



# 定位高端 尽享旅游升级盛宴

## ——世纪游轮（002558）研究报告——

首日上市价：  
31.5 - 34.5 元

### 内容摘要:

- **定位高端的长江游轮第一股。**公司定位于“高端休闲度假旅游”，游客接待量位居前三、核心指标位居第一位；是目前长江上所有游轮中设有外籍酒店经理以全面保障国际标准管理和品质服务的少数公司之一，同时也是我国内河游船星级游船国家标准制定的参与单位之一。
- **“船社合一”（游轮公司+旅行社）业务模式成熟。**船社合一的业务模式，可以充分发挥两者协同作用，具有三大优势：顾客导向优势；获取客户资源优势；产品扩展优势。
- **双驱力打开游轮市场空间。**随着消费升级，人们旅游亦从观光旅游向休闲旅游、度假旅游提升，游轮旅游则契合这种市场趋势；与此同时，面对游轮消费需求的日益强劲，由于政策壁垒及投资游轮企业少等原因而导致的供应不足，都为游轮旅游业务的发展提供了极好的机会和广阔的市场空间。
- **业绩预测与估值。**根据目前公司发展规划，我们预计公司11年、12年稀释后EPS为0.78元、1.02元。公司申购价格为30元/股，摊薄09PE81.08X，11年PE38.46X。据Wind数据，目前旅游公司总体PE是29.07X（TTM整体法）。而近3年上市的旅游企业首发市盈率平均水平为57倍，首日上市涨幅为41.32%；去年底上市的宋城股份发行市盈率为53倍，其首日涨幅为21.679%。我们认为世纪游轮上市首日涨幅应在10%上下波动，上市首日价格应为31.5-34.5元波动。

### 分析师

马凤桃  
执业证号：S1250511010002  
电话：010-57631231  
邮箱：mft@swsc.com.cn

### 市场数据

原始股本(百万股)	44.50
拟发行股本(百万股)	15.50
总股本(百万股)	59.5
拟发行股份占总股本比例	25.21%

### 财务指标 (2010.09)(万元)

EPS(按最新股本:元)	0.5417
营业收入	17,438.42
毛利率	26.33%
营业利润	2,538.84
利润总额	2,872.24
归属母公司净利润	2,410.53
流动比率(倍)	0.51
利息保障倍数(倍)	7.95

科目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	184	239	282	356
同比增长(%)	27.22	29.97	17.99	26.24
净利润(百万)	23	34	47	62
同比增长(%)	9.23	47.7	38.23	31.91
EPS(摊薄:元)	0.52	0.77	0.78	1.02

## 目 录

<b>一、公司简介</b> .....	<b>1</b>
1.1 公司股权结构.....	1
1.2 主营业务构成.....	2
<b>二、公司所处行业情况及行业地位</b> .....	<b>3</b>
2.1 旅游业前景广阔.....	3
2.2 内河游船旅游业 风景这边独好.....	4
2.3 公司游客接待量位居前三、核心指标位居第一位.....	7
2.4 公司主营业务分析.....	8
<b>三、公司在行业中的竞争优势</b> .....	<b>12</b>
3.1 定位高端 尽享旅游升级盛宴.....	12
3.2 成熟业务模式：船社（游轮+旅行社）合一+组合销售.....	13
3.3 经营指标领先同行 盈利持续力强.....	13
3.4 行业高壁垒：先入者占据领先优势.....	14
<b>四、募资项目分析</b> .....	<b>14</b>
4.1 政策壁垒加市场增长 高端游轮供不应求.....	14
4.2 公司豪华游轮接待能力将提升 53% .....	14
<b>五、风险提示</b> .....	<b>15</b>
5.1 自然灾害、重大疫情等不可抵抗性风险.....	15
5.2 募投项目进展低于预期的风险.....	15
5.3 人民币升值产生的汇兑损失风险.....	15
<b>六、盈利预测与估值</b> .....	<b>15</b>

## 插图目录

图 1: 发行人股权结构图 .....	1
图 2: 公司 07-10 年游轮业务和旅行社业务占比图 .....	2
图 3: 1999-2008 年旅游总收入增长图(单位: 亿元) .....	3
图 4: 长江三峡游览航线图 .....	5
图 5: 公司涉外业务与内宾业务占比 .....	10
图 6: 公司包销业务与自营业务毛利率差距逐渐收窄 .....	10
图 7: 游轮业务与旅行社业务毛利率占比 .....	11
图 8: 1995-2009 年我国人均 GDP 与旅游行业收入水平 .....	12
图 9: 1995-2009 年人均 GDP 及长江豪华游轮游客接待量 .....	12
图 10: 2005 年以来旅游业与沪深 300 PE 对比图 (TTM 整体法) .....	16

## 表格目录

表 1: 发行前后股本变动情况 .....	1
表 2: 公司主要游轮参数及运营方式 .....	2
表 3: 公司主要四条运营线路 .....	2
表 4: 世界十大旅游目的地及客源国 .....	4
表 5: 内河游轮业主要发展阶段 .....	4
表 6: 高端与低端游轮行业基本区别 .....	5
表 7: 2005-2009 年长江涉外旅游船旅游接待情况 .....	6
表 8: 长江与世界知名内河旅游资源开发情况比较表 .....	7
表 9: 2007-2009 年游轮行业前三名载客率情况对比 .....	7
表 10: 新世纪游轮公司豪华游轮主要情况 .....	9
表 11: 各游轮运营业务收入情况 (单位: 万元) .....	9
表 12: 公司游轮运营由包销逐渐转向自营为主 .....	11
表 13: 公司旅行社业务收入主要来源 .....	11
表 14: 2009 年底长江涉外游轮运营企业游轮数量、床位数量和游客接待情况比较 .....	13
表 15: 公司募投项目一览 .....	14
表 16: 公司业绩预测与估值 .....	16

