

2020年08月24日

渤海轮渡 (603167.SH)

乘黄金航道，驶入跨境电商蓝海

■公司为渤海湾客运龙头企业，全渠道布局跨境电商平台发展有望迎来新机遇。1) 公司主业为客货滚运输等业务；其中，客滚运输 2019 年营收占比 80.6%，主营航线为大连-烟台航线；控股股东为辽渔集团（持总股本 38.74%）；2019 年公司营收 16.63 亿元/近四年 CAGR 8.9%；归母净利润 4.10 亿元/近四年 CAGR 24.4%；且公司分红率较高，上市以来分红率高达 48.56%。2) 根据 2020 年 8 月 6 日公告，公司已与烟台保税港区管理委员会签署《战略合作协议》，且承诺于 2020 年 12 月 31 日前设立烟台综保区跨境电商有限责任公司，有望成为国内首个中日韩跨境电商项目；同时在客滚船上开设展示店，线下融合烟台市日韩旅游流量，线上合作 8 大快递公司不排除发力直邮业务，有望为公司未来发展带来崭新机遇。

■携手烟台保税区+共建快递大通道，全渠道切入日韩特色跨境电商业务潜力巨大。

1) 政策持续支持，国内跨境电商行业快速壮大：相比机场免税、离岛免税和出境购买，跨境电商可在线上平台（天猫国际、考拉海购等）随时随地购买的空间优势；相比个人代购和海淘则具备到货时间快及大平台背书下品质保障的核心优势。经过 2015 年至今的 5 轮试点运营城市扩容+3 轮可售进口品类放开+进口商品综合税率下调（0%关税，消费税及增值税*70%）的政策支持，国内进口跨境电商 2019 全年交易规模已超 2.47 万亿元/YoY+30%，为国内消费者购买境外商品的核心渠道。2) 绑定保税区+联手日韩资源+合作快递物流，公司跨境电商新业务发展潜力巨大：①政策优势：烟台为国家级跨境电商综合试验区城市，保税区内跨境电商产业园面积达 3 万平方米，并对相关企业在租金、仓储、运营、扶持等多个层面设立奖金，降低初期运营压力。②价格优势：根据公告，综合保税区绝大部分商品采用综合税率仅 9.1%，对于境外集中采购和厂家直供商品，消费者可以享有比在境外免税店更低的购买价格。此外，公司具备多年中日韩船舶运营和船舶免税店经营经验，且在公告中明确指出将打造日韩跨境商品分拨中心，因此未来或不排除与日韩企业形成深层次供货合作，进一步扩大采购价格优势。③区位优势：烟台保税区外与日韩隔海相望、内接海陆空交通枢纽，处于最佳商贸物流聚焦位置；在运输成本方面，根据公告，公司还计划开辟对韩对日跨境电商海运快线，实现跨境电商货物运输的最优价格和最快时效。④线下流量：公司 2019 全年客滚船舶等客流近 300 万人次（公告数据），其中三分之一以上为旅行社组团，对发展“旅游+购物”具备引流优势。根据公告，公司将在每艘客滚船上开设展示店，同时采用与旅行社广泛合作，将日韩保税商品购物体验嵌入到烟台旅游产业链中，保证线下销售端丰富的客源和收入。⑤线上直邮：根据公告，公司拟开辟对韩对日跨境电商海运快线，同时与 8 大快递公司签署合作协议，实现跨境电商货物运输的最优价格和最快时效，未来不排除实现线下购物和线上直邮的全渠道布局，发展潜力巨大。3) 相对成熟下获有望增厚净利 8~13 亿元：我们预计在相对成熟状态下，保守假设公司线下客流仍为 300 万人次，对应中远期（5-10 年）的购物转化率为 30-40%，客单价 3000~4000 元，对应线下跨境电商业务有望新增营收 27~48 亿元；线上直邮业务假设用户人数 600-800 万人，客单价 700-800 元，对应线上业务新增营收 42-64 亿元；整体中远期（5-10 年）的跨境电商业务营收预计 69-112 亿元，给予综合净利率 12%假设下，对应净利润增厚 8.3-13.4 亿元。

■存量运输业务：运力、航线积极拓展，业务触角纵横延伸：1) 航线优质：渤海湾大连-烟台航线为公司业务核心，且“烟-连”航线水路较陆路节约 1325 公里，具备显著运距优势。除核心航线以外，公司不断拓展蓬莱-旅顺、龙口-旅顺等航线，2020 年 3 月收购了主营威海-大连航线的威海市海大客运有限公司，国内航线扩充至四线，并在 2014 年开辟烟台-平泽航线迈向国际。2) 运力领先：公司拥有 11 艘大型客货滚

公司深度分析

证券研究报告

航运

投资评级 **买入-A**
首次评级

股价 (2020-08-21) **17.63 元**

交易数据

总市值 (百万元)	8,335.58
流通市值 (百万元)	8,210.42
总股本 (百万股)	472.81
流通股本 (百万股)	465.71
12 个月价格区间	7.08/17.63 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	113.57	110.55	88.33
绝对收益	115.0	130.69	105.57

刘文正 分析师
SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

相关报告

船运营,船舶总吨位 46 万吨、总客位 2.5 万位,在渤海湾客滚运输的市占率高达 55.6% 位居首位,整体平均船龄为 9-10 年,比主要竞争者中海客轮年轻 5-6 年。考虑到行业准入门槛不断提高,政策保障优质竞争格局; 3) **业务拓展**: 横向拓展邮轮货滚运输等,纵向涉及上游船舶燃油销售,运输主业有望多元化拓展。

■ **投资建议**: 买入-A 投资评级。考虑到公司跨境电商业务有望今年开始布局,我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 13.1 亿元/21.3 亿元/26.7 亿元,对应增速 -21.4%/+62.8%/+25.6%; 归母净利润为 2.45 亿元/5.00 亿元/7.38 亿元,对应增速 -40.4%/+104.4%/+47.2%; 在中远期(5-10 年)相对成熟状态下,预计跨境电商业务的收入为 69-112 亿元,对应归母净利润 8.3-13.4 亿元,给予 20x PE 目标估值,对应市值为 166-268 亿元; 存量业务保守假设对应收入 20 亿元,归母净利润 6 亿元,给予 8x PE 目标估值,对应市值为 48 亿元; 整体中远期(5-10 年)目标市值为 214 亿元~316 亿元。首次给予买入-A 的投资评级。

■ **风险提示**: 客流运输人次不及预期、跨境电商业务布局进展不及预期,商品渠道供应商合作不及预期,宏观经济下行等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	1,668.2	1,662.9	1,307.7	2,129.4	2,674.6
净利润	400.7	410.3	244.7	500.3	736.7
每股收益(元)	0.85	0.87	0.52	1.06	1.56
每股净资产(元)	7.28	7.18	7.62	8.10	8.78

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	20.8	20.3	34.1	16.7	11.3
市净率(倍)	2.4	2.5	2.3	2.2	2.0
净利率	24.0%	24.7%	18.7%	23.5%	27.5%
净资产收益率	11.6%	12.1%	6.8%	13.1%	17.8%
股息收益率	3.4%	2.3%	1.7%	3.5%	4.7%
ROIC	11.9%	10.3%	6.8%	13.0%	19.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 亚洲头部客滚运输企业，发力跨境电商平台发展迎新机！	5
1.1. 公司为亚洲领先客滚运输企业，主打日韩商品共建跨境电商新业务	5
1.2. 过去4年营收稳中有增，归母净利润 CAGR 24.4%	6
2. 携手保税区+共建快递大通道，全渠道切入跨境电商潜力巨大	9
2.1. 行业层面：政策支持+产业优化，跨境电商步入发展黄金期	10
2.1.1. 5轮城市扩容+3轮品类放开+商品税率下调，跨境电商市场迎来持续发展	10
2.1.2. 平台多+直播带货+社交传播，跨境电商规模高增长可持续	11
2.2. 烟台保税区发展日韩跨境电商先天优势好，公司全渠道布局发展迎新机	13
2.2.1. 临近日韩+政策扶持，烟台保税区发展跨境电商具备优势基础	14
2.2.2. 综合税率 9.1% 价格优势凸显，深耕日韩客运不排除同境外企业合作共赢	15
2.2.3. 线下 300 万客流+合作快递公司发力线上，公司全渠道布局跨境电商潜力巨大	16
2.3. 相对成熟下，估测跨境电商业务营收 69-112 亿元，净利润 8.3-13.4 亿元	17
3. 运输业务：运力、航线积极拓展，业务触角横纵延伸	20
3.1. 立足“烟-连”黄金航线，触角延至国内外	20
3.2. 运力居渤海湾首位，准入门槛保障优质格局	22
3.3. 业务纵横拓展，初露尖尖角	23
4. 投资建议：中远期目标市值 214~316 亿元	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：公司主要业务结构	5
图 2：公司发展历程	6
图 3：公司实际控制人为辽宁省国资委	6
图 4：2015-2019 年公司营业收入及增速	7
图 5：2015-2019 年公司归母净利润及增速	7
图 6：公司期间费用率主要受财务费用波动影响	7
图 7：公司毛利率水平相对稳定	7
图 8：客滚运输为公司营收最主要构成	7
图 9：2019 年渤海湾客滚运输车辆市场份额	8
图 10：2019 年渤海湾客滚运输旅客市场份额	8
图 11：2019 年进口跨境电商用户规模增至 1.25 亿人	10
图 12：2019 年跨境电商规模规模达 2.47 万亿元	10
图 13：跨境电商平台多	12
图 14：海淘直播打造场景化购物体验	12
图 15：61.2% 的海淘用户观看直播后会购买相关产品	12
图 16：跨境电商模式示意图	13
图 17：烟台综合保税区	14
图 18：保税区区位优势明显	14
图 19：日本成为中国化妆品相关商品第一进口大国	17
图 20：中国对韩国化妆品相关商品进口额快速增长	17
图 21：烟台保税港区跨境电商展销中心商品宣传	17
图 22：烟台保税港区跨境电商展销中心导览	17
图 23：烟台港位于渤海湾南岸，区位优势明显，发展潜力巨大	20

图 24：“烟-连”渤海湾黄金航线运距优势示意图.....	21
图 25：我国邮轮行业规模及增速（亿元）	24
图 26：公司邮轮业务占比逐年提升（亿元）	24
表 1：跨境电商的两种物流模式.....	9
表 2：5 轮跨境电商综试区扩容，跨境电商制度、体系逐步完善.....	10
表 3：跨境电商品类限制及购买限额逐步放宽.....	11
表 4：跨境电商相关税率变化过程.....	11
表 5：主流跨境电商平台加强社交化布局.....	13
表 6：烟台保税区跨境电商专项支持政策.....	15
表 7：2019 年 10 大快递公司物流时限准时率排名.....	16
表 8：线下保税区跨境电商营收测算（亿元）	18
表 9：线上跨境电商业务营收测算（亿元）	18
表 10：公司客滚运输航线扩充情况.....	22
表 11：公司与竞争对手相比具有运力优势（截至 2020 年）	22
表 12：公司船队情况.....	23
表 13：关于渤海湾地区运力控制相关政策与文件.....	23

