海昌控股（2255）

首发报告

2014 年 08 月 13 日

买入

中国最大的海洋主题公园运营商

- **行业地位和竞争优势突出：**公司是中国最大的海洋主题公园运营商。其首个主题乐园于 02 年在大连开业，通过数十载的耕耘，至 2013 年底，公司园内动物涵盖约 30 种 500 多只海洋和极地动物，超过 40,000 多条鱼类、珊瑚及水母和其他动物，包括约 500 条大型鲨鱼，如鲸鲨、沙虎鲨、双髻鲨等。我们认为，公园业务较高的前期资本支出和公司专业的运营团队架起了高耸的行业壁垒，而上市后公司融资成本亦将得到优化，进一步增强公司之行业竞争力。
- **中产家庭崛起，为行业注入涓涓不息的增长动力：**我们认为，中国中产消费家庭的崛起为公司主题公园业务提供了充足的人流增长动力，伴随着人均旅游消费力的提升，将为实现园内游客二次消费增长提供夯实的基础。2013 年，海昌旗下主题公园的入园人次由 2012 年约 724 万名游客，增加 16%至约 840 万名游客。2014 年，公司计划通过重组，注入坐落于大连和重庆的两个公园；同年，在上海和三亚也会开启新主题公园的动工，并预计在 2016 年底前具备开业条件，进一步推动公司业务增长。
- **拥抱互联网销售渠道：**今年上半年，公司网络售票收入同比增 39.3%；网络销售数量同比增 24%。网络销售单票的平均价格同比增 12.3%。互联网渠道合作伙伴包括携程网、去哪儿和同程网等 8 家知名网络旅游中介。我们认为，通过互联网销售的电子门票容易形成规模效应，进而提升门票销售量并享受渠道扁平化带来的成本效益。
- **首次覆盖，目标价 2.23 港元，买入评级：**现价相对应 14 年公园业务 EV/EBITDA 值为 5.9x；全球同业均值为约 10.9 倍 EV/EBITDA，估值仍有较大的折让。根据 DCF 模型，公司价值为每股 2.23 港元，考虑到公司未来良好的增长前景（13-16E~32% EPS CAGR）及其上市后将得到的负债率和财务成本下降之优势，我们认为其估值极具吸引力。

古森森

+852 2532 1962

sam.gu@firstshanghai.com.hk

秦浩楷

+852 2532 1959

kyle.qin@firstshanghai.com.hk

主要数据

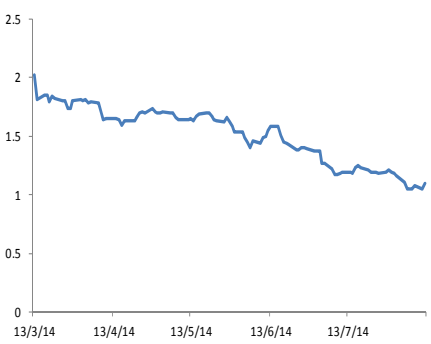
行业	消费
股价	1.10 港元
目标价	2.23 港元
股价上升空间	（+102.7%）
股票代码	2255.HK
已发行股本	40 亿股
市值	44 亿港元
52 周高/低	2.27 港元/1.02 港元
14 年每股资产净值	1.2 港元
主要股东	曲乃杰：56.67%
	欧力士：9.83%
	弘毅投资：10.01%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	12年历史	13年历史	14年预测	15年预测	16年预测
总营业收入（人民币千元）	889,014	1,122,807	1,706,954	1,909,875	2,157,075
变动	30.0%	26.3%	52.0%	11.9%	12.9%
股东应占利润（人民币千元）	59,617	86,108	201,859	225,473	264,273
变动	98.4%	44.4%	134.4%	11.7%	17.2%
主题公园 EBITDA（人民币千元）	267,758	342,631	615,897	726,530	894,414
变动	43.1%	28.0%	79.8%	18.0%	23.1%
主题公园 EV/EBITDA	13.5	10.6	5.9	5.0	4.1
每股盈利（人民币元）	0.035	0.029	0.050	0.056	0.066
变动	N/A	-19.1%	75.8%	11.7%	17.2%
基于1.1港元的市盈率	24.5	30.3	17.2	15.4	13.2

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主题乐园运营经验丰富，股东背景强大

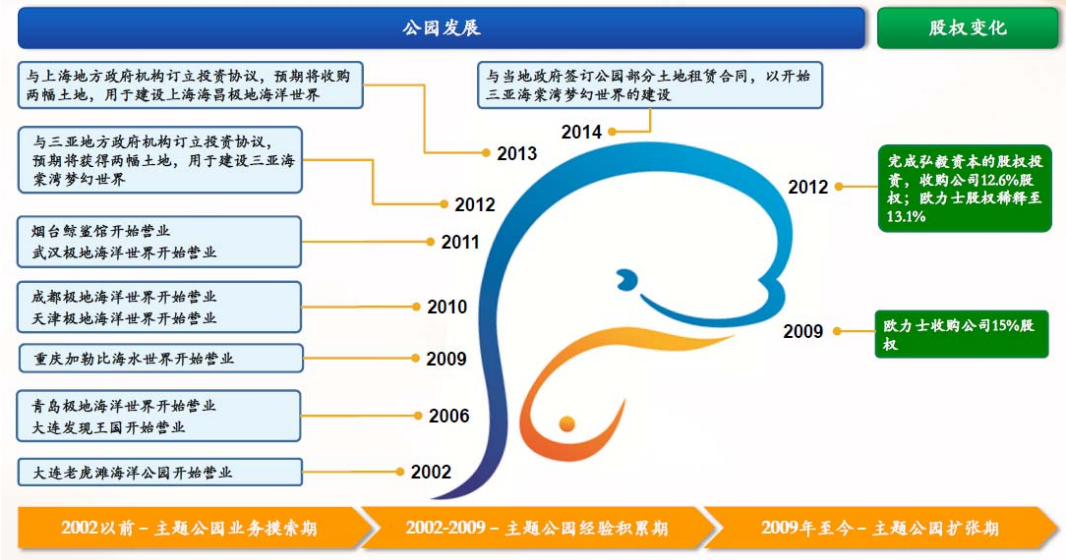
中国领先的海洋主题公园运营商，运营经验丰富，股东背景强大

海昌控股有限公司是一家中国领先的主题公园及配套商用物业开发及运营商。其主题公园可通过园内游乐项目以及主题公园周边的配套商用物业所提供的配套服务，提供一站式的主题公园、休闲、餐饮和购物消费体验。

