



华侨城 (000069): 旅游+地产的金融互补

行业分类: 房地产/旅游

2010. 07. 28

首席研究员: 杜丽虹
(执业证书编号: S0640210050001)
联系人: 刁志学
电话: 0755-83689065
Email: luquanzhi@hotmail.com

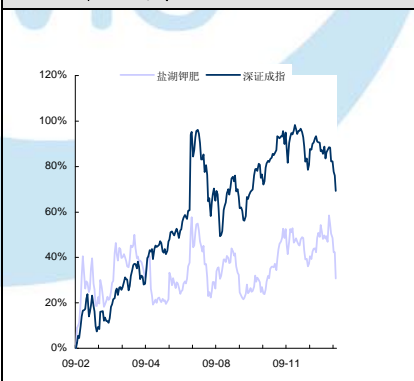
投资要点:

- **华侨城地产项目主要面向投资需求, 具有高利润率、高周期特性。**公司的地产项目分为两类: 一类是以深圳为代表的高端项目, 地价不斐, 但售价更高, 毛利润率可达70%以上; 另一类是旅游地产项目, 售价居中, 但借助旅游产业实现低成本拿地。两类项目共同的特点是: 购买力以投资性需求为主, 高利润率、高周期波动。此外, 公司土地储备中70%的预期销售额来自于一线城市, 近半来自于深圳, 这也决定了公司地产业务的高周期特性。
- **旅游业务提供现金流安全垫, 平滑地产冲击。**幸而国内旅游业务相对稳定, 虽然利润率低于地产业务, 但每年可提供30亿左右的现金流安全垫, 从而提高了公司整体的抗冲击能力。
- **“旅游+地产”模式提高成长潜力, 成长性排名前10%。**旅游与地产业务的金融特性互补提高了公司的运营效率, 在相同利润率下其周转效率高于地产同业。高效率提升成长空间, 在A+H的102家地产上市公司中, 成长潜力排名第10。
- **东部华侨城事故影响有限, 更值得注意的是公司2010年以来扩张步伐明显加快, 存在激进扩张隐忧。**华侨城地产业务本身具有高周期特性, 净借贷资本比上限为57%, 旅游业务提供的现金流安全垫使负债上限放松到77%。但2010年一季度, 公司的实际净借贷资本比从上年末32%提高到74%, 已逼近上限, 在此基础上, 7月又以37亿拍下天津地块, 2010年的资本支出已达上限, 2011年新增资本支出不能超过40亿。
- **持续经营的合理估值: 25.5倍市盈率。**如果公司能够把净借贷资本比控制在77%以内, 则可以确保财务安全, 此时, 繁荣期每股收益的极限增速为40%, 低谷期为3.5%。由此计算, 则繁荣期的合理估值为41倍市盈率(09A), 低谷期的合理估值为23倍市盈率(09A), 当前86%的市场面临冲击, 合理估值为25.5倍市盈率(09A)。
- **激进扩张下的合理估值: 16.5倍市盈率。**如果公司突破负债上限, 将面临资金链断裂风险, 失去持续经营价值而仅余净资产价值, 以当前672万平土地储备计算, 公司的净资产价值为16.5倍市盈率(09A), 较持续经营下的合理估值低三分之一。

6-12个月目标价	14.05元
当前股价	13.14元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2575.37
总股本(百万)	3107.48
流通A股(百万股)	188.88
流通B股(百万股)	0
流通A股市值(百万)	2481.88
总市值(百万)	40832.29
每股净资产(元)	3.38
ROE(TTM)	16.86%
资产负债率	68.62%
动态市盈率	18.77
动态市净率	3.31

近一年股价表现



一、概述：成长潜力好，但金融理性面临考验

2009年度地产上市公司综合实力排名中，华侨城以5.04分的总分排名102家地产上市公司的第33位，其中运营效率方面以7.36分排名第14，成长潜力方面则以6.73分排名第10，但财务安全和金融理性拖累了整体表现——衡量短期风险的财务安全性指标评分4.77分，排名第79位，衡量中期风险的战略理性指标评分4.57分，排名第72位。

