

大连圣亚 (600593.SH) 综合类行业

评级：增持 首次评级

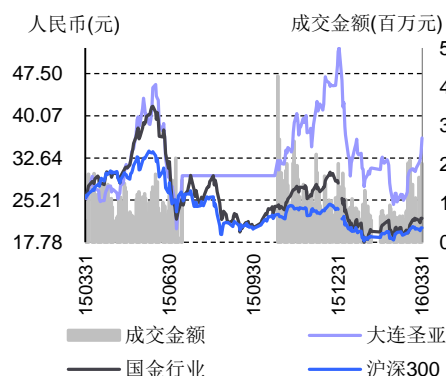
公司深度研究

市场价格(人民币)：36.17 元
 目标价格(人民币)：38.00-42.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万 92.00 股)
 总市值(百万元) 2,967.92
 年内股价最高最低 51.98/20.14 (元)
 沪深 300 指数 3135.41
 上证指数 2919.83



楼枫桦

联系人
 (8621) 60933978
 loufy@gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号：
 S1130511030002
 (8621) 60230230
 zhangbin@gjzq.com.cn

存量主题公园增速放缓 大白鲸布局海洋主题生态链

——大连圣亚公司深度报告

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.419	0.467	0.569	0.583	0.622
每股净资产(元)	3.88	4.20	4.77	5.15	5.77
每股经营性现金流(元)	1.11	1.28	0.65	0.79	0.81
市盈率(倍)	41.47	109.98	56.68	55.30	51.83
行业优化市盈率(倍)	36.61	55.06	41.65	41.65	41.65
净利润增长率(%)	18.39%	11.62%	21.81%	2.50%	6.69%
净资产收益率(%)	10.78%	11.13%	9.80%	8.55%	9.11%
总股本(百万股)	92.00	92.00	92.00	92.00	92.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 原有两大海洋主题公园项目内生增速放缓：2015 年公司实现主营收入 3.1 亿元，同比 2014 年的 2.9 亿增长 5.22%，虽连续十年保持增长趋势，但亦是五年内首次主营收入跌破双位数增长。归属于母公司股东的净利润为 0.43 亿元，同比增长 11.62%，其中旅游服务业实现营业收入 2.67 亿元，占收入比重的 87.37%，公司 2015 年毛利率为 54.77%，五年内保持稳定。公司严控成本费用，2015 年营业成本为 1.38 亿元，营业成本维持低增长。其中大连圣亚海洋世界实现营业收入为 2.35，同比增长 5.86%，占比 75.8%，哈尔滨极地馆实现收入 0.74 亿元，同比增长 2.78%，占比 23.87%，由于东北地区旅游市场增长放缓以及区域竞争加剧，公司依赖原有两个主题公园的内生增长动力十分有限。
- “大白鲸计划”已归属母公司，制作原创内容 IP，打通全文化产业链，从国内领先的海洋基地主题乐园建设运营商向海洋主题全文化产业链打造者转变：2015 年，公司通过其控股子公司大连星海湾圣亚旅游发展有限公司在大白鲸世界管理（大连）有限公司占有 61% 的表决权，因此公司对于大白鲸世界管理（大连）有限公司构成了实质控制，并将其纳入合并报表。该计划旨在打造从上游的原创海洋主题儿童文学，到中游的动漫、影视、衍生商品等的文化、商业产品，再到下游的儿童乐园、家庭娱乐中心、海洋公园等的娱乐旅游产品。
- 从旅游目的地景点向城市文娱综合体进阶，紧密结合主题乐园和商业地产，渗透城市亲子居民市场：主线 1——入驻商业地产，异地复制大白鲸世界儿童乐园（全国 32 家）；主线 2——瞄准城市近郊，建立以海洋复合业态为主的大白鲸世界海岸城及配套项目（瓦房店、营口、镇江）；主线 3——结合旅游目的地，建立第五代海洋主题公园（芜湖、淮安、镇江）。另有项目资源储备：通过与招商局集团、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。
- 解决项目融资瓶颈，成全资子公司立圣亚（北京）投资管理有限公司从事投资等金融相关业务：子公司将作为大连圣亚的对外投融资平台筹措资金，可以发起设立项目基金、并购基金、产业发展基金等，吸引国内外资本的合

作，推进公司“大白鲸计划”发展战略，保证各项目资金来源和项目的平稳实施。

- **增发激励管理层，体制有望迎来较大改善。**公司以 26.71 元/股向特定对象合计增发 3000 万股合计占增发后总股本 24.6%，向管理团队增发 40 万股，合计募集资金 8.12 亿元。一方面优化股权结构、丰富激励手段，也为后续发展解决资金问题。

投资建议

- 2016E-2018E 的净利润为 **0.52/0.54/0.57** 亿元，增速为 **21.8%/2.5%/6.69%**，EPS 分别为 **0.57/0.58/0.62** 元，对应目前股价的 PE 分别为 **57/55/52** 倍。
- 根据 wind 资料测算，在景区类业务，大连圣亚的 PE 高于平均值水平，但由于目前其市值规模较小，IP 商业战略计划已纳入母公司并表范围，各地海洋公园商业综合体业态等项目正在筹备落地中，未来成长性明确，首次覆盖，给予增持评级。

风险

- 公司在建项目延迟开业时间
- 拟合作项目进展不顺利
- 大白鲸计划盈利状况不理想，并表后对公司业绩提升有限
- 在快速异地拓展过程中公司内部的人才和资源能力无法跟上运营的发展要求

内容目录

1. 投资逻辑与建议	5
1.1 投资逻辑与关键点	5
1.2 投资建议	5
2. 公司简介、股权结构与财务情况	6
2.1 公司简介	6
2.2 股权结构清晰	6
2.3 公司业务及项目情况	8
2.4 公司财务情况	8
3. 内生增速放缓：公司现有主题公园主营业务增速放缓	9
3.1 大连圣亚海洋世界	10
3.2 哈尔滨极地馆	11
4. 外延扩张步伐清晰：儿童经济大爆发，围绕大白鲸 IP 展开上中下游全范围布局	11
4.1 儿童经济市场规模大，国内外公司抢占市场	11
4.2 抓住“儿童经济”，制作原创内容 IP，启动“大白鲸计划” ...	13
4.3 “大白鲸计划”之上中游——海洋主题原创 IP 和衍生产品，推广文化品牌	14
4.4 “大白鲸计划”之下游——灵活商业业态，全国战略布局	16
5. 投资建议	21
6. 风险提示	22

图表目录

图表 1：水族馆的发展历史及在中国发展情况	6
图表 2：公司与控股股东之间的产权及控制关系图	7
图表 3：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图	7
图表 4：公司主要全资子公司、参股公司及联营公司关系表	7
图表 5：公司建成以及在建项目一览	8
图表 6：公司 2006-2015 年的营收及同比增长情况（万元）	9
图表 7：公司 2010-2015 净利润及毛利率情况	9
图表 8：大连圣亚海洋世界营业收入及增长情况（亿元）	10
图表 9：哈尔滨极地馆盈利情况（亿元）	11
图表 10：亲子游的家庭构成	12
图表 11：2014-2018 年中国在线亲子游市场交易规模及增长情况	12
图表 12：2015 年 4 月主题在线亲子游产品份额	13
图表 13：全球知名主题公园品牌进入中国项目	13
图表 14：公司与大白鲸世界管理（大连）有限公司之间的股权关系图	14

图表 15: 大白鲸世界管理(大连)有限公司财务情况(万元)	14
图表 16: 大白鲸 IP 产业链示意图.....	15
图表 17: 大白鲸计划中游衍生品陈列	15
图表 18: 室内儿童主题乐园全国布局	17
图表 19: 杭州萧山室内儿童主题乐园课程表及优惠信息	17
图表 20: 水(海)岸线产品线对比	18
图表 21: 芜湖新华联大白鲸海洋公园信息表	20
图表 22: 淮安西游记主题乐园规划效果图	20
图表 23: 哈尔滨极地馆一期与二期项目对比	20
图表 24: 移动企鹅馆项目盈利模式	21
图表 28: 景区类可比公司估值和 EPS 对比	22

