社会服务行业

报告原因：IPO 路演

世纪游轮 (002558)

处于成长期的长江涉外豪华游轮

暂无评级

2011 年 2 月 21 日

公司研究/深度报告

市场数据：2011 年 2 月 21 日

发行前总股本：	4450 万
本次拟发行：	1500 万
发行后总股本：	5950 万
主要股东：	彭建虎

基础数据：2010 年 9 月 31 日

资产负债率	50.93%
毛利率	26.33%
净资产收益率（滩薄）	18.07%

相关研究

分析师：加丽果
执业证书编号： S0760207120049
TEL: 010-82190386
Email:jialiguo@sxzq.com

联系人:张小玲、孟军
0351-8686990，010-82190365
zhangxiaoling@sxzq.com
mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686990
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

- **公司目前主营业务：**主要有内河涉外豪华游轮运营业务和旅行社业务。其中，内河涉外豪华游轮运营业务主要由母公司承担，旅行社业务主要由公司全资子公司新世纪国旅承担。公司目前共拥有 5 艘大型游轮，为长江上阵容最强大、品质最好的新型豪华游轮船队。
- **公司营业收入构成:**游轮业务和旅行社业务收入占比稳定在 6:4 水平。公司旅行社业务和油轮业务相关性极强，外向依赖性较强，弹性较大。
- **公司净利润构成：**游轮业务是公司的主要利润来源，旅行社业务基本增收不增利。游轮业务占公司净利润比重逐年攀升，2007 年为 90%，2008 年达到 96%，2009 年攀升到 98.57%，2010 年 9 月份宝石首航，2010 年到 2014 年，我们预计利润占比情况将还主要是游轮业务为主。
- **旅行社游客结构分析：**入境游呈现明显复苏状态，国内游和出境游增长明显。
- **游轮业务游客结构分析：**游轮业务和旅行社业务游客结构呈现了高度一致性，游客接待结构也呈现出入境游明显复苏状态，国内游和出境游增长明显的趋势。欧美澳新地区游客虽然还没恢复到 2008 年 56.94%的水平，但是呈现复苏状态，亚洲游客保持在 20%的水平，而国内游客接待规模逐年攀高，达到了 40%的水平。
- **公司平均船票价格分析：**每新建一艘游船，平均船票价格呈现上升趋势。随着新建游船的逐渐增多，平均游船价格有可能呈现上升趋势，未来游船平均价格将有可能围绕在 2300-2800 元水平上下震荡。
- **公司各项业务毛利率和费用率情况分析：**未来游轮业务毛利率水平有可能稳定在 30%-36%的水平，综合毛利率水平可以稳定在 25%-30%的水平，期间费用率（包括营业税金及附加）稳定在 12%左右，净利率水平有可能稳定在 12%-15%左右。
- **公司盈利预测和估值分析：**我们给予公司 2010 年每股收益为 0.58 元（股本摊薄后），2011 年每股收益达到 0.88 元，2012 年每股收益达到 0.91 元，对应发行价 30 元计算，对应 PE 分别为 52、34、33，我们认为公司成长性明显，公司目前发行价基本能反映公司估值水平，我们认为公司合理 PE 应该为 37 倍左右，对应 2011 年股价应该为 33 元左右。
- **催化因素分析：**1)、受益于全球经济复苏和国内经济稳定增长，入境游接待游客恢复性增长明显，国内游客爆发性增长；2)、平均船票价格提升；
- **风险因素分析：**1)、燃油价格波动风险不能及时转嫁到游船价格导致公司盈利水平下降；2)、自然灾害及经济危机等不可抗力风险导致乘坐游船人数剧烈下降；3)、新建游轮首航日期低于预期；4）其他因素。

1、 公司基本情况

公司目前主营业务主要有内河涉外豪华游轮运营业务和旅行社业务。其中，内河涉外豪华游轮运营业务主要由母公司承担，旅行社业务主要由公司全资子公司新世纪国旅承担。

涉外豪华游轮运营，属于内河游船旅游业，中国内河游船旅游业以长江为主，也是我国内河旅游中唯一具有世界影响力的代表。内河游船旅游行业又可根据客源体系、产品及目的地体系、监管及配套体系、经营与管理体系的不同分为涉外游轮运营和普通游轮运营两个细分行业。其中涉外游轮运营细分行业的产品载体为四星及以上星级豪华游轮，票价高、舒适度高、服务品质高，构成长江游船旅游行业的高端市场，处于行业主导地位；普通游轮运营细分行业产品载体为三星级以下游轮及国内普通客船，票价较低、舒适度较差、服务品质较低，成为长江游船旅游行业的中、低端市场，随着中国内河旅游市场由中低端的观光型旅游向休闲度假型旅游的升级，普通旅游船行业市场逐步萎缩。

