

2011年8月22日

华侨城

下半年可售量充足

A
买入

000069.SZ - 人民币 7.42

目标价格: 人民币 9.22

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

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 | (8) | (7) | (2) |
| 相对新华富时A50指数(%) | 19 | 1 | 4 | 9 |

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

| | |
|-------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 3,107 |
| 流通股(%) | 49 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 11,296 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 155 |
| 净负债比率(%) (2011E) | 125 |
| 10年末每股评估净资产值(人民币) | 9.8 |
| 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

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 年上半年实现营业总收入 58.7 亿元, 同比下降 7.9%, 归属于股东的净利润 10.9 亿元, 同比下降 19.2%。每股收益 0.195 元。由于结算的原因公司旅游综合业务下降较大, 我们微调公司盈利预测, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 旅游综合业务收入 20.7 亿元, 同比下滑 44%, 房地产收入 33.8 亿元, 同比增长 50%; 纸包装收入 3.7 亿元, 同比增长 1%。
- 上半年认购金额约 63 亿, 期末预收房款 45.7 亿元, 锁定 2011 年房地产销售收入的 70%。下半年可售货值 200 多亿, 是上半年的 2 倍, 预计全年房地产销售额 160 亿元。
- 主题公园新政有利于市场规范, 华侨城主题公园项目均已立项并开工建设, 东部华侨城系列的生态型公园和普通的主题公园性质不同, 虽然政策短期会影响新项目获取, 但规范的经营环境将形成公司的长期利好。

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

- 我们微调了公司 2011-12 年的盈利预测 2-3% 至 0.66 和 0.82 元, 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 |
| 原先预测每股收益(人民币) | - | - | 0.677 | 0.844 | |
| 调整幅度(%) | | | (2) | (3) | |
| 市盈率(倍) | 24.3 | 13.7 | 11.2 | 9.0 | 7.2 |
| 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) | 3.2 | (4.3) | (3.1) | 76.6 | 7.9 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 7.5 | 6.0 | 9.6 | 7.7 | 6.1 |
| 每股股息(人民币) | 0.000 | 0.060 | 0.040 | 0.049 | 0.062 |
| 股息率(%) | 0.0 | 0.8 | 0.5 | 0.7 | 0.8 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年上半年业绩下滑 19%

报告期内，本公司实现营业收入 58.7 亿元，比去年同期下降 7.90%；实现净利润 10.9 亿元，比去年同期下降 19.23%。合每股收益 0.195 元。

图表 2. 2011 年上半年收入毛利情况

| 收入类别 | 主营业务收入 (万元) | 比上年同期变 动(%) | 毛利率(%) | 比上年同期增 加(%) |
|--------|----------------|----------------|--------|----------------|
| 旅游综合收入 | 207,326 | (44) | 47 | (1) |
| 房地产收入 | 338,020 | 50 | 65 | 3 |
| 纸包装收入 | 37,490 | 1 | 10 | 0 |
| 合计 | 582,836 | (8) | 55 | 4 |

资料来源：公司资料及中银国际研究

导致业绩下滑的主要原因是旅游综合收入的下降，本期旅游综合收入 20.7 亿元，同比下降 44%：旅游业务共接待游客 1,067 万人次，比去年同期高了 28 万人次，直接旅游业务收入大体持平，下降主要原因是其中旅游综合房地产结算部分较上年同期下降；房地产收入 33.8 亿元，同比增长 50%；纸包装收入 3.7 亿元，同比增长 1%。

公司主要控参股企业招商华侨城的投资收益为 1.6 亿元，占到净利润的 15%。

房地产业务预售锁定率不足

2011 年初，华侨城计划可售面积 150 万 m²，由于武汉项目不能达到预售标准，实际可售面积为 120 多万 m²，总货值 300 多亿元。

上半年公司售货值约 100 亿元，认购金额约为 63 亿，去化率六成左右，情况良好。下半年可售量为 100 万 m²，货值 200 多亿，是上半年的 2 倍。我们预计公司房地产销售额能达到 160 亿元。

期末，公司预收房款 45.7 亿元，较年初增加了 12.3 亿元，其中占比较高的前三大项目是纯水岸、合利坊和西安曲江项目，合计锁定我们 2011 年房地产销售收入的 70%，公司在销售锁定方面表现不佳，因此业绩预测的达成将较大依赖于下半年销售能否达到预期水平。

主题公园行业新政长期利好公司业务

近期发改委下发通知，要求各地规划、国土部门暂停办理有关主题公园的规划、用地手续；各地对本地区的主题公园进行一次全面摸底调查，已办理审批手续但尚未开工建设的项目，也不得开工建设。被限制建设和要求上报的项目为，现代建设的、吸引游客参与并收取门票的营利性人工景观，且该项目占地 300 亩以上或规划总投资 5 亿元以上。

我们认为，这次政策出台表明有关部门对于目前主题公园立项太滥、以及企业借主题公园之名圈地建设房产项目的做法的规范和整顿。对于华侨城这样的有主题公园经营经验和能力、并且全部项目均已立项并开工建设的龙头企业来说，虽然短期新项目获取会放慢，但规范的经营环境将形成公司的长期利好。另外，公司的三大类主题公园中，东部华侨城系列的生态型主题公园和普通主题公园性质有所不同，预计受调控影响的可能性不大。

另外，今年公司在完善了文化旅游产业链方面有一定成效，成功收购落星山公司，使公司拥有了数字娱乐技术平台，推进哈克文化少儿职业体验馆建设，进入儿童娱乐细分市场；文化演艺资源整合也取得了阶段性成果。

另外，欢乐海岸已于 2011 年 8 月 9 日成功试业；云南华侨城、武汉华侨城、天津华侨城等重点项目建设正常进行。

微调盈利预测

我们略微下调了公司 2011-12 年业绩预期 2-3%至 0.66 和 0.82 元，未来三年公司盈利的复合平均增速有望保持在 20%以上。维持**买入**评级。

图表 3.业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2010 年上半年 | 2011 年上半年 | 同比增长 % |
|----------------|-----------|-----------|--------|
| 营业收入 | 6,373 | 5,869 | (8) |
| 营业成本 | (3,106) | (2,646) | (15) |
| 营业税 | (793) | (840) | 6 |
| 毛利润 | 2,474 | 2,383 | (4) |
| 其他收入 | (2) | (54) | 3,090 |
| 销售费用 | (248) | (307) | 24 |
| 管理费用 | (630) | (599) | (5) |
| 经营利润 | 1,595 | 1,424 | (11) |
| 投资收益 | 367 | 207 | (43) |
| 财务成本 | (140) | (148) | 6 |
| 营业外收支 | 19 | 4 | (79) |
| 税前利润 | 1,840 | 1,487 | (19) |
| 所得税金 | (422) | (353) | (16) |
| 少数股东权益 | (68) | (43) | (36) |
| 净利润 | 1,351 | 1,091 | (19) |
| 主要比率(%) | | | |
| 毛利率 | 39 | 41 | |
| 经营利润率 | 25 | 24 | |
| 净利率 | 21 | 19 | |

资料来源: 公司数据

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 |
|--------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| 盈利能力(%) | | | | | |
| 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 |
| 流动性(倍) | | | | | |
| 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 |
| 估值(倍) | | | | | |
| 市盈率 | 24.3 | 13.7 | 11.2 | 9.0 | 7.2 |
| 核心业务市盈率 | 22.4 | 12.8 | 11.3 | 9.1 | 7.2 |
| 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 | 2.2 | 1.7 | 2.5 | 2.0 | 1.6 |
| 价格/现金流 | 3.2 | (4.3) | (3.1) | 76.6 | 7.9 |
| 企业价值/息税折旧前利润 | 7.5 | 6.0 | 9.6 | 7.7 | 6.1 |
| 周转率 | | | | | |
| 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 |
| 回报率(%) | | | | | |
| 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

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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