

公园收益蒸蒸日上，创新业务蓄势待发

报告摘要

公园业务表现亮丽，净利润同比提升 20.1%。在公园入园人数提升 8%至 9.5 百万人，票价提升 3%至 110.7 元推动下，去年公园收入同比提升 11.7%至 1295.8 百万元，EBITDA 同比增长 20.4%，至 667.3 百万元，毛利率同比增加 4.5%至 55.3%；配套物业的收入为 121 百万元，同比减少 67.4%，租金收入增长 21.9%至 59 百万元。净利润同比提升 20.1%至 230.6 百万元。

收入结构方面进一步优化，公园毛利率有望扩阔。非门票收入同比增长 13.8%至 2015 年的 246.6 百万元。公司预计在管理输出和租金收入将成为非门票收入的主要增长动力，2016 年预计签订的合同已经达到 1.1 亿，在 2-3 年内分段确认。由于调整加大了持股比例，租金收入会保持在 20%以上的增加。剔除爆炸的影响，天津、成都、武汉水公园的毛利率约 50%左右，毛利率最好的青岛达到 75.7%，而重庆水公园和基建类公园的毛利率约 30%。公司预计天津、成都、武汉项目于 2-3 年内有望增至 60%。

推进轻资产和创新业务。公司通过提升有海洋文化元素和主题的衍生产品服务，包括美人鱼的表演、夜宿极地这些方面的开发，对存量项目围绕主题文化和场景战略进行不断地升级改造，预计 2016 年现有改造项目支出约 1.36 亿。此外，去年公司对湖南项目进行品牌加上管理的新的管理输出，在沈阳展开了互动娱乐试点项目，产出新的卡通形象和绘本文化 IP，并计划今年于成都推出海洋儿童乐园。预计未来 3-5 年创新业务收入将占利润贡献 30%。

上海和三亚项目开发进度良好。上海项目今年会全面进入基础性施工和设备有关的准备工作，预计的整体投入约 6 亿，根据迪斯尼 500 元测算，上海门票为 260~300 元。三亚项目的一期用地计划在今年 4、5 月份进入一个总体的深化设计的阶段，做好开工的准备。我们测算 2017 年和 2018 年上海项目的收入将达到 1.3 亿和 4.3 亿占比，分别达到 6.1%和 16.0%。

配套物业储备充足，销售料稳步上升。配套物业建筑面积在 68 万千方米，销售面积在 15.7 平方米，出租面积 13.3 平方米，剩余的建成可租可售 12 平方米，还没有开发建设的达到 26 万平方米。2016 年预计出租 4-5 万方，销售约 2 万方，物业销售收入估计约 3 亿。目前计划增加有约 6 万平方米的上海项目用地，以及现有项目的周边储备用地，为 5-8 年后公园提供升级的空间。

展望存量项目 EBITDA 每年增长 20%，给予目标价 2.31 港元。公司预期存量项目每年实现 12%的收入增长，20%的 EBITDA 增长。我们预测公司 16/17/18 年的每股收益分别达到 0.061/0.075/0.107 元人民币，复合年增长率 21.1%，根据分部加总法给予目标价 2.31 港元，评级为买入。

风险提示：游客数量和票价增长低于预期；新项目资本开支高于预期。

(31/12 年结; 百万人民币)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,531	1,417	1,791	2,129	2,685
增长率(%)	11.1%	-7.5%	26.4%	18.9%	26.1%
净利润	192	231	244	301	427
增长率(%)	77.1%	20.1%	5.9%	23.2%	41.8%
毛利率(%)	44.0%	55.5%	46.6%	49.2%	51.8%
净利润率(%)	12.5%	16.3%	13.6%	14.1%	15.9%
每股收益(人民币)	0.051	0.058	0.061	0.075	0.107
每股净资产(人民币)	0.51	0.62	0.98	1.04	1.11
市盈率	28.0	24.0	22.9	18.6	13.1
市净率	1.5	2.2	1.4	1.3	1.3
净资产收益率(%)	7.7%	12.4%	12.0%	7.5%	9.9%
股息收益率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司，安信国际预测

评级：

买入

目标价格：

2.31

现价 (2016 年 3 月 31 日): 1.69 元
报告日期: 2016-3-31

总市值(百万港元)	6,753.0
流通市值(百万港元)	6,753.0
总股本(百万股)	4,000.0
流通股本(百万股)	4,000.0
12 个月低/高(港元)	1.09/ 2.13
平均成交(百万港元)	3.92

股东结构

曲乃杰	45.30%
ORIX Corporation	14.83%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-7.16	5.17	50.34
绝对收益	-0.59	-1.75	32.28

