

华侨城 A (000069)

民族企业迈向全球巨头的大门即将开启

-----与日本环球影响签署谅解备忘录点评

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
编号	S0880511010044	S0880511010037

本报告导读:

投资要点:

更新 (事件) 内容: 9月7日公司与日本环球影城有限公司 (USJ) 签署谅解备忘录, 探讨上海华侨城与 USJ 成立合资公司事宜, 旨在全面提升上海华侨城项目运营能力; 持股不超过 49%; 有效期截至 12 年 2 月 1 日。

点评 (我们的观点):

- 引入 USJ 有利于更快更好地提升公司主题公园运营管理能力。近几年公司主题公园扩张迅速, 东部华侨城、上海欢乐谷等项目经营上出现过一些问题, 公司通过苦练内功和引进国际巨头两条腿提升, 反映出了一家伟大民族企业的成熟, 这是非常值得肯定和尊重的 (另一家伟大的公司---万科在达到 600 亿销售额时也面临过经营调整需要)。
- 推断合作项目将是上海欢乐谷, 和 USJ 合作成功有利于提升公司主题公园项目收入规模和盈利能力。USJ 的大阪环球影城面积与上海欢乐谷接近, 但前者 09 年收入 47 亿 RMB, 后者 10 年约 4.5 亿 RMB; 其中前者主题公园收入占 51%, 后者约占 90%。
- 若和 USJ 合作成功将有利于公司拓展和扩大基于主题公园的衍生产业。大阪环球影城 09 年收入中, 25% 为产品销售收入 (含纪念品、专卖店、合作酒店), 14% 为餐饮服务, 9% 为加盟合作和入园费。
- 若上海欢乐谷和 USJ 成功合作并开花结果, 有望和上海迪斯尼形成双雄互补共赢格局。将促进华侨城品牌 and 价值的全面提升。
- 维持 RNAV 18.9 元、11-12 年 0.80、1.01 元 EPS 预测。维持 9 月 2 日公司深度研究报告《标杆研究: 大旅游平台及其衍生产业价值》的推荐逻辑、前景展望和结论, 6 个月目标价 12 元, 12 个月目标价 18 元, 维持增持评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,957	17,318	17,071	23,592	27,436
(+/-)%	214%	58%	-1%	38%	16%
经营利润 (EBIT)	2,416	4,423	6,617	8,427	10,771
(+/-)%	264%	83%	50%	27%	28%
净利润	1,706	3,039	4,491	5,645	7,651
(+/-)%	86%	78%	48%	26%	36%
每股净收益 (元)	0.55	0.98	0.80	1.01	1.37
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.07	0.10	0.13

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	22.0%	25.5%	38.8%	35.7%	39.3%
净资产收益率 (%)	16.3%	23.0%	22.6%	22.6%	24.0%
投入资本回报率 (%)	14.8%	13.4%	13.5%	15.9%	17.6%
EV/EBITDA	7.9	6.1	7.3	5.7	4.5
市盈率	13.4	7.5	9.1	7.3	5.4
股息率 (%)	2.7%	2.7%	1.0%	1.3%	1.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 12.00

上次预测: 11.00

当前价格: 7.39

2011.09.16

交易数据

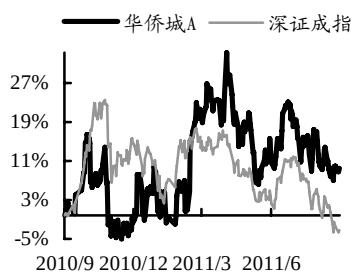
52 周内股价区间 (元)	7.11-16.00
总市值 (百万元)	41,336
总股本/流通 A 股 (百万股)	5,593/2,350
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	42%
日均成交量 (百万股)	18
日均成交值 (百万元)	142

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	14,119
每股净资产	2.52
市净率	2.9
净负债率	177%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.11	
Q2	0.33	
Q3	0.10	
Q4	0.45	
全年	0.98	

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	-5%	5%
相对指数	1%	2%	10%

相关报告

《整体上市后旅游+地产模式将提升公司未来业绩成长性》, 2009.06.12
 《主题公园跻身全球八强, 地产开发提速》, 2009.03.30
 《业务优势独特显著, 地产行业配置首选》, 2004.06.10
 《房地产市场及 6 大龙头公司调研综述》, 2011.7.11
 《政策决定论—2011 年中期投资策略报告》, 2011.6.13
 《从“延安”到“西柏坡”—2011 年房地产行业投资策略报告》, 2011.02.10

