

华侨城 A (000069)

增持/维持评级

股价: RMB7

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000510120035

(0755)8249 2232

yujinhua@mail.htlhsc.com.cn

联系人

王琳

0755-23819100

wanglin@mail.htlhsc.com.cn

# 有保有放，谋求旅游业务发展

## ——华侨城 2011 年年报点评

- 公司公布 2011 年年报，全年实现营业收入 173.2 亿元，同比持平，归属上市公司净利润 31.77 亿元，实现 EPS 0.568 元，同比上升 4.6%。
- **旅游增长难掩地产困境。**2011 年，公司旗下主题公园（包含旅行社及酒店）共接待游客 2430 万人次，同比增长 21.5%。但由于公司报表披露口径中的旅游综合收入包含地产销售收入，因此虽然接待游客创新高但由于地产销售收入下降，使旅游综合收入仍同比下降了 32.96%。我们测算纯旅游收入为 32 亿元左右，同比增长 15.7%，酒店收入 12 亿元，同比增长 20% 左右。2011 年，公司地产签约 163.1 亿元，同比增长 20%，推盘整体去化率 63%。地产结算约 121 亿元，同比下降 9%，结算毛利率基本持平。
- **第二轮布局城市逐步开始释放业绩。**武汉欢乐谷将于 2012 年 5 月正式开业，预计将新增入园人次 300 万/年，使公司在世界主题公园集团中的排名更具优势，也将进一步增加旅游业务收入。随着新园区的开业及内部运营的改善，我们预测 2012 年旅游业务收入仍有望保持 15%-20% 的增长。
- **地产可售充足，限购依然将造成销售压力。**公司 2012 年计划开工 133 万平方米，可售面积为 153 万平方米（其中去年已推未售为 50 万平方米），与 2011 年 151 万平方米可售基本持平，由于项目为旅游区成片开发，因此可售面积中 97% 均位于限购城市，限购依然将给公司造成去化的压力。
- **资金压力将有所缓解。**截止 2011 年末，公司拥有货币资金 61.4 亿元，短期借款及一年内到期的长期借款共 66.1 亿元，短期存在偿债压力。剔除预收款后的资产负债率为 69.7%，虽较 2011 年三季度末下降 0.3 个百分点，但依然位于高位。但截止年末公司表外负债（未付地款）已清零，旅游综合项目获取放缓，资本支出将高位回落。
- **盈利预测。**预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.67、0.81、0.92 元（其中旅游业务分别贡献 0.16、0.19 和 0.22 元），对应 PE 为 10.6、8.8、7.8 倍。维持增持评级。
- **风险提示：**地产销售大幅下滑致资金压力增加。

相关研究

公司研究-华侨城 A (000069) 110307: 外延与内涵增长双驱动 (增持)

公司研究-华侨城 A (000069) 110307: 稳步向前 (增持)

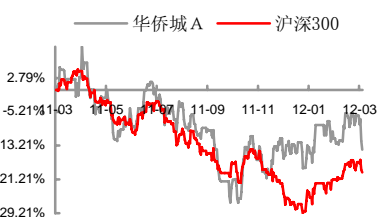
公司研究-华侨城 A (000069) 110113: 绚丽绽放 (增持)

公司研究-华侨城 A (000069) 091117: 时间之美，静待盛放 (增持)

基础数据

总股本 (百万股)	5,593
流通 A 股 (百万股)	5,593
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	39,154

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	17324	21291	25936	27213
(+/-%)	0.0%	22.9%	21.8%	4.9%
归属母公司净利润(百万元)	3177	3741	4550	5067
(+/-%)	4.5%	17.8%	21.6%	11.4%
EPS(元)	0.57	0.67	0.81	0.91
P/E(倍)	12.59	10.69	8.79	7.89

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 2011 年业绩分析：旅游增长难掩地产困境，业绩微增

2011 全年实现营业收入 173.2 亿元，同比持平，归属上市公司净利润 31.77 亿元，实现 EPS 0.568 元，同比上升 4.6%。

### 2011 年，收入倍增计划保障旅游业务稳健增长

2011 年，公司旗下主题公园（包含旅行社及酒店）共接待游客 2430 万人次，同比增长 21.5%，我们测算增量游客主要来源于旅行社及北京欢乐谷、深圳世界之窗接待力的上升。其中，北京欢乐谷二期开业开始使入园人数达历史最高水平，深圳大运会使深圳世界之窗创历史第二。

由于公司报表披露口径中的旅游综合收入包含欢乐谷事业部和旅游事业部中的地产销售收入，因此虽然接待游客创新高但由于地产销售收入下降，使旅游综合收入仍同比下降了 32.96%。我们测算纯旅游收入为 32 亿元左右，同比增长 15.7%，酒店收入 12 亿元，同比增长 20%左右。

表 1：主题公园接待游客及收入明细

景区名称	2009 年		2010 年		2011 年 1-6 月		2011 年 1-12 月	
	接待游客 万人次	收入 万元	接待游客 万人次	收入 万元	接待游客 万人次	收入 万元	接待游客 万人次	收入 万元
锦绣中华	114	13,038	145	14,933	64	7,969	149	
世界之窗	235	27,085	270	31,673	131	17,085	312	
深圳欢乐谷	277	31,931	305	31,219	120	14,867	310	40000
长沙世界之窗	95	7,884	122	10,157	53	4,989	130	
北京华侨城	232	28,776	273	31,939	131	15,583	345	
东部华侨城	291	52,808	353	60,929	180	35,130	390	80000
成都欢乐谷	231	20,766	222	20,850	100	8,765	230	
上海欢乐谷	71	11,104	221	31,672	104	13,313	250	
旅行社	50	12,704	55	38,526	26	19,108	134	
泰州华侨城	—	—	26	4,635	21	3,540	50	
合计	1,596	206,096	1,992	276,533	930	140,349	2,300	320000

资料来源：华泰联合证券研究所

## 地产受调控影响，回款及结算周期均拉长

2011年，公司地产业务签约金额为163.1亿元，同比增长20%，推盘整体去化率为63%。地产结算金额约为121亿元，同比下降9%，结算毛利率基本持平。

地产结算较少的原因：其一是受房地产市场调控，现房项目销售受到影响，无法进入结算，主要影响项目为上海浦江及成都华侨城。其二由于银行信贷收紧使房贷审批时间拉大，公司的结算周期拉长，公司在2011年10月份销售的项目纯水岸九期，虽已签约但尚未在报表日前获得回款，无法进入结算。其三公司预收款的业绩保障性一直较低，而2012年房地产市场面临压力较大，因此公司的业绩释放动力亦不足。

表 2：公司 2011 年地产项目销售明细

公司	项目	销售金额（亿元）	销售面积（万 m <sup>2</sup> ）	销售均价（元/m <sup>2</sup> ）
华房集团	深圳本部(纯水岸，香山里，侨城馨苑)	88	18	48889
	深圳招华曦城	16	2.2	72727
	上海浦江	8	3.3	24242
	上海合利坊	11	2	55000
	西安	7.5	3.5	21429
	天津	4.3	4.4	9773
欢乐谷事业部	北京	1	0.4	25000
	成都	16	13.1	12214
旅游事业部	深圳东部华侨城	7	0.7	100000
	云南	3.5	1.85	18919
	泰州	0.8	0.45	17778
	合计	163.1	49.9	32685

资料来源：公司调研，华泰联合证券研究所

## 2012 年旅游业务谋求全产业链协同发展，实现内生增长

### 第二轮布局城市逐步开始释放业绩，

武汉欢乐谷将于2012年5月正式开业，预计将新增入园人次300万/年，使公司在世界主题公园集团中的排名更具优势，也将进一步增加旅游业务收入。2013年，天津欢乐谷，昆明华侨城项目都将进入运营，第二轮布局的城市项目将逐步释放业绩，保障旅游业务收入和利润的稳步增长。

更长远的看，由于主题公园的运营特性，单体公园的入园人数在开园第一年即达到最高值，因此在公司完成区域的布局布点后，需要依赖内部运营效率的提升实现内生增长。公司正在尝试加强主题商品开发、景区餐饮开发等经营专业化工作的统筹，助力景区创造附加价值，提升单人次消费，改善目前收入中门票占比超过80%的收入结构。同时，通过引入日本环球影城作为战略合作者，学习先进经验，应对国际竞争。

随着新园区的开业及内部运营的改善，我们预测2012年旅游业务收入仍有望保持15%-20%的增长。

### 创新业务或成亮点

在经济结构的调整中，文化及旅游产业迎来“政策红利期”，公司也在进行创新业务的尝试，其中包括文化演艺，文化旅游科技公司，以及针对儿童消费市场的哈克文化公

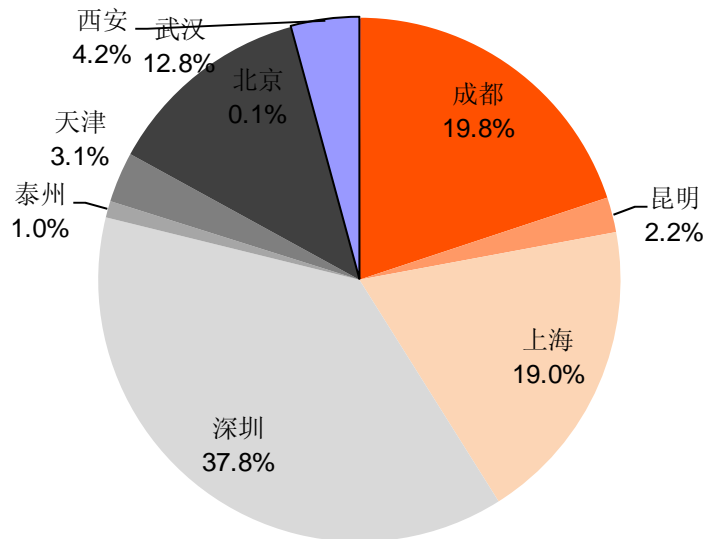
司。从业务的战略发展上看，创新业务是为了增强主题公园的文化竞争力，同时每年两千多万的游客也为创新业务提供受众群，但由于目前尚处尝试阶段，业绩释放还需等待。

## 地产可售充足，限购依然将造成销售压力

公司 2012 年计划开工 133 万平方米，可售面积为 153 万平方米（其中去年已推未售为 50 万平方米），与 2011 年 151 万平方米可售基本持平，由于公司地产项目为旅游区的成片开发，因此可售面积中 97%均位于限购城市，限购依然将给公司造成去化的压力。

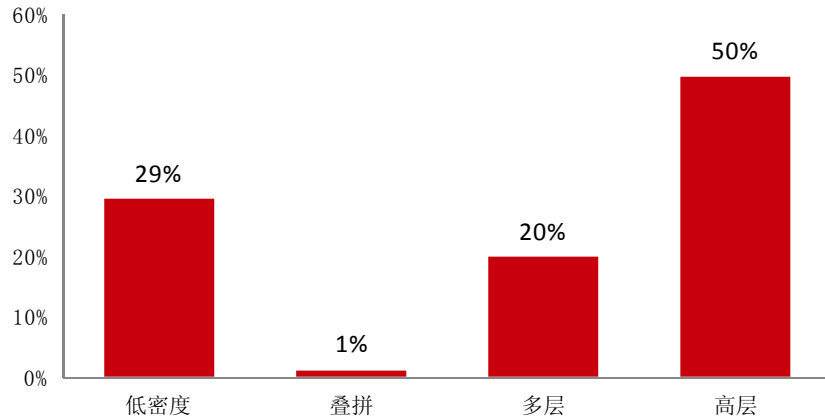
我们测算总体可售货值约 350-380 亿元，其中深圳本地项目占 37%，成都，上海和武汉分别占比 20%，19%和 13%。产品结构中，高层占 50%，低密度占 29%，多层及叠拼分别占 20%和 1%，公司产品主要面向的是中高端的改善需求。按照新增货值 60%的去化率水平，存量货值 30%去化水平测算，2012 年预计公司销售额为 170-180 亿元。

图 1：2012 年可售货值地区分布



资料来源：华泰联合研究所整理

图 2：2012 年可售产品类型占比



资料来源：华泰联合研究所整理

## 资金压力将在高点逐步缓解

截止 2011 年末，公司拥有货币资金 61.4 亿元，短期借款及一年内到期的长期借款共 66.1 亿元，短期存在偿债压力。剔除预收款后的资产负债率为 69.7%，虽较 2011 年三季度末下降 0.3 个百分点，但依然位于高位。

但截止年末公司表外负债（主要指未付地价款）已经清零，同时随着大幅旅游综合项目获取的放缓，资本支出将主要集中于主题公园建设及地产建安支出。

目前，公司在建综合类项目为武汉欢乐谷，天津欢乐谷，云南华侨城，上海苏河湾及深圳欢乐海岸，其中武汉欢乐谷为整体投资，对资金需求量较大，而天津、云南及上海苏河湾项目均为分期开发，可滚动回收现金流，因此对公司资金需求较小。2012 年，武汉项目及深圳欢乐海岸都将正式营业，预示着公司逐步度过在旅游项目领域的投资高峰。

地产的开工虽依然保持高位，总在建面积预计在 250 万平方米左右，总建安支出费用为 100 亿元，地产项目的销售足以平衡此部分支出，因此整体资金压力将逐步缓解。

**表 3、公司主题公园投资额预测**

项目	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
北京欢乐谷一期	2.53	2.53	1.27								
东部华侨城		7.8	7.8	7.8	7.8	3.9					
成都欢乐谷一期		2.5	2.5	2.5	2.5						
上海欢乐谷一期		4.4	4.4	4.4	4.4	2.2					
深圳欢乐海岸					5.6	5.6	5.6	5.6	2.8		
北京欢乐谷二期						0.6	0.6	0.3			
泰州华侨城一期						6.7	3.3				
云南华侨城						2.8	2.8	1.4			
成都欢乐谷二期							1.4	1.4	0.7		
泰州华侨城二期							2.9	2.9	2.9	1.4	
武汉华侨城一期							10	10	5		
天津华侨城一期							10.2	10.2	5.1		
欢乐海岸							12	12	12		
苏河湾								11.45	11.45	11.45	11.45
<b>投资测算（亿元）</b>	<b>3</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>48</b>	<b>55</b>	<b>39</b>	<b>23</b>	<b>16</b>

资料来源：华泰联合证券研究所

## 大股东将推进市值管理

自 2011 年 10 月 25 日至 2012 年 2 月 2 日，华侨城集团公司共增持公司股份 11,848,499 股，约占公司总股本的 0.212%，我们测算平均增持价格为 6.63 元/股，共使用费用约 8000 万元。年报中，公司指出“将通过充分运用市值管理工具，使市值科学、合理、有效地反映公司价值，为股东持续创造财富，让市值资源更好服务于公司发展战略”。我们认为，在和日本环球影城谋求合作的过程中，公司市值的高低将影响国际资本对上海欢乐谷的定价，因此，大股东有动力持续推进市值管理。

## 盈利预测及投资建议

预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.67、0.81、0.91 元（其中旅游业务分别贡献 0.16、0.19 和 0.22 元），对应 PE 为 10.6、8.8、7.9 倍。维持增持评级。

## 风险提示

地产销售大幅下滑至资金压力增加。

与环球影城的合作最终可能未能达成。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	40164	35247	45876	50460	<b>营业收入</b>	17324	21291	25936	27213
现金	6140	7955	15856	17437	营业成本	8085	9858	12053	11638
应收账款	258	200	220	242	营业税金及附加	2513	2981	3631	2845
其他应收款	435	60	66	73	营业费用	927	1092	1330	1305
预付账款	1492	3542	3896	4286	管理费用	1462	1699	2070	1886
存货	31738	23490	25839	28422	财务费用	306	418	460	380
其他流动资产	101	0	0	0	资产减值损失	66	145	101	53
<b>非流动资产</b>	22598	21925	20838	19708	公允价值变动收益	15	0	0	15
长期投资	826	820	820	820	投资净收益	344	201	294	319
固定资产	11634	12588	12293	11732	<b>营业利润</b>	4325	5299	6585	7441
无形资产	3857	3138	3138	3138	营业外收入	25	62	65	47
其他非流动资产	6281	5379	4587	4018	营业外支出	27	34	35	32
<b>资产总计</b>	62762	57172	66715	70168	<b>利润总额</b>	4323	5326	6615	7457
<b>流动负债</b>	24745	14773	15473	16123	所得税	1037	1172	1527	1570
短期借款	6380	4172	4192	4227	<b>净利润</b>	3286	4155	5087	5887
应付账款	4861	2200	2300	2400	少数股东损益	109	413	537	120
其他流动负债	13504	8401	8981	9496	<b>归属母公司净利润</b>	3177	3741	4550	5067
<b>非流动负债</b>	19923	21451	23453	24455	EBITDA	5985	6744	8118	8887
长期借款	18894	20825	22825	23825	EPS (元)	0.57	0.67	0.81	0.91
其他非流动负债	1028	626	628	630					
<b>负债合计</b>	44667	36224	38926	40577	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	1805	1812	2226	2763		<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	5593	5593	5593	5593	<b>成长能力</b>				
资本公积	503	433	433	433	营业收入	0.0%	22.9%	21.8%	4.9%
留存收益	4495	13109	19536	20801	营业利润	0.6%	22.5%	24.3%	13.0%
归属母公司股东权益	16290	19136	25563	26827	归属于母公司净利润	4.5%	17.8%	21.6%	11.4%
<b>负债和股东权益</b>	62762	57172	66715	70168	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	53.3%	61.3%	58.9%	55.9%
					净利率(%)	18.3%	19.5%	19.6%	21.6%
					ROE(%)	19.5%	31.6%	28.7%	26.7%
					ROIC(%)	9.9%	17.7%	21.0%	20.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	71.2%	63.4%	58.3%	58.3%
					净负债比率(%)	107.02%	86.12%	43.76%	43.76%
					流动比率	1.62	2.39	2.96	2.96
					速动比率	0.34	0.80	1.30	1.30
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.31	0.40	0.42	0.42
					应收账款周转率	70	104	124	124
					应付账款周转率	1.86	2.74	4.40	4.40
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.57	1.08	1.31	1.31
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.31	-0.27	1.24	1.24
					每股净资产(最新摊薄)	2.91	3.42	4.57	4.57
					<b>估值比率</b>				
					P/E	12.59	10.69	8.79	7.89
					P/B	2.45	2.15	1.61	1.61
					EV/EBITDA	10	6	5	5

**现金流量表**

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-1741	-4382	-3353	-3946
净利润	3286	4155	5087	5887
折旧摊销	1354	902	1028	1074
财务费用	306	380	418	460
投资损失	-344	-319	-201	-294
营运资金变动	-6311	-9293	-2049	-2387
其他经营现金流	-33	-207	-7636	-8685
<b>投资活动现金流</b>	-3259	-2993	260	350
资本支出	3668	3200	0	0
长期投资	-3	-550	0	0
其他投资现金流	406	-343	260	350
<b>筹资活动现金流</b>	5681	6981	1133	107
短期借款	1941	-707	20	35
长期借款	5069	3758	2000	1000
普通股增加	2486	2486	0	0
资本公积增加	-862	-932	0	0
其他筹资现金流	-2953	2376	-887	-928
<b>现金净增加额</b>	681	-394	-476	-439



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。