1. 亚洲头部客滚运输企业，发力跨境电商平台发展迎新机！

1.1. 公司为亚洲领先客滚运输企业，主打日韩商品共建跨境电商新业务

山东省首家登陆 A 股的航运企业，亚洲规模最大、综合运输能力最强的客滚运输企业之一。公司拥有烟台至大连、蓬莱至大连、蓬莱至旅顺和龙口至旅顺航线的客滚运营资质，其中，烟台至大连航线为公司设立以来主要经营的航线。公司过去核心主业为从事客货滚运输、邮轮业务、融资租赁、船舶燃油销售等业务。经过多年的努力经营，公司已建立并巩固渤海湾客滚运输行业龙头企业的市场地位，2017-2019 年公司车客运量、市场份额均位居全国同类企业之首。公司连续多年获得交通运输部“安全诚信公司”等荣誉称号，被交通运输部认定为安全生产标准化一级达标企业，成为全国交通行业首家获此荣誉的客运企业。

与烟台保税区签订战略合作协议，共同建设跨境电商供应链平台，主打日韩商品贸易为特色，公司发展有望迎来新机遇。根据 2020 年 8 月 6 日发布的公告，公司已与烟台保税港区管理委员会签署了《战略合作协议》。其中，公司将于 2020 年 12 月 31 日前设立“烟台综保区跨境电商有限责任公司”，并设立保税商品体验中心，经营进出口商品代理、航运、仓储、展示、配送和电子商务平台运营。同时，公司也将在客滚船上开设展示店，建设集跨境电商线下体验、线上销售、仓储分拨、金融服务等四大板块于一体的跨境电商综合服务平台。公司携手烟台综合保税区在跨境电商产业领域中迈出了全新的一步。

图 1：公司主要业务结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

公司成立至今已 22 余年，外延内生驱动持续发展。1998 年，山东渤海轮渡有限公司成立，并在 2006 年进行了股份制改造；2012 年，公司 A 股在上海证券交易所上市，成为航运行业内首家上市公司；2014 年，公司成立全资子公司渤海邮轮有限公司，开启邮轮业务布局；2016 年，注册成立天津渤海轮渡航运有限公司，进行货滚运输业务；2020 年，公司收购海大客运 66.67 股份，成为绝对控股股东，进一步做强做大公司的主营业务。

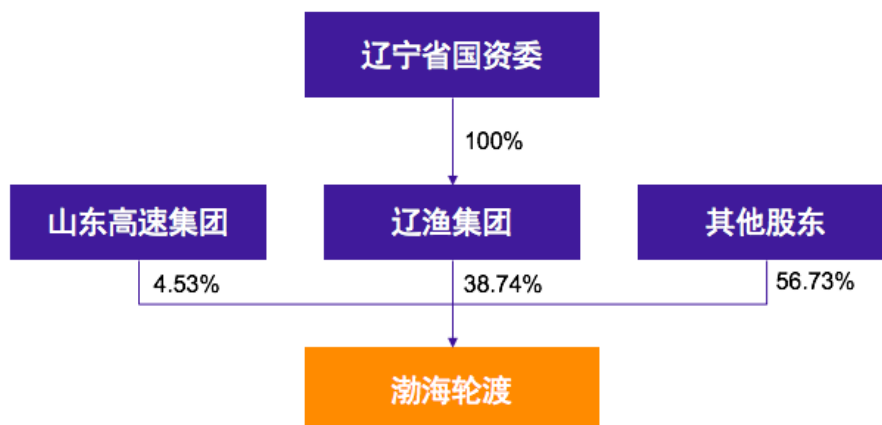
图 2：公司发展历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司股权结构为国资背景，辽渔集团为控股股东持股 **38.74%**。辽宁省国资委为公司实际控制人，共持有辽渔集团 100% 股权，而辽渔集团直接持有公司 **38.74%** 股权，为公司的控股股东；公司无其他持股 5% 以上股东，第二大股东为山东高速集团，持股 **3.53%**，股权结构较为集中且稳定。

图 3：公司实际控制人为辽宁省国资委

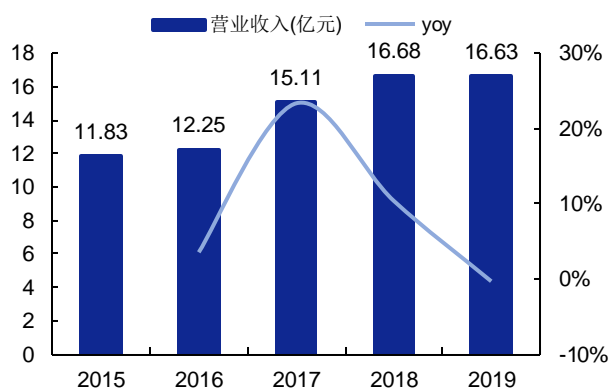


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 过去 4 年营收稳中有增，归母净利润 CAGR 24.4%

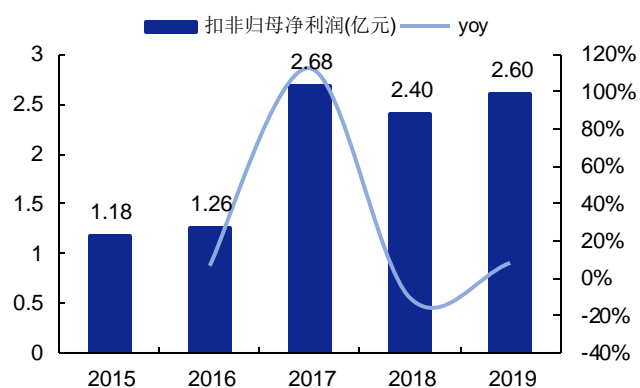
公司主业的营业收入过去 4 年稳中有增，归母净利润 **CAGR 24.4%**。1) 2019 年公司实现营业收入 16.63 亿元，同比略有下降，近四年 CAGR 为 8.89%，呈现稳中有增的趋势；实现扣非归母净利润 2.60 亿元，同比增加 8.0%，近四年 CAGR 为 21.8%，主要原因系公司采取降低船舶燃料消耗等措施，积极实施降本增效管理，导致 2019 年营业成本减少。2) 分业务来看，2019 年客滚运输业务收入达 13.40 亿元，占比 80.58%，是支撑公司的主要业务，也是公司发展的根基；同时邮轮业务正在逐渐发展，2019 年实现营收 1.59 亿元，占比 9.53%，有望进一步改善公司经营结构。

图 4：2015-2019 年公司营业收入及增速



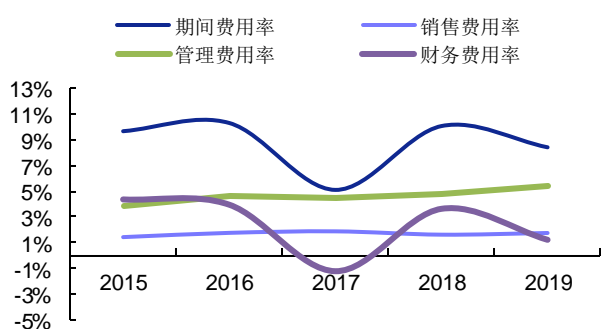
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：2015-2019 年公司归母净利润及增速



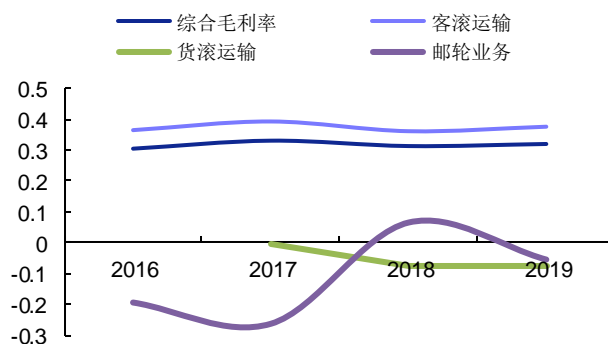
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：公司期间费用率主要受财务费用波动影响



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

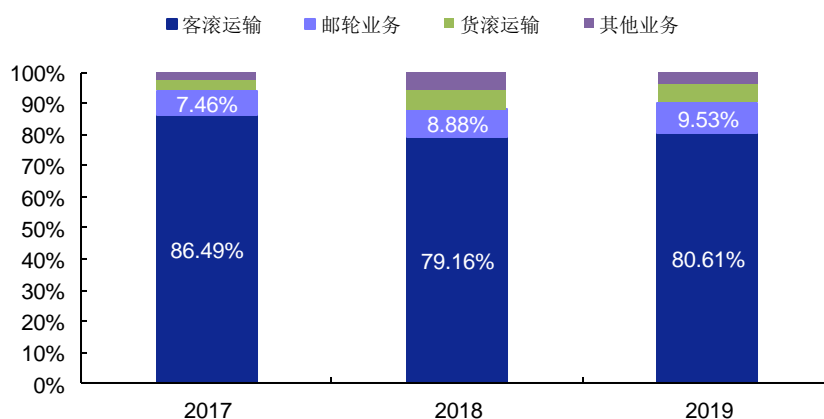
图 7：公司毛利率水平相对稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：根据 2016 年公司新的业务划分

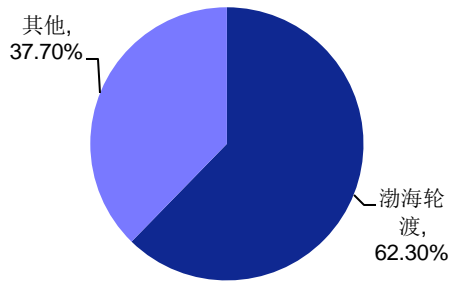
图 8：客滚运输为公司营收最主要构成



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

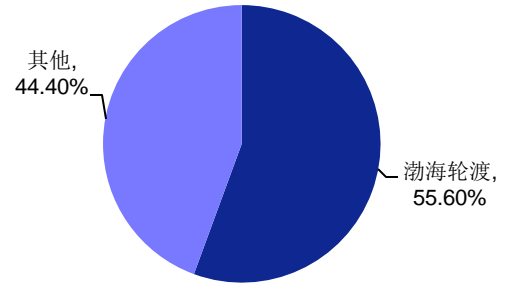
公司是国内运力规模最大、综合运输能力最强的客滚运输企业。车客运量、车客市场占有率、收入、利润等主要经营指标连续 12 年位居全国同类企业之首。2019 年牢牢掌握客滚运输市场主导地位，全年车运量完成 81.5 万辆次；客运量完成 283 万人次；在渤海湾客滚运输市场中，车辆市场份额为 62.3%，旅客市场份额为 56.6%，市占率稳居第一。