模型更新时间: 2011.09.15

股票研究

 金融
 房地产

华侨城 A (000069)
评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **12.00**

上次预测: 11.00

当前价格: 7.39

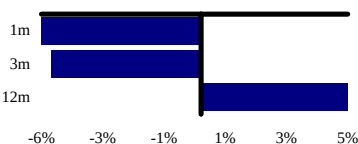
公司网址

www.octholding.com

公司简介

公司从事旅游及其关联产业的投资经营,是控股型集团公司。投资有深圳华侨城欢乐谷旅游公司、深圳锦绣中华发展有限公司、深圳世界之窗有限公司、深圳华侨城房地产有限公司等十六家企业。公司拥有数量最多、规模最大、效益最好的主题公园群,是品牌卓越的旅游上市公司。公司在巩固深圳旅游基地的基础上,积极向外拓展,通过对北京、上海、成都、三峡“旅游+地产”项目的投资,形成了东西南北中的发展态势,初步完成战略布点布局,为未来发展奠定了坚实基础。2009年6月公司收购集团公司全资子公司华侨城A,截止

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

7.11-16.00

市值 (百万)

41,336

财务预测 (单位: 百万元)

损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

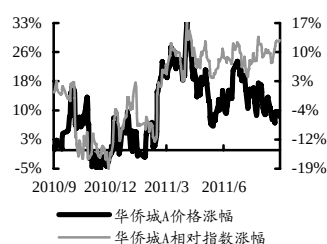
EV/EBITDA

P/S

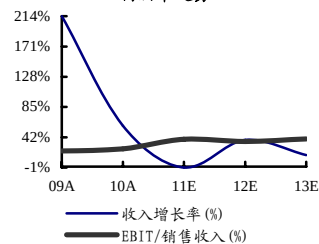
股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表					
营业总收入	10,957	17,318	17,071	23,592	27,436
营业成本	5,907	8,472	6,242	9,031	9,833
税金及附加	1,039	2,426	2,010	3,067	3,347
销售费用	594	740	802	1,062	1,235
管理费用	1,000	1,257	1,400	2,005	2,250
EBIT	2,416	4,423	6,617	8,427	10,771
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	283	390	0	0	0
财务费用	131	255	236	166	118
营业利润	2,378	4,299	6,381	8,260	10,653
所得税	517	1,017	1,595	2,065	2,663
少数股东损益	159	289	295	550	339
净利润	1,706	3,039	4,491	5,645	7,651
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,999	5,453	2,007	4,167	464
其他流动资产	567	55	0	0	0
长期投资	2,361	2,510	3,010	3,510	4,010
固定资产合计	10,807	12,733	12,595	12,299	11,844
无形及其他资产	2,658	3,852	3,815	3,812	3,809
资产合计	30,745	48,538	59,367	67,615	76,691
流动负债	16,333	19,925	23,892	26,473	28,280
非流动负债	2,962	13,903	13,850	13,875	13,900
股东权益	10,479	13,216	19,836	24,927	31,832
投入资本(IC)	12,783	25,194	36,847	39,804	45,937
现金流量表					
NOPLAT	1,892	3,388	4,963	6,320	8,079
折旧与摊销	945	1,431	1,511	1,669	1,827
流动资金增量	1,097	-9,382	-12,822	-3,396	-6,782
资本支出	-3,062	-4,009	-1,336	-1,370	-1,370
自由现金流	872	-8,572	-7,684	3,223	1,754
经营现金流	7,256	-5,362	-5,499	4,892	3,477
投资现金流	-2,345	-3,140	-1,836	-1,870	-1,870
融资现金流	-3,799	10,981	3,888	-862	-5,310
现金流净增加额	1,112	2,480	-3,447	2,160	-3,703
财务指标					
成长性					
收入增长率	213.9%	58.1%	-1.4%	38.2%	16.3%
EBIT 增长率	263.9%	83.1%	49.6%	27.3%	27.8%
净利润增长率	85.9%	78.2%	47.8%	25.7%	35.5%
利润率					
毛利率	46.1%	51.1%	63.4%	61.7%	64.2%
EBIT 率	22.0%	25.5%	38.8%	35.7%	39.3%
净利率率	15.6%	17.6%	26.3%	23.9%	27.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	16.3%	23.0%	22.6%	22.6%	24.0%
总资产收益率(ROA)	5.5%	6.3%	7.6%	8.3%	10.0%
投入资本回报率(ROIC)	14.8%	13.4%	13.5%	15.9%	17.6%
运营能力					
存货周转天数	333	618	1550	1450	1650
应收账款周转天数	4	4	4	4	4
总资产周转天数	744	836	1154	64	60
净利润现金含量	4.25	-1.76	-1.22	0.87	0.45
资本支出/收入	28%	23%	8%	6%	5%
偿债能力					
资产负债率	62.8%	69.7%	63.6%	59.7%	55.0%
净负债率	35.2%	98.3%	91.9%	64.4%	48.5%
估值比率					
PE	13.4	7.5	9.1	7.3	5.4
PB	2.2	1.7	2.1	1.6	1.3
EV/EBITDA	7.9	6.1	7.3	5.7	4.5
P/S	2.1	1.3	2.4	1.7	1.5
股息率	2.7%	2.7%	1.0%	1.3%	1.8%

