

大连圣亚 (600593)

大连圣亚首次覆盖报告:打造国内首家以 IP 为核心的海洋迪士尼全产业链

增持 (首次)

2015 年 12 月 08 日

市场数据

报告日期	2015-12-08
收盘价(元)	42.57
总股本(百万股)	92.00
流通股本(百万股)	92.00
总市值(百万元)	3916.44
流通市值(百万元)	3916.44
净资产(百万元)	418.54
总资产(百万元)	713.39
每股净资产	4.55

主要财务指标

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	290	307	324	340
同比增长	14.9%	5.9%	5.5%	5.0%
净利润(百万元)	39	60	68	74
同比增长	18.4%	54.9%	13.4%	8.8%
毛利率	54.2%	56.2%	56.0%	56.0%
净利润率	13.3%	19.4%	20.9%	21.6%
净资产收益率(%)	10.8%	14.8%	14.4%	13.5%
每股收益(元)	0.42	0.65	0.74	0.80
每股经营现金流(元)	1.11	1.64	1.11	1.37

投资要点

- **公司打造国内首家以 IP 为核心的海洋迪士尼全产业链生态圈。**围绕海洋题材 7 系列 76 种原创文学 IP, 中游覆盖舞台剧、动画片、漫画与有声读物, 下游落地 3 处(镇江、芜湖、淮安)第五代海洋公园、3 处(瓦房店、营口、镇江)水/海岸城文化旅游休闲综合体、已实现全国布局的 28 处儿童乐园、移动式企鹅馆, 初步构建起类似美国迪士尼公园的全产业链雏形。
- **公司原有业务稳健, 拟定增建设第五代海洋公园镇江魔幻海洋世界。**项目总投资 10.89 亿元, 公司占 70% 股份。项目位于镇江年客流量近 500 万, 年增速 20% 的国家 5A 级风景区中, 受惠高客流和优越的地理位置, 毗邻客源重地但缺乏优质海洋公园的南京、苏州、扬州等地, 建设融合尖端科技、世界顶尖魔术、海洋动物的魔幻动物秀场和海洋馆、旱雪滑道等为一体的第五代魔幻海洋世界。项目 2017 年底竣工将极大提升公司整体业绩。
- **盈利预测及投资建议:**大连圣亚是第三代水族馆的开创者, 具备长年积累的人才和技术储备, 原有业务经营稳健。此次定增在镇江投资建设总投资 10.89 亿元的海洋世界, 选址镇江挖掘空缺市场, 新建由世界级魔术大师主设计+尖端高科技渲染+海洋动物内容的魔幻动物秀场、海洋动物乐园、风靡国内的旱雪馆。公司已构建起以 IP 为核心的海洋迪士尼全产业链生态圈上中下游, 落地端种类广泛推进加速。镇江项目 2018 年将新增归母净利润约 1.13 亿元, 合 2018 年公司归母净利润约 2 亿元。2015-2017 年 EPS 为 0.65/0.74/0.80 元。看好公司作为首家在以 IP 为核心的海洋迪士尼全产业链布局, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:**镇江项目场馆运营效果不达预期

《大连圣亚调研信息速递》
2009-07-14分析师:
李跃博
liyb@xyzq.com.cn
S0190512070003研究助理:
王家远
wangjiayuan@xyzq.com.cn

目 录

一、上市公司定增建设镇江魔幻海洋世界.....	- 4 -
1.1 上市公司目前是国内历史悠久的海洋极地主题公园运营商.....	- 4 -
1.2 发行股份建设镇江魔幻海洋世界.....	- 5 -
二、大连圣亚是第三代海洋公园的开创者，技术储备丰厚.....	- 7 -
2.1 行业与公司发展历程.....	- 7 -
2.2 竞争日趋激烈，公司在难题中突围.....	- 10 -
三、打造中国首个以 IP 为核心的海洋迪士尼全产业链.....	- 14 -
3.1 美国迪士尼模式：IP 为核心的文化娱乐全产业链运营.....	- 14 -
3.2 中国的海洋迪士尼——“大白鲸”全产业链布局上中下游.....	- 15 -
3.3 大白鲸 IP：以海洋为主题的儿童文学.....	- 16 -
3.4 中游：舞台剧、漫画与有声故事、衍生品、动画片.....	- 18 -
3.5 下游：海洋乐园+水/海岸城文化旅游休闲综合体+儿童乐园.....	- 19 -
3.6 未来 2 年：建设第五代海洋公园江苏镇江魔幻海洋世界.....	- 22 -
四、盈利预测与投资建议与风险提示.....	- 29 -
图 1、公司目前控股方股权结构情况.....	- 4 -
图 2、大连项目营业收入近 4 年稳健增长（百万元）.....	- 9 -
图 3、哈尔滨项目营业收入稳健增长（百万元）.....	- 9 -
图 4、抚顺皇家极地海洋世界与大连圣亚的分布.....	- 11 -
图 5、大连市接待游客人数与游客增速.....	- 12 -
图 6、大连圣亚主营业务收入和增速.....	- 12 -
图 7、大连圣亚主营业务收入和成本增速.....	- 13 -
图 8、大连圣亚毛利率不断提升.....	- 13 -
图 9、迪士尼全产业链业务版图.....	- 14 -
图 10、大白鲸计划产业链示意图.....	- 16 -
图 11、大白鲸旗下各系列 IP.....	- 17 -
图 12、《白鲸传奇·高科英雄》剧照.....	- 18 -
图 13、《白鲸传奇之神奇的权杖》剧照.....	- 18 -
图 14、大白鲸动画短片.....	- 19 -
图 15、大白鲸形象荣登央视动漫春晚.....	- 19 -
图 16、芜湖新华联大白鲸世界海洋公园全貌.....	- 19 -
图 17、芜湖新华联大白鲸世界海洋公园海洋馆外观.....	- 19 -
图 18、淮安龙宫大白鲸嬉水世界项目全貌.....	- 20 -
图 19、淮安龙宫大白鲸嬉水世界项目早雪项目.....	- 20 -
图 20、大连圣亚移动海洋/企鹅馆外景.....	- 20 -
图 21、大连圣亚移动海洋/企鹅馆内景.....	- 20 -
图 22、大白鲸世界内景.....	- 21 -
图 23、大白鲸世界内景.....	- 21 -
图 24、儿童乐园完成对全国的布局（红点处）.....	- 22 -
图 25、三山风景区地理位置.....	- 23 -
图 26、三山风景区风貌.....	- 23 -
图 27、镇江海洋世界目标消费群区位辐射图.....	- 24 -
图 28、早雪表面充满圆球颗粒.....	- 27 -
图 29、某早雪场馆场景.....	- 27 -
图 30、哈拉利的魔幻秀.....	- 28 -
图 31、哈拉利的魔幻秀.....	- 28 -
表 1、公司简明利润表.....	- 5 -

表 2、发行股份收购概况.....	- 6 -
表 3、本次发行完成后公司持股结构.....	- 6 -
表 4、发行股份拟投资项目.....	- 7 -
表 5、大连圣亚海洋世界的 5 个园区.....	- 8 -
表 6、大连圣亚和大连老虎滩海洋世界的不同用户体验.....	- 10 -
表 7、迪士尼最大的奥兰多主题公园是一部不断扩建的历史.....	- 15 -
表 8、一级、二级辐射市场交通十分便捷.....	- 24 -
表 9：一级辐射市场中的竞争对手情况.....	- 24 -
表 10：二级辐射市场中的竞争对手情况.....	- 25 -
表 11、一级辐射市场人口超过 2500 万人.....	- 25 -
表 12、众多高校汇集一级辐射市场.....	- 26 -
表 13、一级辐射市场居民收入约为国内平均的两倍.....	- 26 -
表 14、二级辐射市场人口数量庞大，接近 2500 万人.....	- 27 -

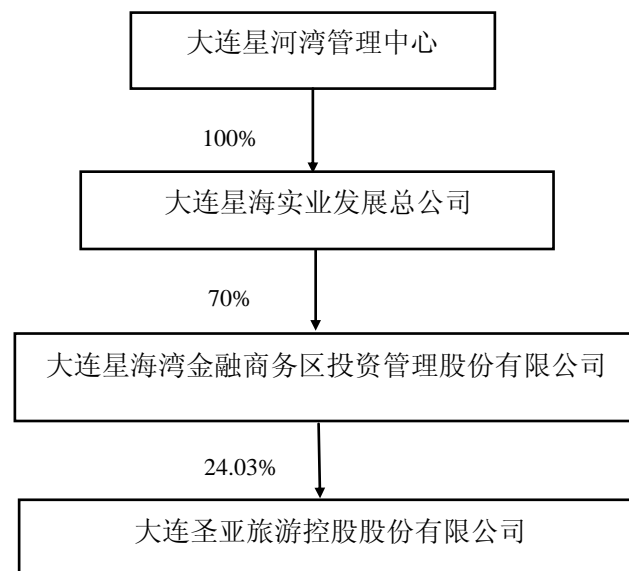
报告正文

一、上市公司定增建设镇江魔幻海洋世界

1.1 上市公司目前是国内历史悠久的海洋极地主题公园运营商

- 公司是大连市政府旗下的星海湾开发建设管理中心控制的上市公司
- ✓ 1994年1月，公司前身是大连圣麦尔索海洋世界有限公司，经大连市对外经济贸易委员会批准，由大连圣城企业发展公司、辽宁省机械设备进出口公司、新西兰强力太平洋海洋世界有限公司、大连神州企业有限公司4家企业成立的合资公司，注册资本400万美元。
- ✓ 1995年3月，经大连市对外贸易委员会批准，公司股东之一新西兰强力太平洋海洋世界有限公司退出公司，公司更名为大连圣亚海洋世界有限公司。
- ✓ 1999年5月，经中国对外贸易合作部批准，公司整体变更为股份有限公司，注册资本6千万。
- ✓ 2002年6月，公司IPO，第一大股东为中石油辽阳石油化纤公司，持股45%。
- ✓ 2008年11月，根据国资委精神要求，央企须将主业以外资产，通过拍卖、改制、无偿划转方式予以剥离。中石油决定整合旗下上市资源，中石油辽化公司转让公司股权。
- ✓ 2008-现在，公司控股股东为大连星海湾金融商务区投资管理股份有限公司，其控股股东为大连市星海实业发展总公司，最终控制人为大连星海湾建设开发管理中心。最终控制人为大连市政府派出机构，负责国有资产管理。