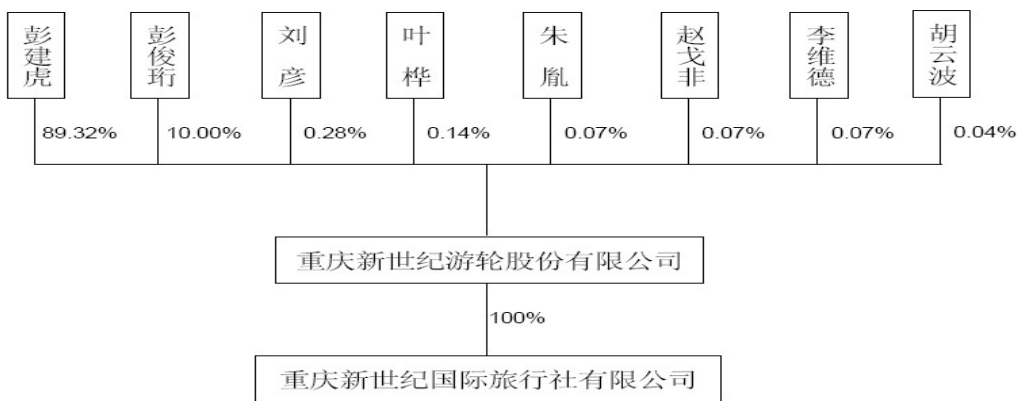
## 一、公司简介

### 1.1 公司股权结构

重庆新世纪游轮股份有限公司（以下简称“公司”）以长江水域重庆至上海段的涉外豪华游轮运营为主，旅行社业务为辅。公司前身为成立于1994年4月28日的重庆新世纪游船旅游公司，2006年11月整体变更为股份有限公司。

公司发行前总股本为4450万股，本次拟发行人民币普通股1500万股，占发行后公司总股本的25.21%。

图1：发行人股权结构图



资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

表1：发行前后股本变动情况

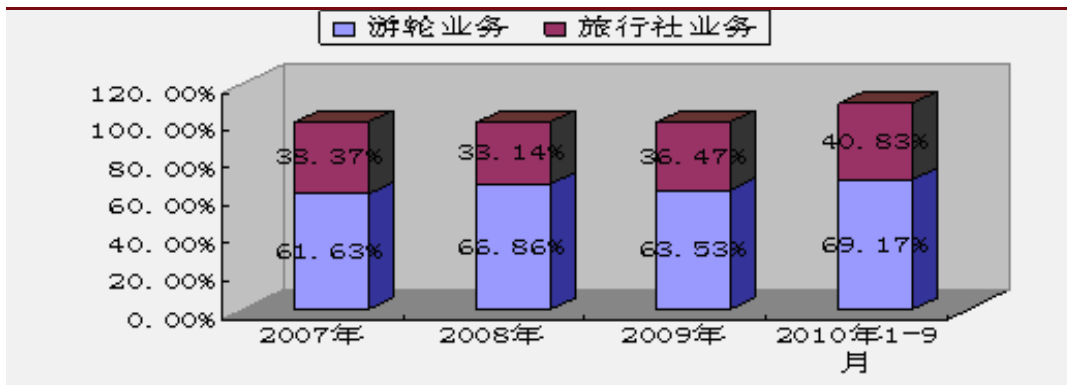
股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
彭建虎	3974.7	89.32	3974.7	66.8
彭俊珩	445	10	445	7.48
刘彦	12.5	0.28	12.5	0.21
叶桦	6.4	0.14	6.4	0.11
朱胤	3.2	0.07	3.2	0.05
赵戈非	3.2	0.07	3.2	0.05
李维德	3	0.07	3	0.05
胡云波	2	0.04	2	0.03
社会公众股	—	—	1,500.00	25.21
<b>合计</b>	<b>4,450.00</b>	<b>100</b>	<b>5,950.00</b>	<b>100</b>

资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

## 1.2 主营业务构成

公司主营业务由两块构成，即游轮运营和旅行社业务。两块业务有很好的协同作用。其中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，是公司的核心业务和主要利润来源；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，是公司游轮运营业务向上游产业链的延伸。

图 2：公司 07-10 年游轮业务和旅行社业务占比图



资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

表 2：公司主要游轮参数及运营方式

游轮	运营模式	运营方式	下水时间	船员	房间数	标准间	豪华间	豪华套房/异型套房	商务套房	总统套房	备注
东方大帝	自营	租赁	2004	-	-	-	-	-	-	-	2008 结束运营
世纪之星	自营	自建	2003	133	93	87	4	-	-	2	
世纪天子	包销	自建	2005	152	153	141	2	4	6	-	2009 自营为主
世纪辉煌	包销	自建	2006	152	153	141	2	4	6	-	2011 转自营
世纪钻石	包销	自建	2009	145	132	112	-	4	14	2	2012 或转自营
世纪宝石	包销	自建	2011	145	132	112	-	4	14	2	-

资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

表 3：公司主要四条运营线路

航线	往返航程	停靠景点	产品特征	备注
重庆至宜昌	7 天	小三峡、丰都、石宝寨等	三峡风光休闲游	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 天	相对至宜昌线增加荆州、岳阳、武汉等	长江休闲度假游	
重庆至南京	18-20 天	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 天	同至南京航线	长江休闲度假游	

