

社会服务行业

报告原因：公告

2012年12月4日

市场数据：2012年12月3日

总股本/流通股本(亿股)	72.71/31.14
收盘价(元)	5.80
流通市值(亿元)	180.61
1年内最高最低价(元)	7.92/5.19
PE/PB	11.3/2.43

基础数据：2012年9月30日

资产负债率	72.41%
毛利率	53.51%
净资产收益率(摊薄)	9.18%
销售净利率	16.73%

相关研究

1、华侨城A调研简报：地产面临去库存挑战 旅游存在发展机遇 增持 7.00元(含税)

2、华侨城 000069 半年报点评：房地产拖累业绩 旅游文化业保持高增长态势 增持 5.53元(除权后)

3、华侨城 000069 三季报点评：利润增长高于收入增长一倍 投资净收益大增是主要原因 增持 5.92元(除权后)
2012年10月19日

4、华侨城A公告点评：资产证券化获证监会批复利好公司 增持 5.89元
2012-11-21

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760511010018

TEL: 010-82190386

Email: jialiguo@sxzq.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

请务必阅读正文之后的特别声明部分
<http://www.i618.com.cn>

华侨城 A (000069)

增持

资产证券化正式成立打开了公司融资渠道

维持评级

公司研究/公告点评

公告

12月4日公司发布公告称，公司设立欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划申请材料于今年9月17日获证监会正式受理，于10月30日获证监会批复，并于2012年12月4日正式成立。本次专项资产管理计划以自该计划成立之次日起五年内特定期间公司及下属两家子公司拥有的欢乐谷主题公园入园凭证为基础资产，合计募集资金18.5亿元，设优先级受益凭证和次级受益凭证两种受益凭证。其中优先级受益凭证分为华侨城1至华侨城5共5档，期限分别为1年至5年，募集资金17.5亿元，由符合资格的机构投资者认购；次级受益凭证规模为1亿元，由原始权益人之一的华侨城A全额认购。募集资金将专项用于欢乐谷主题公园游乐设备和辅助设备维护、修理和更新，欢乐谷主题公园配套设施建设和补充日常运营流动资金。

点评

- **资产证券化正式成立打开了公司的融资渠道。**我们认为公司资产证券化融资18.5亿获得证监会批复后进一步成立，解决了公司的一部分资金需求，同时打开了公司的融资渠道，公司作为一家独特的“旅游+地产”公司，一方面旅游产业受到政策的扶持，一方面地产受到政策的压制，公司在高速发展中又需要资金，但由于房地产调控政策的实施，压制了公司房地产业务的周转和盈利能力，在公司以“地产+旅游”这种商业模式快速扩张阶段，公司的旅游业务前期投资较大，但回收资金周期较长，房地产调控又令公司房地产业务资金回升速度减慢，抑制着公司的发展，令公司在资金周转方面存在一定压力。此次资产证券化的顺利实施，将有效解决公司一部分资金需求，对公司的发展非常有利，也打开了公司的再融资渠道。
- **公司增加的财务费用和归还本金及募集资金测算。**我们大概测算了一下，公司在财务费用方面，第一年的利息最大，达到了大约1个亿左右，以后每年递减，在第五年只有不到3000万元左右。归还本金方面呈现逐年加大趋势，从2013年的2.95亿元逐步加大到2017年4.1亿元。从归还利息和本金方面需要的现金方面考虑，其实5年需要归还的现金每年基本都在4个亿左右，但是也是呈现逐年微增趋势，从趋势上看，2013年需要归还的现金压力最小，财务费用最大，为3.98亿元。公司每年募集到的资金总额呈现递减趋势。总体预测情况见图1：产品发行后公司每年增加的财务费用和归还本金和募集资金情况预算表。
- **估值和投资评级。**我们长期看好公司，我们认为，公司地产虽然面临一定的去库存挑战，但公司的预收帐款显示公司的房地产销售比去年

同期有所好转，我们无法确定预收帐款结转收入的进度，但第三季度预收帐款的同比大增高于我们的预期，我们维持三季报点评时给公司的盈利预测，给公司 2012 年每股收益为 0.50 元，2013 年为 0.60 元，2014 年为 0.80 元，公司目前股价在 5.80 元左右，对应 PE 为 12、10 和 7 倍，公司 PE 目前略低于房地产板块 13.60 倍（TTM，整体法）的估值水平，也远远低于餐饮旅游板块 29.58 倍（TTM，整体法）的估值水平。公司存在挑战也存在机遇，我们看好公司未来发展潜力，此次政券化给公司发展带来了资金，打开了一条融资渠道，对公司是一大利好，另外，深圳前海《前海深港现代服务业合作区总体发展规划》获国务院批准，深圳发展迎来又一个春天，公司未来发展也将受益。我们长期看好公司，继续维持公司“增持”评级。

- **风险因素：** 房地产调控造成的地产利润难以如期实现；主题公园的安全隐患问题等。其他不确定风险。

图表1：产品发行后公司每年增加的财务费用和归还本金和募集资金情况预算表

	2013	2014	2015	2016	2017
2013	1622.5				
2014	1885	1885			
2015	2070	2070	2070		
2016	2250	2250	2250	2250	
2017	2460	2460	2460	2460	2460
利息合计	10287.5	8665	6780	4710	2460
本金(万)	29500	32500	34500	37500	41000
利本合计(万)	39787.5	41165	41280	42210	43460
募集资金(万)	185000	155500	123000	88500	51000

资料来源：山西证券研究所

图表2：欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划发行情况

产品序列	期限(年)	预期收益率	发行规模(亿元)	面值(元)	还本付息方式
优先级产品概况					
华侨城1	1	5.50%	2.95	100	按年付息，到期偿还本金
华侨城2	2	5.80%	3.25	100	
华侨城3	3	6.00%	3.45	100	
华侨城4	4	6.00%	3.75	100	
华侨城5	5	6.00%	4.10	100	
次级产品概况					
华侨城次级	5	无	1.00	100	获得当期剩余收益

资料来源：山西证券研究所 公司公开资料

图表3：盈利预测表

无特殊说明单位为百万	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	10,956.96	17,317.67	17,324.17	18700.00	22627.00	28283.75
二、营业总成本	8,861.30	13,408.69	13,357.97	13961.71	16878.65	20520.64
营业成本	5,907.37	8,471.77	8,084.64	8514.11	10302.07	12877.59
营业税金及附加	1,039.36	2,426.26	2,513.14	2337.50	2828.38	2969.79
销售费用	594.39	740	926.97	991.10	1199.23	1499.04
管理费用	999.98	1,256.54	1,461.60	1683.00	2036.43	2545.54
财务费用	131.47	255.22	305.95	374.00	452.54	565.68
资产减值损失	188.73	258.9	65.67	62.00	60.00	63.00
三、其他经营收益	282.68	389.88	358.78	340.00	350.00	400.00
公允价值变动净收益	0.1	0	14.94	0.00	0.00	0.00
投资净收益	282.59	389.88	343.84	340.00	350.00	400.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	255.74	385.85	344.14	340.00	350.00	400.00
四、营业利润	2,378.34	4,298.86	4,324.99	5078.29	6098.35	8163.11
加：营业外收入	19.33	94.86	25.26	6.34	0.00	0.00
减：营业外支出	16.82	48.18	26.94	3.99	0.00	0.00
五、利润总额	2,380.85	4,345.53	4,323.30	5080.64	6098.35	8163.11
减：所得税	516.54	1,017.00	1,037.02	1219.35	1463.60	1959.15
六、净利润	1,864.31	3,328.53	3,286.28	3861.29	4634.75	6203.97
减：少数股东损益	158.74	289.08	109.12	289.60	338.34	446.69
归属于母公司所有者的净利润	1,705.57	3,039.46	3,177.16	3571.69	4296.41	5757.28
七、基本每股收益（元）	0.55	0.98	0.57	0.50	0.60	0.80

资料来源：山西证券研究所 Wind资讯

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。