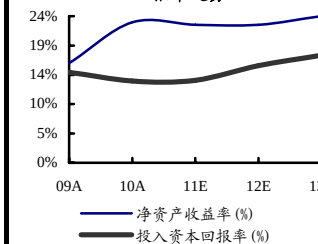
股票绝对涨幅和相对涨幅



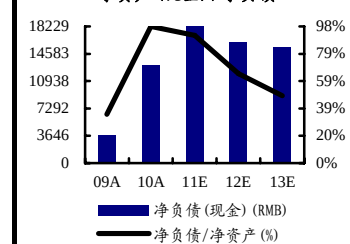
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



日本环球影城 (USJ) 项目简介:

日本环球影城 (Universal Studios Japan, 简称 USJ) 位于日本大阪市此花区, 是世界第 3 个环球影城主题公园 (前两个位于美国奥兰多和洛杉矶), 同时也是日本以游客人数计排名第二的主题乐园 (仅次于东京迪斯尼乐园)。公园于 1998 年 10 月 28 日与美国环球影城签订协议, 正式开始兴建, 总投资约为 20 亿美元, 并于 2001 年 3 月 31 日正式开始营业。公园主要设计模式与美国奥兰多的环球影城相近, 主要的游乐项目包括《侏罗纪公园》河流探险、《未来战士 2:3-D》、《蜘蛛侠》、《大白鲨探险》、《E.T 之旅》等。

日本环球影城公司于 2007 年在东京证券交易所上市, 2009 年 5 月高盛联合韩国私募股权基金 MBK 以 14 亿美元的价格收购了公司 98.3% 的股份, 随后完成私有化。据路透社的报道, 高盛和 MBK 分别持有公司 60% 和 40% 左右的股权, 但仍使用环球影城品牌。

大阪环球影城主题公园内一共有 32 家商铺, 分别为 7 家纪念品店, 14 家主题商店, 7 家照相店和 4 家游戏商店。公园向顾客推荐了三种类型的酒店, 一共 13 家, 其中正式合作酒店有 5 家, 多结合各种电影主体, 且离公园最近, 步行可抵达公园; 加盟酒店和同盟酒店一般位于市区, 距公园车程 10 分钟到 50 分钟不等。

日本环球影城 (USJ) 经营、财务简介:

目前公司年接待游客人数为 850 万-1000 万人, 门票价格约为 75 美元/人。2009 年公司实现主营收入 6.85 亿美元, 其中主题公园管理收入 3.54 亿美元, 对应 900 万旅游人数, 相当于人均消费 530 元 RMB, 人均门票收入 270 元 RMB (10 年上海欢乐谷、华侨城主题公园人均消费大约 150 元)。09 年净利润 7000 万美元, 相当于 4.8 亿元 RMB。

表 1: 日本环球影城 2004-2008 年游客人数 (单位: 千人, %)

年份	2004A	2005 A		2006 A		2007 A		2008 A	
分类	人数	人数	同比增长	人数	同比增长	人数	同比增长	人数	同比增长
游客总数	8,103	8,314	2.6	8,698	4.6	8,640	-0.7	8,138	-5.8
日常游客	6,136	5,713	-6.9	5,876	2.8	5,961	1.5	5,507	-7.6
年票游客	1,961	2,600	32.6	2,822	8.5	2,679	-5.1	2,631	-1.8

注: 会计年度为当年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日。资料来源: 公司招股说明书、历年年报, 国泰君安证券房地产行业研究。

表 2: 2006-2009 年日本环球影城主营业务收入构成 (单位: 百万美元)

年份	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A
主题公园管理	293.53	315.74	335.26	354.4
产品销售	160.69	159.08	162.57	171.61
餐饮服务	95.16	93.73	94.96	98.53
其他收入	54.41	47.92	49.52	60.19
合计	603.79	616.46	642.31	684.73

资料来源: Bloomberg, 国泰君安证券房地产行业研究, 下图 1 同。

图 1: 2009 年日本环球影城主营业务收入分部贡献度

■ 主题公园 ■ 纪念品销售 ■ 食品和饮料 ■ 其他加盟费用

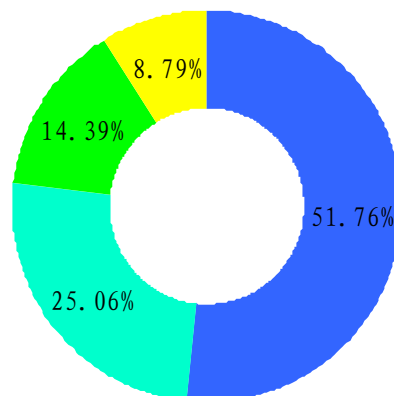


表 3: 按 2011 约 2300 万人次的入园人数计算, 若人均消费达到迪斯尼水平, 可贡献旅游收入约 138 亿

	华侨城			美国主题公园			迪斯尼	
人均消费 (元/人次)	100	150	200	250	300	400	500	600
预计收入 (亿元)	23	34.5	46	57.5	69	92	115	138
预计净利润(亿元)	2.76	4.14	5.52	6.9	8.28	11.04	13.8	16.56
对应 EPS (元/股)	0.05	0.07	0.10	0.12	0.15	0.20	0.25	0.30

注: 按目前迪斯尼人均消费 90 美元 (仅为公园收入部分人均消费)、美国主题公园平均人均消费 35 美元, 折合人民币约 250 元/人次、600 元/人次那档。数据来源: 数据来源: 公司公告、国泰君安研究所房地产研究, 2011/9/2 国泰君安《华侨城: 标杆研究: 大旅游平台及其衍生产业价值》。

表 4: 华侨城仍有较大发展空间: 与迪士尼的差距体现在收入结构、单位面积的接待能力、重游率上

项目名称	华侨城	迪斯尼
游客接待量	2010 年 2000 万人	2010 年 12057 万人
平均每平米接待人数	深圳欢乐谷 8.7 人	东京迪士尼 28.4 人
重游率	最高的深圳欢乐谷约为 35%	东京迪士尼 75%以上, 整体约为 50%
旅游收入	2010 年约 28 亿人民币	2010 年 107.61 亿美元
人均消费	约 150 元人民币	90 美元左右
收入结构	游乐园收入基本来自门票	2010年媒体网络45.1%, 游乐场28.3%, 影娱19.6%, 消费7%

数据来源: 国泰君安研究所房地产研究, 2011/9/2 国泰君安《华侨城: 标杆研究: 大旅游平台及其衍生产业价值》。

表 5: 迪斯尼业务模式为销售娱乐文化

产品策略	以卡通形象带动商品销售	以电影引领消费时尚	以主题公园强化产品形象	结合视觉图画和数字科技开发新产品	从目标群体的不满中发现兴奋点
渠道策略	主题乐园和游乐场	迪斯尼专卖店	因特网	邮购	品牌授权

数据来源: 国泰君安研究所房地产研究, 2011/9/2 国泰君安《华侨城: 标杆研究: 大旅游平台及其衍生产业价值》。

表 6: 华侨城欢乐谷与迪斯尼主题乐园入园人数的对比 (在旅客流量上仍有较大空间)

名称	入园人数	名称	入园人数
深圳欢乐谷	300 万	东京迪斯尼	1600 万

北京欢乐谷	270 万	巴黎迪斯尼	1200 万
成都欢乐谷	220 万	加州迪斯尼	1600 万
上海欢乐谷	260 万	奥兰多迪士尼奇幻王国	1700 万
武汉欢乐谷	预计 200 万	香港迪士尼	520 万

数据来源：公司公告、国泰君安研究所房地产研究，2011/9/2 国泰君安《华侨城：标杆研究：大旅游平台及其衍生产业价值》。

作者简介:**孙建平:**

执业资格证书编号: S0880511010044

电话: 021-38676316

邮箱: sunjianping@gtjas.com

李品科:

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		