1. 投资逻辑与建议

1.1 投资逻辑与关键点

- 2015 年公司实现主营收入 3.1 亿元，同比 2014 年的 2.9 亿增长 5.22%，虽连续十年保持增长趋势，但亦是五年内首次主营收入跌破双位数增长。作为国内知名海洋主题公园运营商，近十年都依靠原有的大连和哈尔滨两个项目的业绩贡献，由于东北地区旅游市场增长放缓以及区域竞争加剧，公司依赖原有两个主题公园的内生增长动力十分有限。在民营企业大举发力异地项目，大型地产开发商纷纷进入主题公园领域的市场阶段，公司急需向外拓展业务，利用自身海洋主题公园运营的资源 and 经验进行异地项目开拓。
- 大白鲸计划对于公司的全盘异地拓展计划是一个绝佳的契机。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，2015 年报披露公司间接持有大白鲸世界管理有限公司 61% 的股份，通过子公司的形式来布局海洋主题“泛文旅”全产业链。虽然大白鲸计划目前对公司的业绩贡献较小，但其迅速扩张的知名度为公司对外开展项目合作提供了商业品牌效应，促使公司能够在多地与开发商和政府合作开展海洋综合体项目。
- 大白鲸计划的商业逻辑是打造海洋主题的全文化产业链，打造从上游的原创海洋主题儿童文学，到中游的动漫、影视、衍生商品等的文化、商业产品，再到下游的儿童乐园、家庭娱乐中心、海洋公园等的娱乐旅游产品。借助于一个 IP 进行全文化产业链的布局是效仿迪斯尼的做法，但目前其 IP 的知名度和品牌影响力尚在培育阶段。
- 公司从旅游目的地景点向城市文娱综合体进阶是其最大亮点之一，项目紧密结合主题乐园和商业地产，渗透城市亲子居民市场，分为三条主线：主线 1——入驻商业地产，异地复制大白鲸世界儿童乐园（全国 32 家）；主线 2——瞄准城市近郊，建立以海洋复合业态为主的大白鲸世界海岸城及配套项目（瓦房店、营口、镇江）；主线 3——结合旅游目的地，建立第五代海洋主题公园（芜湖、淮安、镇江）。另有项目资源储备：通过与招商局集团、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。
- 在战略布局符合行业发展趋势且逐步完善的情况下，项目的顺利与否考验公司的三大能力，一是筹资和资本运作能力，为解决项目融资瓶颈，2016 年公司成全资子公司作为对外投融资平台筹措资金，可以发起设立项目基金、并购基金、产业发展基金等，吸引国内外资本的合作，推进公司“大白鲸计划”发展战略，保证各项目资金来源和项目的平稳实施。二是管理层的储备资源和团队是否能跟得上项目拓展的节奏，为此公司拟以 26.71 元/股向管理团队增发 40 万股。优化股权结构、丰富激励手段。三是多点布局的异地项目的运营能力，这也是目前不确定性最大的一项，公司之前未在除大连和哈尔滨的项目外有过海洋公园综合体/海岸城项目的运营经验，新型的项目对公司的市场运营和资本运作提出了新的要求，项目的实际运营情况需待开业之后才能有所知晓。

1.2 投资建议

- 2016E-2018E 的净利润为 0.52/0.54/0.57 亿元，增速为

21.8%/2.5%/6.69%，EPS 分别为 0.57/0.58/0.62 元，对应目前股价的 PE 分别为 57/55/52 倍。

- 根据 wind 资料测算，在景区类业务，大连圣亚的 PE 高于平均值水平，但由于目前其市值规模较小，IP 商业战略计划已纳入母公司并表范围，各地海洋公园商业综合体业态等项目正在筹备落地中，未来成长性明确，首次覆盖，给予增持评级。

2. 公司简介、股权结构与财务情况

2.1 公司简介

- 大连圣亚成立于 1994 年 1 月，2002 年上市，前身为大连圣麦尔索海洋世界有限公司，是国内第三代水族馆的开创者，东北旅游业首家上市公司，国家文化产业基地，现有 8 家控股子公司，4 家参股公司，未来将打造国内第一个第五代海洋公园。

图表 1：水族馆的发展历史及在中国发展情况

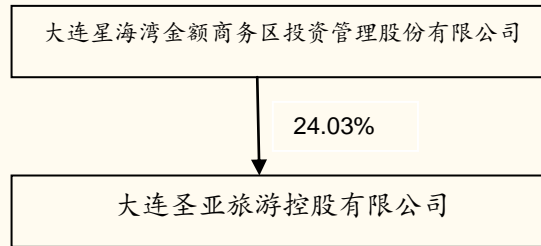
	发展阶段	国内数量	特征	典型代表
第一代水族馆	萌芽时期 (20 世纪 80 年代中期以前)	6 家	将活鱼养在火车厢式的玻璃水箱里，即火车窗式	青岛水族馆 (1932) 北海水族馆 (1978)
第二代水族馆	快速扩张时期 (20 世纪 90 年代)	36 家	将水族箱的水族馆改建成连续环形，多种鱼类混养，即洞游槽式	昆明水族馆 (1994) 青岛海豚表演馆 (1995) 武汉新世界水族公园 (1997)
第三代水族馆	转型创新时期 (2000 年至今)	27 家	现代大型的综合水族馆，最常见的是人造海底隧道	香港海洋公园 (1977) 大连老虎滩基地海洋动物馆 (2001) 青岛极地海洋世界 (2006)
第四代海洋公园	2011	3 家	营造一个妙趣横生、神秘梦幻的海洋世界	武汉极地海洋世界 (2011) 海德堡 (兰州) 基地海洋世界 青岛海洋梦工场 (2015)
第五代海洋公园	2014	3 家	以故事为主轴，以互动参与为主导，以高科技多媒体为手段	芜湖新华联大白鲸世界海洋公园 镇江魔幻海洋世界 淮安龙宫大白鲸嬉水世界项目

来源：，网络公开信息，国金证券研究所

2.2 股权结构清晰

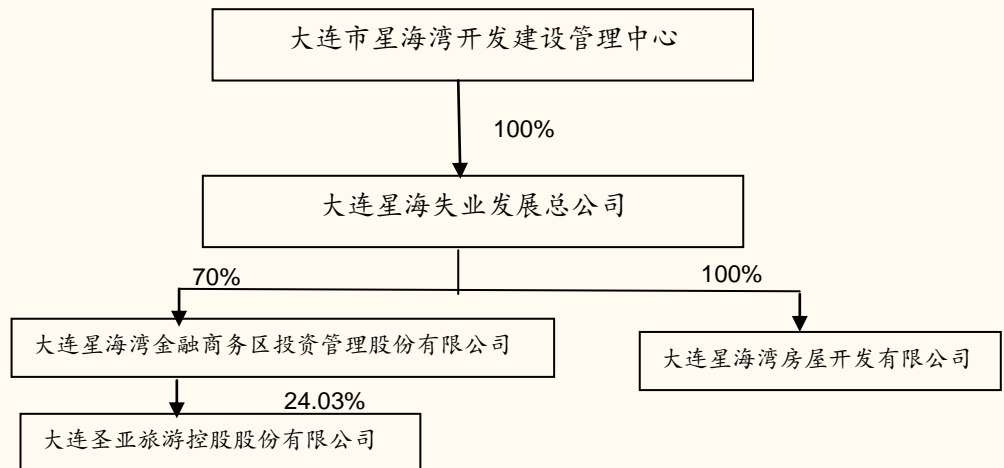
- 公司控股股东为大连星海湾金融商务区投资管理股份有限公司，其控股股东为大连市星海实业发展总公司，最终控制人为大连星海湾开发建设管理中心，大连市星海湾开发建设管理中心为大连市政府派出机构，负责星海湾区域的开发建设及国有资产管理。

图表 2: 公司与控股股东之间的产权及控制关系图



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 3: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司拥有现有 8 家控股子公司，4 家参股公司以及 2 家联营企业。2015 年年报披露，公司间接持有大白鲸世界管理有限公司 61% 的股份，由联营企业变为控股公司。

图表 4: 公司主要全资子公司、参股公司及联营公司关系表

类型	公司名	持股比例
控股公司	北京蓝色奔腾旅游开发有限公司	100%
	哈尔滨圣亚极地公园有限公司	100%
	天津圣亚海洋世界投资有限公司	75.76
	大连星海湾圣亚旅游发展有限公司	70%
	圣亚（北京）投资管理有限公司	100%
孙公司	大连新世界会展服务有限公司	70%
	镇江大白鲸海洋世界股份有限公司	70%
	大白鲸世界管理（大连）有限公司	61%
	哈尔滨圣亚旅游产业发展有限公司	100%
联营公司	北京主题智库顾问有限公司	40%
	大连旅顺口蒙银村镇银行股份有限公司	10%

来源：，公司年报，国金证券研究所

2.3 公司业务及项目情况

- 公司拥有大连圣亚海洋世界和哈尔冰圣亚极地公园两个已建成的主题公园，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，通过子公司的形式来布局海洋主题“泛文旅”全产业链，目前公司间接持有大白鲸世界管理有限公司 61% 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、海岸线等文化旅游休闲及城市配套复合型产品，并提供管理、咨询。同时公司还进行了异地的复制，将市场从大连、哈尔滨地区延伸到镇江、安徽、淮安等华东地区，在建的项目有镇江大白鲸世界水（海）岸线、芜湖新华联大白鲸世界海洋公园和淮安龙宫大白鲸嬉水世界，从国内领先的海洋基地主题乐园建设运营商向海洋主题全文化产业链打造者的转变初见成效。

图表 5：公司建成以及在建项目一览

	项目	开业时间	景区内容	所在城市
建	大连圣亚海洋世界景区	1995	海洋世界、极地世界、珊瑚世界、深海传奇、恐龙传奇、恐龙世界	大连
	哈尔滨极地馆	2005	白鲸表演、海狮海象总动员、北极熊情景剧、海豹训练堂、企鹅情景剧、冰海鳕鱼、巡游表演	哈尔滨
	大白鲸世界儿童乐园	2013	大白鲸驾驶学校、海岛大冒险、欢乐对对碰、能量漩涡、旋转海马、5D 立体影院、软软小人国	哈尔滨、西安、青岛、广州、上海等 29 座城市开设 33 家分店
在	芜湖新华联大白鲸世界海洋公园	一期海洋馆 2016 年下半年	第五代海洋极地馆、海洋动物秀场、室外海洋动物伴游区、轻餐饮、商业街区	芜湖
	淮安龙宫大白鲸嬉水世界项目	世界儿童乐园 2015.10 开业	室外儿童乐园、第五代室内嬉水乐园	淮安
	镇江魔幻海洋世界	2017 末竣工	极地旱雪公园、魔幻秀场	镇江
	移动企鹅馆	2015	接待参观游客 16.6 万人次	在镇江、银川、呼和浩特、南通、淮安、深圳等地 6 次展出
	哈尔滨极地馆二期项目	-	还在审批过程中	哈尔滨
	昆明大白鲸世界海洋公园	-	达成初步意向，位于安宁市太平街道，近昆明西山度假区，一期占地约 1,257.5 亩。	昆明
	营口鲅鱼圈圣亚海洋城	-	海洋城、大白鲸、活力海滩、庆典广场	辽宁
建	瓦房店海岸城	-	文化产业园区，海洋哺乳动物繁育驯养基地及孤独症儿童康复训练中心及娱乐休闲中心	瓦房
	浙江淳安大白鲸水岸线	-	大白鲸水岸城项目及帆船休闲水上运动中心、老爷车休闲运动主题公园	浙江珍珠半岛

来源：网络公开信息，国金证券研究所

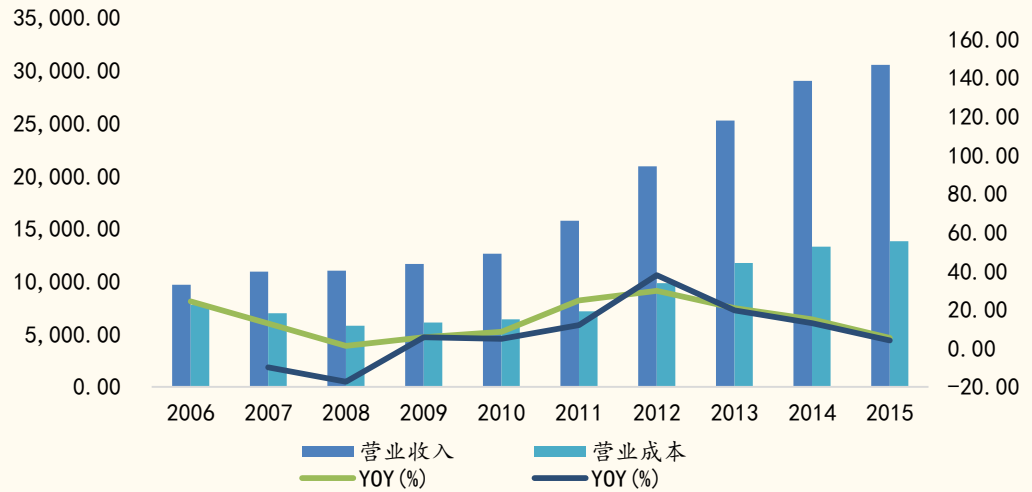
2.4 公司财务情况

- 大连圣亚 2015 年财务表现良好，实现主营收入 3.1 亿元，同比 2014 年的 2.9 亿增长 5.22%，连续十年保持增长趋势，但亦是五年内首次主营收入跌破双位数增长。归属于母公司股东的净利润为 0.43 亿元，同比增长

11.62%，其中旅游服务业实现营业收入 2.67 亿元，占收入比重的 87.37%，公司 2015 年毛利率为 54.77%，五年内保持稳定。公司严控成本费用，2015 年营业成本为 1.38 亿元，营业成本维持低增长。

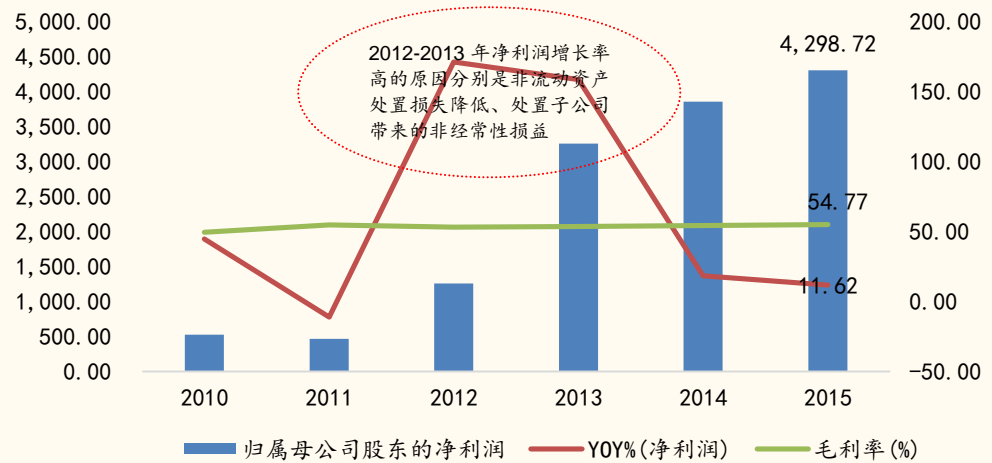
- 净利润增速超过主营收入主要原因为报告期内公司不断提升电商平台、新兴直销渠道的开拓力度，实现全渠道及线上线下互动营销，有效提升团散客比例和实际票面购买价格。
- 同时，公司缩小了贷款规模，利息支出明显降低。子公司（青岛蓝色空间）本期不纳入合并范围，以前年度超额亏损转回产生非经常损益。

图表 6：公司 2006-2015 年的营收及同比增长情况（万元）



来源：，公司年报，国金证券研究所

图表 7：公司 2010-2015 净利润及毛利率情况



来源：，网络公开信息，国金证券研究所

3. 内生增速放缓：公司现有主题公园主营业务增速放缓

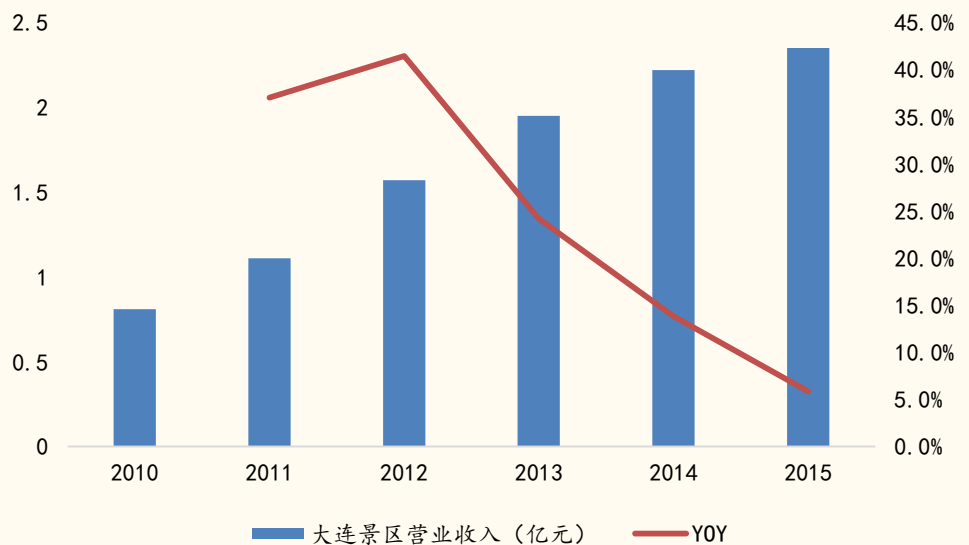
- 公司是国内领先的海洋极地主题乐园建设运营商，目前拥有大连圣亚极地公园和哈尔滨极地馆两个已建成运营的主题公园，权益比例均为 100% 全资控股。主题公园经营收入是其主要收入，其中大连圣亚海洋世界实现营业收入为 2.35，同比增长 5.86%，占比 75.8%，哈尔滨极地馆实现收入 0.74 亿

元，同比增长 2.78%，占比 23.87%，由于东北地区旅游市场增长放缓以及区域竞争加剧，公司依赖原有两个主题公园的内生增长动力十分有限。公司目前已不断投资华东地区的项目，从而消除季节性带来的影响。

3.1 大连圣亚海洋世界

- **基本情况：**2001 年被评为 AAAA 级景区，共有圣亚海洋世界、圣亚极地世界、圣亚深海传奇、圣亚珊瑚世界、圣亚恐龙传奇五大场馆，营业面积超过 5 万平方米，是集海洋极地环境模拟、海洋动物展示表演、购物、娱乐、休闲于一体的综合性旅游项目。四馆票价为 190 元，五馆为 220 元，2015 年实现净利润 0.27 亿元，营业增速有所放缓，主要由于大连景区的竞争激烈，水族馆的刚性压力不断增大的压力转化为争夺客源的压力，本地的旅游项目不断推陈出新并加速整合推广，都形成了对大连景区的巨大的威胁。
- **产品升级换代：**从 2005 年圣亚海洋世界的扩建，2006 年圣亚极地世界的改造，2008 年《功夫海象》表演的推出，2010 年极地大本营的建设，2011 年《白鲸传奇》表演的推出及《功夫海象》表演场的改造，到 2012 年深海传奇与恐龙传奇两个多媒体项目的建成运营，2013 年《白鲸传奇》表演由单人单鲸升级为双人双鲸，产品的持续优化提升了产品竞争力与品牌知名度、美誉度。两个传奇项目将公司本部项目由三馆升级为与竞争对手等量级的五馆，从而有效提升了客流量和客单价。
- **经营情况：**团队游客占比 90%，有效票价仍有提振空间。大连圣亚旺季 6 个月，假定以观演游客数估计入园游客，海豚湾表演场座位数 1500 人左右，上座率 85%，旺季平均 5 场演出/日，，旺季时间 180 天，接待量即 114.7 万人次左右；淡季表演场上座率 30%，表演场次 2-3 场/日，即接待游客数约为 20.2 万人左右，估计全年接待游客数 134.9 万人次。与旅行社的票面折算价在五折左右。
- **市场竞争：**海昌大连老虎滩海洋公园与圣亚海洋世界位置相邻、业态类似，大连本地市场基本为充分竞争。
- **大连游客人次：**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%。

图表 8：大连圣亚海洋世界营业收入及增长情况（亿元）

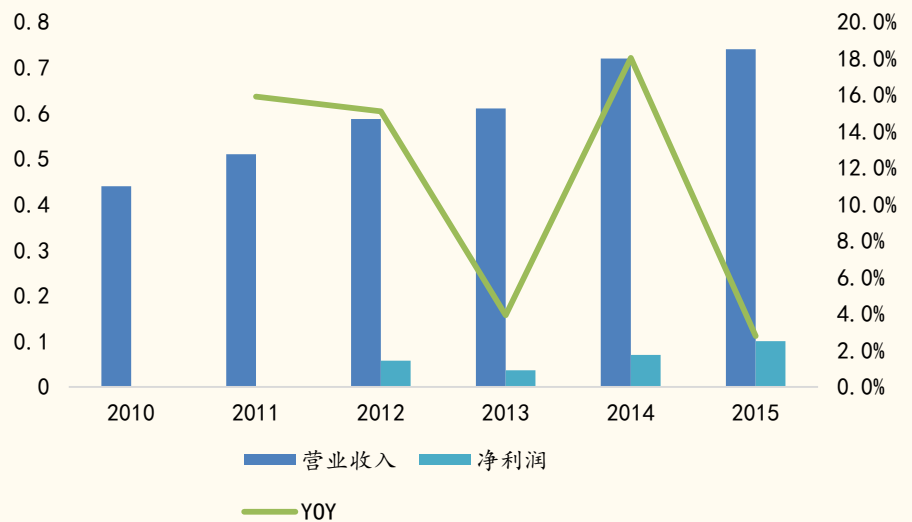


来源:，公司年报，国金证券研究所

3.2 哈尔滨极地馆

- **基本情况:** 世界首座极地演艺游乐园，哈尔滨国际冰雪节四大景区之一，国家 4A 级旅游景区，以极地动物娱乐表演为主题的极地馆。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。主要涉及五大景点：大兴安岭、渔人码头、南极企鹅岛、白鲸表演和北极动物家园。涵盖白鲸、海象海狮、鳕鱼、北极熊、海豹、企鹅等多类动物表演。全价票为 120 元，2015 年实现净利润为 0.10 亿元，同比增长 42.9%，哈尔滨极地馆的增长尤为突出。同时哈尔滨极地馆的二期项目也在审批阶段。
- **经营情况:** 场馆单日容纳 5000 人，全价票为 120 元/人，学生票为 100 元/人。
- **市场竞争:** 哈尔滨唯一的极地动物表演和海洋馆。
- **哈尔滨旅游市场:** 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%。

图表 9: 哈尔滨极地馆盈利情况 (亿元)



来源: 公司年报，国金证券研究所

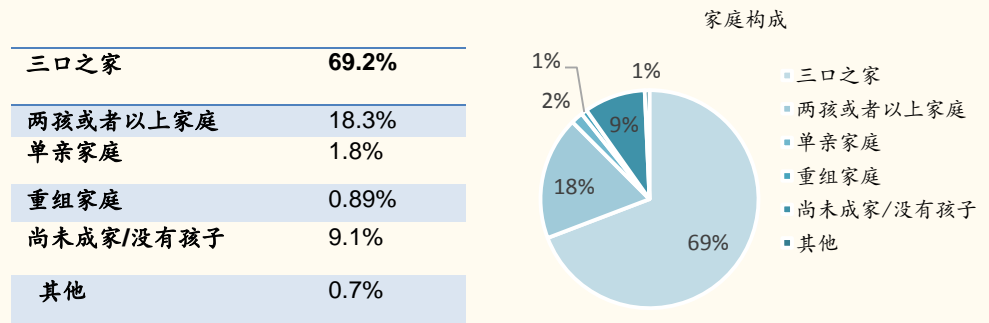
4. 外延扩张步伐清晰：儿童经济大爆发，围绕大白鲸 IP 展开上中下游全范围布局

4.1 儿童经济市场规模大，国内外公司抢占市场

- **二胎政策放开，儿童人口基数大:** 根据 2010 年第六次全国人口普查数据，我国城镇人口大约 6.7 亿，其中 0-14 岁的人口占比 16.6%，城镇大约有 1.11 亿名少年儿童。潜在市场目标人群巨大，尤其是我国一二线城市人群更加集中。受我国生育水平不断下降、迁移流动人口增加、年轻人婚后独立居住等因素的影响，我国家庭户规模不断缩小，平均每个家庭户的人口为 3.10 人，结构简单的核心家庭已成为我国家庭户的主要形式三口之家出行的占比为 69%，两个孩子或者以上的占比为 18%，但是随着“二孩政策”

