

2011年10月24日

# 华侨城

## 逆境销售靓丽，非地产业务未来可期

**买入**  
**A** 000069.SZ - 人民币 6.05  
 目标价格: 人民币 8.13(▼9.22)

周路\*

(8621) 2032 8519

lu.zhou@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511100001

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(10)	(18)	(22)	(17)
相对新华富时A50指数(%)	5	(11)	(8)	9

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	5,593
流通股(%)	49
流通股市值(人民币 百万)	16,580
3个月日均交易额(人民币 百万)	119
净负债比率(%) (2011E)	125
11年末每股评估净资产值(人民币)	12.5
主要股东(%)	
华侨城集团	56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*袁豪为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

华侨城 2011 年前三季度实现营业总收入 89.5 亿元, 同比上升 9.3%, 归属于股东的净利润 15.1 亿元, 同比下降 8.5%, 每股收益 0.271 元。三季度末, 72 亿的预收账款已理论上锁定今年的业绩; 此外, 公司在调控中销售表现靓丽, 非地产业务也在稳步的开展当中, 未来发展值得期待。我们重申买入评级, 但目标价下调至 8.13 元。

### 支撑评级的要点

- 至三季度末, 公司实现营业收入总额 89.5 亿元, 同比上升 9.3%, 净利润 15.1 亿元, 同比下降 8.5%, 每股收益 0.271 元。
- 至三季度末, 认购金额约 130 多亿; 期末预收账款约 72 亿元, 锁定 2011 年预测营业收入的 100%; 四季度可售货值 140 亿左右, 有望超额完成销售目标。
- 公司大力发展文化演艺业务, 如今正好搭上文化产业政策的顺风车; 而日本环球影城的加盟, 将助力公司全面实现收入倍增计划。

### 影响评级的主要风险

- 净负债率偏高, 高端住宅销售易受调控影响。

### 估值

- 我们维持公司 2011-12 年业绩预期为 0.66 和 0.82 元, 但由于近期板块估值的下移, 我们将公司目标价由 9.22 元下调至 8.13 元, 相当于 12.3 倍 2011 年市盈率和 2011 年 NAV35% 的折让, 重申买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	10,957	17,318	15,845	22,315	28,066
变动(%)	-	58	(9)	41	26
净利润(人民币 百万)	1,706	3,039	3,702	4,596	5,786
全面摊薄每股收益(人民币)	0.305	0.543	0.662	0.822	1.034
变动(%)	-	78.2	21.8	24.1	25.9
市盈率(倍)	19.8	11.1	9.1	7.4	5.8
每股现金流量(人民币)	2.34	(1.73)	(2.40)	0.10	0.94
价格/每股现金流量(倍)	2.6	(3.5)	(2.5)	62.4	6.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.3	5.3	8.4	6.8	5.3
每股股息(人民币)	0.000	0.060	0.040	0.049	0.062
股息率(%)	0.0	1.0	0.7	0.8	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 净利润同比小幅下滑 8.5%

2011年前三季度，公司实现营业收入总额 89.5 亿元，较上年同期上升 9.3%；归属于上市公司股东的净利润 15.1 亿元，较上年同期下滑 8.5%，合每股收益 0.271 元，基本符合我们的预期。

从财务数据中看，前三季度业绩同比小幅下降主要是因为：前三季度中，公司销售速度快于结算速度，导致营业税和期间费用的增长速度快于营业收入的增长速度，因此导致了公司前三季度业绩同比小幅下滑，并且低于我们的预期。

不过，公司目前实现营业收入总额 89.5 亿元，加上约 72 亿的预收账款，理论上已经锁定了我们对公司 2011 年的预测营业收入。而实际上，公司全年业绩的最终表现将很大程度上依赖于公司四季度的项目竣工结算进度。考虑到地产行业中四季度一般都是开发商的竣工高峰期，另外，公司也表示四季度信贷政策如无大的变化，前期很多销售的按揭款也将陆续到账，届时项目集中竣工和按揭款逐步到账将促使结算速度大幅改善。总体来看，公司全年业绩的达成应该问题不大。