图表 1：涉外游轮运营和普通游轮运营两个细分行业的主要区别

序号	细分行业	涉外游轮运营业	普通游轮运营业	
	市场划分	高端市场	中端市场	低端市场
1	硬件设施及服务品质	相当于4星或5星的酒店的硬件及服务。	相当于普通酒店（招待所）的硬件及服务。	普通客船，基本无酒店服务。
2	船票价格（根据旅游季节和航程不同而定，此处仅指一般情况下的重庆至宜昌航线）	四星级豪华游轮1300－1600元/人（内宾），五星级豪华游轮1800－3000元/人（内宾），外宾（含港澳台地区）280－600美元 /人，最贵的游轮价格可以卖到6000-12000元/人。	最便宜的三等舱大致700－750元/人，最贵的一等舱950－1300元/人。	最便宜的三等舱大致400－450元/人，最贵的一等舱1000元/人。
3	装饰装修	豪华装修。	普通装修。	基本无装修。
4	船体大小	游轮长80－130米、宽16-18米。	船体小于豪华游轮，大致长60－80米、宽13米左右。	船体大小规格不一，大小长短波动范围较大。
5	乘坐人数和平均面积	游轮乘员数一般是100-300人，目前最大的豪华游轮可以乘坐320人，人均占船面积大。	游轮乘员数一般是500-600人，人均占船面积小。	游轮乘员数波动范围较大，在200—600之间，人均占船面积很小。
6	船员服务	90-150人，为100-300位客人提供服务。	40-50人，为500-600位客人提供服务。	很少，最多不超过20人。

7	游览景点	上岸游览的景点至少3个，上岸游览景点的时间很充裕。	上岸游览的景点3个，上岸游览景点的时间很紧张。	有上岸游览景点，自费且景点停靠较随意。
8	游轮设施	一般有酒吧、健身房、棋牌室、按摩、商场、卡拉OK、桑拿、舞厅、美容室、会议室、商务中心、阅览室、茶室、观景厅、雪茄吧、医务室等完善的附属娱乐和服务设施。	一般有舞厅（有的是餐厅兼用）、卡拉OK厅、小卖部、医务室等少量附属设施。	基本无附属设施。
9	客房种类	绝大多数客房均为双人标准间，一般有少量豪华套房和最多2间总统套房。	有1等、2等、3等、4等舱室的差别，可以容纳更多的客人。	无差别舱室，通常一个舱室容纳6-8人。
10	预订时间	多为境外团队预订，提前半年或一年就开始预订船位	一般情况下（黄金周除外），普通游轮提前1—2周预订均可保证船位。	无需预订，但存在季节性的需求高峰。
11	游览日程	区别不大	区别不大	时间较短，无固定景点安排，停靠较随意。
12	年接待量	20-30万	40万-60万	

资料来源：山西证券研究所　　公司公开资料

1.1 公司的游轮业务概况

目前拥有的游轮规模：公司目前共拥有 5 艘大型游轮，分别为世纪之星、世纪天子、世纪辉煌、世纪钻石和世纪宝石，全部为五星级标准豪华游轮。5 艘大型游轮首航日期都在 2003 年之后，为长江上阵容最强大、

品质最好的新型豪华游轮船队。公司目前运营的 5 艘游轮基本为新建游轮。运营时间较短。公司目前拥有的 5 艘游轮房间数合计为 663 间房。

募集资金新建游轮情况：公司此次募集资金新建 2 艘新游轮有效期到 2012 年 2 月 14 日，国内公司打算新建 2 艘游轮首航日期大概在旅游高峰期 2012 年 2 季度和 2012 年 3 季度。运营规模将可能超过前 5 艘游轮。

未来游轮建设计划：公司目前打算 2012 年 3 月新建一艘游轮，于 2013 年投入运营。再于 2013 年 9 月新建一艘，于 2014 年 9 月投入运营。所用资金部分来自超募资金。

公司目前拥有和即将拥有的游轮基本情况见图表 2。

图表 2：公司目前拥有和即将拥有的游轮基本情况

名称	世纪之星	世纪天子	世纪辉煌	世纪钻石	世纪宝石	世纪系列	世纪系列
船员人数	128	152	152	138	138	135	135
载客人数	186	306	306	264	264	350	350
首航日期	2003 年 9 月 12 日(2005 年新装修)	2005 年 3 月	2006 年 3 月	2008 年 8 月	2010 年 9 月	2012 年 2 季度	2012 年 3 季度？
总统套房（间）	2			2	2		
豪华套房		6	6	14	14		
豪华商务间	7	4	4	4	4		
豪华标准间	84	143	143	112	112		
合计	93	153	153	132	132		
经营情况	2011 年采取自营	自营+床位包销	自营	德国 50%的客票销售权	2011 年到 2013 年整船包销		
2011 自营载客数合计	186	153	306	132		777	
2011 包销载客数合计	0	153	0	132	264	549	

资料来源：山西证券研究所　　公司公开资料

图表 3：公司目前拥有各游轮 2011 年运营模式

序号	名称	2011 年运营模式	其它
1	世纪之星	自营模式　　186	
2	世纪天子	自营+包销 床位包销：2011 年 3 月 1 日到 2011 年 11 月 30 日，华景公司拥有在加拿大独家销售 150 个床位的权利。按照船舶的实际运营天数，若实际运营天数低于 266 天，按 266 天计算。2011 年每天每个床位 65 美元。306	
3	世纪辉煌	自营模式　　306	

4	世纪钻石	自营+包销 2011 年 3 月 1 日到 2011 年 11 月 30 日德国尼克公司拥有 50%的客票销售权　264	
5	世纪宝石	整船包销 2011 年到 2013 年维京公司整船包销。2010-2011 年按实际运营 270 天、96224 元人民币/运营天的标准包销.264	2011 年到 2013 年包销收入为 2598 万元

资料来源：山西证券研究所　公司公开资料

1.2 公司的旅行社业务概况

发行人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，经营主体为发行人全资控股的子公司新世纪国旅。新世纪国旅是公司于 2007 年控股合并而进入公司的产业体系。新世纪国旅自 2000 年成立以来，实际控制人一直为彭建虎先生。

