

评级：强烈推荐（首次）

房地产行业

公司研究报告

第一创业研究所

陈晓波 S1080209110063

电话：0755-25832872

邮件：chenxiaobo@fcsc.cn

文化筑城，开启未来

——华侨城（000069）深度报告

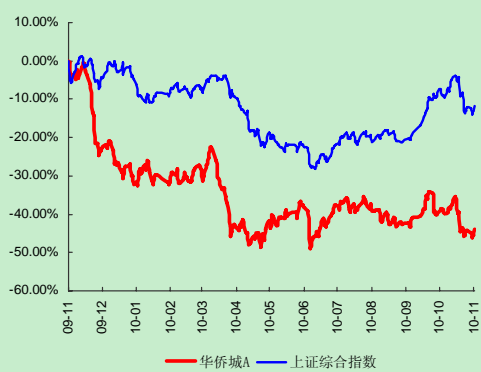
交易数据

52周内股价区间(元):	10.8-22.9
总市值(百万元):	36,108.89
流通股本(百万股):	1,305.54
流通股比率(%):	42%

资产负债表摘要(06/09)

股东权益(百万元):	11,515.18
每股净资产:	3.71
市净率:	3.14
资产负债率:	67.9%

公司与沪深300指数比较



相关报告

报告要点:

- **公司概况** 公司成立于1997年，业务涵盖了旅游、地产、酒店和造纸。其中房地产开发是公司最主要利润来源；旅游业务则定位于公司全部业务的核心和根基，随着欢乐谷项目在全国核心城市的布点，以及旅游行业的快速发展，未来几年该业务对公司利润贡献将明显提升。
- **特有的“旅游+地产”模式：构筑华侨城“护城河”** “旅游+地产”源自新加坡城市建设经验，该模式除具有降低拿地成本，提升土地价值等优势外，央企+旅游行业背景还能使公司获得较其他公司更为顺畅的金融支持，而模式上的互补使得公司旅游业务更快发展和扩张成为可能。该模式未来的发展空间体现在4个方面：持续布点、现有项目挖潜、利用新的产品线对外扩张以及尝试进入高端地产和商业以实现地产业务的可持续发展。
- **中国旅游产业前景看好** 定位战略性支柱产业将获更多政策支持；旅游产业占GDP比重以及人均旅游消费均有很大提升空间；高铁建设与汽车的普及增强了居民远足的意愿，有望成为旅游产业发展的催化剂。
- **华侨城主题公园数量与接待游客人数位居全国第一，未来增长潜力大** 2010年预计将有5-6家主题公园进入亚太地区前15名，随着已经开业和筹备中的主题公园逐步进入成熟期，公司旅游业务未来有望保持快速增长。公司过去得以持续成功的经验可以总结为：突出的主题策划能力；项目创新；艺术表演；多元营销以及旅游与地产开发模式的结合。
- **住宅定位高端，储备优良；酒店与纸品业务稳步发展** 住宅权益可售近1000万平方米，满足未来4-5年快速增长，这些项目定位高端，稀缺性明显，看好中长期发展前景。酒店业务在完成对集团公司相关资产的整合之后，未来将迎来稳步扩张期。纸品业务我们预计未来几年盈利将保持基本稳定，其作用主要是搭建了境外融资的平台，提高了境外市场融资能力。
- **未来12个月目标价区间17.49-19.17元/股，给予“强烈推荐”评级** 预计公司2010/2011年实现营业收入129.81亿/169.90亿，实现归属母公司所有者净利润25.94亿/34.99亿，实现EPS 0.83/1.13元/股，11月24日收盘价对应PE分别为14倍和10倍。重估净资产值NAV=17.49元/股，收盘价较NAV折价33.56%。综合考虑PE与NAV估值，我们认为公司股价未来1年的合理区间为17.49-19.17元/股，较收盘价尚有50.52%-64.97%的上升空间，给予“强烈推荐”评级。

目 录

1、公司概况	3
1.1、公司简介.....	3
1.2、股权结构.....	4
1.3、收入与利润结构.....	4
1.4、市场布局与产品系列.....	4
2、特有的“旅游+地产”模式：构筑华侨城“护城河”	5
2.1、“旅游+地产”源自新加坡城市建设经验	5
2.2、中国旅游产业未来发展前景看好	7
2.2.1、战略性支柱产业、发展空间大.....	7
2.2.2、华侨城主题公园数量与接待游客人数位居全国第一；未来增长潜力大.....	8
2.2.3、华侨城主题公园持续成功与扩张的关键因素.....	9
2.3、住宅定位高端，储备优良	10
2.3.1、权益可售近 1000 万平米，满足未来 4-5 年快速增长.....	10
2.3.2、项目定位高端，具备稀缺性看好中长期发展前景.....	12
2.4、主题酒店：走过整合，迎来扩张期	13
2.5、纸品业务：境外融资的窗口	14
3、盈利预测、估值与投资建议	14
3.1、盈利预测	14
3.2、估值	18
3.2.1、NAV估值：17.49 元/股.....	18
3.2.2、PE估值：19.17 元/股.....	18
3.3、投资建议：强烈推荐	19
4、风险提示	19