图 9：2019 年渤海湾客滚运输车辆市场份额



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：2019 年渤海湾客滚运输旅客市场份额



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 携手保税区+共建快递大通道，全渠道切入跨境电商潜力巨大

跨境电商是一种由平台方管理的海淘方式，以保税备货和海外直邮两种模式为主。1) 跨境电商作为海淘的一种形式，消费者可以便捷地通过跨境电商平台采购到海外商品，相较于消费者直接到国外电商网站购买商品的模式而言，跨境电商具有无语言、支付障碍，通关快，物流快等优势。而相较于国内电商而言，跨境电商可以采购到国内未上市的商品，且由于税率的优惠，商品价格也更具优势。

表 1：国内消费者购买海外商品渠道对比

	跨境电商	免税店	免税店直邮到家	代购/海淘	国外购买
代表运营商	网易考拉、天猫国际等	中国中免、中出服等	日上上海（中免）	亚马逊、Farfetched 等	-
购买条件	-	需要国际/地区机票、护照等凭证	需要“直邮券”	-	-
提货方式	海外仓或保税仓发货，快递到家	市内离境：机场提货；其他：现场提货	保税仓发货，快递到家	国外发货，快递到家	现场提货
到货速度	海外仓集货：较慢；保税仓发货：快	快	快	较慢	快
报关概率	报关	不报关，抽查	不报关	不报关，抽查	不报关，抽查
税收	限额以内：0 关税+70%消费税、增值税； 限额以外：按一般贸易全额缴税	限额以内：免税； 限额以外：按一般贸易全额缴税	若抽检物品超出免税额度需缴纳行邮税	若抽检物品超出免税额度需缴纳行邮税	若抽检物品超出免税额度需缴纳行邮税
可靠度	基于跨境电商平台	可靠	可靠	基于代购者或海淘平台	可靠

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心整理

2) 目前跨境电商模式主要分为两种，保税备货模式与海外直邮模式。保税备货模式由保税仓发货，配送时效最快；海外直邮模式由海外供应商直接发货，配送速度较慢，但可选商品品类更为多样。

表 2：跨境电商的两种物流模式

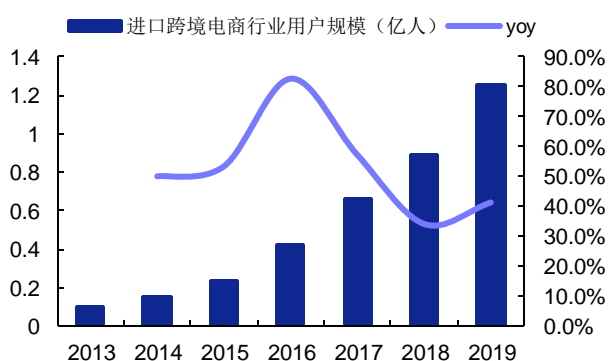
模式	保税备货模式	海外直邮模式	
		小包裹直邮	集货直邮
简介	商品暂存在国内保税仓库，消费者下单后从保税仓清关、发货	消费者下单后，由国外供应商直接发货经过海关清关，快递至消费者手中	消费者下单后，由境外供应商集中订单，统一采购、发货，经过海关清关，快递至消费者手中
物流模式	保税仓→海关清关→快递→消费者	国外供应商→（海外仓库）→国际物流→海关清关→快递→消费者	国外供应商→海外仓库→国际物流→海关清关→快递→消费者
成本	商品囤放在保税仓，如商品过期，需要在海关监督下进行销毁，跨境电商平台和商家要承担商品销毁的成本	海外仓建设成本、非规模化运营阶段的成本但模式较为灵活	
包裹大小	小包裹	小包裹	大包裹
清关速度	较快，1-2 天		较慢
消费者收货速度	最快，保税仓发货收货时间最快	较慢，等待收货时间长	最慢，等待收货时间最长
适用品类-品类类型	(1) 标品 (2) 受到市场检验认可的热款 (3) 大众商品	(1) 非标品 (2) 处于测试阶段的新品 (3) 品类多样，可以满足长尾需求	
适用品类-模式切换	← 存放在海外仓进行新品测试的商品被市场认可后，可以转为保税仓模式		
商品售后-退货	无法退回保税仓 自建退货仓存放退货商品	(1) 国内有保税仓，可将货物在保证二次销售的情况下退还国内分支或者保税仓 (2) 国内无保税仓，需回程寄送	
商品售后-退货成本	商品未缴税，且无法缴纳行邮税，退货商品无法进行二次销售，承担较大的退货成本	回程寄送的需要承担较高的国际物流配送、时效、清关等成本	

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

2.1. 行业层面：政策支持+产业优化，跨境电商步入发展黄金期

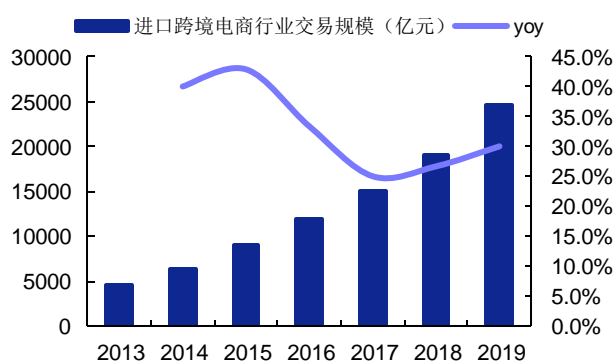
政策持续支持下，跨境电商产业持续优化带动规模大增，2019年进口跨境电商交易规模破2.47万亿元。在消费升级的大背景下，随着相关政策的完善、跨境电商平台的丰富、商家供应链配套设施升级、社交化营销的渗入、直播带动购物体验感的提升等多方面因素共同推动跨境电商用户、交易规模高速增长。根据网经社电子商务研究中心发布的《2019年度中国跨境电商市场数据监测报告》，2019年中国进口跨境电商市场交易规模为2.47万亿元，同比2018年1.9万亿增长30%。（含B2B、B2C、C2C和O2O等模式）；用户规模1.25亿人，同比2018年的8850万人增长41.24%。

图 11：2019 年进口跨境电商用户规模增至 1.25 亿人



资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

图 12：2019 年跨境电商规模规模达 2.47 万亿元



资料来源：网经社，安信证券研究中心

2.1.1.5 轮城市扩容+3 轮品类放开+商品税率下调，跨境电商市场迎来持续发展

5 轮试点城市扩容，制度、业务体系逐步完善，为跨境电商的运营提供良好的生长土壤。自 2015 年设立杭州跨境电商综合试验区以来，国家在北京、杭州等 105 个城市和地区分批次设立了跨境电商综合试验区，旨在跨境电子商务交易、支付、物流、通关、退税、结汇等环节的技术标准、业务流程、监管模式和信息化建设等方面先行先试，通过制度创新、管理创新、服务创新和协同发展，破解跨境电子商务发展中的深层次矛盾和体制性难题，打造跨境电子商务完整的产业链和生态链，逐步形成一套适应和引领全球跨境电子商务发展的管理制度和规则，为推动中国跨境电子商务健康发展提供可复制、可推广的经验。随着大量试点城市跨境电商运营的进行，跨境电商产业链、相关制度逐步成熟，为我国跨境电商的发展提供了良好的土壤。

表 3：5 轮跨境电商综试区扩容，跨境电商制度、体系逐步完善

时间	文件名称	综试区个数
2015 年 3 月	《关于同意设立中国（杭州）跨境电子商务综合试验区的批复》	1
2016 年 7 月	《关于同意在天津等 12 个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复》	12
2018 年 7 月	《关于统一在北京等 22 个城市设立跨境电子商务综合实验区的批复》	22
2019 年 12 月	《关于统一在石家庄等 26 个城市设立跨境电子商务综合实验区的批复》	24
2020 年 5 月	《关于统一在雄安新区等 46 个城市和地区设立跨境电子商务综合实验区的批复》	46

资料来源：国务院文件，安信证券研究中心

3 轮放宽跨境电商进口商品品类、限额，跨境电商购物条件持续向好。1) 品类限制：2016 年 3 月，进口清单中仅包含部分食品饮料、服装鞋帽、家用电器以及部分化妆品、纸尿裤、儿童玩具、保温杯等 8 个税号商品；2018 年 11 月，国家开始扩大商品清单范围，增加了葡萄酒、麦芽酿造的啤酒、健身器材等 63 个税目商品；2019 年 12 月，商品清单进一步扩大

调整, 新增冷冻水产、酒类、电器等 92 个税目商品。2) 购物限额: 自 2016 年 3 月财政部等部门宣布对跨境电商零售进口清单内商品实行限额内零关税、进口环节增值税和消费税按法定应纳税额 70% 征收以来, 2018 年 11 月相关部门再度宣布进一步提高享受税收优惠政策的商品限额上限, 将单次交易限值由目前的 2000 元提高至 5000 元, 将年度交易限值由目前的每人每年 2 万元提高至 2.6 万元, 今后随居民收入提高进行调增。

表 4: 跨境电商品类限制及购买限额逐步放宽

时间	部门	文件	品类限制	购买限额
2016 年 3 月	财政部、海关总署、国家税务总局	《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	-	20000 元/人/年 2000 元/人/次
2016 年 4 月	财政部、发改委、工信部等部门	《跨境电子商务零售进口商品清单》	部分食品饮料、服装鞋帽、家用电器以及部分化妆品、纸尿裤、儿童玩具、保温杯等 8 个税号商品	-
2018 年 11 月	财政部、税务总局、商务部、海关总署	《关于完善跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	-	26000 元/人/年 5000 元/人/次
2018 年 12 月	财政部、发展改革委等部门	《跨境电子商务零售进口商品清单(2018 年版)》	增加了葡萄酒、麦芽酿造的啤酒、健身器材等 63 个税目商品	-
2019 年 12 月	财政部、发展改革委等部门	《关于调整扩大跨境电子商务零售进口商品清单的公告》	增加了冷冻水产、酒类、电器等 92 个税目商品	-

资料来源: 财政部等政府官网, 安信证券研究中心

跨境电商的增值税+消费税连续下调, 商品价格优势凸显。 1) 跨境电商综合税率: 2016 年 3 月, 国家财政部、海关总署等部门发布《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》。规定跨境电商限额以内商品关税率为 0, 进口环节增值税、消费税按法定 70% 征收, 促进了跨境电子商务零售进口行业的健康发展, 激发了市场潜力。2) 增值税、消费税: 2018 年 4 月, 财政部和国家税务总局发布《关于调整增值税税率的通知》, 将原 17%、11% 的增值税率调整为 16%、10%; 2019 年 3 月, 增值税进一步下调为 13%、9%; 2016 年 9 月, 发布《关于调整化妆品进口环节消费税的通知》, 免征普通化妆品消费税, 高档化妆品进口环节消费税税率由 30% 降低至 15%。增值税与消费税的调降将更好地激发消费者的购买潜力, 有利于跨境电商的进一步发展。

