

买入

2014年08月26日

资产负债表大幅改善，营收增长动力充沛

- 资产负债表大幅改善，收入增长势头良好：**2014年上半年，公司收入为4.51亿元人民币（下同），同比增长17.8%；税前利润为1.25亿元，去年同期则亏损3210万元；海昌上半年净利润为7362.3万元，去年同期则亏损5988.7万元；每股盈利为2.04分；截至上半年，公司净负债率录得大幅下降，从2013年底233.4%降至17.8%，平均利息成本由2013年年底的7.71%下降至5.47%。上半年，关联方应收款从去年年底14.6亿元，下降至50万元，应付关联方款项由7.78亿元降至0。我们认为，公司资产负债表在上市后得到明显改善，融资成本下降的优势亦在逐步彰显。我们同时也观察到，公司投资性物业公允价值变动贡献了约1.44亿元税前利润增长，由于上市所形成的一次性费用增长约5000万元，综合上述影响，调整后税前利润约在3000万元左右，与去年相比仍有大幅改善。
- 旺季业绩将于下半年体现；与香港海洋公园强强联合：**下半年7、8月份是主题公园业务旺季（收入比重可达全年之40%），上半年业绩未能体现旺季因素，我们预计海昌旗下公园在暑假期间的经营状况良好，因此我们对公司全年业绩表现依然充满信心。新近公司与香港海洋公园签署了为期3年的合作备忘录，双方在人才、技术、营销推广、共商领域等达成合作共识，在未来将逐步落实各项合作内容。我们认为，和海洋公园的长期合作关系将会继续深化海昌对公园业务的管理能力，使管理更趋专业化，也进一步表明了管理层对该业务的重视，并在积极进行长远规划。
- 维持2.23港元目标价，重申买入评级：**现价相对应15年公园业务EV/EBITDA值为7.6x，依然低于全球同业均值。根据DCF模型，公司价值为每股2.23港元，目标价反映了：(1)旺季良好表现为14年全年业绩带来确定性；(2)稳健安全的资产负债表；(3)未来上海与三亚项目落成后将持续为公司带来良好增长与回报。

古森森

+852 2532 1962

sam.gu@firstshanghai.com.hk

秦浩楷

+852 2532 1959

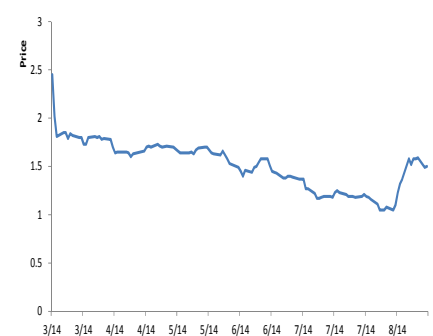
kyle.qin@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	消费
股价	1.50 港元
目标价	2.23 港元
股价上升空间	(+48.67%)
股票代码	2255.HK
已发行股本	40 亿股
市值	60 亿港元
52 周高/低	2.27 港元/1.02 港元
14 年每股资产净值	1.2 港元
主要股东	曲乃杰：56.67%
	欧力士：9.83%
	弘毅投资：10.01%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	12年历史	13年历史	14年预测	15年预测	16年预测
总营业收入（人民币千元）	889,014	1,122,807	1,700,258	1,935,369	2,207,633
变动	30.0%	26.3%	51.4%	13.8%	14.1%
股东应占利润（人民币千元）	59,617	86,108	217,727	252,558	299,978
变动	98.4%	44.4%	152.9%	16.0%	18.8%
主题公园 EBITDA（人民币千元）	267,758	342,631	568,735	687,724	862,123
变动	43.1%	28.0%	66.0%	20.9%	25.4%
主题公园 EV/EBITDA	19.6	15.3	9.2	7.6	6.1
每股盈利（人民币元）	0.035	0.029	0.054	0.063	0.075
变动	N/A	-19.1%	89.6%	16.0%	18.8%
基于1.5港元的市盈率	33.4	41.3	21.8	18.8	15.8
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录：主要财务报表

损益表

<千元人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	889,014	1,122,807	1,700,258	1,935,369	2,207,633
毛利	399,667	507,011	799,121	938,654	1,081,740
其他业务净额	300,671	263,177	237,659	96,768	110,382
销售及管理费用	(211,998)	(236,848)	(484,573)	(414,169)	(461,395)
营运收入	488,340	533,340	552,207	621,253	730,727
财务开支/收入	(301,296)	(351,985)	(173,023)	(165,702)	(189,642)
联营公司收入/开支	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
税前盈利	187,044	181,355	379,184	455,551	541,085
所得税	(108,171)	(80,432)	(159,257)	(200,443)	(238,077)
净利润	78,873	100,923	219,927	255,109	303,008
少数股东应占利润	19,256	14,815	2,199	2,551	3,030
本公司股东应占利润	59,617	86,108	217,727	252,558	299,978
折旧及摊销	(112,917)	(114,763)	(200,870)	(277,775)	(350,073)
EBITDA	486,934	508,671	742,908	879,314	1,057,173
增长					
总收入 (%)	30.0%	26.3%	51.4%	13.8%	14.1%
EBITDA (%)	51.9%	4.5%	46.0%	18.4%	20.2%

