

陈姗姗

执业证书编号: S0730511010008

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

做强豪华游轮 提升行业地位

——世纪游轮（002558）新股定价报告

研究报告-新股定价

无评级（首次）

发布日期: 2011年2月16日

报告关键要素:

投资要点:

- 公司本次拟发行1500万股,占发行后总股本的25.21%,发行后总股本5950万股。募集资金主要投入“世纪系列”涉外豪华游轮新建项目(新建两艘五星级标准豪华游轮),拟投入募集资金17619万元,项目实施周期计划为24个月。
- 公司主要从事内河涉外豪华游轮运营业务和旅行社业务,其中,游轮运营业务是公司主要收入来源。公司目前拥有5艘大型豪华游轮,主要航线覆盖长江中下游地区,其中,重庆至宜昌航线是公司主要产品,占公司业务的85%以上。
- 从公司近年来的营业收入构成来看,游轮运营业务的贡献基本在60%左右,对毛利的贡献在80%-90%之间,是公司最重要的收入和利润来源。
- 公司主要采用包销和自营两种运营模式,待未来募投项目完成后,将主要转向以自营为主的运营模式。目前,对欧美游客,采用“包销”模式,对日本和东南亚市场采用自建销售渠道的模式,对国内游客,主要采用旅行社代理模式。
- 公司采用“船社结合”的业务模式,其中,旅行社是游轮运营业务向上游产业链的有效延伸,两者结合具有良好协同效应。公司旗下均是豪华涉外游轮,具有较强竞争力,有利于吸引海内外游客,而公司旅行社业务的发展也有利于为游轮运营业务提供更广阔的销售网络。
- 目前长江上经营涉外豪华游轮的公司主要还有长江海外、东江实业等,其中,2009年市场份额最高的是东江实业,占比为28.50%,公司占比22.28%,名列第二,再次是长江海外,占比15.81%。前三大公司的市场占有率合计66.59%,拥有较强的市场定价权。
- 预计公司2010-2012年EPS0.77元、0.80元和1.00元,结合旅游板块估值情况,我们认为合理市盈率约在30-35倍之间。

联系人: 顾彦冰

电话: 021-50588666-8113

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

目 录

1. 公司概况.....	4
2. 行业概况.....	4
2.1 中国旅游业正处于发展的黄金期.....	4
2.2 三峡占据国内内河旅游核心资源.....	5
2.3 旅行社行业概况.....	5
3. 公司经营情况.....	6
3.1 公司主营业务：游轮运营是公司主要收入来源.....	6
3.2 公司经营特点.....	8
3.2.1 游轮运营模式.....	8
3.2.2 旅行社运营特点.....	9
3.2.3 公司成本构成.....	9
3.3 公司竞争优势.....	9
4. 募投项目及盈利预测.....	10
4.1 募投项目分析.....	10
4.2 盈利预测.....	11
5. 主要风险.....	11
5.1 燃油价格波动.....	11
5.2 包销业务占比下降.....	11
5.3 汇兑损失.....	11
5.4 自然灾害、公共疫情等.....	11

图目录

图 1: 公司本次发行股票前股权结构图.....	4
图 2: 中国旅行社数量.....	6
图 3: 公司营业收入构成 (2010 年 1-9 月)	6
图 4: 公司营业收入构成 (2007 年~2010 年 1-9 月)	6
图 5: 公司各业务毛利构成 (2007 年~2010 年 1-9 月)	7
图 6: 游轮运营业务毛利贡献.....	7

表目录

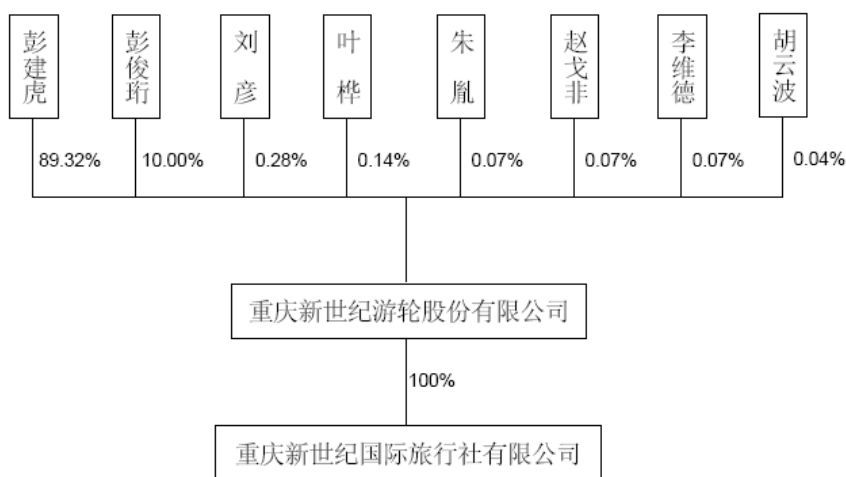
表 1: 近年公司游轮运营业务游客构成.....	5
表 2: 目前公司主要航线.....	8
表 3: 公司不同地区销售模式.....	8
表 4: 公司旗下船队运营模式.....	9
表 5: 公司竞争环境.....	10
表 6: 本次募投项目情况.....	10

1. 公司概况

重庆新世纪游轮股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2006 年，立足高端休闲旅游业务，公司主要从事内河涉外豪华游轮运营业务和旅行社业务。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。目前公司拥有 5 艘大型游轮，均为五星级标准，主要航线为重庆至宜昌、重庆至武汉、重庆至南京、重庆至上海，航线覆盖长江中下游地区。

本公司董事长彭建虎持有公司本次发行前 89.32% 的股份，彭建虎之子彭俊珩持有公司本次发行前 10% 的股份，彭建虎及其家族合计持有公司本次发行前 99.32% 的股份，彭建虎为本公司的控股股东、实际控制人。

图1：公司本次发行股票前股权结构图



数据来源：公司招股书 中原证券研究所

2. 行业概况

2.1 中国旅游业正处于发展的黄金期

“十一五”期间，国内旅游人数平均增长 12%，入境过境旅游人数年均增长 3.5%，出境旅游人数年均增长 19%，全国旅游业总收入年均增长 15%。

2010 年，金融危机对中国旅游业的影响正在逐渐弱化。目前，我国已经跃居全球第四大入境旅游接待国。2010 年，全国旅游业实现总收入 1.57 万亿元，增长 21.7%；国内旅游收入增长 23.5%；国内旅游人数比上年增长 10.6%；中国入境旅游达到 1.34 亿人次，同比增长 5.76%；入境过夜旅游达到 5566.45 万人次，同比增长 9.41%；旅游外汇收入达到 458 亿美元，增长 15.5%；出境旅游人数增长 20.4%。

近期，中国入境旅游主要呈现以下几个特点：

1. 入境旅游人次增速低于全行业增速，但在金融危机后已表现出逐渐

回升的态势，未来仍有增长空间。

2. 国际旅游外汇收入增长较快，过夜旅游人数增速次之。

3. 港澳地区仍是入境旅游最大的客源地，这主要是由于港澳地区和中国内地之间往来便利。

2.2 三峡占据国内内河旅游核心资源

公司主营业务属于内河游船旅游业，目前，游轮业仍是朝阳行业。中国的内河旅游以长江最具代表性和影响力，而长江航线以三峡旅游最为核心。同时，三峡也是世界唯一的可乘坐游轮游览的大峡谷景观，旅游品质较高，并具有唯一性。2010年，三峡库区接待入境旅游者53万人次，实现旅游外汇收入2.5亿美元，接待国内旅游者2900万人次，旅游总收入160亿元人民币。2009年，长江涉外旅游船接待游客25.67万人次，其中，内宾占比58.46%，欧美游客占比32.21%，亚洲游客占比9.33%。

公司主营为涉外的五星级豪华游轮，处于长江游船旅游中的高端地位，与内宾船相比，具有票价高、硬件设计及服务品质高、航程安排时间宽裕和人均占船面积较大的特点。

从公司近年来的游客构成来看，涉外游客占比逐渐下降，而国内游客占比逐渐上升，同时，内宾业务收入的占比也逐年提高，尤其是在全球金融危机之后，欧美经济复苏缓慢，因此，我们预计内宾游客人数增速仍将保持高位，同时在公司游轮运营业务中的占比也很有可能进一步扩大。

