



买入

24% ↑

目标价格:人民币 45.00

600593.CH

价格:人民币 36.42

目标价格基础:82倍 16年市盈率

板块评级:增持

大连圣亚

融合“主题公园+儿童原创IP”，畅享“旅游+亲子”市场红利

大连圣亚拥有大连圣亚海洋世界和哈尔滨圣亚极地公园两个已建成运营的主题公园。2013年，公司子公司投资230万元参股大白鲸世界管理（大连）有限公司，布局海洋主题“泛文旅”全产业链。公司在大连和哈尔滨两个海洋乐园走向成熟，此次镇江项目落地，表明公司利用多年来在海洋极地主题乐园经营上的成功经验加快异地复制的步伐，拓展业务发展空间。我们看好公司涉足“大白鲸计划”在泛文旅产业链的布局，首次评级买入，目标价格45.00元。

支撑评级的要点

- **资本助力，连锁复制加快。**公司加快异地复制的步伐，从东北地区（大连、哈尔滨）扩张至华东地区，一定程度上缓解公司收入的季节效应。公司拟非公开发行不超过3,040万股，募集资金不超过81,198.4万元，其中约76,204.4万元（占比93.8%）投入镇江魔幻海洋世界项目。魔幻海洋世界项目所在地区区位优势明显，与三山风景区的旅游资源形成互补。镇江与南京、常州、扬州等地乘坐高铁均在30分钟以内，距上海90分钟，未来有望受益于周边游。
- **公司涉足文化领域，参与“大白鲸计划”，与海洋主题公园协同效应明显。**“大白鲸计划”是大连出版社策划和发起，大连圣亚和大白鲸世界文化发展有限公司参与策划和推进实施，公司间接持有大白鲸世界管理（大连）有限公司46%的股份。公司在其中负责策划下游室内儿童乐园、第五代海洋公园、水（海）岸城等文化旅游休闲及城市配套复合型产品，并提供管理、咨询。
- **畅享亲子游市场红利。**公司旗下两个海洋主题公园以及“大白鲸计划”儿童乐园主打亲子游元素，有望分享亲子游市场高速增长的红利。2014年，在线亲子游市场交易规模达到65.1亿元，同比增长41%；预计2018年在线亲子游市场交易规模将达到493亿元，年化复合增长率近66%。

评级面临的主要风险

- 旅游业系统性风险。新项目拓展不达预期。

估值

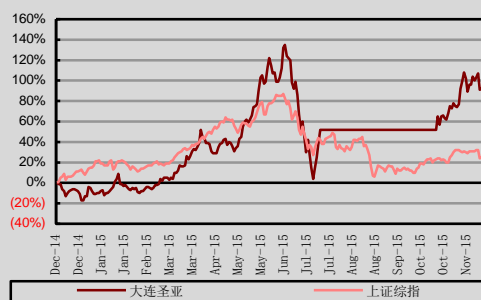
- 预计公司2015-2017年每股收益为0.49、0.55、0.66元（不考虑增发），给予公司**买入**评级，目标价格45.00元。

投资摘要

年结日：12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币百万)	252	290	319	356	422
变动(%)	21	15	10	12	19
净利润(人民币百万)	33	39	45	51	60
全面摊薄每股收益(人民币)	0.354	0.419	0.490	0.552	0.657
变动(%)	158.5	18.4	17.1	12.6	18.9
全面摊薄市盈率(倍)	103.0	87.0	74.3	66.0	55.5
价格/每股现金流量(倍)	23.1	32.9	28.9	26.0	22.3
每股现金流量(人民币)	1.58	1.11	1.26	1.40	1.63
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.8	29.0	26.7	24.2	21.0
每股股息(人民币)	0.000	0.066	0.078	0.087	0.104
股息率(%)	n.a.	0.2	0.2	0.2	0.3

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	109.6	11.8	23.5	90.4
相对上证指数	102.6	3.7	10.1	61.4

发行股数(百万)	92
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	3,351
3个月日均交易额(人民币百万)	156
净负债比率(%) (2015E)	21
主要股东(%)	
大连星海湾金融商务区投资管理股份有限公司	24

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券
以2015年12月3日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务：景点

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513100001

*范欣悦为本报重要贡献者

目录

投资摘要.....	3
公司简介：打造海洋主题“泛文旅”全产业链.....	5
大连圣亚海洋世界：演艺项目别具一格，与海昌形成直接竞争	6
哈尔滨极地馆：首家以演艺项目为主题的极地馆	10
镇江魔幻海洋世界：平滑季节效应，有望受益于周边游市场	12
“大白鲸计划”：涉足原创儿童文学 IP，协同效应明显..	14
旅游服务为主要收入来源，期间费用控制较好.....	18
寓教于乐，分享亲子游行业红利	20
研究报告中所提及的有关上市公司.....	24

投资摘要

公司简介：打造海洋主题“泛文旅”全产业链

大连圣亚于1994年1月成立，2002年上市，由大连圣亚海洋世界有限责任公司整体变更而来，公司前身是大连圣麦尔索海洋世界有限公司。目前，公司拥有大连圣亚海洋世界和哈尔滨圣亚极地公园两个已建成运营的主题公园。2013年，公司子公司大连星海湾圣亚旅游发展公司投资230万元参股大白鲸世界管理(大连)有限公司，持股比例46%，布局海洋主题“泛文旅”全产业链。

大连星海湾金融商务区投资管理股份有限公司是公司的控股股东，持有公司24.03%的股权。大连星海湾开发建设管理中心是公司的实际控制人，是大连市政府派出机构，负责星海湾区域的开发建设及国有资产管理。

大连圣亚海洋世界：演艺项目别具一格，与海昌形成直接竞争

大连圣亚海洋世界是4A级景区，拥有圣亚海洋世界、极地世界、珊瑚世界、深海传奇四个场馆、多媒体互动体验项目恐龙传奇和户外青少年主题公园恐龙世界。场馆内除了丰富的海洋动植物资源外，还打造4个海洋主题演艺项目《海豚湾之恋》、《功夫海象》、《白鲸传奇》、《深海乐章》，提高场馆整体观赏性和娱乐性。

大连市国内旅游人数的持续增长有望带动大连圣亚海洋世界客流持续稳定增长。2014年，大连国内客流达到5,620万人次，同比增长7%；国内旅游收入达到965亿元，同比增长14%。另外，海洋世界是4A级景区，而大连市内A级旅游景区49个，4A级及以上景区18个。港股上市公司海昌海洋公园拥有58.3%股权的大连老虎滩公司旗下大连老虎滩海洋公园是大连圣亚海洋世界的主要竞争对手。

哈尔滨极地馆：首家以演艺项目为主题的极地馆

哈尔滨极地馆是大连圣亚首个异地复制项目，同为4A级景区，于2006年1月1日正式对外营业，是由大连圣亚全资子公司哈尔滨圣亚极地公园有限公司建设并运营，坐落于哈尔滨市著名旅游风景区太阳岛，占地面积1.5万平方米，总投资金额1.6亿元人民币。哈尔滨极地馆是中国唯一以娱乐表演为主题的极地馆，也是哈尔滨国际冰雪节四大景区之一。

2014年，哈尔滨国内旅游人数达到5,989.6万人次，同比增长8%；国内旅游收入780.4亿元，同比增长18%；哈尔滨市共有A级旅游景区83个。

镇江魔幻海洋世界：平滑季节效应，有望受益于周边游市场

2015年10月，公司拟非公开发行不超过3,040万股，募集资金不超过81,198.4万元，其中约76,204.4万元（占比93.8%）投入镇江魔幻海洋世界项目。公司与镇江文旅合资设立项目公司投资镇江魔幻海洋世界项目，公司持有项目公司70%股权，镇江文旅持有30%股权。预计该项目总投资108,863.41万元，建设期约2年。

魔幻海洋世界项目所在地区位优势明显，与三山风景区的旅游资源形成互补。镇江与南京、常州、扬州等地乘坐高铁均在 30 分钟以内，距上海 90 分钟，未来有望受益于周边游。2014 年，镇江国内旅游人数达到 4,390 万人次，同比增长 13%；镇江国内旅游收入达到 544 亿元，同比增长 15%；截至 2014 年底共有 2 个 5A 级风景区。