表 5: 跨境电商相关税率变化过程

时间	税率品种	税率变化	对象
2016 年 3 月	关税	限额以内为 0	限额内商品
	进口环节增值税、消费税	按法定 70% 征收	限额内商品
2016 年 9 月	消费税	由 30% 下调为 15%	高档化妆品 (普通化妆品免征)
2018 年 4 月	增值税	原 17%、11% 的增值税率调整为 16%、10%	所有品类
2019 年 3 月	增值税	原 16%、10% 的增值税率调整为 13%、9%	所有品类

资料来源: 国家税务总局等政府官网, 安信证券研究中心

2.1.2. 平台多+直播带货+社交传播, 跨境电商规模高增长可持续

丰富平台网罗各渠道流量, 做大跨境电商规模。 目前经营跨境电商的平台多, 包括天猫国际、考拉海购、京东国际等经营品类丰富的综合性平台, 蜜芽等经营母婴等细分产品的垂直类平台, 利用各自平台流量资源开展跨境电商业务, 使得跨境电商触达人群规模逐步扩张。目前各大跨境电商平台都采用自营+平台模式, 拥有自营的保税仓或海外仓的同时向广大跨境电商企业提供交易平台。跨境电商企业可以入驻多家平台, 挖掘各个平台不同的流量优势, 最大化客户来源。

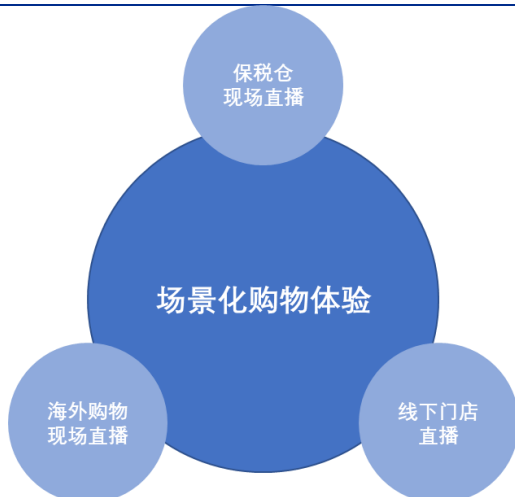
图 13: 跨境电商平台多



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

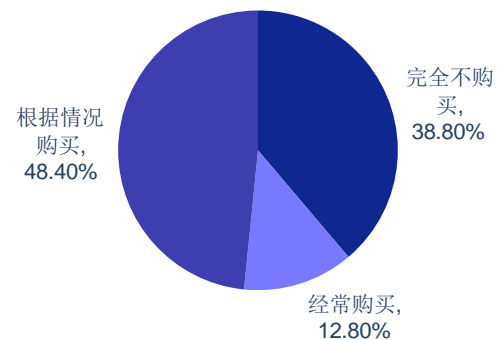
直播带货打造场景化购物体验，成为跨境电商平台的增长新动力。对于跨境电商而言，直播带货更、是同时解决获客与体验两大问题，成为引流及提高购买转化率的法宝之一。目前海淘直播主要有三种形式，海外购物现场直播、保税仓直播和跨境电商线下门店直播。主播与用户高频、强交互、强信任感的场景，多方位展示海外商品，起到较好的导购作用。根据艾媒资讯统计数据显示，51.9%的海淘用户观看过海淘直播，其中61.2%在观看直播后会购买相关产品。随着直播带货模式的兴起，更多平台上线直播功能，更多人通过直播的方式来了解商品，跨境电商的购物体验得以提升，线上销售效率有效提高。

图 14: 海淘直播打造场景化购物体验



资料来源：艾媒网，安信证券研究中心

图 15: 61.2%的海淘用户观看直播后会购买相关产品



资料来源：艾媒网，安信证券研究中心

主流跨境电商平台加强社交化布局，扩大跨境电商影响力，吸引更多流量。将关注、分享、沟通、讨论、互动等社交化元素应用于跨境电商传播过程，具有更强的导购作用，有助于跨境电商平台扩大影响力，吸引更多流量和热度带动销量。各大主流跨境电商平台纷纷布局社交化传播，利用拼团、分享等模式，快速传播实现用户裂变。社交化传播已成为主流营销方式，在获客成本日益增加的当下，随着社交零售的发展，跨境电商借力进一步扩大用户规模。

表 6: 主流跨境电商平台加强社交化布局

平台	社交化布局
洋码头	海淘拼团、砍价 0 元拿、小程序分享；会员制社交电商；上线全球优选，注册会员，一旦朋友通过会员分享购买商品，会员可获得 5% 至 55% 的回扣。
考拉海购	与社交电商粉象生活与达成 CPS 合作，孵化社交电商“友品购”，采用分销的模式，用户在平台开店赚取销售返利，平台承包销售之外的发货等环节。
苏宁国际	苏宁推客+苏小团+苏宁小店模式，深挖社群渠道、利用拼购模式，发挥苏宁 O2O 优势，筛选苏宁小店，通过店内社交裂变玩法，对苏宁国际的产品进行引流。
天猫国际	双十一期间开展“全面开瞄铺”、“盖楼大挑战”、“分享愿望清单”等活动，通过用户之间相互邀请，完成任务，赚取瞄币，瓜分红包。
京东国际	618 期间推出社交魔方，包括“百万好货 1 元抢”、“一元帮帮团”、“边买边赚瓜分千元红包”等趣味玩法，吸引用户关注并形成自传播。

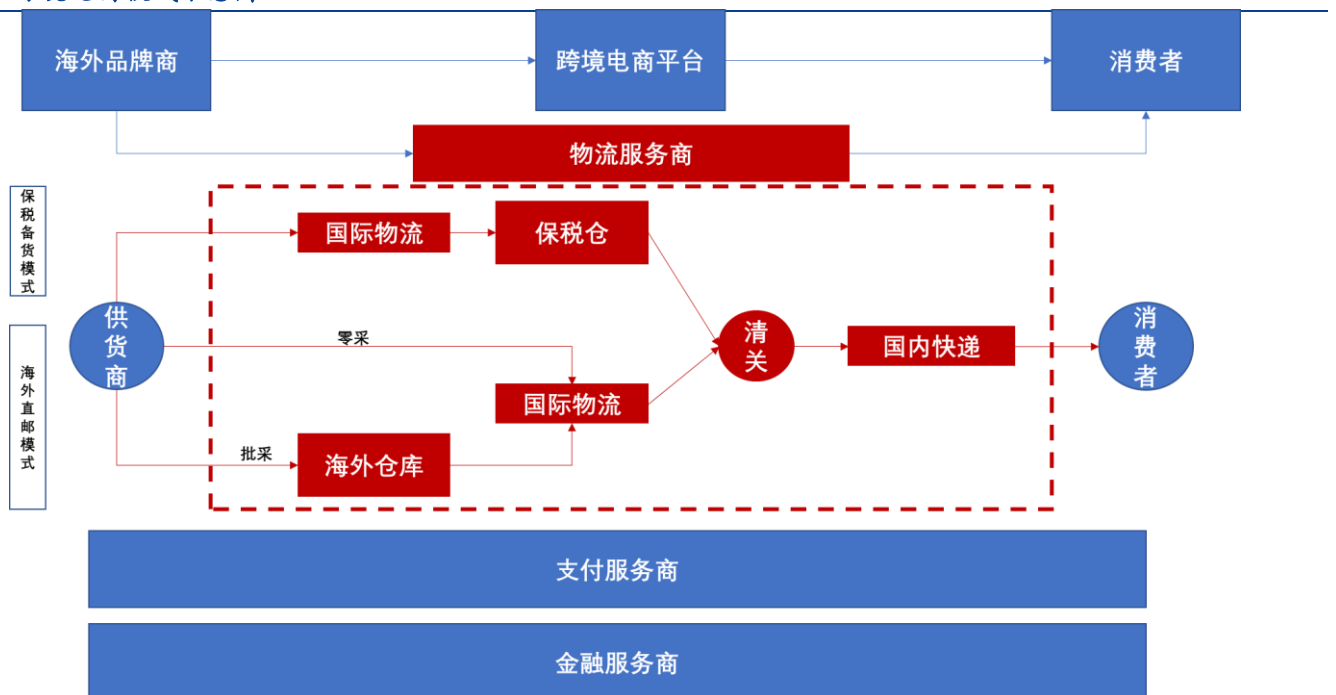
资料来源：艾媒网，安信证券研究中心

2.2. 烟台保税区发展日韩跨境电商先天优势好，公司全渠道布局发展迎新机

联手烟台保税港抢占保税区资源，打造国内首个中日韩跨境电商项目。2020 年 8 月 6 日，公司与烟台保税港区签订合作协议共建跨境电商供应链平台，签约仪式在烟台综合保税区举行，双方决定在跨境电商、航运物流、智能化仓储、供应链金融、系统支持等多个领域建立全面合作关系。该项目是国内首个政企合作以主打日韩商品贸易为特色的跨境电商项目。公司承诺于 2020 年 12 月 31 日前独资经营或与外资供应商合资合作设立、或指定关联出资方设立“烟台综保区跨境电商有限责任公司”，注册资本不低于 10000 万元人民币，经营进出口商品代理、航运、仓储、展示、配送和电子商务平台运营。

全面布局跨境电商产业链，压缩成本、提升物流时效，强化价格优势。跨境电商产业链主要由 4 个角色参与完成，上游品牌商提供海外商品货源，通过中游跨境电商平台销售，然后由物流服务商进行国际、国内的商品运输、通关、报关等流程，最终送达下游消费者。本次公司入局跨境电商，有望结合此前的船舶免税店经营经验挖掘上游采购资源；利用自身航线资源，携手保税仓和国内快递公司覆盖产业中游三大环节，最优化跨境电商商品运输效率，压缩运营成本，为消费者提供价格优惠、正品保障、快速送达的海外商品；同时通过大型跨境电商平台以及线下保税区商品中心，打开线下线上市场。

