

2010年8月19日

# 华侨城

## 下半年销售值得期待

**A**
**买入**

000069.SZ - 人民币 13.79

目标价格: 人民币 16.59 (▲13.70)

**田世欣**

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(20)	11	16	(33)
相对新华富时A50指数(%)	3	4	15	(17)

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	3,107
流通股(%)	49
流通股市值(人民币 百万)	20,783
3个月日均交易额(人民币 百万)	281
净负债比率(%)	58
10年末每股评估净资产值(人民币)	16.59
主要股东(%)	
华侨城集团	56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

### 中银国际证券有限责任公司

华侨城 2010 年上半年实现营业收入和净利润分别为 63.7 和 13.5 亿元, 同比增长 388.2% 和 197.8%, 每股收益 0.435 元。公司下半年可售量大幅增长, 鉴于当前市场销售两头强中间弱的特征, 我们期待下半年公司销售的良好表现。小幅上调了盈利预测, 并将目标价格上调至 16.59 元, 重申买入评级。

### 支撑评级的要点

- 旅游业务收入同比增长 79%, 地产业务收入同比增长 102%, 且毛利率均比 09 年度上升。招商华侨城的利润贡献占比达 25%。预收款锁定了全年的地产收入。
- 上半年主要在售的是老项目尾盘和侨城馨苑, 总的可售面积约为 20 万平米。而下半年可售量大幅增长至约 60 万平米, 集中在 8-10 月份推盘。
- 鉴于目前市场刚需和高端住宅两头销售较强、而中间产品销售较弱的状况, 由于下半年公司可售多为上海、深圳、成都等成熟地段的成熟楼盘, 我们看好下半年的销售回款。
- 上半年大量拿地, 扩张态度积极。但亦导致现金流下降和负债率上升。

### 影响评级的主要风险

- 房产税政策预期临近对高端住宅的销售影响超过预期。

### 估值

- 我们小幅上调了公司 2011-12 年的盈利预测 6.2% 和 8.7% 将目标价从 13.70 元上调至 16.59 元, 相当于 2010 年末 NAV, 重申买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	8,657	10,957	12,730	16,782	22,451
变动(%)	-	27	16	32	34
净利润(人民币 百万)	1,421	1,706	2,345	3,030	3,945
全面摊薄每股收益(人民币)	0.457	0.549	0.755	0.975	1.270
变动(%)	-	20.0	37.5	29.2	30.2
原先预测每股收益(人民币)	-	-	0.751	0.918	1.168
调整幅度(%)	-	-	0.5	6.2	8.7
市盈率(倍)	30.1	25.1	18.3	14.1	10.9
每股现金流量(人民币)	0.43	2.53	(1.65)	1.09	2.22
价格/每股现金流量(倍)	32.1	5.4	(8.3)	12.7	6.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.9	13.4	11.9	8.8	6.1
每股股息(人民币)	0.160	0.000	0.075	0.098	0.127
股息率(%)	1.2	0.0	0.5	0.7	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

## 2010年上半年净利润同比增长 197.8%

2010年上半年，华侨城实现营业收入 63.7 亿元，比去年同期增长 388.2%；实现净利润 13.5 亿元，比去年同期增加 197.8%。每股收益 0.435 元。

本期公司综合毛利率较去年全年的 40%提高至 51%，其中各个板块利润率都有所提升。

## 上半年地产回款偏少

房地产收入 22.4 亿元，同比增长 102.09%。毛利率为 61.8%，较去年同期下降 11.8 个点至 61.8%，但较去年全年上升了 4 个点。

从合作公司的投资收益来看，招商华侨城本期业绩贡献较高，达到 3.15 亿元，占净利润比重为 23.4%，高于我们的预期。

期末预收房款为 39.1 亿元，比年初 47.7 亿低了 12%。据此推算，公司上半年地产销售回款约为 14 亿元。预收帐款主要来自成都纯水岸、上海新浦江城和天麓项目，对我们全年房地产销售收入预测的锁定率为 100%，锁定情况尚可，完成我们全年预期问题不大。

## 下半年供应量大增，高端占据主流

经过与公司的沟通，我们得知，华侨城上半年主要在售的是老项目尾盘和侨城馨苑，总的可售面积约为 20 万平米。而下半年可售量则大幅增长至约 60 万平米，集中在 8-10 月份推盘，因此公司下半年的销售情况值得关注。

