

文化旅游旗舰续写成长日记

报告要点

- 华侨城集团公司成立 26 年来一直致力发展主题公园及相关文化旅游产业，公司大股东作为大型央企在大型旅游综合项目对外拓展中处于有利地位，同时主题公园行业具备较高的进入壁垒，而公司作为中国现代主题公园的开创者占据了明显的市场优势。开创的“旅游+地产”项目开发模式保证公司持续稳健发展。
- 未来全球主题公园市场的高速增长极在中国。目前全球主题公园市场规模约 300 亿美元，预计中国主题公园市场成长率为 7.1%，成长性高于全球其他地区。公司主题公园产品目前占据国内市场份额 19%，并且市场份额处于上升趋势，公司将分享国内市场规模扩张带来边际效应。
- 公司未来发展将以主题公园经营和项目拓展为核心，同时通过文化旅游相关产业链条的扩张来实现公司制定的旅游收入倍增计划。目前旅游业务重点工作是演艺资源的整合，致力将现全国最大的文化演艺团队打造成为一流的演艺品牌。
- 公司地产业务定位高端，依托旅游景区开发对土地价值的提升作用，能快速获取丰厚现金回报，反哺旅游项目开发扩张。目前公司权益储备 864 万平米，上半年地产销售情况超预期，预计下半年推出约 100 万平米销售计划，预计全年地产结算收入在 140 亿左右。
- 公司 NAV 估值 17 元，目前价位仅为 7.75，相对折价 54.7%，预计 2011~2013 年 EPS 为 0.64、0.84 和 1.09，对应 PE 分别为 12.1 倍、9.2 倍和 7.1 倍，我们维持“推荐”评级。

当前股价: 7.75
 可选消费行业评级 看好

公司基本数据 2011. 8. 10

总股本(万股)	559346
流通 A 股/B 股(万股)	234998/0
资产负债率	69.69%
每股净资产(元)	2.63
市盈率(当前)	14.26
市净率(当前)	2.95
12 个月内最高/最低价	16.00/7.11

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
 PB
 EV/EBITDA

PE
 PB
 EV/EBITDA

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	17318	19997	25713	32185
增长率(%)	58%	15%	29%	25%
归属母公司所有者净利润(百万元)	3039.5	3587.5	4680.1	6086.9
增长率(%)	78%	18%	30%	30%
每股收益(元)	0.543	0.641	0.837	1.088
净资产收益率(%)	23.0%	22.1%	23.1%	23.9%
每股经营现金流(元)	-1.73			
现金分红收益率(%)	0.8%			

分析师:

刘俊
 (8627) 65799532
 liujun@cjsc.com.cn
 执业证书编号: S0490510120002
 联系人:
 赵蓓
 (8627) 65799581
 zhaobei@cjsc.com.cn

正文目录

“优质生活的创想家”——华侨城	5
公司概况	5
旅游综合业务与房地产业务协同发展	6
世界版图上的全球第八大主题娱乐集团	6
全球主题公园产业规模巨大，发展稳健	6
未来主题公园市场高速增长点在中国	8
公司旅游产品具备国际知名度，品牌优势明显	11
迪斯尼给华侨城带来新的发展机遇	12
不可复制的核心竞争力	13
“旅游+地产”，不是“地产+旅游”	13
旅游产品不断优化升级，契合市场需求	14
延伸文化旅游产业链条，落实旅游收入倍增计划	17
主营业务分析	18
旅游业务作为核心业务具备全方位优势	18
地产高额回报反哺文化旅游	22
企业估值分析	25
投资建议	26
风险提示	26

图表目录

图 1: 公司子公司架构.....	5
图 2: 公司营业收入构成.....	6
图 3: 公司营业利润构成.....	6
图 4: 全球主题公园及娱乐场市场规模成长性	8
图 5: 全球主题公园年游客量构成.....	9
图 6: 全球主题公园数量构成)	9
图 7: 世界主要主题公园分布区市场增长趋势	9
图 8: 我国主题公园发展阶段.....	10
图 9: 我国主题公园市场盈亏结构图	11
图 10: 公司游客量占国内市场份额.....	12
图 11: 公司景区收入占国内市场份额	12
图 12: 公司近五年营业收入及增幅.....	12
图 13: 华侨城“旅游+地产”模式	14
图 14: 公司旅游核心产品	15
图 15: 公司旅游配套产品	16
图 16: 公司控股子公司持股比例	17
图 17: 公司各景区月度游客量（万人次）	18
图 18: 近五年国内生产总值)	19
图 19: 近五年我国城镇居民收入	19
图 20: 美国五大主题公园集团产品分布	19
图 21: 公司旅游景区全国分布图	20
图 22: 公司旅游景区年游客量增长.....	21
图 23: 公司旅游景区营业收入增长.....	21
图 24: 我国“四纵四横”高铁客运网	22
图 25: 迪斯尼地产项目“庆典城”	23

表 1: 2010 年公司各主营业务情况.....	6
表 2: 全球主题公园类型（按规模）	7
表 3: 全球主要主题公园分布	8
表 4: 各地区主题公园市场估值	10
表 5: 全球主题娱乐集团排名	11
表 6: 公司 2006 年经营财报摘要.....	13
表 7: 华侨城与迪斯尼产品差异化.....	13
表 8: 公司旗下主题公园分类	15
表 9: 公司各景区演艺剧目列表	16
表 10: 华侨城与宋城演艺数据比较	17
表 11: 公司旗下主题公园历年景区改造概况	20
表 12: 近三年公司各旅游景区营业收入	21
表 13: 公司各地产项目 2010 年结算面积（万平米）	23
表 14: 公司各地产项目预计收入（万元）	24
表 15: 公司各主题公园预计营业收入（万元）	25
表 16: 公司 NAV 估值	25
公司财务报表及指标预测	27

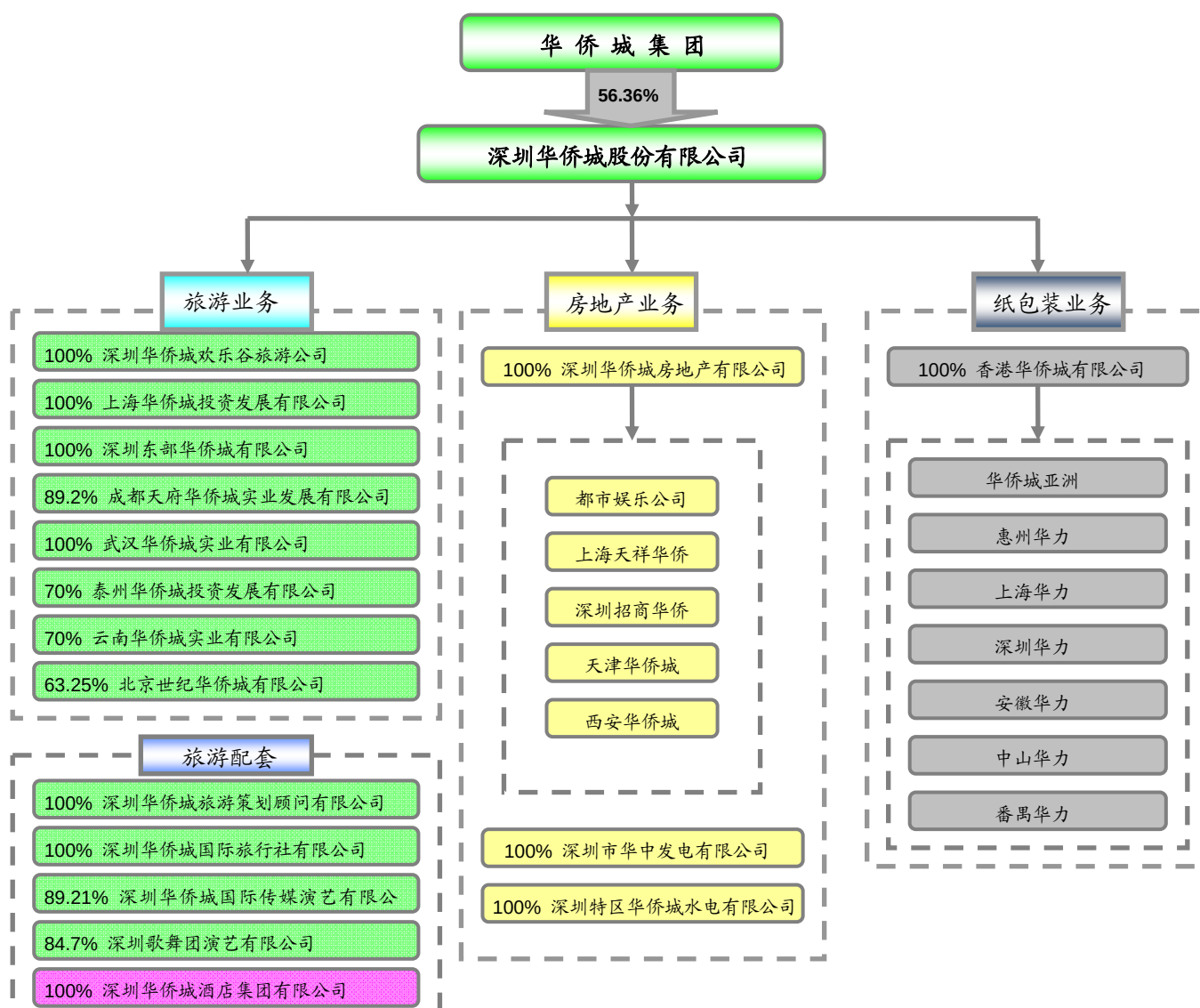
“优质生活的创想家”——华侨城

公司概况

深圳华侨城控股股份有限公司于1997年9月2日成立，由国务院国资委直属的华侨城集团公司独家发起募集设立，目前华侨城集团持有公司56.36%的股份。1997年9月10日，公司在深圳证券交易所挂牌上市。华侨城集团主营业务整体上市于2009年宣告完成。目前公司总资产485亿，净资产约147亿，总股本达55.93亿股。作为控股型集团公司，公司主要从事旅游及相关文化产业经营、房地产及酒店开发经营、纸包装和印刷等产业的投资经营。

截止2010年，公司投资的旅游景区累计接待游客已经达到1.7亿人次，2010年6月，公司正式更名为深圳华侨城股份有限公司。

图 1：公司子公司架构图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

“旅游+地产”协同发展

2010 年营业总收入 173.18 亿元，其中旅游综合收入 94.48 亿，房地产收入 70.32 亿，纸包装收入 7.58 亿，营业利润占总利润权重分别为 60.45%、38.16%和 1.39%。旅游综合业务和房地产业务作为公司的核心业务，二者为公司贡献 96%的营业收入和 99%的营业利润。

图 2：公司营业收入构成

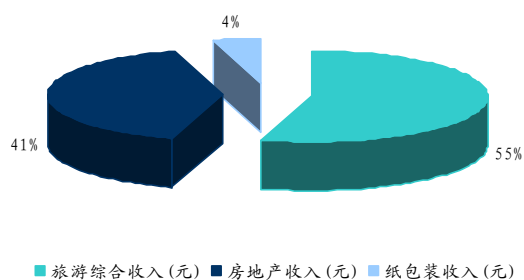
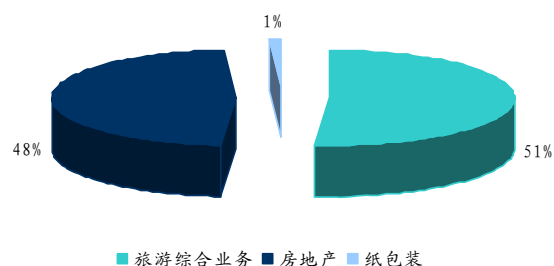


图 3：公司营业利润构成



资料来源：长江证券研究部

资料来源：长江证券研究部

旅游综合收入来自公司开发的大规模综合性项目，这些项目是以大体量主题旅游产品为核心并辅以高端地产、酒店、会议中心、高尔夫等配套服务设施，是以较低土地成本进入，通过打造高品质主题旅游产品以及合理的区域整体规划来营造优良生态环境，快速提升区位整体价值，再利用配套服务项目及地产项目来将区域价值提升所产生的“外部效应”内部化。

公司具备一定拿地优势，且房地产项目定位高端，近年公司房地产业务毛利率一直保持在 60%左右的较高水平。

表 1：2010 年公司各主营业务经营情况

2010 年	营业收入		营业成本		毛利率	
	营业收入	增幅	营业成本	增幅	毛利率	增幅
旅游综合收入	944,762.31	32.65%	493,892.67	21.24%	47.72%	4.92%
房地产收入	703,190.69	116.31%	285,175.04	109.19%	59.45%	1.39%
纸包装收入	75,756.67	25.38%	66,648.65	24.47%	12.02%	0.64%
小 计	1,723,709.67	57.03%	845,716.36	41.61%	50.94%	5.35%
内部相互抵消	0		0			
合 计	1,723,709.67	57.32%	845,716.36	43.16%	50.94%	4.85%

资料来源：长江证券研究部，公司公告

世界版图上的全球第八大主题公园集团。

全球主题公园产业规模巨大，发展稳健。

根据美国 NAPH（国家娱乐公园历史协会）的定义，主题公园（Theme Park）是指乘骑设施、吸引物、表演和建筑围绕一个或一组主题而建的娱乐公园（Amusement Park）。主题公园是相对于原赋旅游景区而言的一种新型旅游形态，其“人造”特征有别于以自然遗产为主体

的自然旅游景观和以文化遗产为主体的人文旅游景观。主题公园内一切活动围绕特定主题进行，一般具有一个或多个主题。

主题公园旅游产品特点：

- （1）投入高、规模大、收费高。为增强产品的吸引力、娱乐性和参与性，主题公园大都花费巨资，综合运用机械、建筑和声、光、电、计算机技术等现代高科技和数字化手段。
- （2）占地面积大。由于主题公园一般包括多个不同的主题景区，每个主题景区分布不同的游乐和表演设施，所以占地面积都比较大。此外，主题公园建成后不断创新的需求，也要求在建设初期就预留足够大的规划面积。
- （3）产品不断更新升级需要持续性的资金投入。为了保持主题公园持续的吸引力，需要在建成后不断投入资金更新和增添游乐设施，保证一定的游客回访率。

全球主题公园产品按年游客量规模可分为大型目的性公园、地区性主题公园、游乐场、小规模主题公园和教育性景点。华侨城旗下“欢乐谷”品牌系列主题公园在产品规模上归属于第二梯队，也就是“地区性主题公园”，在中国大陆地区属单体规模最大的主题公园。

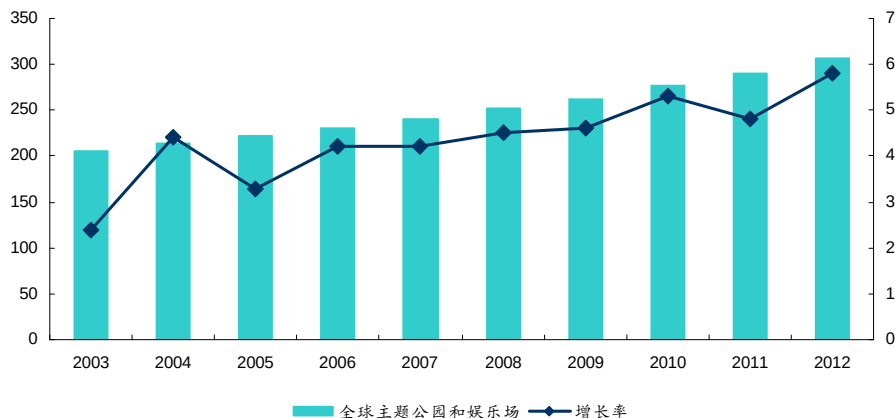
表 2：全球主题公园类型（按规模）

类型	特点	游客		主题		规模	
		年游客量	范围	特征	品牌	投资	项目
大型目的地公园		500 万人次以上	全国和国际市场	主题鲜明	有强大的品牌吸引力	10 亿美元	综合性休闲娱乐服务,有舒适的旅游住所
地区性主题公园		150 万人次—350 万人次	省内和邻近省份	一定主题和表演路线	有潜在的品牌	2 亿美元	以观赏性的静态景观为主
游乐园		100 万人次—200 万人次	所在城市	主题比较单一	品牌影响有限	8000 万—1 亿美元	提供机械类的参与性游乐项目
小规模主题公园		20 万人次—100 万人次	所在城区、有时可以到达整个城市	单一主题	基本没有品牌影响	300—8000 万美元	静态人造景观
教育性景点	该类别是近年来主题公园概念扩大的结果，即从传统的娱乐游览式公园扩展到营业性的科教文化项目也作为主题公园。这类公园为特定的教育和纪念目的服务，在运营上采用市场化运作的方式，在规模和项目的设定上依据公园建设的目的而定。如教育公园，科技馆等。						

资料来源：长江证券研究部，《国外主题公园经营模式分析及经验借鉴》

从历史统计数据来看，全球主题娱乐市场呈现稳步递增的趋势。普华永道《全球娱乐和媒体业展望 2008-2012》研究报告中指出，2007 年全球主题乐园市场实际规模约为 241 亿美元，预估市场以 4.5%的复合年平均成长率发展，到 2012 年市场规模达到 307 亿美元。

图 4：全球主题公园及娱乐场市场规模成长性



资料来源：长江证券研究部 《Global Entertainment and Media Outlook: 2008-2012》

中国主题公园市场成长性领先

行业发展指向产业集中化

主题公园产业的发展与地区经济水平密切相关。北美、欧洲和亚太地区是世界经济的三极，也正是主题公园的主要分布区。其中北美主题公园主要集中在五大主题公园集团手中，形成强势主题游乐品牌，欧洲主题公园较为分散，以西欧发达国家居多，南欧国家其次，而亚太地区作为新兴市场在近年迅速崛起，主要集中在日、韩、中三国以及部分东南亚国家。主题公园行业从行业历史和发展经验来看，将趋于大型主题娱乐集团之间的相互竞争，而以单个公园为产业的企业将被淘汰或者被收购。

表 3：全球主要主题公园分布

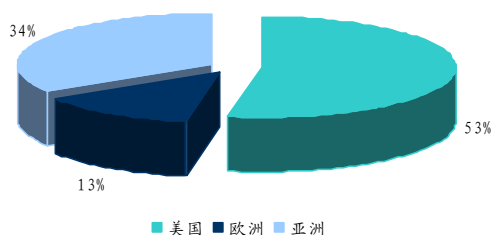
地区	主题公园
北美	迪士尼、环球影城、六旗、布希、雪杉会五大主题公园集团。
欧洲	英国有杜莎蜡像馆、乐高系列、艾顿塔、切斯顿探险世界、黑池欢乐海滩、索普公园；法国有巴黎迪士尼、阿斯特利斯游乐园、小人国以及未来世界等主题公园；德国有华纳电影城、鲁斯特的欧洲主题公园；西班牙萨鲁的冒险家乐园、丹麦哥本哈根的蒂沃利公园；意大利的加达云霄乐园。
亚太地区	除了迪士尼和环球影城，本土品牌有日本豪斯登堡、长岛温泉公园、富士急乐园，韩国爱宝乐园、乐天世界，中国华侨城旗下的锦绣中华、世界之窗、欢乐谷，香港海洋公园，印度尼西亚塔曼迷你印尼，印度爱索世界以及菲律宾魔法王国等。

