



买入

39% ↑

目标价格:人民币 35.00

原目标价格:人民币 45.00

600593.CH

价格:人民币 25.18

目标价格基础: 70 倍 16 年市盈率

板块评级:增持

大连圣亚

存量海洋公园增速有限, 增量项目推进多线并行

大连圣亚公布年报, 2015 年, 公司实现营业收入 30,528 万元, 同比增长 5.2%; 实现归母净利润 4,298.7 万元, 同比增长 11.6%; 实现扣非后净利润 3,511.3 万元, 同比减少 12.7%; 每股收益为 0.4673 元, 同比增长 11.6%。扣非后净利润与归母净利润差异较大主要是将不再纳入合并范围的青岛蓝色空间旅游文化有限公司超额亏损转回形成投资收益、单独进行减值测试的应收款项减值准备转回所致。我们将目标价格下调至 35.00 元(市场估值调整), 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **大连、哈尔滨海洋公园增速有限。**2015 年大连圣亚海洋公园实现营业收入 23,472.46 万元, 同比增长 5.63%; 哈尔滨海洋公园实现营业收入 7,424.81 万元, 同比增长 3.18%, 净利率为 9%。
- **扩展利润增长点, 项目储备丰富。**公司正在或即将推进的项目包括“大白鲸计划”室内儿童乐园管理输出、第五代海洋公园、水/海岸城。
- **整体盈利能力略有提升, 管理费用率提高明显。**2015 年, 公司的毛利率为 54.8%, 同比增加 0.54 个百分点; 净利率为 14.1%, 同比增加 0.81 个百分点。期间费用中, 管理费用率为 19.6%, 同比增加 2.69 个百分点, 主要是公司提高职工薪酬所致; 销售费用率 8.85%, 同比减少 0.29 个百分点; 财务费用率 4.27, 同比减少 2.22 个百分点。

评级面临的主要风险

- 旅游业系统性风险, 项目落地不达预期。

估值

- 国内休闲度假旅游、亲子游市场持续火爆, 看好公司在未来 1-2 年通过管理输出或自建的形式在全国范围内复制海洋公园、海洋秀场的战略布局, 预计 2016-2018 年每股收益为 0.50、0.56、0.68 元(不考虑增发), 维持买入评级, 将目标价格由 45.00 元下调至 35.00 元(市场估值调整)。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	290	305	336	372	452
变动(%)	15	5	10	11	21
净利润(人民币 百万)	39	43	46	51	63
全面摊薄每股收益(人民币)	0.419	0.467	0.495	0.556	0.690
变动(%)	18.4	11.6	6.0	12.2	24.1
先前预测每股收益(人民币)			0.552	0.657	
调整幅度(%)			(10.33)	(15.37)	
全面摊薄市盈率(倍)	60.2	53.9	50.8	45.3	36.5
价格/每股现金流量(倍)	22.7	19.7	20.6	18.6	15.7
每股现金流量(人民币)	1.11	1.28	1.22	1.35	1.60
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.3	19.8	19.1	17.4	14.9
每股股息(人民币)	0.066	0.074	0.078	0.088	0.107
股息率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(45.6)	(18.5)	(40.2)	25.6
相对上证指数	(20.8)	(20.2)	(22.0)	40.3

发行股数(百万)	92
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	2,317
3 个月日均交易额(人民币 百万)	87
净负债比率(%) (2015E)	3
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, 聚源及中银证券
以 2016 年 3 月 11 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

*范欣悦为本报告重要贡献者

事件:

大连圣亚公布年报, 2015年, 公司实现营业收入 30,528 万元, 同比增长 5.2%; 实现归母净利润 4,298.7 万元, 同比增长 11.6%; 实现扣非后净利润 3,511.3 万元, 同比减少 12.7%; 每股收益为 0.4673 元, 同比增长 11.6%。扣非后净利润与归母净利润差异较大主要是将不再纳入合并范围的青岛蓝色空间旅游文化有限公司超额亏损转回形成投资收益、单独进行减值测试的应收款项减值准备转回所致。

