

业绩平稳，释放仍有能力

——华侨城（000069）2011年三季度报点评

2011年10月23日

推荐/维持

华侨城

财报点评

郑闵钢

房地产行业分析师

电话：010-66554031

执业资格证号：S1480510120012

Zhengmg@dxzq.net.cn

事件：

公司发布2011年三季度报告，公司第三季度2011年前三季度公司实现营业收入89.51亿元，同比增9.30%；归属于上市公司股东的净利润15.14亿元，同比降8.45%；基本每股收益0.271元。

公司分季度财务指标

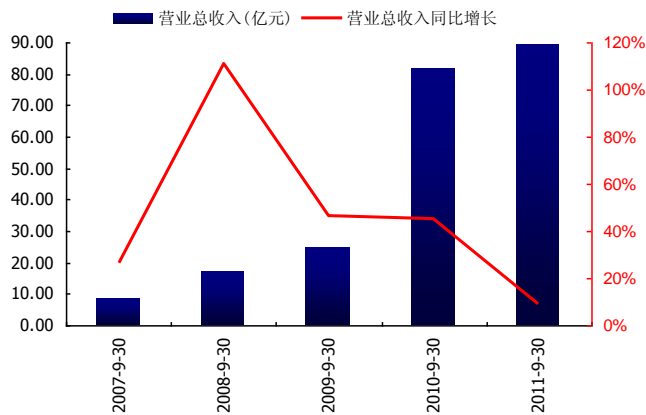
指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	2133.45	4239.24	1816.95	9128.03	2240.44	3628.84	3082.17
增长率（%）	416.62%	375.05%	55.22%	7.63%	5.02%	-14.40%	69.63%
毛利率（%）	49.17%	52.32%	49.28%	51.31%	48.85%	58.66%	52.90%
期间费用率（%）	17.32%	15.29%	22.47%	9.05%	19.73%	16.85%	21.63%
营业利润率（%）	22.37%	31.71%	20.91%	22.98%	17.13%	30.29%	19.68%
净利润（百万元）	380.73	1037.70	323.95	1586.15	289.97	844.39	453.33
增长率（%）	216.03%	177.34%	33.71%	40.69%	-23.84%	-18.63%	39.94%
每股盈利（季度，元）	0.107	0.328	0.098	0.446	0.084	0.148	0.076
资产负债率（%）	68.62%	67.94%	70.54%	69.69%	72.67%	72.33%	73.58%
净资产收益率（%）	3.22%	8.10%	2.46%	10.78%	1.95%	5.36%	2.77%
总资产收益率（%）	1.01%	2.60%	0.73%	3.27%	0.53%	1.48%	0.73%

评论：

积极因素：

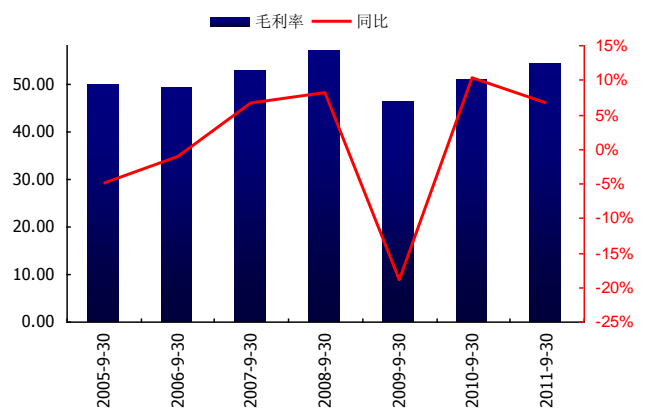
- 营业收入仍保持增长，可结算能力强。截止三季度公司营业收入达89.51亿元，同比增长9.3%。公司销售项目的毛利率达54.22%，为近三年中期最好水平。调控下公司营业收入仍能保持较好水平，尤其是公司旅游业务稳健发展。公司毛利率上升，这主要是去年公司的销售情况较好。公司“旅游+地产”二者之间的互动和互补，形成了华侨城独特的经营模式，并给予公司长期稳定的发展基础。公司的货币和预收款增长较好，截止三季度公司货币资金达63亿元，较去年同期增加了13.40亿元增幅为27.03%。预收款达到72.17亿元，较去年同期增加了5.15亿元增幅为7.68%。公司销售增长和可结算能力仍保持增长中，尤其是可结算金额仍充足。公司全年业绩增长有保障，我们预计增长超10%。

图 1：营业收入保持增长



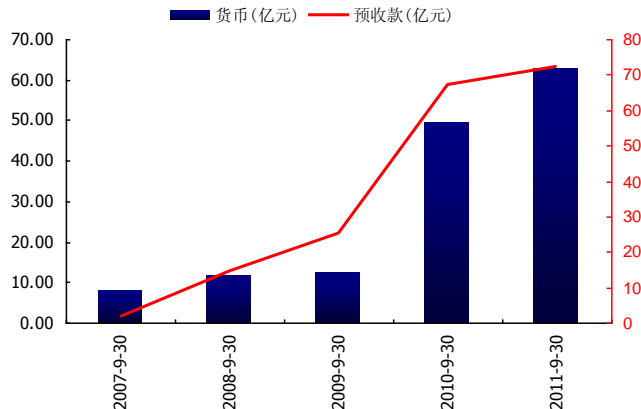
资料来源：公司公告，东兴证券

图 2：销售毛利率上升



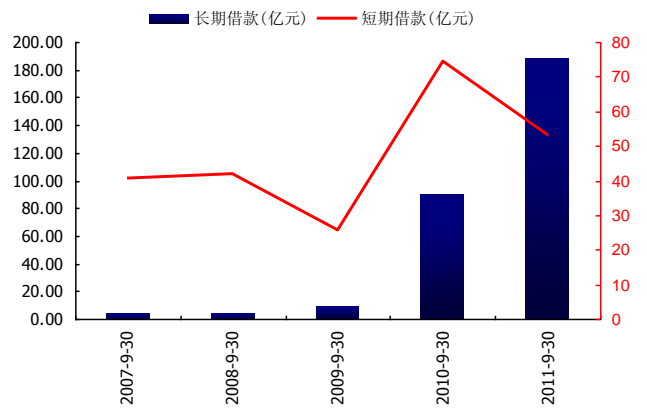
资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 3：货币资金和预收款有较大增长



资料来源：公司公告，东兴证券

图 4：短期贷款回落

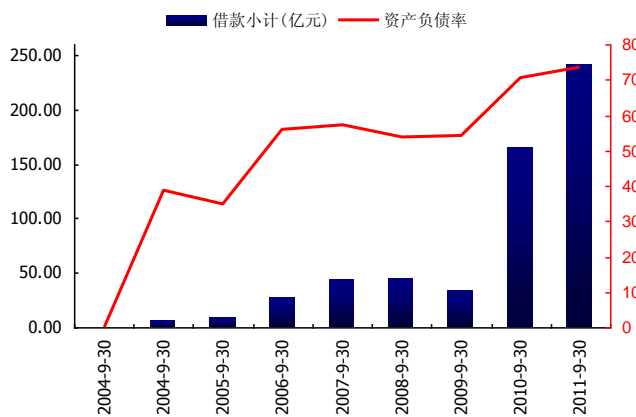


资料来源：公司公告，东兴证券整理

消极因素：

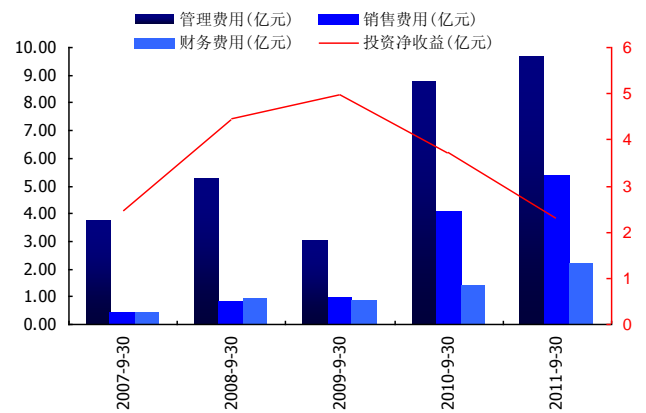
- 资产负债率和费用在上升。截止三季度公司资产负债率达73.58%，同比增长4.31%。公司的三项目费用也在上升，管理费用达9.66亿元，同比增长10.13%；销售费用5.35亿元，同比增长31.12%；财务费用达2.19亿元，同比增长55.50%。公司资产负债率上升主要是今年以来销售增长减速以及新游乐园建设扩大所致，另公司房地产开发规模的扩大加大了三项费用的增长。四季度公司在销售上仍需要加大力度，销售压力仍大。

图 5：资产负债率有上升



资料来源：公司公告、东兴证券

图 6：费用增加、投资净收益下降



资料来源：公司公告、东兴证券整理

盈利预测

- 我们预测公司2011年至2013年的销售收入分别达195.86亿元、240.91亿元和313.18亿元，摊薄后的每股收益分别为0.68元、0.84元和1.01元。

投资建议：

- 我们认为调控下拥有综合运营能力的公司将拥有更大成长空间，公司“旅游+地产”的华侨城模式具有很大的发展优势。近期旅游业务是公司重点发展的重点，公司与日本在上海的合作项目具有较大发展空间，有利于提升公司主题公园项目收入规模和盈利能力。我们预计公司2011年至2013年摊薄后的每股收益分别为0.68元、0.84元和1.01元，对应的PE分别为8.96、7.20和6.00，按11年业绩15倍PE，我们给予六个月的目標价为10.20元，维持“推荐”的投资评级。

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	28836	36754	28673	43202	营业收入	17318	19586	24091	31318
货币资金	5453	19449	17495	28228	营业成本	8472	9206	11805	16286
应收账款	189	188	231	300	营业税金及附加	2426	1959	2409	3132
其他应收款	253	286	352	457	营业费用	740	842	1036	1347
预付款项	3220	4140	5321	6949	管理费用	1257	1371	1686	2192
存货	19575	12610	5175	7139	财务费用	255	976	783	739
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	258.90	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	19703	14704	30504	26304	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	864	0	0	0	投资净收益	389.88	210.00	300.00	300.00
固定资产	10844	11218	27304	23390	营业利润	4299	5442	6672	7923
无形资产	2858	2572	2287	2001	营业外收入	94.86	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	34	0	0	0	营业外支出	48.18	15.00	15.00	15.00
资产总计	48538	51458	59177	69506	利润总额	4346	5447	6677	7928
流动负债合计	19925	17284	22436	29785	所得税	1017	1362	1669	1982
短期借款	4439	0	0	0	净利润	3329	4086	5008	5946
应付账款	3830	5044	6468	8924	少数股东损益	289	310	310	310
预收款项	3523	6461	10075	14773	归属母公司净利润	3039	3776	4698	5636
非流动负债合计	13903	13846	13754	13607	EBITDA	8725	8219	11655	12862
长期借款	13825	13825	13825	13825	BPS (元)	0.98	0.68	0.84	1.01
其他非流动负债	68	22	-70	-218	主要财务比率				
负债合计	33828	31130	36190	43392		2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1494	1804	2114	2424	成长能力				
实收资本(或股本)	3107	5593	5593	5593	营业收入增长	58.1%	13.10%	23.00%	30.00%
资本公积	1366	2243	2243	2243	营业利润增长	385.7%	26.60%	22.59%	18.75%
未分配利润	7447	8958	10837	13091	归属于母公司净利润增长	244.7%	24.22%	24.43%	19.97%
归公司股东权益合计	13216	18523	20872	23690	获利能力				
负债和所有者权益	48538	51458	59177	69506	毛利率(%)	51%	53%	51%	48%
现金流量表	单位:百万元				净利率(%)	19%	21%	21%	19%
	2010A	2011E	2012E	2013E	总资产净利润(%)	6%	7%	8%	8%
经营活动现金流	-5362	12806	20970	14137	ROE(%)	23%	20%	23%	24%
净利润	3329	4086	5008	5946	偿债能力				
折旧摊销	4171.40	0.00	4200.17	4200.17	资产负债率(%)	70%	60%	61%	62%
财务费用	255	976	783	739	流动比率	1.45	2.13	1.28	1.45
应付帐款的变化	0	1214	1424	2455	速动比率	0.46	1.40	1.05	1.21
预收帐款的变化	0	2938	3614	4698	营运能力				
投资活动现金流	0	2809	-19700	300	总资产周转率	0.44	0.39	0.44	0.49
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	94.09	103.89	115.04	117.89
长期投资	864	0	0	0	应付账款周转率	5.38	4.41	4.19	4.07
投资收益	390	210	300	300	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	-1620	-3224	-3705	每股收益(最新摊薄)	0.98	0.68	0.84	1.01
短期借款	4439	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.80	2.50	-0.35	1.92
长期借款	13825	13825	13825	13825	每股净资产(最新摊薄)	4.25	3.31	3.73	4.24
普通股增加	0	2486	0	0	估值比率				
资本公积增加	21	878	0	0	P/E	6.19	8.96	7.20	6.00
财务费用	0.00	-976	-783	-739	P/B	1.42	1.83	1.62	1.43
现金净增加额	-5362	13995	-1954	10733	EV/EBITDA	3.64	3.74	2.80	1.71

分析师简介

郑闵钢

房地产行业高级研究员，2007年加盟东兴证券从事房地产研究至今。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。