

## 首次覆盖

评级: **增持**  
 目标价格: **47.94**

当前价格: 36.98  
 2016.12.14

## 交易数据

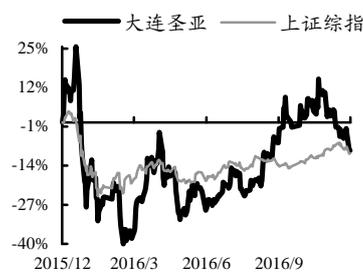
52 周内股价区间 (元)	23.71-52.50
总市值 (百万元)	3,402
总股本/流通 A 股 (百万股)	92/92
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	135.34
日均成交值 (百万元)	56.86

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	437
每股净资产	4.75
市净率	7.8
净负债率	-32.48%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	-0.07	-0.10
Q2	0.16	0.13
Q3	0.73	0.72
Q4	-0.35	-0.26
全年	0.47	0.49

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-18%	-3%	-12%
相对指数	-16%	-7%	-2%

大连圣亚 (600593)

## 打造蓝色迪士尼, 异地项目扩张持续推进

## ——大连圣亚首次覆盖报告

 刘越男 (分析师)	刘文正 (研究助理)
 021-38677706	021-38032025
 liuyuanan@gtjas.com	liuwenzheng1126@163.com
证书编号 S0880516030003	S0880116090237

## 本报告导读:

公司通过管理输出方式异地复制, 经营持续改善, 突破业绩瓶颈。定增加速镇江项目建设, 核心高管利益绑定, 三条产品线齐发力, 有望持续打开异地项目复制空间。

## 投资要点:

- **首次覆盖给予增持评级, 目标价 47.94 元。**①公司主营海洋主题公园经营管理, 三条产品线、轻重资产并举, 突破业绩瓶颈; ②将合力打造“大白鲸计划”文化产业链, 打开“IP+VR+线下主题公园”空间; ③公司高管参与的非公开发行计划成功过会, 所有核心骨干利益均绑定。④预计公司 2016-17 年 EPS 为 0.49/0.65 元, 首次覆盖给予 2017 年 74xPE, 对应目标价 47.94 元, 增持。
- **公司主营主题公园经营管理, 轻重资产并举进行异地复制, 突破业绩瓶颈。**①受客源地条件、季节性特征及资金等因素限制, 大连、哈尔滨主题公园升级扩张速度缓慢; ②确立“大白鲸计划”+本部产品升级改造战略, 积极布局室内儿童主题乐园、第五代海洋公园、水/海岸城三大产品线, 通过管理输出模式异地复制, 探索全新利润增长点, 突破现有业务天花板; ③拟非公开发行 5 亿元债券, 收购奥美基金 80% 股权, 申请 10 亿元旅游文化基金进一步拓宽项目投融资渠道。
- **定增加速镇江项目建设, 核心高管利益绑定, 异地复制步伐稳步推进。**①公司定增募集资金 7.9 亿用于镇江项目, 推进异地复制; 增发后核心高管持股, 利益充分绑定; ②镇江项目计划于 2016 年初开工建设, 2017 年末竣工交付使用。预计项目达产后, 年收入 4.3 亿元, 净利润 1.6 亿 (公司享有 70% 收益), 有望增厚公司业绩。
- **公司未来有望寻求多方合作, 合力打造“大白鲸计划”文化产业链。**公司与定增认购方签订战略合作框架, 未来有望在技术支持、产品丰富度、品牌宣传、项目基金合作、创新 IP 打造等方面优势互补, 带动“大白鲸计划”文化产业链上、中、下游协同发展。
- **风险提示:** 竞争加剧客流不及预期风险; 定增方案审批风险

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	290	305	338	386	443
(+/-)%	15%	5%	11%	14%	15%
经营利润 (EBIT)	71	70	69	88	97
(+/-)%	43%	-2%	-1%	28%	10%
净利润	39	43	45	60	70
(+/-)%	18%	12%	5%	32%	18%
每股净收益 (元)	0.42	0.47	0.49	0.65	0.76
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	24.6%	22.8%	20.3%	22.8%	21.9%
净资产收益率 (%)	10.8%	11.1%	10.9%	13.1%	13.9%
投入资本回报率 (%)	11.8%	13.1%	15.1%	23.2%	30.2%
EV/EBITDA	28.8	28.3	33.0	27.3	24.9
市盈率	86.4	77.4	73.7	55.7	47.3
股息率 (%)	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

模型更新时间: 2016.12.14

股票研究

社会服务  
社会服务业

大连圣亚 (600593)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 47.94

当前价格: 36.98

2016.12.14

公司网址

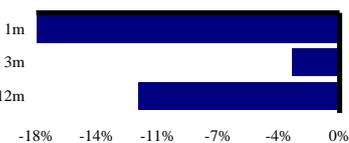
www.sunasia.com

公司简介

公司是一家主营旅游娱乐产业的上市公司, 目前拥有大连海底通道水族馆圣亚海洋世界、极地探险旅游景观圣亚极地世界, 成功开发和取得了包括瓦房店地中海温泉公园、天津国际游乐港海洋世界、苏州太湖水底世界和青岛亚图岛艺术公园项目等若干旅游资源, 建设了哈尔滨圣亚极地海洋馆, 还拥有世界第一座情景式海洋主题乐园新圣亚海洋世界。

由于互联网发展, 公司对营销模式和销

绝对价格回报 (%)

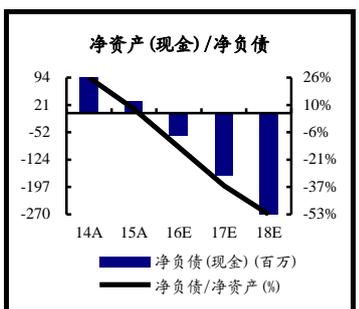
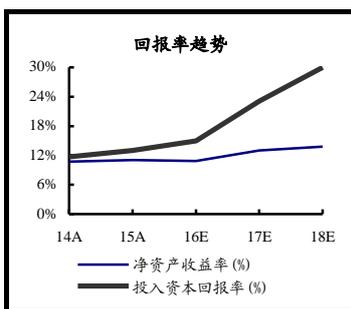
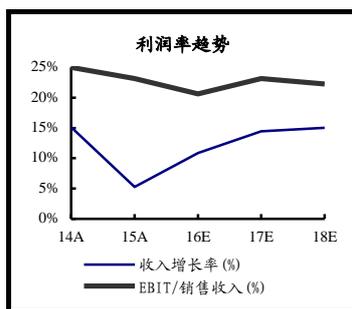


52 周价格范围 23.71-52.50

市值 (百万) 3,402

财务预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>损益表</b>					
营业总收入	290	305	338	386	443
营业成本	133	138	154	168	199
税金及附加	10	11	12	13	15
销售费用	27	27	33	36	38
管理费用	49	60	71	81	93
EBIT	71	70	69	88	97
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	5	5	5
财务费用	19	13	12	11	6
营业利润	54	59	62	82	96
所得税	12	12	13	17	20
少数股东损益	0	3	4	5	6
净利润	39	43	45	60	70
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	121	119	140	249	356
其他流动资产	3	3	0	0	0
长期投资	23	21	21	21	21
固定资产合计	319	309	269	231	196
无形及其他资产	185	172	163	154	146
资产合计	676	642	616	671	747
流动负债	151	138	94	101	117
非流动负债	138	94	81	83	86
股东权益	357	386	413	454	506
投入资本(IC)	458	420	360	299	253
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	54	55	54	69	76
折旧与摊销	47	49	30	28	26
流动资金增量	-18	19	-2	15	2
资本支出	-47	-30	18	18	18
自由现金流	36	94	101	131	123
经营现金流	102	117	90	108	104
投资现金流	-52	-25	24	24	24
融资现金流	-107	-92	-93	-22	-21
现金流净增加额	-57	0	21	109	107
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	14.9%	5.2%	10.7%	14.2%	14.8%
EBIT 增长率	42.9%	-2.4%	-1.4%	27.7%	10.3%
净利润增长率	18.4%	11.6%	5.1%	32.3%	17.7%
利润率					
毛利率	54.2%	54.8%	54.4%	56.5%	55.0%
EBIT 率	24.6%	22.8%	20.3%	22.8%	21.9%
净利润率	13.3%	14.1%	13.4%	15.5%	15.9%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	10.8%	11.1%	10.9%	13.1%	13.9%
总资产收益率(ROA)	5.7%	6.7%	7.3%	8.9%	9.4%
投入资本回报率(ROIC)	11.8%	13.1%	15.1%	23.2%	30.2%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	5	5	5	5	5
应收账款周转天数	3	3	3	3	3
总资产周转天数	889	788	679	608	584
净利润现金含量	2.65	2.73	1.98	1.80	1.49
资本支出/收入	16%	10%	-5%	-5%	-4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.7%	36.2%	28.5%	27.5%	27.2%
净负债率	26.3%	8.1%	-14.2%	-36.6%	-53.3%
<b>估值比率</b>					
PE	86.4	77.4	73.7	55.7	47.3
PB	9.3	8.6	8.1	7.3	6.6
EV/EBITDA	28.8	28.3	33.0	27.3	24.9
P/S	11.5	10.9	9.8	8.6	7.5
股息率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%



## 目录

1. 公司为旅游 IP 稀缺标的, 旨在打造蓝色迪士尼 .....	4
2. 管理输出异地扩张, 三产品线齐发力布局文化旅游 .....	5
2.1. 国内主题公园市场有望达 200 亿元 .....	5
2.1.1. 主题公园发展受益国内游高速增长 .....	5
2.1.2. 日益看重打造自有 IP, 经营状况有待改善 .....	6
2.2. 大连市场竞争激烈, 土地及资金因素限制升级扩张 .....	7
2.3. 管理输出模式突破天花板, 三产品线齐发力 .....	8
2.4. 发行债券、收购基金, 进一步拓宽项目投融资渠道 .....	10
2.4.1. 拟非公开发行债券不超过 5 亿元 .....	10
2.4.2. 收购奥美基金 80% 股权, 拓宽投融资渠道 .....	10
2.4.3. 申请不超过 10 亿元的旅游文化私募基金投资额度 .....	11
3. 定增加速推进镇江项目, 核心高管利益绑定 .....	11
3.1. 非公开发行 7.9 亿元, 满足镇江项目资金需求 .....	11
3.2. 募投项目: 区位好、竞争少, 异地项目拓展空间持续打开 .....	12
3.3. 与定增认购方战略合作, 加速布局“大白鲸计划”文化产业链 .....	13
4. 盈利预测及投资建议 .....	14
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1: 公司 16H1 旅游服务业收入占比超 90% .....	5
图 2: 公司 16H1 主要收入来源为大连地区 .....	5
图 3: 国内游兴起带动旅游人数不断攀升 .....	5
图 4: 主题公园快速发展 .....	6
图 5: 我国主题公园地域分布不均 .....	7
图 6: 70% 主题公园亏损, 盈利仅 10% .....	7
图 7: 竞争日趋激烈, 公司主营业务增速逐年放缓 .....	7
图 8: 近年来公司净利润起伏较大 .....	7
图 9: 公司与定增参与方签订战略合作协议, 有望共同布局“大白鲸计划” 文化产业链 .....	13
表 1: 大连圣亚主要旅游场馆及票价 .....	4
表 2: 2010-14 年已开业主题公园 CAGR=30.7% .....	6
表 3: 我国主题公园类型丰富度较高 .....	7
表 4: 公司通过管理及技术输出方式进行异地扩张 .....	9
表 5: 公司非公开发行股票对象及金额一览 .....	11
表 6: 募集资金将主要用于镇江项目 .....	12
表 7: 相关上市公司盈利预测及估值 (2016.12.13) .....	14
表 8: 绝对估值的基本假设 .....	14

## 1. 公司为旅游 IP 稀缺标的，旨在打造蓝色迪士尼

公司在 2014 年进一步确立了整合资源、打造全文化产业链的发展战略，该战略以“大白鲸计划”为载体，以“打造中国蓝色迪士尼”为目标，公司正在从国内领先的海洋极地主题乐园建设运营商转型为海洋主题全文化产业链打造者。

公司项目资源丰富，重点发力海洋世界主题公园的经营及管理。共有 7 家控股子公司，4 家参股公司，在大连、哈尔滨经营 2 个主题公园，5 个场馆（圣亚海洋世界、极地世界、珊瑚世界、恐龙世界、哈尔滨极地馆）及 2 个多媒体互动体验项目（深海传奇、恐龙传奇），其中圣亚海洋世界是国家 4A 级景区，在芜湖地区联合新华联经营 1 个海洋公园。

公司旗下拥有 4 类产品业态：

- ✓ **海洋世界及极地馆：**1) 大连：圣亚海洋世界景区（4A 级景区，包括圣亚海洋世界、极地世界、珊瑚世界、深海传奇四个场馆）、恐龙传奇（多媒体互动体验项目）、恐龙世界（户外青少年主题乐园）。2) 哈尔滨：哈尔滨极地馆（4A 级景区）。
- ✓ **室内儿童乐园：**于 2013 年 9 月上市运营，即大白鲸世界儿童乐园。
- ✓ **第五代海洋公园：**首个输出管理与技术的海洋馆项目——芜湖新华联大白鲸海洋公园于 2016 年 9 月正式运营；世界首创移动企鹅馆已先后在镇江、银川完成巡展。水（海）岸城已与多地政府达成合作意向。并成功开发和取得了包括瓦房店地中海温泉公园、天津国际游乐港海洋世界、苏州太湖水底世界和青岛亚图岛艺术公园项目等若干旅游资源。
- ✓ **旅游 IP 产业链：**公司加快原创海洋文化 IP 的打造与衍生，以生活化、场景化为原则，用文化+旅游+娱乐的跨界融合思路，将海洋文化融入城市生活，是 A 股旅游产业 IP 稀缺标的。

表 1: 大连圣亚主要旅游场馆及票价

地区	主要场馆	票价（元/人）
大连地区	圣亚海洋世界	110
	极地世界	80
	珊瑚世界	（圣亚海洋世界+极地世界+珊瑚世界+深海传奇为 220 元）
	恐龙世界	（圣亚海洋世界+极地世界+珊瑚世界+恐龙传奇为 280 元）
哈尔滨地区	哈尔滨极地馆	130
芜湖	大白鲸海洋公园	150

数据来源：公司公告、景区官网，国泰君安证券研究

图 1: 公司 16H1 旅游服务业收入占比超 90%

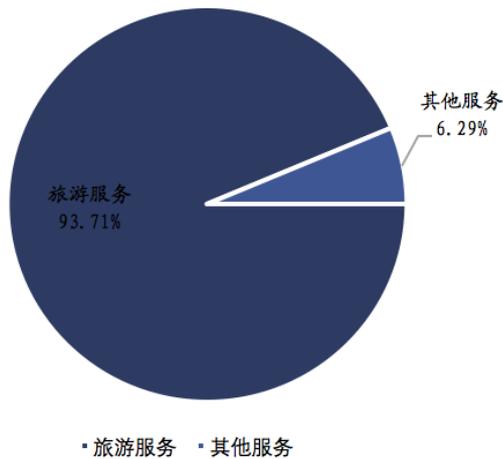
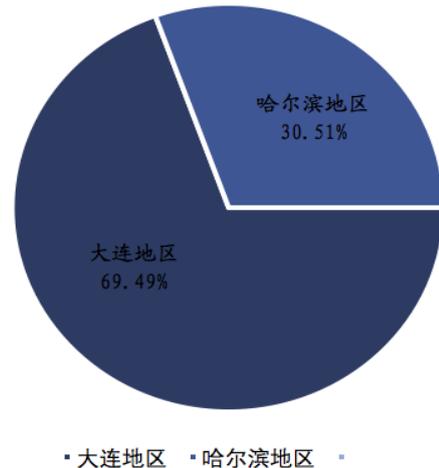


图 2: 公司 16H1 主要收入来源为大连地区



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

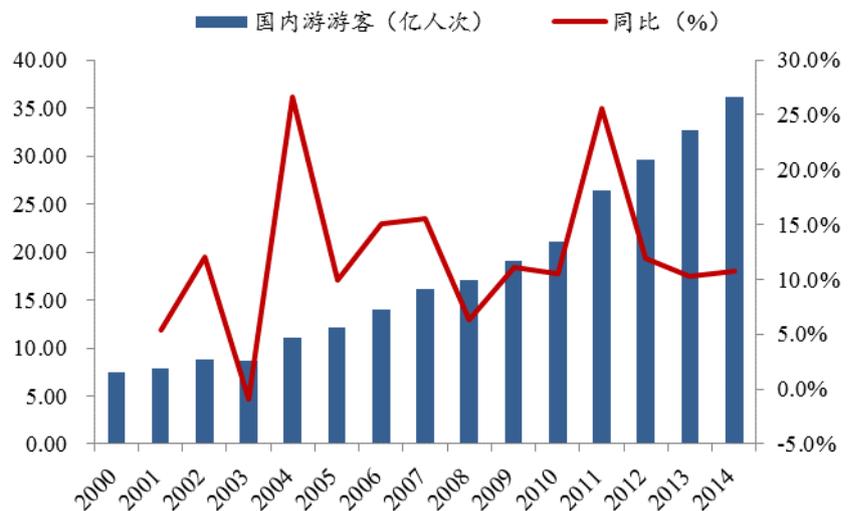
## 2. 管理输出异地扩张, 三产品线齐发力布局文化旅游

### 2.1. 国内主题公园市场有望达 200 亿元

#### 2.1.1. 主题公园发展受益国内游高速增长

旅游产业未来 CAGR 有望维持 11% 增速, 成为我国经济增长的重要引擎。2014 年全国游乐行业投资额达 1500 亿元人民币, 文化旅游业步入了一个高速发展时期。

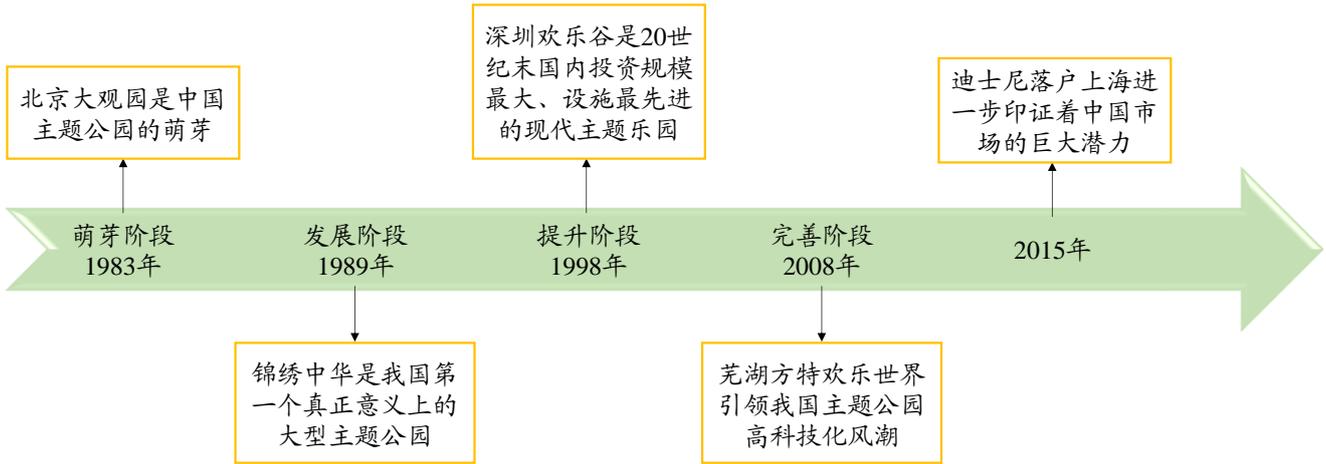
图 3: 国内游兴起带动旅游人数不断攀升



数据来源: 国家旅游局、国泰君安证券研究

我国现阶段主题公园市场规模约 120 亿元, 主题公园产业有望借国内游高速增长东风发展提速, 规模达 200 亿元。经过 20 余年的发展, 中国主题公园建设从自创品牌到引进品牌, 行业已逐步完善。目前我国主题公园市场每年有客流 1.5 亿人次, 消费额超 120 亿元, 市场空间巨大。借助国内游、周边游兴起的契机, 主题公园产业发展将提速。

图 4: 主题公园快速发展



数据来源: 国泰君安证券研究

### 2.1.2. 日益看重打造自有 IP, 经营状况有待改善

- **主题公园数量高速增长, 三年 CAGR 达 30.7%。**我国约有 2500 个主题公园。从 2010 年开始, 我国主题公园的建设进入了快车道, 中国各城市确定在建与新开园的主题公园项目为 59 个 (不包括外资项目), 总投资额为 2211.5 亿元人民币。
- **主题公园类型丰富, 涉及多方面。**我国主题公园的类型涵盖了科学、历史、文化、生态、游乐等门类。
- **地域分布不均衡, 东部沿海地区占比接近 60%。**中国主题公园主要集中在珠三角、长三角和环渤海等沿海地区, 主题公园分布与相应地区的经济水平和人均消费相吻合。
- **主题公园竞争加剧, 日益看中打造 IP。**在保利、万达力之后, 万科、恒大、世茂等地产商也纷纷进军主题公园产业。国外主题公园巨头加速进入中国布局, 迪士尼即将在上海开业, 环球影城落户北京通州, 美国六旗选址海盐, 乐高乐园进驻上海, 梦工厂通过牵手中冶集团进军中国。国内主题公园日益看重 IP, 或者引进, 例如浙江安吉 Hello Kitty; 2016 年开业的上海迪士尼乐园又将为国内游客重新定义主题公园的品质标准, 这种代表国际一流水准的优质产品进入之后, 过去 30 年中国主题公园行业发展的最初级模式将被迫终止, 缺乏特色、品质粗陋的主题公园将难以存活。
- **主题公园盈利能力尚待提升, 仅 10% 主题公园盈利。**全国目前 2500 个主题公园, 其中 70% 处于亏损状态, 20% 持平状态, 仅 10% 达到了盈利目的。

表 2: 2010-14 年已开业主题公园 CAGR=30.7%

统计指标	已经开业的主题公园项目			开工在建的主题公园项目		2010 年起新开业主题公园项目总计	中国内地在建主题公园项目总计
	2010	2011	2012	2013	2014		

投资额 (亿元)	126.5	154	282.5	1043.2	605.3	563	1648.5
占地面积 (公顷)	1320	464	957	5667	4146	2741	9813
项目数量 (个)	9	7	10	24	11	26	35

数据来源：赢商网，国泰君安证券研究

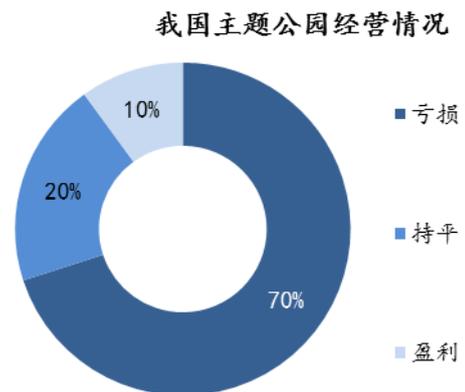
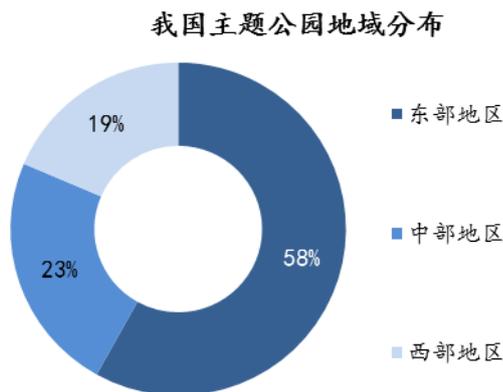
表 3: 我国主题公园类型丰富度较高