点评:

1.大连、哈尔滨海洋公园增速有限。2015 年大连圣亚海洋公园实现营业收入 23,472.46 万元, 同比增长 5.63%; 哈尔滨海洋公园实现营业收入 7,424.81 万元, 同比增长 3.18%, 净利率为 9%。公司利用旅游淡季对大连圣亚海洋公园进行升级改造, 投资近 2,000 万元用于极地世界升级改造, 于 2015 年 10 月启动, 2016 年 6 月完成; 投资 1,500 万元对对售票亭、鲸鱼广场、海洋世界外立面、珊瑚世界外立面等建筑、设施、设备进行更新改造, 目前新建售票处已投入使用, 其余工程预计 2016 年 4 月完工; 投资 100 万元扩建海豚湾之恋表演场, 看台座位增至 1,100-1,200 个, 计划 2016 年 10 月旺季结束后动工, 2017 年 4 月完工。

2.扩展利润增长点, 项目储备丰富。公司正在或即将推进的项目包括“大白鲸计划”室内儿童乐园管理输出、第五代海洋公园、水/海岸城:

(1) **室内儿童主题乐园项目:** 管理输出型“轻资产”项目, 截至 2015 年底在全国 26 个城市拥有 32 家分店, 2015 年新开 15 家, 包括主力店、社区店与旗舰店, 属于“大白鲸计划”的下游端产品。

(2) 第五代海洋公园项目:

a.哈尔滨极地馆二期: 太阳岛风景区总体规划须经国务院审批, 目前正处于审批阶段; 项目的规划设计已完成, 并通过哈尔滨市规划局的审核, 待通过哈尔滨市城市规划委员会的审批后, 再由哈尔滨市规划局上报黑龙江省相关部门审批立项。

b.芜湖新华联大白鲸世界海洋公园项目: 目前海洋极地馆的主体工程已基本完工, 海洋动物秀场的设计方案已确定, 动物引进储备已经完成, 海洋极地馆预计 2016 年年底达到试营业条件。

c.淮安龙宫大白鲸嬉水世界: 改变项目合作模式, 以技术和管理咨询替代原协议的技术和管理输出加实物出资。室外儿童乐园部分已经于 2015 年 10 月 1 日对外营业; 室内嬉水场馆相关的设计已全部完成, 计划 2016 年 10 月主体封顶。

d.移动企鹅馆项目: 2015 年在镇江、银川、呼和浩特、南通、淮安、深圳等地完成 6 次展出, 接待参观游客约 16.6 万人次。

e.昆明大白鲸世界海洋公园项目 (大白鲸·滇海奇幻王国项目): 2015 年, 公司子公司与昆明安宁市政府就项目用地达成初步意向, 项目选址位于安宁市太平街道, 临近昆明西山度假区, 项目一期占地面积约为 1,257.5 亩。

f.项目储备: 与招商局集团、华侨城集团等公司合作, 在杭州、宁波、深圳、厦门等城市储备了符合公司发展战略的项目资源。

(3) 水/海岸城:

a. 营口大白鲸海洋城项目: 处于前期手续报批阶段。营口开发区政府正在协调将项目所在地块纳入规划范围内。公司已向辽宁省海洋局提交延期预审的相关申请, 延期申请截至时间为 2016 年 10 月。

b. 瓦房店大白鲸世界海岸城项目: 先期建设的起步区包括沙滩及海上休闲娱乐、山体娱乐运动、海洋哺乳动物繁育基地等核心体验项目。起步区预计投资为 5 亿元人民币, 建设期 2 年。

c. 镇江大白鲸世界水岸城项目 (镇江大白鲸魔幻海洋世界): 定增募投项目, 募集资金总额不超过 8.12 亿元。

d. 浙江淳安大白鲸水岸城项目: 2015 年, 联手深圳市淳安商会与浙江省淳安经济开发管理委员会达成合作意向, 拟在淳安县境内的千岛湖投资建设大白鲸水岸城项目 (位于珍珠半岛区块西段, 占地约 100 亩, 投资约 4 亿元)、帆船休闲水上运动中心 (位于珍珠半岛区块半岛酒店南侧, 占地约 30 亩及东南湖区部分水域利用, 投资约 3 亿元)、老爷车休闲运动主题公园 (位于汾口或浪川区块, 占地约 300 亩以上, 投资约 2 亿元)。

