

人工景点

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人: 刘越男

S0960112070084

0755-82026744

liuyuanan@china-invs.cn

华侨城 A

000069

强烈推荐

有能力、有空间，中国迪士尼不二之选

公司是国内最有望成为迪士尼式产业联动巨头的主题公园开发商，现进入第二个跨越式发展阶段：异地项目储备与内生管理水平到达新的高度；“旅游+地产+文化”产业联动将打开巨大的商业空间；而公司在品牌、拿地及融资能力上的优势使其具有高壁垒和较强的抗风险能力，估值应得到提升。给予强烈推荐评级。

投资要点：

- **从地产到文化，从资源到品牌。**公司是亚洲最大的主题公园开发商，构建“旅游+地产+文化”的产业联动模式。公司品牌号召力强、且在大面积低价拿地、低成本融资方面优势突出，是我国最有望成为迪士尼式产业开发巨头的企业。
- **消费升级带来产业投资机会。**随着我国人均 GDP 超过 5000 美元，休闲文化娱乐业迎来黄金发展时期，主题公园作为其中的重要部分，将有 4 倍的成长空间，龙头企业通过异地复制将享受行业规模与集中度提高的双重增长。同时，改善性需求拉动房地产行业缓慢复苏，高端地产商存在投资机会。
- **旅游业务外延内生均有看点，**公司一直引领主题公园模式创新，欢乐海岸将成为第 4 代休闲娱乐综合体代表；异地复制方面，第二轮全国扩张展开，在谈储备达 15 个，天津项目将在 13 年盈利，宁波项目 13 年开工；北京欢乐谷二次消费开发效果超预期，有望全国推广。
- **地产立足高端住宅，将拓展商业地产。**公司凭借综合开发模式和央企股东背景，能够持续获得低价土地与资金。现房地产业务土地储备 765 万方，至少可维持 8 年开发。13 年将加快推盘力度，营收至少增长 20%。华侨城亚洲作为商业地产开发商，将在 5 年内实现市值、销售破百亿。
- **文化产业有望拓展长期增长空间。**文艺演出、文化旅游科技公司市场化起步，推进顺利，有望成为轻资产模式输出平台，参照迪士尼的发展经验，经营成熟后的文化产业收入及利润可达主题公园业务的 1.7、3.5 倍。
- **强烈推荐。**预测公司 13/14/15 年 EPS 分别为 0.66/0.79/0.96 元，现估值低廉。考虑到公司的壁垒稳固、成长空间大，给予强烈推荐评级，目标价 7.5 元。

风险提示：国五条细则打压房地产结算进度、异地项目不达预期、安全事故、自然灾害

主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	22284	26039	30665	35342
收入同比(%)	29%	17%	18%	15%
归属母公司净利润	3850	4766	5741	6993
净利润同比(%)	21%	24%	20%	22%
毛利率(%)	52.0%	53.8%	55.1%	55.9%
ROE(%)	19.3%	19.3%	18.8%	18.7%
每股收益(元)	0.53	0.66	0.79	0.96
P/E	11.03	8.91	7.40	6.07
P/B	2.13	1.72	1.39	1.13
EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源：中投证券研究所

6-12个月目标价： 7.50元

当前股价： 5.75元

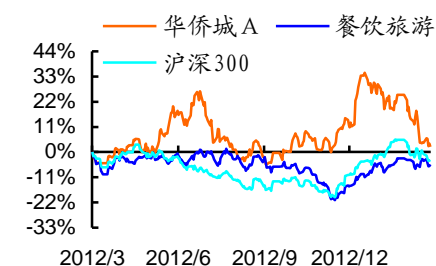
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2278.40
总股本(百万)	7271
流通股本(百万)	3133
流通市值(亿)	180
EPS	0.53
每股净资产(元)	2.74
资产负债率	70.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华侨城 A	-18.21%	-10.99%	-0.17%
餐饮旅游	-2.73%	11.27%	-3.09%
沪深 300	-8.36%	7.81%	9.69%



相关报告

目 录

一、公司简介：旅游+地产+文化，中国迪士尼初具风范	5
1.1 产业联动：从地产到文化；优势稳固：从资源到品牌	5
1.2 壁垒高、空间大、抗风险能力强，迪士尼故事有望复制	6
二、行业分析：把握消费升级的投资脉搏	7
2.1 主题公园：龙头企业将享受行业规模与集中度提高的双重增长	7
2.1.1 经济增长支撑需求水平，结构调整提高有效供给	7
2.1.2 资源流向优质企业，异地复制推动行业整合	9
2.1.3 二线城市跑马圈地，一线城市挖掘二次消费	12
2.2 房地产行业：改善性需求带来长线投资机会	14
2.2.1 短期：政策严厉，量价受制	14
2.2.2 长期：真实需求回归拉动行业缓慢复苏	15
2.3.3 城市分化：一线城市靠改善性需求，二线城市靠城镇化	16
三、业务分析：有能力、有空间，中国迪士尼不二之选	17
3.1 从资源到品牌，构建高盈利、低风险壁垒	17
3.2 旅游业务：主题公园绝对龙头，内生外延皆有看点	18
3.2.1 拓展一：模式创新引导消费，欢乐海岸有望成为第4代领袖	18
3.2.2 拓展二：全国第二轮扩张，异地项目渐入收获期	21
3.2.3 拓展三：二次消费挖掘见成效	22
3.3 地产业务：立足高端住宅，拓展商业地产	23
3.3.1 住宅：土地储备充足，13年加快推盘速度	23
3.3.2 华侨城亚洲：定位商业地产，五年内市值、销售破百亿	23
3.4 文化产业：经营基础好，可再造“华侨城”	24
四、估值低廉、修复空间大，强烈推荐	25

表 目 录

表 1 全球前5大主题公园企业主要经营领域	11
表 2 主题公园首期投资额情况	10
表 3 主题公园全国分布	13
表 4 住宅供求相对宽松，单位：千方	14
表 5 未来十年房地产真实需求预测，亿平方米	15
表 6 麦鲁小城情况	20
表 7 主题公园收入与毛利率预测，百万元，%	23
表 8 主题公园首期投资额情况	22
表 9 地产业务重估资产净值情况	23
表 10 公司核心业务盈利预测	25

图 目 录

图 1 华侨城 A 股权结构及主营业务	5
图 2 华侨城 A 收入构成	5
图 3 华侨城 A 营业利润构成	5
图 4 华侨城开发模式	6
图 5 华侨城核心能力	6
图 6 迪士尼自上市以来，股价上涨 62 倍	6
图 7 迪士尼相对 PE 绝大部分时间在 1-2 之间	7
图 8 文化娱乐在美国居民消费中占比	7
图 9 健康在美国居民消费中占比	7
图 10 “住”在美国居民消费中占比	7
图 11 “食”在美国居民消费中占比	8
图 12 “衣”在美国居民消费中占比	8
图 13 “行”在美国居民消费中占比	8
图 14 各地区前 20 大主题公园访问量及增速	8
图 15 世界前 25 大主题公园地区分布比例	8
图 16 亚洲前 20 大主题公园访问量及增速	8
图 17 亚洲前 20 大主题公园地区分布比例	8
图 18 我国主题公园发展历程	9
图 19 奥兰多冒险岛游客规模与全球排名	10
图 20 奥兰多冒险岛游客规模增速比较	10
图 21 全球前 10 大主题公园集团	11
图 22 各国年访问量 200 万人次以上主题公园市场规模占比	12
图 23 我国符合大型主题公园建设条件的城市情况	13
图 24 婴儿出生数量	15
图 25 北京房地产真实需求预测	16
图 26 上海房地产真实需求预测	16
图 27 深圳房地产真实需求预测	16
图 28 天津房地产真实需求预测	16
图 29 武汉房地产真实需求预测	17
图 30 成都房地产真实需求预测	17
图 31 昆明房地产真实需求预测	17
图 32 宁波房地产真实需求预测	17
图 33 西安房地产真实需求预测	17
图 34 福州房地产真实需求预测	17
图 35 公司主题公园代表业态一览	18
图 36 欢乐海岸业态一览（灰色部分为主要盈利单元）	19
图 37 欢乐海岸各区域定位	19
图 38 麦鲁小城游玩方法	21
图 39 全国布局一览	21
图 40 迪士尼主题公园业务收入构成	22

图 41 文化旅游科技公司开发产品	24
图 42 迪士尼历年收入构成	25
图 43 迪士尼历年营业利润构成	25

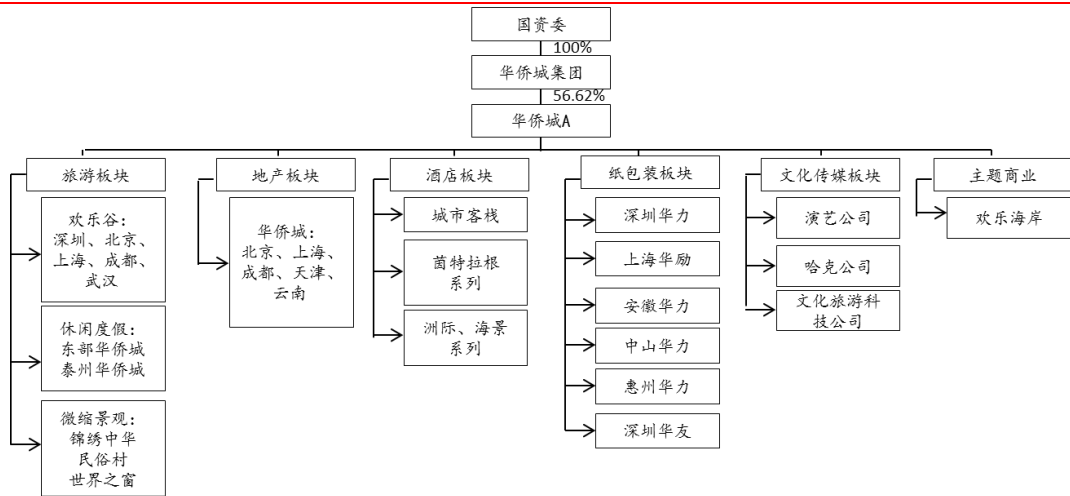
一、公司简介：旅游+地产+文化，中国迪士尼

尼初具风范

1.1 产业联动：从地产到文化；优势稳固：从资源到品牌

深圳华侨城股份有限公司于 1997 年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，华侨城集团持股 56.62%。

图 1 华侨城 A 股权结构及主营业务

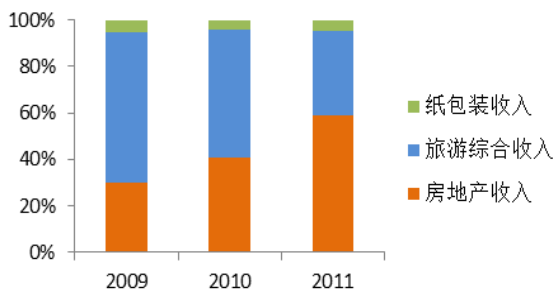


资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司是中国主题乐园的缔造者、绝对的龙头。2012 年旗下业务总访问量 2619 万人次，世界排名第 8、亚洲排名第 1。2015 年目标为 3000 万人次，世界排名进入前 4。

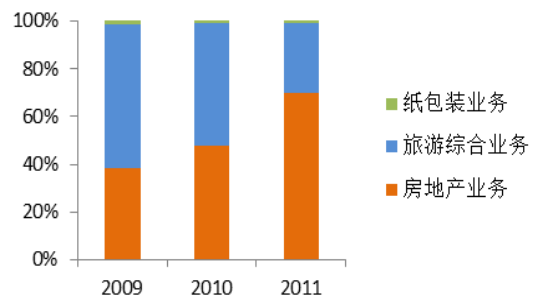
2012 年之前：“旅游+地产”全国布局，核心能力：拿地、融资。公司抓住婴儿潮、城镇化两大历史机遇，自 2001 年起就确立了“旅游+高端地产”联动模式：借由综合开发的模式获得政策支持，以低成本大面积拿地；大股东支持下，通过委托贷款等多种途径以低成本获取资金。

图 2 华侨城 A 收入构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 华侨城 A 营业利润构成

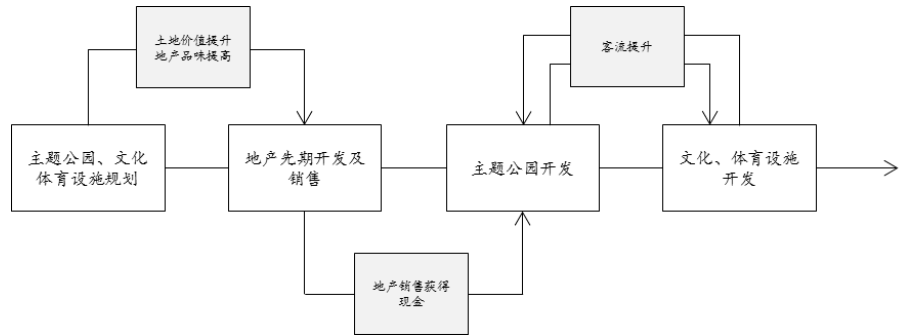


资料来源：公司公告、中投证券研究所

其开发模式是：（1）拿地后，先规划主题公园、文化产业及体育场所、商业配套，提升土地价值；（2）以地产先期销售获得的资金进一步支持主题

公园及文化等配套设施的建设；（3）文化体育等配套设施提升区域人气并做到盈亏平衡，主题公园获得的收入用于后续维护及其他项目。

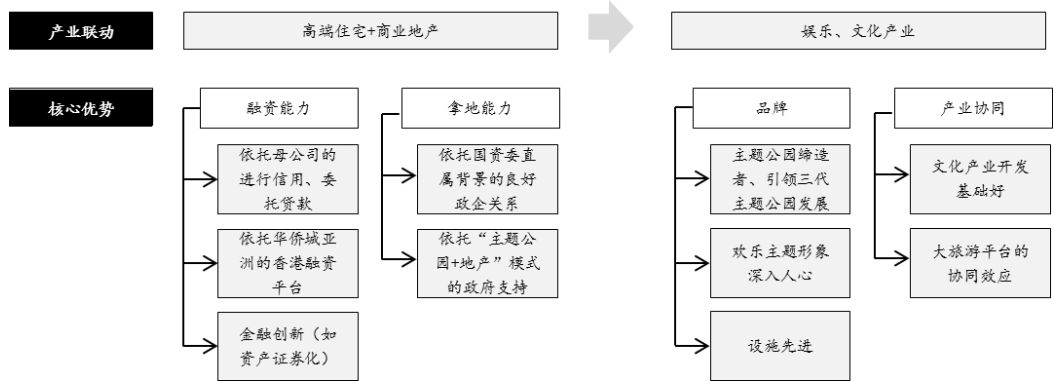
图 4 华侨城开发模式



资料来源：中投证券研究所

2012 年起，公司在文艺演出和主题公园文化创意、主题旅游、科技创新的产业链整合输出等方面进行市场化探索，业绩不俗。随着居民对休闲、娱乐、文化的需求提高，以品牌为主导的文化输出将为公司开启不逊于主题公园业务的广阔的盈利空间。

图 5 华侨城核心能力



资料来源：公司公告，中投证券研究所

1.2 壁垒高、空间大、抗风险能力强，迪士尼故事有望复制

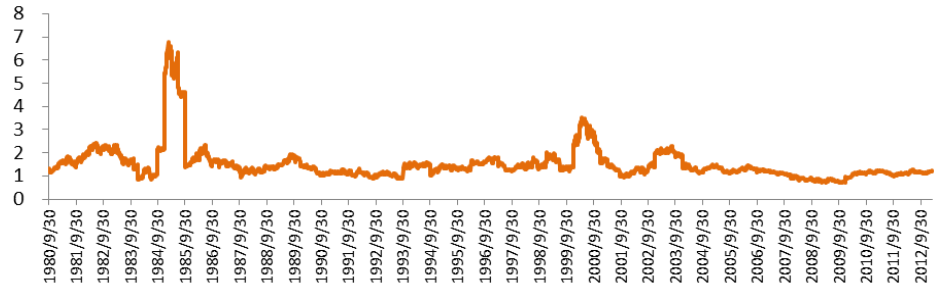
公司有望复制迪士尼股价成长故事，享受高于市场平均的估值。

图 6 迪士尼自上市以来，股价上涨 62 倍



资料来源：彭博，中投证券研究所

图 7 迪士尼相对 PE (相对标普) 绝大部分时间在 1-2 之间



资料来源：公司公告，中投证券研究所

壁垒高：迪士尼凭借其影视文化，主题特色独一无二；公司“旅游+地产+文化”开发模式虽然为人们所熟识，但核心优势之一的品牌依赖于时间积累，核心优势之二的拿地及融资能力依赖于央企股东背景和政企合作基础，难以模仿。

空间大：迪士尼与公司均依赖于主题公园异地复制及产业联动：迪士尼扩张 56 年 5 家，除东京迪士尼外，其余业绩均不理想；公司主题公园有望在 2015 年前扩张至 20 家，以现有情况来看，每个项目均有贡献盈利。产业联动方面，公司虽不及迪士尼得天独厚，但其开发基础亦可进入国内一流之列。同时，公司主题公园二次消费开发仍有巨大空间，而迪士尼已经相对成熟。

抗风险：主题公园业务风险一致；迪士尼联动产业为轻资产模式，文化输出风险很低；公司综合开发下地产业务定价权高、产品稀缺销量好，未来文化产业输出同样具有轻资产的抗风险能力。

二、行业分析：把握消费升级的投资脉搏

2.1 主题公园：龙头企业将享受行业规模与集中度提高的双重增长

2.1.1 经济增长支撑需求水平，结构调整提高有效供给

根据国际经验，人均 GDP 达到 5000 美元时，居民消费从“温饱型”向“享受型”过渡。衣、食、行消费占比降低，而住房、文教娱乐等消费比重迅速上升。2012 年我国人均 GDP 达到 6120 美元，已过人均 5000 美元大关，进入消费升级的时代，以旅游休闲为主题的产业迎来黄金发展时期。

主题公园是休闲娱乐的重要组成部分，将随着经济增长实现长足的发展。预计至 2022 年，中国主题公园的访问量有望增长 4 倍。

图 8 文化娱乐在美国居民消费中占比

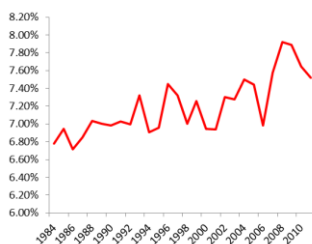


图 9 健康在美国居民消费中占比

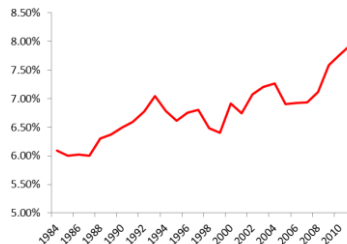


图 10 “住”在美国居民消费中占比

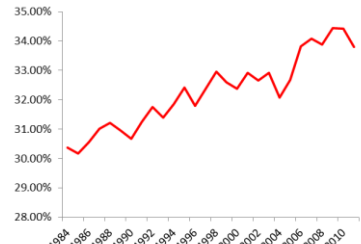


图 11 “食”在美国居民消费中占比

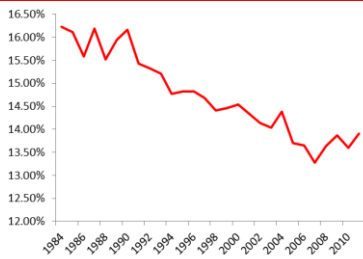


图 12 “衣”在美国居民消费中占比

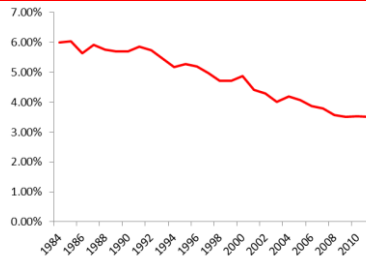
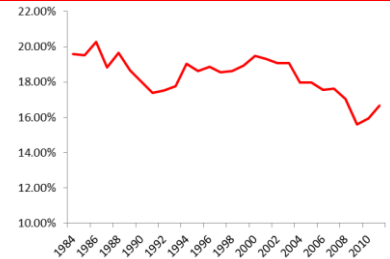


图 13 “行”在美国居民消费中占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

目前北美是最大的主题公园市场，而亚洲已经拥有了超越北美的实力，中国是增长的主要贡献点。2011 年北美前 20 大主题公园游客访问量 1.27 亿人次，同比增长 2.9%。2011 年，在日本地震的不利影响下，亚洲前 20 大主题公园的游客规模仍达到 1.03 亿，同比增长 7.5%。其中，中国大陆地区和香港增速分别达到 12.7%和 21.23%，贡献了整个亚洲地区 43.89%和 31.26%的增长。

图 14 各地区前 20 大主题公园访问量及增速



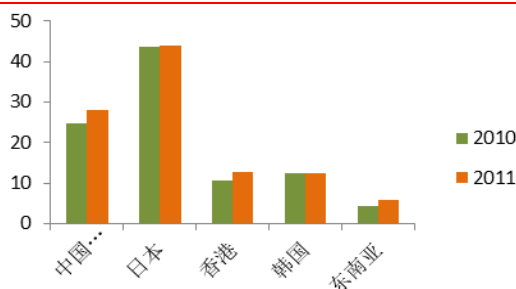
资料来源：主题公园人气报告，中投证券

图 15 世界前 25 大主题公园地区分布比例



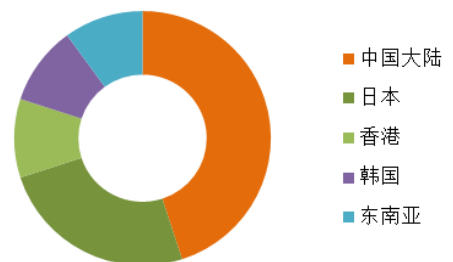
资料来源：主题公园人气报告，中投证券

图 16 亚洲前 20 大主题公园访问量及增速



资料来源：主题公园人气报告，中投证券

图 17 亚洲前 20 大主题公园地区分布比例



资料来源：主题公园人气报告，中投证券

主题公园行业空间受到四点因素的影响：居民收入水平、闲暇时间、文化习惯、主题公园供给水平。

其一，注重家庭和聚会的朋友文化特点将使主题公园在我国大受欢迎。游乐主题公园起源地美国人均到访水平最高，达到 0.8 次。欧洲（受到选址、排斥美国文化的影响）最低，仅为 0.25。我国介于两者之间，与日韩文化最为接近，主题公园的人均到访次数可与之持平（0.5）。

其二，经济增长。预计我国城镇人均 GDP 将在 2022 年左右达到韩国 2006 年（主题公园人均到访次数达到 0.5）的水平。

按照人口数量年均复合 0.4% 的增速计算，预计 2022 年，我国主题公园访问量将达到 7.2 亿人次。目前我国年均访问量约 1 亿人次。假设 2022 年，我国城镇化水平可达到 60%，由此带来的访问量规模约为 4.4 亿人次，年均复合增速 15%。

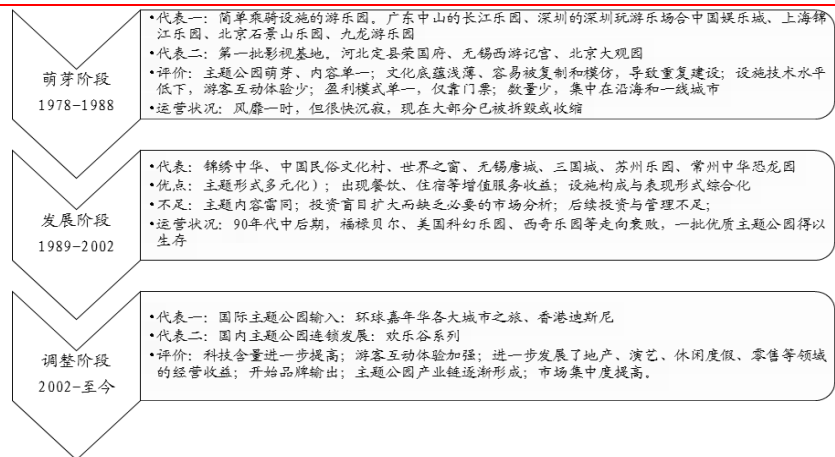
其三，短期假日增多开启短途休闲游时代，位于城市周边的主题公园将直接受益。

其四，随着龙头企业异地扩张和管理经验的提高，主题公园有效供给和深度消费额将不断提高：

- 部分二线城市和一线景区虽然具有支撑大型主题公园的能力，但市场仍被规模较小、设施陈旧的中小主题公园占据，很多已经濒临荒废，无法形成有效供给。大型主题公园逐渐向二线城市和一线景区布局将改善局面。
- 一线城市虽然出现了管理能力和运营质量较高的大型主题公园，但人均消费水平与国外一流的主题公园相比仍有很大的差距，而随着自身经验的积累、国外主题公园进驻、部分主题公园与国外优秀运营商的合作，在深度消费挖掘上将实现长足的进步。

2.1.2 资源流向优质企业，异地复制推动行业整合

图 18 我国主题公园发展历程¹



资料来源：中投证券研究所

我国主题公园行业进入调整期：市场结构方面，中小型主题公园将逐渐退出。主题公园质量有很大提高，主要表现为设施先进、游客互动增加、与文化元素逐渐融合等。综合实力强的龙头企业将通过异地复制和同城扩张的方式快速占领市场，在市场调整中获益最大。

判断基于两点：

一是规模效应及高风险高投入特点使行业具有集中化的趋势，而我国主题公园行业的集中度仍比较低。

二是经历九十年代主题公园的盲目扩张后，政府已经意识到规范行业发展的必要性，并于 2011 年陆续出台政策推进市场调整。

¹我国的主题公园最早可以追溯到 20 世纪初上海滩出现的虹口公园、兆丰公园、外滩公园等一批带有户外休闲场所的娱乐公园。解放后建立的公园以市政公园为主，建设形式趋同，大部分为非盈利目的。严格意义上的主题公园是改革开放的产物。

主题公园是高投入高风险的行业。

主题公园资金需求大：

其一，首期投资额大。为了与其他公园进行区别，主题公园以鲜明的主题文化和先进的设施作为卖点，需要巨额的前期投入。

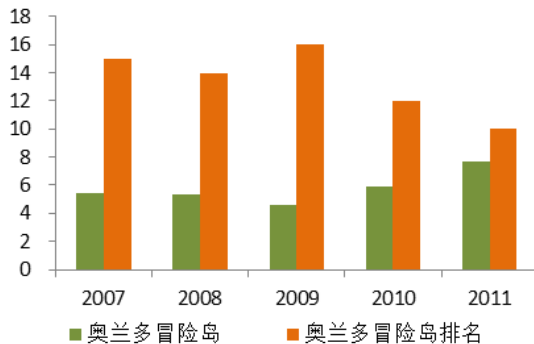
表 1 主题公园首期投资额情况

	开业时间	投资额
加州迪士尼乐园	1955 年	1700 万美元
奥兰多迪士尼世界	1971 年	7.66 亿美元
东京迪士尼乐园	1983 年	1500 亿日元
巴黎迪士尼乐园	1992 年	440 亿美元
香港迪士尼乐园	2005 年	36.3 亿港元
上海迪士尼乐园	2014 年（预计）	245 亿元（预计）

资料来源：迪士尼公司资料、中投证券研究所

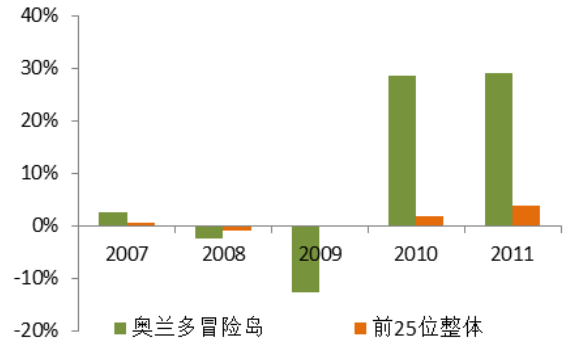
其二，生命周期短，再投资额巨大。好的主题公园一般完整经营一年后游客数量即可达到理想状态，2-3 年达到顶峰，此后游客量逐渐萎缩。而再投资是实现“逆生长”的主要途径。2010 年奥兰多冒险岛在哈利波特的魔法世界对外运营前，访问量持续下滑，新园区推出后立刻止住颓势。2011 年，全北美主题公园市场增速约为 2.9%，奥兰多冒险岛贡献了一半以上。东京迪士尼乐园提出“永远建不完的迪斯尼乐园”：每年都淘汰 1/3 的硬件设备，新建 1/3 的新概念项目。该乐园原建设投资为 1500 亿日元，此后的 18 年中，又先后投资了 1200 亿日元。深圳欢乐谷自 1998 年开业以来已经历了 5 期大规模的设施更新。

图 19 奥兰多冒险岛游客规模与全球排名



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 20 奥兰多冒险岛游客规模增速比较



资料来源：公司资料、中投证券研究所

其三，地域限制性强，异地扩张考验资金实力和竞争力。根据国际经验，本地和周边地区市场游客占单体公园游客的 80% 以上。本地市场开发完毕之后，主题公园增长会遭遇瓶颈，异地扩张是成长必要手段。而据美国华盛顿的城市土地研究所研究，大型主题公园的一级客源市场（80km 或 1 小时汽车距离内）和二级客源市场（240km 或 3 小时汽车距离内）至少需要有 200 万人口。因此往往形成一线城市主题公园扎堆的情况，对企业竞争力形成考验。

收入不确定性较大。

主题公园的收入情况除了受到选址、营销、管理等可控因素的影响之外，也受到安全事件、天气、自然灾害等不可控因素的影响，波动较大。

主题公园成本相对固定,规模效应强。如欢乐谷保本点为 150-180 万游客,超过保本点游客所带来的为利润;而中小主题公园盈利困难——我国曾出现 70% 以上的主题公园亏损的情况。

大型主题公园溢出效应强。因为高投入高风险的特点,大型主题公园集团通常采用“主题公园+X”的商业模式,通过开发如酒店、零售、地产、传媒、影视等边缘产业,补充现金流并降低风险,使公司具有持续发展的能力。而实际经营中,只有年游客量达到 200 万人次以上的主题公园才具有开发边缘产业的能力。

表 2 全球前 5 大主题公园企业主要经营领域

排名	名称	产业范围
1	华特迪士尼	影视娱乐、主题公园度假区、消费品和媒体网络
2	默林娱乐集团	埃尔顿塔度假区、乐高乐园、Heide 公园、地球探险、杜莎夫人蜡像馆
3	环球影城集团	电影制作、电影发行、HI-DVD 开发、数字化、互联网业务、主题公园
4	团圆娱乐公司	游乐园、动物园、自然公园、水公园、家庭娱乐中心
5	六旗集团	陆上游乐园、水公园、野生动物园、海洋公园