在业务关系上，新世纪国旅帮助发行人招揽客源、代理游客向发行人支付游轮票款等。

公司旅行社业务目前主要结构：

1)、以重庆本地客源为主的国内旅游，通过与常年合作的国内其他旅行社协商和签约，向重庆本地客源提供多条国内游览线路服务。

2)、以重庆本地客源为主的出境旅游。通过与常年合作的国际旅行社协商和签约，向重庆本地客源提供欧洲、美国等地的国际旅行线路；在台湾、东南亚等地则由公司独立提供和承接上述区域的旅游线路。

3)、以国际游客为主的入境旅游业务。独立或与其他旅行社合作承接以三峡游轮旅游为特色的入境旅游，同时也承接重庆及四川省内相关旅游线路的入境旅游，如九寨沟入境旅游，其中三峡游轮旅游是入境旅游的主要业务。

4)、以国内外地客源为主的三峡游轮旅游。独立或与其他旅行社合作承接以国内外地客源为主的三峡游轮旅游。

公司所直接接待的客户一般以旅行社组团为主，该部分旅客占总人数的 95%左右，而直接的散客仅占 5%左右。

2、公司的营业构成分析

从公司公开资料来看，旅行社业务营业收入虽然占公司收入之比达到

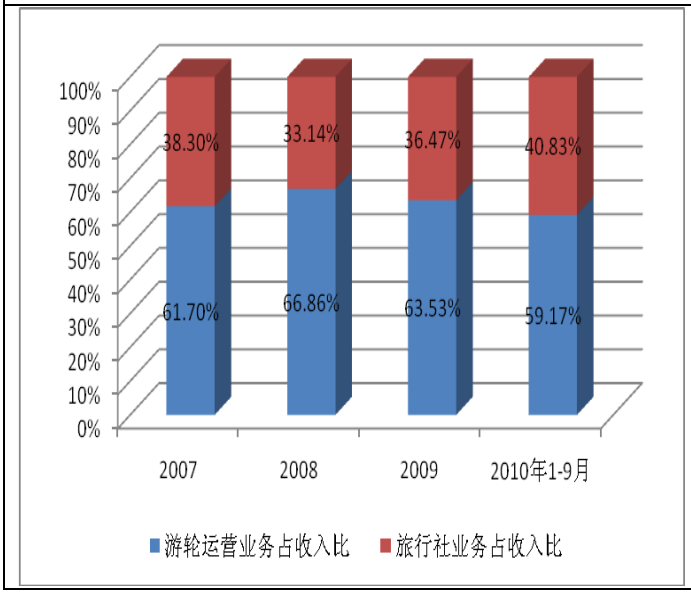
40%，从最近 3 年及最近一期营业收入趋势看，公司的营业收入变动有三个趋势：

首先，游轮业务和旅行社业务营业收入比重稳定在 6：4 左右。见图表 4：公司最近 3 年及最近一期营业收入构成。

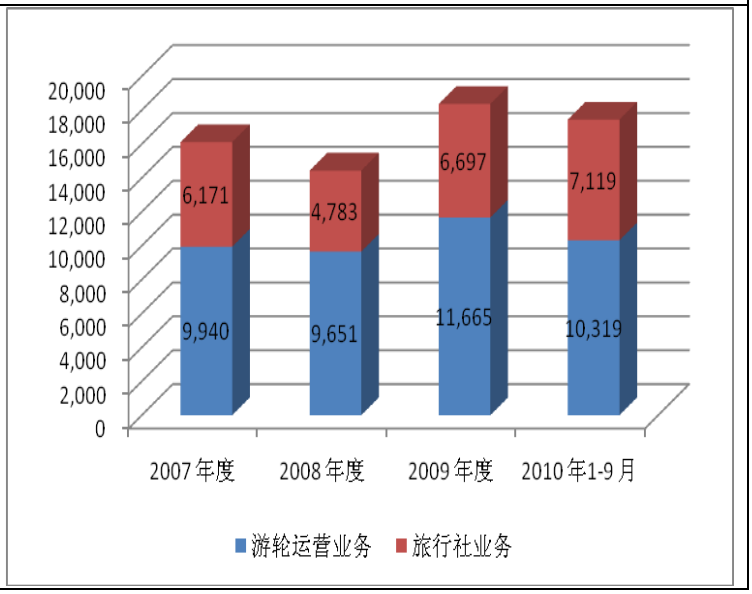
其次，公司旅行社业务和油轮业务相关性极强，外向依赖性较强。从 2008 年金融危机分析看，旅行社业务营业收入下降幅度达到 22.49%，而游轮业务下降服务达到 2%，导致 2008 年营业收入总体下降 10.41%，非常明显的是，公司 2009 年游轮业务营业收入增长幅度达到 20.86%，旅行社业务营业收入增长幅度达到了 40%，导致营业收入整体增长 27.22%，弹性十足。见图表 5：公司业务外向依赖性和弹性极强。

第三，公司自营规模逐渐扩大。公司目前拥有的 5 条游轮中，3 条为包销，只有 2 条为自营，而且世纪宝石自营也只是在 2010 年 9 月份开始。（见图表 3：公司目前拥有各游轮 2011 年运营模式），根据 2011 年经营模式协议，自营载客规模达到 777 人，远远高于报销载客规模 549 人的水平。