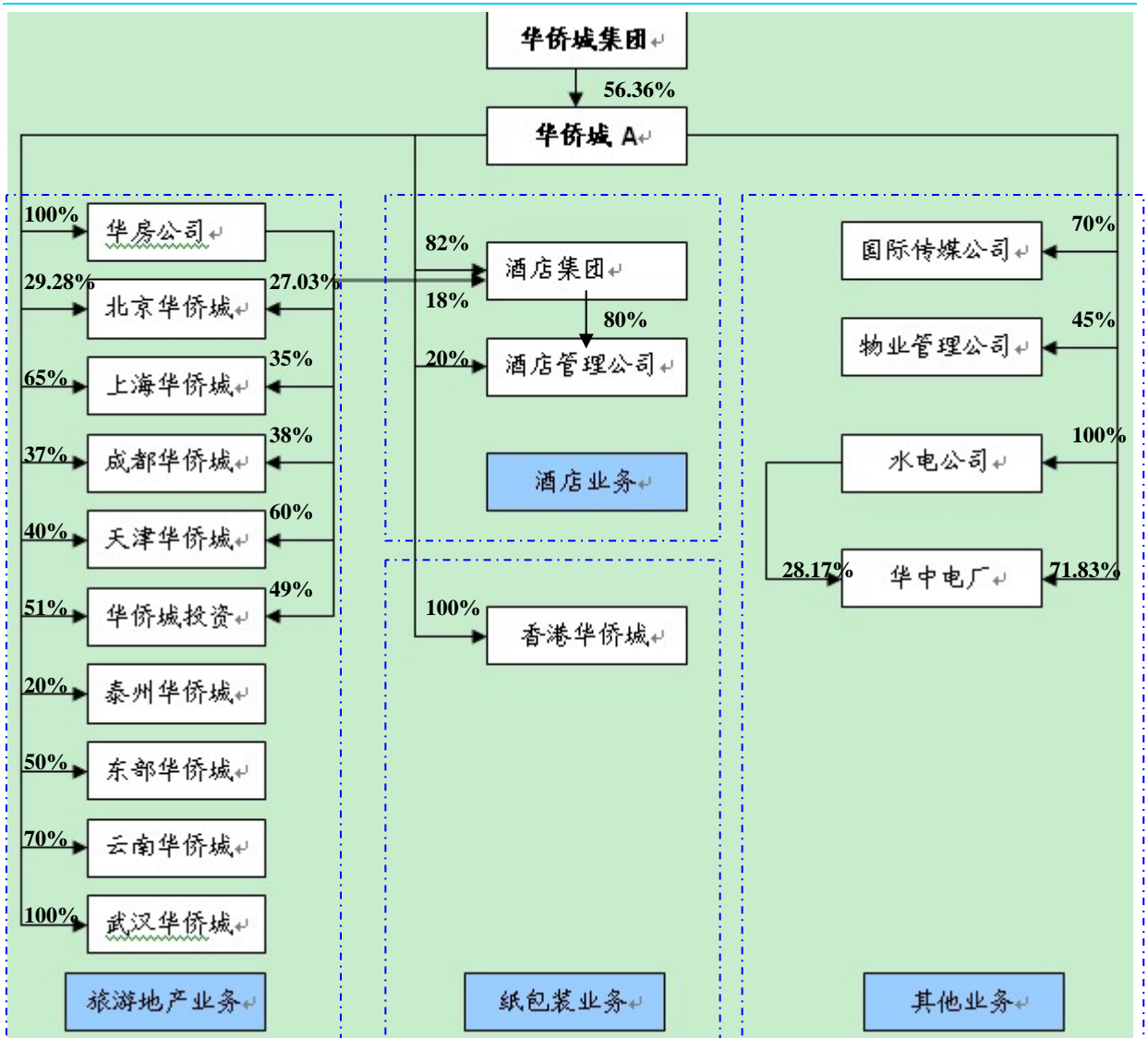
1、公司概要

1.1、公司简介

公司成立于 1997 年，由华侨城集团将旗下部分优质旅游及旅游配套资产重组后发起设立，并于 97 年 9 月在深交所挂牌上市。

成立之初为投资控股型公司，参控股企业主要有深圳的锦绣中华（49%股权）、世界之窗（49%股权）、欢乐谷（75%股权）和华侨城旅行社（100%股权）以及长沙世界之窗（25%股权）等。公司 2000 年收购了集团子公司——华侨城房地产 25% 的股权，由单纯的旅游业务进入房地产开发，并逐步探索和完善了独具特色的“旅游+地产”华侨城模式；而在 2007 年东部华侨城开业之后将业务扩展到酒店；2009 年对集团资产的收购使公司对纸包装等业务也有所涉及。