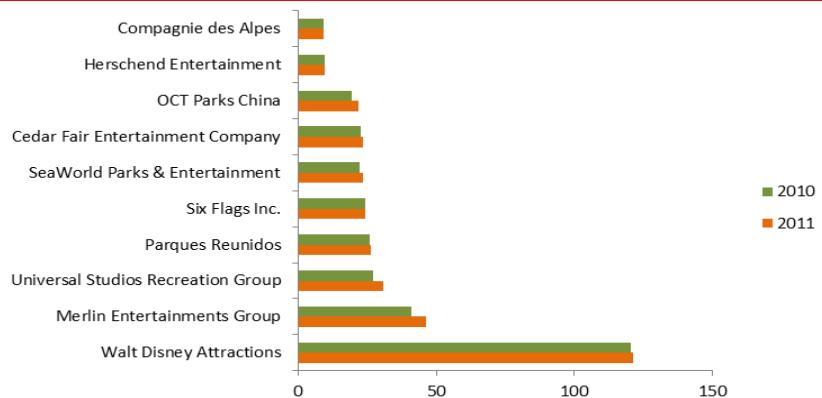
资料来源: 各公司资料、中投证券研究所

我国主题公园行业集中度低。2011 年,全球排名第一的华特迪士尼集团旗下产业共接待游客 1.21 亿人次,是排名第二的默林娱乐集团的 2.6 倍。我国最大的主题公园开发集团华侨城旗下产业访问量为 2173 万人,世界排名第 8,占排名第一的华特迪士尼集团访问量的 18%。最大的主题公园东部华侨城 2011 年访问量为 389 万人,亚洲排名第 9,占全球排名第一的迪士尼魔幻王国接待量的 22.7%。

有文献显示,目前美国的主题公园共 36 个,日本约 40 个,中国 2500 个。我们测算,美国访问量在 200 万人次以上的大型主题公园市场规模占总体比例为 51% 以上,日本则达到 69%。2011 年,我国这一比例仅为 35%。

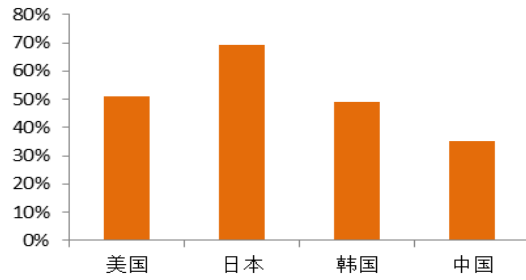
- 原因一是 20 世纪 90 年代受到锦绣中华等优秀主题公园的影响,各地盲目开工、重复建设,而政府为政绩考虑则起到了一定的推波助澜的作用。
- 原因二是个别企业以开发主题公园为名囤地发展其他业务,或主题公园投资及维护不足,逐渐荒废。
- 原因三是国内一流的主题公园发展时间较短,连锁经营规模及管理水平尚需提高。

图 21 全球前 10 大主题公园集团



资料来源: 主题公园人气报告, 中投证券研究所

图 22 各国年访问量 200 万人次以上主题公园市场规模占比



资料来源：主题公园人气报告，中投证券研究所

2011 年，发改委下发《关于暂停新开工建设主题公园项目的通知》，其目的是防止各地盲目建设主题公园，确保主题公园健康有序发展。2012 年 2 月 16 日出台的《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》中对主题公园等项目的贷款收紧政策，将有利于把一些劣质或怀有特殊目的的低层次竞争对手排除出市场，使优质主题公园开发集团得到更大的发展空间。

目前我国主题公园集团按规模形成了四个梯队：第一梯队以华侨城为首，拥有数个年接待量超过 200 万人次的大型主题公园，整个集团接待量在 1000 万人次以上；第二梯队是拥有单个大型主题公园的集团，包括常州恐龙乐园、宋城股份等，年接待量在 200 万人次以上；第三梯队年接待量在 100-200 万人次，包括北京石景山游乐园、大连发现王国等。第三梯队接待量在 100 万以下，这些主题公园一般位于城市周边、规模较小、游览内容简单。

第一梯队已经形成了比较明确的扩张战略（如华侨城的异地扩张及长隆集团的同城多主题扩张），第二梯队积极寻求扩张中，第三、四梯队的集团需要根据自身条件，加快产品更新换代，以增加现有娱乐项目的体验价值为核心，暂不能形成扩张战略。

从企业实力上来看，第一、二梯队的企业在品牌号召力、运营管理能力及政策支持上有明显的优势，将通过在二线城市的异地复制和一线城市深度消费的挖掘在竞争中脱颖而出，成为整合的最大收益者。

2.1.3 二线城市跑马圈地，一线城市挖掘二次消费

游乐类主题公园建设主要依托城市。二线城市大型主题公园的建设仍处于空白阶段，市场空间至少还有一倍的空间。而一线城市主题公园的人均消费额亦有将近 50% 的提升可能。

二线城市扩张空间分析：

能够建设大型主题公园的城市需要满足三个条件：

一是常住人口超过 200 万。

二是根据国际经验，人均 GDP 达到 10 万人民币左右的城市，可建设超大型主题公园；根据国内经验，达到 3 万元时即可建设大型主题公园。

➢ 1955 年，美国的人均 GDP 为 USD2479（经价格调整后约合 2011 年 10 万元左右），洛杉矶建立第一个迪斯尼主题公园，此后 10 年间，游客人数 CAGR=17.5%，增长 4 倍。

➢ 深圳 1989、1991、1994、1998 年分别建成锦绣中华、民俗村、世界之窗和欢乐谷，均大受欢迎，而深圳人均 GDP 分别为 6670、11997、16954、27701 元（调整后约合 2011 年 3 万人民币左右）。

根据第六次人口普查的数据，我国常住人口超过 200 万的城市至少有 36 个，其中人均 GDP 达到 3 万元的有 32 个；考虑一些地区接近（如四川与重庆、天津与北京、上海与浙江），可以建设主题公园的片区有 19 个。

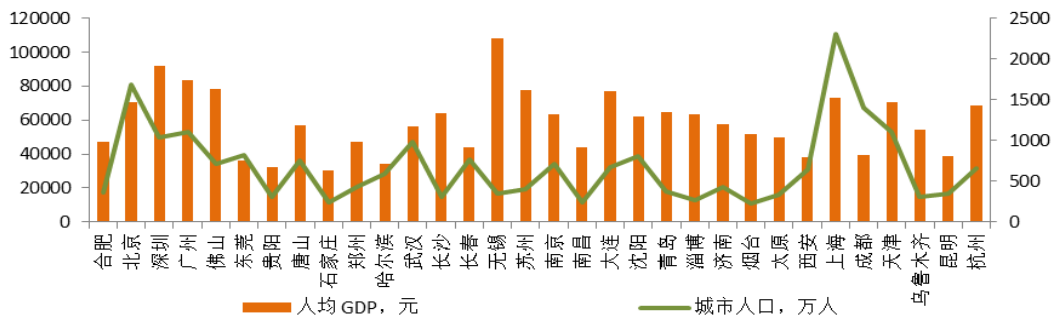
只有北京、上海、深圳、成都、武汉等城市拥有大型主题公园。大部分主题公园访问量在 100 万人次或以下。这些城市主题公园访问量水平较低的主要原因是缺乏后续的维护和设施更新、缺乏好的管理。**如果潜能充分释放，大型主题公园的市场空间至少能够拓展现有行业总量的 1 倍。**

表 3 主题公园全国分布

城市	所属省份	大型主题公园	单体年均访问量, 万人次	城市	所属省份	大型主题公园	单体年均访问量, 万人次
北京	北京	欢乐谷、皇家园林	300-1400 万	深圳	广东	欢乐谷、世界之窗、东部华侨城	300 万左右
天津	天津	-	-	广州	广东	长隆水上世界	170 万
唐山	河北	南湖公园	200 万	佛山	广东	-	-
石家庄	河北	-	-	东莞	广东	-	-
郑州	河南	方特乐园	经营未滿 1 年	青岛	山东	海底世界	200 万
武汉	湖北	欢乐谷	经营未滿 1 年	淄博	山东	-	-
长沙	湖南	-	-	济南	山东	-	-
南昌	江西	-	-	烟台	山东	-	-
合肥	安徽	-	-	无锡	江苏	无锡影视基地	200 万左右
太原	山西	-	-	苏州	江苏	苏州乐园	260 万
西安	陕西	大唐芙蓉园	133	南京	江苏	-	-
乌鲁木齐	新疆	-	-	杭州	浙江	宋城、杭州乐园	100-300 万
哈尔滨	黑龙江	-	-	上海	上海	欢乐谷	250 万
长春	吉林	-	-	成都	四川	欢乐谷	250 万
大连	辽宁	发现王国、圣亚海洋世界	160-200 万	贵阳	贵州	-	-
沈阳	辽宁	方特乐园	经营未滿 1 年	昆明	云南	世博园	395 万人

资料来源：中投证券研究所

图 23 我国符合大型主题公园建设条件的城市情况



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

一线城市扩张空间：

人均消费水平的提升将使一线城市主题公园收入提高 40-50%。目前深圳、北京等地大型主题公园人均访问率已达到 0.8，与美国持平，增长空间不大。但人均消费水平尚有待提高。目前我国一线主题公园人均消费约为 120 元/人次，公益性质的（如故宫等）和水平较差的主题公园收费更低。而美国主题公园的人均消费可达到 46 美元。

差距的来源有两点：一是门票价格相对较低，迪士尼门票价格在 300 元左右（地区不同，价格亦有所不同），而欢乐谷的门票价格最高只有 200 元，其差异主要是由于规模和文化内涵逊色。二是美国游客在主题公园逗留的时间一般是 6~8 个小时，而中国只有 2~4 个小时，因此导致收入来源单一。我国运营较好的主题公园门票收入占比达到 70%或以上，而美国主题公园只有半数的收入来自门票，其余的来自食品、饮料、小商品的消费。

随着行业步入调整期，文化元素逐渐融入主题公园；经验累积及国际一流主题公园的进驻将推动我国主题公园在运营水平和边缘产业开发方面实现长足的进步，逐渐缩小人均消费水平与国外的差距。

2.2 房地产行业：改善性需求带来长线投资机会

2.2.1 短期：政策严厉，量价受制

房地产调控政策直接影响行业短期的景气度。自 2009 年 12 月份开始楼市调控以来，政策经历了四次升级，分别是 2010 年 1 月的“国十一条”、4 月的“国十条”、9 月的“9.29 新政”，2011 年 1 月的“新国八条”，2013 年 2 月 20 日出台的“国五条”是第五次调控升级。

此次调控措施是国务院直接颁布，通过严格征收个税的手段，调控更加严厉，且打击投资性需求更加精准。其实际效果有待于地方出台细则。

预计二手房市场将在 2 季度开始逐渐低迷；新房市场有望承接部分需求，但受预期影响，观望情绪将更加浓厚，短期恐怕难以有起色。

从供给层面看，短期二手房源将极大增加，细则出台后则将减少；但 2010-2011 年累积存货相对充足。而政策方面无法排除以强制手段打压房价的可能。价格上扬的可能性不大。

表 4 住宅供求相对宽松，单位：千方

	2012	2011	2010	2009	2008
住宅销售面积	984,680	965,284	933,766	861,849	592,804
住宅竣工面积	790,432	716,923	612,157	596,290	477,497
住宅待售(空置)面积	236,190	169,040	114,940	106,601	68,561
存量供给	1,026,622	885,963	727,097	702,891	546,058
住宅新开工面积	1,306,954	1,460,346	1,294,679	924,635	798,891

资料来源：彭博、中投证券研究所

2.2.2 长期：真实需求回归拉动行业缓慢复苏

长期来看，供求关系仍将是影响行业景气的最重要因素。我们将房地产的需求分解为三个部分：新增城镇的适龄购房人口、改善性需求、投资性需求。随着刚需和合理性的改善需求回归，房地产需求将逐渐复苏，但进程会比较缓慢。改善性需求将在行业复苏中起到越来越重要的作用。

表 5 未来十年房地产真实需求预测，亿平方米

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
全国总人数，亿	13.58	13.64	13.69	13.75	13.80	13.86	13.91	13.97	14.02	14.08
城镇居民数，亿	7.20	7.35	7.50	7.65	7.80	7.95	8.10	8.25	8.41	8.57
人均居住面积	34.39	35.24	36.08	36.93	37.77	38.62	39.46	40.31	41.15	42.00
新增真实需求	11.00	11.28	11.57	11.86	12.15	12.45	12.75	13.05	13.36	13.67
其中来自：										
城镇人口增加	4.91	5.07	5.23	5.40	5.56	5.73	5.90	6.07	6.25	6.42
改善需求	5.96	6.09	6.21	6.34	6.46	6.59	6.72	6.85	6.98	7.11
交叉项	0.12	0.12	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13

资料来源：国家统计局、住建部、中投证券研究所

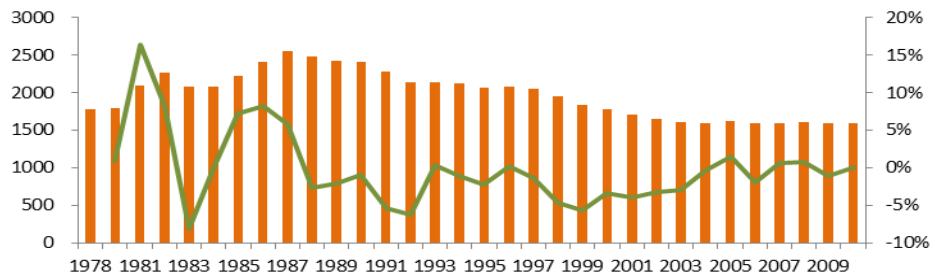
投资性需求挤出

住房有消费品和投资品的双重属性。因此供需是决定价格的基本因素，而房地产价格提升后亦将带动投资性需求的膨胀。自 2009 年开始的房地产调控政策着意打压投资性需求，今年更是出台了以通过增加个税为手段打压投资性需求的严厉措施。结合政府历次处理矛盾的手段，并通过与房地产中介研究者沟通，我们认为房地产调控政策仍有加紧的空间，投资性需求首当其冲，暂无恢复的可能。

婴儿潮影响延续但减弱

婴儿潮使适龄购房人口快速增加。上世纪 80 年代，我国迎来婴儿潮，其中，1985-1992 年是婴儿潮最高峰期。2000 年后我国结婚适龄人数迅速增加，中国的结婚率（年结婚人数/总人口）从 2002 年的 1.235% 快速上升至 2010 年的 1.851%，成为住房需求的直接来源。我们判断，未来适龄购房人口的增速虽然将难以避免的放缓，但婴儿潮影响在三年内仍将持续，购房需求仍将保持稳定增长。

图 24 婴儿出生数量



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

城镇人口缓慢增加

新增城镇人口需求是过去十年中国房地产市场最大推动力量，其可分解为两个部分，人口的自然增加和城镇化率提升所带来的城镇常住人口增加。

根据世界银行的数据，现在世界人口的平均增长水平约为 0.3%，我国人口过去十年的年均增速为 0.54%，2011 年为 0.48%。保守预计未来中国人口增速为年均 0.4%。

2011 年我国城镇化率达到 51.27%，其中上海、北京和天津分别达到 88.6%、85.0%和 78.0%，已经接近发达国家水平。由于统计上的原因，城镇化水平被低估的概率较大。根据历史数据，美国、日本、韩国城镇化水平从 50% 提高到 60%用了 27、15、6 年。结合前面的判断及历史经验，判断我国城镇化水平仍会推进，但速度将放缓，10 年年均城镇化进程为 0.87%。

改善性需求，即人均面积提升有空间

长期来看，人均面积提升的决定因素是人口密度。我国人口密度与卢森堡接近，介于美国和日本之间。而根据住建部的数据，2011 年，我国城镇人均住房建筑面积 32.7 平方米，农村人均住房面积 36.2 平方米。低于日本的水平（约 42 平方米）。按此计算，人均住房面积仍有至少 16%的提升空间。

2.3.3 城市分化：一线城市靠改善性需求，二线城市靠城镇化

我们用同样的方法测算了了华侨城地产项目所在城市的房地产供求情况。从价格上来看北京、上海、深圳、天津供求紧张，房价上行压力大；二线城市（成都、武汉、昆明、西安、福州）供求相对宽松，房价存在下行风险；宁波居中。