图表 1. 公司营业收入拆分

(人民币, 万元)	营业收入	营业收入同比增速(%)	毛利率(%)	毛利率同比增减
旅游服务业	26,671.85	6.50	54.06	减少 0.05 个百分点
其他服务业	2,823.80	14.47	52.19	减少 4.94 个百分点

资料来源: 公司公告, 中银证券

3. 整体盈利能力略有提升, 管理费用率提高明显。 2015 年, 公司的毛利率为 54.8%, 同比增加 0.54 个百分点; 净利率为 14.1%, 同比增加 0.81 个百分点。期间费用中, 管理费用率为 19.6%, 同比增加 2.69 个百分点, 主要是公司提高职工薪酬所致; 销售费用率 8.85%, 同比减少 0.29 个百分点; 财务费用率 4.27, 同比减少 2.22 个百分点。

4. 投资建议: 大连、哈尔滨两个海洋公园业绩增速有限, 现同时推进多个第五代海洋公园、水/海岸城项目, 预计从 2018 年起将成为公司新的业绩增长点。虽然公司室内儿童乐园管理输出体量仍较小, 但有望通过涉足“大白鲸计划”打造核心 IP, 提升海洋公园、水/海岸城等项目的文化内涵及竞争力。国内休闲度假旅游、亲子游市场持续火爆, 看好公司在未来 1-2 年通过管理输出或自建的形式在全国范围内复制海洋公园、海洋秀场的战略布局, 预计 2016-2018 年每股收益为 0.50、0.56、0.68 元 (不考虑增发), 维持买入评级。

图表 2. 公司 2015 年主要财务指标

(人民币, 百万)	2014	2015	同比(%)
营业收入	290.12	305.28	5.22
营业成本	132.76	138.06	3.99
毛利润	157.36	167.22	6.26
营业税金及附加	10.26	10.60	3.30
管理费用	49.13	59.90	21.92
销售费用	26.52	27.00	1.84
经营利润	71.45	69.71	(2.44)
资产减值	(0.97)	3.10	419.65
财务费用	18.83	13.03	(30.79)
公允价值变动损益			
投资收益	0.07	5.12	6,864.54
营业外收入	1.12	3.41	203.57
营业外支出	3.39	3.23	(4.75)
税前利润	51.40	58.88	14.55
所得税	12.42	12.41	(0.03)
少数股东损益	0.47	3.48	637.14
归属于母公司的净利润	38.51	42.99	11.62
基本每股收益(元)	0.42	0.47	11.63
毛利率(%)	54.24	54.77	增加 0.54 个百分点
净利率(%)	13.27	14.08	增加 0.81 个百分点
扣非后归属于母公司的净利润	40.21	35.11	(12.67)
销售费用率(%)	9.14	8.85	减少 0.29 个百分点
管理费用率(%)	16.93	19.62	增加 2.69 个百分点
财务费用率(%)	6.49	4.27	减少 2.22 个百分点

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	290	305	336	372	452
销售成本	(133)	(138)	(152)	(169)	(202)
经营费用	(39)	(48)	(62)	(72)	(98)
息税折旧前利润	119	119	122	132	152
折旧及摊销	(47)	(49)	(45)	(46)	(47)
经营利润(息税前利润)	71	70	77	86	105
净利息收入/(费用)	(19)	(13)	(14)	(16)	(17)
其他收益/(损失)	(1)	2	(0)	(0)	(0)
税前利润	51	59	63	70	87
所得税	(12)	(12)	(13)	(15)	(18)
少数股东权益	(0)	(3)	(4)	(4)	(5)
净利润	39	43	46	51	63
核心净利润	39	43	46	51	63
每股收益(人民币)	0.419	0.467	0.495	0.556	0.690
核心每股收益(人民币)	0.419	0.467	0.495	0.556	0.690
每股股息(人民币)	0.066	0.074	0.078	0.088	0.107
收入增长(%)	15	5	10	11	21
息税前利润增长(%)	43	(2)	11	11	22
息税折旧前利润增长(%)	22	0	3	8	15
每股收益增长(%)	18	12	6	12	24
核心每股收益增长(%)	24	12	6	12	24

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	51	59	63	70	87
折旧与摊销	47	49	45	46	47
净利息费用	19	13	14	16	18
运营资本变动	(3)	13	4	8	14
税金	(12)	(12)	(13)	(15)	(18)
其他经营现金流	(0)	(4)	0	0	0
经营活动产生的现金流	102	117	112	124	148
购买固定资产净值	(47)	(30)	(69)	(55)	(91)
投资减少/增加	(47)	(26)	0	0	0
其他投资现金流	42	31	0	0	0
投资活动产生的现金流	(52)	(25)	(69)	(55)	(91)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(87)	(64)	(26)	(26)	(26)
支付股息	0	(8)	(9)	(10)	(11)
其他融资现金流	(21)	(20)	(15)	(17)	(23)
融资活动产生的现金流	(107)	(92)	(50)	(53)	(59)
现金变动	(57)	0	(7)	16	(2)
期初现金	178	119	119	113	129
公司自由现金流	50	93	43	69	57
权益自由现金流	(36)	29	18	43	31

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	121	119	113	129	126
应收帐款	2	2	2	2	3
库存	2	2	2	2	3
其他流动资产	18	9	10	9	10
流动资产总计	143	132	127	143	142
固定资产	303	292	289	307	358
无形资产	116	107	135	128	120
其他长期资产	108	102	101	99	98
长期资产总计	532	510	535	545	589
总资产	676	642	661	687	731
应付帐款	4	2	3	3	3
短期债务	89	71	66	61	56
其他流动负债	58	65	70	77	92
流动负债总计	151	138	138	141	151
长期借款	126	80	59	39	18
其他长期负债	12	14	14	14	14
股本	92	92	92	92	92
储备	265	294	330	371	420
股东权益	357	386	422	463	512
少数股东权益	30	23	27	31	35
总负债及权益	676	642	661	687	731
每股帐面价值(人民币)	3.88	4.20	4.59	5.03	5.56
每股有形资产(人民币)	2.62	3.03	3.12	3.64	4.26
每股净负债/(现金)(人民币)	1.02	0.34	0.14	(0.32)	(0.57)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	40.9	38.9	36.3	35.4	33.6
息税前利润率(%)	24.6	22.8	23.0	23.1	23.2
税前利润率(%)	17.7	19.3	18.6	18.9	19.2
净利率(%)	13.3	14.1	13.6	13.7	14.0
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.0	0.9	1.0	0.9
利息覆盖率(倍)	3.8	5.4	5.4	5.4	5.4
净权益负债率(%)	24.2	7.6	2.8	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	1.0	0.9
估值					
市盈率(倍)	60.2	53.9	50.8	45.3	36.5
核心业务市盈率(倍)	60.1	53.9	50.8	45.3	36.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	83.6	74.9	70.7	63.0	50.7
市净率(倍)	6.5	6.0	5.5	5.0	4.5
价格/现金流(倍)	22.7	19.7	20.6	18.6	15.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.3	19.8	19.1	17.4	14.9
周转率					
存货周转天数	4.8	4.8	4.6	4.5	4.3
应收帐款周转天数	3.4	2.7	2.3	2.3	2.2
应付帐款周转天数	6.2	3.6	2.7	2.7	2.5
回报率					
股息支付率(%)	21.1	21.1	21.1	21.1	20.8
净资产收益率(%)	11.4	11.6	11.3	11.6	13.0
资产收益率(%)	7.7	8.3	9.4	10.1	11.7
已运用资本收益率(%)	11.4	12.0	13.6	14.8	17.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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。

本报告期内含保密信息，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:

中银国际研究有限公司

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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371