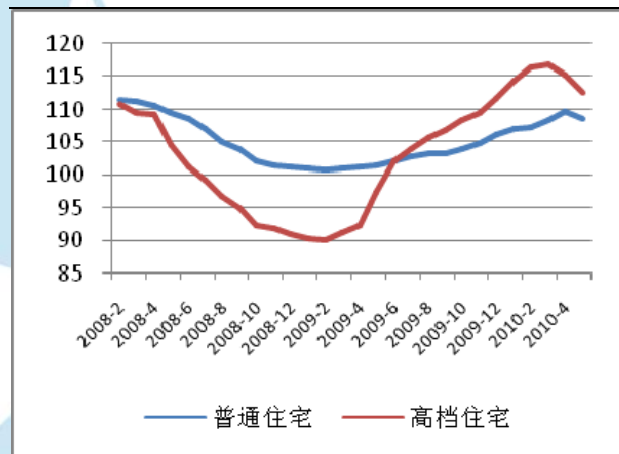
综合来看，公司“旅游+地产”模式下丰厚的利润率贡献了高效率 and 较高的成长潜力，东部华侨城事故对公司整体现金流影响不大，但金融理性的隐忧威胁着长期安全。

二、地产业务：面向投资性需求，高利润率、高周期波动

华侨城地产业务的产品线主要分为两类，一类是以深圳波托菲诺等项目为代表的高端产品，地价成本较高，但靠着“旅游+地产”模式创造了更高的环境溢价——深圳地区部分别墅项目售价达到120000元/平米，毛利润率达到70%以上，平均售价在50000元/平米以上；另一类是二三线城市的华侨城项目，地处郊区，产品售价与当地平均水平相当，但在旅游产业带动下，通过与地方政府合作，能够以较低成本获取土地。两种模式的共同结果是公司地产业务的利润率较高，正常情况下毛利润率可以达到70%，营业利润率应该可以达到40-50%。

不过，无论是高端项目还是旅游地产项目，在创造了丰厚利润率的同时，也必然会面临更高的周期波动：2008年，全国住宅销售面积下降15%，销售金额下降17%，但别墅和高档公寓项目的销售面积和销售金额均下降了37%，显示高端项目的销售压力更大；至于旅游地产项目，作为非必需品，投资性需求一向是购房的主力，因此也是最容易产生泡沫的地方，海南地价的高波动就是最好的实例。华侨城也不例外，其地产业务的高利润率与高周期波动并存。

图表 1：全国二手房成交均价指数

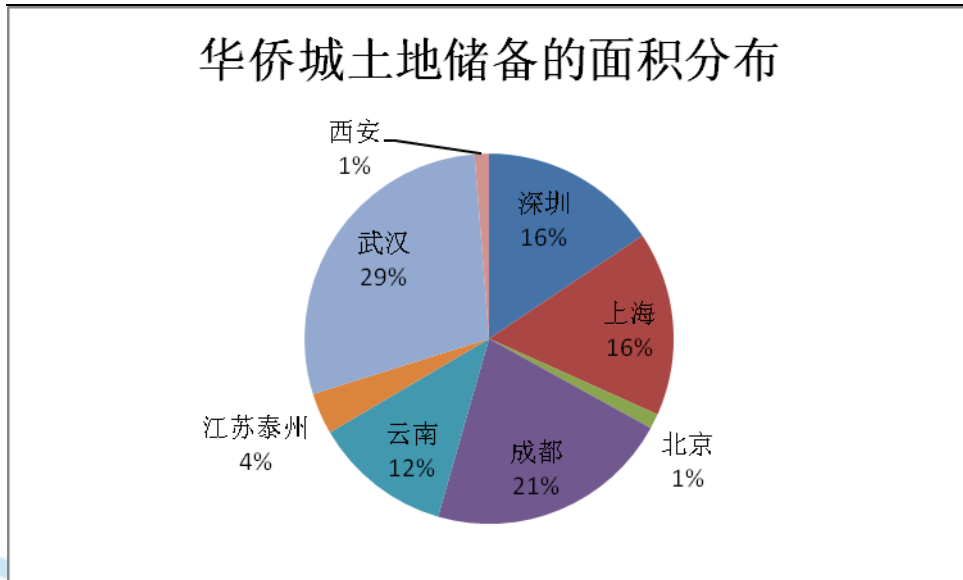


资料来源：CEIC

在土地储备方面，华侨城起家于深圳，近年来开始向国内其他一线城市和二三线城市拓展，目前，土地储备中，16%位于深圳、16%位于上海、1%位于北京，一线城市合计占到总土地储备面积的三分之一；二线城市中，成都占21%，武汉占29%，西安占1%，合计占到51%；其他地区占16%。但从预期的销售金额看，深圳占到46%，上海23%，北京1%，一线城市贡献了未来销售金额的70%，二线城市贡献了20%左右。由于一线城市是本轮调控的重点，深圳尤其是每次调控的“重灾区”（目前唯一一个出现成交均价下降的一线城市就是深圳），所以，我们预期2010-2011年，公司地产业务的销售业绩不乐观，86%的销售市场将面临调控冲击。

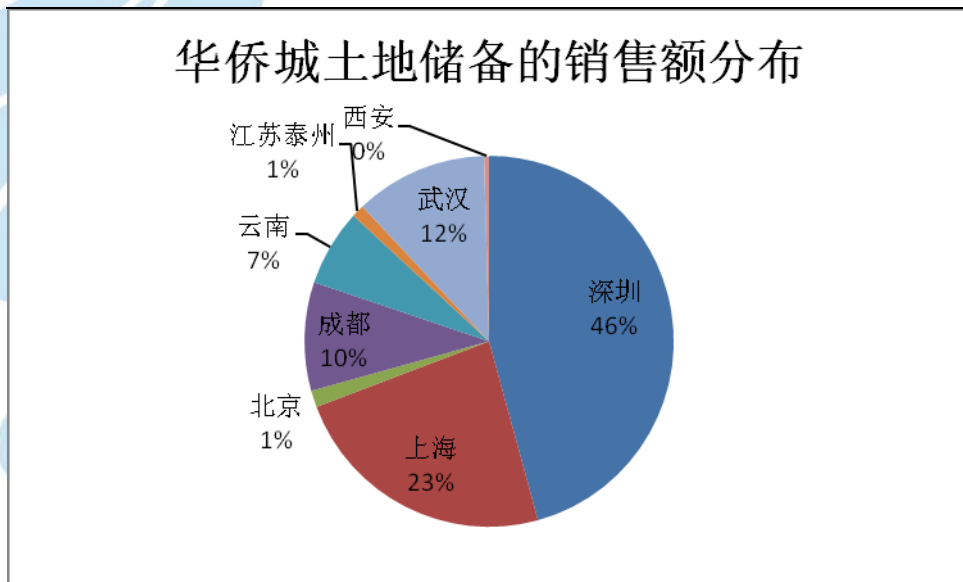
综上，华侨城的地产项目主要吸引投资性需求，土地分布集中于一线城市，这两点都决定了华侨城地产业务的高利润率与高周期波动性。

图表 2: 华侨城土地储备的面积分布

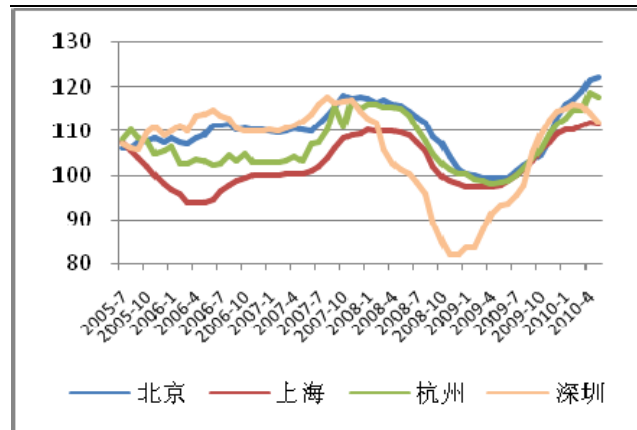


资料来源：公司年报

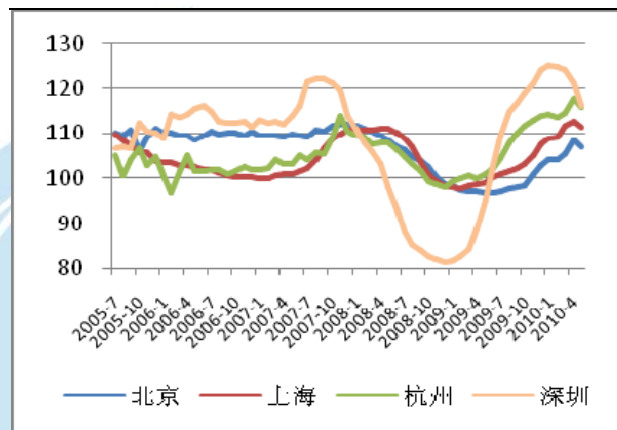
图表 3: 华侨城土地储备的预期销售金额分布



资料来源：公司年报，中航金融研究所测算

图表 4: 一线城市新房成交均价指数


资料来源: CEIC

图表 5: 一线城市二手房成交均价指数


资料来源: CEIC

三、旅游业务提供现金流安全垫，平滑周期冲击

旅游业务在成熟市场也属于高周期业务，但在中国的城市化和消费升级过程中，波动相对平缓，整体趋势向上。2009年华侨城旅游接待1800万人次，旅游业务收入70亿，2010年预计可达2000万人次，旅游业务收入达到80亿，以40%的毛利润率计算，每年可提供30亿左右的净经营现金，即，旅游业务为房地产业务提供了一个现金流的安全垫，在一定程度上平滑了周期冲击。

根据我们的测算，相同产品定位下国内优秀地产公司繁荣期存量资产周转率应在0.6倍左右，低谷期下降到0.3倍，从中剔除承诺的资本支出和必须的营运支出，公司房地产业务要应对2011年的持续调控，负债率上限为：净借贷资本比¹<57%。

但华侨城旅游业务的周转速度一般保持在0.5倍以上，所以，高峰期，旅游业务会适度拉低整体的周转率，但低谷期会提高现金回流速度，并将企业整体的低谷存量资产周转率提高到0.35倍，剔除承诺资本支出和必须的营运支出后，负债率上限有所放松：净借贷资本比<77%，上升20个百分点。

¹ 净借贷资本比= (短期借款+1年内到期长期借款+长期借款-现金及等价物) / 权益资本

四、旅游+地产，提高效率空间和成长潜力

华侨城的房地产业务具有高利润率、高周期波动特性。

旅游业务利润率低于房地产业务，但低谷阶段的现金流周转速度快于房地产业务。

旅游+地产，利润率被拉低，但低谷阶段安全性的提高使公司相比于其他高端定位的地产企业能够使用更高的财务杠杆，从而提升了整体的效率空间和成长潜力。

根据我们的测算，如果公司把净借贷资本比维持在77%以内，则繁荣期，房地产业务的年均存货和承诺资本支出增速上限为64%，低谷期也可以保持年均33%的增速；每股收益方面，繁荣期增速达到40%，低谷期为3.5%。

2009年地产上市公司综合实力排名中，华侨城在A+H的102家地产上市公司中，成长潜力排名第10，运营效率排名第14位。

五、持续经营下的合理估值：市盈率 25.5 倍（09A）

以繁荣期年均40%的每股收益增速计算，华侨城的最高估值为41倍市盈率（09A）；以低谷期持续两年、年均3.5%的每股收益增长计算，最低估值为23倍市盈率（09A）；鉴于公司20%的销售额来自于二线城市，10%来自于三线城市和旅游城市，我们预期86%的市场将遭遇低谷冲击，合理估值25.5倍市盈率（09A）。在该估值水平下，投资人年均回报率为16.6%（以往华侨城的BETA值为1.15倍，与地产行业平均水平相近，但东部华侨城事故后，公司的波动风险加大，我们将公司BETA值调高至1.40倍）。

当前市盈率23.94倍（09A），较合理估值低6.5%，加上合理估值下16.6%的年化回报，可以达到20%以上的回报率，建议买入。

六、潜在的风险：金融理性的考验

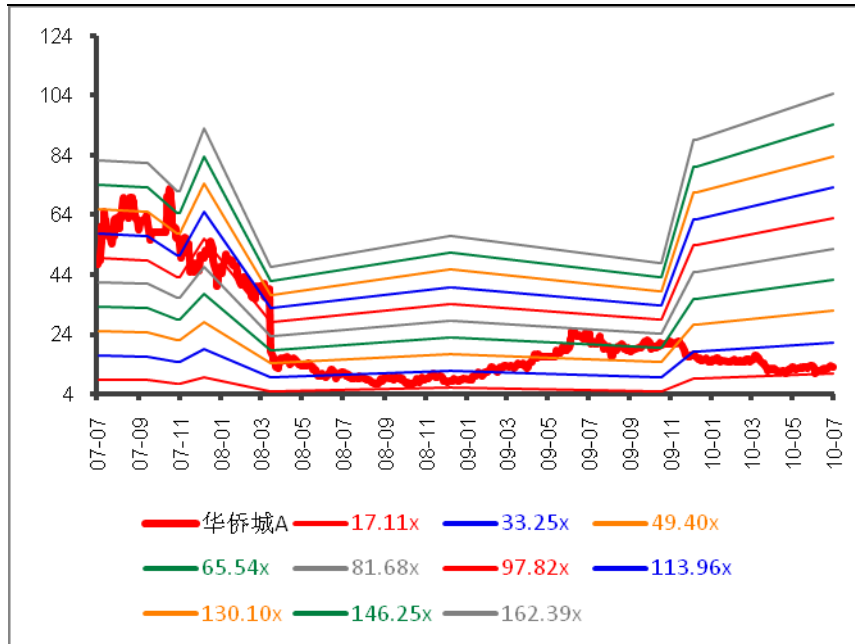
旅游+地产模式虽然在一定程度上平滑了周期冲击，使公司的净借贷资本比上限提高20个百分点，但77%的财务安全底线仍需坚守。

然而2010年以来，华侨城的扩张积极性明显提高。2010年2月以70.2亿元总价拍下上海地王，使一季度末的短期借款较上年末增加20亿，长期借款增加40亿，净借贷资本比从32%提高到74%，已逼近77%的负债上限。在此基础上，7月公司又以37亿元总价拍得天津项目，这意味着2010年公司地产的资本支出已达上限，2011年如果调控继续，新增存货和承诺资本支出上限为40亿，超过这一水平，公司将面临持续低谷中的现金流危机。

一旦公司出现财务危机，上述持续经营价值将不复存在，公司被迫出让部分资产以筹措资金，而在资产交易市场上，贴现的估值转变为净资产的估值，此时，公司的合理估值下降为16.5倍市盈率（09A），较持续经营价值低三分之一，较当前股价低30%以上。

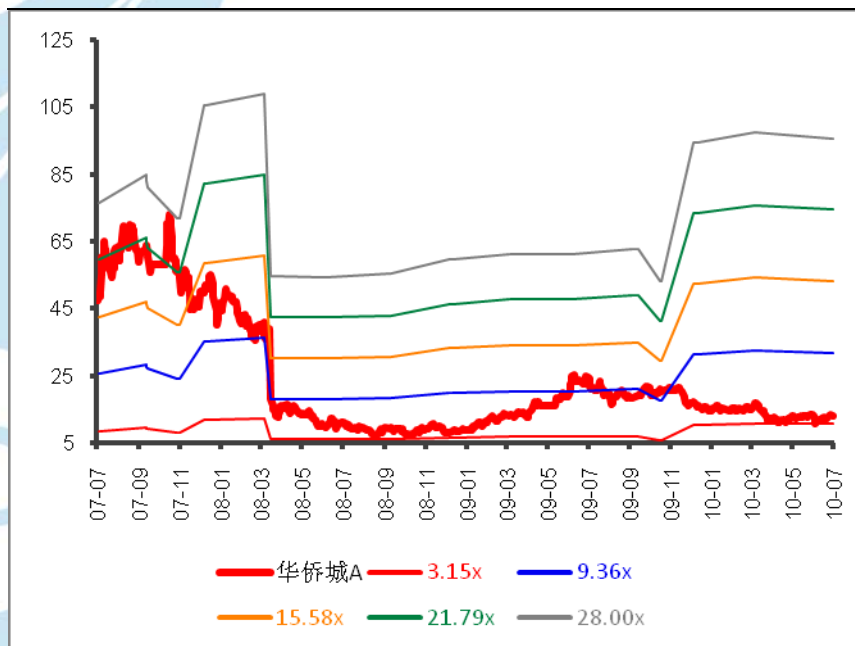
综上，处在财务安全底线边缘的华侨城正面临金融理性的考验，如果它能够将负债率和扩张速度控制在安全范围内，将为投资人提供20%以上的回报，但如果扩张失控，将使投资人价值贬损30%。

图表 6: 华侨城历史市盈率区间



资料来源: WIND

图表 7: 华侨城历史市净率区间



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

杜丽虹, SAC执业证书号: S0640210050001, 清华大学金融学博士, 一直从事地产、金融行业研究, 目前任中航证券地产行业首席研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)
联系电话: 0755-83689524

公司网址: www.scstock.com
传真: 0755-83688539

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。