

大陆与香港 — 消息快报

华侨城西学中用，提升文化旅游领先地位

田世欣

2011年9月7日，华侨城(000069.SZ/人民币 7.42, 买入)与日本环球影城有限公司(USJ)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。其中，USJ 拟持股不超过 49%。此次合作旨在结合公司与 USJ 双方专长，全面提升上海华侨城项目运营管理能力。另外，此次合作尚处于意向阶段，最终签署正式协议以及取得有关政府部门必要的审批手续还存在不确定性。

主题乐园经验西学中用，提升文化旅游领先地位

环球影城与环球嘉年华、迪斯尼主题乐园并称为世界三大娱乐主题公园。而此次合作的日本环球影城是首座不在美国境内的环球影城，该乐园位于日本大阪市此花区，于 2001 年 3 月 31 日开幕。作为拥有百年历史的主题公园，环球影城在于主题乐园、甚至文化旅游方面有着一套成熟而又不断更新的管理经验和理念。

而华侨城目前在文化旅游行业内虽然在国内已经处于领先地位，公司管理经验和理念也已经处于一个很高的水平，但是公司长久以来都是内生性发展，如此发展下去发展思路势必会有所局限，未来也将遇到发展瓶颈。此次与国外领先的主题乐园合作，必将使公司的管理经验和理念更上一个台阶。

借鉴环球影城丰富产品，完善主题乐园收入结构

目前，公司收入结构比较单一，旅游业务中过度依赖门票收入的问题比较突出，门票收入占比主题乐园收入的 70%-80%（北京的门票收入占比约 70%，其他地方门票收入占比约 80%），而相比迪斯尼主题乐园的门票收入只占到 30%左右，这一方面说明了公司的主题乐园收入结构上存在着问题，另一方面也预示着公司非门票收入方面还存在着很大的调整空间。因此，公司制定了旅游景区的收入倍增计划，未来在餐饮、主题商品、活动策划和住宿等非门票收入项目上也会做更多的尝试。

反观日本环球影城，该乐园共占地 54 公顷，拥有 18 种大型游乐设施，以及 54 间餐饮与零售设施，其中非门票项目占比 40-50% 左右，收入结构比较合理。公司未来如果能顺利与其合作，除了管理上的合作之外，预计在产品上合作也将很大程度上推进公司的旅游景区的收入倍增计划，完善公司主题乐园的收入结构。

1-8 月地产业务销售理想，主题公园新政长期利好公司

公司上半年推盘较少，完成销售收入 63 亿元，下半年预计推盘约有 80 万方，其中包括香山里花园二期约 14 万方。公司上半年去化 6-7 成，尤其 7-8 月份去化达到 7 成以上，如：深圳本部的纯水岸 9 期当天去化约 90%，天津一期项目已售出 100 多套，成都项目去化也不错，公司 1-8 月认购及合同金额合计共约 115 亿元，完成全年 160 亿销售收入的约 72%，预计年底完成计划不是问题，更有望超额完成计划销售额。

另外，近期发改委等发布的暂停审批大型主题公园的文件对公司影响不大，长期来讲反而利好公司。这主要是因为公司主要符合这个文件规定的大型项目，绝大部分都已经建成并开业，并早已完成审批手续，因此总体来说对公司短期影响不大；长远来看，国内主题公园行业将会进一步规范，市场竞争也将更加有序，公司作为龙头企业，势必将扩大市场份额，从中得益。

重申买入评级

公司综合旅游业务处于行业领先地位，收入稳中有升；而地产业务在整个大环境不利的条件下，上半年成绩也不差，预计全年更能超额完成计划任务；此外，上海欢乐谷与环球影城的合作也仅仅是一个新的开始，预计公司未来可能会催生出更多的项目合作，公司未来“旅游+地产”的模式将得到进一步更好的发展。我们维持公司 2011-12 年业绩预期 0.66 和 0.82 元，保持目标价格 9.22 元，相当于 13.9 倍 2011 年市盈率和 2011 年 NAV 44% 的折让，重申**买入**评级。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371