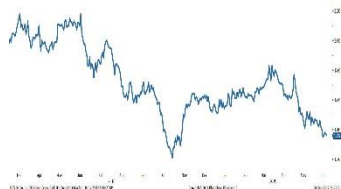




GREAT ROC
CAPITAL SECURITIES LIMITED
鴻騰資本證券有限公司
A Wholly-owned subsidiary of UNF (Holdings) Limited (HKE stock code 1468)
英國註冊有限公司之全資附屬公司 (香港交易所上市編號1468)

海昌海洋公園 HAICHANG HLDG (2255.HK)

21 JUNE 2019



來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	1.37
總市值 (億港元)	54.8
52週高位	2.04
52週低位	1.18

*截至6月21日

FY18 財務資料摘要

人民幣(億元)	
收入	17.9
變動(%)	6.5
毛利	8.7
變動(%)	-3.9
淨利潤	0.4
變動(%)	-85.9

主要股東資料

	持股
曲乃杰	45.3%
趙令歡	10.6%
正信銀行	10.0%

來源: 披露易

業務模式

- 海昌海洋公園(2255)為中國最大的海洋公園、配套商用物業開發及營運商，並連續兩年入圍全球十大主題公園營運商。單計2018年，公司接待的遊客數量超過1,200萬人次。目前公司正營運10個主題樂園，包括6個海洋主題公司和2個綜合娛樂主題公園，均列入國家級A5或A4景區，遍布於大連、青島、重慶、成都、天津、武漢及煙台。除此以外，新增項目上海海昌海洋公園和三亞海昌夢幻海洋不夜城已於2018年11月及2019年1月開幕，鄭州海昌海洋公園仍在興建中。
- 公司業務分為公園營運及物業發展兩個部分，前者為主要收入來源，2018年度貢獻約97.5%總收入。