图 1：华侨城股权结构



资料来源：公司公告

目前，公司经营业务包括了旅游、房地产开发、酒店和纸品包装，其中房地产开发是公司最主要利润来源；旅游业务则定位于公司全部业务的核心和根基，随着欢乐谷项目在全国核心城市的布点，以及旅游行业的快速发展，未来几年该业务对公司利润贡献将明显提升。

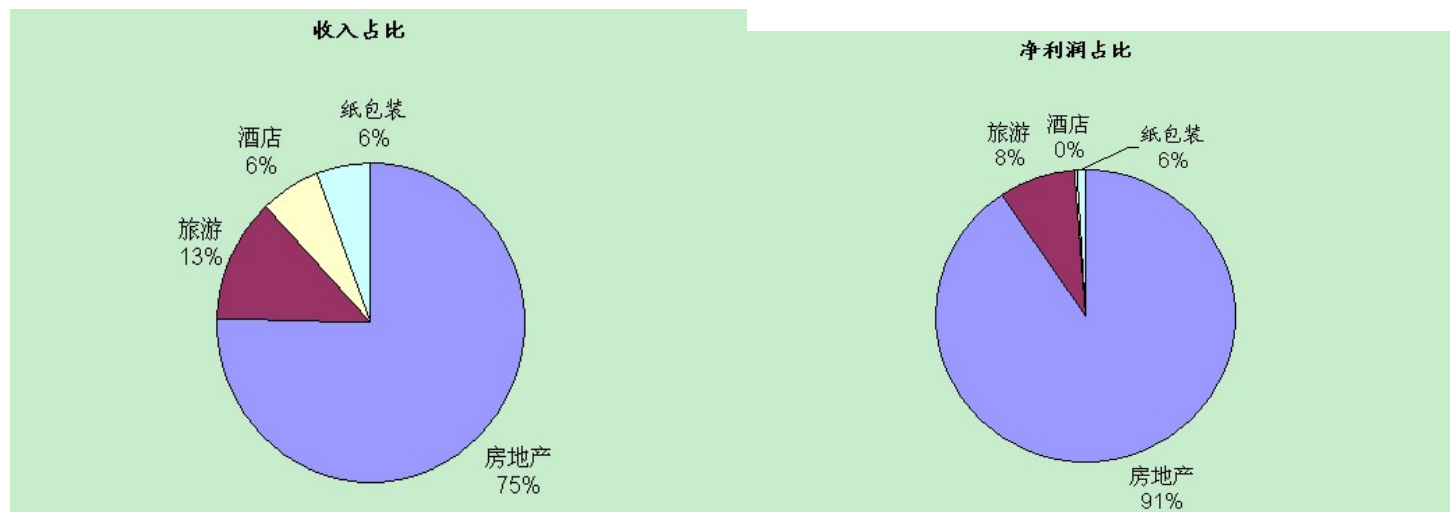
1.2、股权结构

公司实际控制人为国资委全资控股的华侨城集团，持股 56.36%（参见图 1）。2009 年 11 月完成资产重组之后，集团与上市公司之间的同业竞争基本消除。

1.3、收入与利润结构

2009 年公司房地产业务贡献了 75% 的收入和 91% 的净利润；旅游收入占比 13%，贡献利润占比 8%；酒店与纸包装业务对收入和利润贡献较小。

图 2：华侨城 2009 年收入与利润构成



资料来源：第一创业证券研究所

1.4、市场布局与产品系列

自公司在深圳华侨城区域采用“旅游+地产”的经营模式取得极大成功之后，2005 年开始以欢乐谷连锁形式在上海和北京布局，目前已经完成了“东（上海）西（西安、成都、昆明）南（深圳）北（北京）中（武汉）”9 个城市的全国性布局。

公司目前较为成熟的产品线包括“欢乐谷+地产”和“生态旅游+地产”，其中欢乐谷已经在深圳、北京、上海、成都和武汉 5 个城市落户，生态旅游以深圳的东部华侨城为代表，除深圳外，在天津、泰州、西安和昆明共 5 个城市均有布局。目前公司正在华侨城区域临滨海处修建欢乐海岸项目，该项目有可能成为公司未来对外扩张的第三条产品线——“欢乐海岸+地产”。

2、特有的“旅游+地产”模式：构筑华侨城“护城河”

2.1、“旅游+地产”源自新加坡城市建设经验

“旅游+地产”的主要特点是通过精心选取城市，以旅游开发为出发点获取地方政府支持，以取得低成本的成片土地，将环境景观通过旅游品牌进行包装，为房地产注入丰富的文化内涵，将高投资、低周转的旅游项目与高收益、见效快的房地产结合起来，达到旅游与地产之间在价值、现金流等方面的相互促进和平衡，从而达到效益最大化与风险最小化。

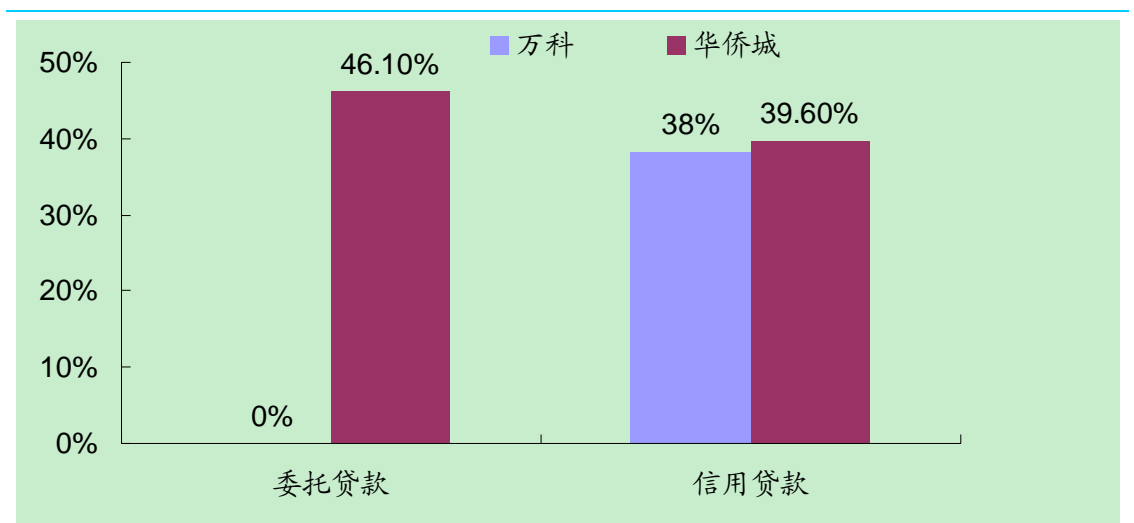
旅游地产模式的由来得益于公司在 1985 年开发深圳华侨城区域时的探索和定位，创办人马志民以自己长期在海外生活的经验，提出了“以新加坡为模式”的总体发展方向，确立了“在花园中建城市”的独特思路。

2.1.1、“旅游+地产”优势：降成本，提价值，开发模式互补

降成本：对地方政府而言，通过兴建旅游项目可以带来持续税收来源、低碳环保、符合各地方政府建设花园城市 and 美化城市的当代城市规划理念，且弘扬和丰富了地方文化，有利于促进第三产业的发展，因此，地方政府一般对此类项目持非常欢迎的态度，使得华侨城在取得项目时商品房的楼面地价一般要低于周边地价平均水平，而其中的旅游用地更是免费。

价值提升：一方面，通过自然环境营造、配套建设和文化内涵注入，显著提升土地价值和居住价值，特别是在开发的前期和中期，进而提升房价，住宅部分盈利能力得到增强；另一方面，地产的销售与入住也可以提升人气与氛围，有助于旅游人气的带动。

图 3：华侨城与万科委托贷款与信用贷款占比比较



资料来源：第一创业研究所

更为顺畅的金融支持：华侨城的金融优势不仅来自大股东华侨城集团国企背景，还来自政策对旅游产业的支持，使得上市公司在融资渠道方面较民营和纯地产公司更为顺畅。对公司有息负债统计发现，华侨城负债结构中来自信用贷款、委托贷款的比例远远高于其他企业。2009年中报显示，公司有息负债154亿，其中来自集团以及关联企业的委托贷款高达71亿元，占比46.1%，信用贷款61亿元，占比39.6%，两项贷款合计占比85.7%（参见图3）。