图表 2. 华侨城前三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年前三季度	2011 年前三季度	同比变动(%)
营业收入	8,190	8,951	9
营业成本	(4,027)	(4,098)	2
营业税	(904)	(1,219)	35
毛利润	3,258	3,634	12
其他收入	(2)	(54)	2503
销售费用	(408)	(535)	31
管理费用	(877)	(966)	10
营业利润	1,971	2,079	5
投资收益	371	229	(38)
财务费用	(141)	(219)	55
营业外收支	14	7	(54)
税前利润	2,216	2,096	(5)
所得税	(473)	(508)	7
少数股东权益	(88)	(73)	(17)
归属上市公司股东净利润	1,654	1,514	(8)
主要比率(%)			
毛利率	40	41	
经营利润率	24	23	
净利率	20	17	

资料来源：公司数据

## 销售进度令人满意，销售计划有望超额完成

回顾前三季度，公司实现销售认购金额约 130 多亿元，完成全年 160 亿销售计划的 81% 以上，而截至 10 月中旬，公司销售认购金额已达到约 145 亿元，完成全年销售计划的约 91% 左右，销售计划完成率好于行业内约 70% 的平均水平。三季度销售认购金额超过约 67 亿元，好于上半年约 63 亿元的销售金额。三季度公司的整体去化表现都比较好，如：7 月，深圳本部的纯水岸 9 期开盘当天去化约 90%；8 月，天津华侨城推盘的 100 套很快售完；9 月中旬，香山里二期在开盘 3 天内去化 50%。而进入四季度以来，虽然行业整体销售进度缓慢，但公司也已经完成了 10 多亿的销售。总体来讲，公司前三季度的销售进度令人满意。

展望第四季度，公司未来还将新推约 43 万方的货量，加上前期余留下来的 20-30 万方的尾盘，因此，公司四季度累积将还有约 70 万方的可售面积，约 140 亿元左右的货值，四季度可售量较大。其中，四季度主要推盘项目为：上海浦江华侨城、天津华侨城、成都华侨城和云南华侨城等，销售均价在 2 万元/平方米左右。虽然目前地产行业仍在深度调控当中，行业去化情况普遍不理想，但综合考虑到公司四季度的推盘量较大，三季度延续下来的销售去化情况也不错以及华侨城的高品质而凸现出的产品差异化，我们有理由相信公司全年完成计划不是问题，更有望超额完成销售计划。

至三季度末，公司预收帐款为 72 亿元，较中报时期增加了 23 亿元，锁定了我们对公司 2011 年预测收入的 100% 和 2012 年预测收入 1%。相比地产行业其他龙头公司而言，公司在预售锁定方面表现相对稍差。

图表 3. 华侨城 2011 年四季度可售资源明细表

项目名称	可售面积(万平米)	均价(万元/平米)	预计可售货值(亿元)
上海浦江	12.5	2	25
天津华侨城	15	1.4	21
成都纯水岸	10	2-3	25
云南华侨城	6	3	18
小计	43.5	2	89
前期余留尾盘	20-30		
<b>总计</b>	<b>约 70</b>	<b>约 2</b>	<b>约 140</b>

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 净负债率逐步走低，短期资金压力不大

至三季度末，公司资产负债率为73.6%，较二季度末的72.3%略微上升；净负债率为115.4%，虽然仍然处于行业高位，但较二季度末的127.2%已有显著下降，同时综合考虑到四季度的销售回款的渐渐回笼以及四季度将无土地款支出等因素，预计公司的净负债率有望进一步下降到合理区间；公司手持货币资金约63亿元，而短期借款加一年内到期的非流动负债合计54亿元，公司短期的资金压力不大。

## 文化演艺搭上顺风车，未来发展不可限量

近年来，公司大力发展文化演艺业务，尝试以部分优质演艺产品为试点，强化渠道、品牌建设和市场化运作，力争把文化演艺业务打造成一個独立运营的文化产业优质品牌。目前，公司已拥有诸如东部华侨城《天禅》、北京华侨城《金面王朝》、成都华侨城《天府蜀韵》等多个演艺产品，随着公司对现有文化产业的资源整合和规模扩张，未来演艺产品线将得到进一步扩充。

继年初国家“十二五”规划提出要将文化产业发展成为国民经济支柱产业后，六中全会再次强调要加快发展文化产业、推动文化产业成为国民经济支柱性产业。这也就意味着未来5年内，文化产业占GDP的比重将达到5%以上，这将要求未来5年我国文化产业的复合增长率要达到25%左右。在这个大环境下，长久以来把文化演艺作为一个重点发展业务的华侨城而言，这次算是搭上的文化产业政策的顺风车，未来文化演艺业务的发展不可限量。

## 环球影城倾力加盟，倍增计划指日可待

9月初，公司和日本环球影城（USJ）签署协议将成立合资公司，旨在结合双方专长，全面提升上海华侨城项目运营管理能力。而本次双方合作的基础也非常牢固：一方面，日本环球影城的大股东高盛一直在积极推动日本环球影城的上市，但却苦于日本国内的公园业绩已经达到了峰值，因此日本环球影城借道海外发展，而华侨城作为中国的行业龙头，就是一个非常理想的合作对象；而另一方面，华侨城则更多希望借鉴日本环球影城先进的经营管理理念和丰富的产品结构，以期公司的公园在收入结构和收入总额上都有长足的改善。因此，双方互相都有着很强的合作诉求，合作基础很牢固，发展前景很广阔。

在合作细节上，公司未来将和日本环球影城在资金注入、管理团队、工作流程和知识产权（包括美国环球影球的知识产权和日本环球影城自主研发的知识产权）等多个方面进行合作。其中，在乐园收入结构上的借鉴调整对公司将尤为重要。目前，公司收入结构比较单一，旅游业务中过度依赖门票收入的问题比较突出，门票收入占比主题乐园收入的70%-80%。而反观日本环球影城，该乐园共占地54公顷，拥有18种大型游乐设施，以及54间餐饮与零售设施，其中非门票项目占比40-50%左右，收入结构比较合理。因此，此次合作将为华侨城带来先进的管理理念以及合理的收入结构，从而公司全面实现收入倍增计划将指日可待。

### 看好公司未来发展，维持买入评级

公司综合旅游业务处于行业领先地位，收入稳中有升；地产业务在整个大环境不利的条件下，销售表现靓丽，预计全年更能超额完成计划任务；作为公司大力发展的文化演艺业务也搭上了近期文化产业政策的顺风车，未来发展不可限量；上海欢乐谷与环球影城影城的合作也仅仅是一个新的开始，预计公司未来可能会催生出更多的项目合作，公司未来“旅游+地产”的模式将得到进一步更好的发展。

我们维持公司2011-12年业绩预期为0.66和0.82元，但由于近期板块估值的下移，我们将公司目标价下调至8.13元，相当于12.3倍2011年市盈率和2011年NAV35%的折让，重申**买入**评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	10,957	17,318	15,845	22,315	28,066
销售成本	(6,947)	(10,898)	(8,214)	(12,461)	(15,957)
经营费用	(649)	(566)	(952)	(1,556)	(2,310)
息税折旧前利润	3,361	5,854	6,679	8,299	9,798
折旧及摊销	(945)	(1,431)	(1,108)	(1,345)	(1,339)
经营利润(息税前利润)	2,416	4,423	5,571	6,954	8,460
净利息收入(费用)	(132)	(269)	(600)	(621)	(582)
其他收益/(损失)	97	191	43	43	43
税前利润	2,381	4,346	5,014	6,376	7,921
所得税	(517)	(1,017)	(953)	(1,339)	(1,743)
少数股东权益	(159)	(289)	(359)	(441)	(392)
净利润	1,706	3,039	3,702	4,596	5,786
核心净利润	1,853	3,238	3,667	4,562	5,753
每股收益(人民币)	0.305	0.543	0.662	0.822	1.034
核心每股收益(人民币)	0.331	0.579	0.656	0.816	1.028
每股股息(人民币)	0.000	0.060	0.040	0.049	0.062
收入增长(%)	n.a.	58	(9)	41	26
息税前利润增长(%)	n.a.	83	26	25	22
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	74	14	24	18
每股收益增长(%)	n.a.	78	22	24	26
核心每股收益增长(%)	n.a.	75	13	24	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2,999	5,453	3,169	4,463	5,613
应收帐款	1,144	588	3,169	2,232	2,807
库存	9,099	19,575	30,105	37,936	42,098
其他流动资产	1,367	3,220	1,682	2,507	3,058
流动资产总计	14,610	28,836	38,124	47,138	53,576
固定资产	10,807	12,733	11,767	10,558	9,348
无形资产	2,393	3,608	3,465	3,329	3,200
其他长期资产	2,934	3,362	3,062	3,238	3,386
长期资产总计	16,135	19,703	18,294	17,125	15,935
总资产	30,745	48,538	56,418	64,263	69,511
应付帐款	6,816	10,628	5,605	7,521	9,173
短期债务	3,936	4,616	12,433	13,435	9,635
其他流动负债	5,582	4,681	5,704	5,802	7,297
流动负债总计	16,333	19,925	23,743	26,758	26,106
长期借款	2,754	13,825	13,825	13,825	13,825
其他长期负债	208	79	336	418	510
股本	3,107	3,107	5,593	5,593	5,593
储备	7,372	10,108	11,089	15,423	20,862
股东权益	10,479	13,216	16,682	21,016	26,455
少数股东权益	970	1,494	1,832	2,247	2,615
总负债及权益	30,745	48,538	56,418	64,263	69,511
每股帐面价值(人民币)	3.37	4.25	2.98	3.76	4.73
每股有形资产(人民币)	2.60	3.09	2.36	3.16	4.16
每股净负债/(现金)(人民币)	1.19	4.18	4.13	4.08	3.19

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	2,381	4,346	5,014	6,376	7,921
折旧与摊销	945	1,431	1,108	1,345	1,339
净利息费用	132	269	600	621	582
运营资本变动	4,453	(9,987)	(16,157)	(6,418)	(2,773)
税金	(517)	(1,017)	(953)	(1,339)	(1,743)
其他经营现金流	(137)	(403)	(50)	(43)	(43)
经营活动产生的现金流	7,256	(5,362)	(10,438)	542	5,283
购买固定资产净值	(3,380)	(3,431)	8	11	14
投资减少/增加	261	259	0	0	0
其他投资现金流	774	32	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,345)	(3,140)	8	11	14
净增权益	139	264	2	3	4
净增债务	(2,934)	11,641	7,818	1,001	(3,800)
支付股息	(419)	0	(186)	(222)	(276)
其他融资现金流	(580)	(949)	512	(41)	(75)
融资活动产生的现金流	(3,795)	10,956	8,145	741	(4,146)
现金变动	1,117	2,454	(2,285)	1,295	1,151
期初现金	1,883	2,999	5,453	3,169	4,463
公司自由现金流	4,911	(8,502)	(10,430)	553	5,297
权益自由现金流	1,550	2,250	(2,613)	1,555	1,497

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	30.7	33.8	42.2	37.2	34.9
息税前利润率	22.0	25.5	35.2	31.2	30.1
税前利润率	21.7	25.1	31.6	28.6	28.2
净利率	15.6	17.6	23.4	20.6	20.6
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.9	1.4	1.6	1.8	2.1
利息覆盖倍数	12.2	13.6	9.2	11.0	14.2
净权益负债率(%)	32.2	88.3	124.7	98.0	61.4
速动比率	0.3	0.5	0.3	0.3	0.4
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	19.8	11.1	9.1	7.4	5.8
核心业务市盈率	18.3	10.5	9.2	7.4	5.9
目标价对应核心业务市盈率	29.6	17.0	15.0	12.0	9.6
市净率	1.8	1.4	2.0	1.6	1.3
价格/现金流	2.6	(3.5)	(2.5)	62.4	6.4
企业价值/息税折旧前利润	6.3	5.3	8.4	6.8	5.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	478.1	480.2	1,103.8	996.5	915.3
应收帐款周转天数	38.1	18.3	43.3	44.2	32.8
应付帐款周转天数	227.0	183.8	187.0	107.3	108.6
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	0.0	6.1	6.0	6.0	6.0
净资产收益率	16.3	25.7	24.8	24.4	24.4
资产收益率	6.2	8.5	8.6	9.1	9.9
已运用资本收益率	13.7	17.5	14.3	14.6	16.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成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，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371