资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

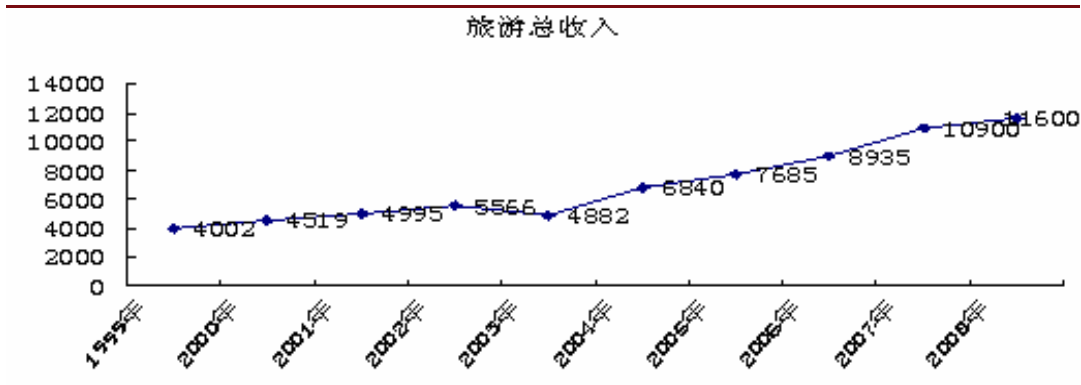
## 二、公司所处行业情况及行业地位

公司主营业务为内河涉外豪华游轮运营，属于内河游船旅游业，属旅游业中的一个细分行业。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，行业发展空间大。

### 2.1 旅游业前景广阔

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%。1999 年—2008 年，除 2003 年受“非典”疫情的影响，旅游行业的经营出现了较大的波动外，旅游行业总收入近 10 年总体呈现稳步增长态势，行业总收入从 1999 年的 4,002 亿元上升到 2008 年的 11,600 亿元，年复合增长率为 12.55%。

图 3: 1999-2008 年旅游总收入增长图(单位: 亿元)



资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

在政策支持和消费升级的大背景下，中国旅游业前景十分诱人。旅游业“十二五”规划编制完成鼓励兼并重组。按照规划目标，到 2015 年，我国旅游业总收入将从目前的 1.44 万亿元提高到 2.3 万亿元，年均增长率 10%；旅游业增加值将占全国 GDP 的比重将提高到 4.5%，占服务业增加值的比重达到 12%。其中，设定增长率最快的为国内旅游收入，将从 2010 年的 1.15 万亿元上升到 2015 年的 1.9 万亿元，年均增长率为 11%。

《国民旅游休闲纲要》和《旅游法》也已逐渐成形。其中，《国民旅游休闲纲要》计划今年下半年发布；而《旅游法》则完成了第一轮部委意见征求工作。

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。

**表 4: 世界十大旅游目的地及客源国**

排名	世界十大旅游目的地国			排名	世界十大旅游客源国		
	国家	接待人次(万)	市场份额		国家	出境游人次(万)	市场份额
1	中国	13,710	8.60%	1	德国	16,350	10.20%
2	美国	10,240	6.40%	2	日本	14,150	8.80%
3	法国	9,330	5.80%	3	美国	12,330	7.70%
4	西班牙	7,100	4.40%	4	中国	10,000	6.20%
5	香港	5,930	3.70%	5	英国	9,610	6.00%
6	意大利	5,290	3.30%	6	法国	3,760	2.30%
7	英国	5,280	3.30%	7	荷兰	3,540	2.20%
8	墨西哥	4,890	3.10%	8	加拿大	3,130	2.00%
9	俄罗斯	4,710	2.90%	9	俄罗斯	3,050	1.90%
10	捷克	4,400	2.70%	10	意大利	2,970	1.90%
	合计	70,880	44.2%	-	合计	78,890	49.20%

资料来源: 世界旅游组织 西南证券研发中心

## 2.2 内河游船旅游业 风景这边独好

随着我国旅游行业总量的不断扩大, 长江游船旅游将因为旅游人数基数扩大、消费方式升级、消费总额提高等直接受惠, 随着我国旅游行业的成长而成长。

### 2.2.1 本土市场: 处于发展初期 市场空间广阔

我国的内河游船旅游业以长江为主。长江涉外旅游船运输自改革开放至今经历了五个高峰段, 起步于 1988 年、接待游客 2.5 万人次; 2009 年接待游客 72 万人次, 年均复合增速 17%。

**表 5: 内河游轮业主要发展阶段**

时间	发展状况
20 世纪 70 年代末	交通运输船
1978 年改革开放	发端时期
20 世纪 90 年代	分化为两个细分行业: 内宾游船和外宾游船
90 年代后期	高速发展期: 随着国内旅游消费水平提高, 涉外游轮开始大量接单国内游客。涉外游轮全面发展。

资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

### 内河旅游区域性强 长江地区资源丰富

长江旅游地区有丰富的旅游自然资源、人文景观、世界级独一无二的大峡谷游船旅游。早在 1991 年, 经国家旅游局批准, 在由中国旅游报社同国家旅游局资源开发司共同主办的旅游景点评定中, 长江三峡景区即被评定为中国旅游 40 佳之一; 在中国被世界遗产委员会列入《世界遗产名录》的 37 个项目中的 14 个分布在长江流域; 在国家公布的六批共 187 个国家级风景名胜区内, 有 69 个分布在长江流域; 在国家公布的 109 个全国历史文化名城中, 有 37 个分布在长江流域; 在国家公布的首批 66 家 5A 级旅游景区(点)中, 有 22 个分布在长江流

域，147 家 4A 级旅游景区（点）中，有 62 个分布在长江流域。

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。

图 4：长江三峡游览航线图



资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

### 内河游轮业以高端旅游为主

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，普通游船行业市场逐步萎缩。

表 6：高端与低端游轮行业基本区别

序号	细分行业 市场划分	普通游轮运营业	
		涉外游轮运营业 高端市场	普通游轮运营业- 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。
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 - 450 元/人，最贵的一等舱 950 - 1000 元/人。
3	装饰装修	豪华装修	普通装修
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



序号	细分行业 市场划分	涉外游轮运营	
		高端市场	中端市场
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。
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。
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。
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。
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。
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。
11	游览日程	区别不大	区别不大
12	年接待量	20-30 万	40 万-60 万

资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

### 中国内河游与欧洲同行相比差距大

与欧洲同行相比，无论是从游船数量、产品丰富程度还是游客规模等各方面考量，长江游轮旅游基本上还处在起步阶段。

游轮投资方面，2000 年至今仅新增 11 艘星级游轮（其中 2 艘为改建），截止 2009 年长江涉外豪华游轮仅 40 余艘；在产品开发方面，基本上为常规旅游产品，主要开通重庆-宜昌、重庆-武汉、重庆-南京和重庆-上海四条航线，以重庆-宜昌间的三晚四天游和四晚五天游为主，基本没有其它类型的休闲度假产品；游客接待方面，自 1993 年通过三峡大坝工程决议和大坝开始兴建至 2009 年，游客规模主要随大的事件呈周期性波动，规模没有明显突破，2007 年历史最高接待水平为 26.7 万人次，比启动时的 1993 年增长 138%，增速远低于欧洲同行。

表 7：2005-2009 年长江涉外旅游船旅游接待情况

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	98,509.50	64,021.50	175,503
2007 年	27,961.50	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：公司招股说明书 西南证券研发中心

## 2.2.2 欧美市场：内河游轮成熟 可借鉴性高

最近十几年，欧洲的内河旅游业发展迅速，从1997年到2006年的10年时间欧洲内河游轮数量和床位数量则分别增长近3倍和4倍，2006年游轮总数达到177艘，内河旅游产品也较为丰富，有5到12天的各种航程的产品，且总体航程较长，平均航程达到了7天。除常规的旅游产品外，欧洲内河游轮公司还联合其它旅游服务商将游轮旅游和其他形式的运动游览观光活动相结合，提供多种形式的休闲旅游产品以满足不同市场的需求，如“游轮+自行车”、“游轮+高尔夫”等丰富的休闲度假产品。1997年到2006年，欧洲内河游客总量增长超过了4倍，2006年游客总量超过77万人次，年均复合增长率达到18.6%。

表8：长江与世界知名内河旅游资源开发情况比较表

序号	各大内河	景观特点	长度(公里)	旅游航程(公里)	豪华游轮数量
1	多瑙河	河道蜿蜒曲折、河水清澈、两岸绵延不尽的古堡、宫殿、葡萄园，富浪漫情趣	2,850	2,415	170余艘
2	莱茵河	定期泛滥，独特的沙漠景观、神庙神殿多，领略文明起源和宗教特色，富神秘气质	1,320	883	
3	尼罗河	河水流速缓慢、沿岸许多历史文化名城，教堂、贵族庄园、古堡两岸林立，大气优雅	6,650	1,350	200余艘
4	伏尔加河	运输的黄金水道、水流量大，气势磅礴，绿色的河岸，生气勃勃的工业城镇星罗棋布	3,692	1,260	80余艘
5	密西西比河	地貌最为复杂、全球唯一可穿行的大峡谷、具有千古文明积淀、人文景点和自然景观都相当丰富，旅游资源多样化	6,270	1,570	60余艘
6	长江		6,380	2,800	40余艘

资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

## 2.3 公司游客接待量位居前三、核心指标位居第一位

公司是目前长江上所有游轮中设有外籍酒店经理以全面保障国际标准管理和服务品质的少数公司之一，同时也是我国内河游船星级游船国家标准制定的参与单位之一。公司床位数处于行业第三，载客率和市场份额均处于行业第二的领先地位。接待游客市场份额占据前三。公司占长江涉外豪华游轮接待游客数量的22.28%，份额位居行业第二，第一名东江实业份额为28.5%。

表9：2007-2009年游轮行业前三名载客率情况对比

	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

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 (%)
2007年				
长江海外	187,272	12	15,606	41.91
东江实业	208,713	7	29,816	61.3
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：公司招股说明书 西南证券研发中心

行业前四名所占份额高达 78.9%，但缺乏具有主导地位的领导者。目前，长江上涉外游轮旅游企业共 10 家，主要运营企业为：长江轮船海外旅游总公司、重庆东江实业有限公司、本公司和武汉扬子江游船有限公司等四家公司。

截止 2009 年，四家公司合计拥有 30 艘豪华游轮、占长江上豪华游轮总量的 71%，拥有 5,961 个床位、占长江豪华游轮总床位数量的 73%。2009 年四家公司接待游客 71.99 万(人·天)，按游客接待水平计算长江海外、东江、世纪游轮和扬子江的市场份额分别为 15.81%、28.50%、22.28%和 12.30%，合计市场份额达到 78.9%，行业集中度较高。

从表 9 的数据可以看出，新世纪游轮以区区 4 艘游轮的资产数，获得了与游轮数成倍于自己的不相上下的载客总量，并在载客率上连续多年位居行业首位。由此看来，公司在业务的拓展能力和资产的使用效率方面均在业内处于较高水平，目前制约公司经营再上台阶的主要障碍是因短缺资金无法扩增游轮数量规模而导致的运力不足。

于此同时也可看出，四家企业在游轮数量、床位数量和接待规模方面各有所长，行业缺乏具有主导地位的领导者，这种局面为行业内有丰富经验且积极进取、扩张的企业提供了良好的机会。

## 2.4 公司主营业务分析

### 2.4.1 游轮业务：利润来源的绝对主力

公司目前运营 5 条豪华游轮，从事长江重庆至上海省际涉外旅游船运输业务，运营权从 2008 年 4 月 30 日至 2013 年 4 月 30 日。

豪华游轮是流动的星级酒店，可以向游客提供高品质的住宿、餐饮、会议、娱乐等酒店服务；游客在乘坐公司的豪华游轮过程中，可以在特定的码头停靠，上岸参观沿线各旅游景点。

表 10: 新世纪游轮公司豪华游轮主要情况

豪华游轮下水时间	主要情况简介	平均价格
世纪之星号★ ★ ★ ★ ★2003.12	投资总额 2,872 万（其中装修 681 万，船体折旧年限 18 年，装修折旧年限 7 年）；长 87 米、宽 16 米、高 6 层，拥有 2 间总统套房、7 间豪华套房、84 间豪华标准间，总载客人数 186 人；船员 128 人	2009 年和 2010 年前三季度
世纪天子号★ ★ ★ ★ ★2005.03	投资总额 5,608 万（其中装修 1,879 万，船体折旧年限 18 年，装修折旧年限 7 年），长 126.8 米、宽 17.2 米、高 6 层，拥有 6 间豪华套房、4 间行政套房、143 间豪华标准间，所有客房均有独立观景阳台，总载客人数 306 人；船员 152 人	平均报价分别为 2,260 元/人/床位和 2,324 元/床位（含岸上景点门票），其
世纪辉煌号★ ★ ★ ★ ★2006.03	投资总额 6,245 万（其中装修 1,881 万），世纪天子号姊妹船，设施设备、装修设计同天子号	中，外宾平均报价分别为 2,953 元/床位和 2613 元/床位，内宾平均报价分别为
世纪钻石号★ ★ ★ ★ ★2008.08	投资总额 6,534 万（其中装修 2,253 万，船体折旧年限 18 年，装修折旧年限 7 年）；长 110 米、宽 17 米、高 6 层，拥有 2 间总统套房、4 间行政套房、112 间豪华标准间，所有客房均有独立观景阳台，总载客人数 264 人；船员 138 人	1,488 元/床位和 1,852 元/床位。
世纪宝石号 2010.09（注：运营未 1 年尚未评星）	投资总额 6,668 万（其中，装修 2,680 万，船体折旧年限 18 年，装修折旧年限 7 年），钻石号姊妹船，设施设备、装修设计与钻石号一样	

资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

表 11: 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	4.55%
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%

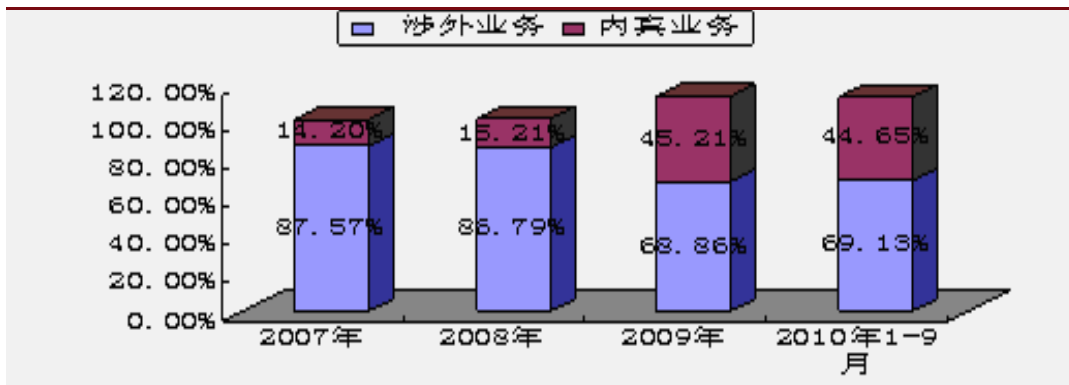
资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

游轮业务以境外客源为主，国内客源占比逐年提升。

公司游轮运营业务中的涉外业务，主要是通过瑞士维京公司、德国尼科公司、加拿大华景公司等游轮运营公司包销公司的豪华游轮或豪华游轮的部分床位，以及公司通过境外其他旅行社经销等方式自行将游轮船票销售给境外游客产生的收入。公司游轮运营的涉外业务收入 2007 年—2010 年 9 月占公司游轮运营业务收入的比例分别为 87.49%、86.79%、68.86%、69.13%，是豪华游轮业务收入的主要部分。

公司内宾业务主要是面向国内游客自行销售船票而产生的收入。2007 年—2010 年 9 月，公司游轮运营的内宾业务收入占游轮运营业务收入的比例分别为 12.51%、13.21%、31.14%、30.87%，内宾业务收入所占比重总体上呈逐年提高的趋势。

图 5: 公司涉外业务与内宾业务占比

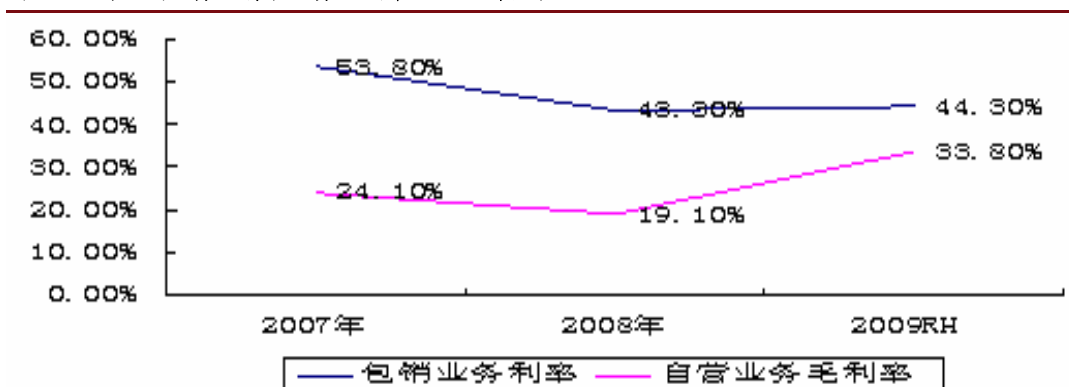


资料来源: 公司招股说明书, 西南证券研发中心

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。自营方式是指公司自主安排航次及销售船票, 独立管理和运营游轮, 与销售渠道或终端客户结算的运营模式。包销方式是指包销方购买整船床位或部分床位, 再销售给终端客户, 由公司管理和运营游轮, 与包销方结算的方式。

目前, 公司包销毛利率高于自营, 但毛利率差距逐渐缩小。2007 年—2010 年 9 月, 公司自营业务和包销业务毛利率的差异分别为 29.71%、24.21%、10.50%、9.06%。即便 2011 年之后“世纪天子”和“世纪辉煌”号游轮转为自营, 2012 年后“世纪钻石”号游轮转为自营, 预期也不会对公司的盈利状况产生重大不利影响。

图 6: 公司包销业务与自营业务毛利率差距逐渐收窄



资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

公司逐渐由以包销业务为主向以自营业务为主转型, 增强自身业务独立性和竞争力。2011 年后, “世纪辉煌”号游轮拟转为自营; “世纪天子”号游轮将根据与加拿大华景公司的合作安排情况, 采取部分包销或全部转为自营。“世纪钻石”号游轮 2012 年后是否继续采取包销的方式, 公司将在实现收益最大化的前提下根据届时国内外旅游市场环境确定。加强自营业务有助于减少对国外合作方的依赖, 增强自身业务独立性和竞争力。

表 12: 公司游轮运营由包销逐渐转向自营为主

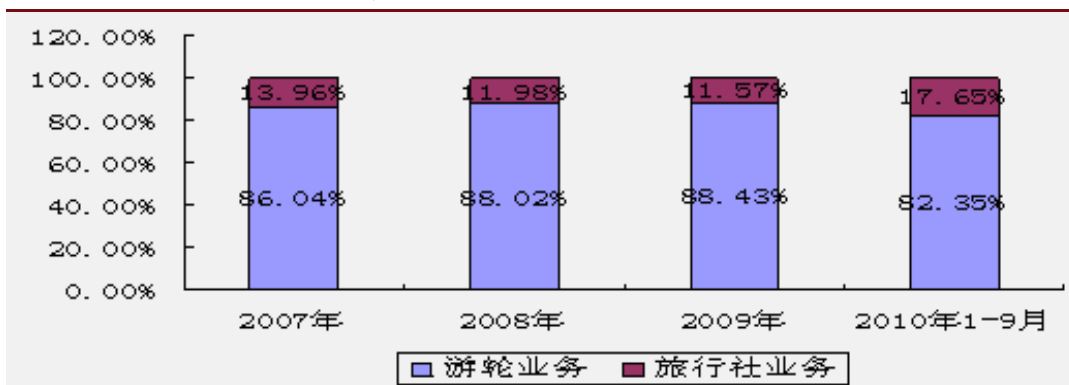
游轮	现有经营模式	2011 年后
世纪之星	自营	自营
世纪宝石	自营	自营
世纪辉煌	包销	自营
世纪钻石	包销	尚未确定
世纪天子	床位包销	部分包销或全部自营

资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

## 2.4.2 旅行社业务: 重在体现协同作用

公司的旅行社业务主要为公司豪华游轮外宾游客提供入境游服务, 并为以重庆本地客源为主的国内游客提供三峡游轮和其他国内游服务和出境游服务, 因此, 虽然旅行社业务有独立的运营主体——新世纪国旅, 但其在战略定位上更多的是公司豪华游轮业务的销售和服务平台。

图 7: 游轮业务与旅行社业务毛利率占比



资料来源: 公司招股说明书, 西南证券研发中心

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。2009 年和 2010 年前三季度公司旅行社业务实现收入 6700 万和 7120 万, 占同期公司营业收入的 36.5% 和 40.8%, 实现毛利 580 万和 810 万, 占同期公司毛利的 11.6% 和 17.6%。

表 13: 公司旅行社业务收入主要来源

收入来源	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%

资料来源: 公司招股说明书, 西南证券研发中心

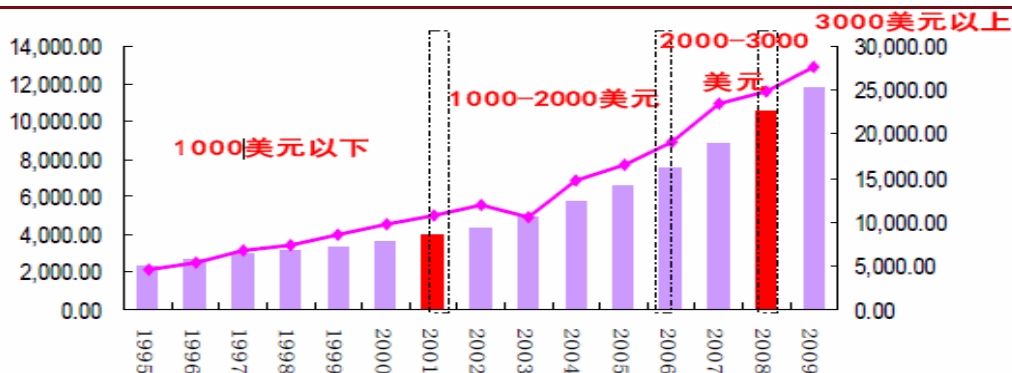
### 三、公司在行业中的竞争优势

#### 3.1 定位高端 尽享旅游升级盛宴

公司自 2003 年起就通过与世界知名内河游轮公司瑞士维京公司合作，充分吸取欧洲内河游轮的先进经验，积极进行产品创新，是目前长江上所有游船均设有外籍酒店经理以全面保障国际标准管理和服务的少数公司之一，在国内游轮中处于领先地位。

