72%
合计	42	100%	8,203	100%	912,470	100 %

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

根据上表可见，长江游船游轮公司中较大的三家公司拥有的游轮占长江上全部涉外游轮的 57.14%，床位数占据了总床位数的 60.43%，2009 年接待游客量占据了 66.59% 的市场份额，长江内河涉外旅游市场已出现一定的分化和集中趋势，经营较好与经营较差的公司出现了两级分化的现象，市场前三位的公司占据了较多的市场份额，并有着较强的市场定价和领导能力。

目前经营长江三峡涉外游轮运营业务前三家公司为，长江海外、东江实业和发行人。在所有涉外旅游船企业中，公司拥有的涉外游轮数为行业的第四，所拥有的床位数为行业第三。报告期内，公司游轮载客率、单船年载客数一直处于行业第一位，说明公司的游轮运营能力、产品核心竞争力处于行业第一位，公司在行业内具有绝对的竞争优势。公司近三年总市场份额不断扩大，在 2008 年金融危机严重影响旅游行业的情况下，近三年的复合平均增长率仍达到了 17.13%，为行业领先地位。未来随着公司新造游轮数量的增加，市场份额将进一步扩大。

表5 2007-2009年各公司市场份额情况

年份	公司	亚洲份额	欧美份额	国内份额	总市场份额
2009 年	长江海外	10.32%	15.44%	16.91%	15.81%
	东江实业	26.24%	31.26%	27.17%	28.50%
	新世纪游轮	48.91%	24.73%	16.55%	22.28%
2008 年	长江海外	16.98%	14.98%	13.09%	14.47%
	东江实业	10.78%	29.61%	18.38%	24.48%
	新世纪游轮	38.10%	21.51%	10.56%	18.94%
2007 年	长江海外	20.59%	20.09%	17.05%	19.17%
	东江实业	19.12%	21.42%	19.52%	21.37%
	新世纪游轮	26.10%	16.45%	9.35%	15.17%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表5 2007-2009年, 载客率情况对比

公司名称	年载客数(人·天)	运营船数(艘)	单船年载客数(人·天)	载客率(%)
2009年				
长江海外	144,284	9	16,032	32.29
东江实业	260,084	8	32,511	61.11
新世纪游轮	203,291	4	50,823	85.46
行业情况	912,470	42	21,725	49.66
2008年				
长江海外	95,180	10	9,518	22.72
东江实业	160,959	7	22,994	50.43
新世纪游轮	124,536	4	31,134	55.84
行业情况	657,592	39	16,861	40.03
2007年				
长江海外	187,272	12	15,606	41.91
东江实业	208,713	7	29,816	61.30
新世纪游轮	148,180	4	37,045	69.78
行业情况	976,701	40	24,418	57.68

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

■ 募资项目

公司本次发行募集资金, 主要投向“世纪系列”涉外豪华游轮新建项目。据测算, 公司的两艘豪华游轮投入运营后能够取得较好的经济效益, 可实现年平均收入 7,364 万元人民币, 年利润总额为 3,371 万元, 税后利润 2,528 万元。公司盈利能力将得到进一步提升。