图 1、公司目前控股方股权结构情况



来源：公司资料，兴业证券研究所

● **当前海洋公园经营稳健**

- ✓ 公司下辖两处乐园，大连本部的大连圣亚海洋世界和哈尔滨分部的哈尔滨极地馆，权益比例均为 100% 全资控股。
- ✓ 公司还控股 4 家公司，主要辅助公司在海洋公园业务的经营，尤其在北京、天津等地的业务拓展。包括北京蓝色奔腾旅游开发公司（100%）、天津圣亚海洋世界投资有限公司（100%）、大连新世界会展服务有限公司（70%）等。
- ✓ 为了多元化经营，公司投资当地金融类企业，参股大连旅顺口蒙银村镇银行、大连中山信德小额贷款公司。在构建海洋迪士尼全产业链战略（“大白鲸”计划）下联营 2 家公司，包括大白鲸世界管理（大连）公司、北京主题智库顾问公司。

表 1、公司简明利润表

（百万元）	2012	2013	2014
营业收入	209	252	290
YOY	32.89%	20.70%	14.93%
营业成本	98	118	133
YOY	37.72%	19.52%	12.97%
%营业收入	47.02%	46.55%	45.76%
毛利率	52.98%	53.45%	54.24%
销售费用率	10.63%	10.68%	9.14%
管理费用率	21.75%	19.20%	16.93%
财务费用率	7.98%	9.84%	6.49%
净利润	8.12	42.68	38.98
净利率	6.02%	12.89%	13.27%
归母净利润	12.58	32.53	38.51
ROE	4.36%	10.21%	10.78%

来源：公司资料，兴业证券研究所

目前，公司业务经营稳健，归母净利润 3 千多万。最近 3 年公司营收增速逐年下滑，主要源于东北市场逐渐饱和，因此管理层有向东北以外拓展意图。

1.2 发行股份建设镇江魔幻海洋世界

近日，公司公告拟通过非公开发行股份方式，募集总额不超过 8.12 亿元，发行股数不超过 3,040 万股，在扣除发行费用后，投入建设镇江魔幻海洋世界项目，并偿还银行贷款。

● **发行股份不影响实际控制人变化**

公司拟通过向 4 名特定投资者，包括大连精一投资中心（有限合伙）、大连探索者创业投资有限公司、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、大连圣亚上市公司部分管理层和员工骨干拟设立的有限合伙企业，发行股份数不超过 3,040 万股，发行价为定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均

价的 90%，即 26.71 元/股。具体情况如下：

表 2、发行股份收购概况

认购方	认购股份数量 (万股)	认购对价总额	认购后对公司的 持股比例
大连精一投资中心(有限合伙)	1,000	26,710 万元	8.17%
大连探索者创业投资有限公司	1,000	26,710 万元	8.17%
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	1,000	26,710 万元	8.17%
大连圣亚管理层和骨干员工拟设立的合伙公司	40	1,068.40 万元	0.33%
合计	3,040	81,198.40 万元	24.84%

来源：公司资料，兴业证券研究所

按照拟定增的增发股份数上限，拟定增后，公司总股本增加至 12,240 万股。当前控股股东星海湾投资持有公司持股 2,210.4 万股，占拟定增前总股本 24.03%，拟定增后持股比例下降至 18.06%，仍为公司第一大股东。本次发行不会影响实际控制人变化，控股股东仍为大连市政府的派出机构大连星海湾投资管理公司。

表 3、本次发行完成后公司持股结构

股东名称	持有股数(万股)	占比
大连星海湾金融商务区投资管理股份有限公司	2210.40	18.06%
大连精一投资中心(有限合伙)	1000	8.17%
大连探索者创业投资有限公司	1000	8.17%
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	1000	8.17%
辽宁迈克集团股份有限公司	740	6.05%
N.Z.UNDERWATER WORLD ENGINEERING AND DEVELOPMENT COLIMITED	667.19	5.45%
中科汇通(深圳)股权投资基金有限公司	460.93	3.77%
中国工商银行股份有限公司-汇添富价值精选混合型证券投资基金	430	3.51%
其他股东	4,731	38.66%
合计	12,240	100%

来源：公司资料，兴业证券研究所

● 发行股份对象的背景

- ✓ 大连精一投资中心(有限合伙)于 2015 年 10 月 21 日成立，自然人孙瑞鸿持股 46.5%，大连精石文化产业投资有限公司持股 20.05%。根据公开资料，孙瑞鸿是大连摩尔登科技股份有限公司的法定代表人，该公司主营产品是交互式 3D 大屏幕、全息集成展示系统、空中立体成像技术。该公司 2012 年独立设计建设完成大连圣亚的恐龙世界项目，采用 3D 大屏幕展现恐龙时代场景。大连精石文化产业投资有限公司是大连市国资委下属的国投集团所属企业，曾参与投资大连圣亚的联营企业大白鲸世界文化发展(大连)有限公司。
- ✓ 大连探索者创业投资有限公司于 2015 年 10 月 12 日成立，自然人金文年控股 80%，自然人崔大有持股 20%。根据公开资料，金文年为大连探索者创业投资有限公司董事长，天使投资人。崔大有为探索者创业投资公司总经理。

- ✓ 杨睿博拟设立的北京华贸圣佑投资管理有限公司,自然人杨睿博拟控股 90%,自然人孙雪飞、北京文希化妆品有限公司分别持股 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,大连圣亚总经理肖峰持股 19.04%,其余 48 名自然人持股均不超过 5%。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。公司核心团队几乎全部参与。

● 发行股份建设镇江魔幻海洋世界和偿还银行贷款

本次发行股份,93.8%的募集资金拟用于投资建设镇江魔幻海洋世界项目的 70% 股权,6.2%的募集资金用于偿还银行贷款。

表 4、发行股份拟投资项目

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	拟利用募集资金额(万元)
1	镇江魔幻海洋世界项目	108,863.41	76,204.39(公司投资 70%)
2	偿还银行贷款		4,994.01
合计			81,198.40

来源:公司资料,兴业证券研究所

镇江海洋世界的项目总投资额约为 10.89 亿元,由公司与镇江文旅以成立合资公司的形式发起建设投资,公司持有 70% 股权,镇江文旅持有 30% 股权。扣除发行费用后,实际募集资金净额与项目募集资金金额的差额,将由公司以自筹方式补齐。在募资资金到位前,公司以银行贷款或自筹资金先行投入,项目计划于 2016 年初开工,2017 年末竣工交付使用。

项目建成达产后,预计项目整体实现年销售收入 43,424 万元,净利润 16,170 万元,公司享有 70% 收益,即 2018 年预计实现归母净利润 11,319 万元。

目前项目已取得镇江市环保局环评批复(镇环审[2015]229 号)和江苏省发改委批准(苏发改社会发[2015]1168 号),项目推进顺利。

二、大连圣亚是第三代海洋公园的开创者,技术储备丰厚

2.1 行业与公司发展历程

公司 1994 年成立,2002 年上市,是国内第三代水族馆的开创者,东北旅游业首家上市公司,国家文化产业基地,是国内领先的海洋极地主题公园建设运营商。

● 水族馆发展经历五个阶段,大连圣亚引领第三代、开拓第五代水族馆浪潮

水族馆发展大致经历五个阶段¹:

- 第一代水族馆是将活鱼放在火车厢式的玻璃水箱里,观众在水箱外观看。由

¹ 王士莉等,《中国的水族馆》,科普研究,2009 年 8 月第 4 期,第 71-76 页。

于每个水族箱容积有限，展示鱼类品种单一，游人逐渐感到枯燥乏味，于是产生第二代水族馆。

- **第二代水族馆**是将原来的箱型水缸改为连续环形，一箱可放养几百上千尾鱼类，多种混养。
- **第三代水族馆**是现代大型的综合式水族馆，常见的具有代表性的是人造海底隧道，它采用耐压强度高、透明的丙烯酸玻璃制成，它的两侧为透明鱼池，各种海洋生物在珊瑚、水藻中川流不息，呈现出一望无际的模拟海底景观，游人可在隧道中观赏水生动物。
- **中外合资圣亚建立国内首家第三代水族馆**。1995年，以中外合资形式，大连圣亚建成我国第一家隧道式海洋世界，即第三代水族馆。自从圣亚建成海洋世界后，水族馆的名称不再是单一的，而是多元化。圣亚海洋世界将水族馆发展为更大规模的海底概念，引进了首条长达百米的海底隧道，让游客领略海底的感觉。
- **此后5年内，水族馆建设遍地开花**。5年内建设的海洋世界达15家。新建成的海洋世界展示的内容更加多元化，脱离了以往传统水族馆，因此不再叫水族馆，而是叫海洋世界、海底世界。该行业由冬眠期进入快速发展期。
- **第四代水族馆**是当下流行的水族馆，在原先第三代水族馆的基础上加入了动物表演，流行的如鲸鱼表演、海豚互动、企鹅表演等。
- **第五代水族馆由大连圣亚最先提出**，已经在芜湖开始建设，在目前第四代水族馆的基础上，以故事为主轴，以互动参与为主导，以高科技多媒体为手段，通过主题故事，尖端的多媒体科技，新奇的海洋动物，顶级的舞台表演，推出主题色彩浓厚的魔幻动物秀。

● 大连圣亚海洋世界内容丰富

大连本部园区内容丰富，主要包括：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）。深海传奇和恐龙传奇园区于2012年4月和6月开始运营，原来的三馆套票变为五馆套票。

表 5、大连圣亚海洋世界的 5 个园区

A 海洋世界	
海豚湾之恋表演场	海豚、白鲸与美人鱼、王子、月光天使及海盗联袂演绎真人版“人鱼童话”
海底通道	中国第一座海底通道
舞鲨地带	包揽了中国种类最全、个体数量最多的鲨鱼
畅游海底	包括海底飞碟、“勇气号”蒸汽船、海底漫步车、海底飞行器、海底城市游览项目
B 极地世界	
极地大本营	再现百年前探险家们远征极地世界的场景
极地村	包括海豹湾、北极动物村、南极企鹅岛
《白鲸传奇》表演	大连唯一白鲸水下表演
《功夫海象》表演	
C 珊瑚世界	

舰船模型区	
珊瑚礁生物展示区	
贝壳展示区	
D 深海传奇	
超 IMAX 天幕影院	40 米长、180 度拱形天幕循环播放原创影片《深海乐章》。“沙丁鱼圆舞曲”活力动感，“鲸群交响乐”波澜壮阔，“深海小夜曲”
船长小屋等	布景与设备整体倾斜的房间，“晕船”感瞬间袭遍全身，往高处流的水、废旧的炮弹
E 恐龙世界	
4D 影院	138 米超长移动轨道恐龙蛋观影座椅，全程互动，6 块立体荧屏分别展现不同的史前场景
亲子教室	
化石展览区	

来源：公司资料，兴业证券研究所

● 寻求差异化竞争，2006 年兴建哈尔滨极地馆

在海洋公园风靡的浪潮下，1990 年至 2002 年间国内共建成 31 家海洋世界，产品和展示形式雷同，缺乏特色较多。

2006 年 1 月，公司投资 1.5 亿建设全资控股的哈尔滨极地馆对外运营，它位于哈尔滨太阳岛公园正门对面，是圣亚专门为冰城哈尔滨量身打造的极地、海洋概念旅游项目。

哈尔滨极地馆是我国离北极最近的极地馆，是世界第一个展现风、雷、雨、电交织的极地馆，拥有世界第一批群体登陆中国的南极企鹅家族，拥有中国最大的极地白鲸全视角单体展示窗等多个亮点。

图 2、大连项目营业收入近 4 年稳健增长（百万元）



来源：公司资料，兴业证券研究所测算

图 3、哈尔滨项目营业收入稳健增长（百万元）



来源：公司资料，兴业证券研究所测算

● 公司在水族馆领域发展最早，技术和经验累积丰富

- ✓ 高纬度助力公司早期获得南极动物培育经验。公司的哈尔滨极地馆是我国境内纬度最高的极地馆。公司在企鹅繁育、斑海豹繁育等多个领域具备国内乃至国际一流水平，是全国唯一国家级南极企鹅种源繁育基地，是国内首家进

行斑海豹卫星标记放流科研的水族馆。

- ✓ **创意优势。**在水域环境模拟、水生动物展示方面擅长主题化包装、情景化展示、剧情式动线设计，海洋动物表演方面注重原创剧情、专业舞美、动物角色化演出，融汇多种艺术形式。海豚白鲸同场水秀、双人双鲸水下表演、功夫海象迈克尔·杰克逊模仿秀、鳐鱼表演等多台国内乃至世界首创的演艺产品树立了国内海洋动物表演的新标杆。
- ✓ **运营管理优势。**管理团队 20 年专注文化旅游景区开发运营，拥有打造及运营智慧旅游平台的经验，运营文化旅游景区与儿童文化娱乐业态的经验，进行跨地域技术输出与管理输出的经验，将原创内容与旅游、娱乐融合的经验。

2.2 竞争日趋激烈，公司在难题中突围

大连市拥有两家海洋公园，一个是大连圣亚，一个是老虎滩海洋公园。大连圣亚和老虎滩海洋公园的竞争一直很激烈。

● 同地同类产品竞争，大连老虎滩海洋公园与大连圣亚难分伯仲

老虎滩海洋公园 2002 年建成，坐落于辽宁省大连市南部海滨中部，是市区南部最大的景区，占地面积 118 万平方米，4000 余米海岸线，是中国最大的一座现代化海滨游乐场。据该公园网站介绍，其每年接待海内外游客 200 多万人次，2001 年被国家旅游局首批评为 5A 级景区，并通过 ISO9001 质量管理体系和 ISO14001 环境管理体系的认证。

园区自然风光秀丽，山海互映，景色迷人。公园内建有“浓缩极地世界，展现海洋奇观”的极地海洋动物馆、海兽馆、珊瑚馆、标志性建筑虎雕，乘坐跨海空中索道、海上游艇，可欣赏大海风光和虎滩乐园的全貌。

表 6、大连圣亚和大连老虎滩海洋世界的不同用户体验

	大连圣亚	老虎滩
优点	A 海底隧道优美，站在游览电梯中抬起头，就可以看见各种鱼从头上游过	面积大，一天不一定游览完
	B 离星海较近可以顺便去星海游览	交通便捷，除了公园有公交车
	C 不需要自备食物，出馆外面有小吃店	鸟语林是圣亚没有的特色
	D 公园内标识牌和路线清晰	公园内还有游轮，4D 电影，快艇，索道，漂流等等，但额外收费
缺点	A 面积较小	地方大，路标不清晰
	B 只能玩半天	馆与馆之间的距离较远，腿脚不便或体力较弱的人会吃不消
	C 4A 级景区，较 5A 低一档	入园后不能随便出园
	D 没有老虎滩的鸟语林	园内食物价格昂贵

来源：百度知道，兴业证券研究所

总体而言，大连圣亚面临老虎滩激烈的同质竞争：

- ✓ 大连圣亚长在拥有亚洲最长的 118 米海底隧道，游客可以融入大海的世界中，同时海洋世界有丰富的表演，以及毗邻星海广场，游玩后可以感受浪漫的海景。大连圣亚短在规模现在不足以与老虎滩海洋公园相比，游客普遍反映半天即可以游览完，但加上恐龙传奇和顺便游玩一下星海广场，可以玩上一整天；由于建成时间长，档次有待进一步提升。
- ✓ 同城竞争者老虎滩海洋公园，是国家 5A 级景区，较大连圣亚 4A 级景区档次高一级。老虎滩公园总体规模较大，海洋馆和极地馆可以循环观看，有别于大连圣亚出馆即不可再次进馆。鸟语林也是老虎滩独有的园区，游客可观看飞禽动物表演。同时老虎滩位于滨海路，周围的海景优质，老虎滩可以乘坐缆车欣赏风景。但园区过大，不方便中老年人长距离行走也是其弊端。

大连圣亚和老虎滩各有所长、各有缩短，便是两家在同城存活如此长久的原因。总结特色，圣亚海洋世界更加适合孩子游玩一些，趣味性更强，参与度更高；而老虎滩公园游玩项目更加丰富一些，室内室外场馆项目丰富。

● 异地同类产品竞争，抚顺皇家极地海洋世界

抚顺皇家极地海洋世界，距沈阳市中心 20 分钟车程，2006 年由马来西亚建荣国际集团投资 1.5 亿美元建成，占地 600 亩，是国家 4A 级景区，是目前亚洲最大的皇家极地海洋世界大型游乐项目。

- ✓ **游览项目较大连圣亚更为丰富。**游览项目包括：极地区、白鲸展示区、巨鲨喂食区、大堡礁美人鱼表演秀、海豚表演馆、热带雨林区、四大主题海底隧道区、海洋科普区等。由于建成较晚，吸收了之前海洋公园的经验，设置了更多的游览项目。
- ✓ **同处辽宁省，分散大连圣亚省内客流。**抚顺皇家极地海洋世界距大连 400 多公里，辐射沈阳周边的本溪、鞍山、铁岭以及吉林省游客群，与大连圣亚形成激烈的客源竞争。

图 4、抚顺皇家极地海洋世界与大连圣亚的分布



来源：百度地图，兴业证券研究所

● 同城异类产品竞争，大连金石滩度假区分流游客

金石滩度假区位于大连市东部，是国家 5A 级度假区、国家地质公园。

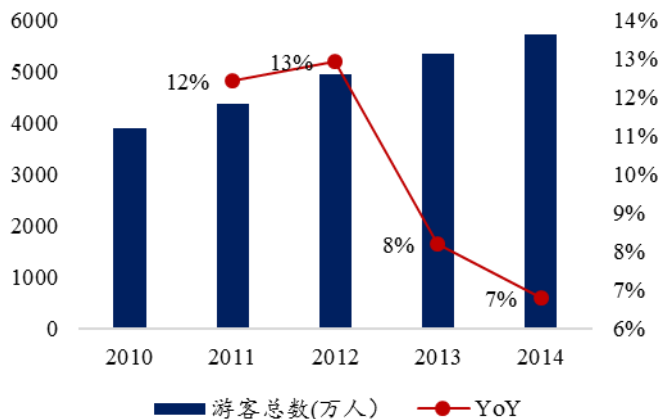
- ✓ **金石滩旅游资源丰富。**拥有大连金石蜡像馆、生命奥秘博物馆、石文化博览园、毛泽东历史珍藏馆、球幕体验馆、奇幻艺术体验馆、金石缘公园、中华武馆、狩猎场、十里黄金海岸、大连模特艺术学校和影视艺术中心、金湾高尔夫俱乐部、万福鼎公园、滨海国家地质公园核心景区以及金石发现王国主题公园等景区景（点）。
- ✓ **金石滩是海滨度假胜地。**金石滩陆地面积 62 平方公里，海域面积 58 平方公里，海岸线长 30 公里。这里三面环海，四季分明，冬无严寒，夏无酷暑，海域不淤不冻，属暖温带半湿润气候，有“东北小江南”的美誉，是中国北方理想的海滨旅游度假胜地。
- ✓ **金石滩植被茂密景色宜人。**金石滩东部半岛植被繁茂、礁石林立、山海相间、景色秀美。绵延达 13 华里的海岸线上怪石林立。诞生于 6—9 亿年前震旦纪、寒武纪的地质地貌、沉积岩石、古生物化石而今形成了玫瑰园、恐龙园、南秀园、鳌滩等天然景区、近百处景点。各种海蚀岸、海蚀洞、海蚀柱被大自然的鬼斧神工雕琢得千姿百态、神奇瑰丽。

金石滩面积较大，旅游资源丰富，需要 1-2 天才能游览完。由于游客时间有限，部分游客会在金石滩与大连圣亚或其他大连景点之间做出唯一的选择。随着大连市游客增多，一定存在相当部分游客最终选择游览金石滩度假区，进而放弃大连圣亚海洋公园。

● 大连游客增速放缓加重圣亚海洋世界客流承压

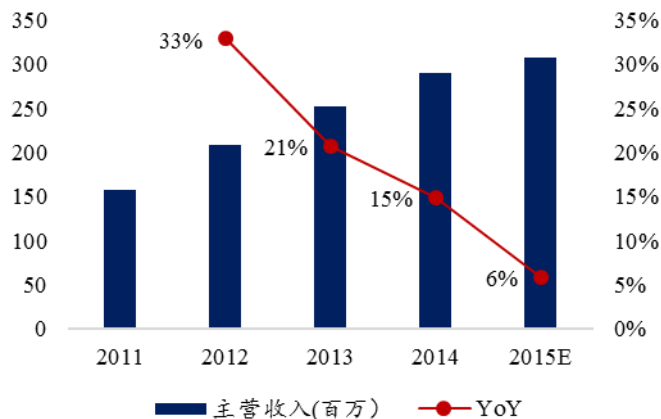
大连市近年的年接待游客数已达 5 千万级，体量扩大伴随着增速放缓，由此带来整体新增游客增速减小。加之老虎滩海洋公园的分流效应，大连圣亚客流量增速受限，营业收入增速持续下降。

图 5、大连市接待游客人数与游客增速



来源：大连市旅游局，兴业证券研究所

图 6、大连圣亚主营业务收入和增速



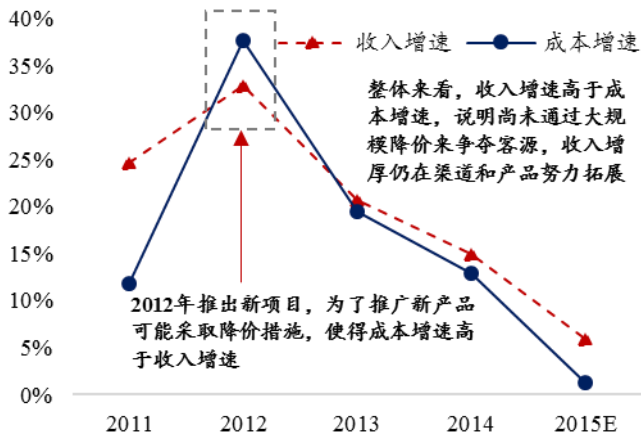
来源：公司资料，兴业证券研究所

● 公司在难题中突围，产品和销售两手抓两手硬不断提高毛利率

自 2012 年起，公司业绩不断承受同城老虎滩海洋世界和金石滩度假区的客源分流，承受同省抚顺皇家极地海洋世界的游客分流。在同质化的竞争下，产品差异性和销售渠道是保证业绩增长的核心。公司对于两个核心都做出两手抓和两手硬。

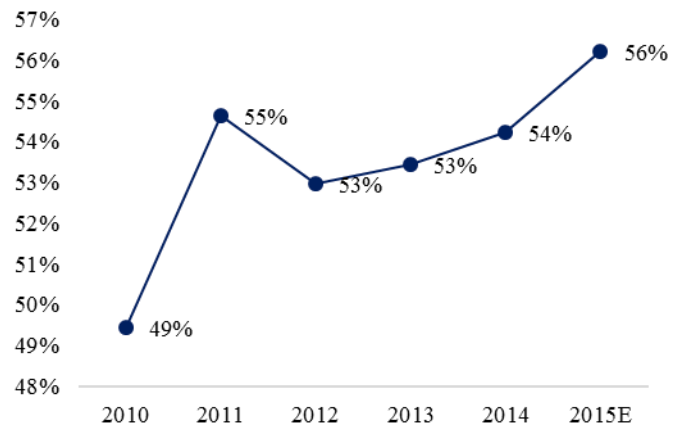
- ✓ 2012 年，产品端增加新项目“深海传奇”、“恐龙传奇”。借助事件营销和导游激励，以及可能的新产品推出带来的降价（主营业务成本增速高于主营收入增速）进而提高销量。当年主营业务收入同比增长 29%。
- ✓ 2013 年，销售渠道通过抓住大客户、提高细分市场（如大学生市场、出租车市场、本地淡季市场）的渗透、在电商平台如天猫上的推广，明显提升了渠道客流。同时进一步提高客单价，从而实现当年主营业务收入同比增长 20%，主营业务成本增长 19%。值得特别注意的是，当年抓住销售大客户成效显著：前五位销售客户占营收的 22%，而推广费等销售费用同比增长 21%。
- ✓ 2014 年，销售渠道转移到线上。原有的旅行社渠道带来的客源和收入高增速已难以维系，旅行社端客源下滑，而公司在线上端：官方自营的网站、微博、微信宣传，与 BTA 合作推广，与 OTA 合作分销等，拓宽了销售渠道，实现了客流与收入双增长。当年主营收入和成本增长 15%和 13%，较前一年已有明显下滑。

图 7、大连圣亚主营业务收入和成本增速



来源：公司资料，兴业证券研究所测算

图 8、大连圣亚毛利率不断提升



来源：公司资料，兴业证券研究所测算

整体来看，主营收入增速高于成本增速，说明尚未通过大规模降价来争夺客源，收入增厚仍在渠道端和产品端努力拓展。在公司的努力下，毛利率不断提高，反映公司经营水平近年不断进步。

三、打造中国首个以 IP 为核心的海洋迪士尼全产业链

2012 年大连圣亚正式推出“大白鲸”计划，目标是成为中国的“蓝色迪士尼”，模仿迪士尼的产业链和发展模式，构建一个以儿童为目标受众，以“大白鲸世界”为统一品牌，以海洋主题原创内容为核心，综合运用图书、动漫、影视、演艺、游戏、主题乐园等形式，实现多产业链布局的文化产业项目。

3.1 美国迪士尼模式：IP 为核心的文化娱乐全产业链运营

● 迪士尼的业务涵盖全产业链

迪士尼的产业链以 IP 为核心，业务涵盖全产业链，包括媒体网络（电视），影视娱乐（电影），公园度假区（主题公园），消费产品（衍生品），互动娱乐（游戏）五大板块。

图 9、迪士尼全产业链业务版图

媒体网络	影视娱乐	公园度假区	消费产品	互动娱乐
迪士尼电视集团 美国广播公司(ABC) 迪士尼频道（国际） ABC 所属电视台 ESPN	<ul style="list-style-type: none"> • 迪士尼电影工厂 • 迪士尼动画片工厂 • 皮克斯动画片工厂 • 漫威影业 • 试金石影业 • 迪士尼自然 • 迪士尼音乐 • 迪士尼舞剧 	<ul style="list-style-type: none"> • 加州迪士尼 • 奥兰多迪士尼 • 巴黎迪士尼 • 东京迪士尼 • 上海迪士尼 • 夏威夷度假酒店 • 4 艘迪士尼邮轮 • 1 座迪士尼小岛 	<ul style="list-style-type: none"> • 迪士尼消费品 • 迪士尼出版 • 迪士尼商店 	<ul style="list-style-type: none"> • 游戏 Disney Infinity, Club Penguin, Where's My Water, Disney.com, Babble.com

来源：公司资料，兴业证券研究所

● 美国迪士尼发展经历四个阶段

迪士尼发展历程可以分为内容积累、线下布局、线上布局、内容收购四个阶段：

内容积累：1923-1954 年，动画片 IP 积累阶段；

线下布局：1955-1983 年，主题公园布局时期；

线上布局：1984-2004 年，加速发行电影、收购 ABC 时期；

内容收购：2005 年至今，收购美国英雄系列 IP。

纵观美国迪士尼发展历史，它是上世纪 20 年代由制作动画片起家，直到成立 32 年后 1955 年，第一家迪士尼主题乐园在美国加州开园，开始涉足主题公园行业。

IP 为先导。在这 32 年间，迪士尼公司深耕动画片卡通人物，开发出米老鼠系列、白雪公主系列脍炙人口的卡通人物，拍摄了 15 部经典长篇动画片。

主题公园后落地。在随后的 60 年间，迪士尼公司一共建立了 6 家主题公园，其中 4 家主题公园经历了不断扩建，并与在公园旁建有附属迪士尼综合商业区，销售衍生品，延长产业链。

美国迪士尼成功将 IP 通过电视、电影、主题公园、衍生品全产业链变现，主题公园落地和围绕主题公园的新建一批综合商业区、野生动物园、海洋公园，不断扩建，为变现提供了丰富的渠道。

表 7、迪士尼最大的奥兰多主题公园是一部不断扩建的历史

神奇王国	第一个主题公园，2014 年接待 1933 万游客	1971 年
模拟明日世界乐园 (Epcot)	第二个主题公园，2014 年接待 1145 万游客	1982 年
迪士尼好莱坞梦工厂	第三个主题公园，2014 年接待 1031 万游客	1989 年
迪士尼动物王国主题公园	第四个主题公园，2014 年接待 1040 万游客	1998 年
酒店	18 家自营度假村酒店，2.3 万间客房	\
ESPN 户外运动世界	230 英亩运动中心，专业运动员训练基地	1997 年
两个水上乐园	高尔夫球、SPA、网球、潜水、冲浪、骑马等	\
迪士尼综合商业区	120 英亩零售、餐饮、购物综合体，第三方运营，支付租金	\

来源：迪士尼资料，兴业证券研究所

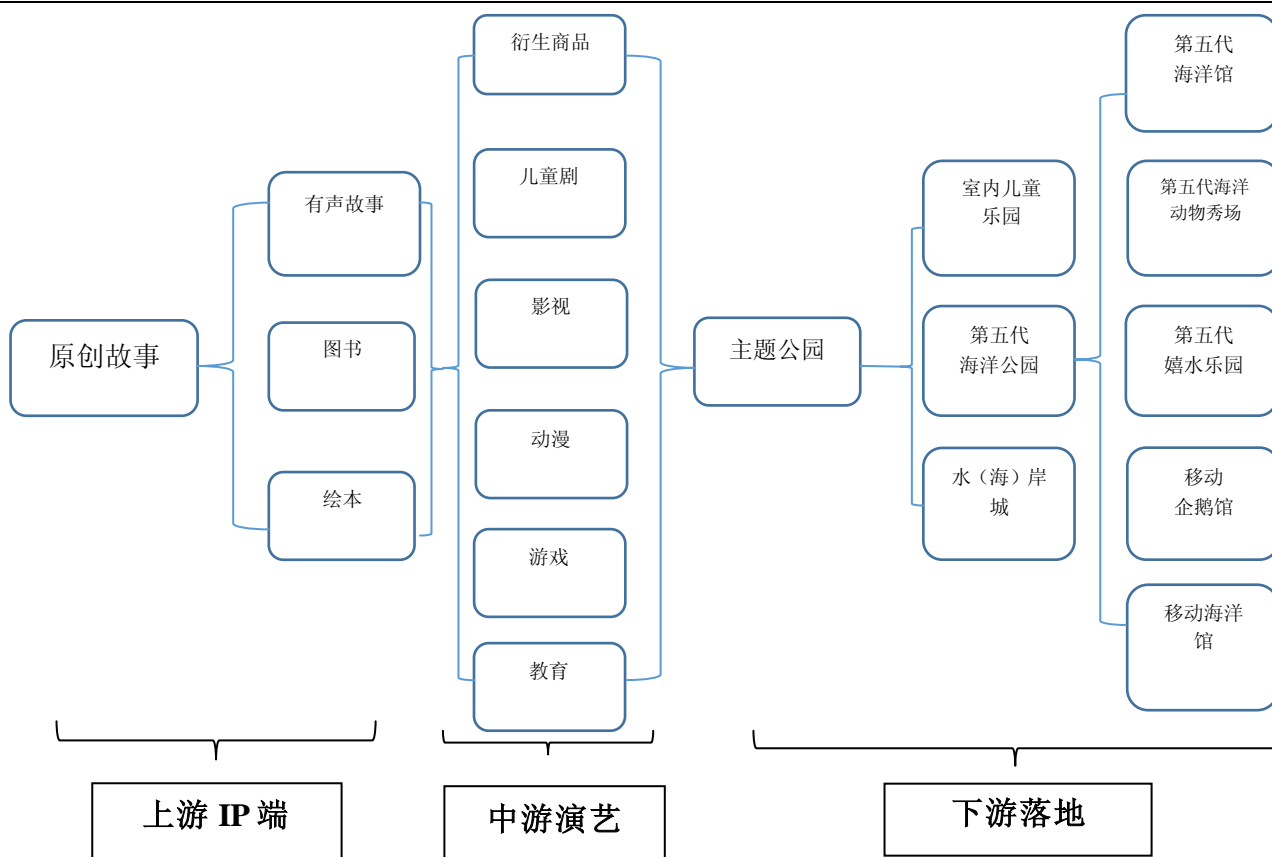
3.2 中国的海洋迪士尼——“大白鲸”全产业链布局上中下游

“大白鲸计划”共分三期进行：第一期为海洋动物小说、侦探故事、科幻小说、科普、童话等系列图书的出版；第二期为动画片、儿童剧、游戏的开发和运营；第三期为主题乐园设计建设、衍生品开发及品牌宣传推广。

大白鲸产业链如下：

- 上游为海洋主题原创儿童文学 IP，已出版 7 个系列 76 种近 200 余万册图书；
- 中游为主题动漫、影视、舞台剧、游戏及动漫衍生品等；
- 下游包括：
 - (1) 第五代海洋公园产品线（包括正在建设镇江海洋世界、投资建设芜湖新华联大白鲸世界海洋公园项目、投资建设淮安龙宫大白鲸嬉水世界项目、大白鲸世界移动企鹅馆）；
 - (2) 海岸城文化旅游综合体项目：1) 大白鲸世界海岸城（瓦房店）项目；2) 营口鲅鱼圈圣亚海洋城项目；3) 镇江大白鲸世界水岸城项目。
 - (3) 大白鲸世界儿童乐园，已在哈尔滨、西安、青岛、广州、上海等 20 座城市开业 21 家分店，完成全国布局。

图 10、大白鲸计划产业链示意图



来源：公司资料，兴业证券研究所

3.3 大白鲸 IP：系列多样、内容丰富的、以海洋为主题的儿童文学

公司联合大连出版社，成立联营公司大白鲸世界管理（大连）发展有限公司（持股 46%）。大连出版社负责原创内容的策划与出版发行；上市公司负责产业链下游产品线的策划，并为其中的儿童乐园提供管理和咨询；大白鲸世界管理（大连）发展有限公司负责儿童乐园的投资建设及相关 IP 衍生品的开发。

根据 2014 年公司年报，大白鲸世界管理（大连）发展有限公司流动资产约 512 万元，净利润 12 万元，实现扭亏为盈，IP 变现能力提速。

● 设立国内最权威儿童文学作品评选，源源不断供应大白鲸 IP

为吸引更多优秀的作品，“大白鲸世界”冠名赞助了原创幻想儿童文学奖。

- 该奖是国内奖金额度最高的文学奖项，每届奖金总额高达 44 万元；
- 22 位专家评审，1000 名小读者评审，是国内最权威、最尊重小读者的儿童文学作品评选；
- 举办机构权威，北京师范大学中国儿童文学研究中心和大连出版社共同主办；
- 影响力大，首届吸引了来自 4 个国家及国内 29 个省市自治区的近 900 名作者参与，征集到参赛作品 1000 余篇；
- 系列举办顺利，目前已举办至第四届。

