

大连圣亚 (600593.SH) 综合类行业

评级：增持 维持评级

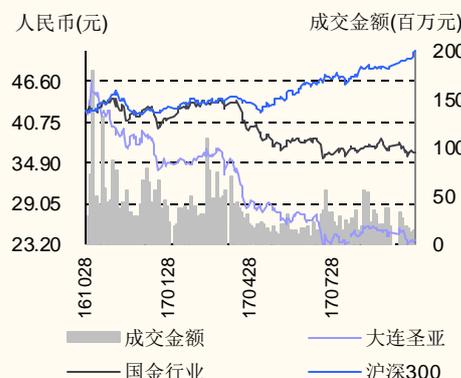
公司点评

市场价格(人民币)：23.81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(百万股)	92.00
总市值(百万元)	2,190.52
年内股价最高最低(元)	46.69/23.20
沪深 300 指数	4021.97
上证指数	3416.81



相关报告

1. 《大连圣亚中报点评-大连地区表现超预期，轻资产输出贡献业绩》，2017.8.22
2. 《大连圣亚一季报点评-一季度淡季业绩减亏，千岛湖项目开工建设》，2017.5.2
3. 《大连圣亚 2016 年年报点评-主业经营平稳增长，新项目资金需求...》，2017.4.10
4. 《大连圣亚公司点评-异地项目扩张加速，私募基金投资及债券解决资...》，2016.12.14
5. 《大连圣亚公司点评-定增项目获证监会通过，异地项目持续推进》，2016.11.2

楼枫桦 分析师 SAC 执业编号：S1130517090005
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

旅游旺季业绩表现突出， 毛利率提升彰显公司整体溢价能力

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.467	0.365	0.377	0.382	0.418
每股净资产(元)	4.20	4.36	4.86	5.37	5.92
每股经营性现金流(元)	1.19	0.88	1.96	1.42	2.46
市盈率(倍)	109.98	108.81	63.12	62.29	57.01
行业优化市盈率(倍)	52.84	52.84	52.84	52.84	52.84
净利润增长率(%)	11.62%	-21.96%	36.88%	1.33%	9.26%
净资产收益率(%)	11.13%	8.36%	10.26%	9.42%	9.33%
总股本(百万股)	92.00	92.00	121.74	121.74	121.74

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩概述

- 2017 年前三季度实现营业收入 3.05 亿元/+13.69%，归母净利润 0.90 亿元/+29.31%，扣除非经常性损益后归母净利润为 0.90 亿元/+24.94%。其中第三季度实现营业收入 1.73 亿元/+12.58%，归母净利润 0.83 万元/+24.95%。

经营分析

- 大连地区营业收入增长表现亮眼，旅游旺季业绩拉动效果显著：大连地区第三季度营业收入 1.38 亿元，同比增长 18.27%，为近年来三季度最高增速。实现净利润 7731.85 万元，同比增长 40.43%。公司营销方案的创新和产品的创新对景区客流发挥了积极的作用。大连地区前三季度营业收入 2.31 亿元/+20.99%，前三季度净利润 9001.94 万元/+38.01%。第三季度作为大连地区的旅游旺季，对全年业绩增长的贡献较为突出。
- 轻资产输出业务及内部经营改善助力公司毛利率提升，但大连以外地区业务业绩仍持续承压：前三季度公司毛利率为 67.76%/+5.27pct，其中 Q1/Q2/Q3 的毛利率分别为 31.98%/+4.77pct、59.58%/+3.59pct、81.17%/+6.07pct。营业收入增长 14%的情况下，营业成本下降 2.3%。毛利率的提升一方面是由于轻资产业务的高毛利率带动公司整体毛利率的提升，2017 年 5 月淮安龙宫大白鲸嬉水世界一期极地海洋馆试营业，淮安项目与芜湖项目（2016 年 9 月开业）为公司提供了额外轻资产输出服务收入。另一方面我们认为在营改增影响下公司毛利率得到大幅提升得益于公司成本管控和内部经营改善。从合并报表中剔除大连母公司的业绩后，大连以外地区第三季度营收 3416.29 万元/-5.78%；若进一步剔除轻资产输出收入，公司哈尔滨项目业绩受激烈的外部竞争影响依旧不容乐观。
- 非公开发行失效后，公司通过了 10 亿元的担保计划以获取银行借款，同时设立投资基金共同补充自有资金的缺口，未来财务费用压力将继续加大：公司除大连和哈尔滨大本营外的新项目布局不断，其中营口项目的一期项目投资额为 7.8 亿元，杭州野生动物园二期龙晖海洋王国的投资额为 10 亿元，厦门项目投资额为 3.82 亿元，千岛湖项目投资额为 8.8 亿元，三亚项目的投资额为 2.95 亿元，这五个项目的投资额为 33 亿元。33 亿元的资金压力通过银行借款或者基金债券的形式来解决的话，财务费用压力相对较大。前三季度财务费用 963.8 万元，同比增长 37.5%，财务费用率为

3.15%/+0.55pct。同时公司重资产项目的投资回收期较长，按照可行性报告分析来看项目投资回收期均在 7 年以上，项目投资较重且存在不确定风险。

盈利调整与投资建议

- 预计 2017E-2019E 的净利润为 0.46/0.47/0.51 亿元，增速为 37%/1.3%/9.3%。EPS 分别为 0.377/0.382/0.418 元，对应目前股价的 PE 分别为 63/62/57 倍，维持增持评级。