表1: 近年公司游轮运营业务游客构成

单位: 人次

地区分布	2010年1-9月		2009年		2008年		2007年	
	游客人数	比例	游客人数	比例	游客人数	比例	游客人数	比例
欧美澳新地区	18983	42.72%	15604.5	30.22%	14997.5	56.94%	19071	54.15%
亚洲地区	8284.5	18.64%	11605.5	22.48%	4992.5	18.96%	7603.5	21.59%
国内游客	17170.5	38.64%	24420	47.30%	6347.5	24.10%	8544	24.26%
合计	44438	100%	51630	100%	26337.5	100%	35218.5	100%

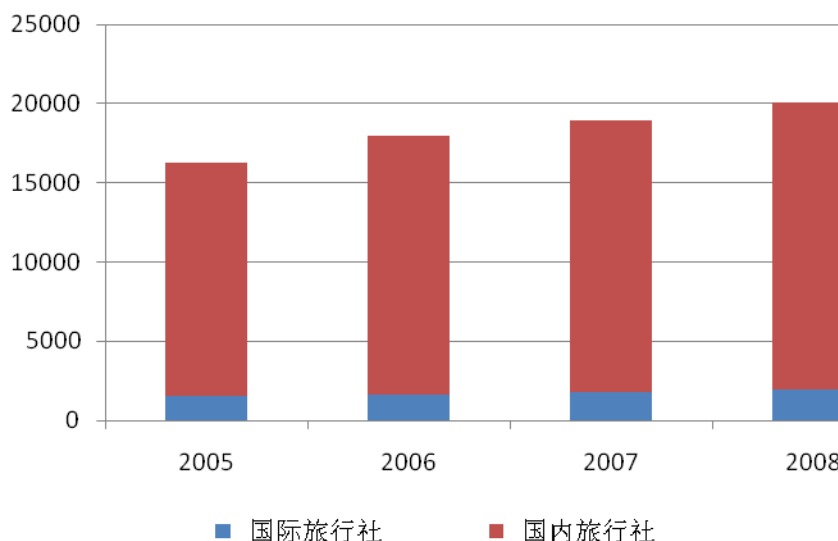
数据来源: 公司招股书 中原证券研究所

2.3 旅行社行业概况

在旅游经济的系统中，旅行社扮演的主要是中介的角色，与客源地相比，旅行社更接近消费者，具有相对稳定的客源组织和渠道。到2008年，国内旅行社总数已超过2万家，近年来，伴随出入境旅游快速发展，国际旅行社数量增速已超越国内旅行社。

但是从经营状况来讲，旅行社行业壁垒较低，企业数量众多，竞争激烈，纯旅行社业务的毛利率水平低下，通常在8%左右，迫使旅行社围绕核心业务向旅游产业中的其他相关行业进行拓展。