从推盘结构来看，公司下半年维持了高端为主的产品结构，将推出本部的高层、别墅，东部华侨城别墅、上海浦江镇、合利坊、以及成都纯水岸三期等。

从 7、8 月份各地市场表现来看，一线城市真正的高端豪宅的销售情况超出我们的预期，市场呈现两头回稳较快，即满足刚需要求和豪宅表现良好，而中间类型产品的销售则仍然遇到阻滞。华侨城 7 月份开盘的波托菲诺纯水岸七期 2.4 万平米，售价 48,000-50,000 元/平米，当月销售 70%，迄今已基本售完。这使我们对公司下半年的销售充满信心。

## 东部侨城引领旅游业务迅速发展

期内公司旅游综合业务加速发展，各控参股企业共接待游客 1,039 万人次；实现旅游综合业务收入 37.16 亿元，同比增长 78.95%；毛利率也比去年同期上升了 1 个点至 48.5%。虽然东部侨城发生重大安全事故，但上半年东部华侨城新开业部分对旅游板块的收入同比增长率的贡献仍然不容小觑，目前客流量的短期震荡也有所恢复。

其他重点项目方面，4 月，泰州华侨城开业，成为区域市场热点；武汉华侨城、云南华侨城、西安华侨城、欢乐海岸也加快规划和建设的步伐，为项目如期开业赢得主动。

另外，公司包装印刷业务持续稳定发展，共实现营业收入 3.71 亿元，同比增长 50.97%。

## 土地储备大幅增加，对资金形成一定压力

今年以来，华侨城以大手笔购地，迄今为止，华侨城取得了天津华侨城住宅地块 221 万平米，以及上海苏河湾三个地块合计建筑面积 25.6 万平米，总地价 168 亿元。

天津项目是公司通过旅游+地产模式获取的又一块廉价优质土地，楼面地价仅为 1,645 元/平米，获利能力丰厚。苏河湾地块为华侨城第一次在上海获得以商业办公酒店为主，并涉及历史保护建筑的项目，可以发挥公司在文化旅游产业方面的综合能力。但上述土地和高额地价对公司的财务影响非常明显。上半年，公司每股经营性净现金流为负 1.89 元，净负债率也从年初的 32% 上升到 85%。

## 看好下半年销售，重申买入评级

随着下半年开始购房心态回稳，销售量回升，市场表现出两头强、中间弱的态势。华侨城主营的高端住宅由于其稀缺性，受到了富裕阶层作为资产配置品种的欢迎。下半年公司可售量大，且多为上海、深圳、成都等成熟地段的成熟楼盘，销售情况值得期待。因此我们小幅上调了对公司 2011-12 年的盈利预测 6.2% 和 8.7%，将 2010 年末的每股净资产值调升 0.48 元至 16.59 元。维持**买入**评级，但将目标价上调至 1 倍 NAV，即 16.59 元。

图表 2.业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比增长 %
营业收入	1,305	6,373	388
营业成本	(789)	(3,106)	294
营业税	(163)	(793)	386
毛利润	353	2,474	600
其他收入	0	(2)	-
销售费用	(54)	(248)	358
管理费用	(168)	(630)	274
经营利润	131	1,595	1,119
投资收益	434	367	(15)
财务成本	(43)	(140)	227
营业外收支	4	19	405
税前利润	525	1,840	250
所得税金	(31)	(422)	1,279
净利润	494	1,418	187
少数股东权益	(41)	(68)	65
归属于母公司所有者的净利润	454	1,351	198
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	27	39	
经营利润率	10	25	
净利率	35	21	