资料来源：长江证券研究部，

亚洲主题公园市场具备潜力

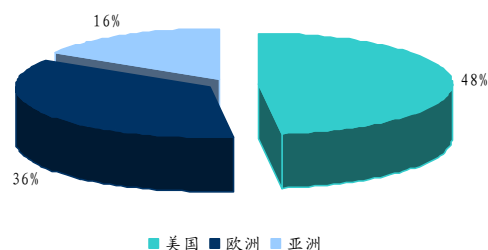
从全球主题公园市场来看，具有悠久主题公园发展历史和先进主题公园经营经验的美国独占鳌头，每年吸引的游客数量以及主题公园数量约占全球主题公园游客数量的一半，而亚洲凭借快速的经济崛起和巨大的人口基数在全球主题公园年游客量份额中占到 34%，但在主题公园数量上要亚洲要低于欧洲，只有 16%，原因在于亚洲单体公园接待游客量较欧洲主题公园要高，而欧洲主题公园市场更倾向于规模较小的精致型主题公园。

图 5：全球主题公园年游客量构成



资料来源：长江证券研究部

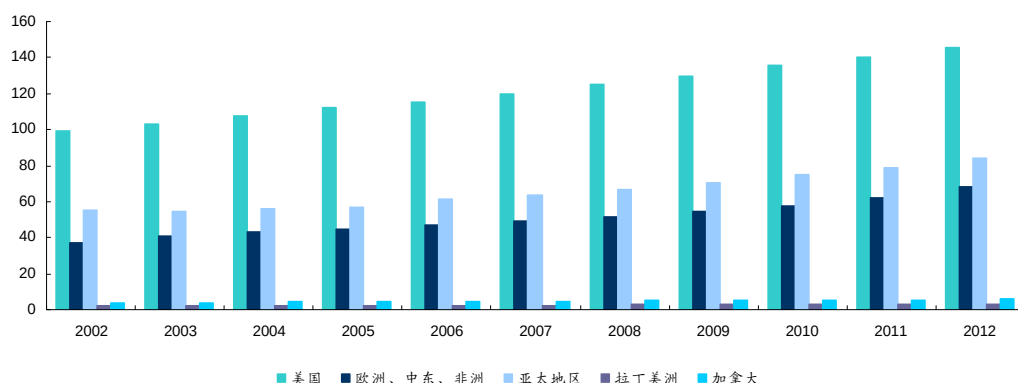
图 6：全球主题公园数量构成



资料来源：长江证券研究部

一直以来北美、欧洲和亚洲都保持着一致型的增长，其中美国成熟的市场保证了产业附加值稳步增长；而亚洲作为主题公园的新兴市场，已经成为当下全球主题公园市场速度最快的增长极，迪斯尼在上海的投资建园正说明了亚洲市场的潜力价值；欧洲地区及其他增长较为平稳。

图 7：世界主要主题公园分布区市场增长趋势



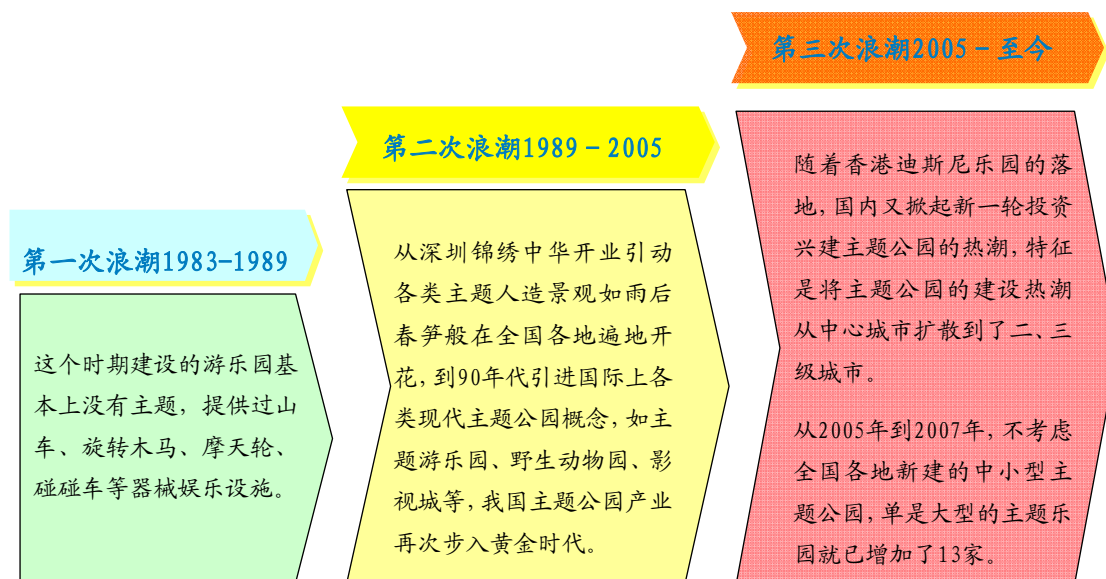
资料来源：长江证券研究部 《Global Entertainment and Media Outlook: 2008-2012》

中国大陆将是全球主题公园产业最具发展潜力市场

主题公园产品的市场认知度逐步提高

我国从八十年到开始逐渐出现游乐场，属于早期主题公园性质，发展到 90 年代出现了以华侨城锦绣中华为代表的现代主题公园，主题公园也逐步为人所熟知，经过 20 年的发展，我国主题公园市场更加稳定和成熟，随着香港迪斯尼的落成，标志着我国步入主题公园快速发展时期。

图 8：我国主题公园发展阶段



资料来源：长江证券研究部

目前，国内主题公园类型已经比较丰富。我们按主题公园内主要吸引物分类，可分为游乐类、景观类、温泉类、动物园类、水公园类、海洋馆类等；按主题分类，又可分为历史、科学、生态、影视、动物等类型。

对娱乐需求的激增将推动主题公园产业的快速增长

普华永道此前曾发布《2007-2011 年全球娱乐和媒体前瞻报告》，其中有关主题公园发展的预测认为：亚太地区将成为全球主题公园消费增长最快的地区，总消费将从 2006 年的 62 亿美元增长到 2011 年的 81 亿美元，年增幅为 5.5%，而游客总数也将从 2006 年的 2.44 亿人次增长到 2010 年的 2.83 亿人次，年增幅 3%。推动这一快速发展的主要动力是中国经济起飞所带动的当地人口可支配收入的激增，促使对娱乐的需求也将大为增加，而中国主题公园产业的逐步成熟也使得中国大陆成为全球主题公园产业最具发展潜力的市场。

表 4：各地区主题公园市场估值

	2005 年实际值	2010 年预估值	复合年均成长率
全球	221 亿美元	276 亿美元	4.50%
亚太地区	61 亿美元	82 亿美元	5.90%
中国大陆	13 亿美元	18 亿美元	7.10%
日本	35 亿美元	44 亿美元	4.90%
澳大利亚	1.47 亿美元	1.88 亿美元	5.00%

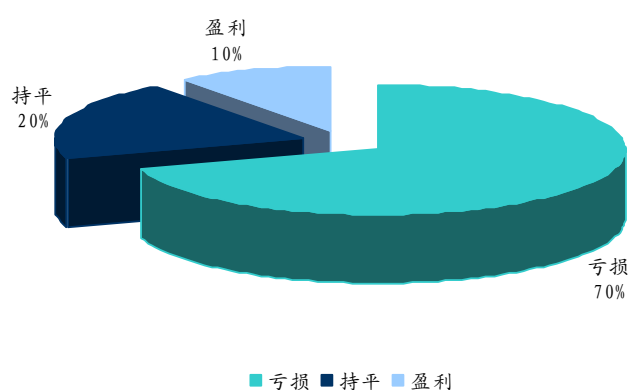
资料来源：长江证券研究部，

公司旅游产品已蜚声国际，品牌优势明显

行业属性导致行业进入门槛较高

我国的主题公园起步较晚，到上世纪 80 年代才有了雏形。目前我国主题公园主要分布在长江三角洲、珠江三角洲和北京三大区域，投资在 5000 万元人民币以上的主题公园大概有 300 家左右。但是我国的主题公园的经营状况并不理想。有专家指出，中国主题公园沉淀了大约 1500 亿元人民币的投资，其中 70% 处于亏损状态，20% 持平，只有 10% 左右盈利。

图 9：我国主题公园市场盈亏结构图



资料来源：长江证券研究部

全球主题乐园集团排名第八

在专业主题公园统计研究机构 TEA（主题娱乐协会）年出具的 2009 年度全球娱乐产业报告当中，经统计华侨城年游客量以 1580 万人次（2010 年为 2000 万人次）位列全球主题游乐集团排名第八位，亚洲第一位。为所有上榜娱乐集团中唯一一家亚洲企业。

表 5：全球主题娱乐集团排名

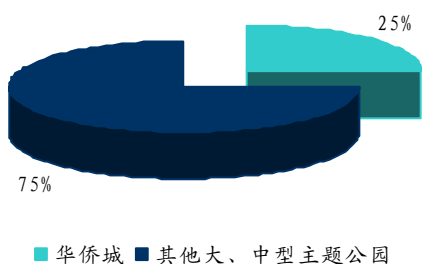
2009 年排名	主题公园连锁集团	2009 年	2008 年	增长率
1	沃尔特迪斯尼（美国）	119.1	118	0.93%
2	美林娱乐集团（英国）	38.5	35.2	9.37%
3	团圆娱乐集团（西班牙）	24.8	24.9	-0.40%
4	六旗公司（美国）	23.8	25.3	-5.93%
5	环球娱乐集团（美国）	23.7	25.7	-7.78%
6	布什娱乐集团（美国）	23.5	23	2.17%
7	雪衫会娱乐集团（美国）	21.1	22.7	-7.05%
8	中国华侨城（中国）	15.8	13.4	17.91%
9	阿尔卑斯娱乐集团（法国）	10	9.5	5.26%
10	贺森家庭娱乐集团（美国）	8.2		

