

华侨城 A (000069)

业绩亮丽，价值低估

—2010 年中报业绩点评

增持/ 维持评级

股价：RMB13.79

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000208120162

+755-82492232 yujinhua@lhqz.com

联系人

周雅婷

0755-82125148 zhouyt@lhqz.com

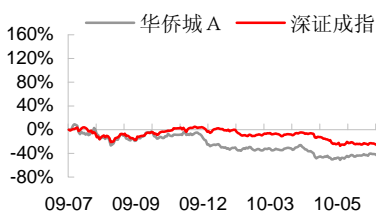
- 上半年公司实现营业收入 63.7 亿元，同比增长 84.6%，净利润 13.5 亿元，同比增长 84.8%，EPS 0.44 元。上半年收入主要来源于去年销售项目的结算，受此影响公司期末预收账款 39.1 亿元，比 09 年期末减少 17.9%。公司期末拥有货币现金 45 亿，较 09 年末增加 50%，现金状况良好，由于长期借款的增加，公司剔除预收账款后资产负债率为 58%，比上年末增加 8 个百分点，财务状况仍比较稳健。
- 公司上半年推盘项目主要为东部华侨城天麓项目以及近期开盘的纯水岸七期 1 号楼，两项目合计实现销售收入 24.6 亿元。此外上海浦江城及成都华侨城今年上半年的销售情况也较好分别实现 6.5 亿元及 4 亿元销售收入。从公司在调控前后开盘的项目销售情况来看，顶级高端住宅仍然呈现出对政策的较强的承受能力。上海、北京等地的高层项目虽受到调控的影响，但去化水平仍维持在 60% 左右的可接受的范围内。公司全年推盘量约为 81 万平米，下半年占全年推售量的 48.3%，全年推盘的配比较为均衡。
- 上半年公司共获取两个新项目，分别是上海苏河湾和天津东丽湖，合计新增建面 233 万。其中天津东丽湖项目仍然延续公司旅游地产的开发模式，而上海苏河湾项目则是公司首次在开发模式上尝试在城市中心进行综合体开发。公司长期对旅游物业及相关商业的运营经验将有助于新项目的运作，但过高的地价水平将挤压盈利空间，公司在项目成本运作上的能力将经受考验。
- 今年 6 月东部华侨城发生的严重游乐场事故对公司的品牌造成一定负面影响，但从公司去年的业务收入分配上看，单纯的旅游门票相关项目收入占整体收入比重较小，仅为 20%。公司上半年旅游接待人数 1039 万人，同比有接近 15% 的增长。参考国外类似事件的影响我们判断深圳欢乐谷事件对公司中长期业绩将不会有显著影响。
- 预计公司今明两年 EPS 为 0.75 元和 1.05 元，对应 PE 为 18X 和 13X，NAV 21 元，股价对应 NAV 折价 34%，公司价值存在明显低估，维持公司增持评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	3107
流通 A 股 (百万股)	1289
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	16446

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	10957.0	2133.4	13731	16267	22427
(+/-%)	213.9	416.6	25.3	18.5	37.9
归属母公司净利润(百万元)	1705.6	331.6	2338	3251	3847
(+/-%)	85.9	132.0	37.1	39.1	18.4
EPS(元)	0.55	0.11	0.75	1.05	1.24
P/E(倍)	23.2	119.6	18.3	13.3	11.2

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

业绩亮丽，财务稳健

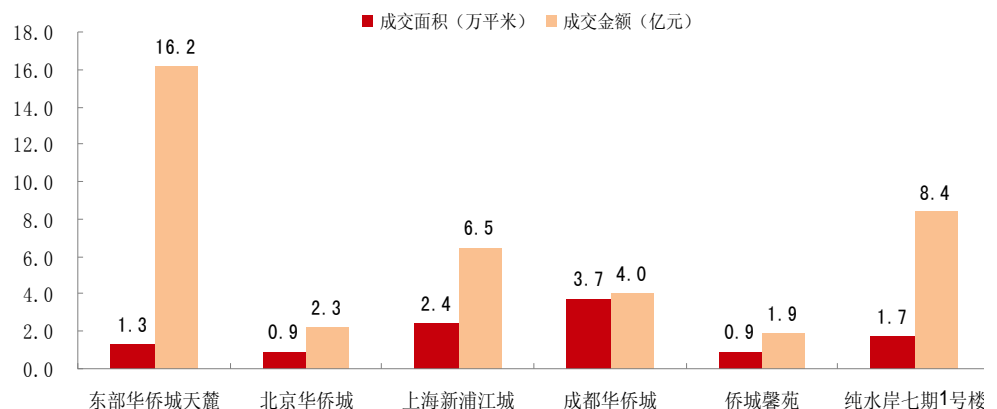
公司 10 年上半年实现营业收入 63.7 亿元，同比增长 84.6%，净利润 13.5 亿元，同比增长 84.8%，上半年实现 EPS 0.44 元，公司上半年收入主要来源于去年销售项目的结算，受此影响公司期末预收账款 39.1 亿元，比 09 年期末减少 17.9%。公司期末拥有货币现金 45 亿，较 09 年末增加 50%，现金状况良好，由于长期借款的增加，公司剔除预收账款后资产负债率为 58%，比上年末增加 8 个百分点，财务状况仍比较稳健。

全年推盘配比均衡，重点项目销售情况良好

公司未公布本期地产销售收入情况，从销售商品提供劳务收到的现金口径看，上半年实现收入 59.7 亿元，公司上半年主要销售收入来源为东部华侨城天麓项目以及近期开盘的纯水岸七期 1 号楼，两项目合计实现销售收入 24.6 亿元，此外上海浦江城及成都华侨城今年上半年的销售情况也较好分别实现 6.5 亿及 4 亿销售收入。从公司在调控前后开盘的项目天麓（均价 12 万/平米）和纯水岸七期 1 号楼（均价 5 万/平米）的销售情况来看，顶级高端住宅在目前这个阶段仍然呈现出对政策的较强的承受能力。上海、北京等地的高层项目虽受到调控的影响，但在量和价的平衡上仍处于比较合理状态，去化水平仍维持在 60% 左右的可接受的范围内。

公司下半年仍有招华曦城、东部华侨城天麓 3 区等重点项目将进入销售，下半年合计约推售 39 万平米，占全年推售量的 48.3%，全年推盘的配比较为均衡，从产品结构来看，曦城和天麓的高端定位预计仍可在较高的价格水平下维持不错的去化速度，而成都、泰州、昆明等地项目则将面临一定的价格和去化压力。

图 1 公司上半年重点项目销售情况



资料来源：各地房管局，华泰联合研究所

表 1 公司全年可售资源及推售计划情况

所在区域	项目名称	10 年计划可售	推售状况
深圳	纯水岸 8 号地块	0.6	下半年
	纯水岸 11 号地块	0.3	下半年
	侨城馨苑	3.3	10 年 5 月份
	香山里花园一期	9	10 年 7 月份
	招华曦城四期	4.7	下半年
	东部华侨城天麓一区	0.1	尾盘
	东部华侨城天麓三区一期	1.2	下半年
	东部华侨城天麓六区	0.1	尾盘
	东部华侨城天麓七区	0.1	尾盘
	东部华侨城天麓八区	1.5	已推售
	东部华侨城天麓九区	0.1	尾盘
	上海	浦江华侨城二期 122-8 地块	2.9
浦江华侨城二期 122-9 地块		3.5	持续销售
浦江华侨城二期 122-11 地块		0.2	持续销售
浦江华侨城二期 122-12 地块		8.9	持续销售
成都	合利坊	5.3	下半年
	纯水岸三期	3.2	下半年
		12	下半年
		8	下半年
	纯水岸二期	1.9	尾盘
		0.7	尾盘
北京		3.4	尾盘
	欢乐嘉园三期	3.7	已推售
昆明	地产一期	2	预计 12 月份
泰州	纯水岸一期第二批	1.9	下半年
	纯水岸一期第一批	2.1	已推售
合计		80.7	

