

# 研发运营内容三位一体， 文化科技航母扬帆起航

2016年3月3日

## 投资要点

- ❖ **华强文化是一家专注于文化和科技的主题公园全产业链运营企业。**公司建成运营“方特”品牌大型文化科技主题公园 16 家，成为国内少数集创意设计、研发生产和经营管理为一体的全产业链布局的主题公园运营企业。公司出品了《熊出没》等系列作品，在动漫制作市场迅速打响品牌影响力。公司主营业务涵盖文化内容产品及服务和文化科技主题公园两个板块，2014 年公司实现营业收入 23.54 亿元，净利润 7.11 亿元。其中主题公园业务占营业收入的 78%，收入水平稳居国内主题公园行业前列。
- ❖ **主题公园行业：市场空间辽阔，高科技和多业态引领变革。**随着居民收入的增长和旅游业的繁荣，我国主题公园数量持续增长，至 2020 年行业总投资额有望达到 1600 亿元。主题公园产业链由内容设计、研发生产建设和运营管理三部分组成，其中内容设计占据产业链核心。游乐园是我国最受欢迎的主题公园类型，投资模式向“公园+演艺”、“公园+高科技”发展。但同时，我国主题公园整体同质化较高，内容设计端建设任重道远，多业态组合运营打造泛娱乐生态将成为行业发展方向。
- ❖ **动漫行业：精品国漫续力发展，优质内容推动繁荣。**近年来我国动漫产业快速发展，过去 4 年 CAGR 达 21%，2014 年行业总产值突破千亿。由于受海外动漫影响深远，国产动漫优质 IP 亟待孵化。随着国家政策加大对国漫创作的扶持，精品国漫的发展空间巨大。原创优质动漫 IP 是高收视的关键，精品 IP 授权将使动漫二次创作和衍生开发成为新的盈利增长点。
- ❖ **华强文化：研发-运营-内容三位一体打造产业链闭环。研发方面，公司掌握内容设计端核心竞争力。**拥有 2000 多人的研发团队，181 项专利，完成 3 种类型公园设计，推出多个演艺项目。公司创意设计业务有望受益于行业投资建设热潮，单园设计项目有望创收 2-2.5 亿元，特种电影销售预计在 2016 年迎来井喷；**运营方面，规模扩张开启连锁经营。**公司已在全国建成 16 座主题公园，预计未来三年还将新增运营 8-10 家主题公园。2015 年实现客流量 1300 万人次，同比增长 40%，未来三年公园运营收入有望 CAGR 近 17%；**内容方面，依托顶级动漫 IP 发展动漫衍生领域。**公司凭借《熊出没》等顶级 IP 布局电影与衍生品领域，过去 2 年单片平均票房近 3 亿元，动漫衍生业务 2015 年破亿。优质 IP 也将丰富主题公园中的内容设计，利用动漫形象的高人气为公园引流，形成互动效应。
- ❖ **风险因素。**税收优惠政策变化的风险；市场竞争风险；政府补助下降的风险；游园的季节性波动风险；创意设计、项目开发和技术转化的风险。
- ❖ **估值分析与投资建议。**我们预计华强文化 2015-2017 年净利润分别为 6.52、8.54 和 9.61 亿元，2015-2017 年 EPS 为 1.63、2.13 和 2.40 元。我们参考 2015 年剔除在线旅游行业的 A 股旅游服务类公司的平均估值水平（PE 为 47X），而三板估值水平较 A 股折价 48%，给予华强文化 2015 年 22X 的估值，对应 36 元目标价和 144 亿元目标市值，首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,182.7	2,354.4	2,828.4	3,674.9	4,163.1
增长率 YoY(%)	14.8	7.9	20.1	29.9	13.3
净利润(百万元)	722.1	711.4	651.6	853.6	961.0
增长率 YoY(%)	32.6	(1.5)	(8.4)	31.0	12.6
每股收益(元)	1.81	1.78	1.63	2.13	2.40
市盈率 PE(x)	17	17	19	14	13

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：(1)股价为 2016 年 3 月 2 日收盘价；(2)净利润为扣非后净利润



## 买入（首次）

做市价：29 元

目标价：36 元

## 中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

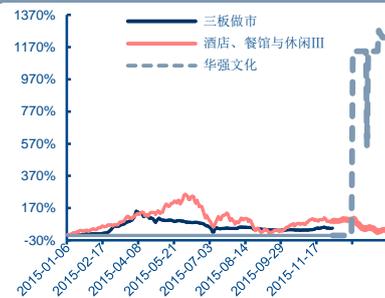
执业证书编号：S1010510120019

联系人：汤彦新

电话：021-20262146

邮件：tangyanxin@citics.com

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 主要数据

公司成立日期	2006-07-12
新三板挂牌日期	2015-12-28
三板做市日期	2016-01-29
总股本/流通股本	400/163.4 百万股
近 12 月最高/最低价	33.5 元/1 元
近 1 月绝对涨幅	6.55%
近 6 月绝对涨幅	1226.18%
今年以来绝对涨幅	1226.18%
1 个月日均成交额	1.45 百万元
12 个月日均成交额	28.39 百万元
做市以来绝对涨幅	1226.18%
做市以来日均成交额	28.39 百万元
做市商家数	36
做市商价格	29 元
做市商	招商、华泰、广发、 中信、海通、东兴、 东莞、长城、中泰 等 36 家

## 财务指标

13/14 营业收入	2183/2354 百万元
13/14 收入增速	14.8/7.9%
13/14 净利润	722/711 百万元
13/14 净利润增速	32.6/-1.5%
13/14 EPS	1.81/1.78 元
13/14 PE	17/17

## 目录

<b>公司概况：新三板市场的文化娱乐航母</b> .....	<b>1</b>
主营业务：专注于文化娱乐和高科技主题公园的全产业链运营企业 .....	1
商业模式：“文化创意+主题公园”双核运行 .....	2
股权结构：梁光伟为实际控制人，大股东持股 34% .....	4
财务分析：公司营收稳步增长，未来资产性补贴减少不影响短期盈利 .....	4
<b>主题公园行业：市场空间辽阔，高科技和多业态引领变革</b> .....	<b>6</b>
行业空间巨大，人均消费仅为美国四分之一 .....	6
游乐园最受热捧，投资模式向演艺、科技转变 .....	8
内容设计占据产业链核心，重游率是主题公园的生命线 .....	9
主题公园行业竞争升级，高科技和多业态引领未来发展 .....	11
<b>动漫行业：精品国漫续力发展，优质内容推动繁荣</b> .....	<b>12</b>
行业总产值破千亿，过去 5 年 CAGR20.7% .....	12
动漫衍生品销售是产业主要增长来源 .....	14
行业趋于资源整合，优质 IP 成为发展突破口 .....	14
<b>公司优势：研发-运营-内容三位一体打造产业链闭环</b> .....	<b>16</b>
创新研发实力雄厚，掌控主题公园上游核心竞争力 .....	16
规模扩张开启连锁经营，布局“奥兰多模式”提升重游率 .....	18
依托国内顶级动漫 IP 发展动漫衍生品业务 .....	20
全产业链运营打造新三板文化科技巨头 .....	23
<b>风险因素</b> .....	<b>23</b>
<b>盈利预测与关键假设</b> .....	<b>24</b>
<b>估值分析与投资建议</b> .....	<b>25</b>

## 插图目录

图 1: 华强文化历史沿革 .....	1
图 2: 公司集团构成 .....	2
图 3: 近年来公司营业收入 .....	2
图 4: 2014 公司营业收入构成 .....	2
图 5: “文化创意+主题公园”双核运行 .....	3
图 6: 华强文化的商业模式 .....	3
图 7: 华强文化股权结构图 .....	4
图 8: 华强文化近年主营收入 .....	5
图 9: 华强文化近年扣非后净利润 .....	5
图 10: 华强文化三项费用率 .....	5
图 11: 华强文化营运效率 .....	5
图 12: 华强文化历年现金流与盈利能力 .....	5
图 13: 华强文化近年毛利率和扣非后净利率 .....	5
图 14: 中国主题公园发展历程图 .....	6
图 15: 1980 年以来我国主题公园新增数量变化 .....	7
图 16: 国内旅游收入增长与城镇居民可支配收入增长高度正相关 .....	8
图 17: 2014 年我国不同细分类型主题公园投资总额 .....	8
图 18: 2014 年全球主题公园集团 TOP10 .....	9
图 19: 主题公园行业产业链 .....	10
图 20: 游乐设备技术发展历程 .....	11
图 21: 2010-2015 我国动漫产业产值及增速 .....	12
图 22: 移动端 app 中动漫映播占比达到 15% .....	12
图 23: 动漫市场产业链 .....	14
图 24: 2009-2015 我国动漫衍生品市场规模 .....	14
图 25: 我国动漫衍生品细分市场份额 .....	14
图 26: 我国动漫制作机构每年制作动漫数量的比例分布 .....	15
图 27: 《熊出没》衍生产品 .....	16
图 28: 深圳国际品牌授权及衍生品展览会 .....	16
图 29: 公司特种电影技术列举 .....	17
图 30: 公司主题演艺项目《猴王》 .....	18
图 31: 2014 年同行业营业收入及净利润对比 .....	18
图 32: 公司主题公园分布版图 .....	19
图 33: 芜湖将打造“东方奥兰多” .....	20
图 34: 公司动漫作品列举 .....	20
图 35: 熊出没主要形象 .....	20
图 36: 《熊出没》系列作品长期占据“爱奇艺”热播排行前列（截至 2016 年 2 月 20 日） .....	21
图 37: 公司衍生品系列 .....	21
图 38: 研发-运营-内容打造公司产业链闭环 .....	23



## 表格目录

表 1: 公司已运营主题公园及分布 .....	1
表 2: 2013-2015 年公司营业外收入中政府补助摊销明细 .....	6
表 3: 中国主题公园类型 .....	7
表 4: 部分文化产业扶持政策一览 .....	7
表 5: 2014 年中国内地主题公园 TOP10 .....	8
表 6: 未来将有越来越多的国外主题公园开发/运营商进入中国 .....	9
表 7: 我国主题公园三大投资模式 .....	9
表 8: 国内外主题公园内容设计行业主要公司 .....	10
表 9: 国内外主题公园经营比较 .....	10
表 10: 主题公园四个梯队 .....	11
表 11: 主题公园运营商实现连锁布局 .....	11
表 12: 诸多大型企业开始布局主题公园多业态运营 .....	12
表 13: 中国最受欢迎的十大动漫人物形象 .....	13
表 14: 我国动漫产业相关政策 .....	13
表 15: 我国动漫产业并购案例 .....	15
表 16: 优质/经典动漫连续剧及二次创作表现亮眼 .....	15
表 17: 近年来国产动漫 IP 的授权价格 .....	16
表 18: 公司部分核心技术列举 .....	16
表 19: 公司特种电影技术结构 .....	17
表 20: 公司获奖动画作品列举 .....	22
表 21: 华强文化收入、毛利率和费用率预测 .....	24
表 22: 华强文化核心财务指标预测 .....	25
表 23: 新三板旅游服务公司估值表 .....	26
表 24: A 股布局旅游服务领域的公司估值分析 .....	27

## 公司概况：新三板市场的文化娱乐航母

### 主营业务：专注于文化娱乐和高科技主题公园的全产业链运营企业

公司成立于 2006 年，前身是深圳市聚能数码科技有限公司。通过实施文化与科技并举的发展战略，公司成为国内少数集主题公园创意设计、研究开发、内容制作、施工建设、市场运营于一体的全产业链运营企业。公司主要产业是以“方特”为品牌的大型文化科技主题公园，目前国内已建成并投入运营的“方特欢乐世界”、“方特梦幻王国”等系列主题公园已达 16 座，计划未来 5-8 年内将建成 30 余座，预计每年入园游客超过 4500 万人次。2012 年，公司出品的《熊出没》系列动漫一炮而红，迅速占领动漫制作市场，品牌影响力大幅提升。2015H1 公司实现营业收入 11.9 亿元，同比增长 4.9%；净利润 2.48 亿元，同比减少 35.16%。2015 年 12 月 28 日正式挂牌新三板。

图 1：华强文化历史沿革



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

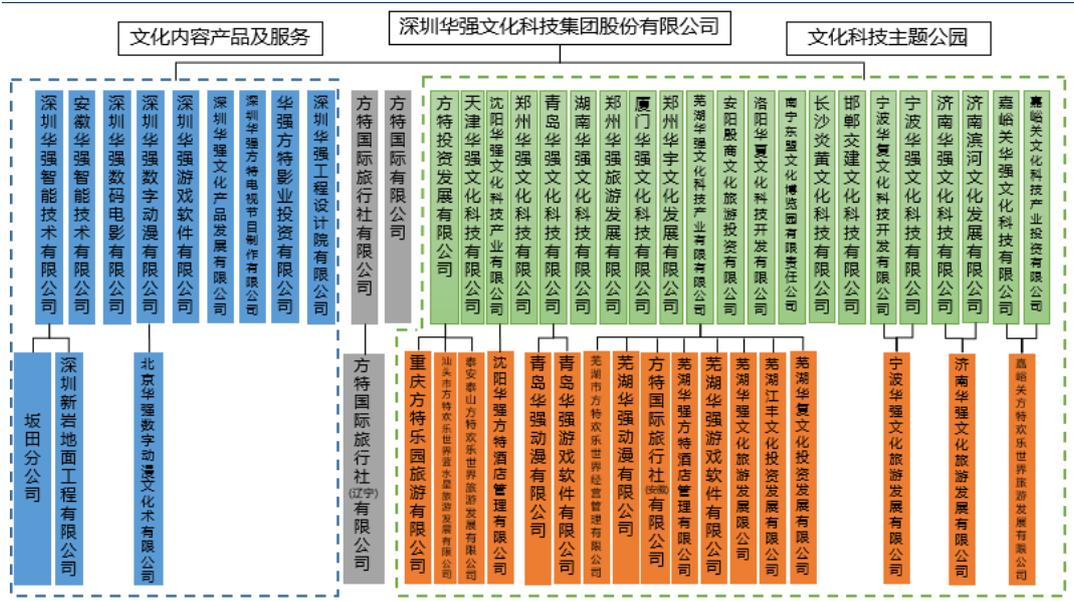
**主营业务：文化内容产品及服务和文化科技主题公园。**公司主营业务体现为文化内容产品及服务和文化科技主题公园两个板块，其中文化内容产品及服务包括特种电影、动漫产品、影视作品、文化衍生品等，为下游的文化科技主题公园业务提供内容及后台支持；而文化科技主题公园是在应用前者的基础上，开展“创意设计+研发生产+经营管理”为一体的综合性业务。2014 年营收结构见图 4，其中文化科技主题公园实现收入 18.29 亿元，占营业收入的 78%，收入水平稳居国内主题公园行业前列，其中创意设计、主题公园建设和主题公园运营业务的收入占比分别为 29%、1%和 48%；营业收入其余的 22%来自文化内容产品及服务，实现收入 5.24 亿元，其中特种电影、数字动漫、文化衍生品等其他产品及服务分别为 16%、3%、3%。