资料来源：长江证券研究部，《TEA & AECOM 世界主题公园 2009 年度报告》、《TEA & REA 世界主题公园 2008 年度报告》

国内市场份额优势巩固行业龙头地位

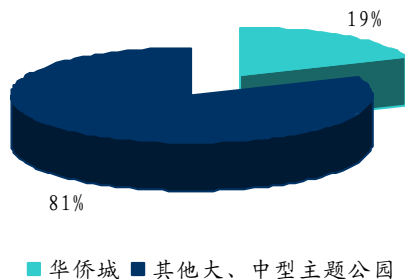
与市场规模比较，2010 年华侨城主题公园年经营收入达到 28 亿元，占国内市场份额约 18.7%。华侨城 2010 年完成年接待游客量 2000 万人次的目标，具我们判断到 2018 年公司接到年游客量 3000 万人次，从 2007 年到 2018 年的复合增长率为 7.5%。

图 10: 公司游客量占国内市场份额



资料来源：长江证券研究部

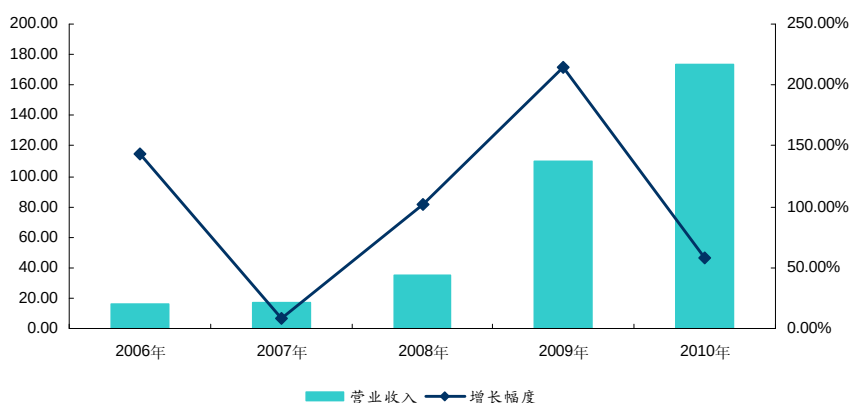
图 11: 公司景区收入占国内市场份额



资料来源：长江证券研究部

主题公园产业是高投入高产出的旅游部门，建设和经营的门槛较高，在激烈的市场竞争中，华侨城从建设中国真正意义上的第一个主题公园——锦绣中华开始，一直出于同行业领先地位，近几年的营业收入呈现高速增长态势。

图 12: 公司近五年营业收入及增幅



资料来源：长江证券研究部 公司公告

迪斯尼给华侨城带来新的发展机遇

2009 年 11 月 23 日，国家发改委在网站上发布“2009 年 10 月，经报请国务院同意，我委正式批复核准上海迪士尼乐园项目。”正式宣布迪斯尼迪斯尼进入中国。面对世界第一的主题乐园巨头，不免让人担忧华侨城未来的发展将会受到怎样的冲击。

首先，中国的主题娱乐市场规模庞大，一年有十几亿美元的规模，在良性的市场竞争环境下，华侨城完全可以和迪斯尼共同分享这块产业蛋糕。其次，迪斯尼的到来会引起中国主题旅游市场产生“鲶鱼效应”。从历史经验判断，在临近深圳的香港，2005 年底香港迪斯尼落成开业，2006 年华侨城旅游业务不仅没有受到影响，还在迪斯尼带动旅游行业的刺激之下实现了主营业务的大幅增长，营业收入增长 143.3%，净利润增长 34.86%。所以我们认为

迪斯尼进入中国大陆并不是挤占了华侨城现有市场，而是带来了一种良性竞争氛围，共同做大共享中国大陆甚至国际市场。

表 6： 公司 2006 年经营财报摘要

利润表摘要	2006 年报	2005 年报	增长幅度
营业总收入(元)	159,555.59	65,579.37	143.30%
营业利润(元)	73,691.27	50,672.49	45.43%
利润总额(元)	73,738.61	50,291.12	46.62%
净利润(元)	64,551.73	47,864.88	34.86%

资料来源：长江证券研究部，公司公告

最重要的是，华侨城与迪斯尼乐园的旅游产品存在差异性，两个不同的主题公园品牌所面向的整个旅游市场中的细分市场也不相同，带给游客的游乐体验类型也不相同，这就从根本上否定“迪斯尼挤占华侨城游客市场”的说法。

表 7： 华侨城与迪斯尼产品差异化

比较项目	华侨城	迪斯尼
所属国家	中国	美国
世界主题乐园集团排名	8	1
主题乐园创建时间	1989	1955
产业分布	中国大陆	美国、欧洲、亚洲
项目优势	熟悉中国大陆市场	国际品牌知名度
主要目标市场	15-35 的青年人群	家庭合家游
主要游乐类型	刺激性器械游乐	温馨家庭合家欢
涉足产业	主题公园、旅游地产、商业地产、高端度假、演艺、酒店经营、动漫、影视	主题公园、卡通、影视传媒、体育、网络数码、房地产、度假村
年营业收入	173 亿人民币	380 亿美元
净利润	33.29 亿元人民币	33.07 亿美元

资料来源：长江证券研究部，公司公告

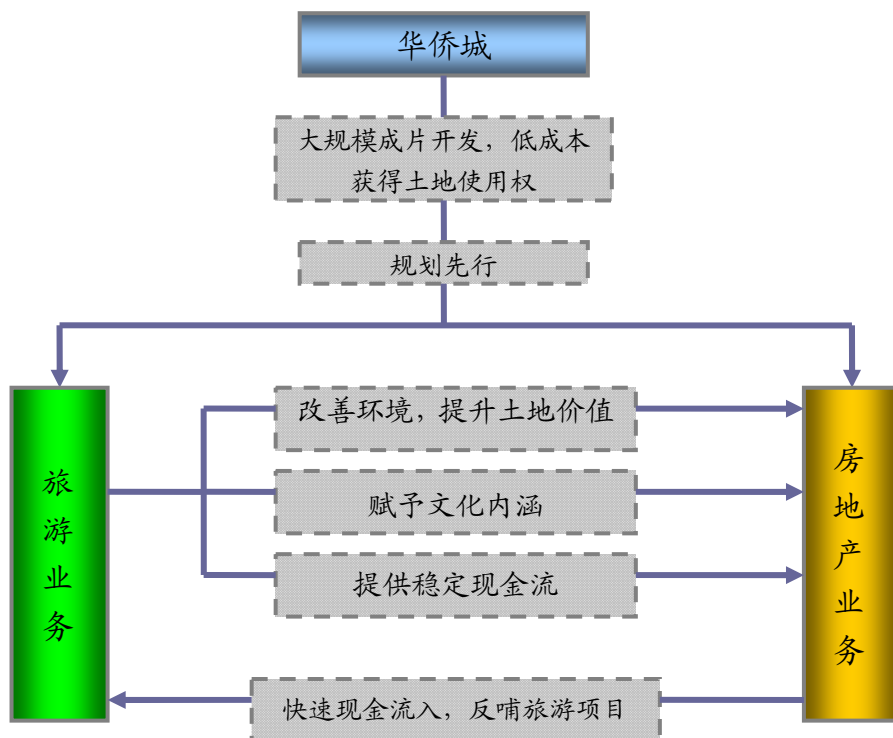
不可复制的核心竞争力

“旅游+地产”，不是“地产+旅游”

公司核心业务是以主题公园为代表的文化旅游产业，主题公园这种产品存在建设的一次性投入大，市场培育期长，营运成本高，投资回收慢的特点；而成熟的主题公园需要持续投入进行更新改造，以维持其产品吸引力。为解决主题公园长期投资和短期收益之间的矛盾，公司引入“旅游地产”，将房地产业务融入公司的文化旅游产业链中，并通过不断的实践，开创了一种文化旅游与关联产业系统整合的全新模式。

公司一方面通过文化旅游产业开发，营造良好环境和丰富区域文化内涵，并赋予房地产文化主题，提升其整体价值；另一方面，利用房地产快速盈利的特性进一步促进旅游业的发展和扩张，从而实现旅游业与房地产业相得益彰、良性互动之态势。

图 13：华侨城“旅游+地产”模式



资料来源：公司公告，长江证券研究部

旅游产品不断优化升级，契合市场需求

华侨城集团成立于 1985 年，4 年后中国第一个现代主题公园——锦绣中华正式对外开放，园区开业后的第一年便以接待游客超过 300 万人次、9 个月收回全部投资的业绩开启了我国主题公园行业全新时代。惊喜于“锦绣中华”的轰动，华侨城在仅隔一年后筹建“中国民俗文化村”，并于 1991 年正式营业，民俗村主题公园以民族民间艺术、民俗风情和民居建筑等特色元素同样取得巨大成功。而 1994 年开放的“世界之窗”更是让华侨城的主题公园产品声名远扬，进一步确立了中国文化旅游的旗帜地位。

市场随着中国旅游市场的发展也对旅游产品也提出更高要求。深圳欢乐谷 1998 年开业并取得经营上的巨大成功，也让公司确立的发展方向，在随后十年时间里华侨城陆续完成在北京、成都、上海、武汉（2012 年 5 月开放）复制建成四个欢乐谷，形成中国版图上东、西、南、北、中五点布局，形成中国最具影响力的主题公园品牌——“欢乐谷”品牌。

我国人均 GDP 水平早已步入 3000 美元阶段，标志着我国休闲旅游度假市场的逐步成熟，公司于 2007 年斥资 35 亿元、历时三年打造了世界级旅游度假目的地——东部华侨城，该项目以“让都市人回归自然”为开发宗旨，借助主题游乐开拓度假型旅游。随后开发云南华侨城项目、泰州华侨城项目亦以“生态旅游”为特色、借自身生态资源优势开发主题生态旅游综合项目，泰州温泉度假项目已于 2010 年开放，云南项目预计 2013 年开放。

