

分析师: 代薇 (8627) 65799539 daiwei@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120004

联系人: 赵蓓 (8627) 65799581 zhaobei@cjsc.com.cn

高成长铸造主题旅游旗舰

事件描述

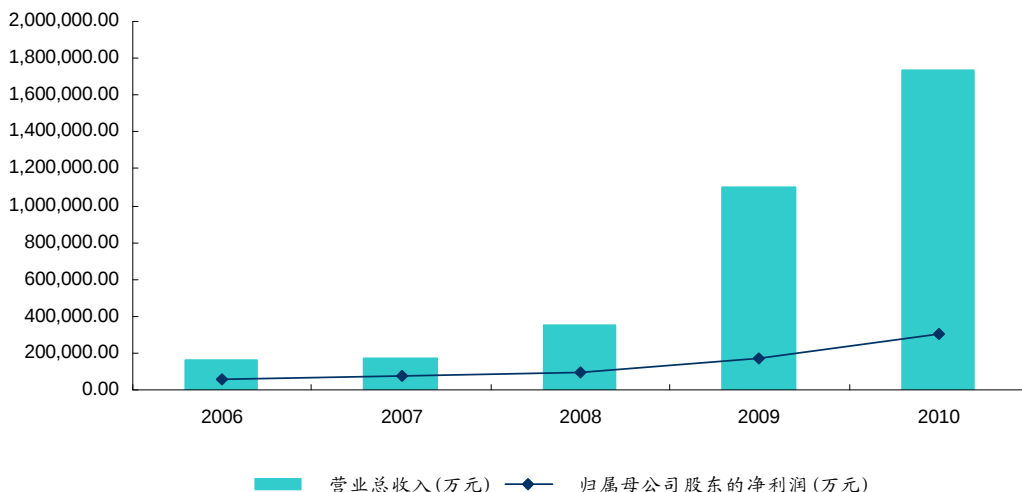
华侨城公布 2010 年年度报告

事件评论

- 公司 2010 年营业收入同比增长 58%，归属公司净利润同比增长 78%，EPS0.978 元。

公司年报显示，2010 年度实现营业收入 173.18 亿元，同比增长 58%。其中旅游综合收入 94.48 亿元，房地产收入 70.32 亿元，纸包装收入 7.58 亿元，归属公司净利润 30.39 亿元，同比增长 78%。近五年营业收入复合增长率 81.5%，归属公司净利润复合增长率 45%，公司保持多年高速增长的原因是坚持“旅游+地产”经营模式，不断在全国战略布局大规模综合性项目，放大规模效应。

图 1: 公司近五年营业收入及净利润增长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

- 旅游业务接待人数和房地产业务结算面积大幅增加是公司业绩增长的主要原因

公司 2010 年经营业绩大幅上涨的主要原因是由于旅游业务接待人数和房地产业务销售面积均有较大幅度增加，而纸包装行业收益于世界经济复苏，其收入也有所增加。公司 2010 年各大景区收入约 24.4 亿元，其中深圳、北京、成都、上海四大欢乐谷收入约 11.8 亿元，锦绣中华、世界之窗、东部华侨城等其他景区入园人数增幅较大，共实现营

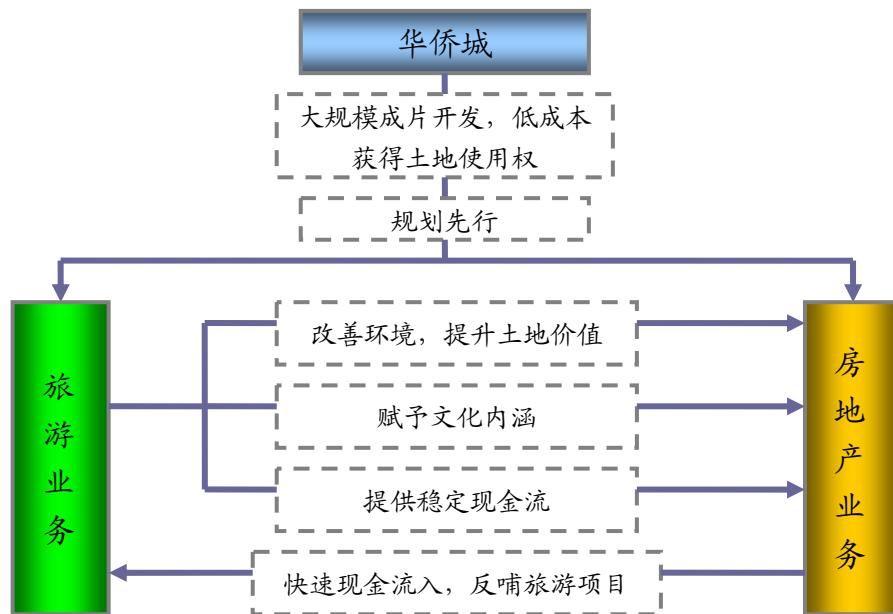
业收入约 12.6 亿元。公司全年接待游客总量约 2100 万人次，同比增长 17%，进一步巩固主题公园行业龙头地位。房地产业务同比增长 116%。

我们认为公司有以下看点：

（一）充裕的现金流保证公司拓展以旅游为核心的成片综合项目。

华侨城的核心业务是以主题公园为代表的文化旅游产业，主题公园这种产品一次性投入大，市场培育期长，营运成本高且投资回收慢，而已建成的主题公园的更新改造和新主题公园的建设都需要持续性的投入；房地产业务快速收益的特点正好解决了主题公园长期投资和短期收益之间的矛盾；“旅游+地产”模式确保公司螺旋上升式发展。

图 2：华侨城“旅游+地产”模式



资料来源：公司公告，长江证券研究部

（二）整合现有演艺资源，打造响亮演艺品牌

目前华侨城城区和分布于其他城市的华侨城景区，累计推出大型演出 43 台，演出近 5 万场次，接待观众近 7000 万人次。各大主题公园景区共有专业演职人员 2000 多名、千人以上大剧场 19 个，平均排一场节目可以演出 1500 场，产业链正在日益成熟。

表 1：华侨城各大景区演艺产品列表

所属景区	演出剧目	类型	备注
锦绣中华民俗村	《龙凤舞中华》大型民族特色演出		1 亿元打造中华民族文化特色演出，500 多名演员、1200 多套服装、55 分钟的演出
	《东方霓裳》	大型民族服饰舞蹈诗	第五届中国舞蹈“荷花奖”铜奖，120 名专业演员、350 套风格各异的民族服饰
	《金戈王朝》	大型马战实景历史剧	面积近 2 万平方米，耗资 1000 多万元
世界之窗	《跨世纪》	大型音乐舞蹈史诗	演出 2039 场、观众逾 600 万人次，获得 IAAPA 国际主题公园协会最高大奖——最佳优胜奖。
深圳欢乐谷	《千古风流》	大型音乐舞蹈史诗	耗资 1000 万元打造
	《欢乐无极》	大型当代都市剧	2000 万打造

北京欢乐谷	《金面王朝》	大型综艺晚会	第七届中国舞蹈“荷花奖”评选中获得评委会特别奖、实景类表演第一名，平均上座率 80%
东部华侨城	《天机》	大型亚洲顶级水秀	运用高科技硬件设施，500 m²超大 LED 屏幕，26 米高旋转吊塔、18 米深水下舞台、3000 平米多层次水景
	《天禅》	大型多媒体交响音画剧	第 16 届年度 THEA 奖评选中荣获“杰出成就奖”
	《天音梵乐》	大型编钟歌舞剧	演出运用瑟、埙、排箫、洞箫、横吹等古代乐器

资料来源：长江证券研究部

华侨城演艺产品一直以来都作为主题公园的附加消费品，游客购票进入主题公园可以免费观看高品质的剧场演出，没有单独产生经济价值。随着演艺资源的不断丰富，公司也逐步认识到演艺产品潜在的经济价值，目前正在加大力度整合旗下演艺资源，文化演艺将从主题公园的附加消费品变成核心产品，我们预测将为旅游业务增加营业收入 7 亿元。我们认为不排除公司未来将演艺产业单独分拆上市的可能性。

表 2：华侨城与宋城演艺数据比较

剧目数量	剧目所在地	剧目类型	全年观众人数	全年演出场次	座位数
宋城 1 个	浙江杭州	立体全景式大型歌舞	184.14 万人次	1331 场	约 2000 个
华侨城 19 个	深圳、北京、上海、成都	音乐舞蹈剧、当代都市剧、实景马战、水秀、民族舞蹈剧等	约 900 万	近 4000 场	约 20000 个