表 1：公司已运营主题公园及分布

主题公园	分布
方特欢乐世界	芜湖、郑州、泰安、株洲、沈阳、汕头、天津、重庆、嘉峪关
方特梦幻王国	芜湖、郑州、厦门、青岛
方特东方神画	芜湖、济南
方特水上乐园	芜湖、郑州

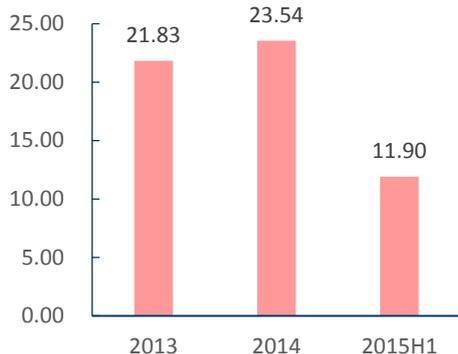
资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

图 2：公司集团构成



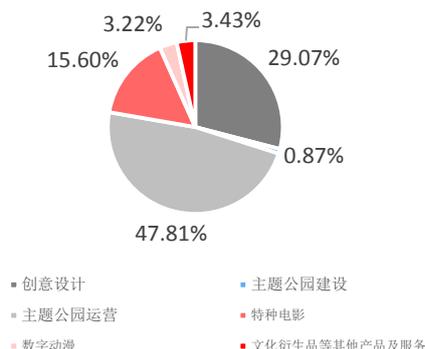
资料来源：公司招股书，中信证券研究部整理

图 3：近年来公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 4：2014 公司营业收入构成

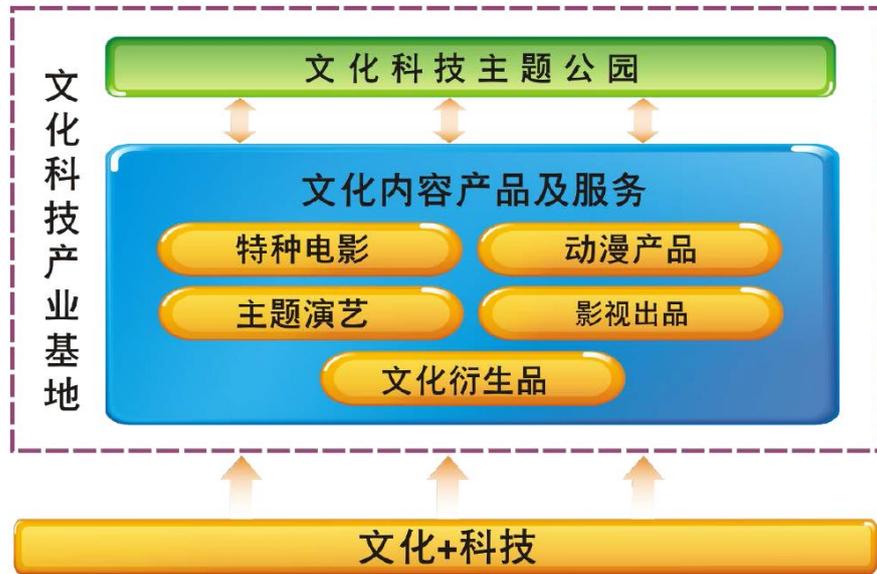


资料来源：Wind，中信证券研究部整理

## 商业模式：“文化创意+主题公园”双核运行

**“文化创意+主题公园”双核运行。**公司在文化创意方面的主要收入来源为特种电影、动漫产品、主题演艺、影视作品等文化内容产品与服务的销售。既可独立面向市场，凭借文化内容作品的版权发行、衍生品销售和形象授权等方式获取收入，也可为主题公园业务提供强大的后台支持。文化科技主题公园的收入结构主要体现在三个环节，即**创意设计、研发生产和建设和公园运营管理**。公司通过运用大量具备自主知识产权的文化内容产品和技术，为主题公园提供创意设计；研发生产和建设包括自主投资、合作投资、授权投资三种投资方式，其中合作投资和授权投资的盈利规模较大；在公园运营管理方面，自主投资建设的主题公园盈利来源于门票销售和餐饮等旅游服务，而在合作投资和授权投资方式下，公司会与合作方/承揽方分享收益。

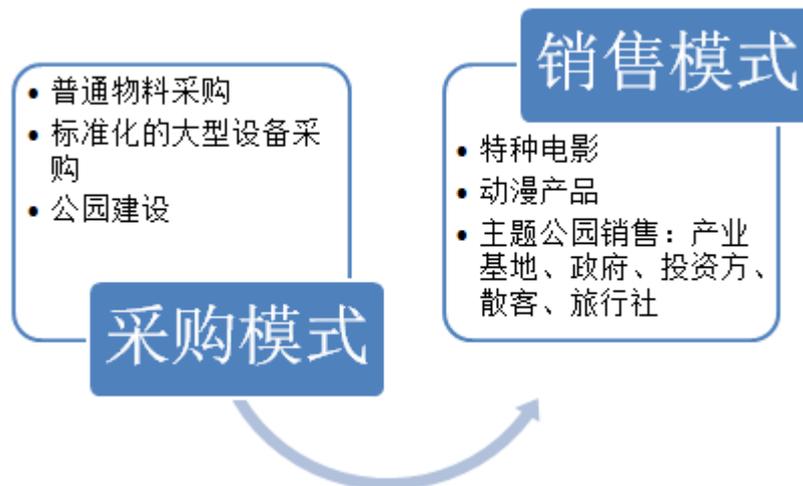
图 5：“文化创意+主题公园”双核运行



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

公司的商业模式可以分为采购和销售两部分。**1) 采购模式。**公司的采购包括物料采购和公园建设工程。普通物料由公司采购中心根据各单位需求统一采购后再提供给各个需求单位，标准化的大型设备采购则由公司以市场价格直接向生产企业购买。**2) 销售模式。**在文化内容产品及服务销售方面，公司向国内外各类型公园及展览馆销售特种电影及成套装备获取收入，而销售动漫产品的主要市场为各类媒体、影院以及文化衍生品生产企业等。而文化科技主题公园的销售方面，在创意设计服务阶段，公司通过与拟建设文化科技产业基地和当地政府等需求方销售设计服务。在生产建设阶段，公司向主题公园和投资方销售设备以及工程服务。在运营管理阶段，公司向散客和团体游客销售旅游产品及服务。

图 6：华强文化的商业模式

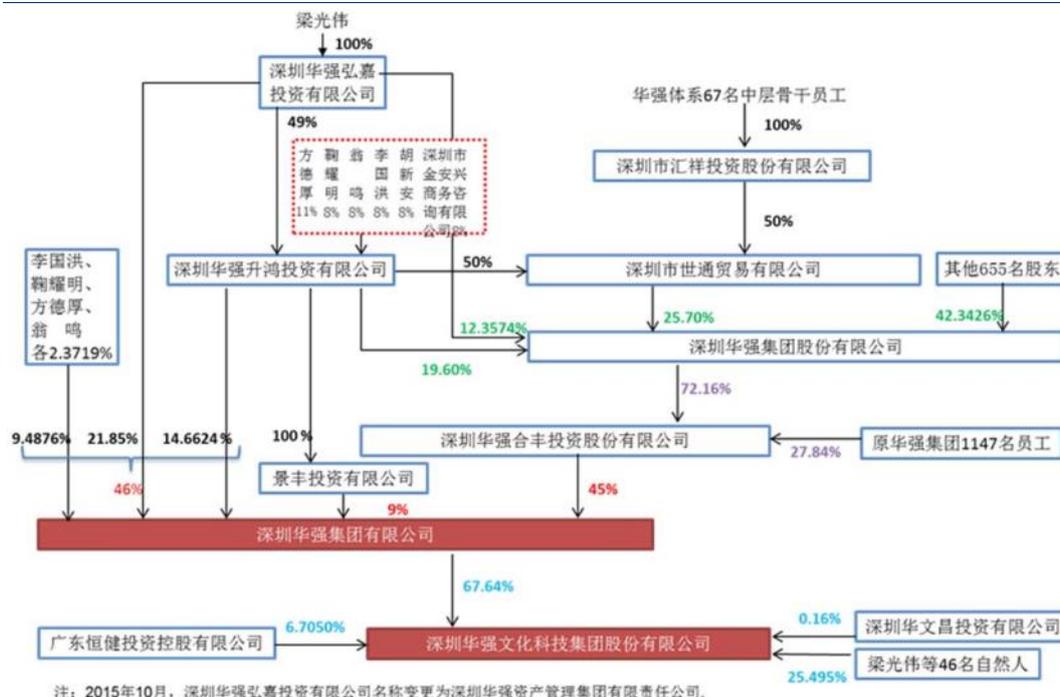


资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

## 股权结构：梁光伟为实际控制人，大股东持股 34%

**梁光伟为实际控制人。**梁光伟合并享有公司的权益比例为 34.0968%，为公司的实际控制人。（1）梁光伟直接持有公司 5.2683%的股份，系直接持有公司股份数额最大的自然人股东；（2）梁光伟通过股份折算，间接对公司享有的权益比例为 28.8285%，系间接享有公司权益比例最大的自然人股东；（3）自 2009 年 12 月以来，梁光伟一直担任公司董事长职务，逐步形成了以梁光伟为核心的公司组织架构以及核心管理团队，对股东大会所作决议有实质影响力。梁光伟先生，中国国籍，无永久境外居留权，1963 年 9 月生，博士研究生，经济学专业。自华强集团有限设立时历任华强集团有限总办主任、投资管理部部长、财务结算中心主任、总经理助理、副总经理、董事、总裁。现任华强集团有限董事长、总裁，华强文化董事长。梁光伟先生本届任期自 2014 年 8 月 21 日至 2017 年 8 月 20 日。

图 7：华强文化股权结构图



资料来源：公司招股书，中信证券研究部整理

## 财务分析：公司营收稳步增长，未来资产性补贴减少不影响短期盈利

**公司营收稳步增长，2015H1 净利润出现下滑。**2015 年上半年公司实现营业收入 11.9 亿元，同比增加 4.91%，收入增长主要受益于主题公园运营及创意设计业务收入的增长。主营业务毛利率整体趋于稳定，2015 年上半年达到 76.7%，与 2014 年持平。然而由于创意设计、特种电影和文化衍生品三项高毛利业务的收入占比下降，整体毛利率较 2012 及 2013 年略微下行。

公司的销售费用率和管理费用率自 2012 年开始持续增长。销售费用的增加是由于新园开业导致运营推广费用增加，而新园开业同时令固定资产折旧等费用增加，进一步推高了公司的管理费用。2015H1 财务费用率的上升主要由于建设项目持续投入，新增银行借款 13.19 亿元带来的利息支出增加。

盈利方面，2015H1 净利润为 2.51 亿元，同比下降 35.16%，净利率为 21.1%，较之前也出现下滑。盈利下降除了受费用增长因素影响外，2015 年所获政府收益性补贴减少也令其营业外收入下降。营业利润的下滑拉低了公司的销售净利率，而固定资产的持续增长使公司总资产增加，公司资产周转率进一步下滑，这令公司 ROE 从 2014 年的 20.4% 下降至 2015H1

的 6.6%。随着公司业务规模和新园投入的不断扩大，采购成本和工资开支在 2015 年上半年大幅增加，经营性现金流净额出现下降。

**业务模式转变令新增补贴减少，历史补贴带来稳定利润贡献。**公司主题公园建设的业务模式已从原来的自主建设转变为合作经营建设，未来公司将不再从政府获得大量资产性补贴，新增补贴基本以收益性补贴为主。然而在原有业务模式下，公司历史上获取了大量政府补贴，2015H1 公司资产性补贴余额共计 43.58 亿元，而收益性补助为 830 万元，占比极低。该历史补贴属于公司的递延收益并已经入账，以 30 年时间摊销，为公司持续带来稳定的营业外收入（约 1.45 亿元）。因此，公司未来资产性补贴的减少不会对公司短期盈利水平造成影响。

图 8：华强文化近年主营收入（单位：百万元）



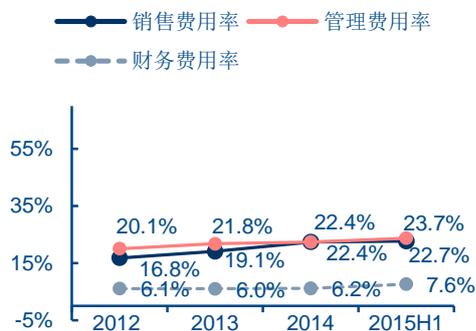
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 9：华强文化近年扣非后净利润（单位：%）



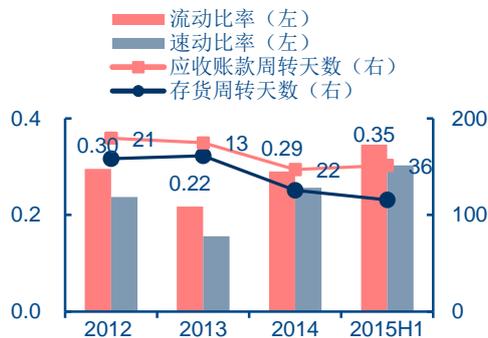
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 10：华强文化三项费用率