预计魔幻海洋世界项目成熟后将增厚公司收入约 3 亿元，增厚净利润约 1.1 亿元（按照 70% 权益比例计算）。考虑到公司 2014 年归母净利润仅为 3,851 万元，新项目有望带动公司整体业绩大幅提升。

“大白鲸计划”：涉足原创儿童文学 IP，协同效应明显

公司涉足文化领域，参与“大白鲸计划”，与海洋主题公园协同效应明显。

“大白鲸计划”是大连出版社策划和发起，大连圣亚和大白鲸世界文化发展有限公司参与策划和推进实施，公司间接持有大白鲸世界管理（大连）有限公司 46% 的股份，采用权益法会计准则，直接计入投资收益。

“大白鲸计划”于 2012 年正式提出，是一个以儿童为目标受众，以“大白鲸世界”为统一品牌，以海洋主题 IP 为核心，表现形式包括图书、动漫、影视、演艺、游戏，打造海洋主题“泛文旅”全产业链发展模式。

“大白鲸计划”下游以“主题公园+原创文学”的协同模式，打造室内儿童乐园、第五代海洋公园、水（海）岸城等文化旅游休闲及城市配套复合型产品；主要由大连圣亚策划，提供管理、咨询，大白鲸世界文化发展有限公司投资。

2014 年，项目公司大白鲸世界管理（大连）有限公司实现营业收入 97.1 万元，同比增长 94.2%；实现净利润 12.4 万元，成功实现扭亏为盈。

旅游服务为主要收入来源，期间费用控制较好

2014 年，公司实现营业收入 29,012.4 万元，同比增长 15%；其中，旅游服务业收入 25,045.1 万元，同比增长 12%，占收入比重达到 86%，为公司主要收入来源。

公司综合毛利率在 54% 左右，2014 年，毛利率为 54.2%，同比增长 0.8 个百分点；其中，旅游服务业毛利率 54.1%，同比增长 1.1 个百分点。

2010 年起，公司期间费用率呈下降趋势。2014 年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 9.1%、16.9%、6.5%。2014 年，公司净利率 13.4%，同比减少 3.5 个百分点，主要是 2013 年营业外收入大幅增长所致。

寓教于乐，分享亲子游行业红利

2014 年，国内旅游人数达到 36.1 亿人次，同比增长 10.7%；2004 至 2014 年复合增长率为 12.6%。2014 年，国内旅游总消费达到 30,312 亿元，同比增长 15.4%；2004 至 2014 年复合增长率为 20.5%。

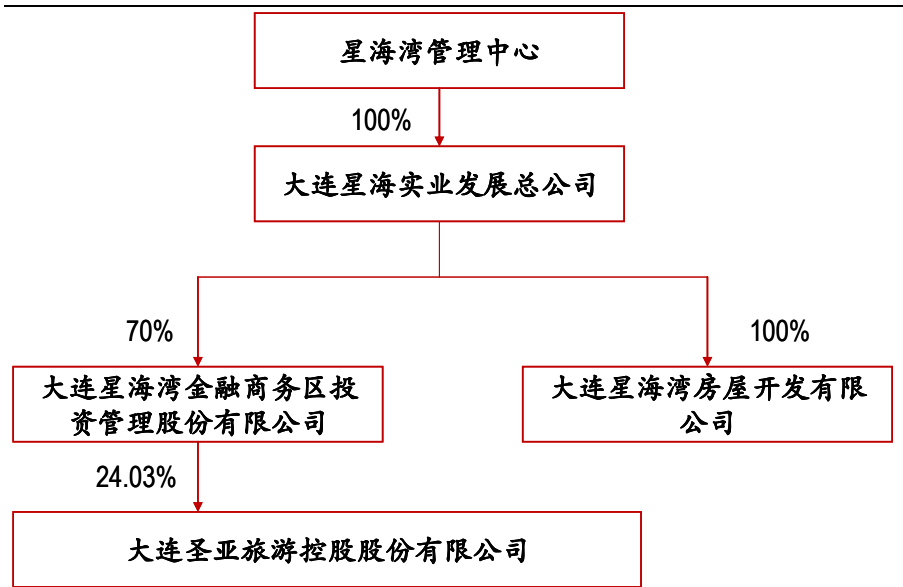
公司旗下两个海洋主题公园以及“大白鲸计划”儿童乐园主打亲子游元素，有望分享亲子游市场高速增长的红利。2014 年，在线亲子游市场交易规模达到 65.1 亿元，同比增长 41%；预计 2018 年在线亲子游市场交易规模将达到 493 亿元，年化复合增长率近 66%。

公司简介：打造海洋主题“泛文旅”全产业链

大连圣亚于1994年1月成立，2002年上市，由大连圣亚海洋世界有限责任公司整体变更而来，公司前身是大连圣麦尔索海洋世界有限公司。1995年建成的大连圣亚海洋世界是我国第一座建成并对外开放的第三代水族馆——海底通道式水族馆，海底通道长达118米，建成时居亚洲第一。目前，公司拥有大连圣亚海洋世界和哈尔滨圣亚极地公园两个已建成运营的主题公园。2013年，公司子公司大连星海湾圣亚旅游发展公司投资230万元参股大白鲸世界管理（大连）有限公司，持股比例46%，布局海洋主题“泛文旅”全产业链。

大连星海湾金融商务区投资管理股份有限公司是公司的控股股东，持有公司24.03%的股权。大连星海湾开发建设管理中心是公司的实际控制人，是大连市政府派出机构，负责星海湾区域的开发建设及国有资产管理。

图表 1. 公司持股结构



资料来源：公司财报，中银国际证券

大连圣亚海洋世界：演艺项目别具一格，与海昌形成直接竞争

大连圣亚海洋世界是4A级景区，拥有圣亚海洋世界、极地世界、珊瑚世界、深海传奇四个场馆、多媒体互动体验项目恐龙传奇和户外青少年主题公园恐龙世界。场馆内除了丰富的海洋动植物资源外，还打造4个海洋主题演艺项目，提高场馆整体观赏性和娱乐性。

图表 2. 大连圣亚海洋世界平面图



资料来源：公司官网，中银国际证券

1、海洋世界是由海底通道式水族馆改造而成的海洋主题乐园，将游客置入完整的海洋探险家故事情节。场馆中设有海底飞碟、海底漫步车、海底飞行棋、尼莫的家等多样化海洋动物观赏、玩乐平台。118米的海底通道可观赏300余种、近万尾海洋生物；“舞鲨地带”是“中国第一舞鲨场所”，包揽了中国种类最全、个体数量最多的鲨鱼。

海洋世界每日上演三场《海豚湾之恋》水秀演艺项目，以360度多维水秀场作为表演场地，由原迪斯尼全球娱乐创意总监罗尼·罗德雷格斯率领，美国著名娱乐表演产品设计公司Brown Entertainment创意大师Bill·Brown担纲导演，《花木兰》音乐人亲自配乐联袂打造。2014年，公司升级了《海豚湾之恋》的剧本并优化了表演场地。

2、极地世界为游客提供接触极地动物、感受极地风情的机会，“海豹湾”是斑海豹（国家二级保护动物）的栖息地；北极动物村居住着北极熊、北极狐、北极狼等动物；南极企鹅岛是中国最大的企鹅家族，品种主要是南极的王企鹅和白眉企鹅。

极地世界上演两项分别以白鲸和海象、海狮为主题的演艺项目。《功夫海象》演艺项目在2008年推出，2011年表演场得到改造。该演艺项目每天上演三场，会模仿迈克尔·杰克逊舞蹈的海象、海狮与主持人互动，3D多媒体技术增强视听效果。

《白鲸传奇》拥有长16.8米，宽6.6米，水深6米的水下表演场，驯养人员全程不佩戴气瓶、泳镜等潜水用具。2013年《白鲸传奇》表演由单人单鲸升级为双人双鲸，2014年双人双鲸表演增加了创意和难度，产品的持续优化提升了产品竞争力与品牌知名度、美誉度。

3、珊瑚世界基于原海洋世界的珊瑚和热带鱼展厅建成，于2006年5月8日对外开放，定位活体珊瑚维生技术展示馆，拥有来自世界各地的百余种、一千多个珊瑚礁生物群，采用活体珊瑚维生技术，再现了海洋中的珊瑚生态系统。场馆分为舰船模型区、珊瑚礁生物展示区、贝壳展示区三部分。

4、深海传奇是以“深海历险”为主题的高科技多媒体体验馆，分为深海体验区和超IMAX天幕影院区，多媒体技术结合声光电仿真模拟、机械联动，营造海底氛围。

深海传奇主打电影《深海乐章》由美国动画片《功夫熊猫》的动画导演李洪担任动画指导，中国新锐漫画家第一人本杰明担任艺术指导，上海电影译制片厂音效大师张拯担纲音乐创作和音效制作。播放场地是国内最大的：长40米、宽10米、高5米的超IMAX拱形天幕影院，影片解析度是IMAX四倍。

5、恐龙传奇是国内最新的4D恐龙化石&体验馆，分为远古生物化石展区和移动式4D影院两部分。化石展示区呈现200余件古生物化石；移动式4D影院拥有138米超长移动轨道恐龙蛋观影座椅，讲求互动和超4D特效。

大连圣亚海洋世界分为单馆票和套票两类，单馆票的官网价比门市价低12%-20%，套票的官网价比门市价低25%-45%。

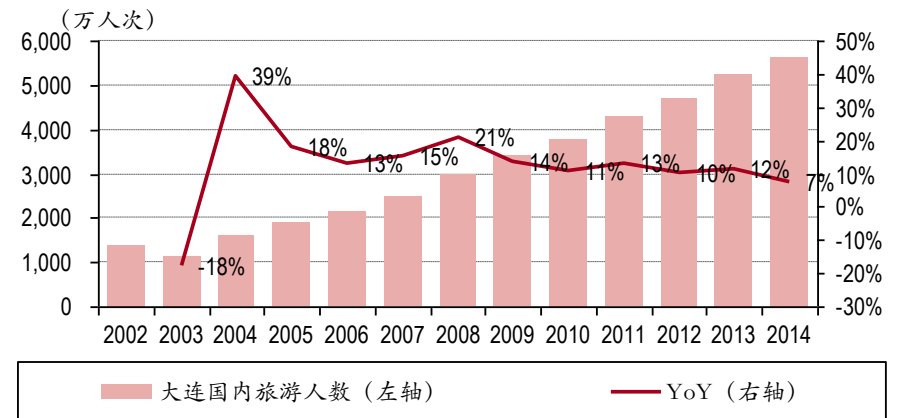
图表 3. 大连圣亚海洋世界门票价格

门票类型	门票名称	门市价(元)	官网价(元)
单馆票	圣亚海洋世界单馆	110	95
	圣亚极地世界单馆	80	70
	圣亚恐龙传奇单馆	50	40
套票	五馆成人套票	220	150
	四馆成人套票	190	140
	五馆大学生套票	175	95
	四馆大学生套票	150	85
	五馆家庭套票 (2大1小)	615	410
	四馆家庭套票	530	375
	五馆亲子套票 (1大1小)	395	260
	四馆亲子套票	340	235
	圣亚恐龙传奇亲子套票 (1大1小)	90	65
	圣亚恐龙传奇家庭套票 (2大1小)	140	105

资料来源：公司官网，中银国际证券

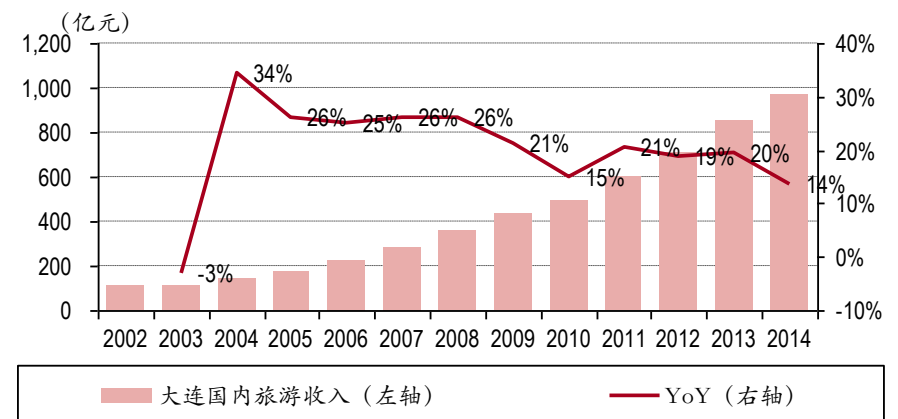
大连市国内旅游人数的持续增长有望带动大连圣亚海洋世界客流持续稳定增长。2014年，大连国内客流达到5,620万人次，同比增长7%；国内旅游收入达到965亿元，同比增长14%。另外，海洋世界是4A级景区，而大连市内A级旅游景区49个，4A级及以上景区18个。

图表 4. 大连国内旅游人数



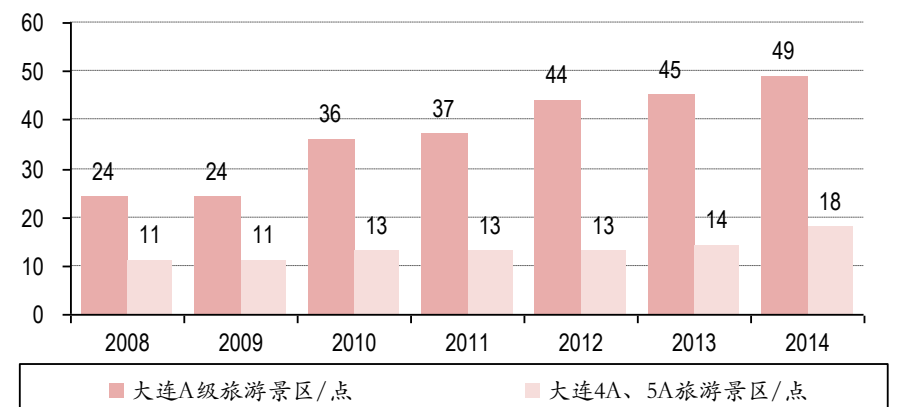
资料来源：大连市统计局，中银国际证券

图表 5. 大连国内旅游收入



资料来源：大连市统计局，中银国际证券

图表 6. 大连 A 级和 4A、5A 级旅游景区/点数量



资料来源：大连市统计局，中银国际证券

港股上市公司海昌海洋公园拥有 58.3% 股权的大连老虎滩公司旗下大连老虎滩海洋公园是大连圣亚海洋世界的主要竞争对手。大连老虎滩海洋公园是国家首批 5A 级旅游景区，坐落在大连南部海滨的中部，占地 118 万平方米，拥有极地馆、珊瑚馆、鸟语林、海兽馆、欢乐剧场、鲸豚互动广场等观光区域以及全国最长的跨海空中索道等娱乐设施。

哈尔滨极地馆：首家以演艺项目为主题的极地馆

哈尔滨极地馆是大连圣亚首个异地复制项目，同为4A级景区，于2006年1月1日正式对外营业，是由大连圣亚全资子公司哈尔滨圣亚极地公园有限公司建设并运营，坐落于哈尔滨市著名旅游风景区太阳岛，占地面积1.5万平方米，总投资金额1.6亿元人民币。哈尔滨极地馆是中国唯一以娱乐表演为主题的极地馆，也是哈尔滨国际冰雪节四大景区之一。

哈尔滨极地馆拥有大兴安岭、南极企鹅岛、梦幻水母等12个主题景区，以及7个不同类型的娱乐演艺项目，如白鲸表演，海象、海狮总动员。2014年，哈尔滨极地馆核心品牌“极地白鲸水下表演”进行深度创新，增加“美女与野兽”，即俄罗斯美女与北极熊表演项目。