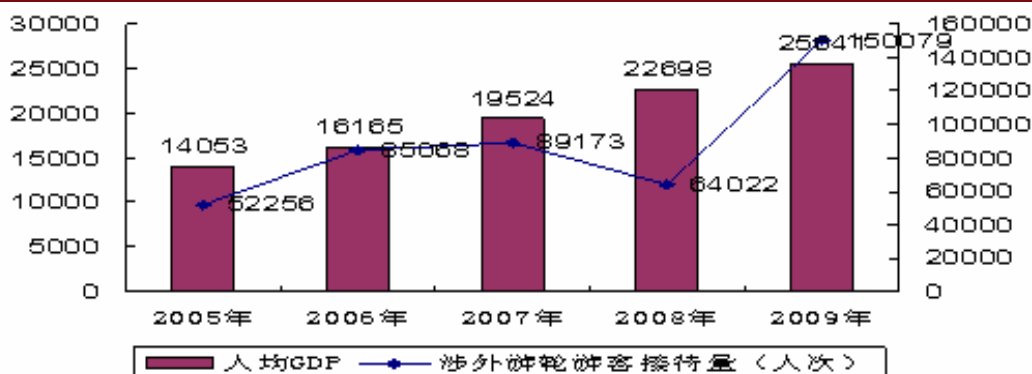
公司定位于“高端休闲度假旅游”，其长江豪华游轮产品迎合旅游消费升级需求。借鉴发达国家旅游消费经验，在人均 GDP 达到 1,000 美元时，一国的旅游消费开始启动，且主要以观光旅游为主；达到 2,000 美元后，休闲旅游开始启动；达到 3,000 美元时，休闲旅游成熟，度假旅游启动；当人均 GDP 达到 5,000 美元时，度假旅游成熟；其中，人均 GDP 3,000~5,000 美元阶段是旅游消费的爆发性增长期。我国人均 GDP 在 2008 年已经超过 3,000 美元，目前正处于从 3000 美元向 5000 美元迈进的旅游消费爆发性增长的时期，虽然当前旅游消费仍以观光游为主，但休闲度假旅游需求启动迹象明显并成为 2008 年以来旅游行业新的增长亮点，长江豪华游轮产品的休闲度假特性使其可以不断迎合这一持续增长的旅游消费需求。

图 8: 1995-2009 年我国人均 GDP 与旅游行业收入水平



资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

图 9: 1995-2009 年人均 GDP 及长江豪华游轮游客接待量



资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

### 3.2 成熟业务模式：船社（游轮+旅行社）合一+组合销售

公司全资子公司新世纪国旅成立于 1999 年，为全国百强旅行社和重庆五强国际旅行社，近年来每年组织接待国内外游客均在 5 万人以上。2007 年公司将其收购为全资子公司，成为行业内少数拥有并经营全国百强旅行社的大型游轮运营公司之一。

“游轮业务+旅行社”的紧密结合形成了以下三大优势：

1) 顾客导向优势。公司凭借旅行社的经营与客户建立了广泛的直接联系，使公司能够及时从各方面认识不同市场的客户，充分了解各类客户的不同需求，从而提供更有针对性的游轮服务。

2) 获取客户资源优势。公司凭借旅行社十几年的经营，掌握了 5 万余国内外旅行商的详细信息和近 30 万国内外中高端客户的信息，并不断通过邮寄、发送邮件和传真等方式传递发行人的产品信息和宣传资料，建立了一个庞大稳固的客户基础。

3) 产品扩展优势。公司定位于“高端休闲度假旅游服务”，除传统的组织国内外游客到长江旅游外，还依托旅行社组织中国公民到世界其它内河旅游，全面开发出境的“高端休闲度假旅游市场”，并已着手研究和开发世界其它内河旅游船的经营，拓展经营空间。

在市场拓展方面，针对不同细分市场的特征采取了不同的专业化销售方式，可谓组合销售。一方面通过战略合作者全力开发休闲度假旅游高度发达的欧美市场，成为在欧洲和美国市场均有包销合作者的游轮公司，另一方面，在东南亚和国内场，通过打造经销商体系和代理商体系重点开发消费力强的高端市场，在长江“高端休闲度假旅游”市场占据了领先的地位。同时公司已在逐步开展实时营销、在线销售等方式，以更为便捷地组织和管理全球销售情况。

### 3.3 经营指标领先同行 盈利持续力强

表 14：2009 年底长江涉外游轮运营企业游轮数量、床位数量和游客接待情况比较

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 数量比例	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%
<b>合计</b>	<b>42</b>	<b>100%</b>	<b>8,203</b>	<b>100%</b>	<b>912,470</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心 注：为了数据的可比性游客接待量采用“人\*天”为单位



### 3.4 行业高壁垒：先入者占据领先优势

严格的审批程序形成较高的行政许可壁垒。在新建豪华游轮方面，必须先向地方航运管理部门申报，由其根据游轮公司运营年限、历年运营情况等决定是否进一步申报至长江航运管理局，并最终由长江航运管理局根据长江运力情况进行审批。新船建造、试航及最终出厂还需经过中国船级社、海事部门及地方航运部门的全程监督和管理。