主题类别	典型主题公园
民俗风情	民俗文化村
自然生态	海洋水族馆、野生动物园
游戏动漫	方特欢乐王国
历史文化	宋城、水游城
景观模拟	锦绣中华
休闲娱乐	水上乐园、欢乐谷

数据来源：国泰君安证券研究

图 5: 我国主题公园地域分布不均

图 6: 70%主题公园亏损，盈利仅 10%



数据来源：前瞻产业研究院、国泰君安证券研究

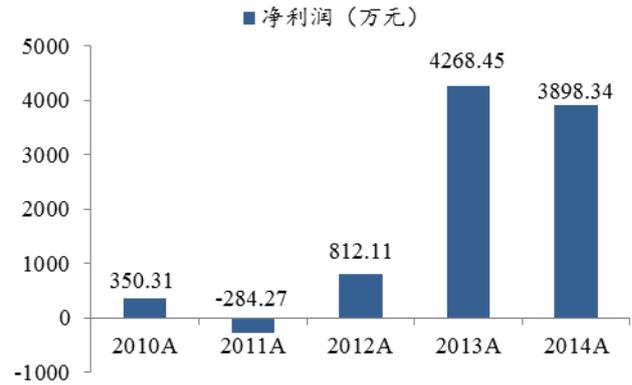
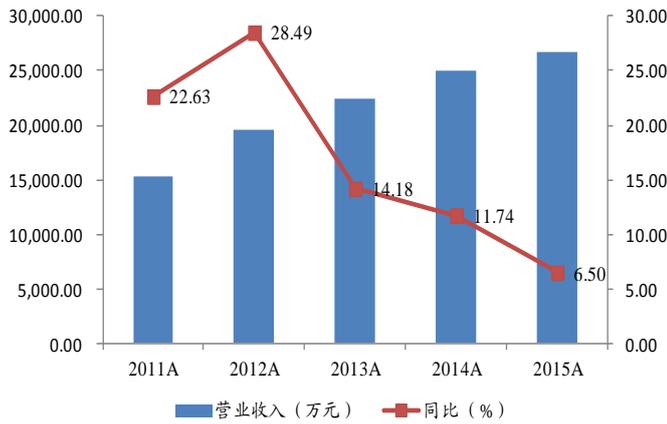
数据来源：前瞻产业研究院、国泰君安证券研究

## 2.2. 大连市场竞争激烈，土地及资金因素限制升级扩张

大连地区旅游市场增长放缓竞争加剧，公司现有项目受制土地及资金限制升级扩张缓慢。受累与东三省经济增速下降等因素影响，大连地区旅游市场增速低于全国水平，各景区之间主要为存量博弈，同城其他景区老虎滩海洋公园、旅顺及金石滩近年来通过不断整合资源、提升产品，逐渐抢占市场份额。公司在大连的项目受限土地及资金资源，升级扩张速度缓慢。

图 7: 竞争日趋激烈，公司主营业务增速逐年放缓

图 8: 近年来公司净利润起伏较大



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

### 2.3. 管理输出模式突破天花板，三产品线齐发力

**公司主要拥有三条产品线：**室内儿童主题乐园产品线、第五代海洋公园产品线、水/海岸城产品线。**公司目前正积极通过管理及技术输出模式进行异地复制，同时储备更多优质项目资源：**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，有望突破现有业务天花板。

**室内儿童主题乐园项目：**2015年新开业14家分店，产品类型涵盖了主力店、社区店与旗舰店，截至2015年底已在全国26座城市开业32家分店，基本完成全国布局。“大白鲸世界”被赢商网授予“2015中国体验式商业地产领航奖、中国最佳体验式儿童品牌”；大白鲸世界儿童乐园项目入选国家文化部“特色文化产业重点项目”(该项目全国入取66个，其中辽宁省入选3个，大连市仅入选1个)。

#### 第五代海洋公园项目（部分）：

- **哈尔滨极地馆二期项目：**该项目所处的太阳岛风景区属于国家级风景名胜，其总体规划必须由国务院审批，目前正处于审批阶段。哈尔滨极地馆二期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。
- **芜湖新华联大白鲸世界海洋公园项目：**该项目提供各种海洋公园娱乐设施，是一个集海洋展示、表演、购物、休闲、娱乐、餐饮等各种服务的一站式消费场所。
- **淮安龙宫大白鲸戏水世界项目：**公司按照与江苏省淮安市政府的合作意向，继续推项目进展。该项目为淮安西游记主题乐园的启动项目。
- **2016年12月新签合作协议项目：**1)厦门邮轮城魔幻海洋王国项目，租赁17年，达产后年收入2.9亿元，税后内部收益率14%；2)三亚圣亚海洋科技馆·鲸世界项目，公司持有70%股权，达产后营收9,342万元，税后内部收益率11.32%；3)杭州野生动物园II期龙晖海洋王国项目，公司持有40%股权，达产后年收入37,884万元，税后内部收益率

14.48%。

**水/海岸城产品线项目（部分）：**

- **镇江大白鲸世界水岸城项目：**公司已与镇江文旅集团签署《全面战略合作框架协议》，项目总投资10.89亿元，公司按70%比例投资。
- **2016年12月新签合作协议项目：**1) 淳安大白鲸千岛湖水岸城项目，公司持有70%股权，达产后年收入23,898万元，税后内部收益率13.86%；2) 营口鲅鱼圈大白鲸世界海岸城项目，公司持有股权不低于70%，达产后年收入18,355万元，税后内部收益率10.03%。