图2: 中国旅行社数量



数据来源: 国家统计局 中原证券研究所

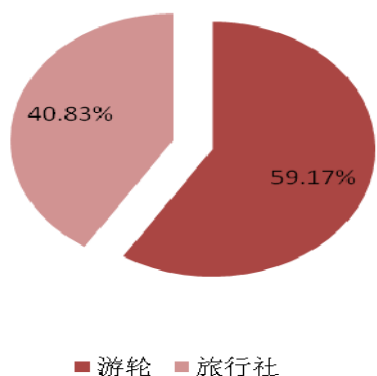
3. 公司经营情况

3.1 公司主营业务: 游轮运营是公司主要收入来源

公司主营业务包括游轮运营和旅行社两部分, 其中, 游轮运营业务是公司主要收入来源。

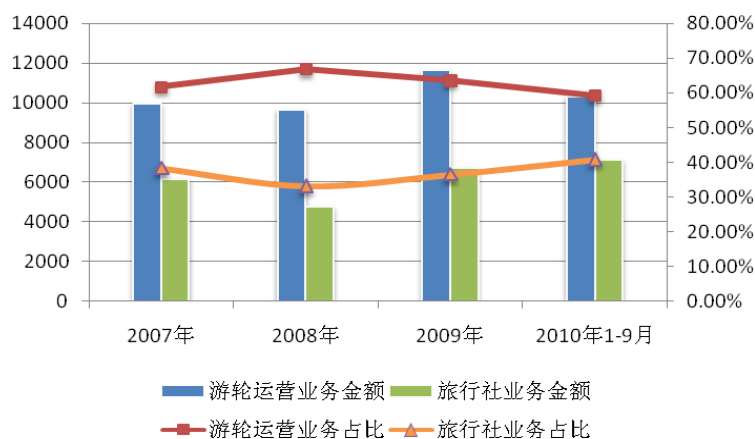
2008 年受金融危机及自然灾害影响, 公司营业收入同比下降 10%, 但此后三年, 公司营业收入总体呈现逐年增长态势, 2009 年实现营业收入 1.84 亿元。2010 年前 9 个月, 公司已实现营业收入 1.74 亿元, 同比增长 59.28%, 其中, 游轮业务营业收入 1.03 亿元, 占比 59.17%, 同比增长 40.82%; 旅行社业务营业收入 7119.35 万元, 占比 40.83%, 同比增长 96.66%。

图3: 公司营业收入构成 (2010年1-9月)



数据来源: 公司招股书 中原证券研究所

图4: 公司营业收入构成 (2007年~2010年1-9月) 单位: 万元

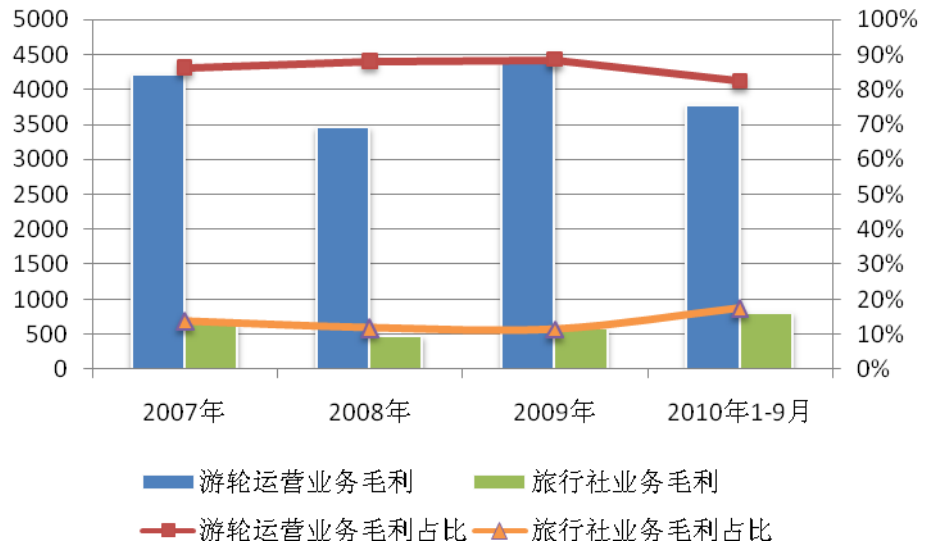


数据来源: 公司招股书 中原证券研究所

从公司近年来的营业收入构成来看，游轮运营业务的贡献基本在 60% 左右，对毛利的贡献在 80%-90%之间，是公司最重要的收入和利润来源。

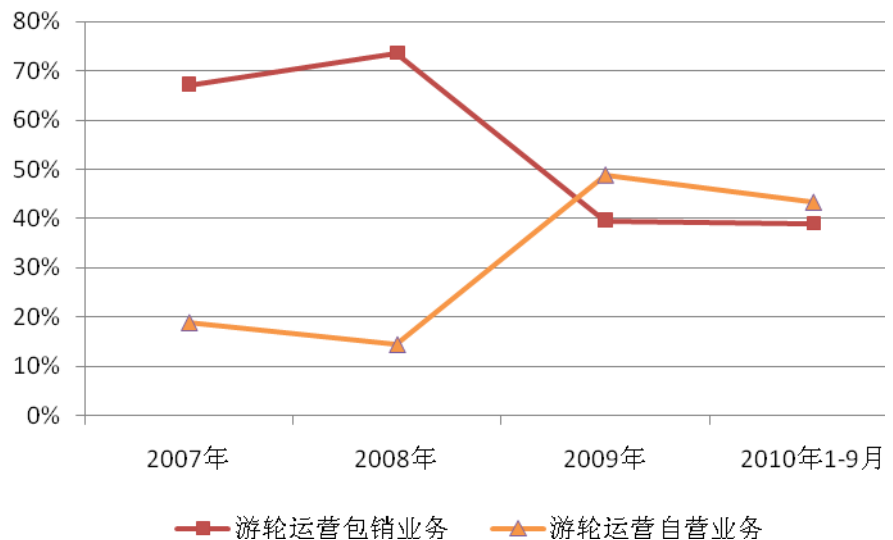
图5: 公司各业务毛利构成 (2007年~2010年1-9月)

单位: 万元



数据来源: 公司招股书 中原证券研究所

图6: 游轮运营业务毛利贡献



数据来源: 公司招股书 中原证券研究所

2010年，三峡库区接待入境旅游者 53 万人次，实现旅游外汇收入 2.5 亿美元，接待国内旅游者 2900 万人次，旅游总收入 160 亿元人民币。

公司目前游轮产品方案主要包括 4 条航线，其中，重庆至宜昌航线是

公司主要产品，占公司业务的 85%以上，重庆至南京和重庆至上海航线航程相对较长，游客基本为入境游客。

表2: 目前公司主要航线

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	目前最主要的航线，占公司业务 85%以上
重庆至武汉	10	相对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	同上	长江休闲度假游	

数据来源: 公司招股书 中原证券研究所

3.2 公司经营特点

由于存在气候原因，长江旅游总体来看也分为淡旺季，即每年 4-10 月为旅游旺季，而每年 11 月至次年 3 月属于旅游淡季。其中，4、5、9、10 月为入境旅游高峰，6-8 月为国内游高峰。但随着游轮产品的不断开发及硬件设施相对先进，冬季涉外游轮需求近年来呈逐渐上升趋势，有望逐渐延长公司游轮运营业务的旺季并提高游轮利用率。由于游轮每年有 40 左右的检修期，公司船队运营时间约为每年 10 个月。

3.2.1 游轮运营模式

公司主要采用包销和自营两种运营模式，待未来募投项目完成后，将主要转向以自营为主的运营模式。

对欧美游客，采用“包销”模式，主要是单船包销或固定床位包销的方式，主要合作伙伴包括瑞士维京公司、德国尼科公司和加拿大华景公司，对日本和东南亚市场采用自建销售渠道的模式，对国内游客，主要采用旅行社代理模式。

表3: 公司不同地区销售模式

地区	营销模式	备注
欧美	包销(单船包销、固定床位包销)	主要合作方: 瑞士维京、德国尼科、加拿大华景
日本、东南亚	自建销售渠道	
国内	旅行社代理	

数据来源: 公司招股书 中原证券研究所

在公司旗下船队的运营方面，2010 年度，瑞士维京包销额约占公司游轮运营业务销售额的 20%，占公司全部销售额的 10%左右。但受金融危机影响，瑞士维京未行使对“世纪天子”号在 2011-2013 年度的包销选择权，转而包销“世纪宝石”号。

表4: 公司旗下船队运营模式

	当前运营模式	包销公司	备注
世纪之星	自营		
世纪宝石	自营		2011-2013 年度由瑞士维京包销
世纪辉煌	整船包销	瑞士维京	
世纪钻石	整船包销	德国尼科	
世纪天子	床位包销	加拿大华景、 瑞士维京	

数据来源: 公司招股书 中原证券研究所

3.2.2 旅行社运营特点

公司旅行社业务主要包括入境游、出境游和国内游, 其中, 入境游是旅行社业务主要的收入来源, 近年来入境游收入占比基本在 50% 以上, 2010 年, 由于国内游增长迅猛, 入境游占比有所下降, 前三季度约占旅行社业务收入的 35%。

3.2.3 公司成本构成

公司游轮业务和旅行社业务的营业成本比重近年来基本保持稳定。

游轮运营业务成本主要包括燃料费、折旧费、员工薪酬等, 为应对燃油价格大幅上涨带来的影响, 公司在包销合同中与包销商约定了燃油价格调整条款, 适度转嫁了油价波动带来的影响, 游轮运营业务成本占比逐年下降, 2010 年前三季度占比 59.17%。而旅行社业务成本主要包括地接费、交通费等, 近年来占比逐渐上升, 2010 年前三季度占比 40.83%。

3.3 公司竞争优势

公司采用“船社结合”的业务模式, 其中, 旅行社是游轮运营业务向上游产业链的有效延伸, 两者结合具有良好协同效应。公司旗下均是豪华涉外游轮, 具有较强竞争力, 有利于吸引海内外游客, 而公司旅行社业务的发展也有利于为游轮运营业务提供更广阔的销售网络。

目前长江上经营涉外豪华游轮的公司主要还有长江海外、东江实业等, 其中, 2009 年市场份额最高的是东江实业, 占比为 28.50%, 公司占比 22.28%, 名列第二, 再次是长江海外, 占比 15.81%。前三大公司的市场占有率合计 66.59%, 拥有较强的市场定价权。

表5: 公司竞争环境

公司	市场份额	2009年	2008年	2007年	年复合增长率
长江海外	绝对数(人·天)	144284	95180	187272	-12.22%
	相对数	15.81%	14.47%	19.17%	-
东江实业	绝对数(人·天)	260084	160959	208713	11.63%
	相对数	28.50%	24.48%	21.37%	-
世纪游轮	绝对数(人·天)	203291	124536	148180	17.13%
	相对数	22.28%	18.94%	15.17%	-
其他	绝对数(人·天)	304811	276917	432536	-16.05%
	相对数	33.41%	42.11%	44.29%	-

数据来源: 公司招股书 中原证券研究所

目前, 包括公司五艘世纪系列游轮在内, 长江航线涉外四星级以上豪华游轮共 43 艘。长江海外旗下拥有 12 艘, 东江实业拥有 8 艘, 公司目前拥有 5 艘。

4. 募投项目及盈利预测

4.1 募投项目分析

公司本次拟发行 1500 万股, 占发行后总股本的 25.21%, 发行后总股本 5950 万股。募集资金主要投入“世纪系列”涉外豪华游轮新建项目(新建两艘五星级标准豪华游轮), 拟投入募集资金 17619 万元, 项目实施周期计划为 24 个月。

表6: 本次募投项目情况

项目名称	募集资金总投资额	第一年		第二年		合计
		投资额	比例	投资额	比例	
“世纪系列”涉外豪华游轮新建项目	17619	10920	61.98%	6699	38.02%	17619

数据来源: 公司招股书 中原证券研究所

新建两艘游轮每艘设计客房 154 间, 总载客人数 350 人, 并配有游泳池, 计划航线为重庆至上海航线。预计将分别于 2012 年 3 月和 2013 年 3 月开工建设, 2013 年 9 月和 2014 年 9 月投入运营。

根据重庆市政府规划, 重庆市五星级豪华游轮在 2012 年将达到 20 艘以上, 同时, 对第一期新建的 10 艘游轮, 每新建 1 艘给予一次性贴息补助 540 万元, 同时, 公司仍可享受 10 年的西部大开发税收优惠政策, 企业所得税减按 15% 征收。

募投项目的实施可以有效提高公司游轮的竞争力并有助于扩大公司在游轮运营业务的市场份额。作为朝阳行业, 较早提高公司实力和美誉度对公司巩固并扩大市场占有率十分有利。

4.2 盈利预测

公司未来将继续受益于中国旅游业整体大发展以及游轮旅行方式接受度的提高，此外，欧美市场复苏可期，而游轮数量的增加约在 2013 年左右为公司带来收入。预计公司 2010-2012 年 EPS0.77 元、0.80 元和 1.00 元，结合旅游板块估值情况，我们认为合理市盈率约在 30-35 倍之间。

5. 主要风险

5.1 燃油价格波动

燃油价格波动会直接对公司成本造成影响，从而影响公司盈利，尤其是目前燃料费在公司成本结构中仍占比相对较大。

5.2 包销业务占比下降

公司目前包销业务毛利率高于自营业务，但业务比重逐年下降，尤其是金融危机对欧美市场造成的影响仍需时间进行恢复。但是从趋势上来说，包销业务毛利率呈现逐年下降的趋势，而自营业务毛利率逐年上升，但并不排除包销业务占比下降对公司盈利带来负面影响的可能。

5.3 汇兑损失

公司目前涉外业务的主要结算币种为美元，而通过提价等方式弥补汇兑损失有可能造成客户流失，因此公司拟在未来转向以人民币计价，但仍不排除未来汇率变动对公司营收可能造成的影响。

5.4 自然灾害、公共疫情等

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。