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 1.5-2 年左右时间。因此，在较高的行政许可壁垒下，行业游轮运力大幅投放形成恶性竞争的概率较小，而且运营良好的企业在新船建造审批方面具有优势。

## 四、募资项目分析

公司本次拟向社会公开发行股票 1500 万股，占发行后总股本 25.21%，共需要募集资金 1.76 亿元。本次发行募集资金拟用于“世纪系列”涉外豪华游轮新建项目，拟建 2 艘新一代五星级涉外豪华游轮，项目总投资为 17,619 万元。

表 15：公司募投项目一览

项目名称	募投资金总投资额 (万元)	第一年		第二年		项目的核准或备案情况
		投资额	比例	投资额	比例	
“世纪系列”2 艘涉外豪华游轮新建项目	17,619	10,920	61.98%	6,699	38.02%	已核准，核准文件号交通运输部长江航务管理局水运批件长水批[2010]16 号，有效

资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

### 4.1 政策壁垒加市场增长 高端游轮供不应求

高端游轮供不应求。一方面，高端游客增长、原有游轮退休所形成了较快的市场需求，而供应方面，却由于政策壁垒及投资游轮企业少等供应不足。截至 2009 年末，长江流域 2002 年以后建造、符合第四代豪华游轮标准的共有 8 艘，仅占长江流域全部运营豪华游轮的 19%。而 1995 年以前建造的即第一、第二代游轮共有 27 艘，占长江流域全部运营豪华游轮的 64%，由于其船体大小、房间面积、船体布局、装饰装潢、舒适度等方面与国际标准存在较大差距，已不能满足境外游客及国内高端游客的消费需求。

### 4.2 公司豪华游轮接待能力将提升 53%

公司该募投项目已经获得交通运输部长江航务管理局核准，按照 2 年左右的建设工期及目前的建造进度，预计两艘游轮最快将于 2012 年二、三季度分别下水运营，届时，公司豪华游轮的接待能力将比目前水平提升 53%，从而进一步提高公司的核心竞争能力、经营实力和盈利水平，在更高的经营平台上实现公司的长远发展目标。

## 五、风险提示

### 5.1 自然灾害、重大疫情等不可抵抗性风险

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。

### 5.2 募投项目进展低于预期的风险

公司本次募集资金将用于“世纪系列”涉外豪华游轮新建项目。募集资金投资项目可行性分析是基于当前国内旅游市场环境、产业相关政策、区域经济发展水平、同类旅游产品价格水平和公司发展战略等因素作出的。上述项目在实施过程中可能会受到市场环境突变、工程进度、工程管理、相关政策变动等因素的影响，可能致使募集资金投资项目的实际盈利水平与预测出现差异。

### 5.3 人民币升值产生的汇兑损失风险

报告期内，公司主营业务中涉及境外的销售业务主要通过美元结算，因此人民重庆新世纪游轮股份有限公司币升值可能给公司带来一定的汇兑损失风险。

## 六、盈利预测与估值

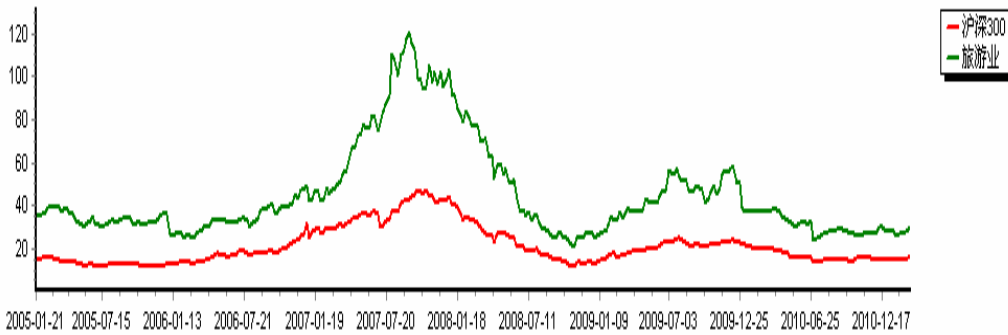
假设募投项目的两艘豪华游轮分别与 2012 年二季度、三季度初下水运营，2012 年均采取自营模式进行运营；船票价格逐步提升，公司预计正常年份票价年提升 5-10%。我们预计公司 11 年、12 年 EPS 分别为 0.78 元和 1.02 元。

公司申购价格为 30 元/股，PE81.08X（每股收益按照 2009 年度经会计师事务所审计的扣除非经常性损益前后孰低的净利润除以本次发行后总股本计算），11 年 PE38.46X。据 Wind 数据，据 Wind 数据，目前旅游公司总体 PE 是 29.07X（TTM 整体法）。

近 3 年上市的旅游企业首发市盈率平均水平为 57 倍，湘鄂情 61 倍，首日上市涨幅为 41.32%；离公司发行最近的去年底上市的宋城股份发行市盈率为 53 倍，其首日涨幅为 21.679%。

我们认为世纪游轮上市首日涨幅应在 10%上下波动，上市首日价格应为 31.5—34.5 元波动。

图 10: 2005 年以来旅游业与沪深 300 PE 对比图 (TMM 整体法)



资料来源: Wind 西南证券研发中心

表 16: 公司业绩预测与估值

科目 (百万元)	2009A	2010(E)	2011(E)	2012 (E)
EPS(摊薄:元)	0.52	0.77	0.78	1.02
营业收入 (百万元)	184	239	282	356
营业成本	134	174	199	246
毛利率	27.18%	27.16%	28.76%	30.11%
营业利润	26	36	49.7	69.8
利润总额	27	40	54	69.8
净利润 (百万)	23	34	47	62

## 西南证券投资评级说明

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，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询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

**西南证券研究发展中心**

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>