表 8： 公司旗下主题公园分类

主题公园类型	项目	开业时间	年游客量（万人次）	核心竞争力
景观观赏型	锦绣中华	1989 年	130	微缩景观、大型演艺、节庆活动
	中国民俗文化村	1991 年		
	世界之窗	1994 年	273	
现代参与体验型	深圳欢乐谷	1998 年	282	游乐设备、文艺表演、主题文化、节庆活动
	北京欢乐谷	2006 年	244	
	成都欢乐谷	2009 年	242	
	上海欢乐谷	2009 年	190	
	武汉欢乐谷	2011 年	220	
主题生态休闲旅游型	东部华侨城	2007 年	350	生态观光、休闲体育、节庆活动、游乐设备、大型演艺、特色酒店
	云南华侨城	2013 年	200	

资料来源：长江证券研究部，公司公告

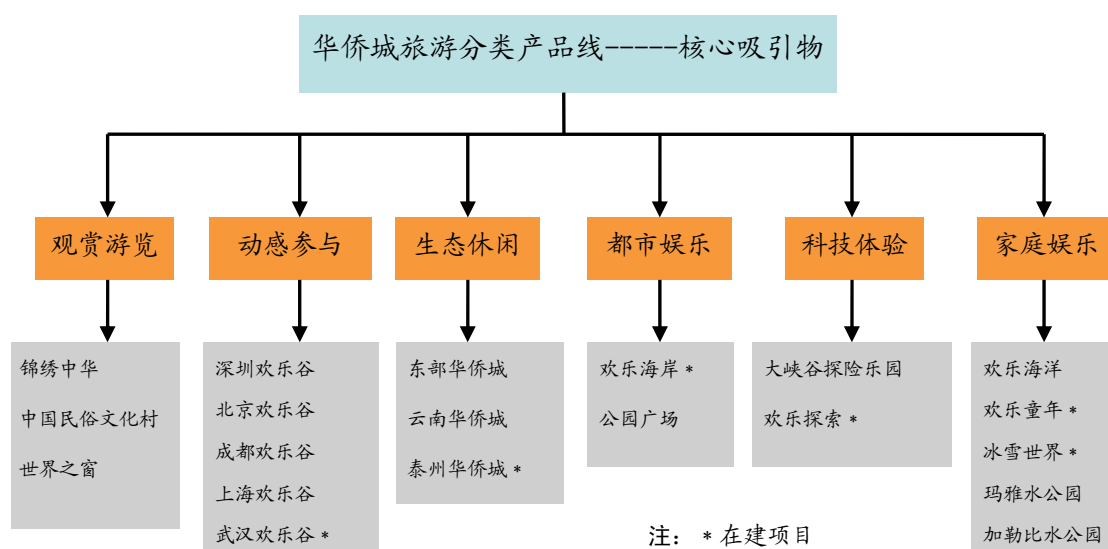
公司在旅游产业发展过程中，通过不断创新旅游产品来培植核心竞争力，经过 25 年发展，形成了以锦绣中华、深圳世界之窗为代表的景观观赏型主题公园；以“欢乐谷”连锁为代表的现代参与体验型主题公园；以深圳东部华侨城为代表的主题生态休闲旅游度假区三种类型的旅游产品形态，实现了从单一主题公园产品到综合配套旅游社区，再到旅游产业集群、旅游景区连锁经营的层级式发展，开创了一条以主题公园为核心的旅游产业化发展道路。

延伸文化旅游产业链条，落实旅游收入倍增计划

用文化做旅游，赋予旅游产品丰富内涵，培育相关文化产业。

公司旅游项目在全国布局，不仅将以器械游乐类为主的国内主题公园第一品牌“欢乐谷”在全国多个城市复制成功，还拥有观赏型、运动型、温泉度假型、综合生态旅游目的型等各种不同类型的主题公园。

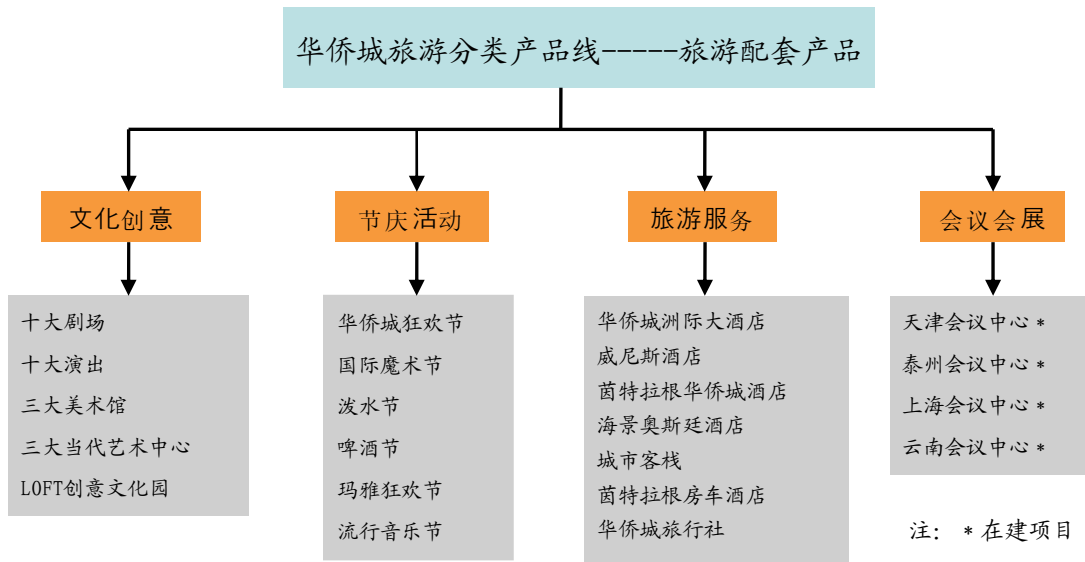
图 14： 公司旅游核心产品



资料来源：长江证券研究部

公司发展文化旅游，必然要求除了核心旅游项目，还要配套丰富的文化产业。文化创意类产品可以提升旅游产业内涵价值，节庆活动类产品可以保持旅游产业的吸引力，旅游服务类产品可以方便游客并扩大收入来源，会议会展类产品可以吸纳商务游客拓展客源市场。

图 15：公司旅游配套产品



资料来源：长江证券研究部

探索关联产业，搭建全新演艺及传媒平台

公司自我定位为一个文化娱乐产品的制造商和提供商，发展文化产业是企业必然的选择，文化的因素在公司现有的各产业领域有着天然的联系。

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 9：公司各景区演艺剧目列表

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
北京欢乐谷	《欢乐无极》	大型当代都市剧	2000 万打造
东部华侨城	《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%
	《天机》	大型亚洲顶级水秀	运用高科技硬件设施，500 m ² 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，公司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 10：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（万人次）	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	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	近 4000 场	约 20000 个

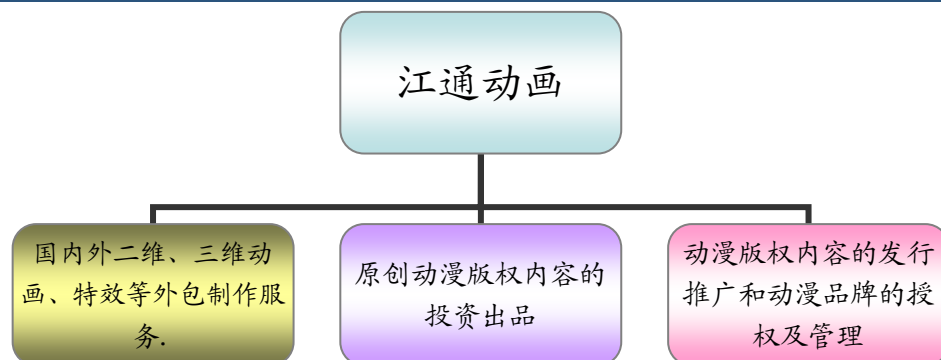
资料来源：长江证券研究部

除了演艺产业，公司还涉足影视电视媒体和网络媒体，最早于 2002 年参与制作的 25 集电视剧连续剧《绝对权力》，之后又陆续发行《幸福陷阱》、《食人鱼事件》多部电视剧作品。

涉足动漫产业，巩固文化旅游核心竞争力

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，正式将产业链条拓展到动漫产业。江通动画年制作量近万分钟，制作的动画片总时长已超过 2 万分钟，并拥有 5 个动画系列的版权资源，总资产逾亿。根据这些动画片中的人物和场景，江通动画还创建了目前亚洲规模最大的儿童软件乐园——“嘟嘟乐园”。2005 年春节，江通动画的原创片《天上掉下个猪八戒》在央视播出，创下 4.17% 的高收视率，成为国家广电总局推荐的首部优秀国产动画片之一。目前，国家及动画产业基地江通动画工业园项目正在建设中。

图 16：公司控股子公司持股比例



资料来源：公司公告，长江证券研究部

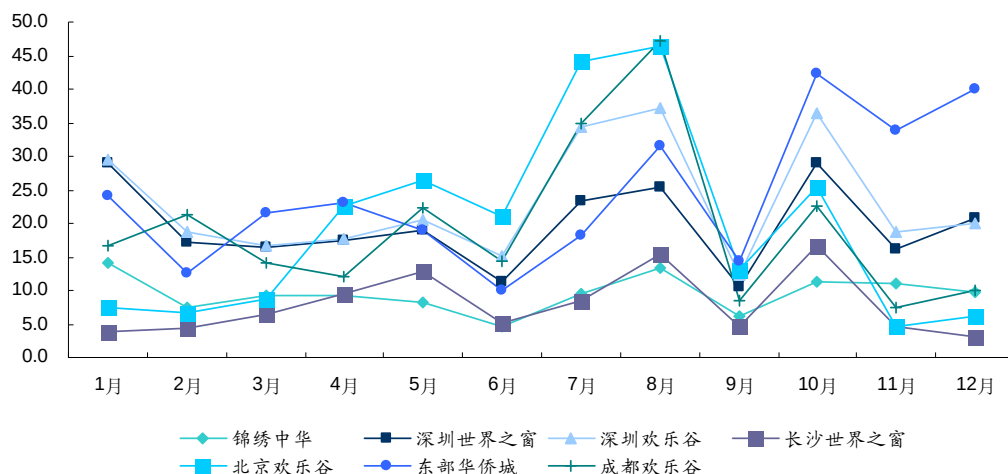
我国有超过 3.5 亿的青少年动漫读者和观众，是全球最大的动漫目标消费市场，发展潜力巨大。在国家政策的大力扶持下和地方政府的推动下，预计未来几年我国动漫产业将迎来黄金发展时期。华侨城参股江通动画，不仅可以分享动漫企业快速成长的收益，还可以效仿迪斯尼的成功模式，将通过各大电视媒体深入人心的动漫卡通形象引入到现有的主题公园景区，形成强势主题文化的品牌效应，提升主题公园娱乐品质，增长旅游业务收益；同时，针对青少年群体，园区卡通主题的形象产品也可以获得更好的销售收益。

增加室内游乐区域有效提升淡季经营业绩

目前公司各主题公园景区经营情况呈现明显的淡旺季区分，每年的 5 至 10 月份为公司各景

区游客人数的高峰月份，而在 11 月至次年 4 月份的淡季月份经营较为低迷，位于中北部的景区表现尤为突出。北京欢乐谷在暑期高峰月份接待游客量约 45 万人次，而游客量最少的 11 月份只有约 5 万人次的游客量，造成淡季经营低迷的原因主要是气候寒冷和景区游乐项目大多处于室外两方面因素。

图 17：公司各景区月度游客量（万人次）



资料来源：长江证券研究部

公司正在通过景区改造工程增加景区室内游乐项目，通过景区经营策划增加游客室内游乐时间。北京欢乐谷二、三期，上海欢乐谷二期，成都欢乐谷二期以及计划 2012 年 5 月开业的武汉欢乐谷都兼顾区位气候因素而增加了大量室内游乐项目。

公司主题公园景区有别于传统风景区，由于主题公园项目地点一般位于城市城区以内或近郊，所以游客弹性较大。景区淡旺季游客量差距明显，以北京欢乐谷为例，7、8 月份游客量高峰期与冬季 11~3 月份游客量差距达到 40 万人次，若解决景区淡季经营问题，将至少提升景区经营收入 18%~27%（不考虑其他因素）。

主营业务分析

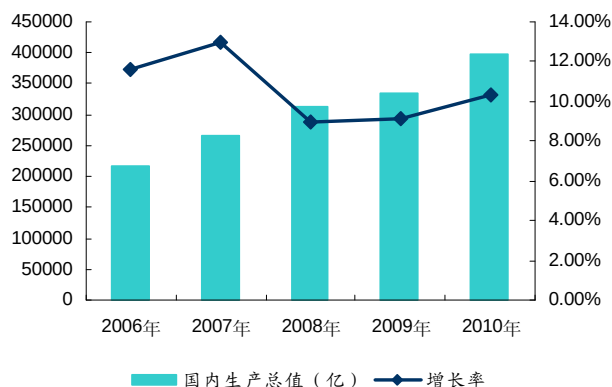
旅游业务作为核心业务具备全方位优势

旅游项目是公司“旅游+地产”经营模式的核心业务，公司自 1989 年建成中国第一个现代主题公园——锦绣中华至今已建成主题公园 9 座，形成固定资产沉淀近 100 亿元。目前武汉欢乐谷正在加紧建设当中，将于 2012 年 5 月 1 日开业。云南华侨城、青岛华侨城尚在规划当中，3~5 年内开业迎宾。其他远景项目尚在接洽中。

我国人口规模巨大，经济持续高速增长，市场潜力不断释放

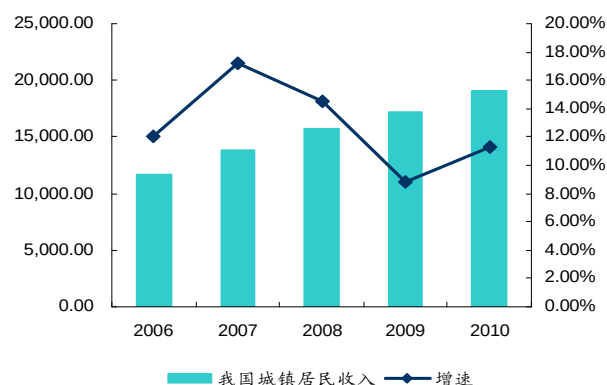
我国具有规模较大的人口基数，这是公司旅游产品所面对的基础客源，而旅游行业是与宏观经济形势密切相关的行业，随着我国经济形势的回暖和居民个人消费支出的增长，旅游行业将从中直接受益。公司旅游产品位于消费支出弹性较高的一、二线城市，我们认为公司旅游产品将在经济复苏环境中进一步释放价值。

图 18：近五年国内生产总值



资料来源：长江证券研究部

图 19：近五年我国城镇居民收入

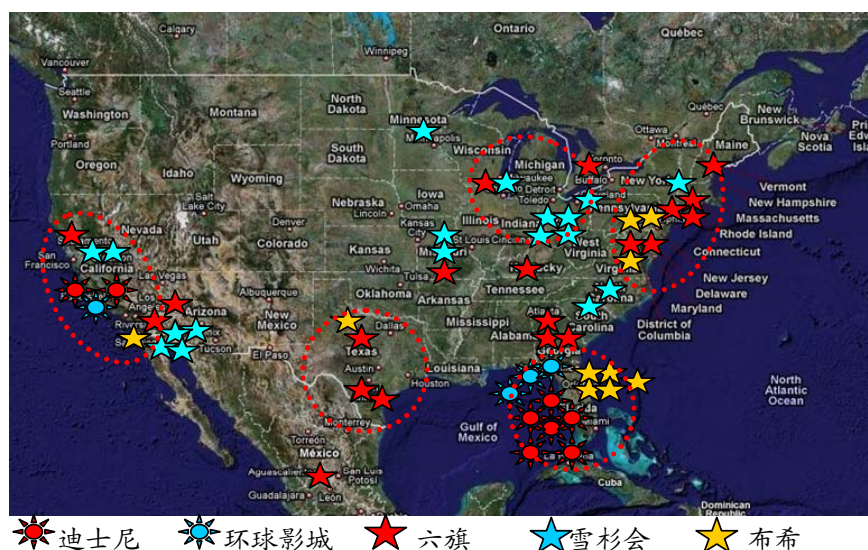


资料来源：长江证券研究部

区位优势保证产品市场价值最大化和经营风险最小化

主题公园通常需要庞大的消费群来支撑其运营与发展，美国五大集团的主题公园布局主要参考的客观因素是人口布局因素和气候因素。美国五大集团（迪士尼、NBC 环球、六旗、雪杉会、布希娱乐）旗下 57 家境内公园，有 47 家即 82%分布在五大人口密集区。其中，在气候宜人的佛州和加州就达到 27 家，占到公园总数的近一半。可见，投资和发展大中型主题公园，气候和人口是作为第一指标来评估的。

图 20：美国五大主题公园集团产品分布



资料来源：长江证券研究部

华侨城景区外旅游项目在选址上借鉴国际大型主题公园集团成功经验，优先选择人口密集、消费能力较强的一、二线城市，在项目区位上锁定最有价值的都市娱乐游客市场。从华侨城扩展旅游项目在全国投资选址来看，均选择区域经济优势明显、旅游资源充足，或极具发展潜力的区域。

图 21: 公司旅游景区全国分布图



资料来源: 长江证券研究部

高频率更新换代旅游产品, 刷新游客体验

迪斯尼主题公园多年一直是惯用“三三制”, 即每年都要淘汰 1/3 的硬件设备, 新建 1/3 的新概念项目, 每年补充更新娱乐内容和设施, 不断给游客新鲜感。华侨城借鉴成熟的迪斯尼模式, 每年都会现有主题公园进行局部改造升级, 不断更新游客的旅游体验。

目前, 北京欢乐谷二期和成都欢乐谷二期改造工程正在同时进行中, 深圳欢乐谷五期已于 2010 年底对外开放, 上海欢乐谷二期改造正在计划中, 预计 2012 年改造完成并对外开放, 其中上海欢乐谷和成都欢乐谷都是 2009 刚落成的项目, 华侨城旗下“欢乐谷”平均 2~3 年就进行一次大规模设备更新或开放一个全新娱乐区, 确保欢乐谷产品的市场吸引力。

表 11: 公司旗下主题公园历年景区改造概况

改造项目	开放时间	占地	改造更新内容
深圳欢乐谷二期	2002 年	18 万平米	金矿镇、香格里拉森林、飓风湾和阳光海岸四个主题区。
深圳欢乐谷三期	2005 年	5 万平米	欢乐时光主题区
深圳欢乐谷四期	2008 年	4 万平米	魔幻城堡区
深圳欢乐谷五期	2010 年	5 万平米	香格里拉区·雪域
北京欢乐谷二期	2010 年	5 万平米	室内游乐区
北京欢乐谷三期	预计 2012	40 万平米	欢乐时光区
成都欢乐谷二期	预计 2011	5 万平米	欢乐时光区
上海二期	预计 2012	30 万平米	超级水公园

资料来源: 长江证券研究部

主题旅游核心产品领先行业水平, 收益逐年稳步攀升

2010 年, 华侨城 9 大景区全年共接待游客量约 2000 万人次 (其中景区接待约 1830 人次), 人均消费 125 元, 纯主题旅游景区业务全年收入约为 28.19 亿元, 净利润约 6.3 亿元。

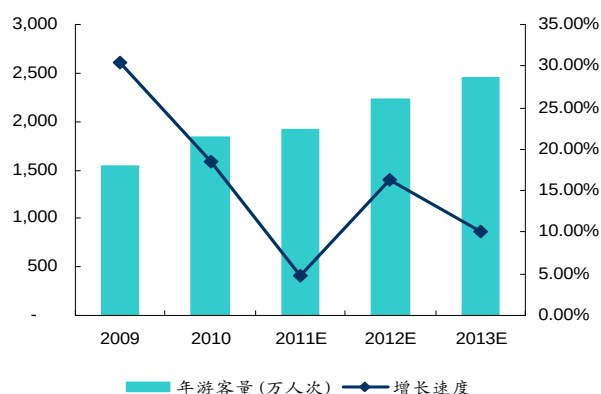
随着 2011、2012 年北京、上海、成都三个区外欢乐谷二期以及深圳欢乐谷五期的改造项目推进，在保持旅游项目对游客的吸引力的前提下进一步挖掘市场潜力，再加上 2011 年将部分开业的云南华侨城和 2012 年 5 月份开业的武汉欢乐谷，我们预计公司旅游业务 11~13 年分别实现营业收入 34 亿、43 亿、49 亿。

表 12：近三年公司各旅游景区营业收入

	2008	2009	2010
深圳锦绣中华民俗村	15,762	13,038	14,933
世界之窗	29,298	27,085	31,673
长沙世界之窗	7,357	7,884	9,668
深圳欢乐谷	37,276	31,931	39,877
北京欢乐谷	24,684	28,776	36,252
上海欢乐谷		11,104	44,950
成都欢乐谷		20,934	33,239
武汉欢乐谷			
深圳东部华侨城	29,716	52,869	66,277
泰州、云南			5,000
合计	144,093	193,621	281,869

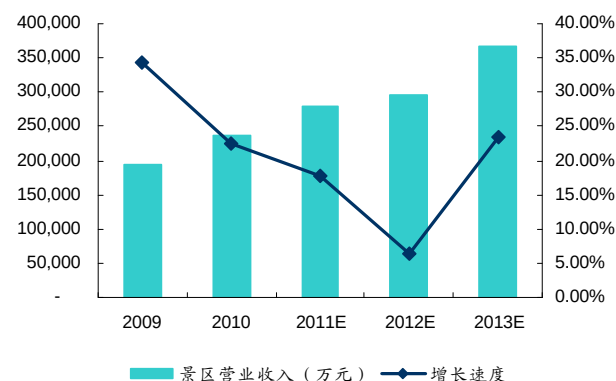
资料来源：长江证券研究部

图 22：公司旅游景区年游客量增长



资料来源：长江证券研究部

图 23：公司旅游景区营业收入增长

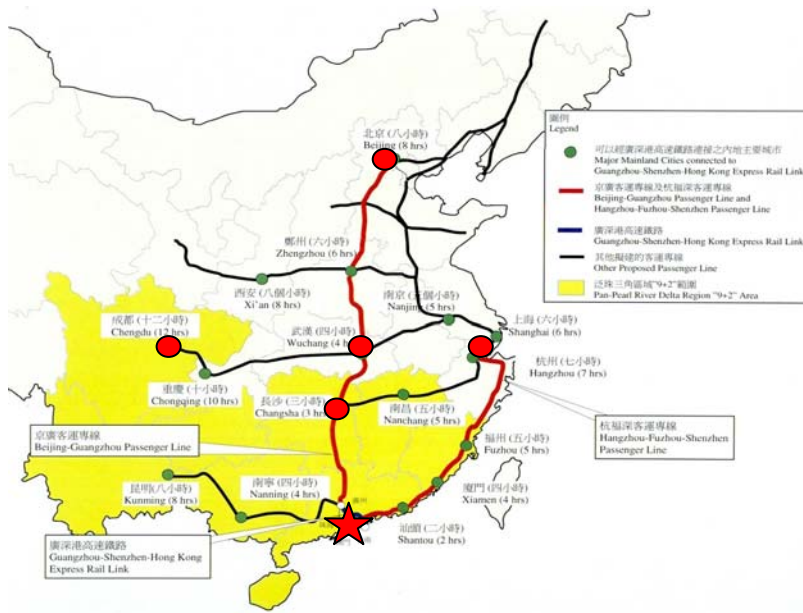


资料来源：长江证券研究部

高铁时代带来发展机遇

随着《中长期铁路网规划》的逐步实现，全国“四纵四横”高铁客运网络将在 10 年内铺设完成，届时位于整个高铁网络各线路上的公司各个旅游景区将极大受益。高铁项目的逐步完善极大提升公司各旅游景区通达性，使得主题公园由本地性客源市场扩大为区域性客源市场，并串联公司全国旅游景区形成联动效应，以品牌锁定国内主题公园市场。

图 24: 我国“四纵四横”高铁客运网



资料来源: 长江证券研究部

房地产业务，高额回报反哺文化旅游。

迪斯尼外部效应内部化的启示

在迪斯尼每个主题公园附近都有面积较之主题公园都大过数倍的商业开发和住宅项目。世界规模最大，年游客量之最的主题公园“迪斯尼世界”，其商业和地产综合区 Downtown Disney Area 有着连片的酒店、度假村、SPA、高尔夫俱乐部、商场等房产组合，这些资产不仅带来经营利润，而更重要的是资本增值。

除了经营娱乐配套的房产，迪斯尼还直接投资房地产。紧邻“迪斯尼世界”的“庆典城” (celebration town) 住宅区就是迪斯尼最亮眼的地产项目。“庆典城”总占地面积达到了 27.7 平方公里，相当于 5 个上海世博园的规模，目前该小镇居住人口 1.1 万。迪士尼庆典城强调了公园、步行道以及居民与商业空间的结合，由八个部分组成，包括东村、西村、北村、南村、庆典村、Evelyn 湖、Roseville 角和 Artisan 公园。城内的 downtown 是整个社区的活动中心，设有银行、邮局、市镇大厅，而大多数民居与中心的距离在一英里之内，具备多元化的设计，有维多利亚式、地中海式、法国式及海岸风情等多种风格，从平房到大型独立式洋房共七种大小的款式，聚集在庆典城中，仿佛浓缩了世界各地的民居建筑风格。

图 25: 迪斯尼地产项目“庆典城”



资料来源：公司公告，长江证券研究部

地方政府优惠政策带来双赢局面

华侨城主题公园建成运营可以形成强大的社会效应，对于一个城市的形象提升起到重要作用，而一个大型主题公园的入驻对区域经济所产生的“乘数效应”也是各地方政府非常渴望的。所以华侨城城区外旅游综合项目开发的土地使用权大多通过与地方政府的协商方式来得，低成本的土地使用确保项目巨大利润空间。

以 2012 年 5 月即将开业的武汉华侨城为例，项目坐落于在国家 4A 级名胜风景区武汉东湖风景区核心区域，3167 亩土地以 43 亿元价格转让，每亩单价仅 136 万元，楼面地价为 2136 元/平方米，临近武汉华侨城的高档住宅小区“东湖天下”二手房均价已经突破 1.4 万元/平米，若开盘销售每平米可赚取 1.2 万元。

储备充足，定位高端，利润前景广阔

华侨城地产项目以高档住宅区为主，项目分布于上海、深圳、北京、天津、成都、泰州、昆明、武汉和西安。2010 年度结算面积约为 53.22 万平米。截止 2011 年初共有权益可售面积 864.1 万平米，我们预计 2011-2013 年实现地产收入约 142 亿元、187 亿元、241 亿元。

表 13: 公司各地产项目 2010 年结算面积（万平米）

城市	项目名称	权益	可结算面积	计划竣工时间	2010 结算面积
深圳	纯水岸-低密/多层/ 高层	100%	16.00	Dec-13	75,000
深圳	天鹅堡-高层	100%	16.00	Dec-13	
深圳	燕晗花园-多层	100%	16.00	Dec-13	-
深圳	锦绣花园-高层	100%	4.24	Dec-11	-
深圳	侨城馨苑-高层	100%	2.64	Dec-10	
深圳	香山里花园-高层	100%	14.40	Dec-12	
深圳	招华曦城-低密	50%	11.58	Oct-12	50,000
深圳	招华曦城-商业	50%	3.50	Oct-12	
深圳	东部华侨城天麓-低密	100%	7.49	Dec-10	15,000
上海	浦江华侨城-低密/ 小高层	86%	55.00	Dec-13	120,000
上海	浦江华侨城-商业	86%	30.80	Dec-14	-

上海	合利坊-高层	100%	12.85	Jan-10	-
上海	苏河湾项目-住宅	100%	16.00	Dec-13	-
上海	苏河湾项目-商业(酒店)	100%	5.60	Dec-13	-
泰州	泰州华侨城-低密	70%	22.40	Dec-13	22400
泰州	泰州华侨城-商业	70%	3.50	Dec-13	-
北京	欢乐嘉园-高层	63%	11.16	Dec-11	74,839
天津	天津华侨城-住宅	100%	96.00	Dec-15	-
天津	天津华侨城-商业	100%	70.00	Dec-15	-
成都	纯水岸-低密/多层/高层	89%	84.00	Dec-13	175,000
成都	纯水岸-商业	89%	35.00	Dec-13	-
昆明	云南华侨城-低密	70%	48.00	Dec-17	-
昆明	云南华侨城-商业	70%	39.22	Dec-17	-
武汉	武汉华侨城-低密/高层	100%	111.20	Dec-15	-
武汉	武汉华侨城-商业	100%	21.70	Dec-15	-
西安	西安华侨城-低密	100%	16.00	Dec-13	-
开发类项目合计			770.28		532,239

资料来源：长江证券研究部

表 14：公司各地产项目预计收入（万元）

项目名称	区域	权益	预计竣工 时间	2011 年结算 收入	2012 年结算 收入	2013 年结 算收入
纯水岸	深圳	100%	Dec-13	286200	280500	110000
天鹅堡	深圳	100%	Dec-13	205000	215000	309600
燕晗花园	深圳	100%	Dec-13	0	70000	175000
锦绣花园	深圳	100%	Dec-11	0	90210	74090
侨城馨苑	深圳	100%	Dec-10	36800	45900	0
香山里花园	深圳	100%	Dec-12	87000	102000	136000
东部华侨城天麓	深圳	100%	Dec-10	119808	127296	135000
浦江华侨城	上海	86%	Dec-13	180000	207000	250000
浦江华侨城商业部分	上海	86%	Dec-14	77000	0	100000
合利坊	上海	100%	Jan-10	135000	159000	265000
苏河湾项目	上海	100%	Dec-13	0	135000	135000
苏河湾项目商业部分	上海	100%	Dec-13	0	0	0
泰州华侨城	泰州	70%	Dec-13	36960	60000	84000
泰州华侨城商业部分	泰州	70%	Dec-13	0	0	30000
欢乐嘉园	北京	63%	Dec-11	40000	57500	45080
天津华侨城	天津	100%	Dec-15	0	48000	84000
天津华侨城商业部分	天津	100%	Dec-15	0	0	0
纯水岸	成都	89%	Dec-13	105000	120000	156000
纯水岸商业部分	成都	89%	Dec-13	0	0	0
云南华侨城	昆明	70%	Dec-17	64000	90000	108000
云南华侨城商业部分	昆明	70%	Dec-17	0	0	60000
武汉华侨城	武汉	100%	Dec-15	0	0	90000
武汉华侨城商业部分	武汉	100%	Dec-15	0	0	0
西安华侨城	西安	100%	Dec-13	45000	60000	66000
总和				1417768	1867406	2412770

资料来源：长江证券研究部

企业估值分析

我们认为公司未来将继续以旅游业务为核心业务，以大规模综合性开发为拓展模式，多元化开展商业、地产、酒店、度假等项目快速提升土地价值，再通过旅游和地产两大业务获取收益。我们预计 2011-2013 年公司将取得收入 200.86 亿元、258.21 亿元和 323.09 亿元，对应 EPS 为 0.64 元、0.84 元和 1.09 元。

旅游业务估值假设：

- 主题公园在正常时期人均消费年增幅为 5%
- 从 2012 年开始每三年调价一次，考虑到公司景区游客由旅行团团队游客和散客组成，调价年份较上年人均消费增长 12%。
- 正常时期主题公园游客人数以每年 10% 增长。
- 公司主题乐园在未来 10 年将继续扩张，预计从 2014 年开始每三年开放一家新的主题公园，新主题公园开放第一年游客量约 150~220 万人次。

表 15：公司各主题公园预计营业收入（万元）

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
深圳锦绣中华民俗村	16,464	18,670	20,583	22,693	26,687	29,423	32,438	38,148	42,058	46,369
世界之窗	34,919	39,599	43,658	48,132	56,604	62,406	68,802	80,911	89,205	98,348
长沙世界之窗	10,659	11,752	12,956	14,284	16,798	18,520	20,418	24,012	26,473	29,187
深圳欢乐谷	46,096	56,790	65,593	75,760	93,336	107,803	124,513	153,399	177,176	204,639
北京欢乐谷	51,450	63,386	73,211	84,559	104,177	120,324	138,974	171,216	197,755	228,407
上海欢乐谷	55,440	68,302	78,889	91,117	112,256	129,655	149,752	184,494	213,091	246,120
成都欢乐谷	28,205	34,749	40,135	46,356	57,110	65,962	76,186	93,862	108,410	125,214
武汉欢乐谷		16,500	20,790	24,012	29,583	34,169	39,465	48,621	56,157	64,861
深圳东部华侨城	89,424	105,163	115,942	127,826	150,323	165,731	182,719	214,877	236,902	261,185
泰州、云南	15,000	18,000	19,800	21,780	23,958	26,354	28,989	31,888	35,077	38,585
新增主题公园				12,000	20,160	23,285	46,675	57,504	63,398	69,897
合计	347,657	432,910	491,557	568,519	690,992	783,632	908,932	1,098,933	1,245,703	1,412,810

资料来源：长江证券研究部

表 16：公司 NAV 估值

项目名称	区域	区域	权益	2011 年初未结 算面积	预计竣工 时间	净权益增 加值
纯水岸	深圳	珠三角	100%	12.5	13-Dec	32.28
天鹅堡	深圳	珠三角	100%	20	13-Dec	32.66
燕晗花园	深圳	珠三角	100%	20	13-Dec	22.53
锦绣花园	深圳	珠三角	100%	5.3	11-Dec	5.38
侨城馨苑	深圳	珠三角	100%	3.3	10-Dec	2.63
香山里花园	深圳	珠三角	100%	18	12-Dec	25.21
招华曦城	深圳	珠三角	50%	9.48	12-Oct	9.87
招华曦城商业部分	深圳	珠三角	50%	5	12-Oct	2.3
东部华侨城天麓	深圳	珠三角	100%	7.86	10-Dec	41.92
浦江华侨城	上海	长三角	86%	56.75	13-Dec	43.73
浦江华侨城商业部分	上海	长三角	86%	44	14-Dec	36.72
合利坊	上海	长三角	100%	16.06	10-Jan	26.26

苏河湾项目	上海	长三角	100%	20	13-Dec	55.46
苏河湾项目商业部分	上海	长三角	100%	8	13-Dec	34.63
泰州华侨城	泰州	长三角	70%	25.76	13-Dec	5.11
泰州华侨城商业部分	泰州	长三角	70%	5	13-Dec	2.11
欢乐嘉园	北京	环渤海	63%	6.46	11-Dec	4.1
天津华侨城	天津	环渤海	100%	120	15-Dec	22.13
天津华侨城商业部分	天津	环渤海	100%	100	15-Dec	31.32
纯水岸	成都	其它	89%	87.5	13-Dec	15.82
纯水岸商业部分	成都	其它	89%	50	13-Dec	13.11
云南华侨城	昆明	其它	70%	60	17-Dec	27.31
云南华侨城商业部分	昆明	其它	70%	56.03	17-Dec	23.9
武汉华侨城	武汉	其它	100%	139	15-Dec	51.97
武汉华侨城商业部分	武汉	其它	100%	31	15-Dec	15.04
西安华侨城	西安	其它	100%	20	13-Dec	9.43
地产业务净权益增加值合计				592.91		
旅游业务				362.75		
NAV				955.66		
股本（亿股）				55.93		
每股 NAV				17.09		

资料来源：长江证券研究部

投资建议

全球经济在金融危机之后开始逐步复苏，而受次影响较大旅游业将迎来新一轮增长，而我国在国家层面上已提出将旅游业培育成“国民经济的战略性支柱产业”，旅游行业地位显著得到提升。华侨城凭借 22 年丰富的主题公园开发和经营经验，已经成为国内主题公园市场标杆，公司凭借“华侨城旅游”品牌效应不断整合优势资源、扩展产业链条，并通过大规模成片开发模式不断获取低成本且优质资源，通过旅游和地产相辅相成、取长补短，必将进一步放大“乘数效应”。

未来三年，陆续将有武汉、天津、云南等多个区外大型综合项目的落成，又将实现经营收入和净利润的增长。我们给予公司 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别 0.64 元、0.84 元和 1.09 元的盈利预测。对应未来三年 PE 分别为 12.1 倍、9.2 倍和 7.1 倍，远低于目前旅游行业平均水平。公司目前对应 NAV 为 17.09，截止 2011 年 8 月 10 日公司股价为 7.75 元，对 NAV 折价 54.7%。我们维持“推荐”评级。

风险提示

- 公司属于旅游行业，受天气因素和大型流行性疾病影响较大。
- 公司又属旅游行业中的主题乐园行业，其旅游产品包括多种刺激性器械娱乐设施，所以会受设备突发事件影响。
- 公司地产业务受调控政策影响。

公司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	19997	25713	32185	货币资金	5453	7772	12367	17977
营业成本	8472	9705	12311	15132	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	8846	10292	13403	17054	应收账款	442	519	667	835
% 营业收入	51.1%	51.5%	52.1%	53.0%	存货	19575	19466	23866	29112
营业税金及附加	2426	2600	3600	4506	预付账款	3220	3787	4643	5664
% 营业收入	14.0%	13.0%	14.0%	14.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	740	860	1106	1384	流动资产合计	28836	31698	41726	53803
% 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	1460	1877	2350	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	287	171	153	投资性房地产	1646	1646	1646	1646
% 营业收入	1.5%	1.4%	0.7%	0.5%	固定资产合计	12797	12006	11149	10179
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	5086	6649	8661	其他非流动资产	180	180	180	180
% 营业收入	24.8%	25.4%	25.9%	26.9%	资产总计	48538	49860	58895	69873
营业外收支	47	47	47	47	短期贷款	4616	0	0	0
利润总额	4346	5132	6695	8708	应付款项	4241	4984	6110	7453
% 营业收入	25.1%	25.7%	26.0%	27.1%	预收账款	3523	4059	5220	6534
所得税费用	1017	1201	1567	2038	应付职工薪酬	276	327	401	489
净利润	3329	3931	5129	6670	应交税费	1148	1266	1720	2179
归属于母公司所有者					其他流动负债	6119	7172	8899	10928
的净利润	3039.5	3587.5	4680.1	6086.9	流动负债合计	19925	17808	22350	27582
少数股东损益	289	344	449	583	长期借款	13825	13825	13825	13825
EPS（元/股）	0.54	0.64	0.84	1.09	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	72	72	72
经营活动现金流净额	-5362	8307	6059	7309	负债合计	33828	31704	36246	41479
取得投资收益	259	0	0	0	归属于母公司	13216	16265	20243	25417
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	1838	2287	2870
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	14710	18104	22530	28288
固定资产投资	-4009	-600	-657	-622	负债及股东权益	48538	49807	58776	69766
其他	869	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-3140	-600	-657	-622		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.543	0.641	0.837	1.088
股权融资	263	0	0	0	BVPS	4.25	5.23	3.62	4.54
银行贷款增加（减少）	11641	-4616	0	0	PE	14.96	12.68	9.72	7.47
筹资成本	889	-826	-873	-1066	PEG	0.57	0.49	0.37	0.29
其他	-1812	0	0	0	PB	1.91	1.55	2.25	1.79
筹资活动现金流净额	10981	-5441	-873	-1066	EV/EBITDA	9.86	7.46	5.54	3.92
现金净流量	2480	2266	4529	5621	ROE	23.0%	22.1%	23.1%	23.9%

资料来源：长江证券研究部

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。