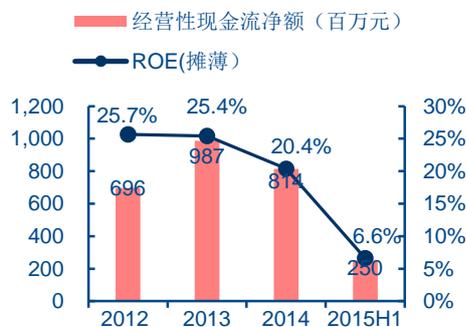
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 11：华强文化营运效率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 12：华强文化历年现金流与盈利能力



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 13：华强文化近年毛利率和扣非后净利率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

表 2：2013-2015 年公司营业外收入中政府补助摊销明细

项目	2015E	2015H1	2014	2013
<b>收益性补贴</b>				
小计	4100.37	4100.37	20239.67	13422.01
<b>资产性补贴</b>				
芜湖文产资产补助摊销	3268.66	1666.00	3268.66	3268.66
青岛文产资产补助摊销	1953.49	976.74	1953.49	1906.98
湖南文产资产补助摊销	1076.01	538.00	1076.01	1076.01
沈阳文产资产补助摊销	3165.02	1582.51	3121.59	2773.66
郑州文产资产补助摊销	1535.98	955.94	1535.98	1126.27
厦门文产资产补助摊销	1650.29	825.14	1650.29	1100.19
公司本部资产补助摊销	86.36	44.64	86.36	27.34
天津文产资产补助摊销	896.71	896.71	747.26	-
芜湖经营资产补助摊销	71.20	35.60	35.60	-
济南华强资产补助摊销	405.04	202.52	-	-
嘉峪关华强资产补助摊销	341.74	170.87	-	-
小计	14450.50	7894.68	13475.23	11279.12
合计	18550.87	11995.05	33714.90	24701.13

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理注：2015 年政府补助数据为预测值

## 主题公园行业：市场空间辽阔，高科技和多业态引领变革

### 行业空间巨大，人均消费仅为美国四分之一

我国主题公园行业逐步走向成熟，处于持续增长阶段。我国主题公园发展历程主要经历五个阶段。1983-1988 年：萌芽阶段。1983 年由《红楼梦》拍摄基地改造的北京大观园开始营业，这代表着我国主题公园雏形出现。该时期内所建造的主题公园主要以静态观赏型为主，规模较小且娱乐互动性不强；1989-1990 年：发展元年。1989 年华侨城集团投资建设的“锦绣中华”标志着我国第一个真正意义的大型主题公园诞生。第一代主题公园同样是以静态微缩景观展示为主，娱乐功能相对缺乏；1991-1997 年：建设热潮。90 年代是我国主题公园建设高峰期，共建成各类型主题公园约 2500 余座。在粗放发展的热潮下，约 8 成公园最终歇业倒闭；1998-2007：科技升级。新建项目基本专注于娱乐主题，高科技游乐设施明显增加；2007 至今：成熟阶段。2007 年后行业增长持续，但新建主题公园数量明显减少，其中高科技娱乐项目仍占据主导。TEA & AECOM 预计，到 2020 年将有 59 个主题公园、5 个水上乐园建成运营，总投资额达 238 亿美元（约合 1595 亿元）。

图 14：中国主题公园发展历程图



资料来源：中新网，中信证券研究部整理

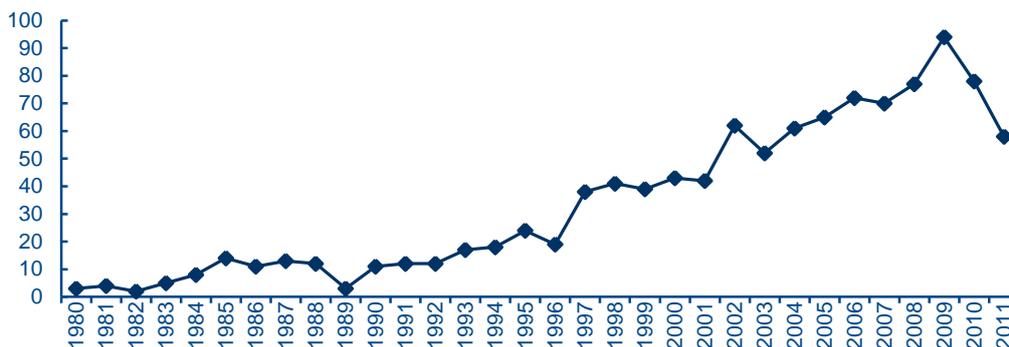


表 3：中国主题公园类型

类型	举例
游乐园	欢乐谷：国内领先的主题公园连锁品牌，拥有深圳、北京、上海、成都等多个著名主题公园，隶属于深圳华侨城股份有限公司
人工场景主题公园	横店影视城：全球规模最大的影视拍摄基地，拥有 13 个跨越几千年历史时空、汇聚南北地域特色的影视拍摄基地和 2 座超大型的现代化摄影棚，隶属于横店集团
观光主题公园	锦绣中华：世界上面积最大、内容最丰富的实景微缩景区，占地 450 亩，82 个景点均按中国版图位置分布，大部分按 1: 15 的比例建造，由香港中旅国际投资有限公司和深圳华侨城股份有限公司合资兴办
特定主题公园	海昌极地海洋世界：中国海洋主题公园领军者，拥有老虎滩海洋公园/海昌极地海洋世界/发现王国等多个主题公园，隶属于海昌控股有限公司

资料来源：中商情报网《2014 年中国主题公园行业发展现状及发展困境分析》，中信证券研究部整理

图 15：1980 年以来我国主题公园新增数量变化（单位：家）



资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部整理

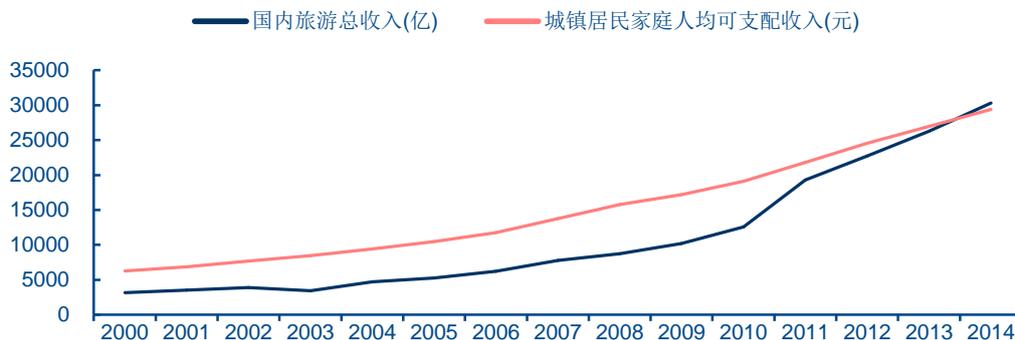
文化产业政策扶持和旅游消费需求推动行业发展。“十二五”期间，我国政府大力扶持文化产业，在审批、监管、税收等方面有着诸多的鼓励措施，旅游行业步入高速增长期。同时，随着城镇居民人均可支配收入的增长，国内旅游消费将会持续上升。AECOM 数据显示，目前大约有 7 亿中国人有参观主题公园的经济条件，到 2020 年将达到 10 亿人。据统计，我国主题公园游客人均消费不足 12 美元，而国外人均消费达 46 美元，市场潜力巨大。

表 4：部分文化产业扶持政策一览

时间	名称	政策内容
2015.8.11	国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见（国办发【2015】62 号）	明确通过改革创新促进旅游投资和消费的若干计划和措施，促进旅游投资消费持续增长
2014.4.16	国务院颁布《进一步支持文化企业发展的规定》	中央财政和地方财政应安排文化产业发展专项资金，采取贴息、补助、奖励等方式，支持文化企业发展；落实和完善有利于文化内容创意生产的税收优惠政策；鼓励文化企业进入中小企业板、创业板、“新三板”融资。
2014.3.20	《文化部关于贯彻落实〈国务院关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见〉的实施意见》	提高文化产业创意水平和整体实力，推动文化创意和设计服务与相关产业深度融合。
2014.2.26	《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》（国发〔2014〕10 号）	坚持正确的文化产品创作生产方向，着力提升文化产业各门类创意和设计水平及文化内涵，加快构建结构合理、门类齐全、科技含量高、富有创意、竞争力强的现代文化产业体系，推动文化产业快速发展。
2013.9.29	《大型游乐设施设计文件鉴定规则（试行）》	为规范设计文件鉴定工作，保证大型游乐设施的安全，根据《特种设备安全监察条例》的规定，制定本规则。

资料来源：相关政府网站，中信证券研究部整理

图 16：国内旅游收入增长与城镇居民可支配收入增长高度正相关

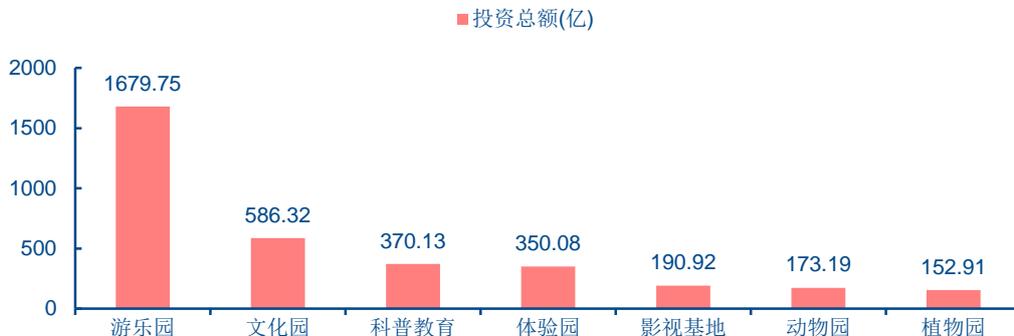


资料来源：Wind，中信证券研究部整理

### 游乐园最受热捧，投资模式向演艺、科技转变

主题公园行业具有高投入和强周期性的特点，游乐园是我国当前最主流的主题公园类型。由于主题公园的投资规模巨大，且我国主题公园的客流量普遍在开业初期达到峰值后便逐步回落，衍生产业也尚未成熟，国内主题公园投资回收期普遍较短。国外主题公园的投资回收期一般定为 6-8 年，而国内则为 2-3 年。因此，以提供游乐设备为主且短期盈利能力最强的游乐园最受投资者喜爱，2014 年主题公园投资额分布中，游乐园以压倒性优势位居首位。在其他类型的主题公园数量较少的情况下，游乐园的年均游客接待量最多。上海迪士尼即将于 2016 年 6 月开业，预计届时游客规模将达 1500 万人次，约占上海全年接待游客规模的 2% 到 3%。

图 17：2014 年我国不同细分类型主题公园投资总额



资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部整理

表 5：2014 年中国内地主题公园 TOP10

序号	名称	游客人次(万)	细分类型
1	杭州宋城	581	文化园
2	珠海长隆海洋王国	550	科普教育
3	深圳东部华侨城	378	综合型
4	常州恐龙园	370	游乐园
5	深圳世界之窗	360	文化园
6	广州长隆欢乐世界	335	游乐园
7	北京欢乐谷	334	游乐园
8	深圳欢乐谷	330	游乐园
9	成都欢乐谷	258	游乐园
10	上海欢乐谷	236	游乐园

资料来源：前瞻网、凤凰网旅游等，中信证券研究部整理



**主题公园游览价值亟需提升，投资模式向“公园+演艺”和“公园+科技”转变。**随着未来国外主题公园强势入驻，我国主题公园行业竞争必将进一步加剧，国内主题公园游览价值亟需提升以加强市场竞争力。之前在“公园+地产”的传统模式下，我国主题公园的游览价值多为纯观光性的静态人造景观，以模仿、集中组合、微缩为主，游客重游率较低。而未来以演艺、科技等强文化内容为核心的竞争方式将成为趋势。AECOM&TEA 发布的《2014 年全球主题公园和博物馆报告》显示，全球主题公园 TOP10 中的华侨城集团、长隆集团、宋城集团均在运营上不同程度地融合了科技、动漫、演艺等高附加值服务，投资模式向演艺与科技的转变将成为未来趋势。

表 6：未来将有越来越多的国外主题公园开发/运营商进入中国

时间	主题公园
2016 年 6 月	上海迪士尼乐园开业
2016 年 7 月	由马来西亚建荣集团投资超过 100 亿元建设的波塞冬海洋王国将于在松江江避暑城开业
2018 年	东方梦工厂的“梦中心”主题乐园开业
2018 年	由北京市侨联华商企业山水文园集团与美国六旗集团合作建设的“山水六旗小镇”开业
2019 年	由首寰公司和美国环球公司共同投资建设的北京通州环球影城开业

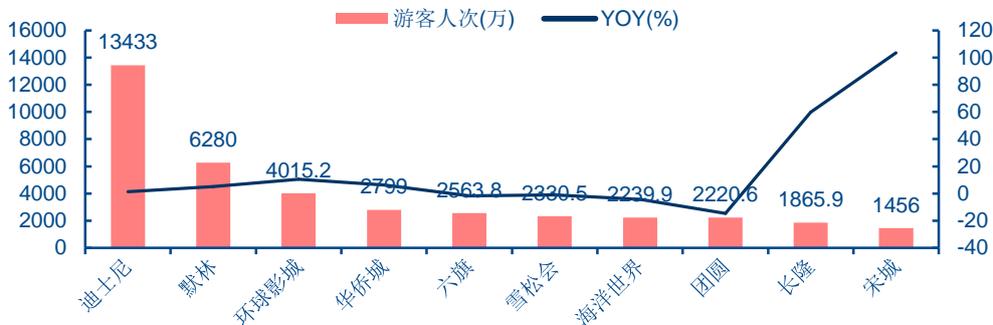
资料来源：崔俊超：《2016 年中国主题公园行业市场发展机遇与挑战并存》（搜狐），中信证券研究部整理

表 7：我国主题公园三大投资模式

投资模式	特点
“公园+地产”	主要选址在中心城市周边的二三线城市，圈地数百亩甚至上千亩，开发商通常运作集主题公园、别墅、酒店、商业街等多种业态为一体的旅游复合地产
“公园+演艺”	主题公园充当演艺项目的平台，并且两者具有相关性，开发商通常具有强大的文化内容制造能力
“公园+科技”	通常运用计算机、声光电、人工智能、自动控制、数字技术等高科技，比如在美国奥兰多迪士尼，游客可以坐上潜艇潜游海底两万里，登上宇宙飞船遨游月球，参观模拟外层空间环境的种植实验室

资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部整理

图 18：2014 年全球主题公园集团 TOP10

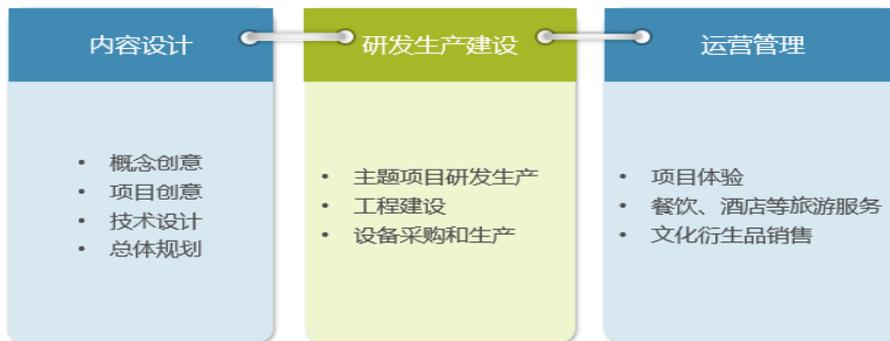


资料来源：AECOM & TEA 《2014 年全球主题公园和博物馆报告》，中信证券研究部整理

## 内容设计占据产业链核心，重游率是主题公园的生命线

**内容设计占据产业链核心。**主题公园行业由内容设计、研发生产建设和运营管理三大部分组成。主题公园的游览价值取决于主题内容能否为游客带来心理上的契合和满足，这是主题公园吸引旅客（重复）游园消费的关键。在全球前十大主题公园中，国外一线主题公园如迪士尼和环球影城等凭借在内容设计端的强大竞争力，重游率始终保持在 60%-70%的水平，而国内主题公园中的佼佼者如深圳欢乐谷、东部华侨城等的重游率仅为 30%左右。这一方面因为中国人口基数大，主题公园发展处于大量需求较粗放的早中期，同时也是因为我国主题公园上游的内容设计行业刚刚起步，国内仅有少数企业如华强文化、文旅科技等具备一定的竞争力，导致国内成熟的大型主题公园的规划和游乐设施的创意策划大多出自外国团队之手。

图 19：主题公园行业产业链



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

表 8：国内外主题公园内容设计行业主要公司

名称	总体规划设计	景观设计	特种电影创意设计	舞台表演创意设计	主题项目的研发生产
Disney Imagineering	主要为迪士尼乐园做总体规划设计。代表作：迪士尼乐园	主要为迪士尼乐园做主题包装创意与景观设计。代表作：迪士尼乐园	主要为迪士尼乐园的特种电影项目做创意设计。代表作：加勒比海盗	主要为迪士尼乐园内的舞台表演项目和原创音乐做创意设计。代表作：海底总动员、小人鱼、狮子王	主要为迪士尼乐园内的主题项目做研发生产。代表作：恐怖塔、加勒比海盗
Landmark	承接主题公园总体规划设计。代表作：成都国色天香	承接主题公园主题包装、景观设计。代表作：魔法实验室、怪物电力公司	承接 4D 影片设计。代表作：终结者 2、外星人	--	承接国内主题分项工程游乐设施提供与研发。代表作：侏罗纪公园、星际迷航
Forrec	承接主题公园总体规划设计。代表作：珠海海泉湾、长隆欢乐世界青岛宝龙乐园	承接主题公园主题包装、景观设计代表作：东部华侨城、环球影城	--	--	--
华强文化	主题公园总体规划设计。代表作：方特欢乐世界、方特梦幻王国、非物质文化遗产文化博览园	主题公园整体景观及主题项目包装、设计。代表作：魔法城堡、水漫金山、聊斋	特种电影的设计。代表作：生命之光、神奇博物馆	主要为主题舞台表演项目和原创音乐做创意设计。代表作：猴王、丛林故事	主要为主题项目做研发生产。代表作：水漫金山、魔法城堡、飞越极限

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

**重游率是主题公园经历粗放投资阶段后期的生命线。**中国社科院数据显示，目前国内主题公园投资在 5000 万元以上的有 300 家左右。其中有一定品牌知名度和良好经营业绩的主题公园数量仅占总量的 10%，而 70% 的主题公园都处于亏损状态。根据前瞻产业研究院发布的《2013-2017 年中国主题公园行业发展模式与投资战略规划分析报告》，中国大部分主题公园尤其是自然生态型、文化历史型等传统主题公园重游率较低。而那些项目参与性较强、产品娱乐性强、技术创新较快的景区如深圳欢乐谷、东部华侨城、华强方特等公园的整体重游率较高，达到 30%-35% 左右。我国大量主题公园面临着国外竞争对手和自身主题雷同、缺乏特色的双重压力，亟需提高重游率来提高经营效率。

表 9：国内外主题公园经营比较

项目	国内情况	国外情况
新增速度	国内 20 年间，增加了 2500 个主题公园	美国 50 年，增加了 30 个主题公园
人均到访率	人均到访率不足 25%	人均到访率 80%
创新性	重复模仿、人工痕迹较多	拥有专业创新研究团队，申请专利较多
游客停留时间	2-4 小时	6-12 小时
后续投资	多数没有后续投资	每年新内容的投资占全年总收入的 4%-5%
人才状况	专业管理人才少	以高新留住专业人才
收入结构	80% 来自门票收入，其他商品经营占 20%	门票收入占 20%-30%

资料来源：李婧、鲁娜：《国内主题公园何去何从》（中国文化报），中信证券研究部整理

## 主题公园行业竞争升级，高科技和多业态引领未来发展

**主题公园行业竞争升级，马太效应显现，连锁经营将成为趋势。**我国主题公园服务商和运营商目前正面临来自境内外的双重挑战。国外成熟的内容设计商和游乐设备供应商，较我国具有绝对优势，并且已经进入我国市场同时占有较高的市场份额。上海迪士尼和北京环球影城分别将于 2016 和 2019 年开园，将在未来引领更多国际知名的主题公园运营商进入中国。而随着游乐活动的选择增加，主题产品陈旧、缺乏吸引力的主题公园将被淘汰，市场竞争愈发激烈。

由于主题公园投资规模较大，需要大量的资金和专业人才进行前期的创意设计、基础设施建设、项目购置，中期周边的配套设施完善以及运营阶段的日常维护、后续改造和项目翻新，行业壁垒极高。从美国行业经验看，随着主题公园行业的不断成熟，行业集中度逐步提高，马太效应明显。在 2014 年美国入园人数前 15 名的主题公园均于 1990 年之前开园，呈现强者恒强的特点。目前，我国主题公园运营商呈现四个梯队，其中集团式经营的企业凭借其规模经济性占据市场领先地位，未来集团主导的主题公园连锁经营将成为行业发展趋势。

表 10：主题公园四个梯队

梯级	标准	代表企业
第一梯队	集团年接待量超过 1000 万人次	华侨城、华强文化
第二梯队	年接待量超过 200 万人次	常州恐龙乐园、宋城股份
第三梯队	年接待量在 100 万-200 万人次	北京石景山游乐园、大连发现王国
第四梯队	年接待量在 100 万人次以下	规模较小、游览内容较简单

资料来源：前瞻产业研究院《2015-2020 年中国主题公园行业发展模式与投资战略规划分析报告》，中信证券研究部整理

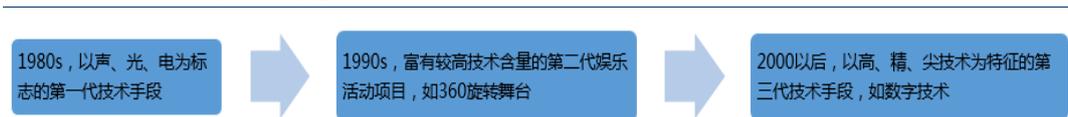
表 11：主题公园运营商实现连锁布局

公司	区域布局	主题公园数量	项目特点
华侨城集团	北京、成都、上海、深圳、武汉、天津等	6	运用高科技，实现虚拟的体验效果
华强集团	芜湖、泰安、株洲、青岛、沈阳、郑州等	16	主打“文化科技”，园内游乐措施主要以科幻冒险为主
长隆集团	广州、珠海等	4	动感骑乘类游乐项目和各式各样的水族馆、野生动物园
宋城演艺	杭州、泰安、三亚、丽江、石林等	1	大型文化演艺表演，结合骑乘类游乐项目
万达集团	武汉、西双版纳等	2	主题公园结合影视，实现影视衍生品的开发；结合旅游与傣族文化

资料来源：崔俊超：《2016 年中国主题公园行业市场发展机遇与挑战并存》（搜狐），中信证券研究部整理

**游乐设备技术配置向高精尖递进。**20 世纪 90 年代以来，主题公园以声、光、电为标志的第一代技术手段，逐步退出历史舞台，让位于一些富有较高技术含量的第二代娱乐活动项目。2001 年，随着上海科技馆的建成和极大的市场轰动效应，以高精尖技术为特征的第三代技术手段，被广泛应用于主题性的科普娱乐活动中。顺应世界文化发展潮流的业态创新，运用现代高新科技手段的文化产业创新，是未来中国主题公园发展的一个趋势。

图 20：游乐设备技术发展历程



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

**打造特色内容，多业态组合是主题公园运营的发展方向。**国外大型主题公园普遍具备独特鲜明的特色，例如迪士尼乐园追求童话梦境的美好、环球影城主打科幻英雄主义、六旗更加侧重娱乐刺激度。而我国主题公园整体同质化率较高，在内容呈现方面普遍缺乏特色，因此内容设计端的建设任重而道远，多业态组合运营打造泛娱乐生态将成为主题公园的发展方向。多业态运营的实质是依靠跨界资源做商业内容和变现模式上的创新，利用新的内容和产

品吸引流量带动消费。未来主题公园将不仅仅局限于旅游业，还将涉及到演艺、体育、影视传媒、会展、餐饮、高科技等多个行业，实现多产业联动。

表 12：诸多大型企业开始布局主题公园多业态运营

企业名称	措施
华强集团	已在芜湖、泰安、青岛、沈阳、株洲、郑州、重庆、厦门建设了方特欢乐世界和方特梦幻王国 16 家大型文化科技主题公园
万达集团	计划斥资 2000 亿元在中国打造 12 座主题公园。其在全球首创的文化旅游新品牌“万达文化旅游城”囊括室外主题公园、万达茂、大型主题秀场、星级酒店群等多重业态，已在哈尔滨、合肥、南昌、无锡、广州等地落地
世茂集团	已确定在武汉龙湾、大连御龙海湾、上海佘山里、石狮摩天城等 6 个项目中建设主题公园，均为旅居地产项目，类似万达旅游综合体项目，未来世茂主题公园数量将达到 10 座
华谊兄弟	旗下业务将重新整合为三大板块，包括传统的影视娱乐板块、实景娱乐板块以及互联网娱乐板块。在实景娱乐板块，已布局了苏州、深圳、海南三个项目，其中，2014 年 6 月开业的海口“冯小刚电影公社”作为首个开业的项目，总投资 55 亿元
光线传媒	将联手上海市政府在闵行区打造“中国电影世界”，占地约 1200 亩，总投资预计 100 亿元。与其他电影主题项目不同的是，该项目先确定要拍摄的电影，再进行电影场景搭建，之后再启动旅游项目
中航工业	计划在全国布局 5-6 个航空大世界项目，每个航空大世界大约占地 5000 亩，每个项目总投资大约 200-300 亿元，总投资将达 1000-1200 多亿元。全球首个以航空为特色的大型综合航空主题乐园“航空大世界”预计 2017 年建成对外开放

资料来源：崔俊超：《2016 年中国主题公园行业市场发展机遇与挑战并存》（搜狐），中信证券研究部整理

## 动漫行业：精品国漫续力发展，优质内容推动繁荣

### 行业总产值破千亿，过去 5 年 CAGR20.7%

我国动漫产业高速发展，青少年群体构成庞大市场需求。作为文娱产业的后起之秀，动漫产业目前正处于从幼稚期向成长期转变的过渡阶段，行业发展风起云涌。在经历了近五年的高速增长后，2014 年动漫行业总产值达到 1000 亿元，2010-2014 年 CAGR 为 20.7%，预计到 2015 年行业总产值有望增至 1131.58 亿元。作为动漫的主要受众，青少年群体构成了 3.67 亿人的庞大需求市场，占全国总人口的近 29%，而新出生人口正以每年 1600 万左右的速度增加，巨大的儿童人口基数成为动漫产业持续发展的内生动力。

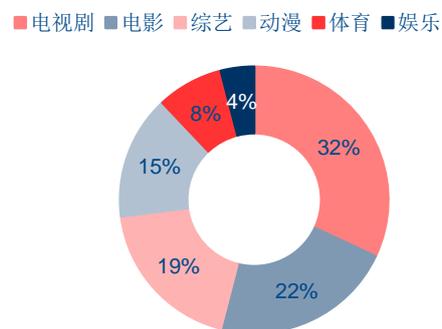
根据 CSM 统计数据显示，在 2014 年全国电视台收视排行榜中，主推动画片及少儿节目的央视少儿频道位居第三，年度平均份额达到 4.12%。而通过 app 应用在移动端观看动漫的比例达到 15%，仅次于电视、电影和综艺节目。可见我国动漫市场需求具有巨大发展潜力。

图 21：2010-2015 我国动漫产业产值及增速



资料来源：产业信息网，中信证券研究部整理

图 22：移动端 app 中动漫映播占比达到 15%



资料来源：集奥聚合，中信证券研究部整理

**高端创意人才紧缺，优质 IP 资源亟待发掘。**目前我国动漫产业拥有企业 4600 多家、从业人员约 22 万人，然而核心人才匮乏的现象并未从根本上得到改善。根据产业信息网公布数据显示，2012 年中国动漫人才需求缺口大约在 15 万人左右，在近三年已扩大至 60 万人，且现有的单一制作型人才无法满足国产动漫对优质 IP 资源的需求。根据《2015 年动漫行业分析报告》公布数据显示，中国最具影响力的动漫作品中，国产动漫仅占 11%，6 成以上被日本动漫占据。此外，在最受欢迎的十大动漫形象中，国产动漫中仅孙悟空进入榜单，其他席位则被日美均分。我国动漫产业高端创意人才及优质 IP 作品亟待发掘。

表 13：中国最受欢迎的十大动漫人物形象

排名	人物名称	原产地
1	蜡笔小新	日本
2	孙悟空	中国
3	哆啦 A 梦	日本
4	江户川柯南	日本
5	樱桃小丸子	日本
6	史努比	美国
7	唐老鸭	美国
8	米老鼠	美国
9	加菲猫	美国
10	樱木花道	日本

资料来源：灵核网：《2015-2020 中国动漫行业市场分析与发展趋势研究报告》，中信证券研究部整理

**政策春风助推市场供需双旺。**中国动漫行业的发展最早起步于上海美术电影制片厂，1957 年建厂后摄制的动画片《神笔马良》、《小蝌蚪找妈妈》等作品制作精良，取得了良好的反响。90 年代之后，以日本动漫为代表的海外作品大量涌入中国，使国产动漫一度失色。进入 21 世纪，为了提振国产动漫，国家推出了一系列扶持政策，包括动画创作竞赛、政府补贴及税收减免、鼓励衍生品经营等着力打造具有影响力的国际动漫品牌。在政策推动下，一系列国产精品动漫如《喜羊羊与灰太狼》、《熊出没》陆续问世，掀起收视热潮。此外，全面放开二胎预计将使我国在未来 5 至 8 年再次迎来生育高峰，新增受众有望推动产业持续发展。

表 14：我国动漫产业相关政策

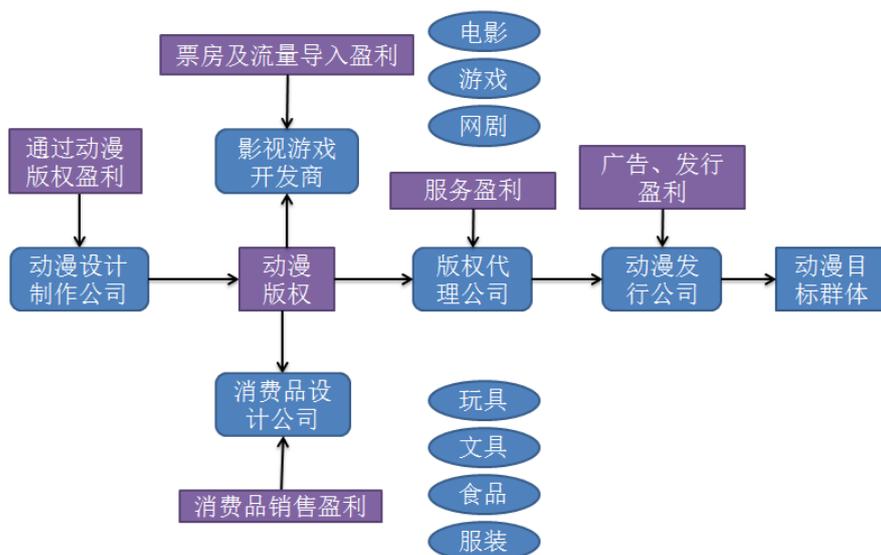
时间	发布单位	政策名称	具体内容
2008 年	国家广电总局	《广电总局关于加强电视动画片播出管理的通知》	规定自 2008 年 5 月 1 日起，全国各级电视台所有频道不得播出境外动画片的时段，由原来的 17:00 至 20:00 延长至 21:00
2009 年	国务院	《文化产业振兴规划》	提出动漫产业要着力打造深受观众喜爱的国际化动漫形象和品牌，成为文化产业的重要增长点。支持动漫等文化产业进入国际市场
2011 年	文化部、财政部、国家税务总局、海关总署	《动漫企业进口动漫开发生产用品免征进口税收的暂行规定》	对经认定的动漫企业进口动漫开发生产用品实施免征进口税收政策，免税税种包括进口关税及进口环节增值税
2012 年	文化部	《“十二五”时期国家动漫产业规划》	努力推动我国原创动漫创意、研发、制作能力大幅提升，动漫精品力作不断涌现，发挥市场机制对动漫文化资源配置的积极作用
2014 年	文化部	《关于贯彻落实<国务院关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见>的实施意见》	提出扶持内容健康向上、富有创意的优秀原创动漫产品的创作、生产、传播、消费
2015 年	文化部	《2015 年扶持成长型小微文化企业工作方案》	重点扶持的成长型小微文化企业

资料来源：相关政府网站，中信证券研究部整理

## 动漫衍生品销售是产业主要增长来源

动漫产业主要由制作、发行、播映及衍生品市场四部分组成，衍生品销售是产业主要增长来源。动漫设计制作占据产业链上游，通过向中游动漫平台或发行商出售漫画版权获取收入。中游发行渠道收入则由作品发行收入和广告收入组成。由于动漫内容的延展性强、辐射面广，衍生品市场的销售成为动漫产业收入的主要增长源。2014 年动漫衍生品市场规模达到 316 亿元，是播映市场的 1.5 倍，并以每年约 20% 的高增长率攀升，其中动漫玩具占据了衍生品市场的半壁江山。此外，影视游戏开发商通过将具有影响力的动漫内容二次创作改编成电影、游戏等方式也将获得可观的票房收入及流量导入。由此可见，优质动漫作品是衍生品热销的关键，而衍生品市场的繁荣也对国产动漫的质量提出了更高要求。

图 23：动漫市场产业链



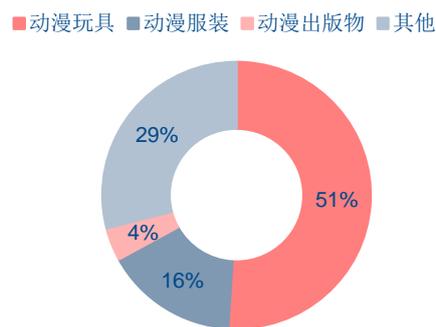
资料来源：中信证券研究部整理

图 24：2009-2015 我国动漫衍生品市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部整理

图 25：我国动漫衍生品细分市场份额

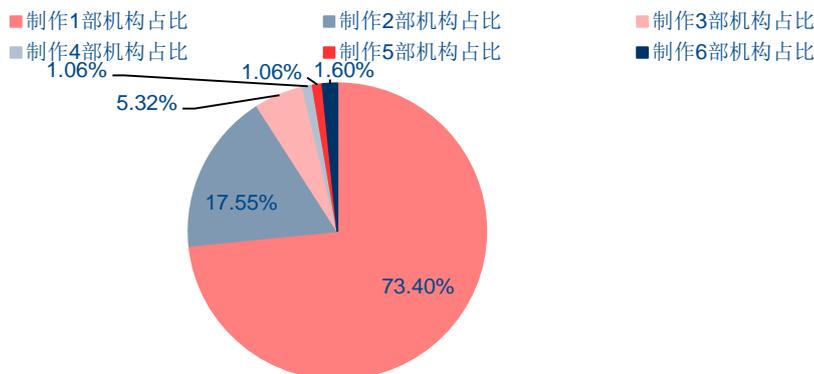


资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部整理

## 行业趋于资源整合，优质 IP 成为发展突破口

动漫制作企业集中度较低。根据广电总局发布数据显示，2014 年我国电视动画制作备案机构数量共 188 个，国产电视动画片产量达 278 部、11650 集、138579 分钟，但大部分备案机构的动画制作产量仍处于较低水平。2014 年我国电视动画制作备案机构中，仅制作 1 部电视动画的机构数量为 138 家，占比达 73.4%；制作 4 部及以上的机构数量仅 7 家。可见我国动漫制作行业集中度较低，制作机构的生产效率有待提升。

图 26：我国动漫制作机构每年制作动漫数量的比例分布



资料来源：广电总局，中信证券研究部整理

**行业趋于资源整合，市场集中度有望提升。**我国动漫行业发展空间广阔，正处于高速成长期的大型动漫企业为巩固自身地位、实现全产业链延伸及集团化发展，在行业内不断展开收购兼并，将产业链细分环节中表现出色的企业纳入旗下，行业资源整合趋势愈演愈烈，如 2014 年美盛文化收购天津酷米，2015 年长城影视并购 7 家公司，近期奥飞动漫收购有妖气平台等，全产业链扩张势不可挡。同时大企业的并购扩张使得行业分层逐渐明晰，以奥飞动漫、华强动漫、腾讯动漫等 7 家大型动漫企业为代表的第一梯队逐步成型，在短期内战略并购动作仍然频繁，行业集中度有望提升。

表 15：我国动漫产业并购案例

时间	并购方	被并购方	备注
2013 年	奥飞动漫	“喜羊羊与灰太狼”等相关动漫形象的商标和版权	丰富企业优质内容资源
2013 年	美盛文化	天津酷米	加强网络端布局
2015 年	长城影视	湖南宏梦卡通传播有限公司等 7 家公司	打通影视、动漫、游戏链条
2015 年	奥飞动漫	四月星空（有妖气）	公司业务延伸至互联网平台版权业务

资料来源：投资界：《动漫投资事件》，中信证券研究部整理

**在行业洗牌的大趋势下，内容端逐步成为产业发展突破口，优质 IP 资源是全产业链核心竞争力。**近年来，在优质 IP 作品的带领下，动漫产业发展势不可挡。2005 年《喜羊羊与灰太狼》的火热映播令该漫画成为优质 IP 的典范，迄今已播放 500 余集，年度收视率最高曾达到 17.3%，成为我国动画片收视之首。该 IP 自 2009 年至今所改编的 7 部系列电影均获得市场热烈响应，2012 年票房曾达到 1.67 亿元。《喜羊羊与灰太狼》巨大的品牌效应引领了国产精品 IP 的创作热潮，《熊出没》、《大圣归来》等优质 IP 的二次创作均取得不俗成绩。可见精品 IP 所形成的品牌效应不仅推动动画收视飙升，同时能够覆盖动漫二次创作产品。

表 16：优质/经典动漫连续剧及二次创作表现亮眼

动漫名称	连续剧播出时间	人气统计	电影票房
《喜羊羊与灰太狼》	2005	收视率 17.3%	1.67 亿
《熊出没》	2012	收视率 3.85%	2.91 亿
《十万个冷笑话》	2012	点击量 20 亿	1.19 亿

资料来源：CBO 中国票房等，中信证券研究部整理

**精品 IP 授权带来衍生品市场繁荣。**随着动漫企业对原创精品 IP 版权的重视不断加强，优秀动漫作品授权市场发展态势向好。尤其对于衍生品市场来说，盈利的关键在于精品 IP 的获取。伴随着国产动漫《熊出没》带来的收视狂潮，其品牌授权覆盖范围甚广，涉及电信、金融、餐饮、体育等各领域，相关动漫形象上市衍生品类别达到 2000 多种，年销售额超过 20 亿元，品牌影响力及竞争力得到极大的提升。随着精品 IP 授权市场的不断壮大，国产优质动漫争相登陆衍生品市场，在今年举办的深圳国际品牌授权及衍生品展览会上，各国企业就品牌授权事宜达成意向交易金额超过 10.8 亿元，其中票房夺冠的《大圣归来》等热门作品受关注程度甚高，优质 IP 授权衍生品市场繁荣可期。

图 27:《熊出没》衍生产品



资料来源：百度图片，中信证券研究部整理

图 28: 深圳国际品牌授权及衍生品展览会



资料来源：百度图片，中信证券研究部整理

表 17: 近年来国产动漫 IP 的授权价格

时间	IP 名称	授权方	被授权方	价格
2012	《我叫 MT》	纵横中文网	乐动卓越	300 万元
2014	《血族》	漫友	盛大	25 万元
2014	《偷星九月天》	知音漫客	-	540 万元
2014	《侠岚》	若森	自在游	2000 万元
2015	《画江湖之不良人》	若森	掌趣科技	数千万元

资料来源：三文娱，中信证券研究部整理

## 公司优势：研发-运营-内容三位一体打造产业链闭环

### 创新研发实力雄厚，掌控主题公园上游核心竞争力

“文化+科技”人才双管齐下，创新研发实力雄厚。公司始终坚持文化内容产品的创意设计与文化科技主题公园的研发，先后成立了创意设计院、文化科技研究院、工程设计院三大设计部门。其中创意设计院下设策划中心、设计中心和特种电影中心等专门负责主题公园的创意及内容设计工作；文化科技研究院下设自动控制、舞台技术、游乐设备等九大研究所和一个试制中心；工程设计院下设建筑设计、电气设计、园林设计等十一个部门。“三院”依靠业内最完备的业务配置，培养了一支由 2000 多人组成的科技及艺术创作领域的人才队伍。作为国内文化科技领域巨头，公司合理的薪酬体系与广阔的发展空间也保障了一线技术团队的稳定性。公司核心管理及中高层技术骨干 34 人全员持股，持股比例共计约 23%，稳定的组织结构令公司在研发领域的不断发展。目前公司已拥有专利 181 项，保障了其在主题公园、游乐设备、特种电影、主题演艺各阶段产品的创新性。

表 18: 公司部分核心技术列举

技术名称	技术特点	对应专利/应用产品
全景式数字立体影像呈现技术	该系统采用环幕立体视差模型、结合三维动画或者实拍立体影像制作完成的特种电影，可以在 0~360 度柱面银幕上获得连续的立体画面	数字环幕立体电影制作方法
实景动态立体影像仿真跟踪系统	该系统由巨幕/环幕、动感游览车、计算机控制系统、无线网络调度系统、传感系统以及立体影片等几部分组成，解决了立体影像运动透视还原的问题	跟踪视场及二次渲染制作立体电影的方法
“天画”弧形天幕电影播放系统	该系统支持多达 30 多个通道的视频同步播放，通过图像拼接矫正技术，将画面上下左右四方连续拼接，获得宏大的电影画面	一种动态图像同步播放系统和方法
数字球幕投影放映系统	该系统使用安装在球幕边缘或者中央的投影仪，投满整个球幕，取代使用 70mm 胶片放映系统，提高了播放质量，降低了设备维护成本	曲面电影投影系统及方法
幻影特效匹配技术	该技术可实现影像、光学特技与真人演员、环境硬件的匹配，实现了虚实景、真人表演与影片内容的结合	一种特效舞台剧场系统

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

图 29：公司特种电影技术列举



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

基于雄厚的自有技术和研发力量，掌握内容设计端核心竞争力。公司依托研发团队和自有技术储备，已完成了“方特欢乐世界”、“方特梦幻王国”、“非物质文化遗产博览园”三种类型的主题公园的创意设计。此外，公司还持续更新原有公园的科技娱乐项目（开业 3 年后开始更新升级，平均每年更新 5-10%），保持主题公园对游客的吸引力。公司特种电影业务处于国内领先地位，已独立研发出十多种特种电影形式且均呈现于旗下所有主题公园中，所生产的环幕 4D 电影系统已输出至全球多个国家和地区。在主题演艺方面，公司成功推出了《猴王》、《丛林故事》等多个主题演艺项目，形成一支近 300 人的具有较高水准的主题演艺团队——方特艺术团。其中《猴王》节选片段《在马戏团的日子》在 2012 年获得第八届中国舞蹈“荷花奖”当代舞、现代舞表演银奖，并在 2014 年 IAAPA（国际游乐园及游艺设施协会）获得“Brass Ring 铜环奖·最佳现场演出奖”。技术积累和创新研发保障了公司在主题公园的概念创意、项目创意、技术设计和总体规划等领域的市场领先地位。公司内容设计业务有望受益于未来 5 年行业投资建设热潮，预计单个公园内容设计项目创收将达 2-2.5 亿元。而特种电影及配套设备销售在 2016 年的井喷有望贡献收入约 5 亿元，使文化内容业务收入占比重回总收入的 20%。由于特种电影毛利率高达 81%，且相关研发费用已在之前管理费用中摊销，在其他业务毛利率保持稳定的状态下，特种电影将贡献更多的利润增长，令公司净利润在 2016 年迎来拐点。

表 19：公司特种电影技术结构

技术类别	产品	案例
特种影片	各种 3D 影片、4D 影片、球幕影片、环幕实拍合成立体影片、水幕影片、巨幕立体影片、跟踪式立体影片、幻影成像影片等	《生命之光》、《飞跃极限》、《秦皇求仙》、《魔法城堡》、《聊斋》等
电影银幕	环幕、球幕、巨幕、水幕等	《神奇博物馆》4D 环幕、《飞跃极限》大型球幕、《水漫金山》水幕、《生命之光》巨幕等
播放系统	多屏拼接双机立体同步播放系统	海螺湾、秦皇求仙等
	单机立体播放系统	盘丝洞等
	多屏同步巨幕立体播放系统	生命之光等
	球幕播放系统	飞跃极限等
	多屏时序控制双机立体播放系统	魔法城堡和恐龙危机等
运动设备	玻璃反射金属银幕多屏同步播放系统	聊斋、西部追忆、崂山道士等
	水幕多屏拼接同步播放系统	水漫金山等
运动设备	高科技动感座椅、高速动感车辆、轨道船、大型车载动感平台	《神奇博物馆》4D 座椅，《海螺湾》动感座椅，《星际航班》动感舱；《恐龙危机》动感轨道车，《逃出恐龙岛》、《水漫金山》轨道船等
特种电影特效设计	特种电影项目的主题、风格设计，包括整体建筑、内部装饰、灯光表演等。	《海螺湾》海底环境建筑、装饰、场景、灯光，机械螃蟹、美人虾；《恐龙危机》未来世界博物馆建筑、装饰、场景、灯光、特技，恐龙模型，机械恐龙；《星际航班》太空舱建筑、装饰、场景、灯光；《水漫金山》江南水乡建筑、装饰、场景、灯光；《秦陵历险》秦王陵墓建筑、装饰、灯光、兵马俑造型、场景等。

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

图 30：公司主题演艺项目《猴王》

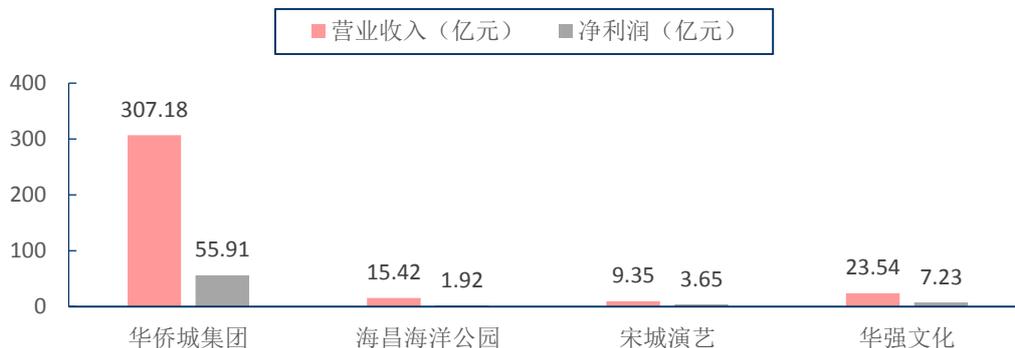


资料来源：公司招股书，中信证券研究部整理

### 规模扩张开启连锁经营，布局“奥兰多模式”提升重游率

**运营规模庞大且持续快速扩张。**自 2007 年，公司的第一家文化科技主题公园——芜湖方特欢乐世界开业以来，以每年开业两个主题公园的速度开疆拓土，已经在芜湖、汕头、泰安、沈阳、青岛、株洲、郑州、厦门、天津、嘉峪关、济南、宁波等全国 12 个城市建成 16 座“方特”系列主题公园，厦门非物质文化遗产博览园、宁波方特东方神画、大同文化科技主题公园等 3 个新的主题公园也将在 2016 年建成。对比同行业，华侨城集团从 1998 年至今共布局了深圳、北京、上海、天津、成都、武汉 6 个城市；海昌海洋乐园在 2000 年运营“大连老虎滩”起共布局了大连、青岛、烟台、武汉、重庆、天津 6 个城市；宋城演艺从 1996 年至今仅在杭州和三亚布局。公司主题公园的扩张速度和规模位于行业前列，据统计 2014 年公司旗下 12 座主题公园全年实现客流量 911 万人次，预计 2015 年旗下 16 座主题公园全年客流量将达到 1300 万人次，有望为运营端带来约 30% 的收入增长。

图 31：2014 年同行业营业收入及净利润对比



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

**连锁经营+品牌营销提升华强方特影响力。**随着主题公园运营进入成熟阶段，公司通过连锁经营的方式，对成功的主题公园进行复制。公司计划继续新增方特主题公园在全国的布局，预计 2016 年将有 4 座建成并投入使用，并在呼和浩特、太原、赣州、四川等地选址建设 4-5 个主题公园。大规模布局将为公司带来更多的游客流量导入，强化方特主题公园在全国的品牌效应。公司计划在 2016 年启动华强品牌的全国性推广，通过冠名全国性高人气电视综艺节目等方式强化华强方特的品牌辐射度，依托明星影响和粉丝经济效应提升方特系列主题公园的人气。未来公司将继续深化技术研发，把高新科技应用于游乐设备、特种电影和主题演艺产品，以新颖且趣味性强的游乐主题增强游客粘性。预计 2015-2017 年公司主题公园运营收入 CAGR 有望达到 17% 左右。

图 32：公司主题公园分布版图



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

**布局“奥兰多模式”提升重游率。**“奥兰多模式”即主题公园群落化经营模式，一般是在一个区域内建设多个风格各异的主题公园，通过不同的主题内容形成互动，在丰富游客的消费体验的同时提升入园频次和时长，实现主题公园运营收益的最大化。最具代表性的则是在美国奥兰多的华特迪士尼世界，占地面积 124 平方公里，拥有 4 座超大型主题乐园，2 座水上乐园，32 家度假饭店以及 784 个露营地。目前行业内已有企业开始效仿“奥兰多模式”加入主题公园群落的建设经营，如华侨城在深圳 6 平方公里的园区中先后建立锦绣中华民俗文化村、世界之窗、欢乐谷和东部华侨城，目前已形成我国最大、领跑亚洲的主题公园群落。作为华强文化主题公园的核心地区，芜湖成为公司推进“奥兰多模式”的试验区。公司计划在芜湖市建立 6 座主题各异的公园，目前芜湖方特主题公园四期已建成开业，后续建设正在紧锣密鼓地进行。待六期完工后，芜湖将形成集公园、游乐、休闲、演艺、住宿餐饮等服务于一体的华强方特主题公园群，游客重游率和单人消费贡献有望持续提升。

图 33：芜湖将打造“东方奥兰多”



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

### 依托国内顶级动漫 IP 发展动漫衍生品业务

公司原创动漫 IP 质优量大且品牌影响深远。公司拥有 178 项著作权，2010 年至 2012 年公司动漫产量连续三年位居全国前三甲。公司创作的《生肖传奇之十二生肖快乐街》、《小鸡不好惹》、《熊出没》等动画作品，在包括央视少儿在内的 200 多家国内电视台播出；还拓展至爱奇艺、PPTV 等新媒体平台，长期占据中国动漫点击排名前列，2014 年公司数字动漫版权收入共实现 0.76 亿元。动画电影领域，公司从 2014 年开始以每年一部的速度先后推出了《熊出没之夺宝熊兵》、《熊出没之雪岭熊风》，分别以 2.48 亿元和 2.96 亿元的票房打破了上映时国产动漫电影的最高票房纪录。2016 年动画大电影《熊出没之熊心归来》当前实时票房也达到 2.86 亿元，表现不俗。此外，公司于 2012 年开始拓展文化衍生品授权市场，已经授权了包括玩具、图书、电子产品、食品、文具、家居用品等几十项商品品类，一方面增加了文化衍生品收入，另一方面扩大了动漫品牌的影响力。

图 34：公司动漫作品列举



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

图 35：熊出没主要形象



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

图 36:《熊出没》系列作品长期占据“爱奇艺”热播排行前列（截至 2016 年 2 月 20 日）

风云榜首页	全部	搞笑	益智	真人	大陆	美国	亚洲	热播	好评	
爱奇艺指数	名称				标签			7天指数	昨日指数	历史指数
电视剧	1 航海王				热血   动作   日语			265,648,646	51,619,327	7,654,133,522
动漫	2 熊出没之冬日乐翻天				大陆   国语   搞笑			123,771,629	41,644,218	1,935,468,023
综艺	3 熊出没之丛林总动员				剧情   大陆   搞笑			111,644,998	21,920,201	1,953,857,976
娱乐	4 爆笑虫子 第3季				韩国   无   搞笑			110,741,052	28,690,270	320,487,231
资讯	5 铠甲勇士捕将				大陆   国语   7-13			103,428,822	44,015,884	878,416,149
原创	6 爱探险的朵拉				校园   国语   教育			64,405,012	13,442,297	646,082,050
达人	7 熊出没之环球大冒险				剧情   大陆   国语			52,470,438	11,831,499	780,603,782
电影	8 熊出没				剧情   大陆   国语			51,082,463	9,108,548	844,433,219
	9 蜡笔小新				剧情   青春   搞笑			41,549,960	13,266,393	772,468,829
	10 熊出没之春日对对碰				剧情   大陆   搞笑			37,937,948	7,762,275	485,478,517

资料来源：爱奇艺动漫风云榜，中信证券研究部

图 37: 公司衍生品系列



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

**凭借品牌影响拓展海外市场。**公司积极参加法国戛纳电视节、新加坡亚洲电视论坛 ATF、美国 NATPE 动漫展等国际大型专业展会，还专门组建了一支经验丰富的国际发行队伍，并配备了一支国内少有的专业外籍多语种配音团队。目前，公司累计出口片长超过 20 万分钟，覆盖美国、意大利、克罗地亚、新加坡等 100 多个国家和地区，进入了迪士尼、Nickelodeon 等国际主流媒体频道，并获得了戛纳电视节儿童评审团“Kids’ Jury”等大奖。随着优质动漫出海，动漫版权销售收入有望进一步增加，预计 2015 年公司数字动漫业务收入将突破 1 亿元。

表 20：公司获奖动画作品列举

获奖作品	荣誉	颁奖单位	获奖时间
熊出没	2011 年度优秀国产动画片一等奖	国家广电总局	2012.05
	2013 第五届中国年度十大最具产业价值动画形象奖（“光头强”形象）	中国国际影视动漫版权保护和贸易博览会组委会	2013.08
	“2013 中外玩具大奖”最具成长性动漫形象奖	中外玩具制造杂志、广东省玩具协会	2013.04
	2014 中国动漫授权业十大中国品牌	中国动漫授权业大奖评审办公室, 国家新闻出版广电总局发展研究中心	2014.08
熊出没之环球大冒险	2013 年第九届中国国际动漫节“金猴奖”动画片系列片金奖	中国国际动漫节执委会	2013.04
	2013 年第九届中国国际动漫节“金猴奖”动画角色金奖	中国国际动漫节执委会	2013.04
熊出没之丛林总动员	2013 年度优秀国产动画片一等奖	国家新闻出版广电总局	2014.04
	第十届中国国际动漫节“金猴奖”动画系列片铜奖	中国国际动漫节执委会	2014.04
熊出没之夺宝熊兵	中国文化艺术政府奖第二届动漫奖最佳动画电影奖	中华人民共和国文化部	2014.10
	入围法国昂西国际动画电影节“昂西水晶最佳动画长片奖”	The Annecy International Animation Film Festival 组委会	2014.04
熊出没之雪岭熊风	第 11 届中国国际动漫节“金猴奖”动画电影金奖	中国国际动漫节执委会	2015.04
熊出没之过年	2013 年第九届中国国际动漫节“金猴奖”最具潜力动画电影奖	中国国际动漫节执委会	2013.04
熊出没之年货	国家新闻出版广电总局 2014 年第一季度国产优秀动画片	国家新闻出版广电总局	2014.06
熊出没之春日对对碰	国家新闻出版广电总局 2014 年度优秀国产动画片二等奖	国家新闻出版广电总局	2015.06
熊出没之冬日乐翻天	国家新闻出版广电总局 2015 年度第一季度优秀国产电视动画片	国家新闻出版广电总局	2015.06
笨熊笨事	2011 年法国戛纳电视节青少年节目展“儿童评审团” Kids' Jury 大奖	法国戛纳电视节	2011.10
小鸡不好惹	2010 年度优秀国产动画片三等奖	国家广电总局	2011.04
小虫虫有大智慧	2012 年第 45 届休斯顿国际电影节雷米白金奖	休斯顿国际电影节组委	2012.04
生肖传奇之十二生肖总动员	2010 年意大利“海湾卡通节”的 Pulcinella Awards 提名奖	意大利海湾卡通节动画展组委会	2010.07
生肖传奇之十二生肖快乐街	2010 年度第四批优秀国产动画片	国家广电总局	2011.02
中国梦-环保篇	中国西安第三届国际原创动漫大赛最佳公益动画奖	中国西安第三届国际原创动漫大赛组委会	2014.06

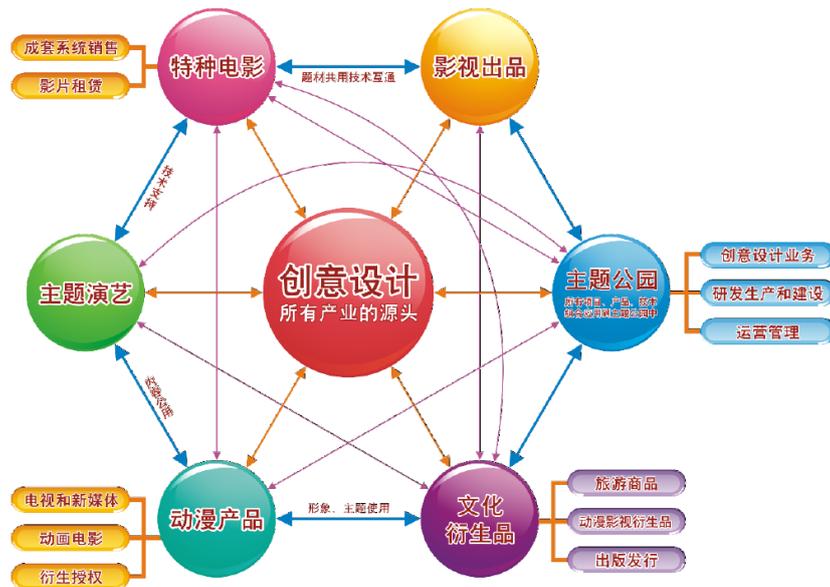
资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

**持续深化内容研发。**《熊出没》系列动画作品是近年来国产动漫少数的大热 IP，但由于国产动漫生命周期较短，《熊出没》或将遭遇《喜羊羊》的类似瓶颈而逐步呈现趋冷势头。因此公司在积累了国产动漫的成功经验后，将持续深耕动漫 IP 开发。公司依靠在三维动画方面的优势，打算以《熊出没》为基础针对不同的年龄受众推出两个系列 IP，“大熊”系列（针对广大受众）和“小熊”系列（针对低幼受众）。凭借创新的动漫形象继续引领收视热潮，并以高人气动漫形象与主题公园有机结合，形成互动效应，提升主题公园的品牌影响力和盈利能力。此外，公司的文化衍生品业务尚处于起步阶段，未来将成为对现有特种电影、动漫、主题公园等业务的有益补充，有望成为华强文化新的利润增长点，预计 2015 年公司文化衍生业务收入有望突破 1 亿元大关。

## 全产业链运营打造新三板文化科技巨头

研发-运营-内容三位一体打造产业链闭环。公司主题公园业务经营范围延伸至上游的影视动漫内容创作产业、文化衍生品产业，所推出的《熊出没》等动漫作品以及高科技特种电影整体具有较强的市场影响力。公司凭借上游的优质内容资源发展文化科技主题公园，实现了从创意设计、研发建设到运营环节的全产业链经营，形成了上下游各业务板块的网络化布局。在国外，迪士尼和环球影城依靠该运营模式成为主题公园行业的全球领导品牌，我们预计公司未来将在创新研发、运营以及上游内容端持续发力，依靠全产业链运营保持自身在主题公园行业的领先地位，实现文化内容+科技娱乐的强化学反应。

图 38：研发-运营-内容打造公司产业链闭环



资料来源：公司路演材料，中信证券研究部整理

## 风险因素

**行业风险：**国家税收优惠政策变化的风险；主题公园季节性波动的风险。

**公司风险：**（1）持续的创意设计、项目开发和技术转化的风险：如果公司新开发的具体项目如特种电影或动漫作品得不到社会公众的认可，或无法开发出更加先进的技术对现有项目进行更新，都会导致项目吸引力下降，从而影响公司经营业绩。（2）主题公园运营风险：如果因机器设备故障、电力中断、员工误操作等原因导致游乐设施发生故障，或者因自然、人为因素发生火灾等事故，将对公司业务运营及声誉产生负面影响，进而影响公司业绩。（3）市场竞争风险：随着市场的逐渐开放，迪士尼、环球影城进入中国市场将使公司面临更为激烈的市场竞争，从而带来公司公园运营收入降低的风险。

## 盈利预测与关键假设

### 关键假设：

**(1) 在收入方面**，公司主营收入结构主要分为两部分，文化科技主题公园业务以及文化内容产品及服务。其中文化科技主题公园包括：创意设计、主题公园运营和主题公园建设，而文化内容产品及服务则涵盖：数字动漫、影视发行制作、特种电影以及文化衍生品等其他产品及服务。我们预计华强文化的收入结构在 2015 年将出现一定的变化，其中文化科技主题公园业务将持续保持较快增长，而文化内容产品及服务的收入占比将出现下降。主要原因是公司文化内容产品及服务下属的特种电影业务在 2015 年处于验收期，预计收入仅为 5500 万左右，较 2014 年大幅下滑近 85%。而伴随文化科技主题公园业务的持续发展，主题公园相关业务的收入结构有望达到总收入的近 9 成。而在 2016 年公司特种电影业务将重归增长快车道，收入规模有望实现约 5 亿元，同时伴随数字动漫、影视制作发行和衍生品业务的稳健增长，公司文化内容产品及服务的收入结构有望重新回到总收入的约 2 成水平。文化内容产品及服务业务的快速发展有望减少公司对于政府补贴的依赖，令公司在 2016 年迎来业绩拐点。

我们预计公司创意设计业务 2015-2017 年收入为 10.26/11.08/11.96 亿元，增速为 50%、8%和 8%；主题公园运营业务 2015-2017 年收入为 14.62/17.11/19.67 亿元，增速为 30%、17%、15%；主题公园建设业务 2015-2017 年收入为 2550/3697/4326 万元，增速为 25%、45%、17%；数字动漫业务 2015-2017 年收入为 1.06/1.43/1.94 亿元，增速为 40%、35%和 35%；影视制作发行业务 2015-2017 年收入为 3697/3789/3884 万元，增速为 3.5%、2.5%和 2.5%；特种电影业务 2015-2017 年收入为 0.55/5.04/5.69 亿元，增速为-85%、815%和 13%；文化衍生品等其他产品及服务 2015-2017 年收入为 1.17/1.34/1.55 亿元，增速为 160%、15%和 15%。

**(2) 在毛利率方面**，随着 4 家新公园的对外开放，公司的入园游客数量有望从 2014 年的 991 万增长至 2015 年的 1300 万，主题公园运营业务的毛利率有望提升。同时随着特种电影业务在 2016 年的快速增长、《熊出没》系列大电影的出色表现以及衍生品授权收入的不断增加，预计未来公司毛利率还将缓慢上升，2015-2017 年公司毛利率为 76.8%、77.1%和 77.3%。

**(3) 在费用率方面**，公司预计在 2016 年开始推动华强方特全国性的品牌推广，同时随着公司固定资产的持续增加，每年固定资产折旧费用也将持续上升，预计公司的销售费用和管理费用将进一步增加。我们预计公司总体费用率将略有增长，2015-2017 年总费用率为 48.4%、49.3%、50.1%。

表 21：华强文化收入、毛利率和费用率预测

项目	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>收入(千元)</b>							
创意设计	665,200.0	898,872.0	849,057.0	683,774.0	1,025,661.00	1,107,713.88	1,196,330.99
主题公园运营	594,130.0	839,871.0	1,039,873.0	1,124,660.0	1,462,058.00	1,710,607.86	1,967,199.04
主题公园建设	85,119.0	21,325.0	29,863.0	20,399.0	25,498.75	36,973.19	43,258.63
数字动漫	18,262.0	18,239.0	34,186.0	75,866.0	106,212.40	143,386.74	193,572.10
影视制作发行	0.0	0.0	500.0	35,715.0	36,965.03	37,889.15	38,836.38
特种电影	31,253.0	54,300.0	179,798.0	367,091.0	55,063.65	503,832.40	569,330.61
文化衍生品等其他产品及	37,368.0	68,835.0	48,235.0	44,967.0	116,914.20	134,451.33	154,619.03
<b>合计</b>	<b>1,431,332.0</b>	<b>1,901,442.0</b>	<b>2,181,512.0</b>	<b>2,352,472.0</b>	<b>2,828,373</b>	<b>3,674,855</b>	<b>4,163,147</b>
<b>收入增速(%)</b>							
创意设计		35.1%	-5.5%	-19.5%	50.0%	8.0%	8.0%
主题公园运营		41.4%	23.8%	8.2%	30.0%	17.0%	15.0%
主题公园建设		-74.9%	40.0%	-31.7%	25%	45%	17%

项目	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
数字动漫		-0.1%	87.4%	121.9%	40.0%	35.0%	35.0%
影视制作发行				7043.0%	3.5%	2.5%	2.5%
特种电影		73.7%	231.1%	104.2%	-85.0%	815.0%	13.0%
文化衍生品等其他产品及		84.2%	-29.9%	-6.8%	160.0%	15.0%	15.0%
<b>合计</b>		<b>32.8%</b>	<b>14.7%</b>	<b>7.8%</b>	<b>20.2%</b>	<b>29.9%</b>	<b>13.3%</b>
<b>毛利率(%)</b>							
创意设计	94.79%	95.79%	95.73%	94.05%	93.75%	93.80%	93.85%
主题公园运营	72.18%	67.65%	66.96%	64.15%	64.75%	64.80%	65.30%
主题公园建设	27.45%	46.07%	84.24%	69.78%	69.90%	70.10%	70.30%
数字动漫	98.17%	97.08%	96.15%	98.44%	97.90%	98.10%	98.30%
影视制作发行			13.60%	65.15%	65.20%	65.20%	65.20%
特种电影	53.31%	29.50%	79.74%	81.60%	81.20%	81.40%	81.60%
文化衍生品等其他产品及	59.29%	45.16%	62.46%	63.80%	63.80%	63.90%	63.90%
<b>合计</b>	<b>79.6%</b>	<b>79.1%</b>	<b>79.8%</b>	<b>76.7%</b>	<b>76.8%</b>	<b>77.1%</b>	<b>77.3%</b>
<b>费用率</b>							
营业税金及附加	5.02%	4.20%	2.21%	2.53%	2.53%	2.53%	2.53%
销售费用	11.88%	16.83%	19.16%	22.44%	22.84%	23.24%	23.54%
管理费用	19.68%	20.07%	21.78%	22.43%	23.03%	23.53%	24.03%
<b>总费用率</b>	<b>36.58%</b>	<b>41.10%</b>	<b>43.15%</b>	<b>47.40%</b>	<b>48.40%</b>	<b>49.30%</b>	<b>50.10%</b>

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

**盈利预测。**基于以上假设，经模型测算得出华强文化 2015-2017 年净利润分别为 6.52、8.54 和 9.61 亿元，CAGR 为 10.5%。按目前 3.99 亿股股本计算的 2015-2017 年 EPS 为 1.63、2.13 和 2.40 元。

表 22：华强文化核心财务指标预测

项目/年度	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,902.1	2,182.7	2,354.4	2,828.4	3,674.9	4,163.1
增长率 YoY(%)	32.7	14.8	7.9	20.1	29.9	13.3
净利润(百万元)	544.4	722.1	711.4	651.6	853.6	961.0
增长率 YoY(%)	19.3	32.6	(1.5)	(8.4)	31.0	12.6
每股收益 EPS(元)全面摊薄	1.36	1.81	1.78	1.63	2.13	2.40
毛利率(%)	79.1	79.8	76.7	76.8	77.1	77.3
净资产收益率(%)	29.5	27.0	21.1	15.8	15.4	13.7
每股净资产(元)	5.8	7.6	9.3	10.9	14.5	16.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

## 估值分析与投资建议

### 估值分析和投资建议

**估值分析。**截至 2016 年 2 月 26 日，剔除在线旅游行业的新三板旅游服务行业公司 PE (TTM)为 30X；剔除在线旅游行业的 A 股旅游服务类公司的 TTM/2015/16 PE 为 59/47/33X；A 股上市公司收购或参股旅游服务行业标的资产的 2014/15/16/17 平均 PE 为 13/13/12/10X（按照对赌业绩测算）。A 股旅游服务行业 PE (TTM)、新三板旅游服务行业 PE (TTM)、一级市场旅游服务行业 2015 年 PE（按照主板收购时 2015 年对赌业绩测算）分别为 59X、30X 和 13X。三板估值水平较 A 股折价 48%，约是一级市场估值水平的 2.3 倍。

**投资建议。**我们预计华强文化 2015-2017 年净利润分别为 6.52、8.54 和 9.61 亿元，2015-2017 年 EPS 为 1.63、2.13 和 2.40 元。公司依托雄厚的自有技术和研发力量，掌握主题公园内容设计端核心竞争力，公司的创意设计业务有望受益于未来 5 年行业投资建设热潮。



此外，其运营规模的扩张以及群落化的经营布局将为主题公园运营业务提供稳定的收入增长。而在内容端，公司将凭借《熊出没》等优质 IP 布局文化衍生领域，同时加强新 IP 研发推动数字动漫业务的快速增长。我们参考 2015 年剔除在线旅游行业的 A 股旅游服务类公司的平均估值水平（PE 为 47X），而三板估值水平较 A 股折价 48%，给予华强文化 2015 年 22X 的估值，对应 36 元目标价和 144 亿元目标市值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 23：新三板旅游服务公司估值表

行业	公司简称	股票代码	市值(亿元)	收盘价(元)	收入(百万元)		净利润(百万元)		PS (倍)		PE (倍)	
					2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM
主题公园	恐龙谷	832421.OC	N/A	N/A	42.48	43.26	10.01	7.43	N/A	N/A	N/A	N/A
	恐龙园	833745.OC	N/A	N/A	445.01	445.01	61.64	61.64	N/A	N/A	N/A	N/A
	普乐方	834215.OC	N/A	N/A	55.72	55.72	5.46	5.46	N/A	N/A	N/A	N/A
	华强文化	834793.OC	122.3	30.58	2,354.42	2,410.12	711.39	577.15	5.2	5.1	17.2	21.2
	文旅科技	833775.OC	N/A	N/A	240.57	240.57	59.15	59.15	N/A	N/A	N/A	N/A
	行知探索	835073.OC	N/A	N/A	89.28	89.28	6.71	6.71	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均			122.3					5.2	5.1	17.2	21.2
线下旅行社	景尚旅业	830944.OC	7.4	11.30	208.20	245.78	9.35	15.13	3.6	3.0	79.1	48.9
	乐旅股份	833099.OC	N/A	N/A	8.58	13.86	-2.75	-1.92	N/A	N/A	N/A	N/A
	山水股份	833741.OC	N/A	N/A	144.30	144.30	0.81	0.81	N/A	N/A	N/A	N/A
	白山国旅	833809.OC	N/A	N/A	52.14	52.14	1.88	1.88	N/A	N/A	N/A	N/A
	明游天下	833935.OC	N/A	N/A	74.09	74.09	2.73	2.73	N/A	N/A	N/A	N/A
	普峰旅行	834481.OC	N/A	N/A	118.37	118.37	0.22	0.22	N/A	N/A	N/A	N/A
	飞扬旅游	834651.OC	N/A	N/A	348.69	348.69	6.97	6.97	N/A	N/A	N/A	N/A
	视野股份	835495.OC	N/A	N/A	68.10	68.10	1.07	1.07	N/A	N/A	N/A	N/A
平均			7.4					3.6	3.0	79.1	48.9	
景区管理	碧螺塔	833194.OC	N/A	N/A	14.06	16.14	1.85	3.38	N/A	N/A	N/A	N/A
	口岸旅游	834558.OC	N/A	N/A	45.55	45.55	-4.84	-4.84	N/A	N/A	N/A	N/A
	成都文旅	834833.OC	N/A	N/A	149.37	149.37	56.18	56.18	N/A	N/A	N/A	N/A
	东巴谷	835156.OC	N/A	N/A	20.63	20.63	5.90	5.90	N/A	N/A	N/A	N/A
	马仁奇峰	835397.OC	N/A	N/A	15.39	21.74	-1.71	-4.47	N/A	N/A	N/A	N/A
	火焰山	835453.OC	N/A	N/A	7.64	10.65	1.31	1.64	N/A	N/A	N/A	N/A
	那然生命	831633.OC	N/A	N/A	11.81	12.01	0.39	-1.06	N/A	N/A	N/A	N/A
	中惠旅	834260.OC	N/A	N/A	16.44	16.44	0.11	0.11	N/A	N/A	N/A	N/A
	云南文化	831239.OC	5.1	13.7	57.99	60.97	18.45	24.51	8.8	8.4	27.6	20.8
	平均			5.1					8.8	8.4	27.6	20.8
旅游设施	秦皇旅游	834184.OC	N/A	N/A	12.56	14.60	2.08	0.70	N/A	N/A	N/A	N/A
	西域旅游	832461.OC	N/A	N/A	116.01	133.91	1.33	5.34	N/A	N/A	N/A	N/A
	富仕德	832875.OC	N/A	N/A	64.01	58.91	1.32	0.61	N/A	N/A	N/A	N/A
	光阳游乐	832956.OC	N/A	N/A	20.40	29.85	0.97	1.87	N/A	N/A	N/A	N/A
	喀纳斯	834246.OC	N/A	N/A	89.56	89.56	-16.00	-16.00	N/A	N/A	N/A	N/A
	大美游轮	831408.OC	N/A	N/A	84.47	104.41	0.98	-1.46	N/A	N/A	N/A	N/A
平均			N/A					N/A	N/A	N/A	N/A	
度假	香堤湾	833536.OC	N/A	N/A	58.63	58.63	1.34	1.34	N/A	N/A	N/A	N/A
	山屿海	833036.OC	N/A	N/A	21.55	29.14	1.95	2.95	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均			N/A					N/A	N/A	N/A	N/A
旅游咨询	走客网络	835451.OC	N/A	N/A	3.23	5.60	-4.32	-4.89	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均			N/A					N/A	N/A	N/A	N/A
<b>总体平均</b>			<b>44.9</b>						<b>5.8</b>	<b>5.5</b>	<b>41.3</b>	<b>30.3</b>

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：（1）股价为 2016 年 3 月 2 日收盘价；（2）市值单位为亿元，收入和净利润单位为百万元



表 24：A 股布局旅游服务领域的公司估值分析

行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	净利润(百万元)			PE (倍)			
					2014	2015E	2016E	2014	TTM	2015E	2016E
主题公园	华侨城 A	000069.SZ	533	6.5	4,774.5	5,252.5	5,963.5	11	12	10	9
	大连圣亚	600593.SH	25	26.92	38.5	49.1	59.8	64	46	50	41
	平均		279					38	29	30	25
线下旅行社	凯撒旅游	000796.SZ	221	27.46	35.8	215.1	284.3	617	117	103	78
	云南旅游	002059.SZ	56	7.6	65.0	161.0	147.0	85	56	34	38
	中青旅	600138.SH	139	19.21	363.7	356.1	500.0	38	40	39	28
	中国国旅	601888.SH	434	44.46	1,470.3	1,701.2	1,979.8	30	27	26	22
	锦旅 B 股	900929.SH	5	3.941	58.6	0.0	0.0	9	64	N/A	N/A
	西安旅游	000610.SZ	27	11.36	(20.9)	13.0	15.0	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均		147					156	61	50	41
景区管理	张家界	000430.SZ	36	11.12	60.5	133.9	148.0	59	28	27	24
	峨眉山 A	000888.SZ	64	12.15	189.5	204.9	259.8	34	34	31	25
	桂林旅游	000978.SZ	42	11.74	41.2	45.9	68.4	103	51	92	62
	黄山旅游	600054.SH	93	21.83	209.2	302.1	378.7	44	38	31	25
	曲江文旅	600706.SH	28	15.65	29.1	47.0	61.0	97	84	60	46
	西藏旅游	600749.SH	45	23.62	(33.5)	(35.9)	1.9	N/A	N/A	N/A	N/A
	首旅酒店	600258.SH	45	19.6	112.5	161.1	245.4	40	51	28	18
	黄山 B 股	900942.SH	14	1.799	209.2	302.1	378.7	7	20	5	4
	宋城演艺	300144.SZ	331	22.79	361.2	655.1	936.1	92	57	51	35
	平均		78					59	45	41	30
旅游设施	三特索道	002159.SZ	29	20.64	(37.3)	27.3	202.5	N/A	65	105	14
	世纪游轮	002558.SZ	92	139.96	10.6	0.0	0.0	866	N/A	N/A	N/A
	长白山	603099.SH	52	19.49	79.7	107.4	124.9	65	51	48	42
	九华旅游	603199.SH	38	34.11	66.0	74.0	83.0	57	51	51	45
	北部湾旅	603869.SH	62	28.61	51.9	86.3	128.0	119	71	72	48
	丽江旅游	002033.SZ	54	12.7	181.1	224.3	271.9	30	25	24	20
平均		54					227	53	60	34	
度假	海航创新	600555.SH	76	6.38	44.3	(65.2)	130.4	171	182	N/A	58
	海创 B 股	900955.SH	12	0.628	44.3	(65.2)	130.4	26	117	N/A	9
	平均		44					98	150	N/A	33
<b>整体平均</b>			<b>102</b>					<b>121</b>	<b>59</b>	<b>47</b>	<b>33</b>

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：(1) 股价为 2016 年 3 月 2 日收盘价；(2) 市值单位为亿元，收入和净利润单位为百万元；(3) 2015 与 2016 年净利润采用万得一致预期

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,183	2,354	2,828	3,675	4,163
营业成本	441	550	655	840	946
毛利率	79.8%	76.7%	76.8%	77.1%	77.3%
营业税金及附加	48	60	60	72	93
营业费用	418	528	646	854	980
营业费用率	19.1%	22.4%	22.8%	23.2%	23.5%
管理费用	475	528	651	865	1,000
管理费用率	21.8%	22.4%	23.0%	23.5%	24.0%
财务费用	131	145	213	240	263
财务费用率	6.0%	6.2%	7.5%	6.5%	6.3%
其他经营损益	16	44	0	0	0
营业利润	653	501	604	805	880
营业利润率	29.9%	21.3%	21.4%	21.9%	21.1%
营业外收入	272	347	185	222	278
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	925	848	789	1,027	1,158
所得税	178	125	114	148	168
所得税率	19.2%	14.7%	14.5%	14.4%	14.6%
少数股东损益	25	12	23	26	28
归属于母公司股东的净利润	722	711	651.6	853.6	961.0
净利率	33.1%	30.2%	23.0%	23.2%	23.1%
每股收益(元)(摊薄)	1.81	1.78	1.63	2.13	2.40

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	925	848	789	1,027	1,158
所得税支出	-178	-125	-114	-148	-168
折旧和摊销	393	452	443	616	718
营运资金变动	-299	-556	344	491	428
其他	146	194	-23	-26	-28
经营现金流	987	814	1,438	1,960	2,108
资本支出	-1,189	-1,365	-1,791	-1,469	-1,450
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	7	0	0	0
其他	-418	-421	-631	-888	-964
投资现金流	-1,606	-1,780	-2,422	-2,357	-2,414
发行股票	0	0	0	1,235	0
负债变化	39	1,319	529	406	412
股息支出	-168	-238	-24	-27	-27
其他	544	490	1,495	1,729	1,504
融资现金流	415	1,571	2,000	3,344	1,890
现金及现金等价物净增加额	-205	605	1,017	2,948	1,583

资料来源：中信量化投资分析系统

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	290	875	1,880	4,806	6,377
存货	223	161	191	245	277
应收账款/票据	107	176	209	272	308
其他流动资产	162	177	213	277	313
流动资产	781	1,389	2,493	5,600	7,275
固定资产	5,162	6,150	7,299	8,234	9,048
长期股权投资	309	459	367	404	364
无形资产	3,267	3,178	3,178	3,178	3,178
其他长期资产	1,885	2,424	3,346	4,115	5,037
非流动资产	10,623	12,212	14,191	15,931	17,627
资产总计	11,404	13,601	16,684	21,531	24,902
短期借款	676	2,415	2,903	3,203	3,508
应付账款/票据	1,053	1,297	1,545	1,982	2,233
其他流动负债	1,860	1,074	1,171	1,406	1,687
流动负债	3,588	4,786	5,620	6,591	7,427
长期负债	864	887	1,025	1,131	1,239
其他长期负债	3,918	4,206	5,678	7,382	8,858
非流动性负债	4,781	5,093	6,704	8,513	10,097
负债合计	8,370	9,879	12,323	15,104	17,524
股本	400	400	400	443	443
资本公积和盈余公积	2,442	3,090	3,705	5,704	6,626
少数股东权益	192	232	255	281	309
股东权益合计	3,034	3,722	4,361	6,427	7,377
负债股东权益总计	11,404	13,601	16,684	21,531	24,902

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率 (%)					
营业收入	14.8	7.9	20.1	29.9	13.3
营业利润	10.5	-23.3	20.6	33.3	9.3
净利润	32.6	-1.5	-8.4	31.0	12.6
利润率 (%)					
毛利率	79.8	76.7	76.8	77.1	77.3
EBITMargin	29.9	21.3	21.4	21.9	21.1
EBITDAMargin	54.4	48.1	44.1	44.6	44.4
净利率	34.2	30.7	23.9	23.9	23.8
回报率 (%)					
净资产收益率	27.0	21.1	15.8	15.4	13.7
总资产收益率	6.9	5.8	4.5	4.6	4.3
其他 (%)					
资产负债率	73.4	72.6	73.9	70.1	70.4
所得税率	19.2	14.7	14.5	14.4	14.6
股利支付率	0.8	3.6	3.8	3.2	2.8

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。(ii) 本期报告涉及全国中小企业股份转让系统挂牌企业华强文化（834793），按照公司公告的信息，上述企业的股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。