资产负债表

<千元人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	404,040	495,936	1,991,825	1,998,477	1,492,899
应收账款	90,376	81,139	139,747	185,583	211,691
存货	6,834	8,200	14,813	16,384	18,508
其他流动资产	3,337,321	2,527,576	895,409	707,005	518,601
总流动资产	3,838,571	3,112,851	3,041,795	2,907,450	2,241,699
固定资产	2,157,320	2,169,704	3,445,463	4,644,851	5,772,447
无形资产	123	376	14,607	28,127	40,970
投资物业	1,143,000	1,376,000	1,526,694	1,526,694	1,526,694
其他	608,170	101,265	101,265	101,265	101,265
总资产	7,747,184	6,760,196	8,129,823	9,208,387	9,683,075
应付账款	673,496	601,301	652,154	742,333	846,763
应付联营公司款项	807,266	787,292	0	0	0
短期银行借款	1,436,777	931,448	931,448	931,448	931,448
递延收入	4,036	5,354	8,501	9,677	11,038
其他短期负债	622,831	387,403	628,529	628,529	628,529
总短期负债	3,544,406	2,712,798	2,220,632	2,311,987	2,417,779
长期银行借款	2,406,470	2,440,333	1,464,200	2,196,300	2,262,189
政府补贴	587,440	585,703	585,703	585,703	585,703
其他负债	65,008	77,842	77,842	77,842	77,842
总负债	6,603,324	5,816,676	4,348,377	5,171,832	5,343,512
归属股东权益	1,008,163	805,592	3,641,319	3,893,877	4,193,855
少数股东权益	135,697	137,928	140,127	142,678	145,708
股东权益	1,143,860	943,520	3,781,447	4,036,555	4,339,563
每股账面值(摊薄)	0.68	0.31	0.95	1.01	1.08
营运资产	294,165	400,053	821,163	595,463	(176,080)

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	44.96%	45.16%	47.00%	48.50%	49.00%
EBITDA 率 (%)	54.77%	45.30%	43.69%	45.43%	47.89%
净利率 (%)	8.87%	8.99%	12.93%	13.18%	13.73%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	23.85%	21.09%	28.50%	21.40%	20.90%
实际税率 (%)	57.83%	44.35%	42.00%	44.00%	44.00%
股息支付率 (%)	11.16%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
库存周转	5.3	4.5	6.0	6.0	6.0
应收账款天数	34.1	27.9	30.0	35.0	35.0
应付账款天数	217.0	138.6	140.0	140.0	140.0
财务状况					
总负债/总资产	0.85	0.86	0.53	0.56	0.55
收入/净资产	0.78	1.19	0.45	0.48	0.51
经营性现金流/收入	0.22	0.28	0.50	0.49	0.51
税前盈利对利息倍数	0.62	0.52	2.19	2.75	2.85

现金流量表

<千元人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
EBITDA	486,934	508,671	742,908	879,314	1,057,173
净融资成本	177,011	202,174	173,023	165,702	189,642
营运资金变化	(120,562)	(141,795)	401,181	232,352	265,964
所得税	(100,162)	(79,634)	(159,257)	(200,443)	(238,077)
其他	(250,760)	(174,826)	(304,408)	(136,671)	(156,527)
营运现金流	192,461	314,590	853,446	940,254	1,118,174
资本开支	(83,724)	(139,103)	(1,500,000)	(1,500,000)	(1,500,000)
其他投资活动	(364,017)	1,074,902	1,460,891	0	0
投资活动现金流	(447,741)	935,799	(39,109)	(1,500,000)	(1,500,000)
负债变化	540,381	(517,161)	(976,133)	732,100	65,889
股本变化	390,640	(247,874)	2,618,000	0	0
股息	(369,628)	(419,173)	(173,023)	(165,702)	(189,642)
其他融资活动	(17,618)	25,715	(787,292)	0	0
融资活动现金流	543,775	(1,158,493)	681,552	566,398	(123,753)
现金变化	288,495	91,896	1,495,889	6,652	(505,579)
期初持有现金	115,545	404,040	495,936	1,991,825	1,998,477
汇兑变化	0	0	0	0	0
期末持有现金	404,040	495,936	1,991,825	1,998,477	1,492,899

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。