的全面放开，该占比将突破 20%。

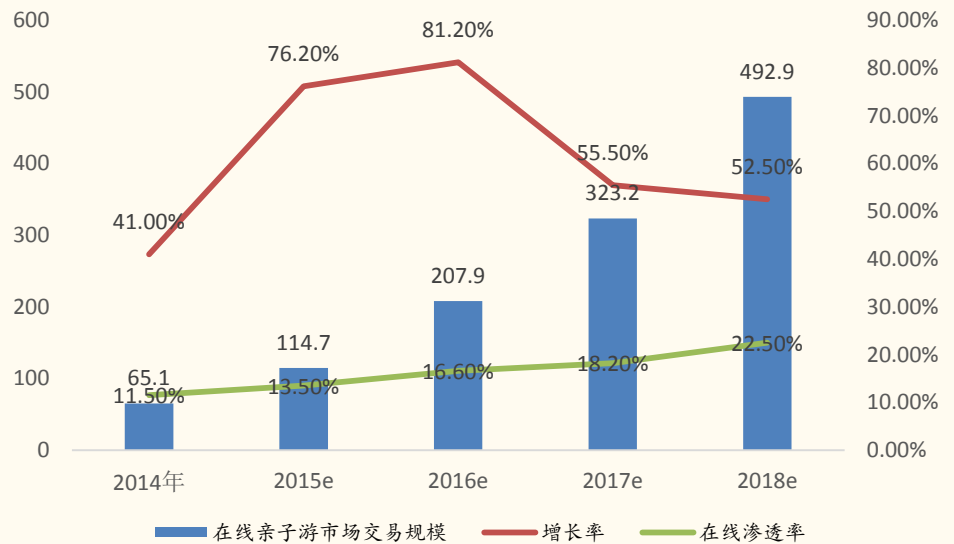
图表 10: 亲子游的家庭构成



来源：携程网；国金证券研究所

- **亲子游规模迎来行业爆发：**2014 年中国在线亲子游市场交易规模为 65.1 亿元，2015 年实现 76.2% 的增长，达到 114.7 亿元，未来三年亲子游市场将呈现稳步增长趋势。

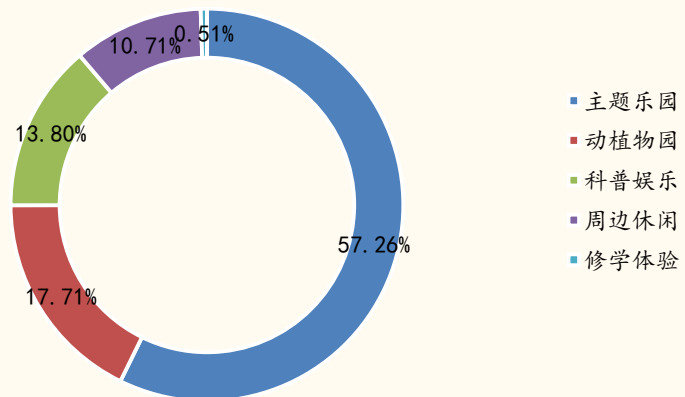
图表 11: 2014-2018 年中国在线亲子游市场交易规模及增长情况



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- **主题公园是亲子游市场主要产品选择：**主题公园产品占据亲子游在线旅游产品的 57% 份额。亲子游产品产品类型偏好明显，主要偏好为国内游，出游人次占比 75%，综合考虑到带着孩子进行旅游的时间以及安全因素，国内游大多数为主题乐园性。

图表 12: 2015 年 4 月主题在线亲子游产品份额



来源: 易观智库, 国金证券研究所

- **国外知名主题公园 IP 内容供给商和园区运营商纷纷进入中国市场:** 一方面唤醒国内体验消费的市场热情; 另一方面, 促使国内主题公园进入白日化优胜劣汰竞争阶段, 进一步洗牌之后行业集中率将提升, 具备市场规模化和品牌认可度的主题公园产品将爆发新的生命力。
- **文化演艺、海洋主题和影视内容成为 IP 创造力的主力:** 迪斯尼、环球影城等国际 IP 相继进入中国, 分别于 2016/2019 年开园。而海洋主题类国际品牌 (Seaworld) 尚无进入中国市场计划, 为国内海洋主题公园品牌和 IP 类运营商预留了大的市场发展空间。

图表 13: 全球知名主题公园品牌进入中国项目

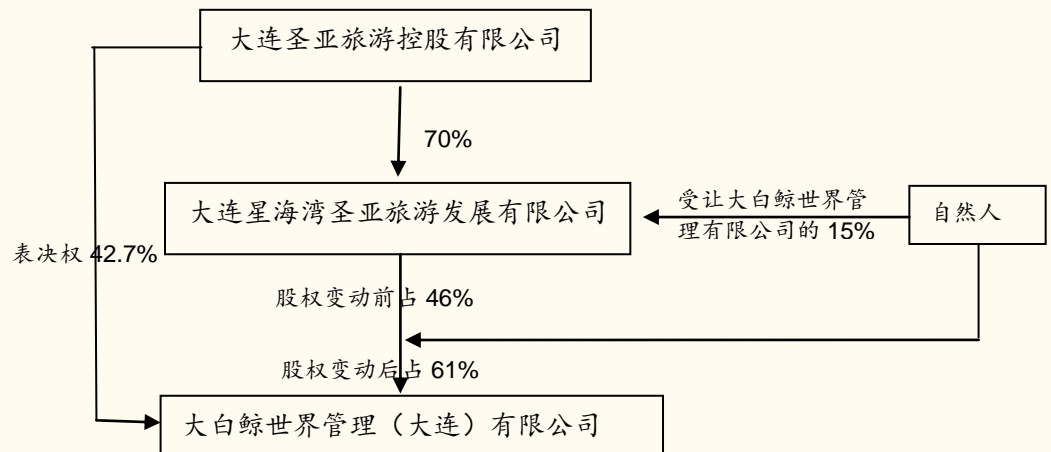
主题公园品牌	中国合作方	开园时间
美国迪斯尼	上海申迪集团	2016 年
美国环球影城集团	北京首旅集团	-
英国默林娱乐集团	华人文化产业投资基金	-
美国梦工厂	华人文化产业投资基金	-
六旗主题乐园	山水集团	2019 年

来源: 公司年报, 国金证券研究所

4.2 抓住“儿童经济”，制作原创内容 IP，启动“大白鲸计划”

- 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。采用权益法会计准则, 直接计入投资收益。2015 年, 公司通过其控股子公司大连星海湾圣亚旅游发展有限公司在大白鲸世界管理 (大连) 有限公司占有 61% 的表决权, 因此公司对于大白鲸世界管理 (大连) 有限公司构成了实质控制, 并将其纳入合并报表。

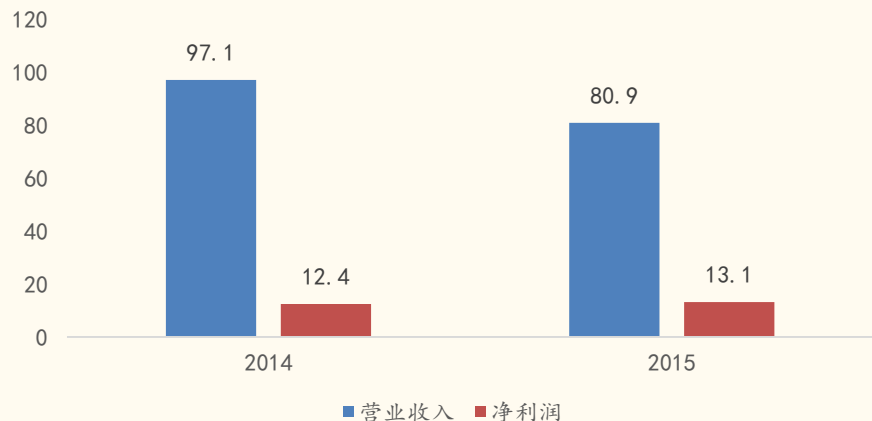
图表 14: 公司与大白鲸世界管理(大连)有限公司之间的股权关系图



来源：公司年报，国金证券研究所

- 大白鲸计划旨在打造从上游的原创海洋主题儿童文学，到中游的动漫、影视、衍生商品等的文化、商业产品，再到下游的儿童乐园、家庭娱乐中心、海洋公园等的娱乐、旅游产品，打通全文化产业链。
- 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。2015年的营业收入达到80.9万元，相比于2014年有所下降，净利润为13.1万元，同比增长5.6%，项目公司大白鲸世界管理(大连)有限公司2015年节省了营业成本和费用，实现净利润的增加。
- 虽然大白鲸计划目前对公司的业绩贡献较小，但其迅速扩张的知名度为公司对外开展项目合作提供了商业品牌效应，促使公司能够在多地与开发商和政府合作开展海洋综合体项目。

图表 15: 大白鲸世界管理(大连)有限公司财务情况(万元)



来源：公司年报，国金证券研究所

4.3 “大白鲸计划”之上中游——海洋主题原创IP和衍生产品，推广文化品牌

- 2013年设立大白鲸世界文化发展有限公司，与大连出版社、大连圣亚和大白鲸世界文化公司联合发起“大白鲸计划”，旨在打造从上游的原创海洋主题儿童文学，到中游的动漫、影视、衍生商品等的文化、商业产品的覆盖，创造主题图书与主题乐园同步上市业界首例。
- 上游原创IP内容端：截至2015年底，出版大白鲸品牌图书近250万册，