**表 4：公司通过管理及技术输出方式进行异地扩张**

项目类型	项目名称	合作方	项目介绍/进展
室内儿童主题乐园项目	室内儿童主题乐园项目	----	2015年新开业14家分店，产品类型涵盖了主力店、社区店与旗舰店，截至2015年底已在全国26座城市开业32家分店，基本完成全国布局。其中大白鲸世界儿童乐园项目入选国家文化部“特色文化产业重点项目”（该项目全国入取66个，其中辽宁省入选3个，大连市仅入选1个）。
	芜湖新华联大白鲸世界海洋公园项目	北京新华联置地股份有限公司	占地7.8公顷，建筑面积3.6万平方米，海洋公园主题游乐园。提供包括海洋展示、购物、休闲娱乐、餐饮在内的一站式消费服务。
第五代海洋公园项目	淮安龙宫大白鲸戏水世界项目	江苏省淮安市政府	占地550亩，计划投资15亿元，集文化旅游、娱乐教育、演出演艺、动漫影视、商贸餐饮、休闲度假为一体的西游记主题乐园，预计年游客量可达300万人次。
	哈尔滨极地馆二期项目	哈尔滨市规划局	该项目所处的太阳岛风景区属于国家级风景名胜，其总体规划必须由国务院审批，目前正处于审批阶段。哈尔滨极地馆二期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。
	移动企鹤馆项目	旅游景区、房地产及购物中心	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。
	昆明大白鲸世界海洋公园项目	昆明安宁市政府	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。
	三亚圣亚海洋科技馆·鲸世界项目	三亚中政院教育文化产业投资发展有限公司	已签署合作协议。该项目拟打造侧重体验的科教旅游项目，总投资为29,479万元，建设期两年，税后财务内部收益率11.32%。公司持有70%股权。
	厦门邮轮城魔幻海洋王国项目	厦门西海湾邮轮城投资有限公司	拟签订房租租赁协议。该项目以海洋珍稀动物表演为特色，建设集旅游、休闲、娱乐、科幻、表演于一体的海洋文化主题旅游王国，投资额38,178万元，建设工期20个月，租赁期限为17年，投资

利润率 15.8%。

<b>水/海岸城 产品线项目</b>	杭州野生动物园 II 期龙 晖海洋王国项目	杭州野生动物世界有 限公司、苏州时夏企 业管理中心	已签订合作意向。总投资 100,288 万元, 打造以 休闲、体验、参与为主导模式的新型旅游格局, 占 地 10.22 万平方米, 建设期两年。预计年客流量可 以达到 150 万人次。公司持有 40% 股权。
	镇江大白鲸世界水岸城 项目	镇江文旅集团	项目总投资 10.89 亿元, 公司出资 70%, 包括极地 旱雪公园和魔幻秀场两部分, 其通过为游客提供室 外旱雪运动体验、海洋动物魔幻表演、极地与海洋 动物展示
	瓦房店大白鲸世界海岸 城项目	瓦房店市人民政府	公司拟在瓦房店市李官镇境内投资建设“大白鲸世 界海岸城及配套项目”。该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。按照框架协议约 定, 起步区预计投资为 5 亿元人民币, 建设期二年。
	营口鲅鱼圈大白鲸世界 海岸城项目	营口海滨天沐实业有 限公司	已签订合作意向。一期项目总投资约为 78,145 万 元, 建设海洋研究中心, 引入当地独有的海洋文化 旅游项目, 占地 11.99 万平方米, 建设期两年。二 期将在一期项目基础上, 结合当地的温泉旅游资源 和公司优势经营项目进行深度开发。公司持有股权 不低于 70%。
	淳安大白鲸千岛湖水岸 城项目	大连易和房地产集团 有限公司	已签订合作协议。项目总投资为 88,191 万元, 计 划涵盖水下城市、白鲸馆、千岛湖秀场多个功能区, 并有旅游配套部分, 占地面积 62,026 平方米, 建 设期为两年, 旅游项目 投资利润率 13.16%。公司 持有 70% 股权。

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

**三步走战略布局文化旅游产业链。**根据公司规模, 公司在短期内通过技术输出、管理输出的方式“借船出海”, 为公司提供一定的利润增长点; 中、后期通过增资、并购等资本运作手段, 整合产业链内项目; 同时加快大数据建设工程, 实现线下与线上的主动互动功能, 配合政府推进“智慧旅游”。

## 2.4. 发行债券、收购基金, 进一步拓宽项目投融资渠道

### 2.4.1. 拟非公开发行债券不超过 5 亿元

公司拟以一次或分期发行形式在中国境内面向合格投资者非公开发行规模为不超过人民币 5 亿元的债券。募集资金将用于偿还公司债务、补充流动资金或项目建设等。

债券面值 100 元, 按面值平价发行, 期限为不超过五年, 预计利率水平不超过 7%, 按年付息、到期一次还本。

我们认为公司本次非公开发行债券利于充裕公司资金, 为项目顺利推进提供保障, 助于公司战略实施和可持续发展。

### 2.4.2. 收购奥美基金 80% 股权, 拓宽投融资渠道

公司全资子公司圣亚投资有限公司拟收购深圳市奥美投资基金管理有

限公司 80% 股权，转让价格为 140.45 万元。

奥美基金于 2016 年 4 月在深圳前海地区成立，注册资本 500 万元，营业范围为股权投资基金管理、创业投资、投资管理、受托资产管理。2016 年 11 月 1 日完成基金管理人登记备案，但至今尚未开展任何业务。

我们认为，本次收购基金公司有助于有效拓宽融资渠道，推进新项目有序顺利开展，利于加快实施公司发展战略。

#### 2.4.3. 申请不超过 10 亿元的旅游文化私募基金投资额度

公司拟申请不超过 10 亿元的旅游文化私募基金投资额度，主要用于旅游文化相关项目投融资，优先保证公司未来旅游文化相关项目资金需求。

基金形式包括但不限于项目基金、产业基金、并购基金等。自基金投入项目的资金到位时起至项目建成运营时止不超过 3 年启动项目回购

我们认为 10 亿元的旅游文化基金将有助于满足新项目的资金需求，推动项目顺利开展，并进而利于公司战略有效执行，有望推升公司业绩。

## 3. 定增加速推进镇江项目，核心高管利益绑定

### 3.1. 非公开发行 7.9 亿元，满足镇江项目资金需求

定增已获证监会审核通过。本次非公开发行数量不超过 29,739,552 股，募资不超过 78,839.56 万元，发行价 26.51 元/股。

定增目的在于满足镇江魔幻海洋世界项目资金需求。募集资金主要用于投资建设镇江魔幻海洋世界项目（公司持股 70%），限售期 3 年。另外 30% 投资由镇江文旅完成。