资料来源：长江证券研究部

（三）在建项目、规划中项目、潜在项目，拓展步伐仍在继续

目前在建大型项目包括综合开发项目武汉华侨城（2012 年 5 月 1 日开园），生态休闲旅游项目云南华侨城（2011 年部分运营）、青岛华侨城（2014 年青岛世园会后）等等，公司在全国项目布点的脚步从未停止过，在第一轮主题娱乐产品全国一线城市布点接近完成的时期，公司正在加紧对全国各地开发二、三线城市旅游产品的探讨和研究。

（四）动漫、传媒、数字娱乐，逐步延伸产业链条

公司除了把主题公园旅游产品向全国复制以外，也在加快传媒、动漫、网络游戏等产品的研发和产业进入，逐步打造形成文化产业“内容+渠道”的完整产业链。华侨城旗下所有主题公园均先后与央视、湖南卫视等多家媒体合作承办《新春嘉年华》、《中韩歌会》、《想挑战吗？》、《同一首歌》、《湖南卫视跨年演唱会》等多台大型演艺活动。华侨城 09 年出资 5498 万元受让江通动画股份有限公司 9.6% 的股份，将产业链条拓展到动漫产业，借鉴迪斯尼娱乐集团将迪斯尼动画卡通与主题公园融合经验，释放“乘数效应”。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	17318	22943	28812	38014	货币资金	5453	3784	5250	3801
营业成本	8472	10362	13213	19132	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	8846	12580	15598	18882	应收账款	442	596	748	987
% 营业收入	51.1%	54.8%	54.1%	49.7%	存货	19575	23147	29717	44709
营业税金及附加	2426	3214	4037	5326	预付账款	3220	3810	4891	7359
% 营业收入	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	740	987	1239	1635	流动资产合计	28836	31506	40805	57101
% 营业收入	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1257	1675	2103	2775	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	长期股权投资	864	864	864	864
财务费用	255	848	744	774	投资性房地产	1646	1646	1646	1646
% 营业收入	1.5%	3.7%	2.6%	2.0%	固定资产合计	12797	12035	11206	10287
资产减值损失	259	0	0	0	无形资产	2858	2715	2580	2451
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	750	750	750	750
投资收益	390	0	0	0	递延所得税资产	608	0	0	0
营业利润	4299	5857	7476	8373	其他非流动资产	180	2060	3940	5820
% 营业收入	24.8%	25.5%	25.9%	22.0%	资产总计	48538	51576	61791	78919
营业外收支	47	47	47	47	短期贷款	4616	0	0	1327
利润总额	4346	5904	7522	8420	应付款项	4241	5014	6437	9684
% 营业收入	25.1%	25.7%	26.1%	22.1%	预收账款	3523	4657	5849	7717
所得税费用	1017	1381	1760	1970	应付职工薪酬	276	329	422	635
净利润	3329	4522	5762	6449	应交税费	1148	1530	1930	2430
归属于母公司所有者					其他流动负债	6119	7465	9527	13862
的净利润	3039.5	4126.7	5258.0	5885.2	流动负债合计	19925	18995	24165	35654
少数股东损益	289	396	504	564	长期借款	13825	13825	13825	13825
EPS (元/股)	0.98	1.33	1.69	1.89	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	7	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	72	143	215	286
经营活动现金流净额	-5362	5043	3687	-439	负债合计	33828	32963	38204	49765
取得投资收益	259	0	0	0	归属于母公司	13216	16724	21193	26195
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	1494	1890	2394	2958
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	14710	18614	23587	29153
固定资产投资	-4009	-629	-688	-680	负债及股东权益	48538	51576	61791	78919
其他	869	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-3140	-629	-688	-680		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.978	1.328	1.692	1.894
股权融资	263	0	0	0	BVPS	4.25	5.38	6.82	8.43
银行贷款增加 (减少)	11641	-4616	0	1327	PE	14.46	10.65	8.36	7.47
筹资成本	889	-1467	-1533	-1657	PEG	0.59	0.43	0.34	0.30
其他	-1812	0	0	0	PB	3.32	2.63	2.07	1.68
筹资活动现金流净额	10981	-6082	-1533	-330	EV/EBITDA	9.60	6.55	5.32	5.08
现金净流量	2480	-1669	1467	-1449	ROE	23.0%	24.7%	24.8%	22.5%

分析师介绍

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。