图 11、大白鲸旗下各系列 IP



来源：兴业证券研究所

截至 2014 年底，大白鲸品牌图书已出版大白鲸幻想儿童文学读库、画本馆、童话屋（2 个系列）、小说坊（2 个系列）、科普馆等 7 个系列 76 种近 200 万册。

3.4 中游：舞台剧、漫画与有声故事、衍生品、动画片

● 舞台剧：以原创 IP 为核心，原创舞台剧上演 60 多场

舞台剧与 IP 端一脉相承，根植童书作家周志勇创作的、由大连出版社出版发行的同名童话 IP《白鲸传奇》，目前刚刚推出，主要通过门票进行变现。

目前共有两部舞台剧。《白鲸传奇·高科英雄》于 2014 年 9 月首演，已经上演 60 多场，覆盖 6 万多小学生。随后推出《白鲸传奇之神奇的权杖》主题舞台剧于 2015 年 6 月首演。

图 12、《白鲸传奇·高科英雄》剧照



来源：大白鲸官网，兴业证券研究所

图 13、《白鲸传奇之神奇的权杖》剧照



来源：大白鲸官网，兴业证券研究所

● 漫画与有声故事、衍生品开始推出

主题漫画与主题有声故事 2015 年春节推出，以平均每周一篇的速度更新；主题形象的衍生产品于 2013 年 9 月上市，品类不断增加中。

● 动画短片荣登央视动画片春晚为后续扩展打开先机

以 IP 大白鲸皮皮为核心形象的动画短片，荣登 2015 年央视动漫春晚，在除夕晚上在央视少儿频道播出，与其他知名国产动漫角色参与文艺节目表演方式的一台晚会。动画片围绕 IP 形象皮皮，讲述了一个保护海洋的故事，让孩子们从另一个心灵通道进入宽广的海洋世界。大白鲸的动画片荣登春晚，意味着原创 IP 得到认可，为后续 IP 端扩张、在媒体和新媒体上的传播，打下良好先机。

图 14、大白鲸动画短片



来源：公司资料，兴业证券研究所

图 15、大白鲸形象荣登央视动漫春晚



来源：公司资料，兴业证券研究所

3.5 下游：海洋乐园+水/海岸城文化旅游休闲综合体+儿童乐园

- 第五代海洋公园产品线（镇江、芜湖、淮安、移动海洋/企鹅馆）

- 2016-2017 年计划：建设第五代海洋公园江苏镇江魔幻海洋世界

总投资 10.89 亿元，公司通过定增募集 7.62 亿元资金投资其中 70% 的镇江项目，计划于 2016 年初开工建设，于 2017 年末竣工交付使用，2018 年贡献利润。预计实现年销售收入 43,424 万元，预计实现净利润 16,170 万元。公司与镇江文旅成立合资公司投资建设该项目，公司享有 70% 的收益，镇江文旅享有 30% 的收益。

- 投资芜湖新华联大白鲸世界海洋公园项目

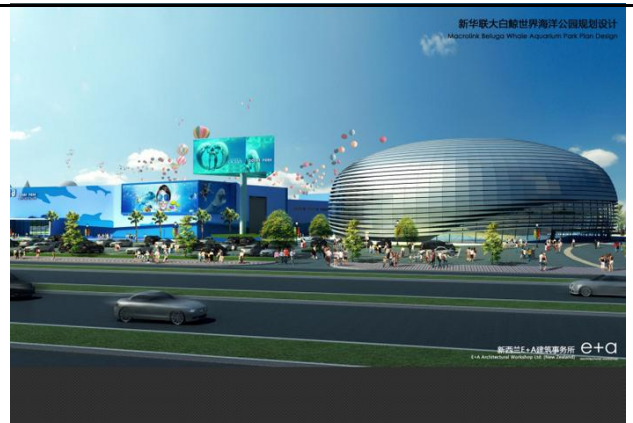
公司与新华联公司合作，投资芜湖新华联大白鲸世界海洋公园，集第五代海洋极地馆、海洋动物秀场、室外海洋生物伴游区、轻餐饮、商业街区。项目占地 8 万平米，建筑面积 4 万平米，水体体量 1 万余吨。

图 16、芜湖新华联大白鲸世界海洋公园全貌



来源：公司资料，兴业证券研究所

图 17、芜湖新华联大白鲸世界海洋公园海洋馆外观



来源：公司资料，兴业证券研究所

➤ **投资淮安龙宫大白鲸嬉水世界项目**

公司投资 1700 余万，与六小龄童的西游记集团，合作开发“淮安龙宫大白鲸嬉水世界”室外儿童乐园，位于西游记主题乐园东侧，占地约 350 亩。2015 年 9 月底，乐园开始试运营，乐园有动物小镇、子弹头之家以及旱雪卡丁车等多种特色游乐项目。

图 18、淮安龙宫大白鲸嬉水世界项目全貌



来源：公司资料，兴业证券研究所

图 19、淮安龙宫大白鲸嬉水世界项目旱雪项目



来源：公司资料，兴业证券研究所

➤ **大白鲸世界移动企鹅馆运营灵活**

大白鲸世界南极企鹅 BOX 项目与多家地产商及景区达成合作意向，升级产品移动海洋馆拥有包括移动企鹅馆在内的 4-6 个主题馆，已经在镇江、银川进行巡演，项目运营期灵活，成本费用相对低廉，目前服务节庆活动和营销活动。

图 20、大连圣亚移动海洋/企鹅馆外景



来源：公司资料，兴业证券研究所

图 21、大连圣亚移动海洋/企鹅馆内景



来源：公司资料，兴业证券研究所

● **（水）海岸城文化旅游休闲综合体**

（水）海岸城文化旅游休闲综合体主要是沿（水）海建设的包含动物表演、旅游、

生态观光娱乐、商贸等为一体，满足消费者多元文化娱乐需求的综合体。目前正在建设 3 处项目，包括：1) 大白鲸世界海岸城（瓦房店）项目；2) 营口鲑鱼圈圣亚海洋城项目；3) 镇江大白鲸世界水岸城项目。

➤ 大白鲸世界海岸城（瓦房店）项目

公司 2015 年 9 月与政府签订协议，投资 30-50 亿元在大连瓦房店建设大白鲸世界海岸城（瓦房店）项目。

该项目建设期 2 年，内容包括：文化产业园区；斑海豹海上繁育及科研基地；渔业码头及渔业服务配套；海滨及水上娱乐项目；室内嬉水乐园及酒店、汽车旅馆项目；生态观光农业项目。该项目预计总投资 30-50 亿元人民币。

➤ 营口鲑鱼圈圣亚海洋城项目

公司投资辽宁营口项目，建设营口鲑鱼圈圣亚海洋城。项目总投资额 40 亿元，分为海洋城、大白鲸、活力海滩、庆典广场四个特色主题分区，涵盖探索港湾、海洋亲子乐园、球幕影院、海洋主题餐厅、海洋温泉、儿童航海学校、迎宾小镇等十五个子项目。

➤ 镇江大白鲸世界水岸城项目

该项目将与镇江海洋世界项目分期一同建设。

● 儿童乐园依托商业综合体，已形成全国布局

大白鲸世界儿童乐园主要位于城市商业综合体，以原创海洋童话为主题，以童话主角大白鲸为品牌形象代表，为以 12 岁以下儿童为核心的家庭消费单元，提供集游乐设施设备、主题餐饮、主题商品、主题活动于一体的一站式服务。商业综合体提供场地、投资方提供投资、公司提供管理和服务。

图 22、大白鲸世界内景



来源：百度图片，兴业证券研究所

图 23、大白鲸世界内景



来源：百度图片，兴业证券研究所

2013 年 9 月开业全国首家店，截止 2015 年 11 月 8 日，儿童乐园已经在哈尔滨、

2014 年三山风景区接待游客 490.5 万人次，并维持游客接待量高增速，2013 年游客量同比增长 18%，2014 年游客量同比增长 20%。建成后景区的大客流基数和高客流增速对海洋世界起到引流效果，海洋世界同时也丰富了景区的景点项目。

图 25、三山风景区地理位置



来源：百度地图，兴业证券研究所

图 26、三山风景区风貌



来源：百度图片，兴业证券研究所

三山景区定位高。根据三山景区管委会的规划，到 2020 年力争建成产业高度集聚、空间布局合理的创新型旅游产业示范区和江山文化旅游度假区，集聚区总体营业收入达 180 亿元，服务业企业达 140 家，服务业增加值年均增长 10% 以上，集聚区吸纳从业人员 1 万人以上。景区智慧旅游实现全覆盖，水上旅游产业发展成熟，旅游集散中心充分发挥作用。镇江海洋世界不会是孤立的存在，而将与整个三山风景区的大平台共繁荣。

● 交通便捷：一级、二级辐射市场距镇江 20 分钟、1 小时车程

本项目是镇江首家大型现代化海洋主题公园，镇江 2014 年接待国内旅游者达 4,389.90 万人次，区位优势突出，周边地区是我国人口最密集的区域之一。目标客户群可分为以下三类：

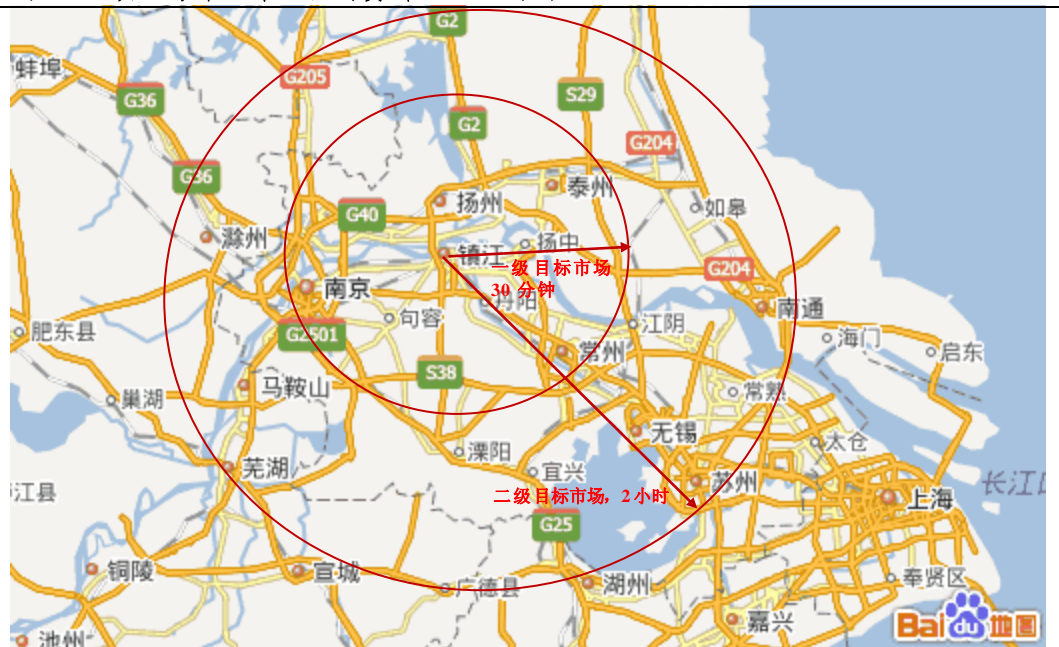
- ✓ 一级客源市场，指镇江本地及 30 分钟交通圈以内的地区，包括南京、常州、扬州、泰州等，这也是本项目主要的客源市场。本项目距离镇江高铁站 4 公里，南京站至镇江站高铁 20 分钟车程，交通十分便利。
- ✓ 二级客源市场，指除一级客源市场外的江浙沪其他地区，其距离镇江大多在 2 小时交通圈以内，适合短途或自驾旅游方式，是本项目较为重要的客源市场。
- ✓ 三级客源市场，指除上述一级、二级客源市场以外的市场。三级客源市场的游客通常不以本项目为其直接旅游目的地，其游玩动机主要是来镇江旅游时的顺带游玩。

表 8、一级、二级辐射市场交通十分便捷

城市	公里	开车时间 (时)	乘火车最短时间
一级辐射市场			
南京	84.4	1.3	19 分
扬州	38.4	1.0	无
泰州	79.1	1.5	无
常州	78	1.0	17 分
二级辐射市场			
苏州	164.3	2.0	35 分
南通	168.2	2.5	无
无锡	123.4	1.7	30 分
滁州	151.8	2.0	39 分
马鞍山	138.1	2.0	1 时 44 分
芜湖	187.2	2.5	2 时 29 分

来源：兴业证券研究所整理

图 27、镇江海洋世界目标消费群区位辐射图



来源：百度地图，兴业证券研究所测算

● 竞争者：威胁有限，部分城市尚无对手

一级辐射市场中，南京和常州有海洋世界，但规模较小。其中南京海底世界始建于 2000 年，时间久远，投资规模 1 千万，较现在动辄 10 亿左右的投资较小，整体规模在目前较小。常州海洋世界位于购物中心地下一层，规模较小、项目有限，主要针对本地居民。泰州和扬州尚无海洋世界。

表 9：一级辐射市场中的竞争对手情况

	背景	位置	门票	目标市场
南京海底世界	2000 年建成，建筑面积 1.6 万平，总投资 1000 万元，展示各类水生动植物近 200 余种	南京市内中山陵梅花山旁	40 元/人	南京、马鞍山、镇江

常州金鹰海底世界	2014年1月运营,项目总投资1.2亿人民币,建筑面积约0.54万平,总水量0.25万立方米,展示各类水生动植物300余种	常州市中心繁华商业区吊桥路25号金鹰嘉宏购物中心地下一层	50元/人	常州本地
泰州	无海洋世界			
扬州	无海洋世界			

来源: 兴业证券研究所

二级辐射市场中竞争对手较多,无锡、苏州、常熟、南通均有海洋世界/海底世界,江阴无海洋世界。其中无锡和南通规模较小,竞争性偏小。常熟规模较大,总投资5亿元,内容包含海洋世界、过山车等娱乐设施、游艇等水上设施,需要1天才能游览完,是公司在二级辐射市场中最强的竞争对手之一。

表 10: 二级辐射市场中的竞争对手情况

	背景	位置	门票	目标市场
无锡海洋馆	2014年运营,建筑面积1万平米,总投资0.8亿元,展示各类水生动植物100余种	无锡动物园旁	80元/人	无锡
苏州海洋馆	建筑面积5.2万平米,总投资1.5亿元,是苏南地区首家大型综合水族馆	苏州太湖国家旅游度假区中心区内	150元/人	苏州及周边
常熟海星岛乐园	2010年10月运营,项目总投资5亿人民币,占地面积128亩,展示各类水生动植物800余种,全国共有五大主题区,包含过山车、游艇、海底世界等多种项目,需要1天左右游览	常熟昆承湖风景区的著名岛屿	150元/人	常熟及周边
南通海底世界	建筑面积0.5万平,由浙江中泰置业集团公司投资开发,拥有海洋生物1000余种	南通市新城工农路	100元/人	南通
江阴	无海洋世界			

来源: 兴业证券研究所

● **一级辐射市场: 以南京为核心,庞大人口+高校众多+高消费,未来牢牢把握**

我们认为,由于一级辐射市场距上海较远,镇江乐园拥有地利,镇江本地受威胁最小,拥有地利优势,首要策略将是防外围竞争对手渗透该市场。市场如下:

- ✓ **一则人口众多,超过2500万,其中南京人口超过800万。**南京距镇江仅十几分钟高铁车程,镇江作为南京后花园,南京将为镇江提供大量消费人群;

表 11、一级辐射市场人口超过2500万人

单位: 万人	常住人口	流动人口	合计
一级辐射市场			
镇江	211.31	105.83	317.14
南京	664.85	156.76	821.61
扬州	274.05	173.74	447.79
泰州	279.01	184.85	463.86
常州	322.64	147	469.64
合计			2520.04

来源: Wind, 兴业证券研究所

- ✓ **二则高校众多,汇集大量高等院校。**一级辐射市场中高校中在校生超过110万人,尤其以南京汇集44所高等院校,单南京高校在校生超过80万人。高校在校生娱乐生活丰富,入学和毕业不断更迭,为该地提供大量优质客源;

表 12、众多高校汇集一级辐射市场

2014 年	普通高等学校 (所)	学校在读学生人数 (万人)	合计 (万人)
一级辐射市场			
镇江	5	8.42	
南京	44	80.53	
扬州	6	8.10	112.84
泰州	3	4.93	
常州	9	10.86	
二级辐射市场			
苏州	21	20.95	
无锡	12	11.42	40.46
南通	8	8.09	

来源：江苏省统计年鉴，兴业证券研究所

- ✓ 三则该地为全国最富的地区之一，居民收入水平高，约是全国平均水平的两倍，远能撑起一定价格的文化娱乐需求。

表 13、一级辐射市场居民收入约为国内平均的两倍

	城镇居民人均年可支配收入 (元)	人均 GDP (元)
一级辐射市场		
镇江	35,752	1,652
南京	42,568	107,545
常州	39,483	104,423
扬州	30,322	82,654
泰州	31,345	72,706
平均	35,894	93,996
二级辐射市场		
苏州	46,677	129,925
无锡	41,728	126,389
南通	33,374	77,457
平均	40,593	11,1257
全国平均	28,844	46,628

来源：Wind，兴业证券研究所

因此抓住以南京为核心的一级辐射市场将成为镇江乐园短期立足壮大的首要策略。

● 二级辐射圈：以苏州为核心，把握庞大消费群

周围潜在的新加入者主要是位于上海浦东，距迪士尼乐园 25 分钟车程的上海海昌极地海洋公园，投资规模大，为 30 亿元，同样于 2017 年建成。

预计上海海昌海洋公园将有力吸纳上海和周边城市，尤其是镇江海洋公园的二级辐射市场内城市客源，成为公司未来最大的竞争对手。二级辐射市场内的无锡、苏州距镇江和上海距离基本相等，同比之下，上海海昌由于地理位置优越并且附近拥有上海迪士尼乐园，镇江海洋世界将与其争夺二级辐射市场客源。

表 14、二级辐射市场人口数量庞大，接近 2500 万人

二级辐射市场	常住人口	流动人口	合计
苏州	784.17	276.23	1060.4
无锡	484.06	165.95	650.01
南通	446.27	283.53	729.8
合计			2440.21