表6 公司的募集资金项目计划概况 单位: 万元

序号	项目名称	项目总投资	建设期
	“世纪系列”涉外豪华游轮新建项目	17,619	2年
	合计	17,619	

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

表7 募投项目经济效益指标

序号	指标名称	单位	指标	备注
1	设计规模(游轮数量)	艘	2	
2	单艘游轮设计最大载容量	人	350	

3	项目设计最大载容量	人	700	
4	游轮设计标准		五星级	涉外旅游
5	项目总投资	万元	17,619	
其中:	固定资产投资	万元	16,119	
	流动资金	万元	1,500	
6	资金筹措	万元	17,619	
7	年营业收入	万元	7,364	正常年份平均值
8	年总成本费用	万元	3,738	正常年份平均值
9	年利润总额	万元	3,371	正常年份平均值
10	年净利润	万元	2,528	
11	年税金总额	万元	1,098	正常年份平均值
12	所得税前财务内部收益率	%	23.19	
13	所得税前财务净现值	万元	15,960	
14	所得税前投资回收期	年	5.74	含建设期
15	所得税后财务内部收益率	%	18.69	
16	所得税后财务净现值	万元	9,976	
17	所得税后投资回收期	年	6.59	含建设期
18	总投资收益率	%	19.29	正常年份
19	项目资本金净利润率	%	26.28	正常年份
20	盈亏平衡点(BEP)	%	39.55	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 公司业务简况及收入、利润结构变化

1、定价模式：游轮业务参考各航次的运营成本、季节性因素、船只和客房档次、客源情况和竞争对手价格；公司旅行社业务主要根据地接社、相关景点、交通运输等报价情况，再加上一定的服务收费比率后对外报价。

2、采购模式

(1) 游轮运营相关原材料、燃料的采购：定点采购和非定点采购。公司对构成游轮主要成本的船上日用品和燃料等均采用定点采购模式，对非经常性采购的物品公司采取非定点采购模式即议价采购、招标采购和零星采购。

(2) 与岸上旅游景区的合作：由当地景点旅行社负责岸上全部旅游行程，双方签订长期合作协议，每月根据双方确认的旅客人数及协商的结算价格结算。

2、营销模式：公司在全球市场采用了客源市场导向的“组合营销模式”，即公司根据欧美、东南亚、国内三个主要细分市场的不同情况，将“包销”、“经销”、“代销”、“直销”四种方式进行不同的组合以形成适应于该市场特性的“组合营销模式”。

3、游轮运营模式：主要由自营、包销两种方式构成，公司未来游轮运营模式将形成稳定的自营方式为主、包销方式为辅的结构。

公司采取船社结合的业务模式，其中游轮运营业务是公司的核心业务和主要利润来源，旅行社业务是公司游轮运营业务向上游产业链的延伸。

最近三年，公司的游轮运营业务和旅行社业务总体上均保持了增长趋势，其中游轮运营业务收入 2009 年较 2007 年增长了 17.35%，旅行社业务 2009 年较 2007 年增长了 8.53%。报告期内，公司的游轮运营业务收入占公司总营业收入的比重平均为 62.82%，总体上看，公司游轮运营业务与旅行社业务营业收入比例较为稳定。

2007-2009 年，公司综合毛利率分别为 30.31%、27.18%、27.18%，公司 2008 年、2009 年综合毛利率水平较 2007 年有所下降，这主要受到四川汶川大地震、国际金融危机、油价变化以及促销等因素影响。

2007-2010 年 9 月，游轮运营业务对公司毛利贡献分别为 86.12%、88.02%、88.43%、82.35%。游轮运营业务是公司毛利的主要来源。

表 7 营业收入构成情况 单位：万元

业务性质	2010 年 1-9 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
游轮运营业务	10,319.07	59.17%	11,664.81	63.53%	9,651.11	66.86%	9,940.16	61.70%
其中：包销收入	4,264.15	24.45%	4,449.68	24.23%	6,667.76	46.20%	6,096.62	37.84%
自营收入	6,054.92	34.72%	7,215.13	39.29%	2,983.35	20.67%	3,843.54	23.86%
旅行社业务	7,119.35	40.83%	6,697.27	36.47%	4,782.78	33.14%	6,170.67	38.30%
营业收入合计	17,438.42	100.00%	18,362.08	100%	14,433.89	100%	16,110.83	100%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表 8 各游轮运营业务收入情况 单位：万元

业务性质	2010 年 1-9 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
东方大帝							893.39	8.99%
世纪之星	1,630.99	15.81%	1,733.56	14.86%	1,752.33	18.16%	2,439.91	24.55%