2013 年全年，公司旗下主题公园的总入园人次约达 840 万，同比增长 16%。目前公司在中国大连、青岛、天津、烟台、武汉及成都分别经营着 6 个海洋主题公园。作为重组的一部份，公司将于 14 年底前完成收购新增主题公园－大连发现王国和重庆加勒比海水世界。公司于 2014 年 3 月 13 日成功在香港联交所上市。

公司由创始人、控股股东及非执行董事曲乃杰先生创立。于 2001 年，曲乃杰主要以其个人资本进军中国主题公园业务，并于 2002 年在中国大连开设了公司的第一个主题公园－大连老虎滩海洋公园。曲乃杰在大连开发的大连老虎滩海洋公园，自 2007 年 6 月起被中国国家旅游局评定为 5A 级旅游景区，有力推动了大连旅游业的发展。创办大连老虎滩海洋公园获得成功后，在随后的十年里，曲乃杰在中国进一步开发了 7 个不同类型的主题公园。

图表1：公司发展历史一览



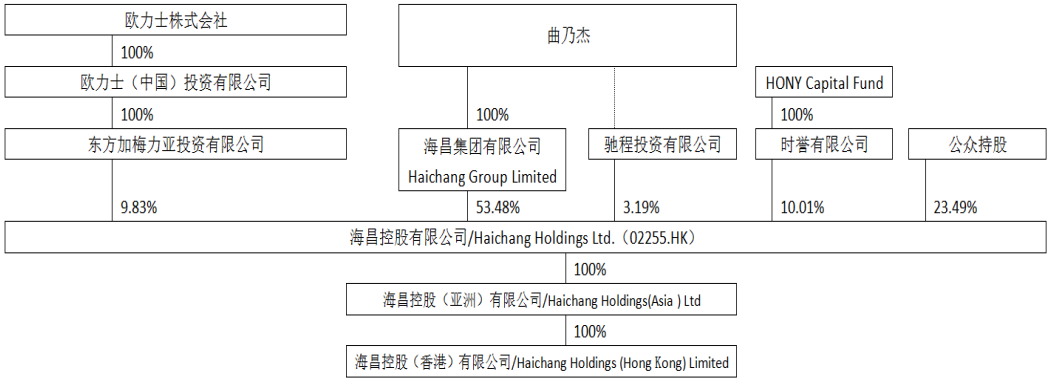
资料来源：公司资料

公司第一大战略投资者为 Orix（欧力士），欧力士是世界领先的综合金融服务集团，于纽约证券交易所和东京证券交易所上市，2009 年度总资产近 900 亿美元，营业收入超过 100 亿美元。该日本企业集团业务范畴包括企业融资服务、租赁、投资及房地产开发投资包括日本经营三个水族馆及多间渡假酒店，特别是日本著名的新江之岛水族馆和东京 sky tree 水族馆。

公司第二大战略投资者弘毅投资为中国领先的私募基金行业弘毅投资专注中国市场，业务涵盖并购投资与成长型投资，在发展战略、管理架构、高管招聘、内部控制、激励计划等方面出谋划策。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图表2：股权结构一览



资料来源：公司资料

图表3：大连发现王国掠影

来源：第一上海实地拍摄

图表4：大连发现王国掠影

来源：第一上海实地拍摄

图表5：大连老虎滩海洋公园掠影

来源：第一上海实地拍摄

图表6：大连老虎滩海洋公园掠影

来源：第一上海实地拍摄

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

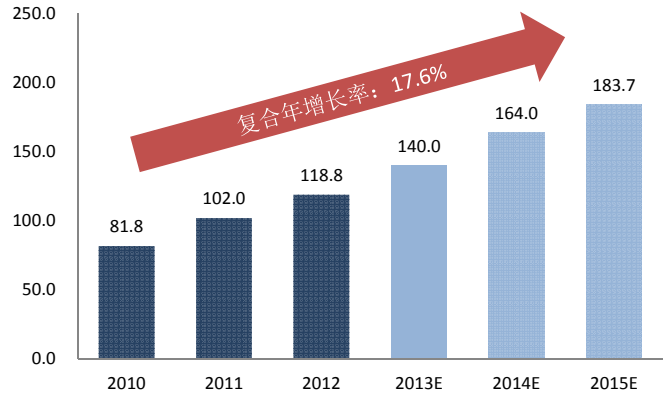
行业空间辽阔，中产崛起拉动增长

旅游行业欣欣向荣，增长源动力充沛

我们认为，公司增长的源头来自于中国中产家庭消费的崛起。第三方研究机构显示，中国中产阶级人数将在 2015 年达到约 1.8 亿，接近整个巴西的人口总数。在过去的 5 年，得益于经济发展、基础设施完善、收入增长、生活水平的提高以及休假政策的变化，中国国内旅游市场呈明显扩张趋势。随着中国运输基建逐步发展，为国内游带来更多便利，旅游已成为众多中国人生活的一部分。中国国家统计局的数字显示，自 2008-2012 年，国内游客人数年复合增长率达到了 14.7%。