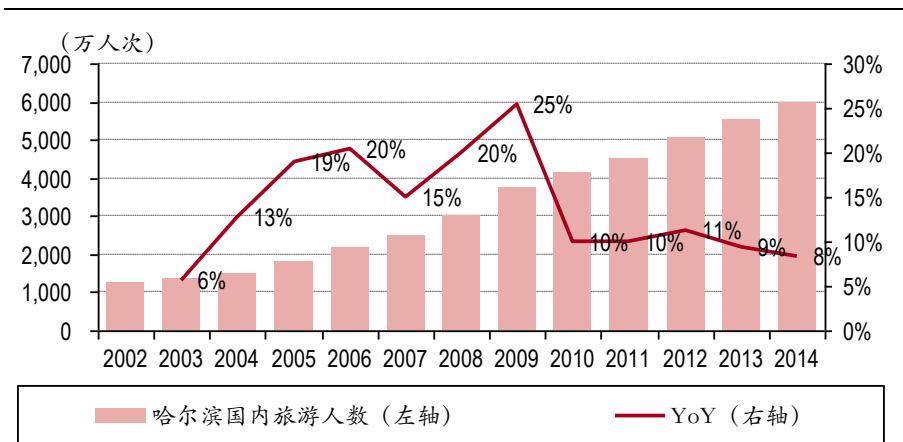
图表 7. 哈尔滨极地馆演艺项目

演艺项目	每天场次	演艺详细情况
白鲸表演	4场	2009年初，《海洋之心》表演项目推出，双人双鲸，全世界拥有白鲸的60余座水族馆里，只有哈尔滨极地馆两只白鲸可以完成《海洋之心》经典剧目。2010年相继完成《天使之吻》和《天使光环》两项经典剧目。
海象、海狮总动员 鳕鱼的冰海世界	3场	引进的俄罗斯小海象。 首创冰海鳕鱼秀。
北极熊成长剧 海豹训练堂		2010年哈尔滨极地馆开始尝试让野生北极熊做表演，业内没有先例。
企鹅曼波的一家		哈尔滨极地馆繁育成功的南极企鹅；2011年4月引入30只白眉企鹅；2011年12月6只小企鹅降生。
欢乐巡游		“花车巡游”表演由来自俄罗斯的美女舞蹈演员和极地卡通形象玩偶上演。

资料来源：公司官网，中银国际证券

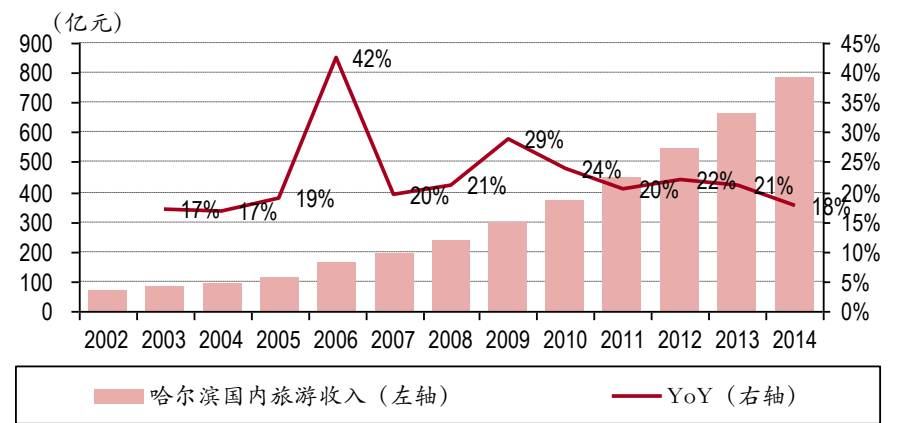
2014年，哈尔滨国内旅游人数达到5,989.6万人次，同比增长8%；国内旅游收入780.4亿元，同比增长18%；哈尔滨市共有A级旅游景区83个。

图表 8. 哈尔滨国内旅游人数



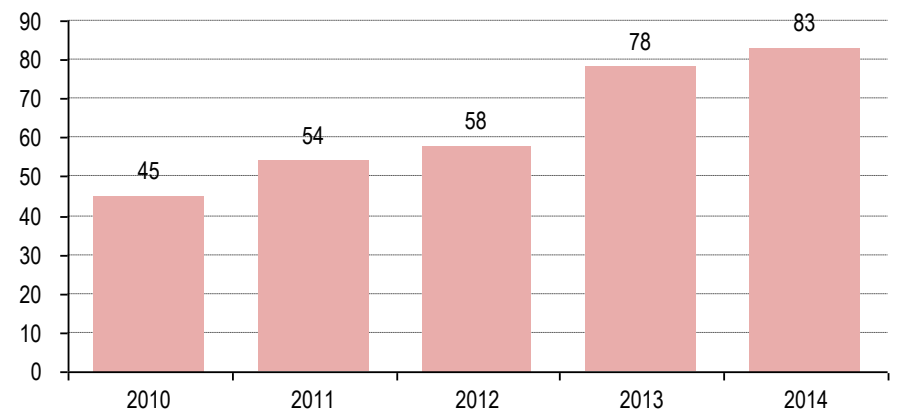
资料来源：哈尔滨市统计局，中银国际证券

图表 9. 哈尔滨国内旅游收入



资料来源：哈尔滨市统计局，中银国际证券

图表 10. 哈尔滨 A 级景区/点数量



资料来源：哈尔滨市统计局，中银国际证券

镇江魔幻海洋世界：平滑季节效应，有望受益于周边游市场

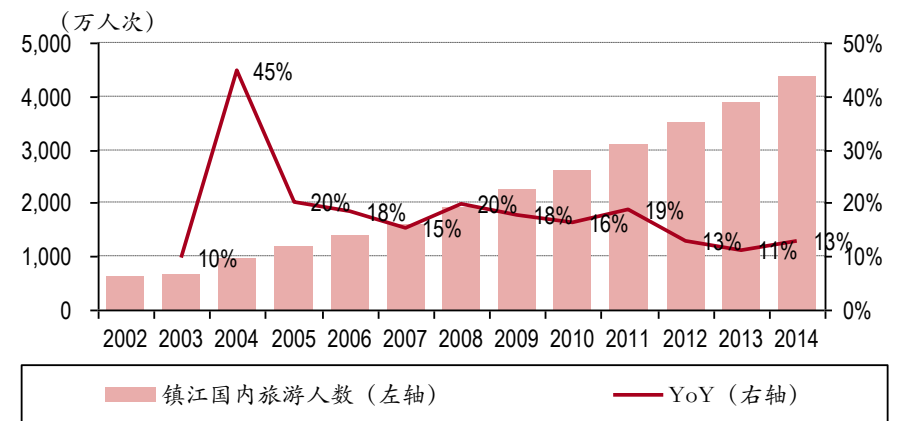
公司加快异地复制的步伐，从东北地区（大连、哈尔滨）扩张至华东地区，一定程度上缓解公司收入的季节效应。2015年10月，公司拟非公开发行不超过3,040万股，募集资金不超过81,198.4万元，其中约76,204.4万元（占比93.8%）投入镇江魔幻海洋世界项目，余下4,994万元用于偿还银行贷款，改善资产负债结构。

公司与镇江文旅合资设立项目公司投资镇江魔幻海洋世界项目，公司持有项目公司70%股权，镇江文旅持有30%股权。预计该项目总投资108,863.41万元，其中固定资产投资约107,363.41万元（占比98.6%），建设期约2年。

魔幻海洋世界项目所在地区位优势明显，与三山风景区的旅游资源形成互补。三山风景区是镇江旅游的核心景区之一，是镇江首处国家5A级旅游景区，由“京口三山”金山、焦山、北固山和金山湖共同构成。镇江与南京、常州、扬州等地乘坐高铁均在30分钟以内，距上海90分钟，未来有望受益于周边游。2014年，镇江国内旅游人数达到4,390万人次，同比增长13%；镇江国内旅游收入达到544亿元，同比增长15%；截至2014年底共有2个5A级景区。