数据来源：彭博、港交所、公司

柯坚
+852-2213 1402

行业分析师
alfredor@eif.com.hk

盈利预测及假设

(31/12 年结；百万人民币)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	1,531	1,417	1,791	2,129	2,685
公园营运	1,160	1,296	1,448	1,780	2,331
门票销售	943	1,049	1,175	1,446	1,903
食物及饮品销售	84	86	97	119	157
货品销售	46	43	48	59	77
园内游乐收费收入	25	41	46	57	75
租金收入	48	59	79	81	83
其他	14	18	3	18	36
物业发展及持有	372	121	326	342	359
物业销售	169	112	300	315	331
建筑合约	203	10	26	27	28
毛利	674	786	973	1,192	1,542
公园营运	561	735	835	1,047	1,390
物业发展及持有	113	51	138	145	152
毛利率	44.0%	55.5%	54.3%	56.0%	57.4%
公园营运	48.4%	56.7%	57.7%	58.8%	59.6%
物业发展及持有	30.3%	42.3%	42.3%	42.4%	42.4%
EBITDA	639	818	972	1,155	1,374
公园营运及其他	554	748	898	1,077	1,293
物业发展及持有	85	70	74	78	82
扣除租金收入后公园 EBITDA	506	689	819	996	1,209

资料来源：公司，安信国际预测

同业估值表

股票名称	市值 (亿港元)	股价 (LC)	市盈率 (倍)			EV/EBITDA			股息率 (%)			市净率 (倍)			净负债 权益比率%	ROE %
			Y0	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f	12 个月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f		
华侨城 A (000069)	789.3	6.8	10.3	9.6	8.1	6.5	7.0	5.7	-	1.2	1.4	1.8	1.5	1.3	106.8	18.4
大连圣亚 (000979)	42.2	32.3	69.0	66.2	58.3	22.2	23.0	19.9	-	-	-	7.7	4.3	3.4	39.0	11.6
丽江旅游 (600593)	76.9	12.8	27.4	21.5	18.9	9.6	9.9	9.1	-	1.0	1.1	2.6	2.3	2.1	16.6	10.0
宋城演艺 (002033)	557.3	27.0	60.0	42.1	33.9	26.9	26.0	20.7	0.3	0.5	0.5	7.0	6.5	5.7	10.7	13.9
峨眉山 A (300144)	9.8	12.2	32.7	26.4	22.5	12.3	13.8	12.4	-	1.1	1.3	-	2.9	2.6	-	-
平均			39.9	33.2	28.3	15.5	16.0	13.6	0.3	0.9	1.1	4.8	3.5	3.0	43.3	13.5
海洋世界娱乐 (SEAS)	1,104.3	20.9	36.6	26.8	17.9	8.8	9.1	8.5	5.0	4.2	4.2	3.5	3.6	3.5	313.6	9.1
六旗娱乐 (SIX)	51.0	54.9	33.3	30.2	30.4	13.7	13.4	12.4	3.9	4.2	4.4	207.5	23.7	17.2	6,217.1	124.7
Cedar Fair (FUN)	2,005.1	59.5	29.6	17.7	16.5	10.0	10.1	9.6	5.2	5.7	6.1	58.5	52.1	52.3	2,734.4	146.5
沃尔特迪斯尼 (DIS)	1,596.5	98.2	19.8	16.8	15.7	10.4	10.2	9.8	1.4	1.5	1.6	3.5	3.7	3.5	39.0	18.7
默林娱乐 (MERL)	5,755.9	456.5	2717.3	22.2	19.3	12.5	12.4	11.0	1.4	1.6	1.9	404.2	3.6	3.2	95.1	15.4
威秀 (VRL)	6.3	5.1	18.7	15.5	14.2	7.6	7.9	7.3	5.5	5.5	5.6	1.6	1.6	1.5	97.3	8.6
Arden Leisure (AAD)	369.5	2.3	30.9	18.4	15.5	10.3	10.6	8.8	5.5	5.5	6.0	1.7	1.7	1.7	48.1	5.9
平均			412.3	21.1	18.5	10.5	10.5	9.6	4.0	4.0	4.3	97.2	12.9	11.9	1,363.5	47.0

资料来源：公司，安信国际预测

估值

(31/12 年结；百万人民币)	2016A	2017A	2018E	2019E
主题公园业务估值				
2016E EBITDA	819			
EV/EBITDA	10			
EV(企業價值) (1)	8,191			
投资性物业估值				
2016E 租金收入	79			
净利润率	50%			
2016E 税后净租金收入	29			
资本化率	4.8%			
EV (2)	618			
开发类地产业务估值				
物业銷售				
销售收入	300	315	331	347
营业利润率	58%	58%	58%	58%
营业利润	174	183	192	202
税后营业利润	131	137	144	151
折现因子	1.00	0.91	0.83	0.75
折现现金流	131	125	119	114
EV (3)	488			
发展中物业				
EV (4)	319			
开发类地产业务 EV	806			
EV 折让	40%			
經調整开发类地产业务 EV (5)	484			
合計 EV (1)+(2)+(5)	9293			
淨負債	(1,571)			
股權價值	7,722			
外在股數	4,000			
港元/人民幣	1.2			
每股價值 (港元)	2.32			

资料来源：公司，安信国际预测

附表：财务报表预测

(31/12 年结；百万人民币)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
收入	1,531	1,417	1,791	2,129	2,685
銷售成本	(858)	(630)	(956)	(1,082)	(1,295)
毛利	674	786	835	1,047	1,390
其他收入／(開支)	281	218	275	327	412
銷售及管理費用	(386)	(387)	(466)	(554)	(698)
經營溢利	569	617	644	820	1,104
分占聯營公司業績	0	0	0	0	0
財務費用	(194)	(154)	(154)	(216)	(247)
其他非經營收益/開支					
稅前盈利	375	463	490	604	857
所得稅	(164)	(213)	(226)	(278)	(394)
非控制性權益	19	19	20	25	36
權益持有人	192	231	244	301	427
攤薄每股盈利	0.05	0.06	0.06	0.08	0.11
EBITDA	762	818	886	1,161	1,508
EBIT	569	617	644	820	1,104

资料来源：公司，安信国际预测

(31/12 年结；百万人民币)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
资产负债表					
物業、廠房及設備	2,639	2,620	2,979	4,138	4,684
無形資產	8	9	9	9	9
其他	2,444	3,803	3,803	3,803	3,803
非流動資產	5,091	6,432	6,791	7,950	8,496
存貨	15	15	22	25	30
應收帳	58	64	81	97	122
其他	1,478	891	718	537	346
現金及等价物	1,551	970	795	835	1,152
流动资产	3,343	1,919	1,617	1,493	1,651
总资产	8,434	8,351	8,407	9,444	10,147
借貸	1,460	1,603	1,603	2,603	3,103
其他	975	1,043	861	581	365
非流动负债	2,434	2,645	2,464	3,184	3,468
借貸	1,311	763	763	763	763
应付賬	346	250	380	430	514
其他	615	697	697	697	697
流动负债	2,272	1,711	1,840	1,890	1,975
总负债	4,706	4,356	4,304	5,074	5,442
股本	2	2	2	2	2
储备	3,575	3,667	3,911	4,152	4,450
股东权益	3,577	156	3,914	4,154	4,453
非控股权益	151	170	191	216	252
股本总额	3,728	3,995	4,104	4,370	4,705
负债及股本权益总额	8,434	8,351	8,408	9,444	10,147

资料来源：公司，安信国际预测

(31/12 年结；百万人民币)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金流量表					
税前盈利	375	463	490	604	857
折旧及摊销	193	201	241	341	404
营运资金变动	(160)	(148)	(187)	(222)	(280)
其他	(98)	34	34	34	34
经营活动现金流量	311	550	578	757	1,015
净资本开支	(157)	(749)	(600)	(1,500)	(950)
其他	1,541	(241)	0	0	0
投资活动现金流量	1,384	(990)	(600)	(1,500)	(950)
净股权融资	1,856	0	0	0	0
净债权融资	(511)	(404)	0	1,000	500
其他	(2,008)	281	(154)	(216)	(247)
融资活动现金流量	(662)	(123)	(154)	784	253
净资金流入/(出)	1,033	(563)	(176)	40	317
期初现金及等同现金项目	499	1,533	970	795	835
汇兑差额	1	0	0	0	0
期末现金及等同现金项目	1,533	970	795	835	1,152
财务及估值比率					
收入增长	11.1%	-7.5%	26.4%	18.9%	26.1%
经营溢利增长	-0.5%	8.5%	4.4%	27.3%	34.6%
净利润增长	77.1%	20.1%	5.9%	23.2%	41.8%
EBITDA 增长	-0.01%	7.3%	8.2%	31.1%	29.9%
EBIT 增长	-0.5%	8.5%	4.4%	27.3%	34.6%
摊薄每股盈利增长	39.9%	14.3%	5.8%	23.2%	41.8%
毛利率 (%)	44.0%	55.5%	46.6%	49.2%	51.8%
经营溢利率 (%)	37.1%	43.6%	36.0%	38.5%	41.1%
EBITDA 溢利率 (%)	49.8%	57.8%	49.4%	54.5%	56.2%
净利率 (%)	12.5%	16.3%	13.6%	14.1%	15.9%
有效税率 (%)	43.7%	46.0%	46.0%	46.0%	46.0%
ROE (%)	7.7%	12.4%	12.0%	7.5%	9.9%
ROA (%)	2.3%	2.7%	2.9%	3.4%	4.4%
ROIC (%)	4.9%	6.2%	6.2%	7.0%	8.1%
存货周转天数	6	9	7	8	8
应收周转天数	10	16	15	15	15
应付周转天数	147	173	119	136	132
流动比率	1.5	1.1	0.9	0.8	0.8
速动比率	1.5	1.1	0.9	0.8	0.8
现金比率	0.7	0.6	0.4	0.4	0.6
负债比率	1.3	1.1	1.0	1.2	1.2
净负债比率	32.7%	34.9%	38.3%	57.9%	57.7%
利息保障倍数	1.6	3.6	-	-	-
派息比率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
市盈率(x)	28.00	24.00	22.9	18.6	13.1
市净率(x)	1.50	2.18	1.4	1.3	1.3
息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司，安信国际预测

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解读)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010