来源：Wind，兴业证券研究所

二级辐射市场将面临即将建成的上海海昌海洋世界的激烈的竞争。二级辐射圈中城市虽少但人口较一级辐射市场更多。苏州为竞争的核心。

- ✓ 一则苏州人口众多，超过 1000 万，流动人口多，远多于附近其他城市；
- ✓ 二则苏州距上海，苏州距镇江，均为半小时左右高铁车程，交通方面上海和镇江地理位置难分伯仲。

因此镇江乐园有望借助价格优势，把握二级辐射市场内庞大的消费群。

● 业绩预测保守，存在高弹性空间可能性

镇江项目包括极地早雪公园和魔幻秀场两部分，提供室外早雪运动体验、海洋动物魔幻表演、极地与海洋动物展示。

➢ 早雪运动已在国内兴起风靡

早雪运动起源于欧洲，是运动员及滑雪爱好者在耐候性较好的改性塑料制作的模拟雪面上练习滑雪，完成基本技术动作的一项运动。早雪非真雪，也非人造雪，它的其结构类似“金针菇”一样表面充满无数圆球的结构，并配合创新的高弹性工程塑料。早雪比真雪摩擦力稍大，纠错容错效果比真雪差，一旦学会滑早雪，再滑真雪比较容易。

图 28、早雪表面充满圆球颗粒



来源：百度图片，兴业证券研究所

图 29、某早雪场馆场景



来源：百度图片，兴业证券研究所

我国早雪出现在 2010 年，全国有超过十家的早雪场已经建成或正在建设，分布在北京，四川山东，湖南，安徽，甘肃，广东，广西等地。镇江的早雪场可以对标安徽安庆巨石山寒雪场和湖南浏阳大围山早雪场。

按小时长短有不同票价，最短时间的电商平台报价分别为 168 元和 238 元。预计镇江的极地早雪公园票价在 150 元上下。

➤ **极地与海洋动物展示馆：海洋极地馆+大小表演场+商贸综合体为一体**

对标芜湖项目，有望涵盖海洋极地馆、大型表演场、商业街区等多种业态，形成观光、娱乐、消费于一体的综合体。参考同类 10 亿元规模投资的海洋世界的门票价，极地与海洋动物展示馆价格有望在 150-200 元左右。

因此，整体套票有望在 450-600 元左右，考虑旅行社和电商售票的折扣，游客不全参与全部项目，客单价按 60-70% 比例计算，有望在 270-420 元左右，预计在 300 元左右。

➤ **魔幻海洋动物秀场：故事贯穿始终+世界级魔术大师主设计+尖端高科技渲染**
 目前可以对标公司正在参与建设的新华联大白鲸海洋世界的魔幻动物秀。

芜湖项目魔幻动物秀，以故事为主轴，以互动参与为主导，以高科技多媒体为手段，将长江河流王国、太平洋海底世界、北极大陆、极地村和南极大陆动物们丰富多彩的生活充分进行展现，由世界第一魔术设计师哈拉利 Franz Harary 担纲主设计师。

哈拉利是世界魔术史上第一位集设计、制作和表演于一身的世界魔术大师，是首先将高科技用于大型幻觉魔术的先驱者。

对于芜湖项目，哈拉利担任主设计师，通过世界级的主题故事，尖端的多媒体科技，新奇的海洋动物，顶级的舞台表演，打造一台国内空前的魔幻海洋动物秀。

图 30、哈拉利的魔幻秀



来源：百度图片，兴业证券研究所

图 31、哈拉利的魔幻秀



来源：百度图片，兴业证券研究所

在过去 20 年里，哈拉利一共创造了 130 多个新节目：

1992年，创作了“麦道-80”客机从天而降的促销节目，但当时航道上并没有这架飞机飞行，属于无中生有。

1994年，让一架航天飞机在众目睽睽下消失。

1995年，将一位日本超级影星从东京送到500英里外的大阪，在同一电视特别节目中，他又让东京广播公司在闹市区的一幢摩天楼无影无踪。

1997年，把一辆雪佛莱轿车及其驾驶员从底特律“电传”到3000公里外的洛杉矶。

1998年，让夏威夷钻石火山口“外移”两英里，“放到”了海中。

1999年，使埃及狮身人像在公众面前消失了两分钟。

魔幻动物秀门票有可能含在海洋世界套票中，但考虑到单体投入较大，可能形成套票或零售。参考一般大型秀场价格，零售价格有望在150-200元。

➤ 业绩预计保守，存在高弹性可能性

由于项目处三山风景区中，风景区高客流会导流部分游客给镇江项目。

2014年三山风景区接待490万人，同比增长20%。以此增速，2018年预计接待1千万人左右。考虑存量变大后增速下滑，2018年风景区接待人数可能在800万人左右，年增速为13%，远低于历史增速均值。

按照四分之一游客会游览镇江海洋世界，镇江项目2018年接待游客在200万人左右（珠海长隆海洋世界2014年接待游客550万人）。

按照之前预计的较低的客单价300元，公司有望实现6亿元的营业收入，在净利率不变下，净利润为2.23亿元，是公司预计净利润的1.34倍。综合我们认为业绩预计保守，存在高弹性空间的可能性。

四、盈利预测与投资建议与风险提示

盈利预测及投资建议：大连圣亚是第三代水族馆的开创者，具备长年积累的人才和技术储备，原有业务经营稳健。此次定增在镇江投资建设总投资10.89亿元的海洋世界，选址镇江挖掘空缺市场，将填补周边缺乏大型海洋世界的局面，进一步吸纳外围庞大的消费群。公司已构建起以IP为核心的海洋迪士尼全产业链生态圈上中下游，下游落地端丰富。镇江项目2018年将新增归母净利润约1.13亿元，合2018年公司归母净利润约2亿元。2015-2017EPS为0.65/0.74/0.80元。看好公司作为首家在以IP为核心的海洋迪士尼全产业链布局，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：镇江项目场馆运营效果不达预期

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	143	225	317	438	营业收入	290	307	324	340
货币资金	121	203	294	414	营业成本	133	135	143	150
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	10	11	11	12
应收账款	2	3	3	3	销售费用	27	28	30	31
其他应收款	12	13	13	14	管理费用	49	52	55	58
存货	2	2	2	2	财务费用	19	8	2	-3
非流动资产	532	493	443	399	资产减值损失	-1	-3	-4	-3
可供出售金融资产	20	15	17	17	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	投资收益	0.07	0.03	0.04	0.04
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	54	78	88	96
固定资产	296	268	241	213	营业外收入	1	2	2	2
在建工程	7	7	7	7	营业外支出	3	1	1	1
油气资产	0	0	0	0	利润总额	51	79	90	98
无形资产	116	107	98	89	所得税	12	19	22	24
资产总计	676	718	760	838	净利润	39	60	68	74
流动负债	151	151	122	126	少数股东损益	0.5	0.5	0.5	0.5
短期借款	61	0	0	0	归属母公司净利润	39	60	68	74
应付票据	0	0	0	0	EPS(元)	0.42	0.65	0.74	0.80
应付账款	4	6	6	6					
其他	86	145	116	120					
非流动负债	138	134	136	136	主要财务比率				
长期借款	126	126	126	126	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
其他	12	8	11	10	成长性				
负债合计	289	284	258	262	营业收入增长率	14.9%	5.9%	5.5%	5.0%
股本	92	92	92	92	营业利润增长率	41.0%	45.1%	13.6%	8.9%
资本公积	198	198	198	198	净利润增长率	18.4%	54.9%	13.4%	8.8%
未分配利润	52	96	162	233	盈利能力				
少数股东权益	30	31	31	31	毛利率	54.2%	56.2%	56.0%	56.0%
股东权益合计	387	434	502	576	净利率	13.3%	19.4%	20.9%	21.6%
负债及权益合计	676	718	760	838	ROE	10.8%	14.8%	14.4%	13.5%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	42.7%	39.6%	34.0%	31.3%
单位:百万元					流动比率	0.95	1.49	2.60	3.48
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	速动比率	0.94	1.48	2.58	3.46
净利润	39	60	68	74	营运能力				
折旧和摊销	47	44	44	44	资产周转率	41.1%	44.1%	43.8%	42.6%
资产减值准备	-1	1	1	1	应收帐款周转率	10113.9%	10937.6%	10517.4%	10464.9%
无形资产摊销	16	16	16	16	每股资料(元)				
公允价值变动损失	0	0	0	0	每股收益	0.42	0.65	0.74	0.80
财务费用	21	8	2	-3	每股经营现金	1.11	1.64	1.11	1.37
投资损失	-0	-0	-0	-0	每股净资产	3.88	4.38	5.12	5.92
少数股东损益	0	0	0	0	估值比率(倍)				
营运资金的变动	-3	57	-25	12	PE	101.7	65.7	57.9	53.2
经营活动产生现金流量	102	151	103	126	PB	11.0	9.7	8.3	7.2
投资活动产生现金流量	-52	2	-12	-6					
融资活动产生现金流量	-107	-70	-1	0					
现金净变动	-57	83	90	120					
现金的期初余额	176	121	203	294					
现金的期末余额	119	203	294	414					

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15%;
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhud@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。