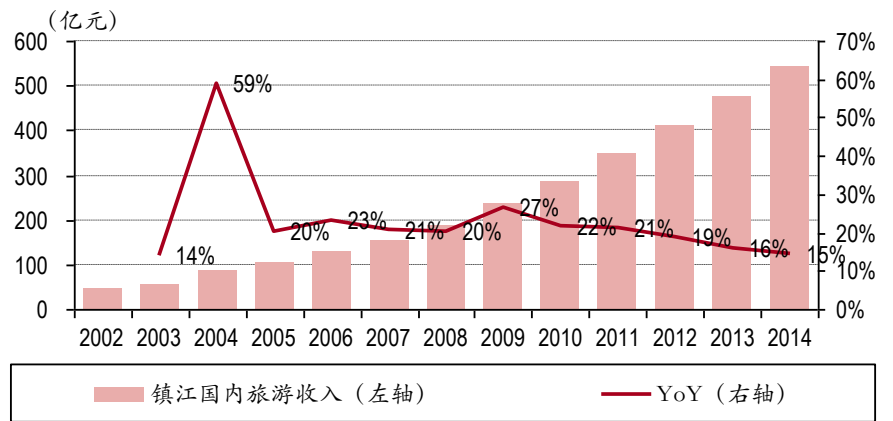
魔幻海洋世界项目属于三山风景区旅游服务基地一期建设项目，包括极地早雪公园和魔幻秀场两部分，主打室外早雪运动体验、海洋动物魔幻表演、极地与海洋动物展示。

图表 11. 镇江国内旅游人数



资料来源：镇江市统计局，中银国际证券

图表 12. 镇江国内旅游收入



资料来源：镇江市统计局，中银国际证券

预计魔幻海洋世界项目成熟后将增厚公司收入约 3 亿元，增厚净利润约 1.1 亿元（按照 70% 权益比例计算）。考虑到公司 2014 年归母净利润仅为 3,851 万元，新项目有望带动公司整体业绩大幅提升。

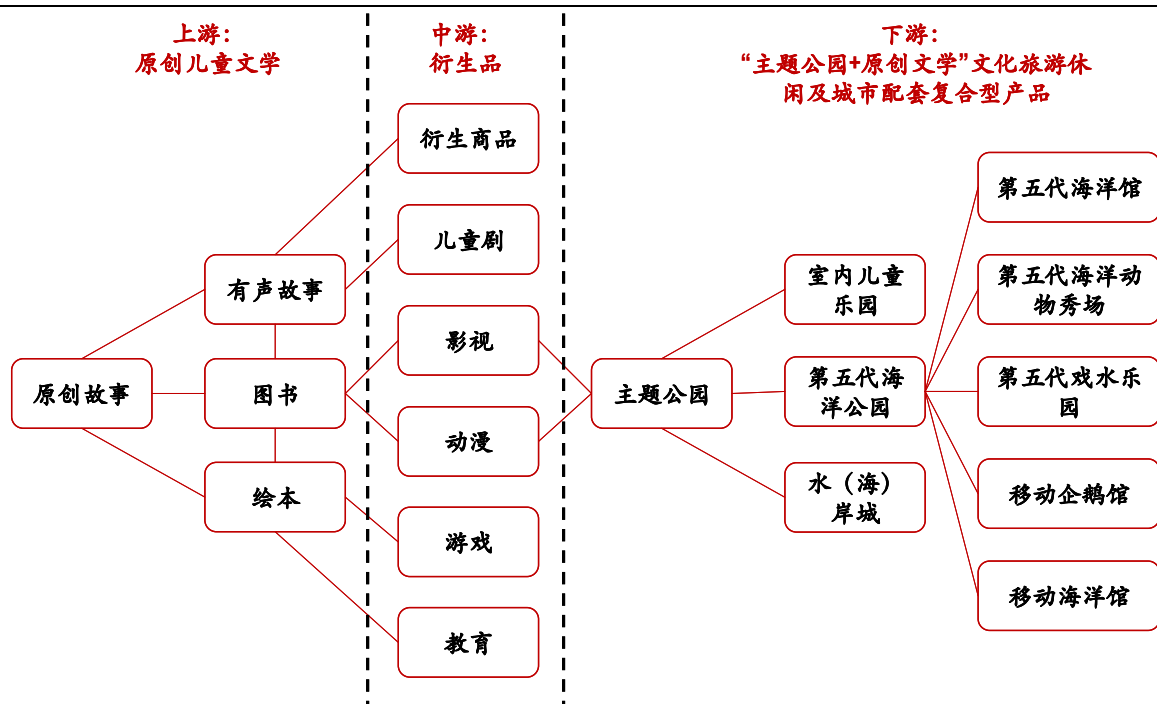
“大白鲸计划”：涉足原创儿童文学 IP，协同效应明显

公司涉足文化领域，参与“大白鲸计划”，与海洋主题公园协同效应明显。“大白鲸计划”是大连出版社策划和发起，大连圣亚和大白鲸世界文化发展有限公司参与策划和推进实施，公司间接持有大白鲸世界管理（大连）有限公司 46% 的股份，采用权益法会计准则，直接计入投资收益。

“大白鲸计划”于 2012 年正式提出，是一个以儿童为目标受众，以“大白鲸世界”为统一品牌，以海洋主题 IP 为核心，表现形式包括图书、动漫、影视、演艺、游戏，打造海洋主题“泛文旅”全产业链发展模式。

“大白鲸计划”上游为海洋主题原创儿童文学，主要由大连出版社策划与发行；中游为主题动漫、影视、舞台剧、游戏及动漫衍生品等，主要由大白鲸世界文化发展有限公司负责开发；下游以“主题公园+原创文学”的协同模式，打造室内儿童乐园、第五代海洋公园、水（海）岸城等文化旅游休闲及城市配套复合型产品，主要由大连圣亚策划，提供管理、咨询，大白鲸世界文化发展有限公司投资。

图表 13. “大白鲸计划”整体布局



资料来源：公司官网，中银国际证券

“大白鲸计划”正在有条不紊地推进，海洋主题“泛文旅”产业链搭建雏形初现。

上游原创文学端，截至 2014 年底，出版大白鲸品牌图书近 200 万册，包括大白鲸幻想儿童文学读库、画本馆、童话屋（2 个系列）、小说坊（2 个系列）、科普馆等 7 个系列 76 种。

中游衍生品端，白鲸系列儿童剧、动漫、影视产品尝试退出市场。舞台剧《白鲸传奇·高科英雄》于2014年9月9日在北京首演，已上演60多场，覆盖6万多小学生；主题漫画与主题有声故事于2015年春节推出，以平均每周一篇的速度更新；首部主题动画短片于2015年除夕在中央电视台少儿频道动漫春晚播出，第二部于2015年5月制作完成。其他周边衍生品尚待落地。

下游小型主题公园端，2013年9月13日，首家儿童乐园（哈尔滨哈西万达广场店）开业；现已在哈尔滨、西安、青岛、广州、上海等20座城市开业23家分店，入驻万达广场商业地产，分享热门商业地产的客流优势。芜湖大白鲸海洋公园（包含第五代海洋馆及海洋动物秀场）、淮安大白鲸嬉水世界已经开工建设；大白鲸世界南极企鹅BOX（移动企鹅馆）已先后在江苏镇江、宁夏银川巡展。未来“大白鲸计划”在社区以及餐饮连锁店进行复制。

图表 14. 大白鲸世界开设城市和商业地产

所在省级	所在城市	入驻商业地产
内蒙古	满洲里	万达广场
	赤峰	万达广场
黑龙江	哈尔滨	万达广场
	丹东	万达广场
辽宁	大连	百年港湾奥特莱斯
		亿家缘广场
山东	潍坊	万达广场
	青岛	万达广场
	济宁	万达广场
江苏	徐州	万达广场
	常州	万达广场
	苏州	万宝商业广场
安徽	蚌埠	万达广场
上海	上海	万达广场
浙江	金华	万达广场
湖北	荆州	万达广场
重庆	合川	宝龙城市广场
陕西	西安	万达广场
		金地广场
宁夏	银川	万达广场
广东	广州	万达广场
	佛山	万达广场

资料来源：公司官网，中银国际证券

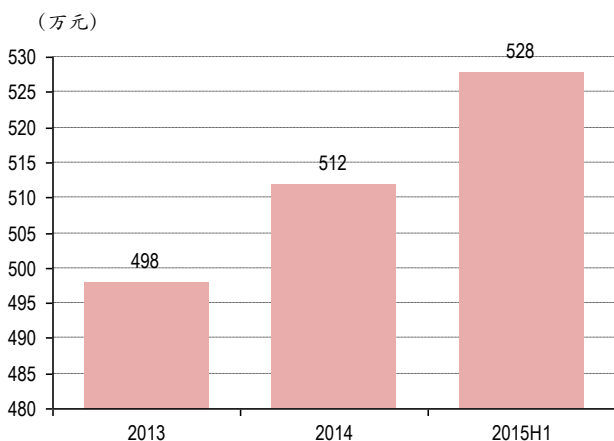
大白鲸世界拥有四类游乐设施：亲子互动的机动设备、多媒体设备、软体乐园、寓教于乐的电玩设备。按照临时卡1.5元/币计算，大型机动设备儿童单价在15-25元/次，亲子价在25-30元/次，其他小型机动设备则单价较低。

图表 15. 大白鲸世界游乐设施及价格

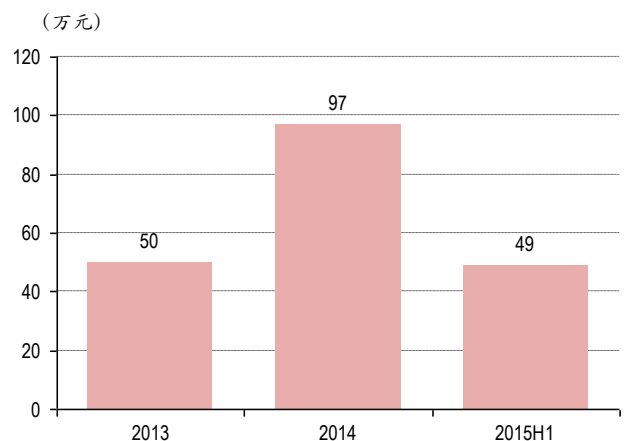
类型	项目	单价	亲子价	详细内容
大型机动设备 (含多媒体设备)	海底漫步	15 币/儿童	20 币/1 成人+1 儿童	亲子驾驶类游戏 轨道类场景设计主题游戏
	大白鲸驾驶学校	15 币/儿童	20 币/1 成人+1 儿童	
	海岛大冒险	15 币/儿童	20 币/1 成人+1 儿童	
	欢乐对对碰	15 币/儿童	20 币/1 成人+1 儿童	
	爬山车	10 币/儿童	15 币/1 成人+1 儿童	
	5D 立体影院	15 币/人次		
	终结者	15 币/局		
	海底飞艇/海底飞车	10 币/儿童	15 币/1 成人+1 儿童	
	小飞鱼	10 币/儿童		
	海豚圆舞曲	8 币/儿童		
中小型机动设备	七彩飞椅	8 币/儿童		
	小摆锤	8 币/儿童		
	能量漩涡	8 币/儿童		
	海盗船	8 币/儿童		
	旋转木马/旋转海马	6 币/儿童		
	瓢虫舞会	6 币/儿童		
	迷你旋转塔	6 币/儿童		
	深海漫步	6 币/儿童		
	欢乐火车	6 币/儿童		
	电玩类设备		2-4 币/局	
其他设施	软软小人国	30 币/次		
	钓鱼池	10 币/次		
	皮皮的书屋	2 币/次		
	玩儿吧	20 币/次		
	阳光沙滩	15 币/次		

资料来源：公司官网，中银国际证券

2014 年，项目公司大白鲸世界管理（大连）有限公司实现营业收入 97.1 万元，同比增长 94.2%；实现净利润 12.4 万元，成功实现扭亏为盈。

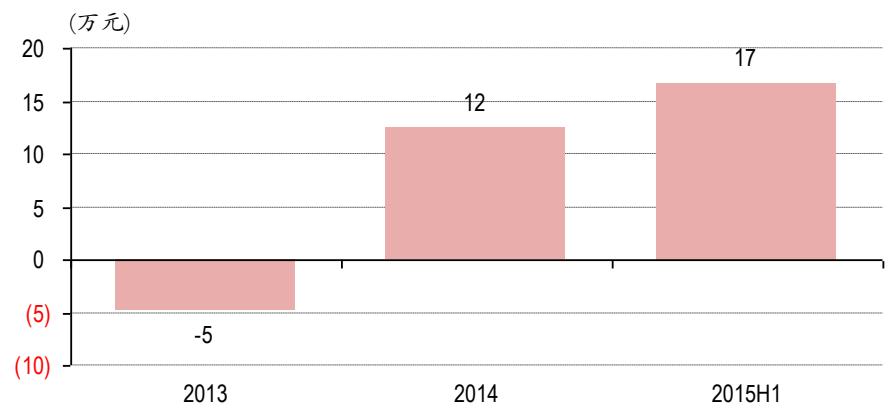
图表 16. 大白鲸世界管理（大连）有限公司总资产


资料来源：公司财报，中银国际证券

图表 17. 大白鲸世界管理（大连）有限公司营业收入


资料来源：公司财报，中银国际证券

图表 18. 大白鲸世界管理（大连）有限公司净利润

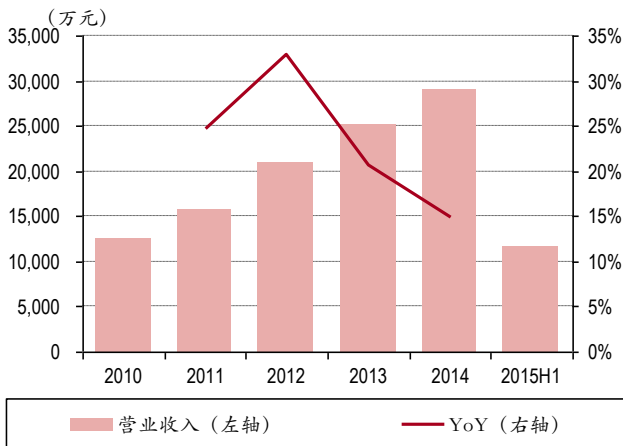


资料来源：公司财报，中银国际证券

旅游服务为主要收入来源，期间费用控制较好

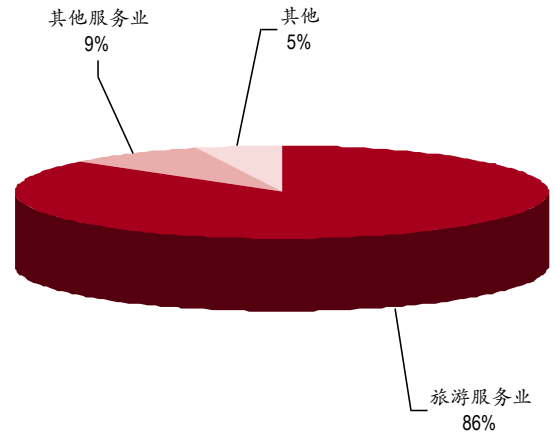
2014年，公司实现营业收入29,012.4万元，同比增长15%；其中，旅游服务业收入25,045.1万元，同比增长12%，占收入比重达到86%，为公司主要收入来源；其他服务业收入2,466.8万元，同比增长9%，占收入比重仅为9%。