图表 4：公司最近 3 年及最近一期营业收入构成



图表 5：公司业务外向依赖性和弹性极强



资料来源：山西证券研究所　Wind

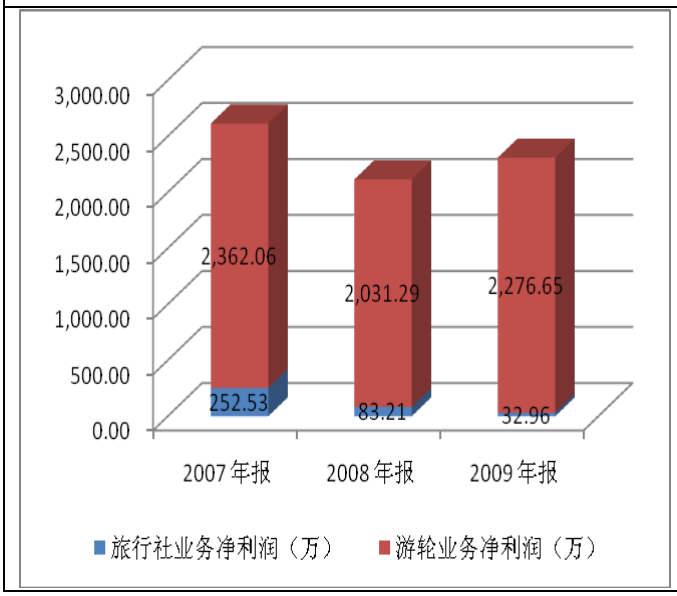
3、公司的利润构成分析

游轮业务是公司的主要利润来源，旅行社业务基本增收不增利。公开资料显示，新世纪国旅 2009 年净资产为 319.21 万元，2009 年度实现净

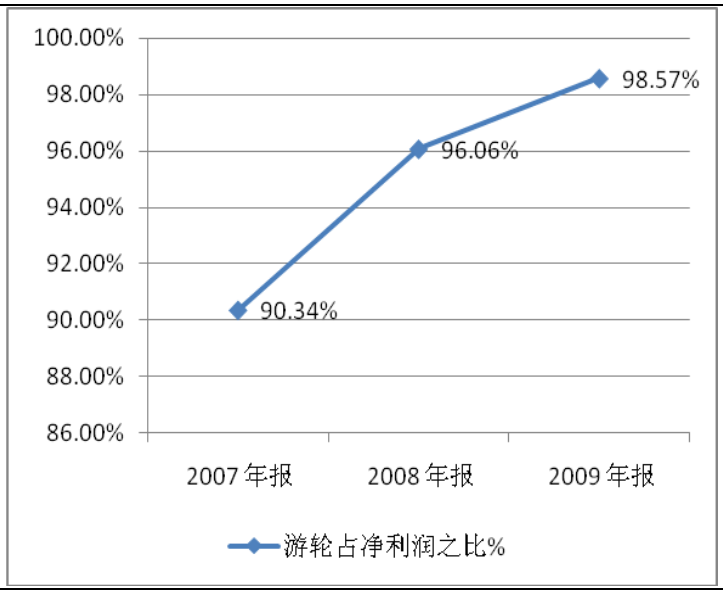
利润 33.33 万元，2009 年全年公司实现净利润为 2367 万元。2010 年 1-9 月新世纪国旅实现净利润 207.49 万元。

分析最近 3 年年报，我们可以看出游轮业务和旅行社业务净利润情况，见图表 6 和图表 7，游轮业务占公司净利润比重逐年攀升，2007 年为 90%，2008 年达到 96%，2009 年攀升到 98.57%，2010 年 9 月份宝石首航，2010 年到 2014 年，我们预计利润占比情况将还主要是游轮业务为主。