此次定增发行对象为精一投资、探索者创业、杨睿博拟设立的有限公司、大连圣亚部分管理层和骨干员工拟设立的有限合伙企业共四名特定投资者。认购方均以人民币现金方式认购公司本次发行的股票。其中，精一投资出资 25,923.72 万元认购 9,778,845 万股，探索者创业出资 25,923.72 万元认购 9,778,845 万股，杨睿博拟设立的有限公司出资 25,923.72 万元认购 9,778,845 万股，大连圣亚部分管理层和骨干员工拟设立的有限合伙企业出资 1,068.40 万元认购 403,017 万股。

核心高管参与定增，利益绑定充分。公司核心团队几乎全部参与，包括总经理肖峰、副总经理田力、孙彤、财务总监孙湘、董事会秘书丁霞，以及多个骨干员工，利益充分绑定。

表 5: 公司非公开发行股票对象及金额一览

发行对象	认购数量 (万股)	认购金额 (万元)	实际控制人
------	-----------	-----------	-------

大连精一投资中心（有限合伙）	9,778.84	25,923.72	大连国资委
大连探索者创业投资有限公司	9,778.84	25,923.72	金文年（80%）、崔大有（20%）
杨睿博和孙雪飞以及北京文希化妆品有限公司拟合资设立的有限公司	9,778.84	25,923.72	杨睿博（90%）、孙雪飞（5%）、北京文希化妆品有限公司（5%）
大连圣亚部分管理层和骨干员工拟设立的有限合伙企业	1,068.40	1,068.40	肖峰（19.04%）等
合计	29,739,552	78,839.56	

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

**表 6：募集资金将主要用于镇江项目**

项目名称	投资总额（万元）	拟利用募资金额（万元）
镇江魔幻海洋世界项目	108,863.41	76,204.37
发行费用	-	2,635.19
合计	-	78,839.56

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

### 3.2. 募投项目：区位好、竞争少，异地项目拓展空间持续打开

- **镇江市经济发展水平较高，地理位置优越，交通便捷，具有较好的主题公园建设基础：**镇江地处长江和京杭大运河交汇点，交通网络极为发达，乘坐高铁距南京、常州、扬州、泰州等地均在 30 分钟以内，距上海仅 90 分钟；长三角一带密集的人口和较高的经济发展水平为镇江旅游的发展提供了良好的腹地。镇江魔幻海洋世界项目距离镇江高铁站 4 公里，南京站至镇江站高铁 20 分钟车程，交通十分便利。镇江市经济发展水平较高，：2014 年镇江市常住人口数量为 317.14 万人，人均 GDP 为 10.27 万元（居江苏省第五位）；自 2010 年以来，镇江旅游收入保持了 10% 以上的增长速度，2014 年镇江全年实现旅游总收入 554.5 亿元，同比增长 14.5%，接待国内旅游者 4,389.90 万人次，同比增长 12.6%。
- **镇江主题公园市场尚处空白，公司拥有先发优势。**目前镇江缺乏大型的现代化主题公园，旅游体验不够丰富，游客仍以观光游为主；三山风景区是镇江旅游的核心景区之一，占地面积大，水域面积广，具备建设主题公园的基础，并存在与主题公园进行互补的需求。镇江项目共分为两期建设，一期建设内容由海洋文化体验区、帆船游艇文化展示区、三山旅游配套服务区和滨水开放空间等组成；二期建设项目主要为嬉水公园。
- **镇江项目一期工程计划 2016 年开工，建设期两年，项目建成后将直接增厚公司业绩，并平滑因东北季节性因素导致的业绩周期性波动。**该项目计划于 2016 年初开工建设，于 2017 年末竣工交付使用，建设期两年。根据项目经济效益测算，本项目建成并达产后，预计实现年销售收入 4.34 亿元，预计实现净利润 1.62 亿元，

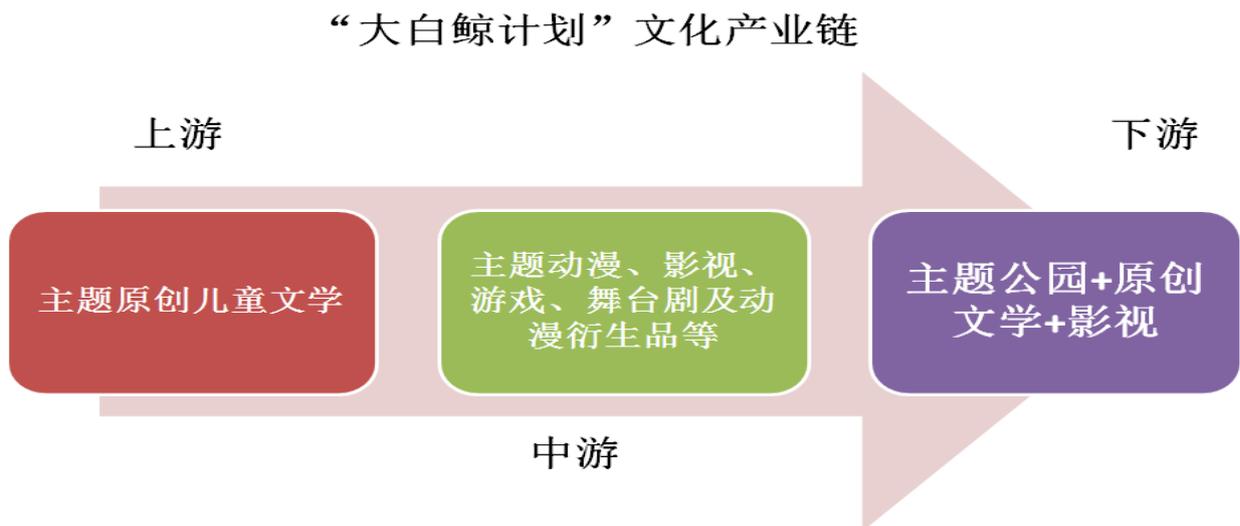
公司将根据投资比例获得 1.13 亿元净利润。同时，由于华东地区旅游业季节性特征较东北地区弱，镇江项目建成后公司经营业绩的季节性特征可在一定程度上得到平缓。