图表 19. 公司营业收入



资料来源：公司财报，中银国际证券

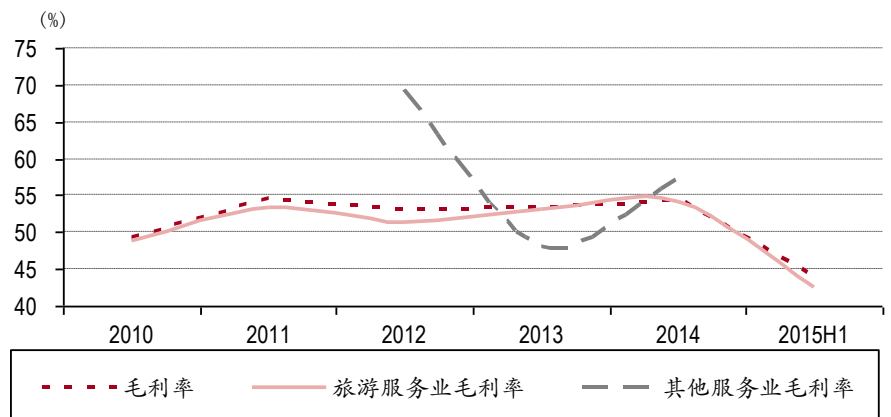
图表 20. 2014 年营业收入拆分



资料来源：公司财报，中银国际证券

公司综合毛利率在 54% 左右，2014 年，毛利率为 54.2%，同比增长 0.8 个百分点；其中，旅游服务业毛利率 54.1%，同比增长 1.1 个百分点。其他服务业的毛利率波动性较大。

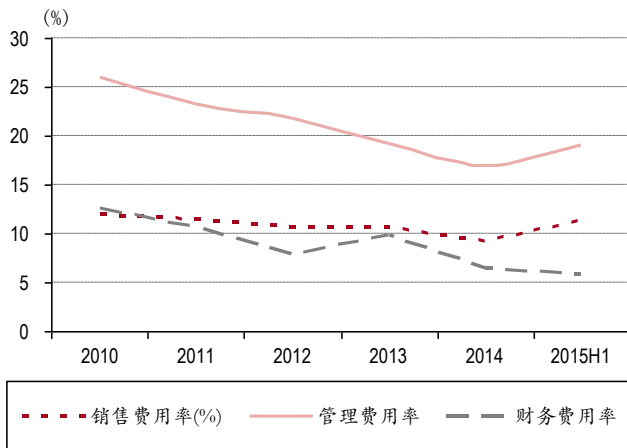
图表 21. 公司综合毛利率和分业务毛利率



资料来源：公司财报，中银国际证券

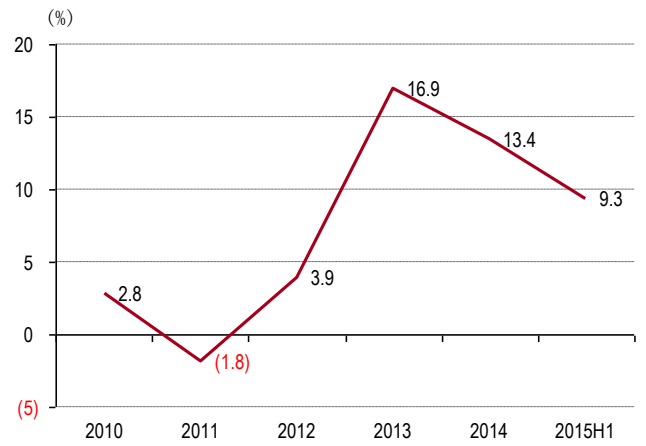
2010 年起，公司期间费用率呈下降趋势。2014 年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 9.1%、16.9%、6.5%。2014 年，公司净利率 13.4%，同比减少 3.5 个百分点，主要是 2013 年营业外收入大幅增加所致。

图表 22. 公司期间费用率



资料来源：公司财报，中银国际证券

图表 23. 公司净利率

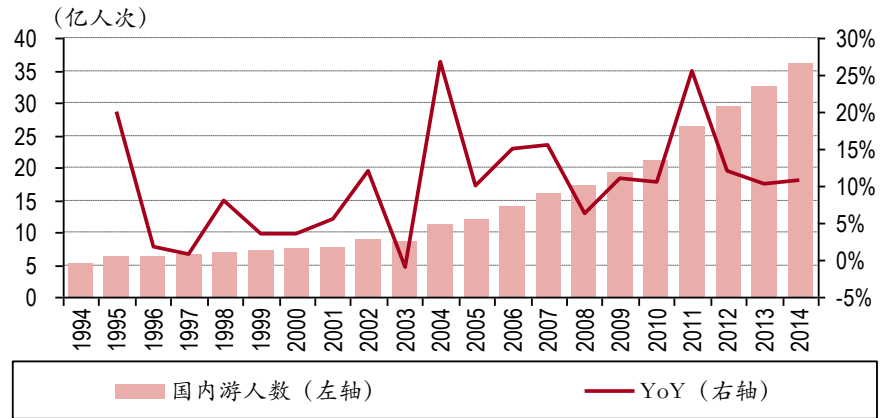


资料来源：公司财报，中银国际证券

寓教于乐，分享亲子游行业红利

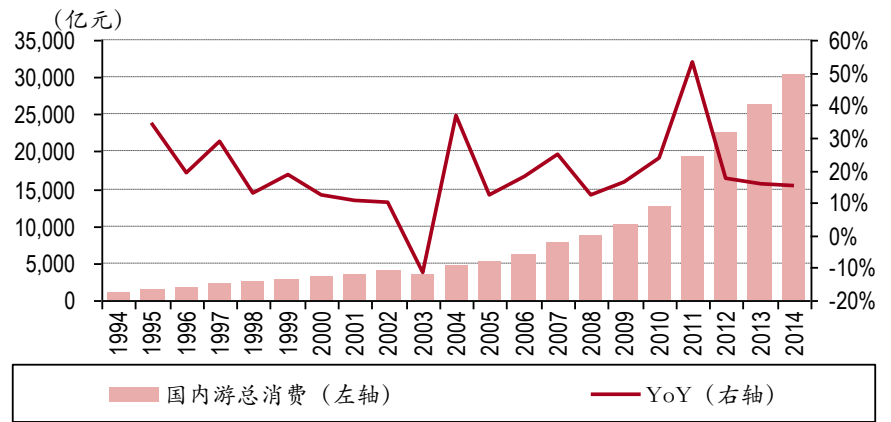
2014年，国内旅游人数达到36.1亿人次，同比增长10.7%；2004至2014年复合增长率为12.6%。2014年，国内旅游总消费达到30,312亿元，同比增长15.4%；2004至2014年复合增长率为20.5%。

图表 24. 中国国内旅游人数



资料来源：万得，中银国际证券

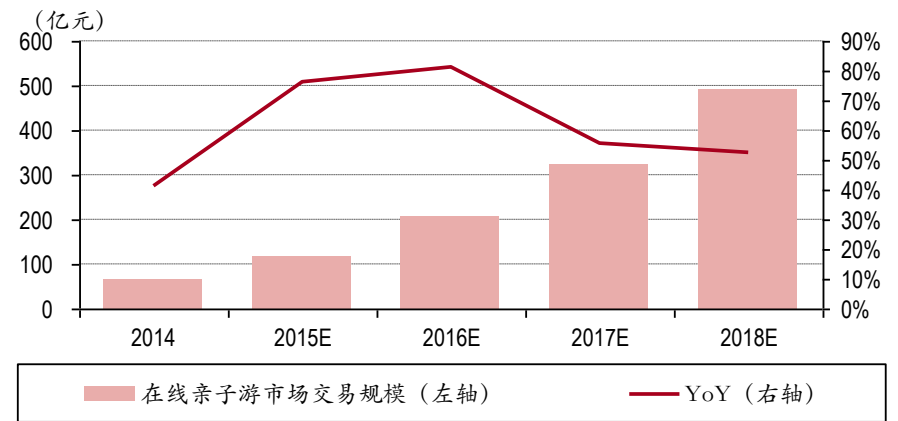
图表 25. 中国国内旅游总消费



资料来源：万得，中银国际证券

公司旗下两个海洋主题公园以及“大白鲸计划”儿童乐园主打亲子游元素，有望分享亲子游市场高速增长的红利。2014年，在线亲子游市场交易规模达到65.1亿元，同比增长41%；预计2018年在线亲子游市场交易规模将达到493亿元，年化复合增长率近66%。

图表 26. 在线亲子游市场交易规模



资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

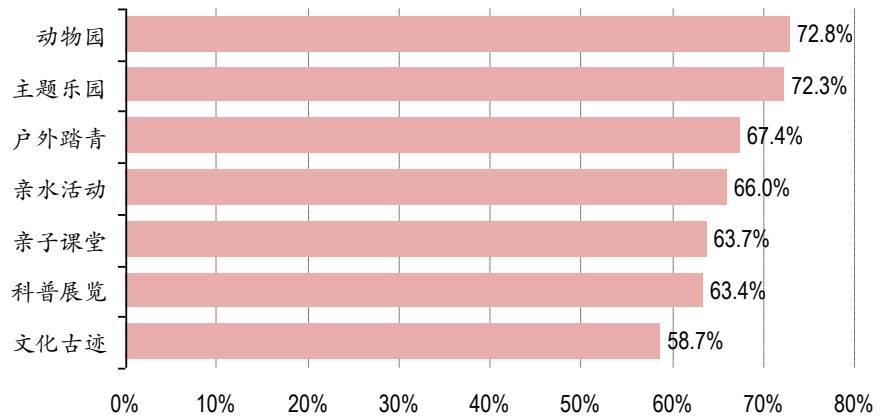
中国亲子游产品主要根据四个维度进行分类：公司旗下海洋主题公园及参与策划、咨询、管理的城市配套小型儿童乐园分别涉及四个维度中的周边游、休闲游、主题公园&科普展馆、自由行范畴。从2015年中国在线亲子游用户出游偏好和目的来看，主题公园、亲水活动、亲子课堂、科普展览的偏好率较高，分别为72.3%、66%、63.7%、63.4%。海洋主题公园作为可以给儿童提供海洋生物知识、寓教于乐的平台，也契合了“增长孩子知识”的出游目的。

图表 27. 亲子游产品分类



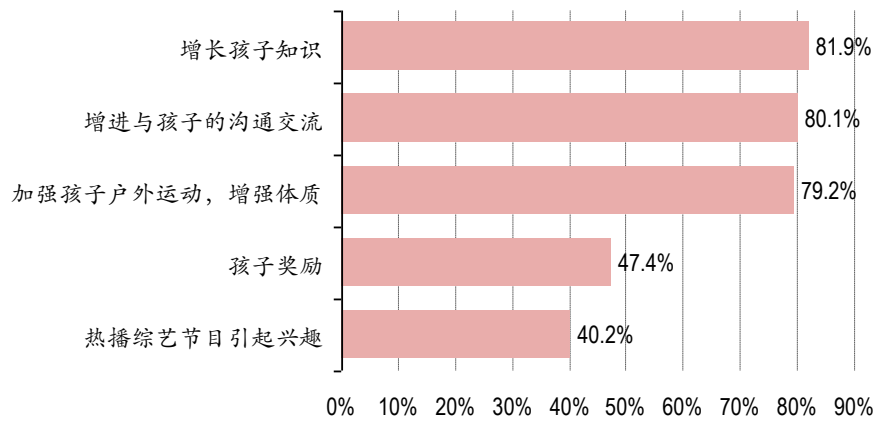
资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

图表 28. 2015 年中国在线亲子游用户出游偏好



资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

图表 29. 2015 年中国在线亲子游用户出游目的



资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	252	290	319	356	422
销售成本	(118)	(133)	(141)	(158)	(189)
经营费用	(38)	(39)	(49)	(57)	(72)
息税折旧前利润	97	119	129	141	160
折旧及摊销	(47)	(47)	(44)	(45)	(46)
经营利润(息税前利润)	50	71	85	96	115
净利息收入/(费用)	(25)	(19)	(21)	(23)	(27)
其他收益/(损失)	23	(1)	0	0	0
税前利润	49	51	64	73	87
所得税	(6)	(12)	(16)	(18)	(22)
少数股东权益	(10)	(0)	(3)	(4)	(5)
净利润	33	39	45	51	60
核心净利润	31	39	45	51	60
每股收益(人民币)	0.354	0.419	0.490	0.552	0.657
核心每股收益(人民币)	0.339	0.419	0.490	0.552	0.657
每股股息(人民币)	0.000	0.066	0.078	0.087	0.104
收入增长(%)	21	15	10	12	19
息税前利润增长(%)	40	43	19	13	19
息税折旧前利润增长(%)	25	22	8	9	14
每股收益增长(%)	159	18	17	13	19
核心每股收益增长(%)	134	24	17	13	19

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	49	51	64	73	87
折旧与摊销	47	47	44	45	46
净利息费用	25	19	21	23	27
运营资本变动	45	(3)	3	7	11
税金	(6)	(12)	(16)	(18)	(22)
其他经营现金流	(15)	(0)	(0)	(0)	0
经营活动产生的现金流	145	102	116	129	150
购买固定资产净值	(70)	(47)	(79)	(55)	(82)
投资减少/增加	(70)	(47)	0	0	0
其他投资现金流	66	42	0	0	0
投资活动产生的现金流	(73)	(52)	(79)	(55)	(82)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(11)	(87)	(9)	(33)	(33)
支付股息	(14)	0	(8)	(10)	(11)
其他融资现金流	(8)	(21)	(23)	(25)	(31)
融资活动产生的现金流	(33)	(107)	(40)	(68)	(74)
现金变动	39	(57)	(3)	6	(7)
期初现金	138	178	121	118	124
公司自由现金流	72	50	37	74	68
权益自由现金流	61	(36)	28	41	35

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	177	121	118	124	118
应收帐款	3	2	3	3	4
库存	2	2	2	2	3
其他流动资产	15	18	19	19	20
流动资产总计	196	143	141	148	144
固定资产	314	303	319	339	383
无形资产	123	116	138	131	126
其他长期资产	101	108	105	102	98
长期资产总计	542	532	567	578	615
总资产	738	676	709	726	759
应付帐款	6	4	4	4	5
短期债务	148	89	108	103	98
其他流动负债	72	58	62	69	82
流动负债总计	227	151	173	176	185
长期借款	153	126	98	70	42
其他长期负债	10	12	12	12	12
股本	92	92	92	92	92
储备	227	265	303	343	390
股东权益	319	357	395	435	482
少数股东权益	30	30	31	34	38
总负债及权益	738	676	709	726	759
每股帐面价值(人民币)	3.46	3.88	4.29	4.73	5.24
每股有形资产(人民币)	2.12	2.62	2.79	3.30	3.88
每股净负债/(现金)(人民币)	1.35	1.02	0.95	0.52	0.24

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	38.5	40.9	40.4	39.5	38.0
息税前利润率(%)	19.8	24.6	26.6	26.9	27.2
税前利润率(%)	19.3	17.7	20.2	20.5	20.7
净利率(%)	12.9	13.3	14.1	14.3	14.3
流动性					
流动比率(倍)	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8
利息覆盖率(倍)	2.0	3.8	4.1	4.2	4.2
净权益负债率(%)	35.7	24.2	20.5	10.3	4.2
速动比率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	103.0	87.0	74.3	66.0	55.5
核心业务市盈率(倍)	107.5	87.0	74.3	66.0	55.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	132.8	107.4	91.8	81.5	68.5
市净率(倍)	10.5	9.4	8.5	7.7	7.0
价格/现金流(倍)	23.1	32.9	28.9	26.0	22.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.8	29.0	26.7	24.2	21.0
周转率					
存货周转天数	18.2	4.8	4.9	4.7	4.5
应收帐款周转天数	2.9	3.4	3.0	2.9	2.8
应付帐款周转天数	10.2	6.2	4.2	4.0	3.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	21.1	21.1	21.1	21.1
净资产收益率(%)	10.7	11.4	12.0	12.2	13.2
资产收益率(%)	6.1	7.7	9.2	10.0	11.6
已运用资本收益率(%)	7.9	11.4	13.8	15.1	17.6

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

大连圣亚(600593.CH/人民币 36.42, 买入)

海昌海洋公园(2255.HK/港币 1.75, 未有评级)

以2015年12月3日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371