证券研究报告 — 调整目标价格

2016年8月31日

买入

20% 🛊

目标价格:人民币 43.00 原目标价格:人民币 34.00

600593.CH 价格:人民币 35.69 目标价格基础:90 倍 16 年市盈率 板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(21.6)	13.4	12.1	23.0
相对上证指数	(3.8)	10.3	3.2	28.0

发行股数(百万)	92
流通股 (%)	100
流通股市值(人民币百万)	3,283
3个月日均交易额 (人民币 百万)	48
净负债比率 (%)(2016E)	2
主要股东(%)	

资料来源:公司数据,聚源及中银证券以2016年8月29日收市价为标准

大连星海湾金融商务区投资管理股份有限公司

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

大连圣亚

哈尔滨、大连海洋公园业绩承压, 新项目持续推进

2016年上半年,大连圣亚实现营业收入 1.15 亿元,同比减少 1.43%,归母净利润为 247.29 万元,同比减少 70.81%,扣非后净利润 467.71 万元,同比增长 16.05%,扣非后净利润与归母净利润相差较大主要是支付协议解除补偿款所致。基本每股收益为 0.0269 元/股,同比减少 70.79%。我们将目标价格上调至 43.00 元,维持买入评级。

支撑评级的要点

- 哈尔滨公园业绩下滑,大连公园略有增长。东北地区主题乐园数量激增、 国际 IP 主题公园上海迪士尼乐园开业,加剧了对客源的分流。上半年旅 游服务业收入 1.04 亿元,同比增长 1.50%,毛利率 45.58%,同比提高 3.03 个百分点;其他服务业收入 696.77 万元,同比减少 37.06%,毛利率 38.54%, 同比减少 6.90 个百分点。哈尔滨公司实现营业收入 3,429.90 万元,同比 减少 7.5%,实现净利润 612.16 万元。大连公司实现营业收入 7,412.05 万 元、同比增长 7.6%。
- 海岸城、海洋公园项目持续推进。公司拟与营口海滨天沐实业有限公司签署《鲅鱼圈大白鲸世界海岸城项目合作意向协议书》,一期项目总投资约为8.03亿元,建设"海洋动物繁育基地",二期项目涉及酒店、餐饮、小型主题乐园、迷你动物园、多媒体体验等多种休闲娱乐项目及配套设施、住宅、公寓、公建等房产项目。公司拟与厦门西海湾邮轮城投资有限公司签署《租赁意向书》,开发建设"厦门邮轮城魔幻海洋王国项目",总投资预计3.98亿元。

评级面临的主要风险

■ 海洋公园客流增速不达预期,旅游行业系统性风险。

估值

■ 受到客流分流的影响,大连、哈尔滨两个海洋公园业绩承压。第五代海洋公园、水/海岸城项目储备丰富,预计从 2018 年起将成为公司新的业绩增长点。公司有望持续受益于观光旅游向休闲度假旅游的转型以及亲子游市场的高增长,看好在未来 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,下调 2016-2018 年每股收益预测至 0.48 元、0.53 元、0.65 元(不考虑增发),维持买入评级,目标价格由 34.00 元上调至 43.00 元。

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	328	355	428
变动(%)	15	5	7	8	21
净利润 (人民币 百万)	39	43	45	49	60
全面摊薄每股收益(人民币)	0.419	0.467	0.485	0.531	0.658
变动(%)	18.4	11.6	3.7	9.6	23.8
先前预测每股收益(人民币)			0.495	0.556	0.690
调整幅度(%)			(2.02)	(4.50)	(4.64)
全面摊薄市盈率(倍)	85.3	76.4	73.6	67.2	54.3
价格/每股现金流量(倍)	32.2	28.0	30.0	27.6	23.2
每股现金流量(人民币)	1.11	1.28	1.19	1.29	1.54
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.5	27.9	27.4	25.5	22.1
每股股息(人民币)	0.066	0.074	0.077	0.084	0.102
股息率(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测



事件: 2016年上半年,大连圣亚实现营业收入 1.15亿元,同比减少 1.43%,归 母净利润为 247.29万元,同比减少 70.81%,扣非后净利润 467.71万元,同比 增长 16.05%,扣非后净利润与归母净利润相差较大主要是支付协议解除补偿 款所致。基本每股收益为 0.0269 元/股,同比减少 70.79%。

点评:

1.哈尔滨公园业绩下滑,大连公园略有增长。东北地区主题乐园数量激增、国际 IP 主题公园上海迪士尼乐园开业,加剧了对客源的分流。上半年旅游服务业收入 1.04 亿元,同比增长 1.50%,毛利率 45.58%,同比提高 3.03 个百分点;其他服务业收入 696.77 万元,同比减少 37.06%,毛利率 38.54%,同比减少 6.90 个百分点。哈尔滨公司实现营业收入 3,429.90 万元,同比减少 7.5%,实现净利润 612.16 万元。大连公司实现营业收入 7,412.05 万元,同比增长 7.6%。

图表 1. 公司营业收入拆分

(人民币, 万元)	营业收入	营业收入同比增长(%)	毛利率(%)	毛利率同比增减
旅游服务业	10,381.60	1.5	45.58	增加 3.03 个百分点
其他服务业	696.77	(37.06)	38.54	减少 6.90 个百分点

资料来源: 公司公告, 中银证券

2.海岸城、海洋公园项目持续推进。公司拟与营口海滨天沐实业有限公司签署《鲅鱼圈大白鲸世界海岸城项目合作意向协议书》,一期项目总投资约为 8.03 亿元,建设"海洋动物繁育基地",二期项目涉及酒店、餐饮、小型主题乐园、迷你动物园、多媒体体验等多种休闲娱乐项目及配套设施、住宅、公寓、公建等房产项目。公司拟与厦门西海湾邮轮城投资有限公司签署《租赁意向书》,开发建设"厦门邮轮城魔幻海洋王国项目",总投资预计 3.98 亿元。

3.投资建议: 受到客流分流的影响,大连、哈尔滨两个海洋公园业绩承压。第五代海洋公园、水/海岸城项目储备丰富,预计从2018年起将成为公司新的业绩增长点。公司有望持续受益于观光旅游向休闲度假旅游的转型以及亲子游市场的高增长,看好在未来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,下调2016-2018年每股收益至0.48元、0.53元、0.65元(不考虑增发),维持买入评级。



图表 2. 公司 2016 年上半年主要财务数据及同比增速

(人民币, 百万)	2015 年 上 坐 年	2016 年上半年	
营业收入	117.06	115.39	(1.43)
营业成本	65.57	62.62	(4.50)
毛利润	51.49	52.76	2.49
营业税金及附加	4.05	2.33	(42.48)
管理费用	22.19	25.88	16.67
销售费用	13.21	14.43	9.27
经营利润	12.04	10.12	(15.96)
资产减值	(7.14)	(0.41)	94.20
财务费用	6.89	4.44	(35.63)
公允价值变动损益	0.00	0.00	· ·
投资收益			
营业外收入	1.64	1.18	(28.21)
营业外支出	0.56	4.12	640.04
税前利润	13.38	3.16	(76.41)
所得税	2.50	2.31	(7.51)
少数股东损益	2.42	(1.63)	(167.30)
归属于母公司的净利润	8.47	2.47	(70.81)
基本每股收益(元)	0.09	0.03	(70.79)
毛利率(%)	43.98	45.73	增加 1.75 个百分点
净利率(%)	7.24	2.14	减少 5.09 个百分点
扣非后归属于母公司的净利	4.02	4.67	16.05
润	4.02	4.07	10.00
销售费用率(%)	11.28	12.51	增加 1.22 个百分点
管理费用率(%)	18.95	22.43	增加 3.48 个百分点
财务费用率(%)	5.89	3.84	减少 2.04 个百分点

资料来源:万得,中银证券



损益表(人民币 百万)

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E	年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	290	305	328	355	428	税前利润	51	59	61	67	83
销售成本	(133)	(138)	(148)	(160)	(191)	折旧与摊销	47	49	45	45	46
经营费用	(39)	(48)	(60)	(67)	(91)	净利息费用	19	13	14	15	17
息税折旧前利润	119	119	120	127	146	运营资本变动	(3)	13	2	6	13
折旧及摊销	(47)	(49)	(45)	(45)	(46)	税金	(12)	(12)	(13)	(14)	(17)
经营利润 (息税前利润)	71	70	76	82	100	其他经营现金流	(0)	(4)	0	0	0
净利息收入/(费用)	(19)	(13)	(14)	(15)	(16)	经营活动产生的现金流	102	117	110	119	142
其他收益/(损失)	(1)	2	(0)	(0)	(0)	购买固定资产净值	(47)	(30)	(62)	(47)	(86)
税前利润	51	59	61	67	83	投资减少/增加	(47)	(26)	0	0	0
所得税	(12)	(12)	(13)	(14)	(17)	其他投资现金流	42	31	0	0	0
少数股东权益	(0)	(3)	(4)	(4)	(5)	投资活动产生的现金流	(52)	(25)	(62)	(47)	(86)
净利润	39	43	45	49	60	净增权益	0	0	0	0	0
核心净利润	39	43	45	49	60	净增债务	(87)	(64)	(26)	(26)	(26)
每股收益(人民币)	0.419	0.467	0.485	0.531	0.658	支付股息	0	(8)	(9)	(9)	(10)
核心每股收益(人民币)	0.419	0.467	0.485	0.531	0.658	其他融资现金流	(21)	(20)	(15)	(16)	(21)
每股股息(人民币)	0.066	0.074	0.077	0.084	0.102	融资活动产生的现金流	(107)	(92)	(49)	(51)	(57)
收入增长(%)	15	5	7	8	21	现金变动	(57)	0	(2)	21	(2)
息税前利润增长(%)	43	(2)	8	9	22	期初现金	178	119	119	117	138
息税折旧前利润增长(%)	22	0	1	6	15	公司自由现金流	50	93	47	72	55
每股收益增长(%)	18	12	4	10	24	权益自由现金流	(36)	29	22	46	30
核心每股收益增长(%)	24	12	4	10	24	资料来源: 公司数据及中银证	* 券预测				

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)

主要比率 (%)

资产负债表(人民币 百万)	1					年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E	盈利能力	2014	2010	2010L	2017	2010L
现金及现金等价物	121	119	117	138	136	息税折旧前利润率 (%)	40.9	38.9	36.7	35.9	34.1
应收帐款	2	2	2	2	3	息税前利润率(%)	24.6	22.8	23.0	23.2	23.3
库存	2	2	2	2	2	税前利润率(%)	17.7	19.3	18.7	18.9	19.3
其他流动资产	18	9	10	9	9	净利率(%)	13.3	14.1	13.6	13.8	14.1
流动资产总计	143	132	131	151	151	流动性					
固定资产	303	292	283	293	340	流动比率(倍)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0
无形资产	116	107	135	128	120	利息覆盖率(倍)	3.8	5.4	5.4	5.4	5.5
其他长期资产	108	102	101	99	98	净权益负债率(%)	24.2	7.6	1.7	净现金	净现金
长期资产总计	532	510	528	530	570	速动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	1.1	1.0
总资产	676	642	659	681	720	估值					
应付帐款	4	2	3	3	3	市盈率 (倍)	85.3	76.4	73.6	67.2	54.3
短期债务	89	71	66	61	56	核心业务市盈率(倍)	85.2	76.4	73.6	67.2	54.3
其他流动负债	58	65	69	74	87	目标价对应核心业务市盈					
流动负债总计	151	138	137	137	146	率(倍)	102.7	92.0	88.7	81.0	65.4
长期借款	126	80	59	39	18	市净率(倍)	9.2	8.5	7.8	7.1	6.5
其他长期负债	12	14	14	14	14	价格/现金流 (倍)	32.2	28.0	30.0	27.6	23.2
股本	92	92	92	92	92	企业价值/息税折旧前利					
储备	265	294	329	368	415	润(倍)	28.5	27.9	27.4	25.5	22.1
股东权益	357	386	421	460	507	周转率					
少数股东权益	30	23	27	31	35	存货周转天数	4.8	4.8	4.6	4.5	4.3
总负债及权益	676	642	659	681	720	应收帐款周转天数	3.4	2.7	2.4	2.3	2.2
每股帐面价值(人民币)	3.88	4.20	4.58	5.00	5.51	应付帐款周转天数	6.2	3.6	2.7	2.7	2.5
每股有形资产(人民币)	2.62	3.03	3.11	3.61	4.21	回报率					
每股净负债/(现金)(人民币)	1.02	0.34	0.08	(0.42)	(0.68)	股息支付率(%)	21.1	21.1	21.1	21.1	20.8
资料来源:公司数据及中银证券	长预测					净资产收益率(%)	11.4	11.6	11.0	11.1	12.5
						资产收益率(%)	7.7	8.3	9.2	9.7	11.3
						已运用资本收益率(%)	11.4	12.0	13.3	14.1	16.7

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)39886333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

电话. (4420) 3651 8877 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