从量的驱动因素来看，一线城市以提高人均住宅面积为核心动力，高档住宅仍有空间。而二线城市人均住宅面积亦有提升空间，但整体上以城镇化及人口自然增长为主要动力。

图 25 北京房地产真实需求预测

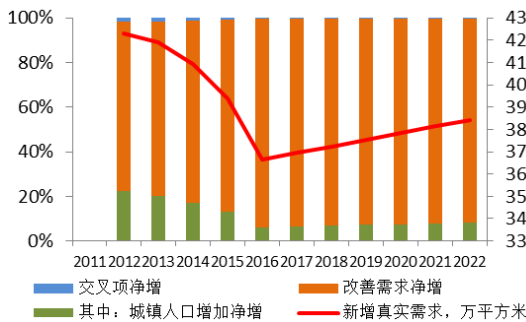


图 26 上海房地产真实需求预测

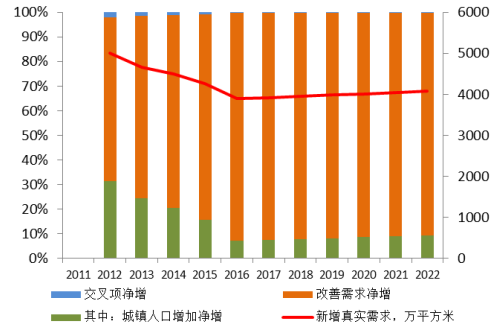


图 27 深圳房地产真实需求预测

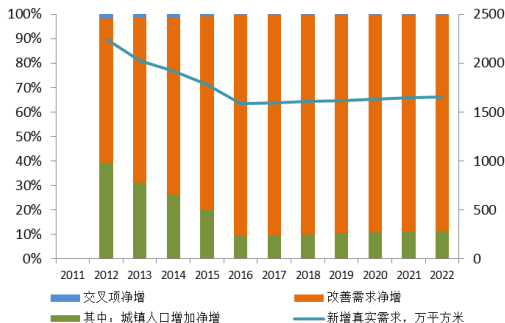


图 28 天津房地产真实需求预测

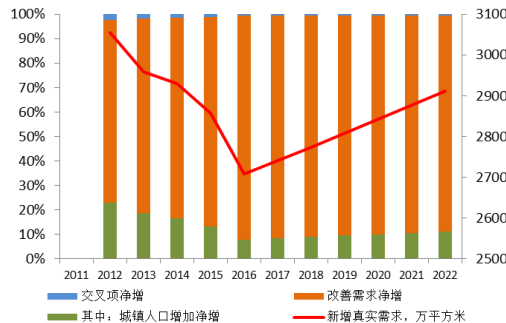


图 29 武汉房地产真实需求预测

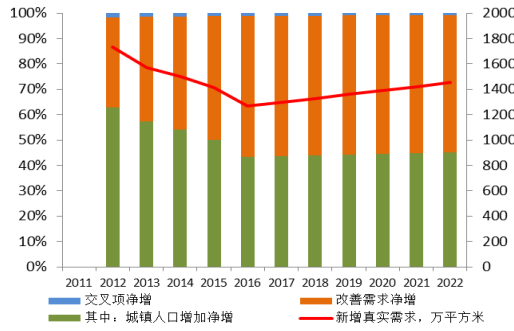


图 30 成都房地产真实需求预测

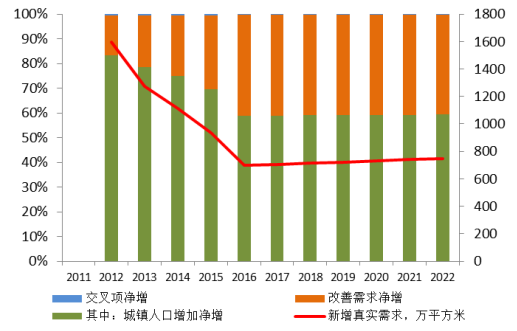


图 31 昆明房地产真实需求预测

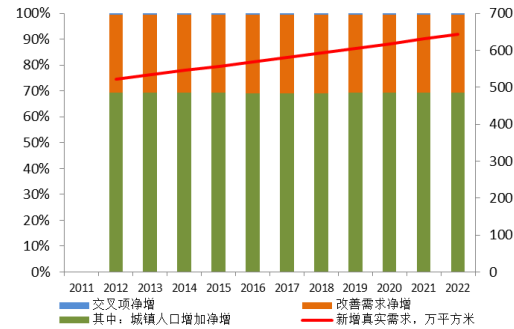


图 32 宁波房地产真实需求预测

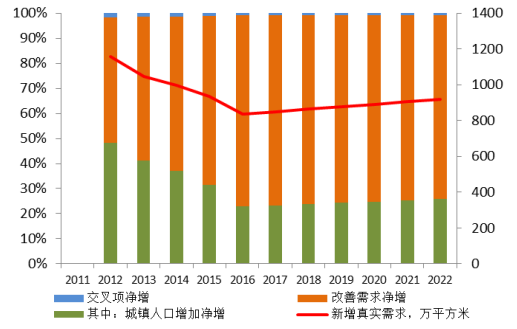


图 33 西安房地产真实需求预测

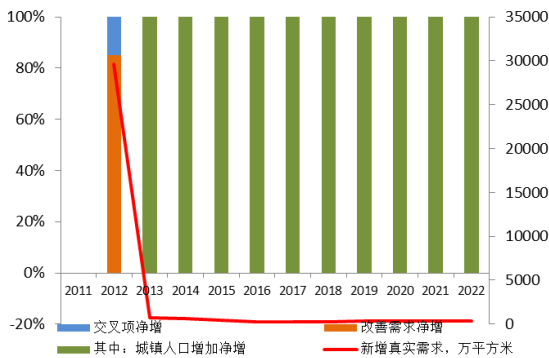
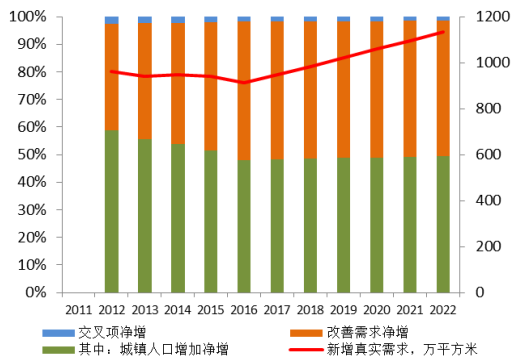


图 34 福州房地产真实需求预测



资料来源：CEIC、中投证券研究所

资料来源：公司资料、中投证券研究所

三、业务分析：有能力、有空间，中国迪士尼不二之选

3.1 从资源到品牌，构建高盈利、低风险壁垒

公司“旅游+地产+文化”模式优越：

其一，大平台各产业相得益彰、品牌号召力强大。公司是中国主题公园的领跑者，世界之窗、锦绣中华、欢乐谷、东部华侨城口碑极好。而控股股东华侨城集团是深圳文化产业的缔造者。文化主导的大型休闲娱乐产业集群形象下地产业务的高端定位正相宜。

这使得新项目的市场关注度极高。(1)缩短了盈利时间。主题公园开园即能吸引大量游客,完整经营第一年的游客总量一般在200万人以上,主题公园具有显著的边际收益递增特点,欢乐谷的保本点一般是150-180万游客,超过保本点游客贡献收入均是净利润。因此当年即可实现盈利,较其他主题公园更短。房地产高端定位明确,开盘一个月的去化率可达到60%。(2)门票折扣相对较低。根据我们的测算,公司有效票价率在75%以上,而同类型的宋城景区有效票价率在50%左右。

其二,成本低。

融资成本低。(1)大股东支持,公司长期贷款中来自自信用贷款(占比13.41%)和委托贷款(占比80.09%,主要来自华侨城集团)的比例远高于其他地产企业,资金使用成本为6%左右。(2)香港子公司可作为香港融资平台。香港上市融资便利,贷款成本低。目前中银香港的人民币贷款现行最优惠年利率约为5%,低于现行的内地银行一年期贷款基准利率的6.31%;在实际贷款操作中,由于内地企业贷款利率通常上浮到7%~10%,实际利差可能更大。(3)公司信誉度高,可以低于市场利率的成本拓展信托等多种融资方式。(4)2012年将深圳、上海、北京的欢乐谷门票作为基础资产上市融资推进了多元化融资进程。

拿地成本低。公司旅游产品概念新、开发精良,产业溢出效应强,受地方政府欢迎,在拿地等方面享受较多优惠。大部分土地是通过旅游项目获取,成本一直相对较低。

其三,抚平风险。房地产业务主要风险是政策及地产价格波动,而公司通过主题公园成片开发,不仅在一定程度规避了政策风险,还能够极大改善住宅周边环境,因而具备较强的定价能力。主题公园现金流不稳定,投资回收相对慢,而房地产收入能够及时补充现金流。同时,文化产业具有轻资产输出的优势,风险相对小,将起到稳定业绩的作用。

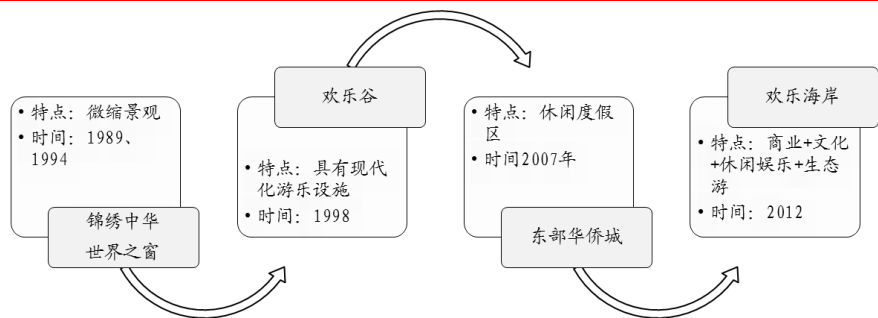
而其模式能够成功的深层次原因则是公司作为中国主题公园缔造者、深圳市文化产业名片的巨大品牌价值,和依托央企大股东而拥有的天然的政企合作优势。因而公司的经营模式被人们所熟悉,但一直未出现可与之比肩的竞争者。

3.2 旅游业务: 主题公园绝对龙头, 内生外延皆有看点

3.2.1 拓展一: 模式创新引导消费, 欢乐海岸有望成为第4代领袖

公司管理层视野开阔,学习能力强,能够合理借鉴国外主题公园经营模式。

图 35 公司主题公园代表业态一览



资料来源: 公司网站, 中投证券研究所

1989年，居民收入不高、旅游半径较小，公司借鉴国外经验，开创了第一个微缩主题公园——锦绣中华，集中华风景名胜与风俗习惯于一园，第一年就收回了投资。1994年打造世界之窗。

1998年，在微缩景观式公园盲目扩张、盈利不佳之时，公司购买先进的游乐设备，建造了国内第一个游乐类主题公园——欢乐谷，后成为国内最大的主题公园连锁品牌。

2007年，将游乐类公园与生态公园融合，打造国内领先的休闲娱乐公园——东部华侨城。

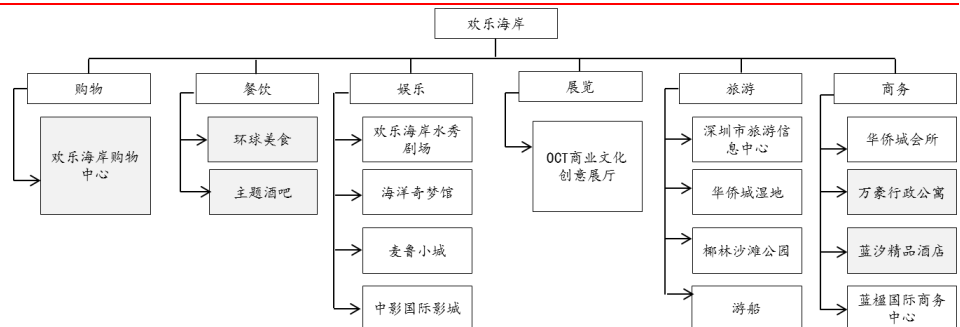
2012年，欢乐海岸开始对外运营，作为全新的、开放式旅游项目，招商工作进展顺利，并将在宁波复制。

欢乐海岸地处深圳湾商圈核心、华侨城主题公园群与滨海大道之间，总占地面积125万平方米，投资额35亿左右，是集文化、生态、旅游、娱乐、购物、餐饮、酒店、会所等多元业态于一体的主题商业模式的实践。

整个区域分为三个部分：生态旅游观光区（湿地公园、椰林公园）是以公益性和提高生态环境为目的的非营利单元，都市文化娱乐区（购物、餐饮、娱乐、商业）与绿色休闲度假区（度假公寓）是持有型物业，以租金和扣点盈利。其中购物中心、餐饮中心、写字楼和酒店式公寓是主要盈利点。

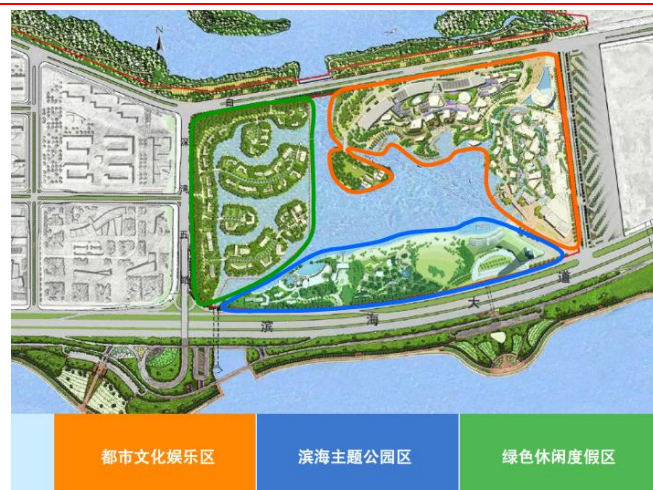
我们预计，完整经营一年收入至少在7.6亿元以上，净利润预计在1.5亿左右。

图 36 欢乐海岸业态一览（灰色部分为主要盈利单元）



资料来源：公司网站，中投证券研究所

图 37 欢乐海岸各区域定位



资料来源：公司网站，中投证券研究所

重点盈利单元:

➢ 蓝楹度假别墅,共 90 余套房,以会员卡的形式出让,价格在 2000-3000 万元之间,约 8 万元/平,总收入约 22.5 亿元。已售房收入第一年结算一半,其余分 35 年摊销。按照 13/14 年各出让 30% 计算,13/14/15 年收入分别为 3.98/3.86/0.33 亿元。

➢ 购物中心建筑面积 8 万方,预计于 2013 年营业,估计租金为每平方米 300 元/月,年均收入 1.92 亿左右。

➢ 餐饮中心建筑面积 5 万平方米左右,保守预计租金为每平方米 150 元/月,预计年均收入 9000 万。

微利单元: 年均贡献利润以百万计,对公司利润影响不大;但能够吸引游客,对重点盈利单元有明显的支撑作用。

➢ 酒店共 212 套房,每套房价预计在 1500 元/日左右,年均收入 5800 万元。

➢ 蓝楹国际商务中心建筑面积 1.06 万方,保守预计每平方米租金 300 元/月,年均收入在 3800 万左右。

➢ 欢乐海岸水秀剧场位于心湖之畔,占地面积近 1 万平方米,可容纳 2959 人,表演节目是多媒体主题水秀《深蓝秘境》。目前上座率超过 50%,已达到盈亏平衡。

➢ 中影国际影城是国内首座五星级独栋影城、中影集团中国最大旗舰店,有包括深圳最大的 IMAX 厅,贵宾厅、情侣厅在内的 11 个专业多功能放映厅,共 2200 个座位。

➢ 海洋奇梦馆位于欢乐海岸购物中心二楼西侧,占地面积 2800 平方米,是一个集科普教育、欣赏娱乐为一体的多功能水族馆,世界级海洋主题乐园。

➢ OCT 创意展示中心建筑面积 4000 平方米,是深圳首个商业文化创意展示中心。主要用于定期举办国际时装发布会、品牌车展、数码新品展、先锋艺术年度展和文博会分会场主题展等活动。

此外,欢乐海岸还有深圳市旅游信息中心、华侨城湿地、椰林沙滩公园、游船等,作为商业区的配套设施,主要目的是改善区域环境、提升地产价值及公益性。

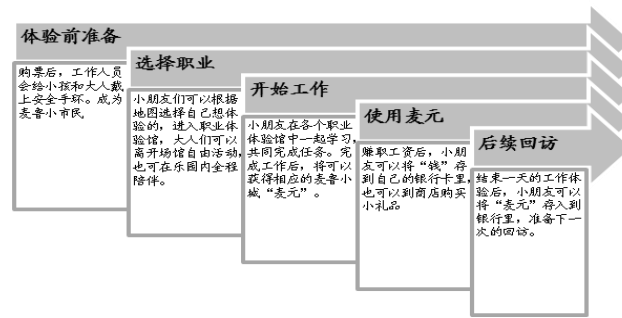
麦鲁小城是公司借鉴国外开发经验,并结合国情的又一创新。麦鲁小城定位于儿童职业体验馆。受益于生育政策,儿童教育消费越来越具有刚性的特点。而根据国内其他亲子乐园的经验,1 个儿童通常有 2 个左右大人陪伴。深圳、成都与武汉 14 岁以下人口数量庞大,未来有较大的发展空间。2012 年深圳麦鲁小城开业即实现略有盈余。

表 6 麦鲁小城情况

	14 岁以下人口总数, 万人	占总人口比	开业时间
深圳	101.88	9.84%	2012 年 5 月 15 日
成都	153.69	10.94%	2012 年 11 月初
武汉	97.69	9.98%	-

资料来源: 统计局、麦鲁小城网站、中投证券研究所

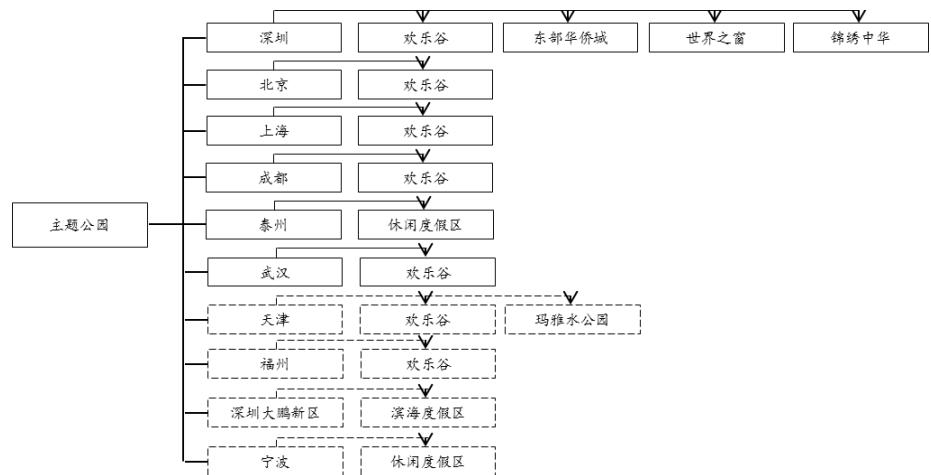
图 38 麦鲁小城游玩方法



资料来源：麦鲁小城网站，中投证券研究所

3.2.2 拓展二：全国第二轮扩张，异地项目渐入收获期

图 39 全国布局一览



资料来源：公司公告，中投证券研究所

游乐类公园第一轮布局在深圳、北京、上海、成都等一线城市，处于平稳成长期；第二轮布局已开启，重点城市是武汉、天津，13年将全面进入收获期；同时公司在宁波、福州和深圳大鹏新区布局，并重点关注三大经济圈和有潜力的省会及区域一线城市，在谈储备达 15 个。

武汉欢乐谷开园 8 个月接待游客 197 万人次，武汉华侨城整体盈利 2.8 亿。

天津项目预计于 2013 年 5 月运营，天津人口（1293.82 万）显著多于武汉市人口（978.54 万），经济实力更强（天津 GDP11190.99 亿元；武汉 GDP6500.00 亿元）。两地欢乐谷项目均有公交车直达，交通条件不相上下。且天津欢乐谷项目是室内水主题游乐园，开放时间更长。天津欢乐谷开园收益至少可以与武汉持平。

宁波项目将在 13 年开工，市内复制欢乐海岸，由于附近已有万达广场，将更突出文化、餐饮、娱乐项目；并将在市郊模仿东部华侨城打造生态休闲游项目。

福州项目核心是欢乐谷，将精选现有欢乐谷的游乐项目。

大鹏新区将开发成为深圳唯一一个海洋主题的休闲度假区。

3.2.3 拓展三：二次消费挖掘见成效

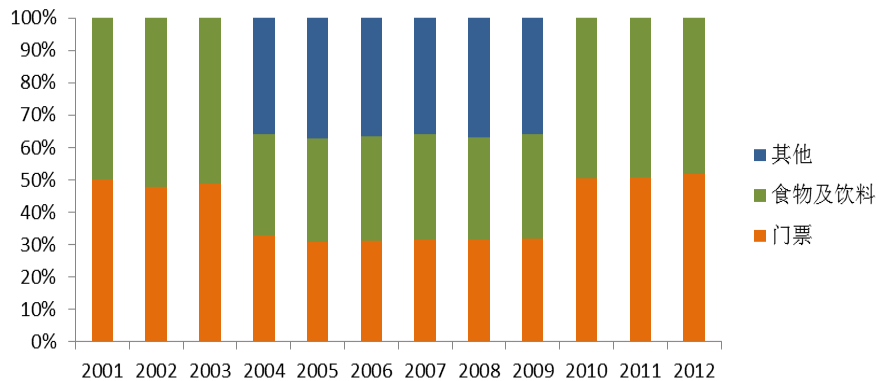
公司旗下业务在人均消费水平上与国际主题公园巨头尚存在较大差距。

差距的来源有两点：一是门票价格相对较低，迪士尼门票价格至少在 300 元左右，而欢乐谷的门票价格最高只有 200 元，其差异主要是由于规模和文化内涵逊色。

二是收入来源单一。我国运营较好的主题公园门票收入占比达到 80%或以上，而美国主题公园只有半数的收入来自门票，其余的来自食品、饮料、小商品的消费。除消费习惯的差异外，美国游客在主题公园逗留的时间一般是 6~8 个小时，而中国只有 2~4 个小时，是主要的原因。

收入单一的问题已出现了转机：公司通过举办节庆活动、增加商品质量和种类等方式引导消费，**2012 年北京欢乐谷门票收入只占到全部收入的 30%**。其余地区消费习惯尚不成熟，占比仍在 70-80%之间。但公司已有了一定的应对经验，且随着行业步入调整期，文化元素逐渐融入主题公园；经验累积及国际一流主题公园的进驻将推动我国主题公园在运营水平和边缘产业开发方面实现长足的进步，逐渐缩小人均消费水平与国外的差距。

图 40 迪士尼主题公园业务收入构成



资料来源：公司公告，中投证券研究所

同时，公司在延长游玩季节方面作出尝试：天津欢乐谷将打造室内游乐园。对于开拓北方游乐市场将起到借鉴作用。

门票价格受制于文化及主题公园规模，深层次的制约在于投资额限制：迪士尼乐园动辄投入百亿，公司主题乐园投资额一般在 10 亿元左右。

表 7 主题公园首期投资额情况

	开业时间	投资额
加州迪士尼乐园	1955 年	1700 万美元
奥兰多迪士尼世界	1971 年	7.66 亿美元
东京迪士尼乐园	1983 年	1500 亿日元
巴黎迪士尼乐园	1992 年	440 亿美元
香港迪士尼乐园	2005 年	36.3 亿港元
上海迪士尼乐园	2014 年 (预计)	245 亿元 (预计)

资料来源：迪士尼公司资料、中投证券研究所

表 8 主题公园收入与毛利率预测, 百万元, %

	2012	2013	2014	2015
收入, 百万元	4,000	4,471	4,842	5,041
毛利润, 百万元	880	1178	1456	1633
长期股权投资(锦绣中华与深圳世界之窗)	78	83	88	92

资料来源: 迪士尼公司资料、中投证券研究所

3.3 地产业务: 立足高端住宅, 拓展商业地产

3.3.1 住宅: 土地储备充足, 13 年加快推盘速度

截止 2012 年末, 公司旅游综合业务配套地产储备面积 565 万方, 房地产业务储备面积 200 万方, 按照现有开工速度, 即便无新拿地, 亦可维持 8 年。

2012 年初, 公司房地产项目可售面积 133 万方, 认购 85 万方, 货值 240 亿元, 至少 56 亿元未结算。

2013 年度, 公司计划开工面积为 96 万平方米, 可售面积为 168.2 万方, 计划推盘 117.6 万方, 可售货值 245.6 亿元。其中一季度计划推盘 38 万方, 收入 91 亿元; 二季度售 21 万方, 收入 43 亿元; 三季度 23 万方, 49 亿元; 四季度 24 万方, 62 亿元。

表 9 地产业务重估资产净值情况

	权益比率	重估资产净值, 百万元
房地产本部	100%	7,236
东部华侨城	100%	627
宝安公寓	100%	622
天津华侨城	100%	3,179
西安实业	100%	2,775
西安曲江	60%	215
上海天祥	86%	5,862
上海合利坊	100%	1,486
上海苏河湾	100%	3,315
北京华侨城	63%	4,874
成都华侨城	78%	544
武汉华侨城	100%	2,318
泰州华侨城	70%	555
云南华侨城	70%	6,046
招华曦城	50%	1,582

资料来源: 公司公告、各城市国土资源局、WIND、中投证券研究所

3.3.2 华侨城亚洲: 定位商业地产, 五年内市值、销售破百亿

华侨城亚洲定位是商业地产综合运营商, 现在正处于土地储备阶段。2012 年 1、11、12 月分别收购上海苏河湾 50.5%、天津天潇 100% 及北京来广营

33%的股权，2012 年初土地面积 224.7 万方，2012 年新增土地面积 51.7 万方。公司计划在未来 4-5 年发展成为市值 100 亿、销售 100 亿的商业地产运营商。

3.4 文化产业：经营基础好，可再造“华侨城”

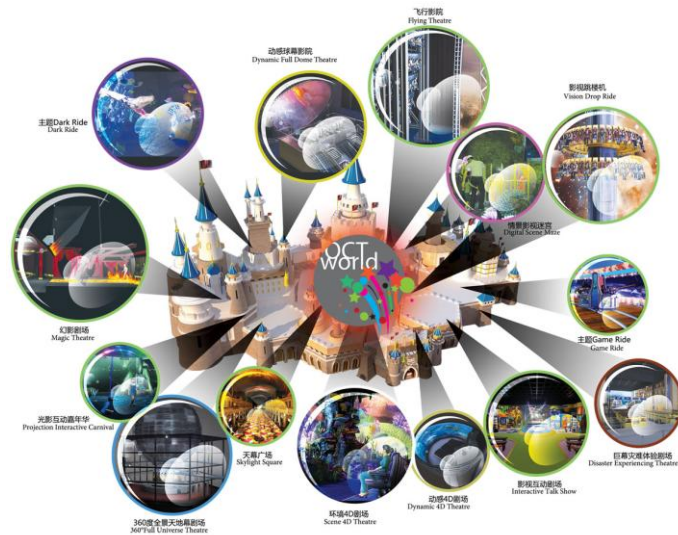
文化产业是公司未来拓展的重要方向。

文艺演出方面，以往文艺演出只用于增加主题公园人气，2012 年起向演艺总承包商转型，并与辽宁锦州、广西钦州和湖南张家界签订了总额超过 8000 万元的演艺项目合同。

其经营基础不逊于于宋城股份，空间很大：（1）2012 年公司接待游客已达到 2619 万人次，观众基础好；（2）人才基础：拥有创作及演职人员 2000 多名，比以文艺演出为核心业务的宋城股份更多（总人数 754 人，演职人员 350 人左右）；（3）演出质量：公司已累计推出大型演出 43 台，演出近 5 万场次，接待观众近 7000 万人次。其中《东方霓裳》、《创世纪》、《千古风流》等多项演出有非常好的反响；（4）场地条件：公司拥有千人以上大剧场 19 个，平均排一场节目可以演出 1500 场。

文化旅游科技公司开拓文化创意、主题旅游、科技创新的产业链整合输出之路。成立以来，迅速发展壮大。2012 年签订了广西柳州、江西九江等多个项目的合作协议，实现了订单规模和员工队伍成倍增长，并通过国家 A 类特种设备制造和安装许可认证，是国内唯一一个通过此认证的主题公园开发集团，业内影响力不断攀升。文化旅游科技公司将有望成为公司以轻资产、输出管理的方式进行扩张的平台。

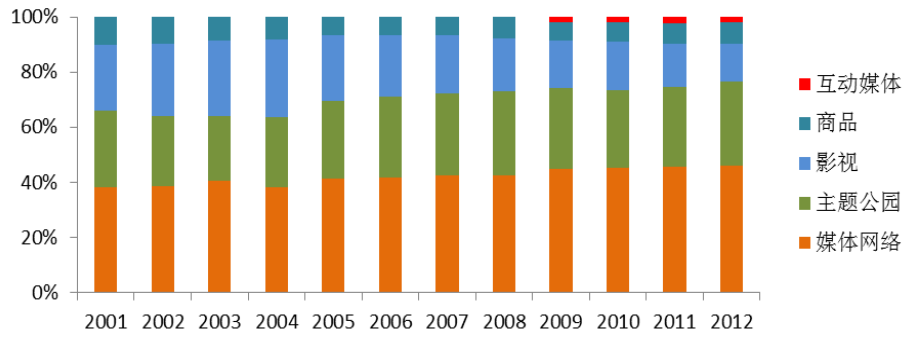
图 41 文化旅游科技公司开发产品



资料来源：公司网站，中投证券研究所

文化产业具有极强的盈利能力，迪士尼目前来自于媒体网络和影视的收入占比高达 45.97%、13.78%，是主题公园的 1.7 倍。媒体网络毛利润占比 66.43%，是主题公园的 3.48 倍。

图 42 迪士尼历年收入构成



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 43 迪士尼历年营业利润构成



资料来源：公司公告，中投证券研究所

四、估值低廉、修复空间大，强烈推荐

表 10 公司核心业务盈利预测

	2013E	2014E	2015E
营业收入			
房地产	20,169.96	24,189.51	28,894.59
主题公园	4,471.08	4,842.08	5,040.63
欢乐海岸	763.69	861.70	507.05
纸包装	847.39	855.86	855.86
内部抵消	-413.28	-484.07	-555.69
营业成本			
房地产	8,067.98	9,675.80	11,557.84
主题公园	3250.76	3330.83	3350.19
欢乐海岸	220.71	250.12	143.72
纸包装	728.76	736.04	736.04
内部抵消	-305.74	-348.72	-393.46
营业利润			
房地产	12,101.98	14,513.71	17,336.75

	2013E	2014E	2015E
旅游综合	1,220.33	1,511.25	1,690.44
欢乐海岸	542.98	611.59	363.33
纸包装	118.63	119.82	119.82
内部抵消	-107.54	-135.35	-162.23

资料来源：中投证券研究所

预测公司 13/14/15 年 EPS 分别为 0.66/0.79/0.96 元，股价对应 2013 年 PE 9 倍，处于行业低点。RNAV9.45 元（其中地产业务 6.91 元，旅游（包括欢乐海岸）2.45 元，纸包装 0.09 元），P/RNAV 仅为 0.6，具安全边际。

将公司旅游业务参照旅游类最低估值 20 倍，地产业务与欢乐海岸按照当前地产业最低 PE7.5 倍计算，亦可证明股价已经位于底部。

考虑到公司壁垒高、业务发展空间大、抗风险能力强。给予强烈推荐评级，6-12 个月目标价 7.5 元。

风险提示：国五条细则严厉程度超预期、天津项目盈利不达预期、安全事故、自然灾害及天气异常。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	46304	45154	52265	58119	营业收入	22284	26039	30665	35342
现金	9180	1883	1883	1883	营业成本	10700	12022	13764	15574
应收账款	377	402	488	563	营业税金及附加	3346	3910	4605	5307
其它应收款	240	414	478	525	营业费用	1215	1420	1672	1928
预付账款	1187	2168	2173	2454	管理费用	1597	1866	2197	2532
存货	35136	40114	47041	52462	财务费用	380	555	735	612
其他	185	172	202	232	资产减值损失	175	0	0	0
非流动资产	26694	25901	24265	22547	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	934	935	935	935	投资净收益	440	347	273	312
固定资产	12600	13219	12605	11398	营业利润	5311	6611	7964	9701
无形资产	4669	4669	4669	4669	营业外收入	54	0	0	0
其他	8491	7077	6056	5545	营业外支出	25	0	0	0
资产总计	72998	71055	76530	80666	利润总额	5340	6611	7964	9701
流动负债	32156	25149	24574	21341	所得税	1284	1589	1914	2332
短期借款	6265	10973	8175	2777	净利润	4057	5022	6049	7369
应付账款	5835	6593	7656	8594	少数股东损益	207	256	309	376
其他	20056	7583	8744	9970	归属母公司净利润	3850	4766	5741	6993
非流动负债	18908	18908	18908	18908	EBITDA	7195	8638	10334	12031
长期借款	16409	16409	16409	16409	EPS (元)	0.53	0.66	0.79	0.96
其他	2499	2499	2499	2499					
负债合计	51064	44057	43482	40249					
少数股东权益	2015	2271	2579	2955	主要财务比率				
股本	7271	7271	7271	7271	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	618	618	618	618	成长能力				
留存收益	12072	16838	22579	29572	营业收入	28.6%	16.8%	17.8%	15.3%
归属母公司股东权益	19919	24727	30468	37461	营业利润	22.8%	24.5%	20.5%	21.8%
负债和股东权益	72998	71055	76530	80666	归属于母公司净利润	21.2%	23.8%	20.5%	21.8%
					获利能力				
					毛利率	52.0%	53.8%	55.1%	55.9%
					净利率	17.3%	18.3%	18.7%	19.8%
					ROE	19.3%	19.3%	18.8%	18.7%
					ROIC	13.3%	10.8%	12.4%	14.1%
					偿债能力				
					资产负债率	70.0%	62.0%	56.8%	49.9%
					净负债比率	46.60	64.70%	59.12	50.46%
					流动比率	1.44	1.80	2.13	2.72
					速动比率	0.35	0.20	0.21	0.27
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.36	0.42	0.45
					应收账款周转率	65	63	65	63
					应付账款周转率	2.00	1.93	1.93	1.92
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.53	0.66	0.79	0.96
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	-1.61	0.45	0.78
					每股净资产(最新摊薄)	2.74	3.40	4.19	5.15
					估值比率				
					P/E	11.03	8.91	7.40	6.07
					P/B	2.13	1.72	1.39	1.13
					EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

刘越男,中投证券研究所餐饮旅游行业分析师,北京大学管理学硕士,香港大学金融学硕士

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434