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 132 种。大白鲸世界在原创主题故事方面已经具有一定的基础，由大连出版社出版的《白鲸传奇》以白鲸为主角，通过刻画主人公大白鲸皮皮成长过程中的故事来让孩子们得到启发和共鸣。

图表 16: 大白鲸 IP 产业链示意图



来源：网络公开信息，国金证券研究所

- **中游衍生品端：**中游为以原创故事为基础主题动漫、影视、舞台剧、游戏及动漫衍生品等。白鲸系列儿童剧、动漫、影视产品陆续试水。原创儿童舞台剧《白鲸传奇之高科英雄》《白鲸传奇之神秘权杖》《白鲸传奇之超级炸弹》等，先后在北京等地精彩上演，累计演出 200 余场，共计 15 万余人观看了演出
 - 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；
 - 出品原创海洋儿童舞台剧《白鲸传奇之神奇的权杖》，在全国线下 21 家大白鲸世界儿童乐园进行巡回演出；
 - 2015 年春节推出主题漫画与主题有声故事，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。

图表 17: 大白鲸计划中游衍生品陈列





来源：网络公开信息，国金证券研究所

4.4 “大白鲸计划”之下游——灵活商业业态，全国战略布局

公司以更为灵活的场馆规模和产品模式适应不同的商业业态，在全国旅游目的地和商业地产内复制拓展海洋主题儿童游乐馆、综合型海洋主题公园等产品。

图表 18：大白鲸世界计划下游在建项目情况一览表

	计划投资（包含合作方的投资额）	建设周期	开业时间	预计收入	预计净利润
瓦房店海岸线	30-50 亿元，其中起步区 5 亿元	起步区 2 年，其余部分 3 年	-	起步区 1.9 亿元	起步区 0.57 亿元
营口大白鲸海洋城项目	40 亿	3 年	-	9 亿元	2.7 亿元
镇江大白鲸世界水岸城项目	35 亿	2 年	-	2 亿元	0.6 亿元
浙江淳安大白鲸水岸城项目	4 亿	2 年	-	2 亿元	0.6 亿元
镇江海洋公园	10.89 亿元	2 年	2017 末竣工	4.34 亿元	1.62 亿元
芜湖海洋公园	50 亿元	2 年	一期海洋馆 2016 年下半年	一期收入 2 亿元	一期利润 0.6 亿元
淮安龙宫大白鲸嬉水世界项目	15 亿元	3 年	世界儿童乐园 2015.10 开业	1 亿元	0.3 亿元
哈尔滨极地馆二期项目	4 亿	-	在审批过程	1.5 亿元	0.5 亿元

来源：网络公开信息，国金证券研究所

4.4.1 主线 1——入驻商业地产，异地复制大白鲸世界儿童乐园（全国 32 家）

- 大白鲸世界推向市场的首个业态是大白鲸世界儿童乐园，采取全国直营连锁模式。它瞄准当代中国城市家庭教育娱乐空间匮乏、方式单一的现状，以“新都市家庭娱乐中心”为定位，以原创海洋童话为主题，

以童话主角大白鲸为品牌形象代表，为以12岁以下儿童为核心的家庭消费单元，提供集游乐设施设备、主题餐饮、主题商品、主题活动于一体的一站式服务。同时也拥有定制化店、社区店、主力店、旗舰店等多代产品。

- 2015年新开业14家分店，已在哈尔滨、西安、青岛、广州、上海等26座城市开设32家分店，基本完成全国布局，产品涵盖了主力店、社区店和旗舰店，大白鲸世界儿童乐园是大白鲸计划推向市场的第一步，与万达广场相连接，首家大白鲸世界儿童乐园开业于哈尔滨哈西万达广场。

图表 19: 室内儿童主题乐园全国布局



来源：网络公开信息，国金证券研究所

- 单店面积平均 2000 m²左右，单一项目年管理费预计在 50 万元左右，单店的年运营费用在 300 万左右，投入在 1000 万左右，平均利润率约 30%。

图表 20: 杭州萧山室内儿童主题乐园课程表及优惠信息

杭州萧山店充值优惠			
优惠活动	会员优惠	非会员价位	
充值优惠	105元	80能量币	70能量币
	305元	265能量币	200能量币
	505元	505能量币	336能量币
	805元	905能量币	536能量币
VIP卡优惠	金卡(终身)	3000元	5000元
	钻石卡(终身)	5000元	8000元

鲸粉儿会员课程表	
周一至周五	10:00 绘画课 / 手工课 / 亲子游戏 / 亲子游戏 (活动内容每周轮换)
	19:00-20:00 亲子游戏 / 亲子游戏 / 绘画课 / 手工课 (活动内容每周轮换)
周六	10:30 / 14:00 舞蹈 / 手工 / 亲子游戏 / 亲子游戏 (活动内容每周轮换)
	17:00 / 20:00 亲子游戏 / 亲子游戏
周末	10:00 舞蹈 / 亲子游戏 / 绘画课 / 手工课 / 亲子游戏
	15:00-16:00 舞蹈 / 亲子游戏 / 手工课 / 绘画课 / 亲子游戏
周日	19:00-20:00 舞蹈 / 亲子游戏 / 绘画课 / 手工课 / 亲子游戏
	10:30 / 14:00 音乐、舞蹈、手工、绘画、体能训练、体能训练、亲子游戏 / 亲子游戏
周日	17:00 / 20:00 体能训练、亲子游戏 / 亲子游戏

来源：网络公开信息，国金证券研究所

4.4.2 主线 2——瞄准城市近郊，建立以海洋复合业态为主的大白鲸世界海岸城及配套项目（瓦房店、营口、镇江）

- **瓦房店项目：**2015 年 9 月 17 日，瓦房店市政府与大连圣亚旅游控股股份有限公司签署《大白鲸世界海岸城项目投资框架协议》，大连圣亚将投资 30-50 亿元人民币在瓦房店建设一个全新的文化产业集聚区，助推大连“北大门”的产业转型升级。建设内容包括文化产业园区，海洋哺乳动物繁育驯养基地及孤独症儿童康复训练中心，渔业码头及渔业服务配套，海滨休闲及水上娱乐项目，山体娱乐运动及配套生态娱乐酒店、汽车旅馆项目，生态观光休闲农业项目，总投资额预计为 30-50 亿元人民币。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、海洋哺乳动物繁育驯养基地等核心体验项目，起步区建设期预计 2 年，建成后，将为大连渤海海滨增添市场亟需的高品质、高品质、亲民的滨海休闲娱乐项目，同时也将为我国新增规模最大的海洋哺乳动物繁育驯养基地及国内首个专门应用海洋动物为孤独症儿童提供辅助康复训练的基地。
- **营口大白鲸海洋城项目：**2013 年 3 月正式签约，将成为营口地区第一个海洋主题公园，总投资额 40 亿元，总体建设期限为三年，选址在熊岳河口附近，将分为海洋城、大白鲸、活力海滩、庆典广场四个特色主题分区，涵盖探索港湾、海洋亲子乐园、球幕影院、海洋主题餐厅、海洋温泉、儿童航海学校、迎宾小镇等十五个子项目。项目建成后，将成为、第一个都市家庭娱乐中心、中国第一个原创知识产权海洋文化项目，形成以滨海度假为主题，融合高科技、时尚等元素，集主题性、体验式、复合功能于一体的休闲娱乐度假目的地。
- **镇江大白鲸世界水岸城项目：**该项目已被确定作为公司非公开发行募投项目，募集资金总额不超过 8.12 亿元。坐落于镇江市“三山”风景区，由镇江文旅集团与大连圣亚共同打造，包括三山游客服务中心、魔幻秀场、极地公园、魔幻文化情景生态主题街区、帆船游艇俱乐部、生态创意家庭运动公园等，占地面积约 77 万平方米，计划投资 35 亿元，建设期限 2 年，建成运营后年游客接待量预计 150 万人次以上。
- **浙江淳安大白鲸水岸城项目：**2015 年公司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及帆船休闲水上运动中心、老爷车休闲运动主题公园。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 21：水（海）岸线产品线对比

	营口大白鲸海洋城	瓦房店大白鲸世界海岸城	镇江大白鲸世界水岸城	浙江淳安大白鲸水岸城
地理位置	营口熊岳河口	瓦房店市李官镇	镇江市“三山”风景区	珍珠半岛区块西端
投资金额	40 亿元	30-50 亿元	35 亿元	4 亿元
场馆	海洋城、大白鲸、活力海滩、庆典广场	海滩娱乐、山体娱乐、海洋哺乳动物繁育驯养基地	魔幻秀场、极地公园、魔幻主题街区、帆船游艇俱乐部、创意家庭运动公园	深海传奇、珊瑚世界、极地世界
建设期	3 年	起步区 2 年	2 年	3 年
地位	营口首座海洋主题公园	国内首个专门用海洋动物为孤独症儿童治疗的基地	2016 年江苏省重大产业项目	年可接待游客容量将达 200 万人次以上。

