

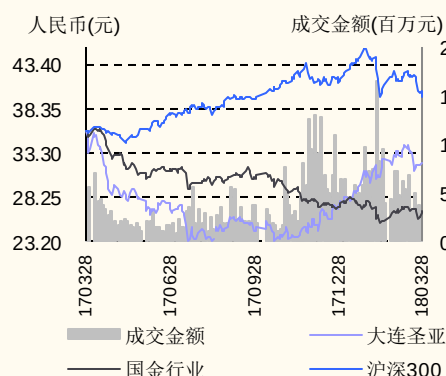
大连圣亚 (600593.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 32.08 元

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)	2,951.36
年内股价最高最低(元)	35.85/23.20
沪深 300 指数	3842.72
上证指数	3122.29



相关报告

- 1.《大连圣亚三季报点评-旅游旺季业绩表现突出, 毛利率提升彰显公司...》, 2017.10.20
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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

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

大连项目表现亮眼, 成本端管控能力强

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.365	0.603	0.529	0.603	0.706
每股净资产(元)	4.36	4.77	5.47	6.26	7.20
每股经营性现金流(元)	0.88	1.04	0.98	1.53	2.46
市盈率(倍)	108.81	46.02	60.63	53.20	45.43
行业优化市盈率(倍)	52.84	52.84	52.84	52.84	52.84
净利润增长率(%)	-21.96%	67.40%	14.71%	13.96%	17.09%
净资产收益率(%)	8.36%	12.81%	12.81%	12.74%	12.98%
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 年公司实现营业收入 3.45 亿元/+14.60%, 归母净利润 0.55 亿元/+65.31%, 扣非归母净利润为 0.49 亿元/+25.43%。

经营分析

- **大连项目表现超预期, 毛利率及费用率均有所改善:** 公司的收入及扣非净利润增速分别为 14.6%/25.43%, 其中大连项目收入 2.48 亿元/+19.03%, 哈尔滨项目收入 0.73 亿元/+0.02%。大连项目的收入及利润高增长受益于产品及营销的双轮驱动, 将公司原创 IP 与景区升级相结合实现客流及客单价的提升; 哈尔滨项目竞争环境相对激烈, 同时地铁施工导致客流难以保证。从毛利率角度来看毛利率进一步提升 (+7.59%), 尤其大连项目由于景区升级和 IP 的引入带动毛利率提升 7.36pct。费用率角度来看销售费用下降 9.63%, 财务费用及管理费用由于新项目建设需要分别增长 19%/15%, 财务费用率上升 0.1pct。在营收增增情况下公司能够实现毛利率大幅提升、收入大幅提升而费用率得到控制是公司经营能力的体现。
- **新增项目持续推进, 多个重资产项目对于公司的资金要求较高:** 公司存量项目相对成熟 (大连及哈尔滨项目分别 1996 年及 2005 年开业), 通过景区升级及 IP 产品能够实现 15% 增长。轻资产项目持续输出 (芜湖一期 2016 年 9 月试营业, 二期秀场 18 年春节开业; 淮安项目 2017 年 5 月开业), 重庆、西安等经营运营项目预期能够落地。增量项目持续推进, 其中瓦房口项目处于暂停状态。公司多个增量项目资本投入较大, 营口二期项目投资额为 7.8 亿元, 杭州项目投资额为 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, 五个项目的投资额约为 33 亿元。目前公司的财务费用率为 3.8%, 随着后期项目的建设和落地, 依靠银行借款或者债券基金的形式募资资金压力较大。
- **公司 18 年存在并购扩张及股权激励的预期, 利用大股东资源及资本运作方式来实现公司的业务延伸:** 公司 18 年预期通过大股东的资源优势, 整合优质旅游资源, 同时运用资本手段多元化对接资金市场和资本市场, 通过设立基金、优化投资结构、可转债等多种再融资方式来减轻公司财务压力。同时存在以主业为主的旅游产业链延伸和相应的股权激励预期。

盈利调整及投资建议

- 18E-20E 净利润为 0.64/0.73/0.86 亿元, 增速为 15%/14%/17%。EPS 分别为 0.53/0.6/0.71 元, PE 分别 61/53/45 倍, 维持增持评级。

风险提示

- 公司在建项目的开业情况不及预期; 存量项目市场景气度下滑; 拟合作项目进展不顺利; 多个项目落地, 资金压力较大;