### 3.3. 与定增认购方战略合作，加速布局“大白鲸计划”文化产业链

公司与定增认购方签订战略合作框架协议，将在技术支持、产品丰富度、品牌宣传、项目基金合作、吸引国内外资本合作、创新 IP 打造等方面优势互补，带动“大白鲸计划”文化产业链上、中、下游协同发展。

- “大白鲸计划”是一个以儿童为目标受众，以保卫想象力为主旨，以原创内容为核心，由大连出版社发起，综合运用图书、动漫、影视、游戏、演艺、主题乐园等形式，跨媒介、跨业界的大型文化产业链项目。上游为主题原创儿童文学，中游为主题动漫、影视、游戏、舞台剧及动漫衍生品等，下游为“主题公园+原创文学+影视”为协同模式，打造原创文学产业部落、文化艺术交流中心。

图 9：公司与定增参与方签订战略合作协议，有望共同布局“大白鲸计划”文化产业链



数据来源：国泰君安证券研究

- **大连探索者：**将推动公司与“新青年摄影”在儿童摄影、摄像、微电影、影视剧制作等方面开展合作，将推动公司与“新青年摄影”间开展浪漫求婚、婚纱摄影、情侣写真等业务合作，通过摄影机构的牌影响力、技术优势、创新概念等优势，丰富公司传统业务品类，并提升服务品质。
- **大连精一：**将促使精石文化发挥其在影视剧、纪录片等方面的投资经验和业界口碑，并利用其资金优势，积极开展影视剧相关业务或投资，为宣传、推广公司开展或拟开展的相关合作项目创造机会和条件，提供行业及品牌知名度。
- **北京华贸：**将利用其基金管理及运作方面的经验协助公司通过发起

设立项目基金、并购基金、产业发展基金等方式，吸引国内外资本合作，为公司“大白鲸计划”文化产业链上、中、下游相关合作项目提供长期、稳定的资金支持。此外，通过融资租赁方面的资源及渠道，在门店场地、海洋馆设备等方面为公司新项目开发建设的前期投入提供支持。

#### 4. 盈利预测及投资建议

- **盈利预测：**考虑到随着异地项目的扩张步伐加快，且镇江项目计划于 2016 年初开工建设，2017 年末竣工交付使用。预计项目达产后，年收入 4.3 亿元，净利润 1.6 亿（公司享有 70% 收益），有望增厚公司业绩。公司主营业务收入及净利润将进一步提升，预计 2016-18 年公司旅游服务业务收入 3.38/3.86/4.43 亿元，同比增长 15.3%/14.2%/14.8%，预计公司 2016-18 年 EPS 为 0.49/0.65/0.76 元。
- **采用 PE 方法对公司进行估值：**可比公司我们选取同为经营主题公园的宋城演艺，华侨城 A 和曲江文旅。可比公司 2017 年平均 PE 约为 37.95x，考虑到公司未来将通过三步走战略进入文化+旅游领域，主题公园未来发展前景广阔，海洋公园主题在国内存在稀缺性，属于稀缺标的，因此享有一定的估值溢价，给予公司 2017 年 PE 为 73.75x，对应合理估值为 47.94 元。

表 7: 相关上市公司盈利预测及估值 (2016.12.13)

		收 盘 价	市 值 亿元	EPS			PE			PB
				15A/E	16E	17E	15A	16E	17E	15A
300144.SZ	宋城演艺	20.87	303.16	0.45	0.62	0.82	46.38	33.66	25.45	5.41
600706.SH	曲江文旅	18.67	33.51	0.27	0.34	0.37	69.15	54.91	50.46	4.02
	行业平均			0.36	0.48	0.60	57.77	44.29	37.95	4.72

数据来源：国泰君安证券研究

- **采用 DCF 方法 (FCFF) 对公司进行绝对估值，**基本假设如下表所示。我们得到公司的合理估值为 48.25 元/股。

表 8: 绝对估值的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
无风险利率 Rf	3.5%	所得税率 t	25%
贝塔 β	0.80	税后债务资本成本	4.88%
风险溢价 ERP	7.0%	目标债权融资比例 D/(D+E)	35%
股权资本成本 Ke	9.1%	加权平均资本成本 WACC	7.6%
税前债务资本成本 Kd	6.5%	永续增长率	4.0%

数据来源：公司公告，Wind，国泰君安证券研究

综合分部估值和 DCF 估值结论，采取谨慎性原则，我们给予公司目标价 47.94 元，首次覆盖给予增持评级。

#### 5. 风险提示

- **行业竞争加剧导致的客流量不及预期风险：**大连同城竞争对手产品更新改造及资源整合加快，本地市场竞争更加严峻。水族馆刚性成本不断增大的压力转化为争夺客源的压力，旅顺和金石滩的旅游项目不断推陈出新并加速整合推广，这些都对公司现有经营形成巨大威胁。
- **主营业务结构简单，收入结构单一风险：**传统旅游业受到新兴自驾游、休闲游、自由行等的冲击，迫切需要运用自身的经营和管理优势，不断探索和寻找新的利润增长点，解决目前主营业务单一、抵抗风险能力较弱的劣势。
- **合作框架进程不达预期：**公司与定增参与方签署的相关《战略合作框架协议》为合同各方初步确定合作意愿的约定性文件，上述项目的正式实施尚需协议双方进一步协商谈判。
- **国际政治经济及自然灾害风险：**受国际政治经济形势不断变化的影响，国内旅游行业尤其是东北三省旅游行业可能会受到一定程度的影响。同时，国内新型流行性疾病的发生和蔓延、各类环境污染事件等都可能对公司经营产生不利的影响。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1.投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
<b>2.投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		