图 16: 跨境电商模式示意图



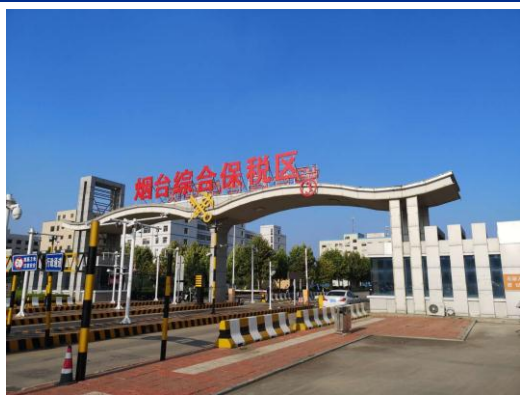
资料来源：安信证券研究中心整理

2.2.1. 临近日韩+政策扶持，烟台保税港区发展跨境电商具备优势基础

政策支持为烟台保税区内开展跨境电商业务带来新的机遇。2019年12月，国务院下发《关于同意在石家庄等24个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复》，烟台位列国家级跨境电商综合试验区城市之中。2020年1月，商务部、发展改革委、财政部、海关总署、税务总局、市场监管总局等六部委联合印发《关于扩大跨境电商零售进口试点的通知》，将烟台市纳入跨境电商零售进口试点范围。目前，烟台综合保税区为跨境电商产业构建了2400平方米海关标准化查验中心，跨境电商产业园一期、二期、三期面积为3万平方米，集跨境电商体验、孵化、外贸综合服务、特色保税展示、跨境投资金融等功能为一体，园区内设展示交易区、会展区、商务办公及餐饮区、网红直播基地、新业态孵化区等功能分区，可为电商企业提供监管通关、保税仓储、报关清关、物流配送等全方位专业服务。

烟台保税港区区位优势明显，处于最佳商贸物流聚集位置，为国际国内运输提供便利。烟台保税港区位于烟台市城区北部，外与日韩隔海相望（距离韩国235海里，距离日本529海里），内与城区紧密相连，距离市区中心商圈不到2公里，距烟台火车站1公里，距烟台国际蓬莱机场47公里，北接沈海高速，与烟大铁路轮渡仅一网之隔，与烟台港无缝衔接，连接海陆空铁交通枢纽，处于最佳商贸物流聚集位置。烟台保税港区利用其优越的地理位置，高效链接跨境商品在国际国内、海陆空运输环节，同时保税仓备货模式，通关、报关速度快，进一步提升时效。将充分发挥海关特殊监管区优势，积极协调争取保税展示、跨境电商产品区内线下自提、跨境产品国际采购、保税进口、直邮进口等政策。同时将已入驻综合保税区的供应商、电商平台、物流企业与公司线上业务对接。

图 17：烟台综合保税区



资料来源：实地拍摄，安信证券研究中心

图 18：保税港区区位优势明显



资料来源：百度地图，安信证券研究中心

享受烟台保税港区内跨境电商专项支持政策补贴，降低初期运营成本。根据烟台保税港区2020年4月24日发布的《烟台保税港区关于促进跨境电子商务发展的若干意见》，对辖区内跨境电商企业给予办公、仓储、运营等方面一系列扶持：①租金：免除40平方米办公场所一年期的租金；②仓储成本：对承租区属国有经营性仓库开展跨境电子商务的企业，年度跨境电子商务进出口额在5000万元人民币（含）以上的，按照核定的实际使用面积，第一年给予100%租金支持（单个企业每年最高不超过50万元）；③运营成本：对年度跨境电子商务进出口额达到500万元人民币的企业，按照当年度海关实际放行单量给予2元/单支持，单个企业每年最高不超过40万元；④扶持奖金：对年在线交易额达到5000万元人民币以上，且年服务收入达到100万元以上的跨境电商平台企业，按照年服务收入的1%给予奖励，每家跨境电商平台企业奖励金额不超过100万元；公司办公场所和仓库，按政策享受租金减免。本次公司在保税区内设立跨境电商公司即可享受到以上补贴，有助于降低初期项目运营成本。

表 7：烟台保税区跨境电商专项支持政策

补贴类目	补贴内容
办公场地租金	租赁烟台保税港区跨境电商展销中心办公场所的跨境电商企业，可免除 40 平方米办公场所一年期的租金。
仓储成本	对承租区属国有经营性仓库开展跨境电商的企业，年度跨境电子商务进出口额在 5000 万元人民币（含）以上的，根据“先交后补”原则，按照核定的实际使用面积，第一年给予 100% 租金支持。单个企业每年最高不超过 50 万元。
运营成本	对年度跨境电子商务进出口额达到 500 万元人民币的企业，按照当年度海关实际放行单量给予 2 元/单支持，单个企业每年最高不超过 40 万元。
培育奖金	对年在线交易额达到 5000 万元人民币以上，且年服务收入达到 100 万元以上的跨境电商平台企业，按照年服务收入的 1% 给予奖励，每家跨境电商平台企业奖励金额不超过 100 万元。
溯源体系建设补助	对溯源费用支出，按实际发生金额的 50% 予以奖励，单个企业最高不超过 20 万元。
宣传保税区补助	对电商货物包裹印有统一标识的烟台保税港区标志与宣传语的，按照企业当年实际开展业务量给予单个包裹 0.1 元补贴，单个企业年补贴资金最高不超过 10 万元。

资料来源：烟台保税区，安信证券研究中心整理

2.2.2. 综合税率 9.1% 价格优势凸显，深耕日韩客运不排除同境外企业合作共赢

享受跨境电商综合税制（综合税率为商品价格的 9.1%），商品价格优势凸显。根据公司公告，综合保税区绝大部分跨境电商商品采用综合税制（免关税，进口环节增值税和消费税，暂按法定应纳税额的 70% 征收）为商品价格的 9.1%，价格优势突出，且消费者凭身份证登记个人信息即可购买。对于境外集中采购和厂家直供商品，消费者可以享有比在境外免税店更低的购买价格。

表 8：适用跨境电商综合税的商品税率

类目	一般贸易税 (%)		新跨境电商综合税 (%)
	增值税率	消费税率	(消费税率+增值税率)/(1-消费税率)×0.7
奶粉	13	0	9.1
尿不湿	13	0	9.1
保健品	13	0	9.1
食品	菜籽油/橄榄油/亚麻籽油	13	6.3
	核桃油、坚果油等/麦片、薯片、膨化食品等/水果干/咖啡/果汁饮料/软糖/调味品/面食等	13	9.1
	葡萄酒	13	17.9
化妆品	13	0	9.1
高档化妆品	13	15	23.1 (以实际结算为准)
个人护理	13	0	9.1
3C	13	0	9.1
其他类	安全座椅/完税价格小于 10000 元手表	13	9.1
	完税价格大于 10000 元手表	13	28.9
轻奢	13	0	9.1
服装	13	0	9.1

资料来源：考拉海购官网，安信证券研究中心整理

注：①跨境电商零售进口商品的单次交易限值为人民币 5000 元，个人年度交易限值为人民币 26000 元。

②在限值以内进口的跨境电商零售进口商品，关税税率暂设为 0%；进口环节增值税、消费税取消免征税额，暂按法定应纳税额的 70% 征收。

③高档化妆品：高档美容修饰类和高档护肤类化妆品界定标准为进口完税价格在 10 元/毫升（克）或 15 元/片（张）及以上。

④跨境电商综合税率 = (消费税率+增值税率) / (1-消费税率) × 0.7

公司具有多年船舶免税店经营经验，不排除与日韩企业进行采购，进一步强化价格优势。自2014年以来，公司深耕于日韩邮轮航线和中韩国际客滚航线，在船舶免税店经营、跨境电商物流领域积累了丰富的经验和客户资源，具备从事跨境电商领域先发优势；且在公告中明确指出将打造日韩跨境商品分拨中心，因此未来或不排除与日韩企业形成深层次供货合作，进一步扩大采购价格优势。

通过自建+合作模式，联动跨境电商物流体系，掌握运输时效性，成本优势。 电商购物中运输时效性是影响购物体验的重要因素之一，公司通过开发自有中日韩海运快线，携手国内快递公司，利用具有区位优势烟台保税区进行货品仓储、中转，联动整个物流体系，有助于压低成本、提升运输时效，商品价格优惠空间大。

1) 渤海轮渡提供国际航线资源，实现国际货运最快时效和最优价格：公司拥有1艘世界最大的现代化客箱船“海蓝鲸”轮，运营烟台至韩国平泽客滚运输，载客定额810人，载货460标准箱；拥有1艘我国首艘全资、自主经营、自主管理的国际豪华邮轮“中华泰山”轮，主要营运在中国至日本、中国至韩国、中国至俄罗斯、中国至越南、中国至菲律宾及大陆至中国台湾共30多条航线。针对打造中日韩跨境电商项目，未来公司还计划开辟对韩对日跨境电商海运快线，实现跨境电商货物运输的最优价格和最快时效。

2) 合作国内快递公司，保障国内运输环节时效性和价格优势：公司于2020年8月17日发布公告，与8大快递公司签署合作协议，在物流运输、货物安检、运单跟踪领域，实现平台对接、信息共享。运用大数据分析和云计算技术，为跨境电商客户提供仓储管理、专线速递等综合物流服务，联手打造渤海湾海上高速绿色快递大通道合作项目。协议中提及8大快递公司需为公司跨境电商项目产品提供优惠政策和配送货物优先送达等相关服务，有助于加快商品物流时效性，降低国内物流环节成本。8大快递公司分别是邮政、丰驰顺行（顺丰旗下的陆运资源匹配平台）、中通、百世、圆通、德邦、环东供应链、深国际供应链，其中6家位列2019年国家邮政局评选出的物流时限准时率排名前十名的快递公司。

表 9：2019 年 10 大快递公司物流时限准时率排名

	全程时限	寄出地处理时限	运输时限	寄达地处理时限	投递时限	72 小时准确率
顺丰	1	1	1	1	1	1
EMS	2	6	2	3	3	2
京东	3	7	3	6	2	4
韵达	4	2	6	2	5	3
百世	5	4	4	4	7	5
中通	6	5	5	5	8	6
申通	7	8	7	9	4	7
圆通	8	3	8	8	9	8
德邦	9	10	9	7	6	9
优速	10	9	10	10	10	10

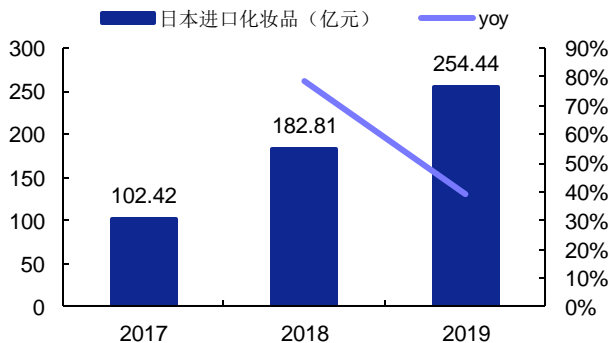
资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心

2.2.3. 线下 300 万客流+合作快递公司发力线上，公司全渠道布局跨境电商潜力巨大

作为首个中日韩跨境电商项目，日韩商品的旺盛需求为项目开展奠定良好的市场基础。国内对日韩商品需求旺盛，以化妆品为例，日韩为中国化妆品市场最大的两个进口国。近年来中国对日本化妆品需求迅速升温，2019年国内进口日本化妆品相关商品254.44亿元/+39.18%，成功赶超韩国，成为中国化妆品相关商品的第一进口大国；韩国一直为我国化妆品相关产品