来源：，网络公开信息，国金证券研究所

4.4.3 主线 3——结合旅游目的地，建立第五代海洋主题公园（芜湖、淮安、镇江）

包括第五代海洋馆、海洋动物秀场、嬉水乐园、移动企鹤馆和移动海洋馆，正在建设的第五代海洋公园项目：哈尔滨极地馆二期项目、芜湖新华联大白鲸世界海洋公园项目、淮安龙宫大白鲸嬉水世界、移动企鹤馆项目以及昆明大白鲸世界海洋公园项目。在多个城市的建设第五代海洋公园，成为国内首个建设第五代海洋公园的公司。

- **镇江海洋公园**：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。

 - **基本情况**：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。
 - **交通区位**：选址于江苏省镇江市三山风景区，总用地面积约1330亩，四至范围：西至征润州路，北至引航道，东及南至金山湖。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。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。
 - **项目起步区内容**：极地早雪世界、魔幻秀场、帆船游艇俱乐部、帆船码头、滨水露天剧场、水上教堂、婚礼草坪、水上集市、城市滨水公园、停车场、配套商业及服务设施等。
 - **盈利预测**：预计镇江魔幻海洋世界项目建成并投产后，将产生良好的经济效益：项目达产后将新增营业收入约4.34亿元，新增净利润约1.62亿元。项目建成后，公司收入与利润规模将明显扩大，盈利能力将进一步提升。
- **芜湖海洋公园**：与新华联不动产进行合作打造的中国首家第五代海洋公园，位于芜湖新华联文化旅游项目的核心地段，总占地面积81683平方米，总建筑面积36300平方米，水体体量11240吨，涵盖海洋极地馆、大型表演场、商业街区等多种业态。场馆建成后，将引入白鲸、伪虎鲸、北极熊等100头（只）以上的大型极地动物和鲨鱼、鳐鱼等10000尾以上的海洋生物在此繁衍生息，为“欢乐芜湖”增添蓬勃生机。预计2016年年底试营业。2015年10月31日，国内首座第五代海洋公园——芜湖新华联大白鲸海洋公园封顶。海洋公园作为“国际旅游文化片区”的一期启动区项目，总占地面积8万余平方米，总建筑面积4万平方米，水体体量1万余吨。涵盖海洋极地馆、大型表演场、商业街区等多种业态。场馆建成后，将引入白鲸、伪虎鲸、北极熊等100头以上的大型极地动物和鲨鱼、鳐鱼等海洋生物。园内分为魔幻表演秀场、儿童主题乐园、极地馆、多媒体展示中心、企鹤馆、鲨鱼馆、室外海豹乐园、水上世界等场馆。该项目的核心亮点为：中国第一座第五代海洋馆、中国第一座零距离企鹤馆、中国第一座魔幻海洋动物秀场、芜湖第一个大型夜间旅游演艺项目。

图表 22: 芜湖新华联大白鲸海洋公园信息表

地址	芜湖万春中路与徽州路交叉区域, 芜湖扁担河东岸
动物种类	入白鲸, 伪虎鲸, 北极熊等 100 头 (只) 以上的大型极地动物和鲨鱼、鳐鱼等 10000 尾以上的海洋生物
规模	总占地面积 81683 平方米, 总建筑面积 36300 平方米, 水体体量 11240 吨
投资额	50 亿元 (文化旅游项目总额)
特点	全国第一个以第五代海洋馆为核心而打造的主题公园
内设场馆	大白鲸馆、鲨鱼馆、海龟馆、中国第一座极地海洋馆等
配套设施	五星级酒店、芜湖老街、奥特莱斯购物广场、海洋公园、公馆、商业街区等
设计团队	新西兰 E+A 建筑事务所、美国波士顿设计集团、Franz Harary

来源: 网络公开信息, 国金证券研究所

- **淮安龙宫大白鲸嬉水世界项目:** 该项目为淮安西游记主题乐园的启动项目, 位于西游记主题乐园东侧, 占地约 350 亩。按照合作意向, 旅游公司对项目进行前期设计规划工作, 截止目前公司实际及计划签订与该项目产品设计开发有关的合同金额约 1700 余万元。中国第一个第五代水上乐园项目, 以“启梦、追梦、寻梦、圆梦”为脉络的西游之梦馆正在陆续开工奠基。计划投资 15 亿元的西游记主题乐园, 将于 2016 年 10 月全部竣工, 预计年游客量可达 300 万人次。该项目的室外儿童乐园部分已经于 2015 年 10 月 1 日对外营业。

图表 23: 淮安西游记主题乐园规划效果图



来源: 网络公开信息, 国金证券研究所

- **哈尔滨极地馆二期项目:** 项目所在的太阳岛风景区属于国家级风景区, 必须由国务院审批, 目前正处于审批阶段。公司向哈尔滨项目公司增资 4000 万元, 用于极地馆二期的建设, 总占地面积约为 2.1 万平方千米, 将二期项目达到成世界首座“俄罗斯主题乐园”。

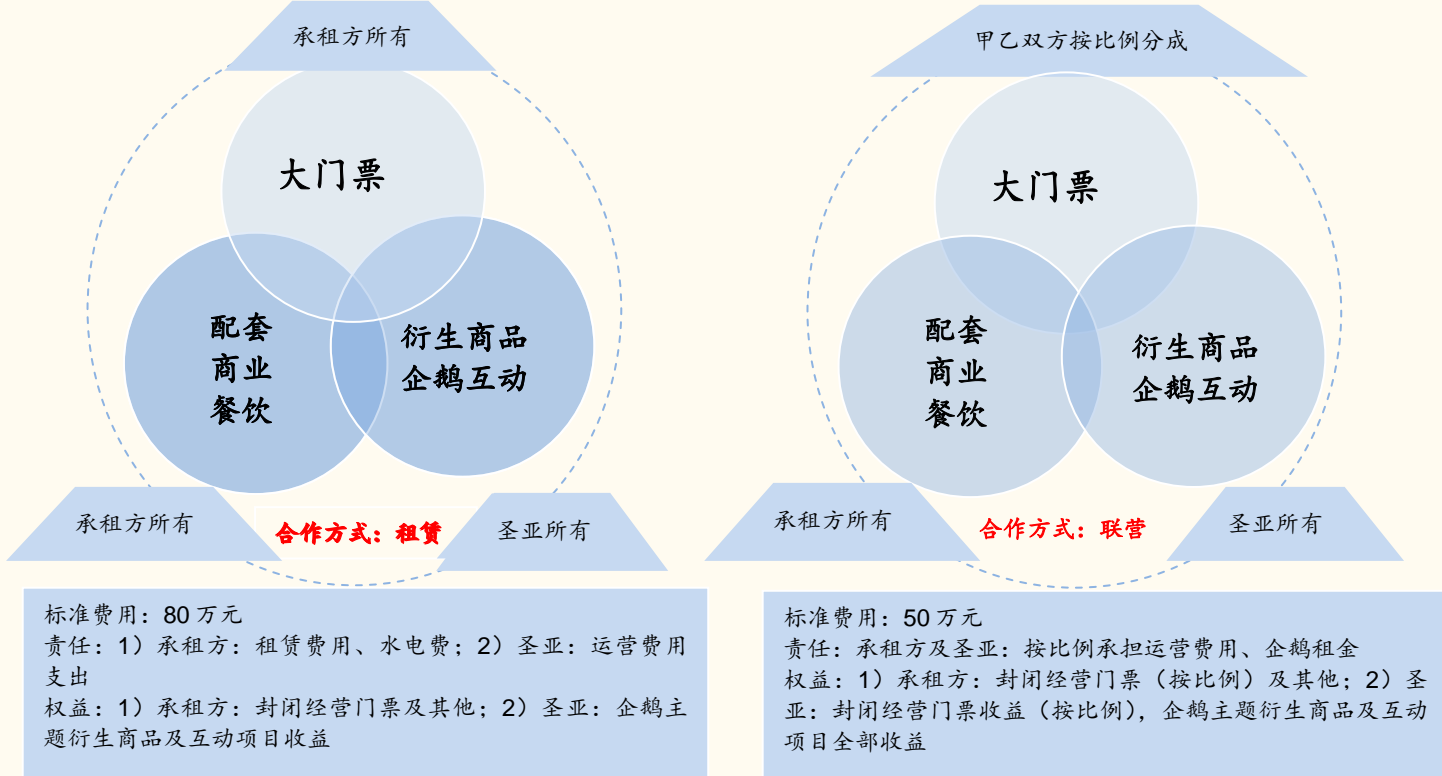
图表 24: 哈尔滨极地馆一期与二期项目对比

项目	哈尔滨极地馆一期	哈尔滨极地馆二期
占地面积	1.6 万平方米	2.1 万平方米
投资金额	2 亿元	约 4 亿元
定位	首家极地演艺游乐园	首座俄罗斯主题乐园
配套设施	极地美食、梦幻精灵商店、极地印象	海豚主题酒店、特色旅游商品销售区、餐饮区
核心表演	白鲸水下表演	俄罗斯大马戏

来源：，网络公开信息，国金证券研究所

- **移动企鹅馆项目：**以“我带海洋来看你”为设计理念，以集装箱为载体，以来自叽咕噜星企鹅哈哈家族的地球自驾游故事为主线，融南极企鹅展示、科普、娱乐、互动为一体，产品运营面积为 250 m²左右。2015 年先后与旅游景区、房地产及购物中心合作，在镇江、银川、呼和浩特、南通、淮安、深圳等地圆满完成 6 次展出，接待参观游客约 16.6 万人次，达成扩大品牌影响力及实现当期收益的经营目标。

图表 25：移动企鹅馆项目盈利模式



来源：，网络公开信息，国金证券研究所

- **昆明大白鲸世界海洋公园项目（大白鲸·滇海奇幻王国项目）：**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。

5. 投资建议

- 2016E-2018E 的净利润为 0.52/0.54/0.57 亿元，增速为 21.8%/2.5%/6.69%，EPS 分别为 0.57/0.58/0.62 元，对应目前股价的 PE 分别为 57/55/52 倍。
- 根据 wind 资料测算，在景区类业务，大连圣亚的 PE 高于平均值水平，但由于目前其市值规模较小，IP 商业战略计划已纳入母公司并表范围，各地海洋公园商业综合体业态等项目正在筹备落地中，未来成长性明确，首次覆盖，给予增持评级。

图表 26: 景区类可比公司估值和 EPS 对比

股票名称	2014 年 EPS	2015 年 EPS	2016 年 EPS	2014 年 PE	2015 年 PE	2016 年 PE
桂林旅游	0.11	0.11	0.16	94.49	101.41	69.70
张家界	0.19	0.36	0.42	64.21	33.96	28.63
峨眉山 A	0.72	0.39	0.49	15.85	29.31	23.12
长白山	0.30	0.40	0.47	64.67	48.00	41.27
丽江旅游	0.64	0.47	0.59	18.75	25.82	20.27
九华旅游	0.80	0.67	0.75	41.95	50.02	44.60
平均				50.00	48.09	37.93

来源: Wind, 国金证券研究所

6. 风险提示

- 公司在建项目延迟开业时间
- 拟合作项目进展不顺利
- 大白鲸计划盈利状况不理想, 并表后对公司业绩提升有限
- 在快速异地拓展过程中公司内部的人才和资源能力无法跟上运营的发展要求

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
主营业务收入	252	290	305	333	341	366	货币资金	177	121	119	181	220	280	
增长率		14.9%	5.2%	8.9%	2.6%	7.3%	应收款项	15	14	5	16	14	17	
主营业务成本	-118	-133	-138	-147	-151	-162	存货	2	2	2	2	0	2	
%销售收入	46.6%	45.8%	45.2%	44.1%	44.1%	44.2%	其他流动资产	2	6	6	6	6	6	
毛利	135	157	167	186	191	204	流动资产	196	143	132	204	240	305	
%销售收入	53.4%	54.2%	54.8%	55.9%	55.9%	55.8%	%总资产	26.5%	21.2%	20.6%	31.7%	35.4%	41.1%	
营业税金及附加	-9	-10	-11	-12	-12	-13	长期投资	18	23	21	21	21	21	
%销售收入	3.8%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	固定资产	320	319	309	314	319	324	
营业费用	-27	-27	-27	-30	-31	-33	%总资产	43.4%	47.2%	48.1%	48.8%	47.1%	43.7%	
%销售收入	10.7%	9.1%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%	无形资产	200	185	172	99	93	87	
管理费用	-48	-49	-60	-60	-61	-66	非流动资产	542	532	510	440	438	437	
%销售收入	19.2%	16.9%	19.6%	18.0%	18.0%	18.0%	%总资产	73.5%	78.8%	79.4%	68.3%	64.6%	58.9%	
息税前利润 (EBIT)	50	71	70	84	87	93	资产总计	738	676	642	644	678	742	
%销售收入	19.8%	24.6%	22.8%	25.4%	25.4%	25.3%	短期借款	148	89	71	30	30	30	
财务费用	-25	-19	-13	-15	-15	-16	应付款项	60	41	45	45	44	50	
%销售收入	9.8%	6.5%	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	其他流动负债	18	20	22	16	17	18	
资产减值损失	13	1	-3	0	0	0	流动负债	227	151	138	92	91	98	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	153	126	80	80	80	80	
投资收益	0	0	5	0	0	0	其他长期负债	10	12	14	10	10	10	
%税前利润	n.a	0.1%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	389	289	233	182	181	188	
营业利润	38	54	59	70	72	76	普通股股东权益	319	357	386	439	474	531	
%营业收入	15.1%	18.5%	19.2%	21.0%	21.0%	20.9%	少数股东权益	30	30	23	23	23	23	
营业外收支	11	-2	0	0	0	0	负债股东权益合计	738	676	642	644	678	742	
税前利润	49	51	59	70	72	76	比率分析		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
%营业收入	19.3%	17.7%	19.3%	21.0%	21.0%	20.9%	每股指标							
所得税	-6	-12	-12	-17	-18	-19	每股收益	0.354	0.419	0.467	0.569	0.583	0.622	
%税前利润	12.3%	24.2%	21.1%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	3.463	3.882	4.199	4.768	5.148	5.770	
净利润	43	39	46	52	54	57	每股经营现金净流	1.577	1.109	1.276	0.648	0.793	0.810	
少数股东损益	10	0	3	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.150	0.000	0.000	0.000	
归属于母公司的净利润	33	39	43	52	54	57	回报率							
%净利润	12.9%	13.3%	14.1%	15.7%	15.7%	15.6%	净资产收益率	10.21%	10.78%	11.13%	9.80%	8.55%	9.11%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.41%	5.70%	6.69%	5.99%	5.38%	5.91%	
2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		投入资本收益率	6.76%	9.01%	9.82%	8.87%	8.58%	8.68%	
净利润	43	39	46	52	54	57	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	20.71%	14.93%	5.22%	8.92%	2.63%	7.25%	
非现金支出	34	46	52	18	17	16	EBIT 增长率	40.06%	42.89%	-2.44%	21.16%	2.54%	7.00%	
非经营收益	23	19	6	3	0	0	净利润增长率	158.52%	18.39%	11.62%	21.81%	2.50%	6.69%	
营运资金变动	45	-3	13	-14	3	2	总资产增长率	4.16%	-8.36%	-4.96%	-3.45%	6.13%	6.71%	
经营活动现金净流	145	102	117	60	73	75	资产管理能力							
资本开支	-70	-47	-30	49	-15	-15	应收账款周转天数	2.9	3.4	2.7	3.1	0.9	2.8	
投资	0	0	4	-1	0	0	存货周转天数	18.2	4.8	4.8	5.1	5.0	4.6	
其他	0	0	1	0	0	0	应付账款周转天数	21.9	13.5	7.9	9.9	13.5	8.9	
投资活动现金净流	-70	-47	-25	48	-15	-15	固定资产周转天数	456.5	392.6	348.8	320.2	312.0	290.9	
股权募资	0	0	3	0	-19	0	偿债能力							
债权募资	-11	-87	-64	-45	0	0	净负债/股东权益	35.75%	24.22%	7.65%	-10.24%	-25.00%	-37.30%	
其他	-22	-20	-31	-2	0	0	EBIT 利息保障倍数	2.0	3.8	5.4	5.8	5.7	5.7	
筹资活动现金净流	-33	-107	-92	-46	-19	0	资产负债率	52.79%	42.71%	36.22%	34.29%	32.73%	31.08%	
现金净流量	42	-52	0	62	39	60								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周	一月	二月	三月	六月
	内	内	内	内	内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—20%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001号 时代金融中心7BD