世纪天子	3,497.42	33.89%	3,009.68	25.80%	3,144.35	32.58%	3,013.62	30.32%
世纪辉煌	1,996.23	19.35%	3,281.99	28.14%	3,384.01	35.06%	3,593.25	36.15%
世纪钻石	2,765.44	26.80%	3,639.58	31.20%	1,370.41	14.20%		
世纪宝石	428.99	4.16%						
合计	10,319.07	100%	11,664.81	100%	9,651.11	100%	9,940.16	100%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表9 旅行社业务收入构成情况 单位：万元

业务性质	2010 年1-9 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
入境游	2,514.86	35.32%	3,474.13	51.87%	2,493.81	52.14%	3,516.67	56.99%
出境游	1,548.44	21.75%	1,087.47	16.24%	1,034.24	21.62%	1,064.46	17.25%
国内游	3,056.05	42.93%	2,135.66	31.89%	1,254.72	26.23%	1,589.53	25.76%
旅行社业务小计	7,119.35	100%	6,697.27	100%	4,782.78	100%	6,170.67	100%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表10 各项业务的毛利构成情况 单位：万元

业务性质	2010 年1-9 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
游轮运营业务	3,780.82	82.35%	4,413.61	88.43%	3,453.58	88.02%	4,205.83	86.12%
其中：包销业务	1,789.04	38.97%	1,972.58	39.52%	2,884.89	73.53%	3,279.76	67.16%
自营业务	1,991.78	43.38%	2,441.03	48.91%	568.69	14.49%	926.07	18.96%
旅行社业务	810.52	17.65%	577.27	11.57%	470.00	11.98%	677.84	13.88%
合计	4,591.34	100%	4,990.88	100%	3,923.58	100%	4,883.67	100%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表11 公司各项业务的毛利率水平

产品品种	2010 年1-9 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
游轮业务毛利率	36.64%	37.84%	35.78%	42.31%
其中：包销业务毛利率	41.96%	44.33%	43.27%	53.80%
自营业务毛利率	32.90%	33.83%	19.06%	24.09%
旅行社业务毛利率	11.38%	8.62%	9.83%	10.98%
综合毛利率	26.33%	27.18%	27.18%	30.31%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 财务状况和盈利预测

盈利能力及资产周转能力

2008-2009 年营业总收入同比增长分别为-10.41%和 27.22%，净

利润同比增长-19.13%和 9.230%。

最近三年及 2010 年三季度，公司的综合毛利率分别为 30.31%、27.18%、27.18%、26.33%。公司盈利能力较为稳定，盈利能力主要体现在游轮的运营中。游轮运营业务在 2008 年虽受四川汶川大地震、国际金融危机等因素的影响，运营业绩出现波动，但并没有改变游轮运营业务盈利能力整体呈上升趋势，2009 年业绩的快速回升。

表12 公司主要财务指标增长情况 单位：万元、%

项目	2010年1-9	2009年		2008年		2007年
	月	金额	增长率	金额	增长率	金额
营业总收入	17438.42	18362.08	27.22	14433.69	-10.41	16110.83
营业利润	2538.84	2573.86	38.84	1853.90	-34.43	2827.29
利润总额	2872.24	2725.62	8.83	2504.57	-20.87	3165.30
归属于母公司所有者的净利润	2410.53	2309.61	9.23	2114.50	-19.13	2614.59

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

2007-2009 年和 2010 年 1-9 月，公司应收帐款周转率分别为 36.75 次、20.05 次、24.78 次和 36.93 次，存货周转率分别为 92.56 次、74.79 次、54.92 次和 38.04 次。报告期内，公司的存货周转率、应收账款周转率均保持在较高的水平。2008 年、2009 年，公司存货周转率逐年下降，主要是由于 2008 年 8 月公司新建的“世纪钻石”号游轮下水运营，2009 年公司游轮旅客人数有较大增长，因此游轮上所需储备的存货储备有较大增加所致。报告期内，公司总资产周转率基本稳定，2008 年略有下降，主要是由于该年度受国际金融危机和四川汶川大地震的影响，公司营业收入出现下滑所致。