资料来源：公司公告，公司调研，华泰联合研究所

新增两项目，尝试新开发模式

公司上半年共获取两个新项目，分别是上海苏河湾和天津东丽湖，合计新增建面 233 万，其中天津东丽湖项目仍然延续公司旅游地产的开发模式，预计售价将在 15000 元以上，而上海苏河湾项目则是公司首次在开发模式上尝试在城市中心进行综合体开发，公司长期对旅游物业及相关商业的运营经验将有助于新项目的运作，但过高的地价水平将挤压盈利空间，公司在项目成本运作上的能力将经受考验。

上海苏河湾

公司 10 年 2 月份以 70.2 亿元拍下上海苏河湾 1 号地块，项目占地 3.56 万平方米，容积率 3.74，总体建面 13.3 万平米，公司预计可售住宅面积约为 6.6 万平，剩余部

分为自持商业，楼面地价 52855 元。苏河湾位于闸北苏州河北岸的核心区域，其东距外滩 1000 米左右，南离南京路及人民广场仅 800 米左右。公司拟在该项目建成城市综合体项目，预计实现均价在 110000 元/平方米以上，预计该项目可为公司贡献销售收入 72.6 亿元，实现净利润 10.2 亿元。

图 2 上海苏河湾项目位置图



图 3 上海苏河湾项目用地实景



资料来源：搜房网，华泰联合研究所

资料来源：搜房网，华泰联合研究所

旅游事故短期冲击股价，长期业绩无太大影响

今年 6 月东部华侨城出现严重游乐场事故，造成 6 死 10 伤。该事件对公司的品牌和美誉度造成了一定影响。公司需要深刻反思事故的原因，以避免再度发生类似事件。

从公司去年的业务收入分配上看，单纯的旅游门票相关项目收入占整体收入比重较小，仅为 20%。因此从业绩角度，游乐场事故对公司的负面影响将会低于市场预期。

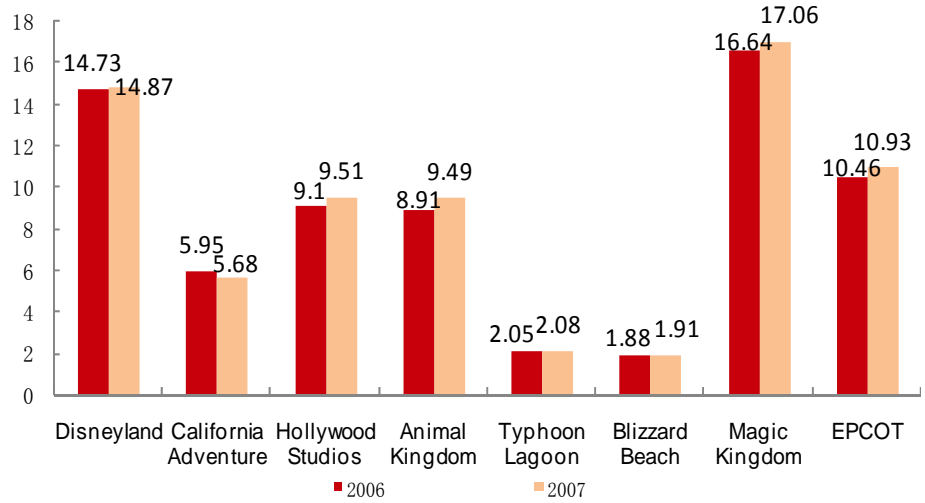
公司上半年旅游接待人数 1039 万人，同比有接近 15% 的增长。参考国外类似事件对公司业绩和入园人数的影响来看，迪斯尼公司在 07 年发生的游乐场事故在当年及随后几年对公司门票收入和入园人数的影响不显著，我们判断深圳欢乐谷事件对公司中长期业绩的影响并不会产生显著影响。