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
- 资金缺口较大

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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	290	305	317	354	384	417	货币资金	121	119	398	420	450	550
增长率		5.2%	3.9%	11.6%	8.5%	8.6%	应收账款	14	5	38	7	8	9
主营业务成本	-133	-138	-131	-163	-173	-183	存货	2	2	4	4	4	4
%销售收入	45.8%	45.2%	41.5%	46.0%	45.0%	44.0%	其他流动资产	6	6	72	13	14	14
毛利	157	167	186	191	211	234	流动资产	143	132	512	444	475	577
%销售收入	54.2%	54.8%	58.5%	54.0%	55.0%	56.0%	%总资产	21.2%	20.6%	50.2%	35.6%	33.2%	34.3%
营业税金及附加	-10	-11	-6	-4	-5	-5	长期投资	23	21	88	88	88	88
%销售收入	3.5%	3.5%	1.8%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	319	309	277	573	729	879
营业费用	-27	-27	-25	-28	-31	-33	%总资产	47.2%	48.1%	27.2%	46.0%	51.0%	52.3%
%销售收入	9.1%	8.8%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%	无形资产	185	172	130	126	123	123
管理费用	-49	-60	-75	-84	-91	-99	非流动资产	532	510	508	802	956	1,105
%销售收入	16.9%	19.6%	23.5%	23.6%	23.7%	23.8%	%总资产	78.8%	79.4%	49.8%	64.4%	66.8%	65.7%
息税前利润 (EBIT)	71	70	81	75	85	96	资产总计	676	642	1,020	1,246	1,431	1,682
%销售收入	24.6%	22.8%	25.4%	21.2%	22.1%	23.0%	短期借款	89	71	181	387	518	631
财务费用	-19	-13	-11	-12	-21	-27	应付款项	41	45	82	63	67	72
%销售收入	6.5%	4.3%	3.5%	3.5%	5.6%	6.4%	其他流动负债	20	22	32	37	39	120
资产减值损失	1	-3	-11	0	0	0	流动负债	151	138	295	487	624	823
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	126	80	104	104	104	104
投资收益	0	5	0	0	0	0	其他长期负债	12	14	17	4	4	4
%税前利润	0.1%	8.7%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	289	233	416	595	733	932
营业利润	54	59	59	63	63	69	普通股股东权益	357	386	401	447	494	545
营业利润率	18.5%	19.2%	18.7%	17.7%	16.5%	16.6%	少数股东权益	30	23	202	203	204	205
营业外收支	-2	0	-12	0	0	0	负债股东权益合计	676	642	1,020	1,246	1,431	1,682
税前利润	51	59	47	63	63	69	比率分析						
利润率	17.7%	19.3%	14.8%	17.7%	16.5%	16.6%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-12	-12	-14	-16	-16	-17	每股指标						
所得税率	24.2%	21.1%	30.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.419	0.467	0.365	0.377	0.382	0.418
净利润	39	46	33	47	48	52	每股净资产	3.882	4.199	4.364	4.863	5.369	5.921
少数股东损益	0	3	-1	1	1	1	每股经营现金净流	1.027	1.192	0.876	1.956	1.417	2.462
归属于母公司的净利润	39	43	34	46	47	51	每股股利	0.150	0.200	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	13.3%	14.1%	10.6%	13.0%	12.1%	12.2%	回报率						
							净资产收益率	10.78%	11.13%	8.36%	10.26%	9.42%	9.33%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.70%	6.69%	3.29%	3.69%	3.25%	3.02%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	9.01%	9.82%	6.30%	4.92%	4.82%	4.85%
净利润	39	46	33	47	48	52	增长率						
非现金支出	39	44	50	37	46	53	主营业务收入增长率	14.93%	5.22%	3.88%	11.61%	8.50%	8.56%
非经营收益	19	6	-2	18	30	37	EBIT增长率	42.89%	-2.44%	15.59%	-7.02%	13.27%	13.09%
营运资金变动	-3	13	0	78	6	84	净利润增长率	18.39%	11.62%	-21.96%	36.88%	1.33%	9.26%
经营活动现金净流	95	110	81	180	130	226	总资产增长率	-8.36%	-4.96%	58.84%	22.10%	14.87%	17.51%
资本开支	-47	-30	-100	-328	-200	-202	资产管理能力						
投资	-5	4	-14	0	0	0	应收账款周转天数	3.4	2.7	2.4	2.5	2.5	2.5
其他	0	1	1	0	0	0	存货周转天数	4.8	4.8	7.7	8.0	8.0	8.0
投资活动现金净流	-52	-25	-114	-328	-200	-202	应付账款周转天数	13.5	7.9	5.7	6.0	6.0	6.0
股权募资	0	3	180	0	0	0	固定资产周转天数	392.6	348.8	275.3	345.2	371.8	386.3
债权募资	-87	-64	156	194	131	113	偿债能力						
其他	-20	-31	-33	-23	-30	-37	净负债/股东权益	24.22%	7.65%	-18.65%	11.02%	24.66%	24.69%
筹资活动现金净流	-107	-92	303	170	100	76	EBIT利息保障倍数	3.8	5.4	7.3	6.1	3.9	3.6
现金净流量	-64	-7	270	22	30	100	资产负债率	42.71%	36.22%	40.82%	47.76%	51.20%	55.39%

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	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	5	6
增持	0	0	3	7	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.50	1.58	1.54

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-01	增持	36.17	38.00~42.00
2	2016-08-30	增持	35.69	N/A
3	2016-11-01	增持	41.91	N/A
4	2016-11-02	增持	42.78	N/A
5	2016-12-14	增持	36.98	N/A
6	2017-04-10	增持	35.30	N/A
7	2017-05-02	增持	29.70	N/A
8	2017-08-22	增持	25.16	N/A

来源：国金证券研究所



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 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 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%以上。

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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH