



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

地产

袁琳, CFA

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120005  
(8610) 6622 9070  
lin.yuan@bocigroup.com

\*袁琳为本报告重要贡献者

# 营收增长业绩小幅下滑, 高端房热销助力公司销售表现

## 业绩快报:

华侨城(000069.SZ/人民币 6.13, 买入)7月25日晚间公布2012半年度业绩快报。报告期内, 公司实现营业总收入66.8亿元, 比上年同期增13.82%; 归属于上市公司股东的净利润10.44亿元, 比上年同期降4.24%; 基本每股收益0.144元。

## 消息点评:

### 营收同比增长业绩小幅下滑, 仍看好公司全年业绩稳定增长

我们认为公司半年报营业收入同比增长13.82%, 但业绩出现4%的同比下滑的原因主要有三个: (1) 营业利润率由去年的25.27%下降了2.97个百分点至22.29%。这可能主要是由于毛利率下降(源于结算结构的不同和少数降价项目进入结算)和期间费用率的上涨(源于销售费用率的上涨)所造成, 两者共同的作用拉低了营业利润同比增幅约13.4个百分点, 可见这是业绩出现下滑的主要原因; (2) 公司在深圳注册的公司所得税率有所提高。2011年华侨城在深圳注册的公司企业所得税的适用税率按照国发[2007]39号《国务院关于实施企业所得税过渡优惠政策的通知》执行, 适用所得税率为24%, 而2012年税率则提高至25%, 这将影响公司的净利率下降约0.3个百分点; (3) 公司少数股东损益较上年同期有所增加, 这主要是由于公司近两年来合作开发力度加大所致, 并且这也是行业内房企近两年来共同特征。所得税和少数股东损益两者共同作用拉低了净利润同比增幅约4.5个百分点。

按照公司的惯例, 一般在9月份以前签约销售的项目当年基本都可以进入结算, 而公司目前高端项目销售也比较良好, 仅这两三个月中销售的如武汉和深圳的高毛利项目就可以一定程度上改善下半年的毛利率。因此, 虽然公司上半年业绩出现小幅下滑, 但我们仍然看好公司全年业绩能获得稳定增长。

### 纯水岸14期15期再度热销, 认购金额或已达110亿元

在行业调控的大背景下, 公司凭借着自身产品的稀缺性, 并且成功抓住了今年2月份以来的市场回暖的机会, 销售表现持续超预期, 如: 5月份武汉华侨城推盘157套别墅, 当天几乎全部卖完, 差不多销售了14亿元, 而且大部分都是一次性付款。我们预计公司上半年完成了约90亿元的认购金额, 较去年上半年63亿元的认购金额同比上涨了43%。7月7日, 公司又了新推了纯水岸14期和15期, 同样热销, 目前已经去化近70%, 合计认购金额已达到约24亿元, 其中, 纯水岸14期认购了158套, 户型面积为290-310平米, 均价为5.5-5.8万元/平米, 纯水岸15期认购了56套, 户型面积为300平米, 均价为6-8万元/平米。因此, 预计公司目前累计的认购销售金额已经超过110亿元, 完成去年163亿元的67%, 销售表现持续超预期。按照各同区域去化率的估算, 我们预计公司全年的销售额或可达220亿元以上。

### 多城市呈现高端房成交占比提升，公司下半年靓丽销售或能持续

根据中国指数研究院的数据，(1) 从上海和北京分户型的月度成交数据来看，上海和北京两地的四室户以上户型以及别墅的成交占比分别从年初低点的18.5%和15.5%上涨到6月份的29.4%和18.6%（注：上海和北京均为不含保障房数据）；(2) 而从上海、北京、深圳和武汉的分面积段的月度成交数据来看，上海、北京、深圳和武汉四地的140平方米以上户型成交占比则分别从年初低点的15.1%、33.1%、9.2%和11.2%上涨到6月份的32.6%、38.9%、28.1%和15.1%（注：上海、深圳和武汉均为含保障房数据，而北京数据为不含保障房数据，所以该比例略高，但趋势都是向上的）。这两方面的数据均显示了改善性需求和部分高端房需求已经在逐步入市。

而这种大户型及高端房热销的趋势也将有利于华侨城的下半年的销售表现，(1) 在公司今年几个主要推盘城市中，如深圳、上海和武汉等城市，大户型及高端房热销的趋势尤其明显，而公司在这几个区域的可售资源占比分别达到44%、18%和11%，合计占到73%，仅这几个城市的销售就已经可以完成大部分销售目标；(2) 此外，目前热销的高端房也主要是一些具有稀缺性特征的，而公司的旅游和地产所结合出来的高端房产品无疑在稀缺性方面具有一定优势，同时，公司对于今年的推盘结构中高端房比例的适当提高也给今年的销售表现助力。

### 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，销售表现令人满意，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的合作目前虽还未最终成功，但公司在提高非门票收入方面也在进行多元化的尝试。我们看好未来公司“旅游+地产”的模式将得到进一步更好的发展。

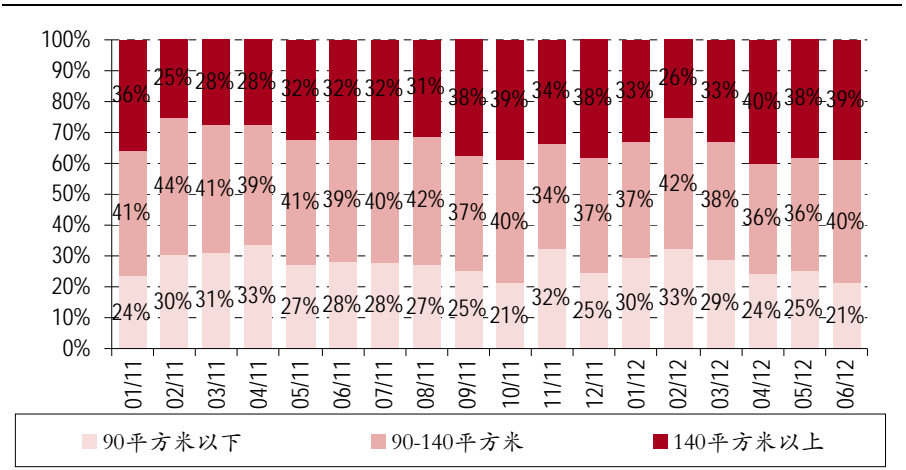
我们维持公司2012-13年业绩预期为0.56和0.72元，以及7.45元的目标价，相当于13.3倍2012年市盈率和2012年NAV20%的折让，维持**买入**评级。

**图表 1. 华侨城 2012 年半年度业绩快报数据**

项目	本报告期 (百万 元)	上年同期 (百万 元)	增减变动幅度(%)
营业总收入	668,042.71	586,927.98	13.82
营业利润	148,926.07	148,301.71	0.42
利润总额	149,161.28	148,697.42	0.31
归属于上市公司股东的净利润	104,473.36	109,094.54	(4.24)
基本每股收益 (元)	0.144	0.15	(4.00)
加权平均净资产收益率(%)	6.23	7.96	下降 1.73 个百分点
营业利润率(%)	22.29	25.27	下降 2.97 个百分点
税前利润率(%)	22.33	25.33	下降 3.01 个百分点
净利率(%)	15.64	18.59	下降 2.95 个百分点

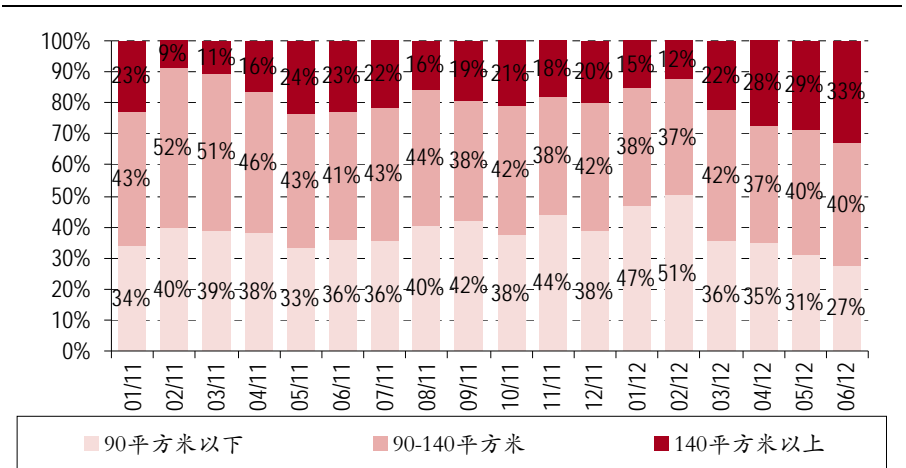
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 2. 北京月度分面积销售情况分析



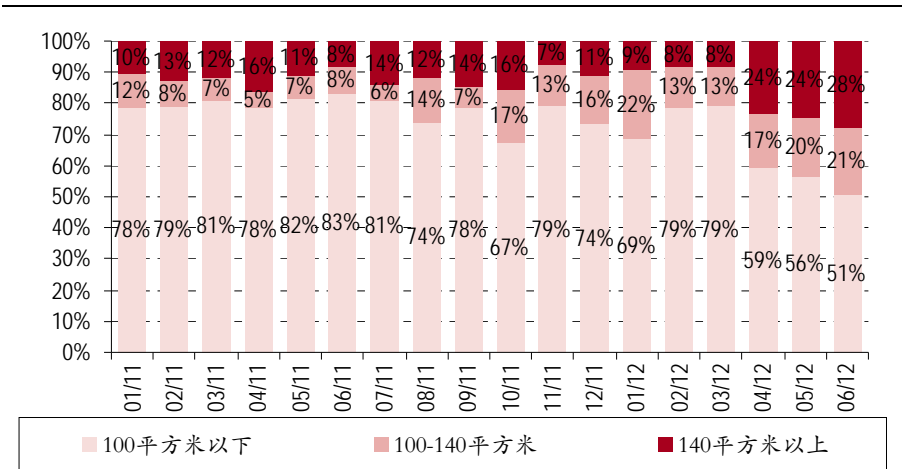
资料来源: 中国指数研究院, 中银国际研究

图表 3. 上海月度分面积销售情况分析



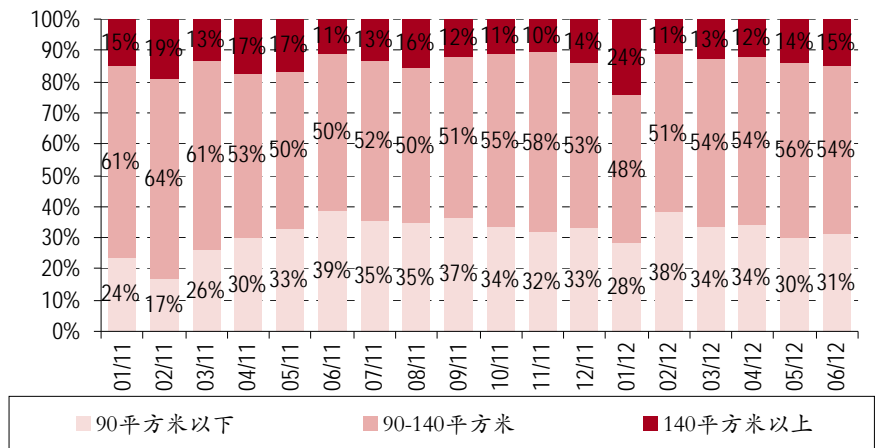
资料来源: 中国指数研究院, 中银国际研究

图表 4. 深圳月度分面积销售情况分析



资料来源: 中国指数研究院, 中银国际研究

图表 5. 武汉月度分面积销售情况分析



资料来源：中国指数研究院，中银国际研究

## 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