资料来源：公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	8,657	10,957	12,730	16,782	22,451
销售成本	(5,257)	(6,947)	(7,673)	(10,019)	(13,595)
经营费用	(880)	(649)	(903)	(1,445)	(2,242)
息税折旧前利润	2,520	3,361	4,154	5,318	6,615
折旧及摊销	(381)	(945)	(879)	(905)	(902)
经营利润 (息税前利润)	2,138	2,416	3,275	4,413	5,713
净利息收入/(费用)	(222)	(132)	(215)	(213)	(130)
其他收益/(损失)	55	97	36	36	36
税前利润	1,972	2,381	3,095	4,236	5,619
所得税	(349)	(517)	(588)	(890)	(1,236)
少数股东权益	(201)	(159)	(163)	(316)	(438)
净利润	1,421	1,706	2,345	3,030	3,945
核心净利润	1,424	1,853	2,315	3,002	3,917
每股收益(人民币)	0.457	0.549	0.755	0.975	1.270
核心每股收益(人民币)	0.458	0.596	0.745	0.966	1.260
每股股息(人民币)	0.160	0.000	0.075	0.098	0.127
收入增长(%)	n.a.	27	16	32	34
息税前利润增长(%)	n.a.	13	36	35	29
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	33	24	28	24
每股收益增长(%)	n.a.	20	37	29	30
核心每股收益增长(%)	n.a.	30	25	30	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,935	3,041	2,608	3,408	6,926
应收帐款	467	1,144	637	839	1,123
库存	12,483	9,099	12,730	15,104	15,716
其他流动资产	1,111	1,367	1,618	2,079	2,857
流动资产总计	15,995	14,652	17,593	21,430	26,621
固定资产	9,465	10,807	9,999	9,160	8,322
无形资产	1,989	2,393	2,322	2,256	2,192
其他长期资产	1,960	2,934	2,788	2,868	3,013
长期资产总计	13,414	16,135	15,109	14,284	13,528
总资产	29,409	30,787	32,702	35,714	40,149
应付帐款	5,269	6,816	4,854	6,237	8,571
短期债务	10,190	3,936	7,711	5,253	1,806
其他流动负债	1,629	5,582	3,310	4,363	5,837
流动负债总计	17,087	16,333	15,875	15,853	16,214
长期借款	1,128	2,754	2,754	2,754	2,754
其他长期负债	599	208	324	347	476
股本	2,621	3,107	3,107	3,107	3,107
储备	6,851	7,414	9,524	12,251	15,802
股东权益	9,472	10,521	12,632	15,359	18,909
少数股东权益	1,123	970	1,117	1,401	1,795
总负债及权益	29,409	30,787	32,701	35,715	40,149
每股帐面价值(人民币)	3.61	3.39	4.06	4.94	6.09
每股有形资产(人民币)	2.85	2.62	3.32	4.22	5.38
每股净负债/(现金)(人民币)	3.60	1.19	2.55	1.50	(0.74)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,972	2,381	3,095	4,236	5,619
折旧与摊销	(381)	(945)	(879)	(905)	(902)
净利息费用	222	132	215	213	130
运营资本变动	144	4,453	(8,698)	(1,046)	1,510
税金	(349)	(517)	(588)	(890)	(1,236)
其他经营现金流	(1,245)	(137)	(39)	(36)	(36)
经营活动产生的现金流	1,125	7,256	(5,135)	3,382	6,889
购买固定资产净值	(1,896)	(3,380)	6	8	17
投资减少/增加	337	261	0	0	0
其他投资现金流	479	774	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,079)	(2,345)	6	8	17
净增权益	233	140	2	3	4
净增债务	(404)	(2,934)	3,775	(2,458)	(3,447)
支付股息	0	(419)	0	(234)	(303)
其他融资现金流	331	(581)	899	110	358
融资活动产生的现金流	159	(3,794)	4,676	(2,580)	(3,388)
现金变动	206	1,117	(453)	811	3,518
期初现金	1,676	1,883	2,999	2,546	3,356
公司自由现金流	47	4,911	(5,129)	3,390	6,906
权益自由现金流	(1,001)	1,550	(1,354)	932	3,459

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	29.1	30.7	32.6	31.7	29.5
息税前利润率	24.7	22.0	25.7	26.3	25.4
税前利润率	22.8	21.7	24.3	25.2	25.0
净利率	16.4	15.6	18.4	18.1	17.6
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.9	1.1	1.4	1.6
利息覆盖倍数	8.5	12.2	14.8	19.9	38.8
净权益负债率(%)	89.1	32.1	57.6	27.8	净现金
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7
估值(倍)					
市盈率	30.1	25.1	18.3	14.1	10.9
核心业务市盈率	30.1	23.1	18.5	14.3	10.9
目标价对应核心业务市盈率	30.8	23.6	18.9	14.6	11.2
市净率	3.8	4.1	3.4	2.8	2.3
价格/现金流	32.1	5.4	(8.3)	12.7	6.2
企业价值/息税折旧前利润	17.9	13.4	11.9	8.8	6.1
周转率					
存货周转天数	866.7	567.0	519.2	507.0	413.7
应收帐款周转天数	19.7	26.8	25.5	16.0	15.9
应付帐款周转天数	222.1	201.3	167.3	120.6	120.4
回报率(%)					
股息支付率	29.5	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率	15.0	17.1	20.3	21.7	23.0
资产收益率	6.0	6.3	8.4	10.2	11.7
已运用资本收益率	9.9	12.4	15.5	18.1	22.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 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 2010 年 8 月 17 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，豁免批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、材料或内容只提供给閣下作参考之用，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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣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、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

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 2010 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