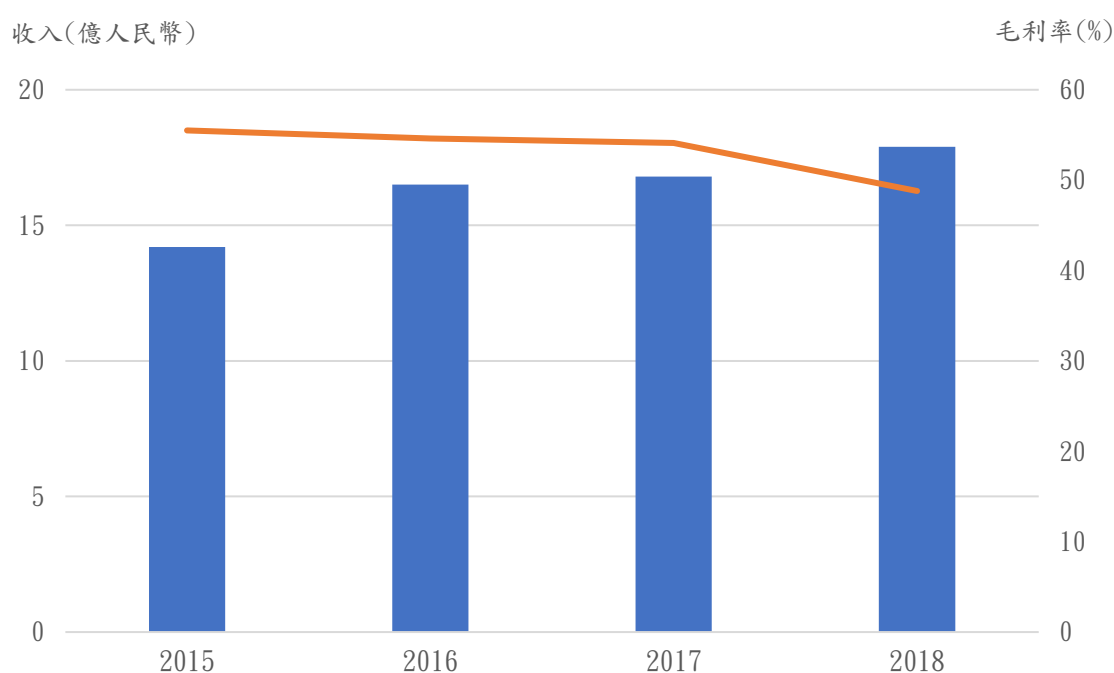
三亞海昌夢幻海洋不夜城俯瞰圖



圖片來源: 公司官方網頁

經營業績及近期發展

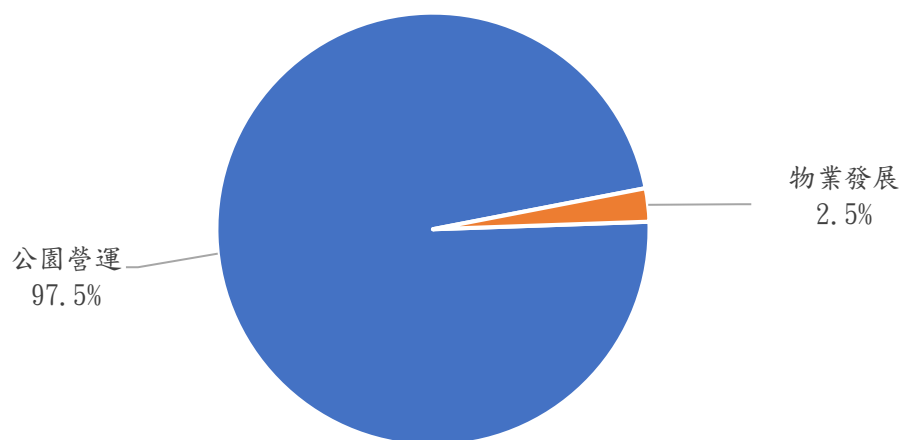
- 截至 2018 年 12 月底止之全年業績，收入按年上升 6.5% 至 17.9 億人民幣；公司擁有人應佔溢利則按年大跌 86.4% 至 4,000 萬人民幣。盈利大幅下滑主要是上海項目開園、三亞項目啟動試營運，帶來額外非經常性開辦費，令銷售及行政開支顯著增長，其中銷售開支佔收入比重由 2017 年的 8.5% 升至 12.2%；行政開支佔收入比重由 2017 年的 21.8% 升至 33.5%。同時，為兩個新項目開張提供融資，加大了財務成本支出，佔總收入比率按年增加 6.4 個百分點至 15.3%。整體毛利率同比下跌 5.3 個百分點至 48.8%，受累於上海項目營業初期，固定成本較高所致。



來源：公司年報，經鴻騰資本證券整理

- 承上文，公園營運為主要收入來源，期內該分部收入按年上升 7.9% 至 17.5 億人民幣，其中門票收入按年上升 7.9% 至 12.7 億人民幣；非門票收入則為 4.7 億人民幣，同比增加 8.5%。
- 公司於 6 月初公布，入股於「新三板」掛牌的博濤文化(NEEQ:832013)，持有一成股權。雙方訂立戰略合作協議，將在 IP 創作、開發及授權、多媒體遊樂項目開發以及大型程控巡遊演藝機械研發等方面進行合作，預期合作事宜有利豐富主題公園的產品組合以及加速在輕資產業務投放。博濤文化為中國高科技文旅項目整體解決方案提供商，獲中國文化部認定為「國家文化出口重點企業」。

FY18 收益分布



人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018
公園營運	1,295,788	1,429,114	1,617,204	1,745,729
物業發展	121,039	220,596	63,017	44,428
總數	1,416,827	1,649,710	1,680,221	1,790,157

來源：公司通告，經鴻鵬資本證券整理

成本結構

人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018
銷售及推廣費用	117,181	119,709	142,420	218,610
行政費用	269,591	314,079	367,034	599,584
其他費用	45,546	14,051	6,793	5,729
財務成本	154,172	145,570	149,065	273,496

來源：公司通告，經鴻鵬資本證券整理

前景

- 展望今年，兩個大型新項目有全年度貢獻。隨著上海海昌海洋公園已營運一段時間，公司於第二季開始將門票價格正常化，配合營業時間延長和園區內設施全面開放，將提升門票與非門票收入貢獻。管理層預期上海項目今年入園人數將達到 400 萬人次。至於今年始開幕的三亞海昌夢幻海洋不夜城為集文化旅遊、休閒度假、娛樂、商業於一體的沉浸式海洋文娛綜合體。有別於以往的營運模式，取消門票制，並且 24 小時開放。通過區內豐富的娛樂項目、劇場、餐飲群等吸引消費者重覆消費。
- 另一方面，為提升人均客單消費，公司積極將存量項目進行升級，引入新設

施，例如武漢海昌極地海洋公園新增海洋萌寵世界，提供少兒科普互動體驗、重慶項目加入溫泉產品，以提升顧客在樂園內的體驗。

- 中長線發展方面，公司逐步投向輕資產模式，包括管理、技術輸出、品牌授權、提升 IP 價值等。截至 2018 年底止，公司已簽約共 45 份合同，累計合同金額近 4 億人民幣。預期輕資產業務可以擴闊新收入來源外，亦可緩和和高負債帶來的財務壓力。

風險因素

- 新項目入場人次不似預期
- 存量項目新產品導入進度不似預期
- 國內經濟增長放緩，拖累對旅遊需求

投資建議

- 海昌海洋公園 2018 年新項目開幕和試營運，導致產生一些非經營開支和行政、銷售支出大增，拖累盈利受壓。由於新項目將有全年度收入貢獻和設施使用率增加，料整體盈利能力將會顯著復甦。現價為 2019 年度預測市盈率約 15 倍，遠低於過去 5 年平均水平，疊加即將進入暑假旅遊旺季，或為股價提供額外催化作用。

盈利預測

人民幣(百萬元)	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	1,790.0	3484.0	3986.0	5001.0
稅前溢利	195.9	529.2	841.2	800.7
淨利潤	39.6	326.8	487.8	525.3

來源：公司年報、彭博

同業比較

公司	編號	市值 (億港元)	股價年初至 今變化(%)	預測市盈率 (X)	預測股息率 (%)
海昌海洋公園	2255.HK	54.8	-13.4	14.8	0.0
大連聖亞	600593.SH	54.0	39.3	73.8	0.0
宋城演藝	300144.SZ	367.5	4.3	22.8	0.6
海洋世界娛樂	SEAS.US	192.0	32.2	20.9	0.0
六旗娛樂	SIX.US	334.7	-8.6	17.9	6.5
默林娛樂	MERL.LN	395.3	22.5	19.5	2.1

來源：彭博

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk