

分析师： 刘俊 (8627) 65799532 liujun@cjsc.com.cn
联系人： 赵蓓 (8627) 65799581 zhaobei@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120002

联手国际主题娱乐巨头逐步实现旅游收入倍增计划

事件描述

2011 年 9 月 8 日，华侨城发布公告，9 月 7 日公司与日本环球影城有限公司签署谅解备忘录，其主要内容为：

- 拟建上海合资公司旨在结合公司与日本环球双方专长，全面提升上海华侨城项目运营管理能力。
- 日本环球拟通过投资成为上海合资公司股东，其持股比例不超过上海合资公司注册资本总额的 49%。日本环球具体投资金额及持股比例以最终签署的正式协议为准。
- 若双方未能在 2012 年 2 月 1 日，或共同商定的另一日期（简称“限期”）前签署正式协议，本谅解备忘录应于限期届满终止。

事件评论

国际主题娱乐巨头助推旅游收入倍增计划

2011 年 9 月 7 日，公司与日本环球影城有限公司（Universal Studios Japan Co., Ltd）签署谅解备忘录，双方将探讨公司全资子公司上海华侨城与 USJ 成立合资公司事宜。

此次与日本环球影城有限公司签署谅解备忘录，印证了我们前期对公司应引入战略投资者、借鉴国际成熟经验来开发主题公园项目，并借此强化自身开发和经营能力从而实现旅游倍增计划的判断，同时，公司旗下的产品在与相当规模的国际一流主题公园，在经营上还有巨大的提升空间，这也正是公司提出旅游收入倍增计划的理论基础。

表 1：上海欢乐谷与大阪环球影城经营数据对比

	上海欢乐谷	大阪环球影城
占地面积	一期 60 公顷	54 公顷
年游客量（万人次）	约 220	约 814
单人票价（人民币）	200 元	约 510 元
营业收入（人民币）	约 3.5 亿元	约 44 亿元
开业时间	2009 年 8 月 16 日	2001 年 3 月 31 日
主题区	阳光港、欢乐时光、飓风湾、金矿镇、蚂蚁王 国、上海滩、香格里拉七个主题区	纽约区、好莱坞区、旧金山、侏罗纪公园、亲善村、史努比摄影棚、西部区、水世界、泻湖九大区

资料来源：长江证券研究部

强强联手打造更具竞争力的本土主题娱乐品牌

公司与全球排名三甲的环球娱乐集团合作，可谓强强联手。从旅游倍增计划的提出至今，公司一直致力于产业链条的打造以及文化演艺资源的整合，而未在主题公园项目的开发和经营上实现实质性进展，面对国际大型主题公园集团迪斯尼的直接竞争，公司为了提升自身品牌经营能力和进一步发挥本土优势，唯有引进国外先进的主题公园开发管理经营，才能保持行业领先地位，抵抗愈加激烈的市场竞争，保证持续稳定的旅游收入增长。

表 2：2010 年全球娱乐集团排行榜

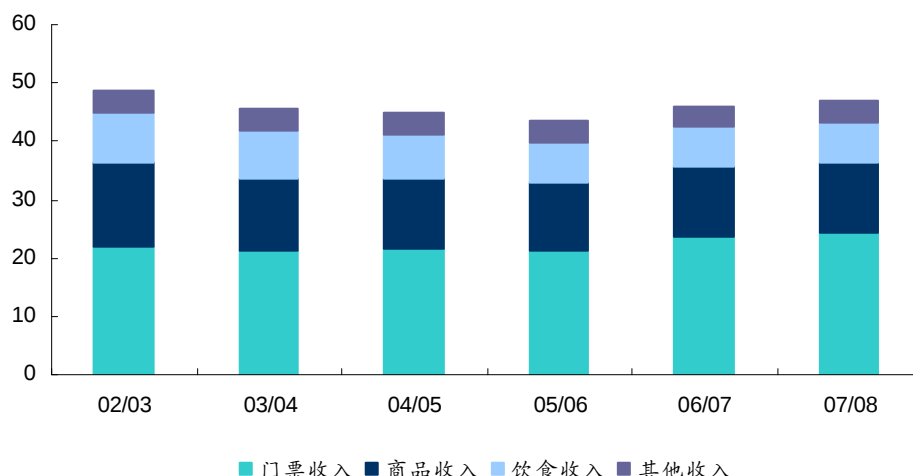
2010 年排名	主题公园连锁集团	2010 年	2009 年	增长率
1	沃尔特迪斯尼（美国）	120.6	119.1	1.3%
2	美林娱乐集团（英国）	41.0	38.5	6.5%
3	环球娱乐集团（美国）	26.3	23.7	11.0%
4	团圆娱乐集团（西班牙）	25.8	24.8	4.0%
5	六旗公司（美国）	24.3	23.8	2.1%
6	雪衫会娱乐集团（美国）	22.8	21.1	8.1%
7	布什娱乐集团（美国）	22.4	21.4	4.9%
8	中国华侨城（中国）	19.3	15.8	22.2%
9	贺森家庭娱乐集团（美国）	9.6	—	新上榜
10	阿尔卑斯娱乐集团（法国）	9.0	9.9	-9.1%

资料来源：长江证券研究部、《2010 The Global Attractions Attendance Report》

亟待园区经营多元化发展，尚存广阔人均消费提升空间

公司目前主题公园经营收入中大约90%来自于门票，只有5%来自于商品销售和5%来自于餐饮消费，从国际成熟经验来看，公司主题公园产品消费结构非常不合理，游客附加消费尚存巨大空间。若能借鉴大阪环球先进的经营模式，获得合作方技术支持，即可在园区经营模式上有所突破，实现园区经营多元化，快速提升游客人均消费水平。

图 1：日本大阪环球收入构成（亿元人民币）



资料来源：Wind，长江证券研究部

预计合作细节不久将出台，看好双方合作前景，维持“推荐”评级

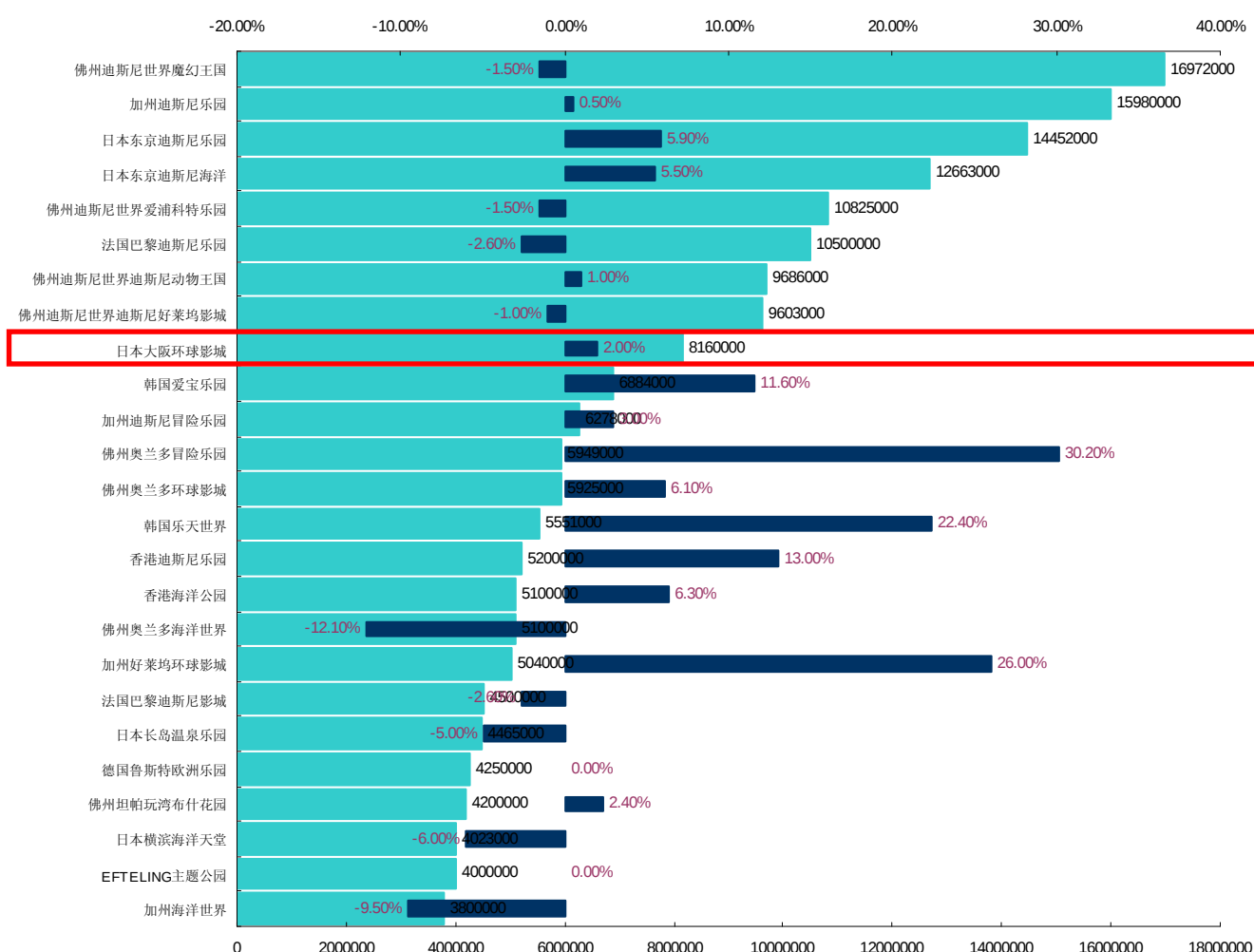
目前双方尚处于合作初期，此次发布的公告仅为备忘录性质，没有涉及双方合作方式等具体内容，我们判断不久将会

公布进一步合作具体事宜。一个是国际一流主题娱乐集团，一个是亚洲本土主题公园龙头，双方将以上海欢乐谷项目为平台进行合作，未来不排除在上海项目合作成功的基础上进一步向全国范围扩展。随着旅游收入倍增计划的逐步落实，旅游业务的收入在公司主营业务中的比重逐步提升，公司估值将向旅游行业偏移，同时我们非常看好此次与日本环球影城合作前景，继续维持华侨城“推荐”评级。

附注

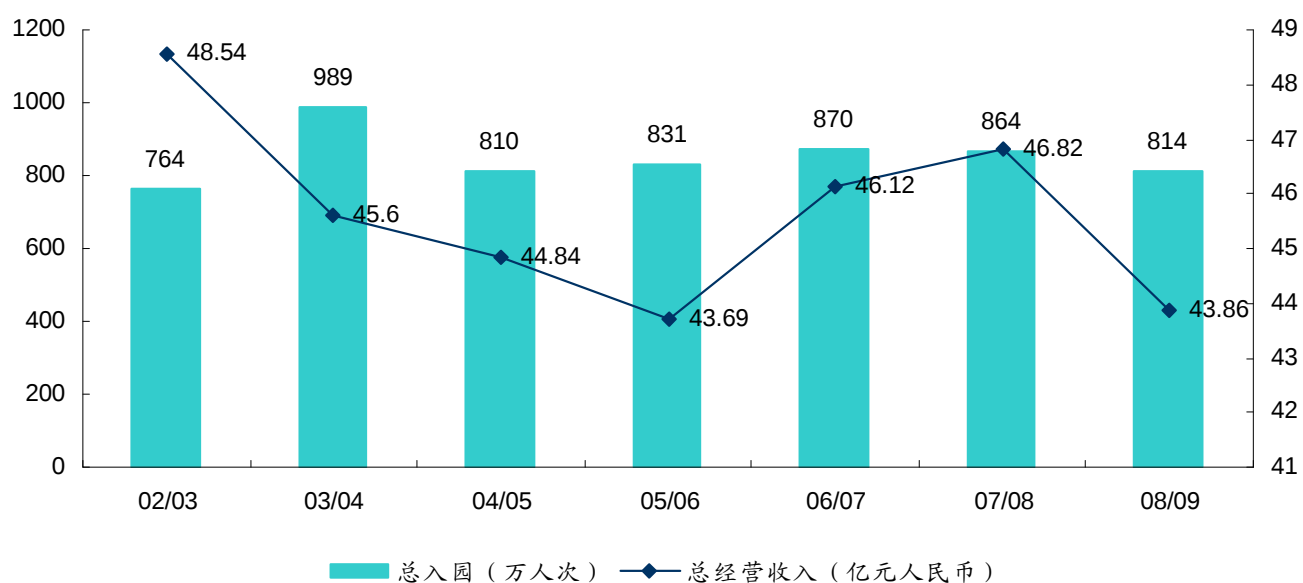
根据最新的权威统计报告显示，日本大阪环球影城在全球主题公园游客量排行版上名列全球第九位、亚洲第三位，年游客量达到 816 万人次，为目前上海欢乐谷游客量的近 4 倍。2005 年，高盛集团投资银行（200 亿日元，1.79 亿美元）和日本发展银行投入 16 亿元（2.23 亿美元）收购当时并未上市的日本环球影城有限公司的较大部分股份。在 2007 年上市增发以后，截至 2008 年 3 月 31 日高盛拥有 41.06%，日本发展银行有 10.26%，大阪市政府有 9.24% 日本环球影城的股份。

图 2：全球主题公园年游客量 TOP25 排行



资料来源：长江证券研究部 《2010 The Global Attractions Attendance Report》

图 3：日本大阪环球影城经营数据



资料来源：长江证券研究部 《Fiscal year ended March 2009 USJ Report》

财务报表及预测

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%

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。