表 2 公司 09 年业务收入细项分拆

项目	收入 (亿元)	占比
旅游门票及相关	22	20%
地产销售	77	71%
酒店业务	6.9	6%
租赁业务	3	3%

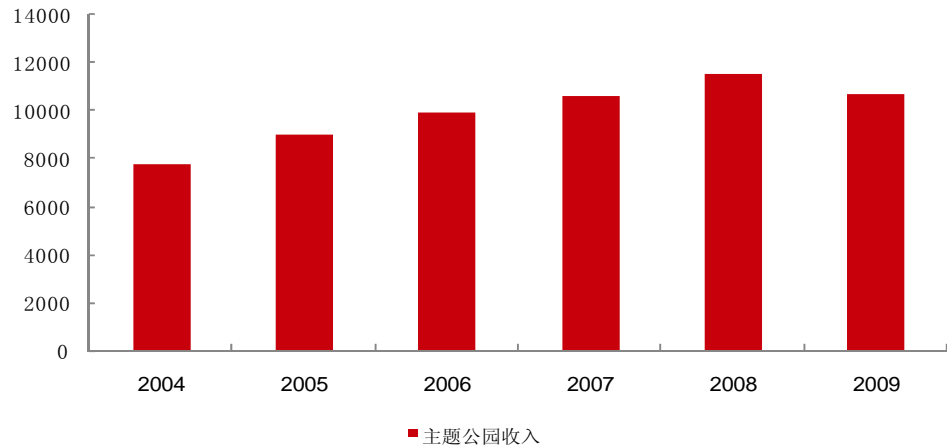
资料来源：公司调研，华泰联合研究所

图 4 事故对迪斯尼各地入园人数影响不显著



资料来源：彭博，华泰联合研究所

图 5 迪斯尼在 07 年事故后收入仍能保持稳定增长



资料来源：各地房管局，华泰联合研究所

表 3 世界各地游乐场事故汇总

时间	地点	事件
2006 年 7 月	英国奥尔顿托尔斯主题公园	一列过山车运行时，前排车卡松脱撞向后排车卡，29 人受伤。
2007 年 8 月	韩国釜山	“环球嘉年华”游乐场，两届缆车卡在一起，造成 5 人死亡。
2007 年 5 月	日本大阪	万博纪念公园游乐园 (Expoland) 发生过山车事故共造成 1 人死亡，约 21 人受伤。
2007 年 6 月	美国阿肯色州热泉市	游客乘坐过山车时，公园突然停电，12 名乘客当时正好位于过山车的顶端。消防人员总共花了半小时，才将所有乘客全部救了下来。
2007 年 8 月	法国圣日耳曼昂莱	机动游戏运作期间突然发生机件故障，一条钢臂折断，导致其中一个四人厢座飞脱跌落地面，意外造成厢座内一对分别 48 岁及 21 岁的父子死亡，同行的两名家人也受重伤。
2007 年 5 月	美国佛罗里达州迪斯尼乐园	水上游乐设施运行时发生故障，造成五名游客以及一名工作人员受伤
2008 年 5 月	美国加州嘉年华会	一座满载乘客的机动游戏突然倒塌，不少乘客由高空抛落，造成 24 人受伤，其中 3 人重伤。

资料来源：华泰联合研究所

估值和投资建议

预计公司今明两年 EPS 为 0.75 元和 1.05 元，对应 PE 为 18X 和 13X，NAV 21 元，股价对应 NAV 折价 34%，公司价值存在明显低估，维持公司增持评级。

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 $\pm 10\%$ 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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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,还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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@lhzq.com

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@lhzq.com