图表 6：公司最近 3 年主要利润来源为游轮业务



图表 7：游轮业务最近 3 年利润占比在 90%以上



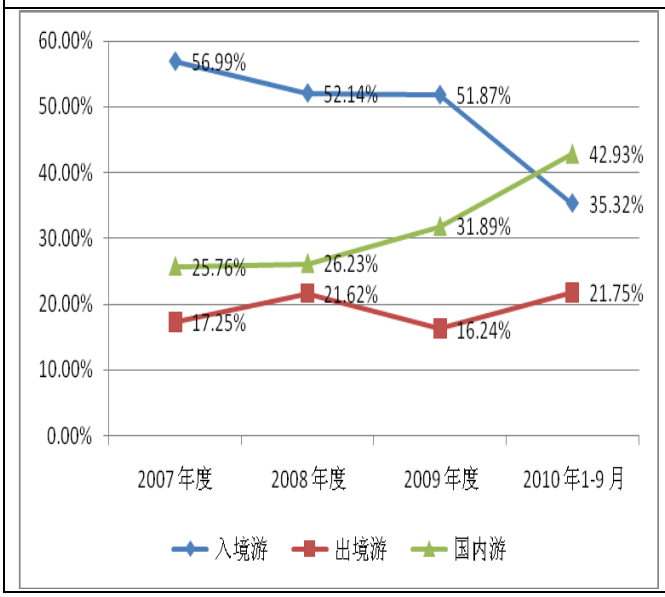
资料来源：山西证券研究所　Wind

4、公司游客构成分析

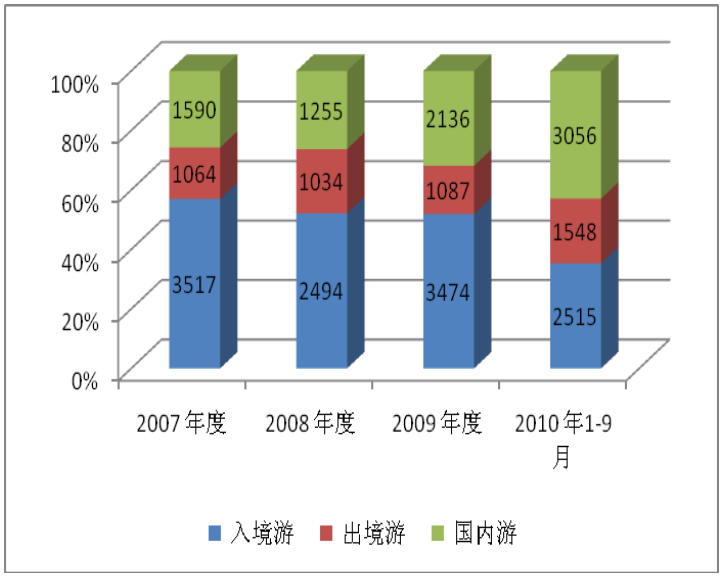
4.1 旅行社游客结构分析

从旅行社业务游客接待结构趋势看，入境游呈现明显复苏状态，国内游和出境游增长明显。分析图表 8：入境游比例下滑国内游比例提高明显和图表 9：公司 2010 年游客结构变化以国内游为主，可以看出公司入境游接待游客 2008 年下降明显，但 2009 年开始回升，呈现逐步回暖趋势；公司出境游增长非常明显，2008 年金融危机对其影响低于入境游游客影响，2010 年增长更是非常明显；三季度资料显示出境游游客超越了 2009 年全年水平，也达到了历史新高；国内游增长从 2008 年的 1255 人次增长到了 2009 年的 2136 万人次，增长幅度达到 70%，2010 年 3 季报显示，国内游接待游客达到 3056 万人次，远远超过 2009 年年度水平，国内游游客接待数增长 43%。增长速度惊人。

图表 8： 入境游比例下滑国内游比例提高明显



图表 9： 公司 2010 年游客结构变化以国内游为主

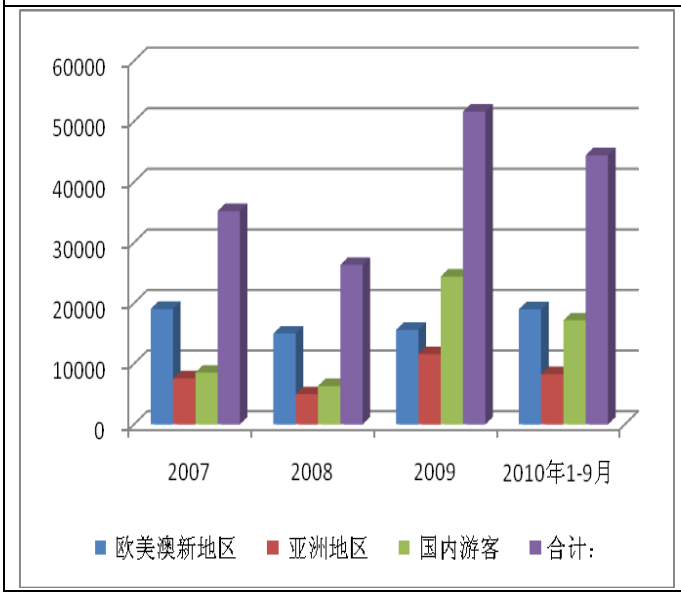


资料来源：山西证券研究所 Wind

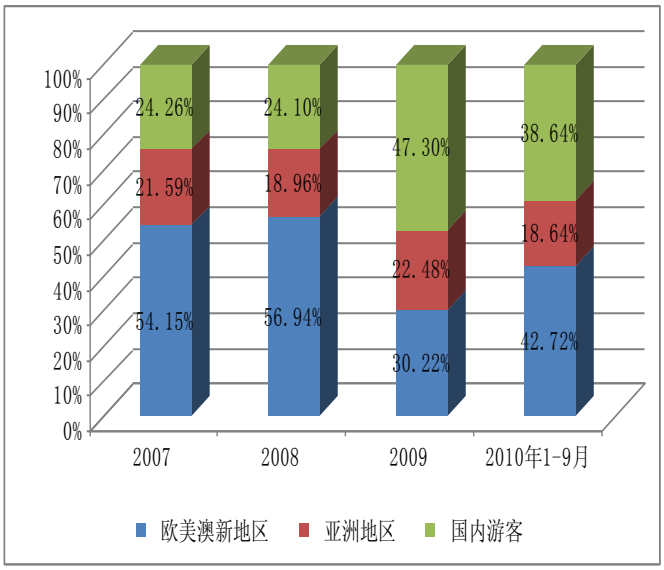
4.2 游轮业务游客结构分析

游轮业务和旅行社业务游客结构呈现了高度一致性，分析图表 10 和图表 11，游轮业务最近 3 年又一期游客呈现稳步增长趋势，游客接待结构也呈现出入境游明显复苏状态，国内游和出境游增长明显的趋势。分析图表 11，可以看出，欧美澳新地区游客虽然还没恢复到 2008 年 56.94%的水平，但是呈现复苏状态，亚洲游客保持在 20%的水平，而国内游客接待规模逐年攀高，达到了 40%的水平。