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	305	301	345	392	438	477
增长率		-1.5%	14.6%	13.7%	11.8%	8.9%
主营业务成本	-138	-129	-139	-154	-167	-177
%销售收入	45.2%	43.0%	40.2%	39.2%	38.0%	37.0%
毛利	167	171	206	239	272	301
%销售收入	54.8%	57.0%	59.8%	60.8%	62.0%	63.0%
营业税金及附加	-11	-6	-5	-6	-7	-7
%销售收入	3.5%	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-27	-25	-22	-24	-25	-25
%销售收入	8.8%	8.2%	6.5%	6.0%	5.6%	5.3%
管理费用	-60	-75	-86	-98	-110	-121
%销售收入	19.6%	24.8%	25.0%	25.0%	25.2%	25.4%
息税前利润 (EBIT)	70	66	93	111	130	147
%销售收入	22.8%	22.1%	26.9%	28.3%	29.7%	30.8%
财务费用	-13	-11	-13	-10	-16	-13
%销售收入	4.3%	3.7%	3.8%	2.7%	3.6%	2.7%
资产减值损失	-3	-11	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	15	7	0	0	0
%税前利润	8.7%	31.3%	8.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	59	59	80	101	114	134
营业利润率	19.2%	19.7%	23.3%	25.7%	26.1%	28.0%
营业外收支	0	-12	-1	0	0	0
税前利润	59	47	79	101	114	134
利润率	19.3%	15.6%	23.0%	25.7%	26.1%	28.0%
所得税	-12	-14	-27	-35	-40	-47
所得税率	21.1%	30.4%	33.9%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润	46	33	52	65	74	87
少数股东损益	3	-1	-3	1	1	1
归属于母公司的净利润	43	34	55	64	73	86
净利率	14.1%	11.2%	16.1%	16.4%	16.7%	18.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	46	33	52	65	74	87
非现金支出	44	50	39	33	33	32
非经营收益	6	-2	11	11	20	18
营运资金变动	13	0	-7	-20	13	89
经营活动现金净流	110	81	96	90	141	226
资本开支	-30	-100	-153	-219	-121	-123
投资	4	-14	-69	0	0	0
其他	1	1	3	0	0	0
投资活动现金净流	-25	-114	-218	-219	-121	-123
股权募资	3	180	3	0	0	0
债权募资	-64	156	-54	167	21	-75
其他	-31	-33	-123	-19	-20	-18
筹资活动现金净流	-92	303	-174	148	0	-93
现金净流量	-7	270	-296	20	20	10

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	119	398	200	220	240	250
应收款项	5	38	50	56	63	69
存货	2	4	3	3	4	4
其他流动资产	6	72	75	91	97	102
流动资产	132	512	328	370	404	425
%总资产	20.6%	50.2%	28.2%	26.6%	26.7%	26.1%
长期投资	21	88	113	113	113	113
固定资产	309	277	450	644	739	834
%总资产	48.1%	27.2%	38.7%	46.2%	48.8%	51.3%
无形资产	172	130	259	250	244	239
非流动资产	510	508	835	1,023	1,111	1,201
%总资产	79.4%	49.8%	71.8%	73.4%	73.3%	73.9%
资产总计	642	1,020	1,164	1,393	1,515	1,626
短期借款	71	181	204	383	403	328
应付款项	45	82	231	234	257	276
其他流动负债	22	32	42	37	41	122
流动负债	138	295	477	655	702	726
长期贷款	80	104	28	28	28	28
其他长期负债	14	17	17	4	4	4
负债	233	416	522	686	734	758
普通股股东权益	386	401	439	503	576	662
少数股东权益	23	202	203	204	205	206
负债股东权益合计	642	1,020	1,164	1,393	1,515	1,626

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.467	0.365	0.603	0.529	0.603	0.706
每股净资产	4.199	4.364	4.767	5.467	6.265	7.199
每股经营现金净流	1.192	0.876	1.045	0.983	1.530	2.458
每股股利	0.150	0.200	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.13%	8.36%	12.81%	12.81%	12.74%	12.98%
总资产收益率	6.69%	3.29%	4.83%	4.62%	4.85%	5.29%
投入资本收益率	9.82%	5.19%	7.01%	6.47%	6.98%	7.80%
增长率						
主营业务收入增长率	5.22%	-1.46%	14.60%	13.72%	11.84%	8.86%
EBIT 增长率	-2.44%	-4.78%	39.71%	19.83%	17.10%	12.87%
净利润增长率	11.62%	-21.96%	67.40%	14.71%	13.96%	17.09%
总资产增长率	-4.96%	58.84%	14.03%	19.72%	8.74%	7.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.7	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	4.8	7.8	8.6	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	7.9	5.8	5.8	6.0	6.0	6.0
固定资产周转天数	348.8	290.2	233.4	199.6	174.0	156.1
偿债能力						
净负债/股东权益	7.65%	-18.65%	4.93%	26.95%	24.45%	12.19%
EBIT 利息保障倍数	5.4	6.0	7.0	10.6	8.3	11.2
资产负债率	36.22%	40.82%	44.88%	49.26%	48.43%	46.61%

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
	0	0	2	3	5
	0	1	1	1	4
	0	0	0	0	1
	0	0	0	0	0
	0.00	2.00	1.33	1.25	1.60

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-30	增持	35.69	N/A
2	2016-11-01	增持	41.91	N/A
3	2016-11-02	增持	42.78	N/A
4	2016-12-14	增持	36.98	N/A
5	2017-04-10	增持	35.30	N/A
6	2017-05-02	增持	29.70	N/A
7	2017-08-22	增持	25.16	N/A
8	2017-10-30	增持	23.81	N/A

来源：国金证券研究所

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


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为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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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