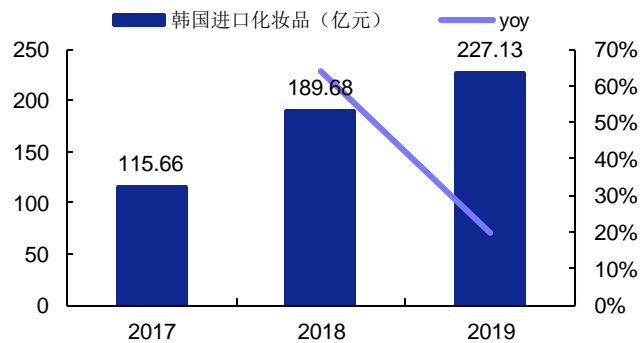
进口的前三大国，2019年国内进口韩国化妆品相关商品 227.13 亿元/+19.47%，仍然保持快速上升趋势。除化妆品外，中国对日韩两国的日用品、针织服饰等商品也有较大需求。公司运营日韩跨境电商项目具有较好的市场基础。

图 19：日本成为中国化妆品相关商品第一进口大国



资料来源：海关总署，安信证券研究中心

图 20：中国对韩国化妆品相关商品进口额快速增长



资料来源：海关总署，安信证券研究中心

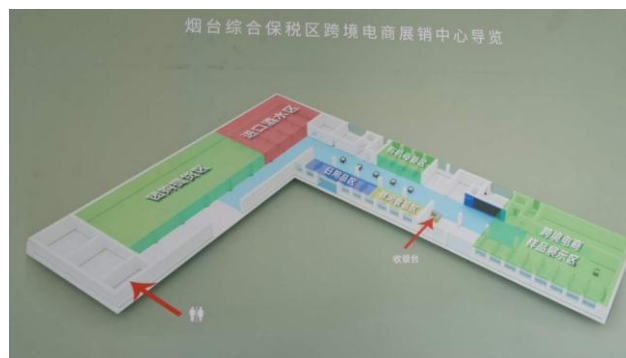
将日韩保税商品购物体验嵌入到烟台旅游产业链中，借烟台旅游流量+公司客运量为保税购物提供流量支持。2019年烟台市接待国内外游客 8689.45 万人次（比上年增长 8.6%），其中海路客运量近 500 万人次。渤海轮渡客滚船舶、邮轮、中韩国际轮渡客运量合计每年均超过 300 万人次，其中三分之一以上为旅行社组团。公司将在每艘客滚船上开设展示店，同时采用线下模式与旅行社广泛合作，将日韩保税商品购物体验嵌入到烟台旅游产业链中，保证线下销售端丰富的客源和收入。在保税区内设立线下保税商品中心，也为消费者提供线上购物，线下保税区内提货的新模式，消费者可以接触到商品实物，有利于增加对商品品质的认可程度和优化购物体验。

图 21：烟台保税港区跨境电商展销中心商品宣传



资料来源：实地拍摄，安信证券研究中心

图 22：烟台保税港区跨境电商展销中心导览



资料来源：实地拍摄，安信证券研究中心

2.3. 相对成熟下，估测跨境电商业务营收 69-112 亿元，净利润 8.3-13.4 亿元

公司将同步在线上开展跨境电商业务，线上，公司将通过直邮的方式，由保税仓出货、清关，经国内快递公司送达消费者手中；线下，公司将在在保税区内设立线下商品保税商品中心，依托公司每年超 300 万人次的轮渡客运量，实现线下购物客流的转化。根据测算，我们预计相对成熟下，中远期（5-10 年）公司线上线下跨境电商业务全年营收规模为 69-112 亿元，根据给予综合净利率 12%假设下，对应净利润增厚 8.3-13.4 亿元。

1) 线下保税商品中心业绩测算：2019 年渤海轮渡客滚船舶、邮轮、中韩国际轮渡客运量合

计每年均超过 300 万人次，我们假设每年渤海轮渡客运量不变均为 300 万人/年，同时假设这部分客流转化为保税区线下购物的比例为 20%-50%，按照客单价 2000-5000 元，综合净利率 12%，进行敏感性分析。中性假设下（客单价 3000-4000 元，渗透率 30%-40%），中远期（5-10 年）估测线下跨境电商业务规模约为 27-48 亿元，净利润 3.24-5.76 亿元。

表 10：线下保税区跨境电商营收测算（亿元）

营收	核心假设							
	轮渡客运量 300 万人次/年							
	渗透率	客单价（元）						
		2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000
20%	12	15	18	21	24	27	30	
30%	18	22.5	27	31.5	36	40.5	45	
40%	24	30	36	42	48	54	60	
50%	30	37.5	45	52.5	60	67.5	75	

净利润	核心假设							
	净利率率：12%							
	渗透率	客单价（元）						
		2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000
20%	1.44	1.8	2.16	2.52	2.88	3.24	3.6	
30%	2.16	2.7	3.24	3.78	4.32	4.86	5.4	
40%	2.88	3.6	4.32	5.04	5.76	6.48	7.2	
50%	3.6	4.5	5.4	6.3	7.2	8.1	9	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

2) 线上跨境电商业务业绩测算：我们按照客单价 500-1000 元，用户数量 500-900 万人，综合净利率 12%，对公司线上开展跨境电商业务进行敏感性分析。中性假设下（客单价 700-800 元，用户规模 600-800 万人），中远期（5-10 年）估测线上跨境电商业务全年营收为 42-64 亿元，净利润 5.04-7.68 亿元。

表 11：线上跨境电商业务营收测算（亿元）

营收	用户数量（万人）	客单价（元）					
			500	600	700	800	900
500	25	30	35	40	45	50	
600	30	36	42	48	54	60	
700	35	42	49	56	63	70	
800	40	48	56	64	72	80	
900	45	54	63	72	81	90	

净利润	核心假设						
	净利率率 12%						
	用户数量（万人）	客单价（元）					
		500	600	700	800	900	1000
500	3	3.6	4.2	4.8	5.4	6	
600	3.6	4.32	5.04	5.76	6.48	7.2	
700	4.2	5.04	5.88	6.72	7.56	8.4	
800	4.8	5.76	6.72	7.68	8.64	9.6	
900	5.4	6.48	7.56	8.64	9.72	10.8	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

3. 运输业务：运力、航线积极拓展，业务触角纵横延伸

3.1. 立足“烟-连”黄金航线，触角延至国内外

主要业务位于渤海湾烟台港，作为中国北方客货滚装运输中心有着极大的发展潜力。烟台港现有大型客运站五座，客货滚装泊位 17 个，码头岸线 2598 米，大型滚装安检仪 6 台，客滚连接桥 10 座，各类配套设施齐全。目前已开通烟台至大连、蓬莱至旅顺、龙口至旅顺，以及烟台至韩国仁川、烟台至韩国平泽等客货滚装航线，年进出口旅客 400 多万人次，汽车滚装运输量达 100 万辆。共有 16 艘大型豪华客滚船舶往返于烟（台）大（连）之间，月均达 420 班。同时，烟台港正在芝罘湾港区建设 8.5 万平方米的新客运站大楼以及 5 万平方米场站的改扩建等，将辐射中韩铁路轮渡和国际邮轮等未来业务的发展；自 2016 年下半年建设蓬莱港区客滚码头工程项目，共规划建设 6 个大型客滚泊位，并建设候船大厅及场站等配套设施，目前其中的 4 个泊位已基本完工，计划将于 2020 年 7 月份投产运营。烟台港作为中国北方客货滚装运输中心的地位将更加巩固。

图 23：烟台港位于渤海湾南岸，区位优势明显，发展潜力巨大



资料来源：烟台港官网，安信证券研究中心

实现胶东半岛由东向西客滚航线全覆盖，“烟-连”渤海湾黄金航线运距优势明显。2020H1 公司完成威海市大客运有限公司股权收购，进一步提升运能，目前拥有烟台-大连、龙口-旅顺、蓬莱-旅顺、威海-大连 4 条国内航线，航线布局更加丰富，整体优势更加凸显，市场竞争力进一步提升。大连-烟台航线是公司设立以来主要经营的航线，2017 年该航线收入占总营业收入的 69.1%。渤海湾“烟-连”航线全长 89 海里（165 公里），链接沈海高速，航线呈现 C 字形，公路绕行距离为 1490 公里，陆路海陆距离为 9：1，水路较陆路节约 1325 公里。“烟-连”线大大缩短了运输时间和距离，运距优势成为公司客滚运输业务的护城河。

图 24：“烟-连” 渤海湾黄金航线运距优势示意图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

不断开辟国内外新航线，为客滚运输业务注入新动能。 1) **国内：**1998 年公司依托山东半岛和辽东半岛的区位优势，以烟台-大连国内航线为起步，开拓客滚运输市场。公司积极把握市场走势，先后于 2009 年和 2016 年开通了蓬莱-旅顺和龙口-旅顺航线，拓宽对周边经济腹地的辐射范围，优化航线布局和公司运力的资源配置，进一步提升公司的市场竞争力与品牌影响力。该三段“黄金航线”是“沈海高速”的海上连接段，烟连航线运距仅为 165 公里，蓬旅航线和龙旅航线运距约为 105 公里和 174 公里，极大缩短运输距离的同时，节省了大量能源。公司于 2020 年 3 月收购了主营威海-大连航线的威海市海大客运有限公司，国内航线扩充至四线。渤海轮渡不断扩充新航线以增加运能，成为国内规模最大、综合运输能力最强的客滚运输企业。2) **国际：**2014 年公司将客滚运输业务迈向国际，开辟烟台-平泽国际航线，抓住国家“一带一路”战略和中韩自贸区的建立等发展机遇，积极开拓市场，并于 2017 年投入“海蓝鲸”轮，为中韩国际航线添加新动能。为进一步巩固公司客滚运输业务在渤海湾市场中的龙头地位。根据 2019 年年报，公司未来计划 1) 探索开通以山东半岛为始发港，至韩国仁川的新航线；2) 开辟广西防城港至越南的新航线，进军东南亚客滚运输市场，深入推进泰国东西海岸间的轮渡项目，复制渤海湾客滚运输市场的经营模式等，为一带一路建设助力。

表 12: 公司客滚运输航线扩充情况

位置	航线	开通时间
国内航线	烟台-大连	1998 年
	蓬莱-旅顺	2009 年
	龙口-旅顺	2016 年
	威海-大连	2020 年
国际航线	烟台-平泽	2014 年

资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

3.2. 运力居渤海湾首位, 准入门槛保障优质格局

公司相比主要竞争对手中海客运、中铁轮渡等企业, 在运力上占据优势。中海客运拥有“棒槌岛”轮、“万荣海”轮(光租)、“万通海”轮(光租)等 9 艘客/车滚装船, 船舶总吨位 16.8 万吨, 总车道线 1.3 万米, 总客位 1.2 万位, 主要经营大连-烟台、大连-威海、旅顺至-东营等运输航线; 中铁轮渡拥有中铁渤海 1、2、3 号 3 艘客滚船, 船舶总吨位 7.6 万吨, 总客位 1576 位, 主要经营烟台-旅顺等运输航线。对比之下, 公司拥有 17 艘大型客货滚船运营, 船舶总吨位 46 万吨、总车道线 4 万米、总客位 2.5 万位, 在运力上占有明显优势。

表 13: 公司与竞争对手相比具有运力优势 (截至 2020 年)

公司	客滚船数(艘)	船舶总吨位(万吨)	总车道线(万米)	总客位(人)
渤海轮渡	17	46	40000	25000
中海客运	9	16.8	1.3	12000
中铁轮渡	3	7.6	-	1576

资料来源: 中海客运官网, 公司公告, 安信证券研究中心

烟连区域坐居运力头把交椅。2020 年 3 月之前, 渤海湾客滚运输业务被渤海轮渡、中海客轮、威海海大和中铁轮渡 4 家企业垄断, 4 家共投入 23 艘客滚船营运。2020 年 3 月, 为提升公司的市场竞争力, 公司收购威海市海大客运有限公司 66.7% 的股权, 该公司共拥有 2 艘客滚船, 总吨位 3 万吨、总车道线 0.2 万米、总客位 0.3 万个。自收购威海海大后, 公司在烟-连航线的主要竞争者为中海客轮和中铁轮渡。渤海轮渡共投入 11 艘客滚船, 数量占比 48%, 无论是客滚船数量还是总运力都居于渤海湾首位, 总客位与总车道线长度远超排名第二的中海客轮, 市场份额多年来一直排名第一, 竞争优势明显。

提前淘汰老旧二手船舶, 船龄和船型超竞争对手。1998 年公司成立时仅有一艘船龄约为 30 年的由二手货滚船改制的客滚船, 此后公司加快更新运输工具, 提前淘汰“鲁渤渡 7”“华鲁”“宝华”等多艘老旧二手船舶, 自行建造大型客滚船, 提高新旧动能转换速度。2006-2007 年“渤海金珠”和“渤海银珠”先后成功投入使用, 成为我国首次设计建造的具有完全自主知识产权的超 150 米船长的大型客滚船。2009 年公司先后成功建造出 8 艘豪华型客滚船并相继投入营运, 取得船舶市场发展先机。2019 年 10 月, 总吨 4.5 万的亚洲最大新型、邮轮型豪华客滚船“中华复兴”号投入使用, 渤海轮渡成为渤海湾客滚运输中的领军者。公司老旧船型船龄在 10 年左右, 新船型包含近年来投入使用的“海蓝鲸”号与“中华复兴”号, 整体平均船龄为 9-10 年, 比主要竞争者中海客轮年轻 5-6 年。

表 14: 公司船队情况

序号	船名	船舶类型	装载车辆数 (辆)	载容量 (人)	车道线长度 (米)	总吨	投入使用年份	航线
1	渤海明珠	货滚船 (淘汰)	200	1102	1800	20403	2002	—
2	渤海金珠	货滚船 (淘汰)	300	1280	1800	14000	2006.9	—
3	渤海银珠	客滚船 (淘汰)	200	1280	1800	19847	2007.3	—
4	渤海珍珠	客滚船	300	1571	1993	24024	2009.4	烟-连
5	渤海玉珠	客滚船	300	1571	1993	24024	2009.8	烟-连
6	渤海宝珠	客滚船	300	1571	1993	24024	2010.2	烟-连
7	渤海翡珠	客滚船	300	1571	1993	24024	2010.6	烟-连
8	渤海翠珠	客滚船	300	2038	2500	35000	2012.7	烟-连
9	渤海晶珠	客滚船	300	2038	2500	35000	2012.10	烟-连
10	渤海钻珠	客滚船	300	2038	2500	35000	2012	旅-蓬
11	渤海玛珠	客滚船	300	2038	2500	35000	2012	烟-连
12	“海蓝鲸”号	客滚船	承载集装箱: 460TEU 载货量: 8000 吨	810	—	20000 以上	2017.6	中韩 (烟台-平泽)
13	“中华复兴”号	客滚船	350	1689	3000	45000	2019.10	烟-连

资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

行业准入门槛不断提高, 保障优质竞争格局。在 1124 大舜号沉船事故后, 为避免企业恶性竞争而引发安全隐患, 保证航行安全, 国家先后发布了相关规定, 环渤海客滚市场的供给受到特别管制。2002 年交通运输部发布《关于印发渤海湾客 (滚) 船运输企业和运力结构调整意见的通知》, 禁止使用二手客滚船作为运输船, 只许建造新船且需事先获得审批, 加大了对渤海湾客滚运输的审批力度。2009 年交通运输部签发《交通运输部专题会议纪要》, 明确规定渤海湾地区“停止审批新的客滚运输企业, 除原有客滚船更新外, 不再审批新增运力”, 培育现有企业稳健发展, 保障公司运力方面的领先地位。

表 15: 关于渤海湾地区运力控制相关政策与文件

时间	政策	机构	主要内容
2002	《关于印发渤海湾客 (滚) 船运输企业和运力结构调整意见的通知》	交通部	禁止从国外进口二手客滚船或从国内其它海区购置二手客滚船从事渤海湾客滚运输, 只允许建造或购买新船从事客滚运输。
2008	《中华人民共和国水路运输管理条例》、《水路运输管理条例实施细则》	国务院、交通部	规定在国内设立的水路运输企业或者以运输船舶经营沿海、内河省际运输的, 应当申报交通运输部批准。
2009	《交通运输部专题会议纪要》	交通运输部安全生产委员会办公室	明确规定渤海湾地区“停止审批新的客滚运输企业, 除原有客滚船更新外, 不再审批新增运力”。避免恶性竞争, 限制新的客滚运输企业进入渤海湾, 培育现有企业稳健发展, 维护现有企业的效益和稳定性。

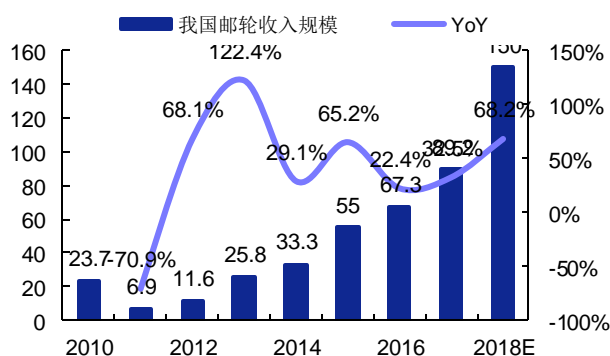
资料来源: 交通部官网, 安信证券研究中心

3.3. 业务纵横拓展, 初露尖尖角

横向拓展货滚运输和邮轮等业务: 1) **货滚运输:** 2016 年 8 月, 公司在天津设立了天津渤海轮渡航运有限公司, 经营货滚运输业务。2017 年 2 月和 11 月, “渤海明珠”轮和“渤海金珠”轮货滚船投入运营。货滚运输业务作为客滚运输业务的补充, 收入来源于车辆和商品车的运费。货滚运输销售模式主要包括港口代理售票模式、社会机构代理售票模式、自主销售模式。2018 年 8 月, 为进一步发挥烟台、大连的综合交通枢纽作用, 建设“南北货运大通道”, 创造陆海多式联运一体化运营模式, 公司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。通过整合龙口和旅顺两地的港口资源、运输资源、仓储资源和服务资源等建立紧密合作的运营实体, 扩大服务辐射半径, 连通东三省、华东地区及珠

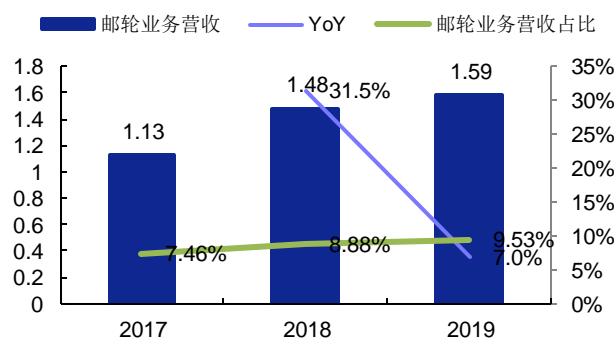
三角地区，形成服务链，从而提升物流和贸易服务的辐射能力。2) 邮轮业务：邮轮经济不仅是一种新兴产业，更是一种拉动消费、拉动内需的服务性产业，对加强经济文化交流、提升区域发展的国际化、现代化水平以及对提升城市形象、知名度和国际影响力具有积极作用。作为新型旅游方式的邮轮旅游行业进入中国发展，因市场需求潜力巨大，发展前景被一致看好，根据国际邮轮协会，2010-2017 年我国邮轮行业 CAGR 达 20%+。公司 2014 年拓展了邮轮业务，截至 2019 年末拥有 1 艘“中华泰山”邮轮，为国内首艘自主运营与自主管理的邮轮，报告期内主要运营三亚至菲律宾马尼拉、长滩，三亚至越南岘港、芽庄、胡志明，大连至日本福冈、舞鹤、境港，威海至日本福冈、佐世保，天津至日本福冈、佐世保、长崎等港口航线。邮轮业务销售模式以旅行社包船运营为主、自营为辅。

图 25：我国邮轮行业规模及增速（亿元）



资料来源：国际邮轮协会，立鼎产业中心，安信证券研究中心

图 26：公司邮轮业务占比逐年提升（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

介入客滚运输上下游，实现一体化运作。公司船用燃料油是公司客滚运输最大成本项目，发生额约占总成本的 30%以上，预计年耗用燃料油将达到 9 万吨，年耗用量巨大；同时国内较大的航运公司具有自己的燃油供应系统和期货套保体系，通过这样方式来锁定和降低燃油成本；另外烟台市所属港口还没有经销燃料油的企业，开展相关业务有望显著提升公司运营能力。2016 年 7 月成立大连渤海轮渡燃油有限公司，专属经营船舶燃油销售业务。

4. 投资建议：中远期目标市值 214~316 亿元

投资建议：考虑到公司跨境电商业务有望今年开始布局，我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 13.1 亿元/21.3 亿元/26.7 亿元，对应增速-21.4%/+62.8%/+25.6%；归母净利润为 2.45 亿元/5.00 亿元/7.38 亿元，对应增速-40.4%/+104.4%/+47.2%；在中远期（5-10 年）相对成熟状态下，预计跨境电商业务的收入为 69-112 亿元，对应归母净利润 8.3~13.4 亿元，给予 20x PE 目标估值，对应市值为 166~268 亿元；存量业务保守假设对应收入 20 亿元，归母净利润 6 亿元，给予 8x PE 目标估值，对应市值为 48 亿元；整体中远期（5-10 年）目标市值为 214 亿元~316 亿元。首次给予买入-A 的投资评级。

表 16：公司各项业务 2020~2023 年收入及毛利率预测（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
总收入	11.8	12.2	15.1	16.7	16.6	13.08	21.29	26.75	34.91
YoY		3.5%	23.4%	10.4%	-0.3%	-21.4%	62.8%	25.6%	30.5%
总成本	8.8	8.5	10.1	11.5	11.3	9.0	13.1	15.1	18.3
总毛利	3.01	3.73	4.99	5.22	5.31	4.08	8.22	11.65	16.61
毛利率	25.4%	30.4%	33.0%	31.3%	32.0%	31.2%	38.6%	43.6%	47.6%
客滚运输									
收入	10.38	10.97	13.07	13.21	13.40	10.05	10.15	10.25	10.35
YoY		5.7%	19.1%	1.1%	1.4%	-25.0%	1.0%	1.0%	1.0%
成本	7.29	6.97	7.94	8.44	8.37	6.18	6.14	6.10	6.05
毛利	3.09	4.00	5.13	4.77	5.03	3.87	4.01	4.16	4.30
毛利率(%)	29.8%	36.5%	39.3%	36.1%	37.5%	38.5%	39.5%	40.5%	41.5%
增减		6.7%	2.8%	-3.1%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
货滚运输									
收入			0.57	1.01	0.99	0.98	0.95	0.94	0.94
YoY				77.2%	-2.0%	-1.0%	-3.0%	-1.0%	0.0%
成本			0.57	1.08	1.07	1.05	1.02	1.01	1.01
毛利			0.00	-0.07	-0.07	(0.07)	(0.07)	(0.07)	(0.07)
毛利率(%)			0.0%	-6.9%	-7.1%	(0.07)	(0.07)	(0.07)	(0.07)
增减				-6.9%	-0.1%	0.00	0.00	0.00	0.00
邮轮业务									
收入	1.31	1.24	1.13	1.48	1.59	1.46	1.60	1.76	1.91
YoY		-5.7%	-8.9%	31.5%	7.0%	-8.0%	10.0%	10.0%	8.0%
成本	1.46	1.48	1.42	1.39	1.67	1.51	1.63	1.76	1.86
毛利	-0.15	-0.24	-0.30	0.10	-0.09	(0.05)	(0.02)	0.01	0.05
毛利率(%)	-11.4%	-19.4%	-26.3%	6.5%	-5.5%	-3.5%	-1.5%	0.5%	2.5%
增减		-8.0%	-6.9%	32.8%	-12.0%	2%	2%	2%	2%
其他业务									
收入	0.14	0.04	0.34	0.98	0.65	0.59	0.59	0.59	0.59
YoY		-71.7%	762.5%	185.8%	-33.3%	-10.0%	0.0%	0.0%	0.0%
成本									
毛利	0.07	-0.03	0.16	0.42	0.44	0.32	0.29	0.29	0.29
毛利率(%)	47.6%	-80.2%	45.6%	43.0%	67.5%	55%	50%	50%	50%
跨境电商业务									
收入							8.0	13.2	21.1
YoY								65%	60%
成本									
毛利							4.0	7.3	12.0
毛利率(%)							50%	55%	57%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 风险提示

- 1) **客流运输人次不及预期：**客滚轮业务是目前公司营收的主要来源，客流运输量也是后续线下保税商品中心流量的保障，若客流运输人次下降，公司营收会受到不利影响。
- 2) **跨境电商业务布局进展不及预期：**目前公司跨境电商企业还未设立，若后续进展不及预期，或影响和保税区的合作关系，导致业务开展受阻。
- 3) **商品渠道供应商合作不及预期：**上游采购是开展跨境电商业务的重要环节之一，若无法通过商品渠道供应商处采购到价格优惠、品类多样的商品，将对业务开展造成不良影响。
- 4) **宏观经济下行风险：**进口跨境电商零售属于可选消费，若宏观经济下行，或对消费者购买意愿及购买力造成影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,668.2	1,662.9	1,307.7	2,129.4	2,674.6	成长性					
减:营业成本	1,146.4	1,131.4	900.0	1,307.7	1,509.4	营业收入增长率	10.4%	-0.3%	-21.4%	62.8%	25.6%
营业税费	8.7	8.7	6.5	10.6	13.4	营业利润增长率	5.4%	6.3%	-41.2%	106.5%	47.9%
销售费用	26.9	29.0	20.9	31.9	37.4	净利润增长率	10.5%	2.4%	-40.4%	104.4%	47.2%
管理费用	80.4	90.7	65.4	98.0	117.7	EBITDA 增长率	15.7%	-5.4%	-14.6%	73.5%	37.4%
研发费用	-	-	-	-	-	EBIT 增长率	20.2%	-7.3%	-18.4%	103.3%	44.8%
财务费用	60.4	20.1	6.1	1.7	-19.1	NOPLAT 增长率	26.7%	-3.4%	-42.1%	103.3%	44.8%
资产减值损失	-6.8	-	-5.0	-	-	投资资本增长率	11.6%	-12.5%	6.5%	-5.3%	-5.4%
加:公允价值变动收益	-	8.7	-	-	-	净资产增长率	8.0%	-1.1%	6.3%	6.7%	9.0%
投资和汇兑收益	43.3	10.7	25.0	20.0	18.6	利润率					
营业利润	542.1	576.2	338.7	699.4	1,034.4	毛利率	31.3%	32.0%	31.2%	38.6%	43.6%
加:营业外净收支	10.4	4.4	6.5	7.1	6.0	营业利润率	32.5%	34.6%	25.9%	32.8%	38.7%
利润总额	552.5	580.6	345.2	706.5	1,040.4	净利润率	24.0%	24.7%	18.7%	23.5%	27.5%
减:所得税	128.2	145.4	86.3	176.6	260.1	EBITDA/营业收入	36.0%	34.1%	37.1%	39.5%	43.2%
净利润	400.7	410.3	244.7	500.3	736.7	EBIT/营业收入	27.3%	25.4%	26.4%	32.9%	38.0%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	685	697	900	529	402
货币资金	245.9	752.1	104.6	170.3	753.7	流动营业资本周转天数	171	134	129	103	73
交易性金融资产	-	220.5	220.5	220.5	220.5	流动资产周转天数	268	314	358	203	201
应收账款	25.2	78.2	26.8	66.6	64.5	应收账款周转天数	5	11	14	8	9
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	10	13	11	10	10
预付账款	2.7	2.2	2.0	3.9	2.9	总资产周转天数	1,011	1,118	1,383	803	663
存货	48.8	70.0	8.5	109.9	32.5	投资资本周转天数	890	883	1,082	667	503
其他流动资产	1,075.8	379.3	734.4	729.8	614.5	投资回报率					
可供出售金融资产	110.0	-	36.7	48.9	28.5	ROE	11.6%	12.1%	6.8%	13.1%	17.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.5%	8.1%	5.5%	11.0%	15.4%
长期股权投资	44.6	47.0	47.0	47.0	47.0	ROIC	11.9%	10.3%	6.8%	13.0%	19.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3,103.4	3,337.8	3,197.8	3,057.9	2,917.9	销售费用率	1.6%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%
在建工程	282.3	214.2	214.2	214.2	214.2	管理费用率	4.8%	5.5%	5.0%	4.6%	4.4%
无形资产	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9	研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	38.9	245.8	100.9	128.6	157.6	财务费用率	3.6%	1.2%	0.5%	0.1%	-0.7%
资产总额	4,979.7	5,349.2	4,695.4	4,799.5	5,055.7	四费/营业收入	10.1%	8.4%	7.1%	6.2%	5.1%
短期债务	68.6	69.9	327.7	0.6	-	偿债能力					
应付账款	136.1	139.8	50.2	239.9	100.6	资产负债率	27.8%	33.5%	19.6%	16.0%	13.1%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	38.6%	50.5%	24.3%	19.1%	15.1%
其他流动负债	372.4	591.9	374.1	459.6	482.4	流动比率	2.42	1.87	1.46	1.86	2.90
长期借款	764.3	891.4	102.1	-	-	速动比率	2.34	1.79	1.45	1.70	2.84
其他非流动负债	44.2	101.5	63.9	69.8	78.4	利息保障倍数	7.55	21.03	56.73	418.40	-53.11
负债总额	1,385.7	1,794.5	918.0	769.9	661.4	分红指标					
少数股东权益	150.0	159.4	172.8	201.9	244.6	DPS(元)	0.60	0.40	0.29	0.61	0.83
股本	493.2	472.8	472.8	472.8	472.8	分红比率	70.8%	46.1%	56.7%	57.8%	53.5%
留存收益	3,017.4	2,989.1	3,131.8	3,354.9	3,676.9	股息收益率	3.4%	2.3%	1.7%	3.5%	4.7%
股东权益	3,594.0	3,554.7	3,777.4	4,029.6	4,394.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	424.3	435.2	244.7	500.3	736.7	EPS(元)	0.85	0.87	0.52	1.06	1.56
加:折旧和摊销	144.7	145.5	140.0	140.0	140.0	BVPS(元)	7.28	7.18	7.62	8.10	8.78
资产减值准备	-6.8	0.3	-	-	-	PE(X)	20.8	20.3	34.1	16.7	11.3
公允价值变动损失	-	-8.7	-	-	-	PB(X)	2.4	2.5	2.3	2.2	2.0
财务费用	65.8	23.0	6.1	1.7	-19.1	P/FCF	34.0	6.5	-11.2	23.4	8.6
投资损失	-43.3	-10.7	-25.0	-20.0	-18.6	P/S	5.0	5.0	6.4	3.9	3.1
少数股东损益	23.5	24.9	14.2	29.6	43.6	EV/EBITDA	8.7	9.7	18.1	9.9	6.8
营运资金的变动	-392.5	558.7	-238.4	45.0	37.7	CAGR(%)	7.7%	21.5%	-12.2%	7.7%	21.5%
经营活动产生现金流量	516.9	566.8	141.6	696.6	920.3	PEG	2.7	0.9	-2.8	2.2	0.5
投资活动产生现金流量	-699.0	-242.5	0.1	5.0	36.9	ROIC/WACC	1.2	1.0	0.7	1.3	2.0
融资活动产生现金流量	152.6	-216.6	-789.3	-635.9	-373.9	REP	1.0	1.4	3.1	1.7	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
刘晓萱		010-83321365	liuxx1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034