虽然我们选取了与公司处于同行业或运营相近资产的 A 股上市公司：丽江旅游、桂林旅游、亚通股份、长航凤凰，不过在业务运营上，这些公司与公司不完全具有直接可比性。

表 13 同类公司盈利能力比较

证券代码	简称	毛利率				净利率			
		07Y	08Y	09Y	10Q3	07Y	08Y	09Y	10Q3
002033.SZ	丽江旅游	80.87	81.21	83.88	78.13	46.35	33.42	24.82	17.11
000978.SZ	桂林旅游	38.90	46.81	48.82	47.29	16.51	11.22	15.56	9.32
000520.SZ	长航凤凰	18.01	18.38	-7.07	6.90	17.35	3.00	-23.65	-2.94
600692.SH	亚通股份	17.27	16.09	14.60	-23.35	6.80	5.01	0.86	-20.73
	平均	38.76	40.62	35.06	27.24	21.75	13.16	4.40	0.69
002558.SZ	世纪游轮	30.31	27.18	27.18	26.33	16.23	14.65	12.58	13.82

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 14 同类公司运营能力比较 单位: 次

公司代码	公司简称	应收帐款周转率				存货周转率			
		07Y	08Y	09Y	10Q3	07Y	08Y	09Y	10Q3
002033.SZ	丽江旅游	29.60	48.22	68.03	34.59	19.52	22.68	4.64	4.07
000978.SZ	桂林旅游	7.90	4.75	4.96	5.41	65.90	36.23	36.43	1.28
000520.SZ	长航凤凰	12.57	16.32	10.70	9.15	25.92	34.69	27.05	14.93
600692.SH	亚通股份	74.57	72.47	45.51	15.34	10.38	2.42	1.23	0.81
	平均	31.68	31.18	20.39	9.96	30.43	24.01	17.34	5.27
002558.SZ	世纪游轮	36.75	20.05	24.78	36.93	92.56	74.79	54.92	38.04

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

业绩预测

鉴于公司产品具有独特性, 运营方式上拥有船社联合优势, 且随着募集资金的逐步投入, 其收入增长应高于行业平均水平。我们初步预计旅游客流量保持年均增长 20%, 募投项目将在 2012 年投产, 我们测算 2010-2013 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 44.23%、19.89%、52.35% 和 23.89%, 相应的稀释后每股收益为 0.56 元、0.67 元、1.02 元和 1.27 元。

表 15 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	183.62	231.64	285.86	394.70	485.81
营业总成本	157.88	195.98	238.69	320.10	393.17
营业成本	133.71	168.41	206.68	273.17	335.42
营业税金及附加	4.27	5.33	6.57	9.08	11.17
销售费用	4.71	6.95	8.58	11.84	14.57
管理费用	10.42	12.51	15.44	21.27	26.17
财务费用	4.68	2.78	1.43	4.74	5.83
资产减值损失					
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	25.74	35.66	47.17	74.60	92.63
加: 营业外收入	1.57	5.00	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.06	1.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	27.26	39.66	47.17	74.60	92.63
减: 所得税	4.16	6.35	7.23	13.76	17.25
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	23.10	33.31	39.94	60.85	75.38
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	23.10	33.31	39.94	60.85	75.38

摊薄 EPS (元)	0.388	0.560	0.671	1.023	1.267
------------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 风险因素

自然灾害、重大疫情及经济危机等不可抗力风险

旅游行业受自然灾害、流行性疾病、经济危机和国家间的外交关系等突发性因素影响，可能出现重大波动。未来不排除重大流行性疾病及其他不可预料情形对我国旅游行业及公司运营构成重大不利影响的可能性。

安全航运的风险

游轮运营是公司主营业务中的重要环节，游轮运营安全关系到公司的正常生产经营，是公司的生存和长期发展的基础。如果公司游轮发生了重大航运事故，则公司将可能因重大航运事故而受到行政处罚，并可能牵涉诉讼事项，最终给公司造成声誉、形象、信用、经济等各方面的损失。

燃油价格波动的风险

燃油成本是游轮运营的主要成本之一，公司报告期内的燃料成本占游轮运营业务营业成本的比例平均在 36% 左右。燃油价格的波动将导致航运成本随之变化，公司的盈利也将会由此产生波动，虽然公司可以通过提高船票价格予以弥补，但也受到市场环境的制约。

税收政策风险

公司在 2004 年至 2010 年期间的企业所得税享受西部大开发优惠政策，减按 15% 的税率征收。2007 年度至 2010 年 9 月，公司享受税收优惠政策的金额占净利润的比例分别为 18.97%、11.37%、11.64%、10.82%。根据中共中央、国务院于 2010 年 7 月 5 日至 6 日召开的西部大开发工作会议精神，西部大开发税收优惠政策有可能得到延续，但也不能排除公司所享受的西部大开发税收优惠政策到期后发生调整的风险，一旦调整，则可能对公司盈利能力产生一定影响。

■ 估值及定价分析

国内/国际同类公司的比较

目前 A 股上市公司中，没有与公司业务具有完全可比性的公司，我们选取了几家同行业或运营相近资产的公司进行比较。基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，同行业上市公司 2009-2011 年平均动态市盈率分别为 47.85 倍、119.65 倍和 36.49 倍。

最近上市的中小板股票中, 2009-2011 年平均动态市盈率分别为 48.64 倍、43.40 倍和 30.83 倍。

表 16 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益				市盈率			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002033.SZ	丽江旅游	31.91	0.39	0.18	0.58	0.81	81.82	178.77	55.40	39.49
000978.SZ	桂林旅游	13.54	0.19	0.20	0.38	0.48	70.89	66.34	35.33	28.21
000520.SZ	长航凤凰	5.59	-0.61	0.05	0.30	0.40	-9.16	113.85	18.74	14.09
国内同行业整体平均							47.85	119.65	36.49	27.26

数据来源: WIND 资讯、BLOOMBERG 资讯, 上海证券研究所 (2 月 11 日收盘价)

表 17 最近上市 (中小板) 股票 (10 只平均) 的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
002535.SZ	林州重机	30.80	0.40	0.49	0.84	1.25	77.00	63.05	36.71	24.64
002536.SZ	西泵股份	34.00	0.74	0.93	1.22	1.54	45.95	36.53	27.81	22.02
002537.SZ	海立美达	36.13	0.83	0.92	1.34	1.87	43.53	39.27	26.99	19.28
002538.SZ	司尔特	24.80	0.59	0.58	0.74	0.99	42.03	42.81	33.50	24.98
002539.SZ	新都化工	30.59	0.77	0.87	1.12	1.53	39.68	35.16	27.22	20.01
002540.SZ	亚太科技	34.46	0.78	0.84	1.02	1.67	44.18	41.03	33.62	20.58
002541.SZ	鸿路钢构	41.28	0.81	1.16	1.67	2.26	50.80	35.69	24.69	18.26
002542.SZ	中化岩土	42.80	0.66	0.65	1.05	1.40	64.85	65.60	40.84	30.48
002543.SZ	万和电气	28.00	0.84	0.90	1.14	1.43	33.33	31.11	24.51	19.55
002544.SZ	杰赛科技	29.75	0.66	0.68	0.92	1.35	45.08	43.72	32.43	22.05
平均值							48.64	43.40	30.83	22.18

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所整理 (2 月 11 日收盘价)

公司可给的估值水平及报价区间

我们认为, 给予公司 2011 年 35-42 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 23.49-28.19 元。

从 2010 年上市的中小板股票来看, 截至今年 2 月 11 日的发行价相对于最新市场价格平均折扣率为 18.14%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 20% 的折让建议询价区间为 18.80-22.55 元, 对应的 2009 年市盈率区间为 48.42-58.10 倍。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。