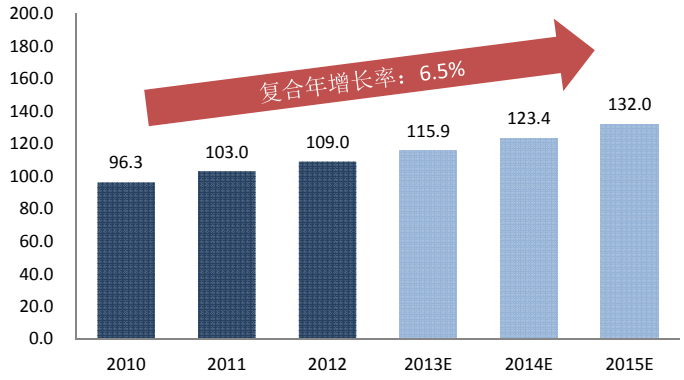
据中国国家统计局统计，全国旅游总收入从 2008 年的人民币 8,749 亿元增至 2012 年的人民币 22,706 亿元。即便近年来经济快速增长，但中国人均旅游开支仍远远低于发达国家。2012 年，中国人均年度旅游开支为人民币 767.1 元，佔中国人均国内生产总值约 2%。而早在 2003 年，美国和法国的人均年度旅游开支分别为 1,685 美元和 831 美元，均佔其当年人均国内生产总值的 5%以上，相对较低的人均开支为中国旅游业发展提供了巨大的增长空间。在主题乐园人群覆盖方面，如图表 13所示，与美国相比，中国每百万人口的主题乐园数目亦仍有可观的增长空间。

图表7：中产阶级人数（百万人）



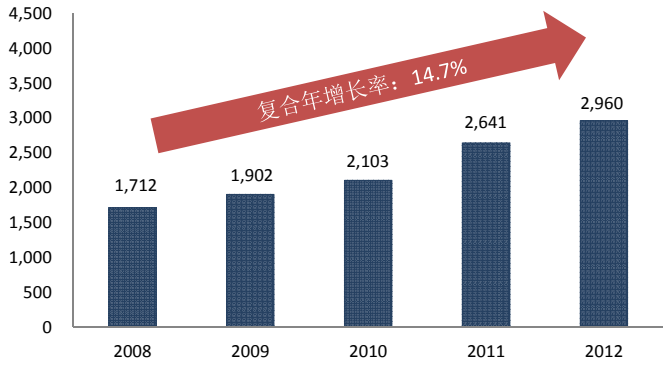
来源：欧睿、国家统计局（中产：年收入介于 1 万- 5 万美元的人口）

图表8：中国主题公园入场人次（百万）



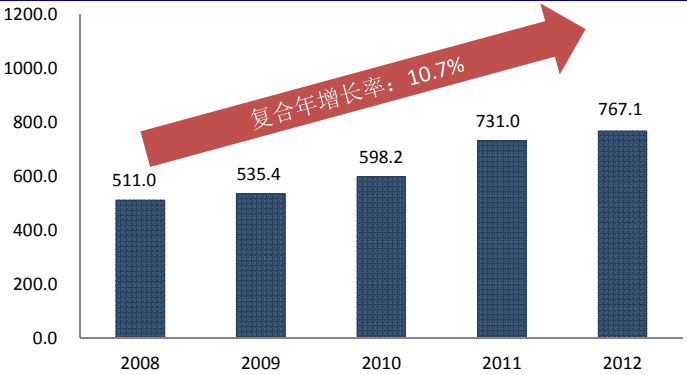
来源：欧睿、国家统计局

图表9：中国国内旅游人次（百万）



来源：中国国家统计局

图表10 ：中国旅游人均消费增长速度（人民币元）



来源：中国国家统计局

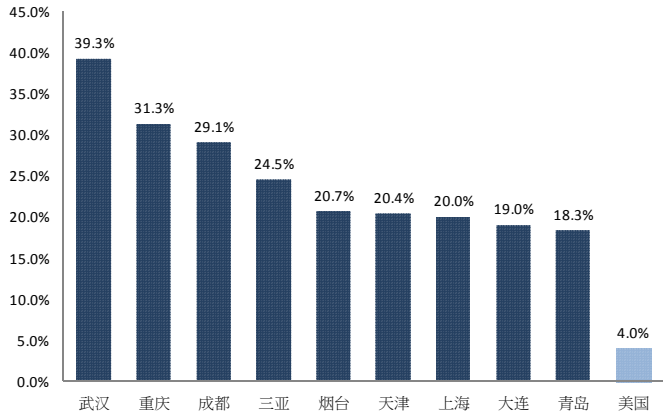
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图表11 ： 旅游业占生产总值比例逐年提升

	2008	2009	2010	2011	2012
全国旅游业收入	874.9	1,018.4	1,258.0	1,930.5	2,270.6
名义GDP	31,404.5	34,090.3	40,151.3	47,310.4	51,932.2
旅游业收入占比	2.8%	3.0%	3.1%	4.1%	4.4%

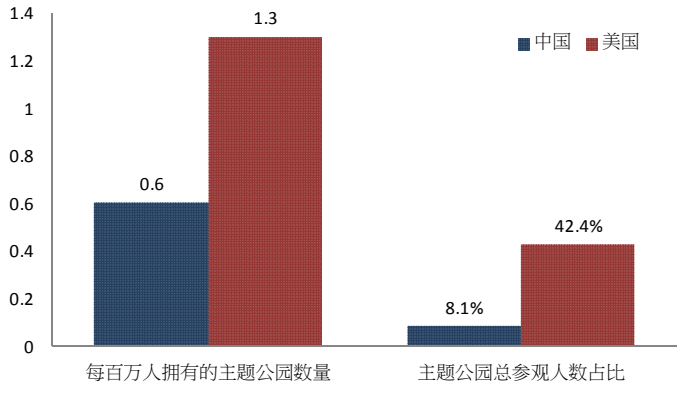
资料来源：中国国家统计局

图表12 ： 国内旅游收入 2008-2012 年复合增长率



来源：欧睿、AECOM 2012 全球主题公园调查报告

图表13 ： 中国每百万人拥有主题公园数量仍有空间



来源：欧睿、AECOM 2012 全球主题公园调查报告

商业模式清晰

公园运营是公司核心业务，也是公司未来专注点所在

我们认为公园运营是公司最核心的业务，也是公司未来专注点所在。2013 年全年，该业务占公司总收入的 64%。从宏观角度观察，在消费领域，中国中产家庭已彰显出了强大的力量，他们是推动中国经济向由内需拉动转型的主要动力之一；在政治上，我们观察到自 18 大以后，客户群面向普罗大众的商业模式具备政策风险低+容易形成规模效益的先天优势。

2013 年，海昌控股共运营 6 个主题公园，作为重组的一部分，“大连发现王国”和“重庆加勒比海水公园”收入将会在 2014 年并表。届时，公司旗下将拥有 8 家公园。在可预见的未来，公司还将在上海和三亚兴建主题公园，预计 2014 年将会开始动工。

公园运营收入主要来自 3 个方面：门票销售、园内饮食以及园内商品购买。如图表 15所示，历年来，门票销售是公园运营的主要收入构成，公司通过自身以及利用旅行社渠道出售门票。公司园区内饮食业务大多为公司自营。商品销售则交由第三方经营，公司从中收取入场费，以避开潜在的存货风险。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图表14 ：2013 年全年公司收入结构剖析

千人民币	2013	
按照业务类型分布		占总收入比
总收入	**1,122,807**	**100%**
公园门票收入+相关食品销售收入+货品销售收入	**713,384**	**64%**
大连老虎滩海洋公园	147,352	13%
青岛极地海洋世界	251,677	22%
成都极地海洋世界	102,863	9%
天津极地海洋世界	83,524	7%
烟台鲸鲨馆	29,372	3%
武汉极地海洋世界	98,596	9%
物业销售	**317,178**	**28%**
租金收入	**31,443**	**3%**
建筑合约	**58,335**	**5%**
酒店运营收入	**2,467**	**0%**

资料来源：公司资料、第一上海整理

图表15 ：历年公园运营收入

（单位：人民币千元）	2010	2011	2012	2013
公园运营	**386,260**	**536,350**	**633,407**	**713,384**
增长		38.9%	18.1%	12.6%
占总收入比	48.3%	78.4%	71.2%	63.5%
门票收入	357,073	489,248	577,353	651,020
食品销售+物品销售	29,187	47,102	56,054	62,364
食品销售+物品销售占总收入比	7.6%	8.8%	8.8%	8.7%

资料来源：公司资料、第一上海整理

配套商业物业业务可以为主题乐园运营带来协同效应

除了上述的公园运营业务，公司旗下还开展着与之配套的商业物业业务，主要分为房地产销售和出租两个业务。在房地产销售方面，主要的销售城市为天津、成都和武汉项目。如图表 14所示，配套商业物业业务大部分收入来自于房地产销售，租金收入占比并较小。我们认为，物业发展和主题公园业务可以产生协同效应，迪士尼用类似的商业模式取得了成功。但鉴于房地产销售的政策风险，我们认为公司在将来会更倾向于持有物业，以便更好地巩固主题公园一带商圈的控制。

图表16 ：公司主题公园商业模式

来源：公司资料

图表17 ：迪士尼商业模式

来源：公司资料

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

未来增长驱动力与策略清晰

收入增长动力：入园人数增长、人均园内二次消费提升以及门票单价提升

在内生增长方面，我们预期，在未来三年，公司主题公园的平均购票入园人数将维持 8%-10%的增长，平均票价将维持 3%-5%的增速，人均消费增长所带来的二次消费的收入占比也将逐年提升。为总收入贡献约 13%-18%的内生年增长。

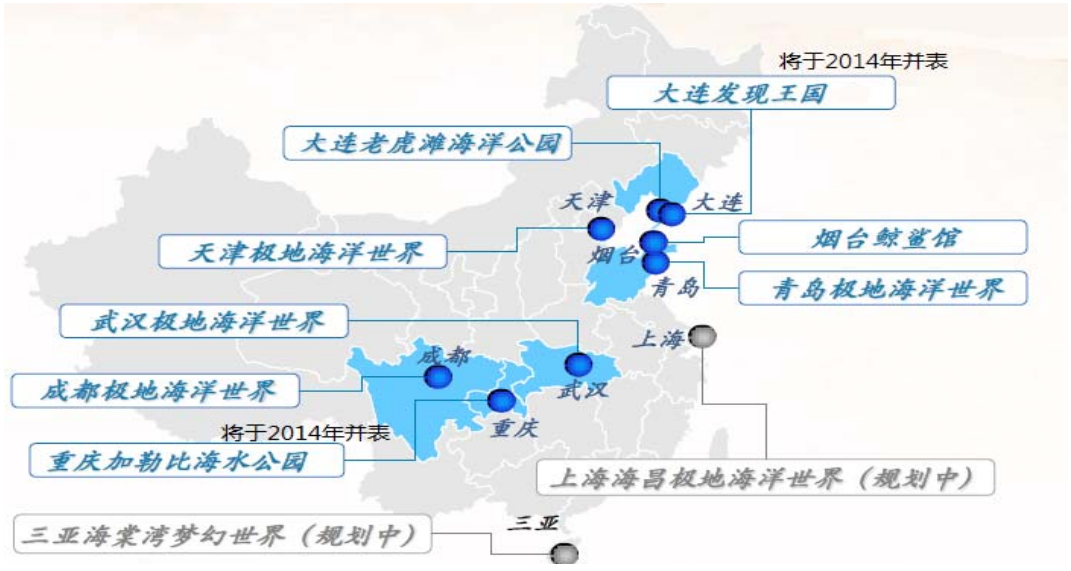
如前段所述，我们对公司主题乐园参观人次的增长速度充满信心，主要原因是我们相信中国中产家庭人数将不断壮大，而主题乐园是长盛不衰的体验式家庭消费重镇，不容易被替代；再者，公司专业的运营能力和经多年积累的行业壁垒形成了强有力的竞争优势，使公司得以保持中国海洋主题公园的龙头地位，持续为消费者客户带来良好的体验，增强消费黏性。

我们对园内二次消费（餐饮和货品销售）占收入比提升的信心来源于游客逐年上升的平均旅游支出。从横向观察，根据欧睿、AECOM 2012 全球主题公园调查报告显示，2012 年，在欧美国家，人均园内二次消费水平为 33.5 美元，而海昌的游客只达到人均 2.4 美元；再以 SeaWorld Entertainment 为例，公司 2013 年全年收入为 14.6 亿美元，其中园内二次消费收入达 5.39 亿美元，占比 37%，而海昌 2013 年全年 2 次消费收入占比仅有 8.7%，仍有巨大的提升潜力。

在主题公园运营业务中，销售成本主要由 4 方面组成：折旧摊销、人工成本、动物饲养成本、以及商品销售成本。其中，折旧和摊销费用占约 1/3 的销售成本。在成本增长方面，人工成本和其它成本增幅不大，因此，我们认为，当折旧和摊销费用随着时间慢慢消逝以后，公司收入增长如能维持在 10%以上，将会拉动公司盈利增速，形成可观的规模效益。

在配套商业物业业务方面，由于伴随太多政策风险与不确定性，我们认为，公司会更加谨慎对待该业务，并把它作为支援主题公园经营的项目运作。租金收入方面，我们相信也会伴随着主题公园业务实现稳定增长。

图表18 ：公司运营中公园以及未来规划



资料来源：公司资料、第一上海整理

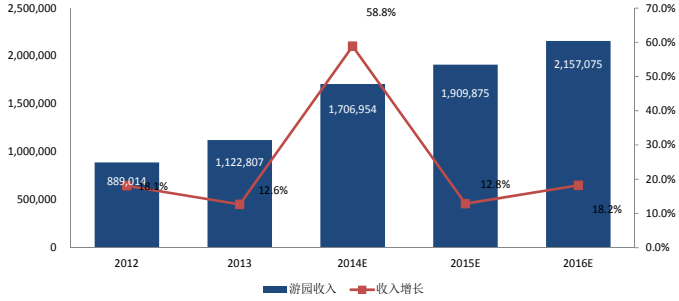
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

未来增长策略确定性强，2014 年将开始“上海海昌极地海洋世界”+“三亚海棠湾梦幻世界”的建设

在外部增长方面，我们也看到了公司清晰的战略布局。公司计划于 2014 年开始在上海和三亚开始新游乐园的建设，目前上述规划中两个项目正如期推进，2014 年 4 月 9 日，上海临港管委会主持召开上海海昌极地海洋世界项目专题会议并发布会议纪要，5 月 28 日，上海市规土局批复项目专项设计任务书，6 月 20 日，公司于上海港城集团签署投资协议补充协议。以上各项协议及文件，对于项目的选址、规划指标、协议地价、土地规划建设等方面的时间节点安排做了明确。根据新的时间节点计划，今年 9 月底前将完成对于项目专项规划审批，11 月底前完成项目用地出让工作，12 月底前正式开工。方案设计方面，公司委托的美国 GGE 公司于 8 月初完成了调整项目用地后的概念规划，并将于 8 月中旬上报上海市规土局做概念方案的审批并同时进行概念规划方案方案公示。

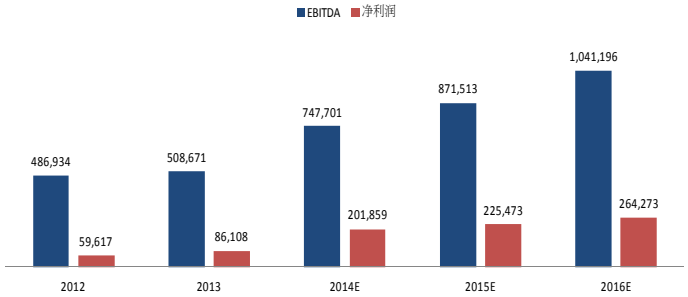
2014 年 1 月，公司与三亚海棠湾管委会签署公园用地土地租赁协议，明确公园用地使用权。6 月，公司委托的 RVJA 公司完成项目用地概念规划并向三亚市主管部门汇报通过。7 月，负责三亚海棠湾地区总体规划审批的中国城市规划设计研究院通过了三亚项目 10 万平方米建筑面积指标。公司计划于 8 月初与海棠湾管委会就进场施工签署委托代建协议，开始部分用地施工和设施建设，并在 11 月底前争取完成部分商业用地的土地出让工作。

图表19 ：历史与预测收入及其增长（千元人民币）



来源：公司资料，第一上海预测

图表20 ：历史与预测盈利及 EBITDA（千元人民币）



来源：公司资料，第一上海预测

图表21 ：公司各公园历史及预测收入

（单位：人民币千元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
公园运营	633,407	713,384	1,133,136	1,278,676	1,511,601
增长	18.1%	12.6%	58.8%	12.8%	18.2%
占总收入比	71.2%	63.5%	66.4%	67.0%	70.1%
门票收入	577,353	651,020	961,628	1,060,421	1,222,622
食品销售+物品销售	56,054	62,364	171,508	218,255	288,979
食品销售+物品销售占公园运营收入比	8.8%	8.7%	15.1%	17.1%	19.1%
老虎滩海洋公园收入	141,708	147,352	171,533	198,395	234,022
青岛极地海洋世界收入	214,323	251,677	292,351	323,203	381,784
成都极地海洋世界收入	92,722	102,863	119,719	138,910	164,403
天津极地海洋世界收入	73,201	83,524	95,390	110,506	128,081
烟台鲸鲨馆	26,545	29,372	34,792	38,734	46,093
武汉极地海洋世界收入	84,908	98,596	112,511	124,543	147,314
大连发现王国			255,772	285,000	339,462
重庆加勒比海			51,069	59,384	70,442

资料来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

海洋主题公园的行业龙头，竞争优势突出

中国领先的主题公园及配套商用物业开发及运营商

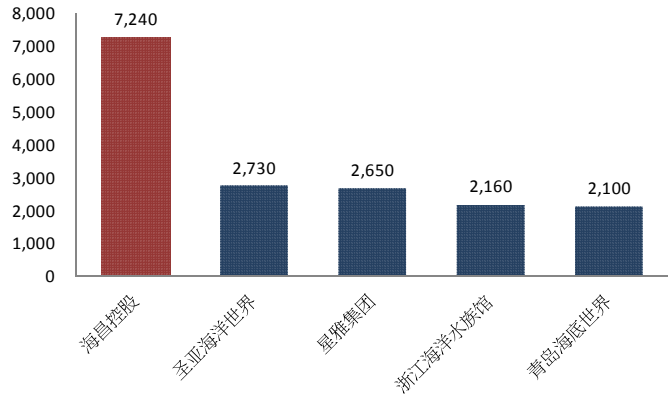
国内的海洋主题公园在发展初期仅作为海洋生物的展示场所，现在，海洋公园内举办各类海洋动物表演和其他体验互动活动的多功能现代旅游已经屡见不鲜。中国海洋主题公园行业的特点是参与者众多，但上规模的却很少。就 2012 年入园人次而言，海昌是最大的海洋主题公园运营商，接待的游客人次佔中国海洋主题公园游客总人次约 15%，其次为大连圣亚，其在大连和哈尔滨的两大公园 2012 年接待游客约 273 万人次。

在业内，公司是一家中国领先的主题公园及配套商用物业开发及运营商。海昌的主题公园可通过园内游乐项目以及主题公园周边的配套商用物业所提供的配套服务提供一种综合性的主题公园、休闲、餐饮和购物体验。根据欧睿调查，按 2012 年游客入园人次计算，公司是中国最大的海洋主题公园运营商（公司当年的入园人次达 720 万，是最接近的竞争对手的两倍以上）。

在产品和服务方面，公司具备明显的行业竞争优势：海昌拥有的动物种类繁多，亦有能力设计各类差异化及互动性节目来展示公司的动物。于 2013 年 12 月 31 日，公司的动物种群包含约 30 种 500 多隻海洋和极地动物以及超过 40,000 多条鱼类、珊瑚及水母等其他动物，包括 10 馀种，约 500 条大型鲨鱼。除此之外，海昌还拥有一支逾 600 人的训练有素的动物护理员团队，以促进公司的动物养护及生存环境的维护。

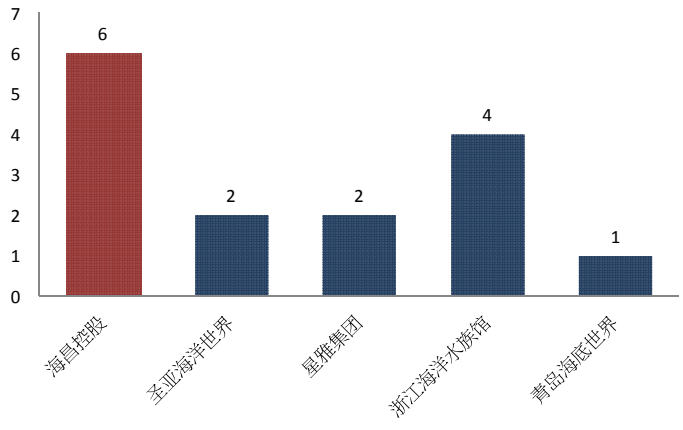
我们认为，海洋主题公园的行业壁垒很高，新来者很难进入，主要门槛为较高的前期资本开支（取决于主题公园大小，约 5-10 亿元人民币的资本开支）以及对运营团队专业性的要求。公司在海洋公园建设规划、动物的购买、它们的栖息地建设以及娱乐配套设施配套方面拥有超过 10 年的运营经验。除了海洋动物的展示，园内设有动物表演以及和观众的互动。以大连老虎滩为例，我们团队去现场参观的时候还未到暑假，一场表演的观众人数已经达到 2000 多人。

图表22 ： 12 年国内海洋公园游客人次对比（千）



来源：公司信息、欧睿

图表23 ： 12 年国内海洋公园拥有主题公园数量（个）



来源：公司信息、欧瑞

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图表24 ：2012 年全球排名前 10 的主题公园（按游客人次划分，千）

公司	2011年游客人次	2012年游客人次	同比增长	拥有主题公园数量
华特迪斯尼	120,821	126,479	4.7%	6
墨林娱乐	46,400	54,000	16.4%	12
环球影业	31,990	34,515	7.9%	4
团圆娱乐	26,220	27,130	3.5%	40
六期公司	24,300	25,750	6.0%	18
海洋世界公司	23,600	24,310	3.0%	11
雪松会娱乐	23,400	23,600	0.9%	12
华侨城	21,731	23,359	7.5%	8
海昌（包括两新增公司）	7,550	9,400	24.5%	8
Compagnies Des Alpes	9,300	9,300	0.0%	12

资料来源：欧睿、AECOM 2012 全球主题公园调查报告

上市后财务状况将得到大幅改善

从历史上观察，海昌是一家高负债的公司。我们认为，由于主题公园业务回报周期较长，前期资本开支较大，举债投资可以提升杠杆，是提高股东回报的不二法门。诚然，负债也伴随着偿还能力的风险，我们预期在上市以后，今年全年的负债状况将会得到大幅改善，从而降低现有财务成本以及未来融资成本。

图表25 ：上市后负债状况将逐步改善

负债状况	2012	2013	2014E	2015E	2016E
资产负债率(%)	85.2	86.0	53.5	56.1	55.1
净资产负债率（%）	**300.7**	**304.8**	**4.0**	**19.5**	**29.3**
非流动资产/总资产(%)	50.5	54.0	60.7	66.9	75.5

资料来源：公司资料、第一上海预测

经验丰富的管理团队

图表26 ：管理层一览

资料来源：公司资料

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

公司市值在资本市场被严重低估

公司估值极具吸引力

公司现价相对应 14 年公园业务 EV/EBITDA 值为 5.9x；全球同业均值为约 10.9 倍 EV/EBITDA，估值仍有较大的折让。根据 DCF 模型，公司价值为每股 2.23 港元，考虑到公司未来良好的增长前景（13-16E~32% EPS CAGR）及其上市后将得到的负债率和财务成本下降之优势，我们认为其估值极具吸引力。

图表27 ： DCF 模型

	高速成长期						稳定成长期				永续期
折现年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
自由现金流增长率				5%	5%	3%	3%	3%	3%	3%	1%
CAPEX	(1,500,000)	(1,500,000)	(1,500,000)	(70,000)	(70,000)	(70,000)	(70,000)	(70,000)	(70,000)	(70,000)	(70,000)
现金流量预测	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,105,928	1,030,821	1,206,343	1,266,660	1,329,994	1,363,243	1,397,324	1,432,258	1,468,064	1,504,766	1,519,813
CAPEX	(1,500,000)	(1,500,000)	(1,500,000)	(70,000)	(70,000)	(70,000)	(70,000)	(70,000)	(70,000)	(70,000)	(70,000)
自由现金流量	(394,072)	(469,179)	(293,657)	1,196,660	1,259,994	1,293,243	1,327,324	1,362,258	1,398,064	1,434,766	1,449,813
折合至2014E年的现金流量	(394,072)	(422,684)	(238,338)	874,988	829,997	767,477	709,642	656,143	606,657	560,885	5,667,679
永续期折现值											14,643,114

基本参数：	
WACC	11%
长期增长率	1%
债券价值	0
股份数量	4,000,000

公司价值计算	
现金流折现	9,618,374
减：净金融负债	2,395,648
减：少数股东权益	160,357
股本价值	7,062,369
股本数量（预期）	4,000,000
DCF法之每股价值（港元）	2.23
DCF法之每股价值（人民币）	1.77

资料来源：公司资料，第一上海预测

图表28 ： 同比公司一览

	彭博代码	股价	市值（亿，当地货币）	EV/EBITDA		P/E		P/B		净负债比例
				2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E
海昌控股	**2255 HK Equity**	**1.10**	**44**	**5.9**	**5.0**	**17.2**	**15.4**	**1.2**	**1.3**	**4.0**
全球公司										
Seaworld Entertainment	SEAS US Equity	28.06	25	9.0	8.4	20.1	16.6	3.5	3.1	233.0
Six Flags Entertainment	SIX US Equity	36.88	35	12.2	11.3	26.1	26.3	8.0	7.6	151.8
Cedar Fair	FUN US Equity	50.12	28	9.9	9.4	18.4	15.2	21.0	18.3	1008.1
Walt Disney	DIS US Equity	87.5	1502	11.6	10.9	20.5	18.7	3.4	3.1	21.5
Oriental Land	4661 JP Equity	19525	17753	11.5	12.1	23.2	24.8	3.3	2.9	净现金
Merlin Entertainment	MERL LN Equity	347.7	35	11.2	10.3	20.7	18.7	3.2	2.8	106.6
平均值				**10.9**	**10.4**	**21.5**	**20.1**	**7.1**	**6.3**	
A股公司										
华侨城A	000069 CH Equity	5.56	404	5.8	5.1	7.5	6.5	1.4	1.1	40.7
大连圣亚	600593 CH Equity	16.39	15	na	na	na	na	na	na	na
宋城演艺	300144 CH Equity	26.17	146	20.5	15.7	35.1	27.1	4.2	3.7	净现金
峨眉山A	000888 CH Equity	19.28	51	12.5	11.0	23.9	20.6	2.9	2.6	净现金
平均值				**12.9**	**10.6**	**22.2**	**18.1**	**2.8**	**2.5**	

资料来源：彭博、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

风险因素

- 游园人数的增长不符合预期：受经济周期的影响，游园人数将承受一定的波动性。虽然我们对游园人数增长长期持乐观态度，但不排除由宏观环境不景气所带来的有可能持续数年的游园人数增长停滞甚至是负增长。
- 公司无法更进一步货币化游园人群：主要体现在公司有可能无法找到更好的方式让入园游客提升其消费金额（除门票外）。
- 相关配套商业物业业务受到政府宏观调控政策的打压，或经济不景气也会使其地产销售以及出租业务受到影响。
- 在历史上，主题乐园的机动设备意外造成过人员伤亡，并带来对公司品牌非常恶劣的影响。
- 公司园内驯养有大批珍贵的野生动物，如果期间爆发疫情并没得到良好控制，将会为公司带来直接经济损失。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

附录：主要财务报表

损益表

<千元人民币>，财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	889,014	1,122,807	1,706,954	1,909,875	2,157,075
毛利	399,667	507,011	819,338	926,289	1,056,967
其他业务净额	300,671	263,177	119,487	95,494	107,854
销售及管理费用	(211,998)	(236,848)	(365,288)	(408,713)	(450,829)
营运收入	488,340	533,340	573,536	613,070	713,992
财务开支/收入	(301,296)	(351,985)	(173,023)	(165,702)	(189,642)
联营公司收入/开支	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
税前盈利	187,044	181,355	400,514	447,368	524,350
所得税	(108,171)	(80,432)	(176,226)	(196,842)	(230,714)
净利润	78,873	100,923	224,288	250,526	293,636
少数股东应占利润	19,256	14,815	22,429	25,053	29,364
本公司股东应占利润	59,617	86,108	201,859	225,473	264,273
折旧及摊销	(112,917)	(114,763)	(200,870)	(277,775)	(350,073)
EBITDA	486,934	508,671	747,701	871,513	1,041,196
增长					
总收入 (%)	30.0%	26.3%	52.0%	11.9%	12.9%
EBITDA (%)	51.9%	4.5%	47.0%	16.6%	19.5%

财务分析

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	44.96%	45.16%	48.00%	48.50%	49.00%
EBITDA 率 (%)	54.77%	45.30%	43.80%	45.63%	48.27%
净利率(%)	8.87%	8.99%	13.14%	13.12%	13.61%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	23.85%	21.09%	21.40%	21.40%	20.90%
实际税率 (%)	57.83%	44.35%	44.00%	44.00%	44.00%
股息支付率 (%)	11.16%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
库存周转	5.3	4.5	6.0	6.0	6.0
应收账款天数	34.1	27.9	30.0	35.0	35.0
应付账款天数	217.0	138.6	140.0	140.0	140.0
财务状况					
总负债/总资产	0.85	0.86	0.53	0.56	0.55
收入/净资产	0.78	1.19	0.45	0.47	0.50
经营性现金流/收入	0.22	0.28	0.65	0.54	0.56
税前盈利对利息倍数	0.62	0.52	2.31	2.70	2.76

资产负债表

<千元人民币>，财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	404,040	495,936	2,244,307	2,341,526	1,924,117
应收账款	90,376	81,139	140,298	183,139	206,843
存货	6,834	8,200	14,591	16,169	18,084
其他流动资产	3,337,321	2,527,576	800,255	507,183	214,111
总流动资产	3,838,571	3,112,851	3,199,451	3,048,016	2,363,154
固定资产	2,157,320	2,169,704	3,445,463	4,644,851	5,772,447
无形资产	123	376	14,607	28,127	40,970
投资物业	1,143,000	1,376,000	1,376,000	1,376,000	1,376,000
其他	608,170	101,265	101,265	101,265	101,265
总资产	7,747,184	6,760,196	8,136,786	9,198,260	9,653,837
应付账款	673,496	601,301	654,722	732,555	827,371
应付关联公司款项	807,266	787,292	0	0	0
短期银行借款	1,436,777	931,448	931,448	931,448	931,448
递延收入	4,036	5,354	8,535	9,549	10,785
其他短期负债	622,831	387,403	628,529	628,529	628,529
总短期负债	3,544,406	2,712,798	2,223,234	2,302,081	2,398,134
长期银行借款	2,406,470	2,440,333	1,464,200	2,196,300	2,262,189
政府补贴	587,440	585,703	585,703	585,703	585,703
其他负债	65,008	77,842	77,842	77,842	77,842
总负债	6,603,324	5,816,676	4,350,978	5,161,926	5,323,867
归属股东权益	1,008,163	805,592	3,625,451	3,850,924	4,115,197
少数股东权益	135,697	137,928	160,357	185,409	214,773
股东权益	1,143,860	943,520	3,785,808	4,036,334	4,329,970
每股账面值(摊薄)	0.68	0.31	0.95	1.01	1.08
营运资产	294,165	400,053	976,218	745,935	(34,979)

现金流量表

<千元人民币>，财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
EBITDA	486,934	508,671	747,701	871,513	1,041,196
净融资成本	177,011	202,174	173,023	165,702	189,642
营运资金变化	(120,562)	(141,795)	498,608	327,501	363,505
所得税	(100,162)	(79,634)	(176,226)	(196,842)	(230,714)
其他	(250,760)	(174,826)	(137,177)	(137,054)	(157,285)
营运现金流	192,461	314,590	1,105,928	1,030,821	1,206,343
资本开支	(83,724)	(139,103)	(1,500,000)	(1,500,000)	(1,500,000)
其他投资活动	(364,017)	1,074,902	1,460,891	0	0
投资活动现金流	(447,741)	935,799	(39,109)	(1,500,000)	(1,500,000)
负债变化	540,381	(517,161)	(976,133)	732,100	65,889
股本变化	390,640	(247,874)	2,618,000	0	0
股息	(369,628)	(419,173)	(173,023)	(165,702)	(189,642)
其他融资活动	(17,618)	25,715	(787,292)	0	0
融资活动现金流	543,775	(1,158,493)	681,552	566,398	(123,753)
现金变化	288,495	91,896	1,748,371	97,219	(417,409)
期初持有现金	115,545	404,040	495,936	2,244,307	2,341,526
汇兑变化	0	0	0	0	0
期末持有现金	404,040	495,936	2,244,307	2,341,526	1,924,117

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作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或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。