图表 10： 游轮业务最近 3 年又一期游客呈现稳步增长趋势



图表 11： 游轮业务最近 3 年又一期游客结构图



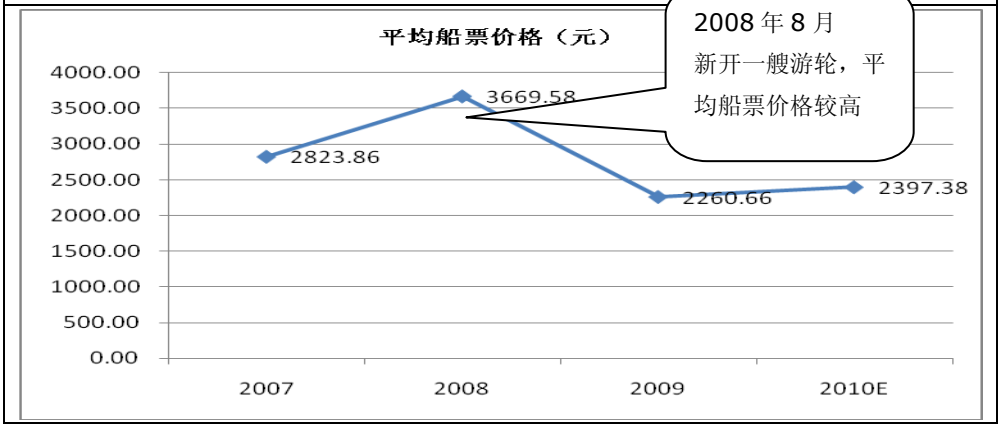
资料来源：山西证券研究所　Wind

5、公司平均船票价格分析

分析公司平均船票价格，我们可以看出，公司船票价格变化有以下特点：

每一艘新船下水，首先包销给外国游客，外国游客的平均船票价格较高，最高可达到 4000 元一张，而国内游客平均价格较低。我们分析随着公司新开游船的逐步建成，未来游船平均价格将可能呈现稳步上升态势，有可能将围绕在 2300-2800 元水平上下震荡。

图表 12：公司最近 3 年平均船票价格趋势



资料来源：山西证券研究所　Wind

6、公司行业前景分析

公司的定位：公司定位于长江顶级豪华游轮旅游。长江豪华游轮高端旅游市场，成为国内内河豪华游轮行业的引领者。由游轮公司向综合型旅游集团的转型，成为国内一流的大型旅游集团。

公司的业务发展目标：未来五年内，公司将持续投资建造 5 艘高品质五星级豪华游轮，使游轮规模达到 10 艘，打造长江休闲观光船船队；尝试跨境合作经营开拓欧洲内河（莱茵河、多瑙河）游轮市场；开辟建造游轮停靠和经营码头；促进游轮航线、游览景点多样化，提高游轮航线的使用率；打造适合游轮游客过夜目的地港，增添引起游客关注和拜访的新农村、移民新村等民俗体验景点。

公司市场前景广阔：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，由此可见长江三峡旅游有着巨大增量空间。

本次募集资金实现后建造的两艘游轮投入自营运营后，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。

7、公司游轮业务的主要产品分析

目前公司产品方案主要包括如下四条航线，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。见图表 13 和图表 14。

图表 13：公司主要航线一览

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	发行人根据不同国家、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：山西证券研究所　　公司公开资料

图表 14：公司重庆到宜昌航线图

资料来源：山西证券研究所　公司公开资料

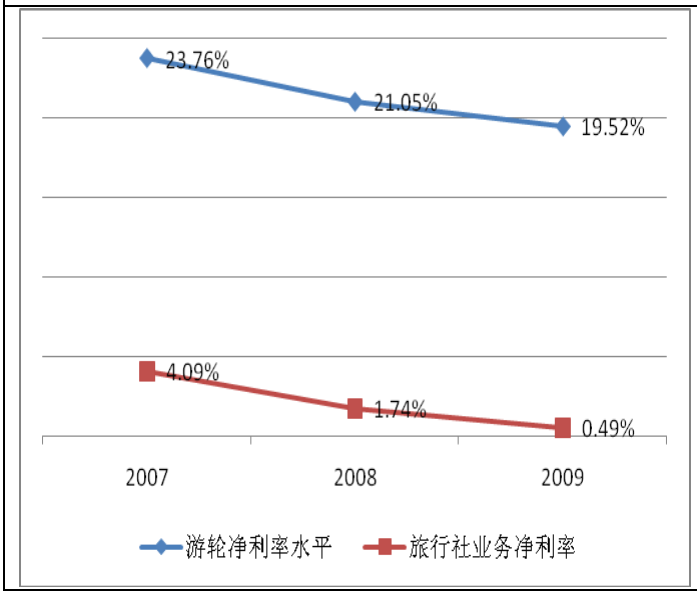
8、公司各项业务毛利率和费用率情况分析

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。在其他因素不变的情况下，燃油价格每上升 10%，发行人游轮运营业务的毛利将下降 1.52%，

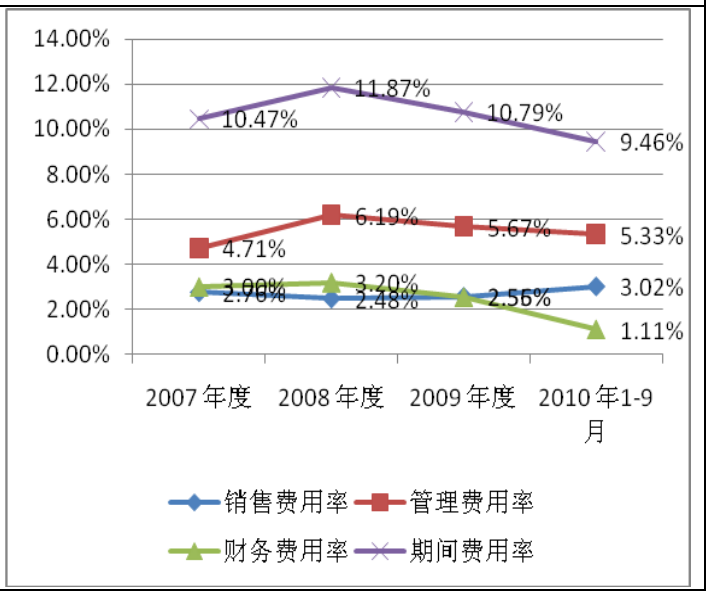
公司游轮业务和旅行社业务净利率最近 3 年呈现下滑状态，这两项业务的毛利率水平最近 3 年也有呈现下降趋势。因此，虽然公司期间费用率最近 3 年呈现下滑状态，尤其是管理费用率和财务费用率下降趋势明显，但由于毛利率呈现下降趋势，导致净利率有所下降，我们认为公司有一定的提价能力，对游船业务有一定的成本控制能力，未来游轮业务毛利率水平有可能稳定在 30%-36%的水平，综合毛利率水平可以稳定在 25%-30%的水平，期间费用率（包括营业税金及附加）稳定在 12%左右，净利率水平有可能稳定在 12%-15%左右。

公司各项业务毛利率和费用率情况分析分别见图表 15 到图表 18。

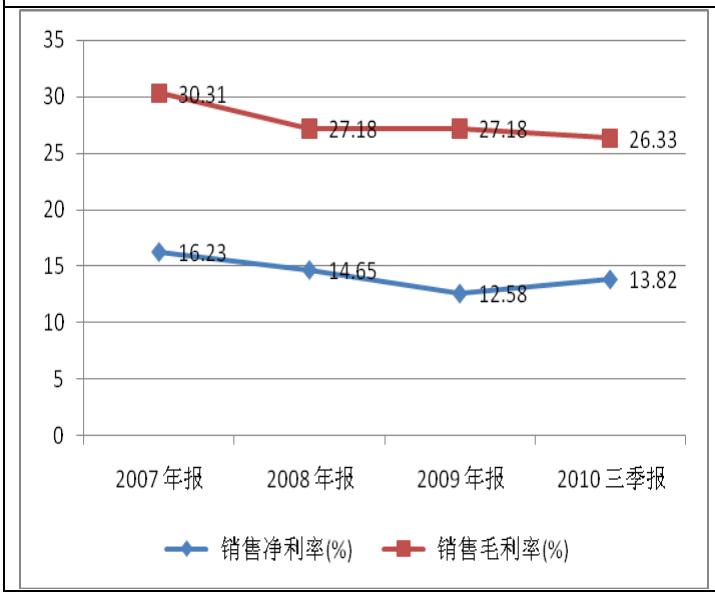
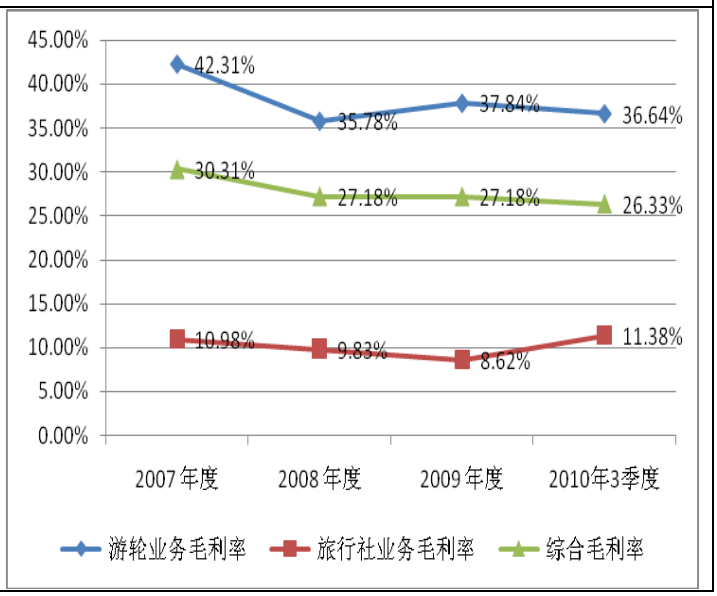
图表 15：公司游轮业务和旅行社业务最近 3 年净利率情况



图表 16：公司的三项期间费用率情况



资料来源：山西证券研究所　Wind

图表 17： 公司综合净利率和毛利率水平变化	图表 18：公司各业务毛利率情况分析
	

资料来源：山西证券研究所　Wind

9、公司的竞争优势分析

公司有一定的进入时间壁垒：长江游轮旅游行业新增一艘游轮的周期一般从申请、审批到建造完成下水需要一年半到两年左右时间，从 2000 年至今，长江游轮旅游行业总共新增 11 艘星级游轮，其中 2 艘为改建游轮，9 艘为通过履行新增船舶批复手续增加的游轮，平均每年增加星级游轮数 1 艘。这一方面是行业与市场环境所处状况导致，另一方面是游轮建造周期较长造成，由于游轮旅游行业属于资金密集型、管理密集型行业，是否新增游轮、新增游轮的数量、新增游轮时间周期的长短是由新增船舶主体的资金规模、管理能力、运营经验、市场影响等决定的，对于具备前述条件和优势的行业内企业新增船舶所需履行的审批程序并不构成其扩张规模的门槛和制约。随着游轮旅游行业的逐步发展和成熟，会有更多的社会资本进入行业内参与竞争，但只有依托具有充分行业经验、管理能力的企业才能实现资本的效率，新增船舶的审批程序对未来竞争状况影响较小。

公司目前在市场份额居于第二，未来处于快速上升趋势，未来有可能成长为龙头。

10、公司募投资金投向分析

此次募投资金总投资估算为 17,619 万元，其中固定资产投资 15,198

万元，铺底流动资金 1,500 万元。每艘游轮建设规模相同，单船船长 135 米，船宽 18.2 米，型深 4 米，客房 154 间，总载客人数 350 人。

本次募集资金新增固定资产 16,119 万元，新增载客人数 700 人，每新增载客人数增加的固定资产为 23.03（16119÷700）万元。公司最新建造的“世纪宝石”号（已下水航行）与公司未来新建船只成本最具可比性。“世纪宝石”号当前暂估入账价值 6,668.40 万元，新增载客人数 270 人，每新增载客人数增加的固定资产为 24.70（6,668.40÷270）万元，高于募集资金计划中的每新增载客人数增加的固定资产，即募集资金用更少的固定资产实现了产能的更大扩张，具有一定的经济性。据测算，项目建成后年均新增固定资产折旧 838.37 万元。

公司公开资料显示：最近三年公司游轮运营业务年均毛利率为 38.64%，照此测算，项目建成后，在经营环境不发生重大变化的情况下，公司游轮运营业务营业收入需年均新增 2,169.69 万元，营业利润需年均新增 838.37 万元即可抵消上述新增固定资产投资导致的费用增加。项目建成后，在销售情况与预期目标不发生偏离的前提下，年平均游轮运营业务营业收入可新增 7,364 万元人民币，足以消化上述折旧费增加。

本次公司股票发行价格定为 30.00 元/股，按 2010 年实现净利润为 3426 万，总股本达到 5950 万股，PE 达到 57.59 倍。

若本次发行成功，发行人实际募集资金数量将为 45,000 万元，超出发行人拟募集资金数 27,381 万元。如果按照 3%利率水平计算，可以增厚年每股收益达到 0.14 元左右。

11、公司盈利预测和估值分析

盈利预测前提假设：

1） 新建游轮 2012 年 2 季度和 3 季度初下水经营，平均船票价格为 3000 元左右，载客率在 70%；

2） 2011 年平均船票价格提升 10%左右，2012 年价格没有提升；

3） 2011 年到 2012 年期间费用率包括营业税金及附加达到 12%左右；

4） 所得税 2011 年到 2012 年按 15%计算；

5） 假设超募资金 27,381 万元 2011 年利率为 3%，增厚每股收益为 0.10 元左右。

具体盈利预测见图表 19.

盈利预测和估值分析：我们给予公司 2010 年每股收益为 0.58 元（股本摊薄后），2011 年每股收益达到 0.88 元，2012 年每股收益达到 0.91 元，按发行价 30 元对应计算，对应 PE 分别为 52、34、33 倍，我们认为公司成长性明显，公司目前发行价基本能反映公司估值水平，我们认为公司合理 PE 应该为 37 倍左右，对应 2011 年股价应该为 33 元左右。公司目前上市公司里没有可比上市公司，公司定位于休闲度假。

图表 19：公司盈利预测

单位：万元	2007 年度	2008 年度	2009 年度	2010E	2011E	2012E
游轮运营业务	9,940	9,651	11,665	18,684	25,771	30,649
增长率%		-2.91%	20.86%	25.37%	27.77%	37.93%
毛利率%	42.31%	35.78%	37.84%	38%	40%	38%
旅行社业务	6,171	4,783	6,697	9,240	10,164	11,180
增长率%		-22.49%	40.03%	37.97%	10.00%	10.00%
毛利率%	10.98%	9.83%	8.62%	10.00%	10.00%	10.00%
营业收入合计	16,111	14,434	18,362	23,864	28,848	36,952
增长率%		-10.41%	27.22%	29.96%	65.43%	54.84%
综合毛利率%	30.31%	27.18%	27.18%	27.16%	29.43%	29.53%
期间费用率	10.47%	11.87%	10.79%	10%	10%	10%
营业利润	2819.03	1864.25	2583.44	3545.85	4941.81	6366.10
营业外收支净额	338.01	650.66	151.77	500	540	0
总利润	3157.04	2514.91	2735.21	4045.85	5481.81	6366.10
所得税率	17.44%	15.51%	15.21%	15%	15%	15%
净利润	2606.32	2124.84	2319.19	3426.83	4643.09	5392.09
总股本（万）	4450	4450	4450	5950	5950	5950
每股收益（元）	0.59	0.48	0.52	0.58	0.88	0.91
发行价（元）				30	30	30
PE				52.09	34.09	32.97

资料来源：山西证券研究所　公司公开资料

12、公司催化因素和风险因素

12.1 催化因素

1）、受益于全球经济复苏和国内经济稳定增长，入境游接待游客恢复性增长明显，国内游客爆发性增长；

2）、平均船票价格提升；

12.2 风险因素

1）、燃油价格波动风险不能及时转嫁到游船价格导致公司盈利水平下降；

2）、自然灾害及经济危机等不可抗力风险导致乘坐游船人数剧烈下降；

3）、新建游轮首航日期低于预期；

4）其他因素。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。