地产与旅游开发模式相互促进：早期通过地产见效快、高周转，快速实现盈利来支撑旅游庞大的固定资产投入，平滑公司年度利润，减少旅游在扩张过程中的业绩与资金压力，而中后期旅游盈利的改善与持续现金流又反过来支撑地产开发。对其他旅游公司而言，有限的盈利能力弱化了其在资本市场的融资能力，也使得其规模扩张面临着巨大的资金压力而变得异常艰难。

2.1.2、模式未来发展方向：规模扩张、挖潜与业务转型

华侨城“旅游+地产”模式目前可细分为欢乐谷+地产、休闲度假+地产，而欢乐海岸+地产产品线还在探索中，尚未正式运营以及异地复制。

公司未来发展将体现在4个方面：

一是主题公园+地产模式在全国主要城市的扩张布局带来的外延式发展。一般而言，欢乐谷或者休闲度假产品线覆盖的范围在300公里左右，因此，理论上，省会以及直辖市均可布局。目前公司仅在全国约10个城市布点，未来空间仍然较大。不过考虑到旅游项目固定资产投入加大，旅游项目要实现盈亏平衡预计需要达到200万人次/年以上，因此公司在扩张时还需要精心挑选城市。

二是正在建设以及已经开业项目的盈利提升与挖潜。如加大宣传提升人气、发展衍生产业（动漫等）、提升人均消费等等。

表 1：华侨城主题公园开业时间与 09 年经营情况统计

项目	股权比例	开业时间	2009 年经营情况		
			接待人数	收入	人均消费
深圳世界之窗	49.00%	1994.6	235	27,085	115
深圳锦绣中华	49.00%	1989.9	114	13,038	114
长沙世界之窗	25.00%	1997.10	95	7,884	83
深圳欢乐谷	100.00%	1998.10	277	31,931	115
北京欢乐谷	63.25%	2006 年 7 月	232	28,776	124
成都欢乐谷	89.18%	2009 年 1 月正式对外开放	231	20,766	90
上海欢乐谷	100.00%	2009 年 9 月开园	71	11,104	156
东部华侨城	100.00%	2007 年 9 月运营，2009 年 8 月全面开放	291	52,808	181
泰州华侨城	70.00%	08 年 4 月动工；2010 年 4 月 28 日开业			
云南华侨城	70.00%	09 年底动工，一期预计 2011 年开业			
天津华侨城	100.00%	2009 年 5 月签约，开业待定			
西安华侨城	100.00%	2009 年 8 月签约，开业待定			
武汉欢乐谷	100.00%	2009 年 8 月签约，2011 年 10 月试营业			
深圳欢乐海岸	100.00%	2011 年 5 月正式开业			
合计			1,546	193,392	125

三是新产品线如欢乐海岸+地产模式的对外扩张。目前仅在深圳有欢乐海岸项目，计划于2011年2月试营业，5月正式营业。深圳项目全部为商业，并没有配建地产，预计在外地扩张时会以欢乐海岸+地产模式正式亮相。

四是对高端地产和商业的尝试介入，及其未来的发展。公司“旅游+地产”模式从长期来看，其中的地产业务发展空间存在天花板，由于旅游布局存在业务半径的问题，不论是欢乐谷还是生态旅游，可以布局的城市是有限的，因而伴生的地产业务布点也将是有限的，如果没有新的模式，5-8年之后，公司地产业务储备和收入贡献将面临快速衰竭的困境。我们认为，公司已经意识到了未来可能面临的问题。除开发新的产品线如欢乐海岸外，还积极介入高端地产和商业，如上海的苏河湾和合利坊项目，这两个项目是不同于公司以往模式（旅游+地产）的、纯高端的住宅和商业。由于公司在深圳开发的波托菲洛、天麓和招华曦城等项目堪称国内顶级住宅的代表，且公司在各地开发的旅游地产在当地亦是定位高端，因此，我们认为公司在开辟纯高端住宅市场方面将不会面临较大的挑战。

2.2、中国旅游产业未来发展前景看好

2.2.1、战略性支柱产业、发展空间大

旅游消费作为直接层次上的最终消费，在拉动经济增长、促进居民消费等方面作用明显，并且对内需的刺激具有放大效应。据世界旅游组织统计，旅游业每收入1元，可带动相关产业增加4元收入；旅游从业者每增加1人，可增加4.2个社会就业机会。

正因为如此，2008年8月，国家发改委联合六部委《关于大力发展旅游业促进就业的指导意见》指出：旅游业是国民经济的重要产业，是扩大就业的重要渠道，要通过加大财税政策支持，加强旅游景点交通等基础设施建，完善金融支持政策，积极提供旅游就业援助四个方面，来加快发展旅游产业，扩大旅游就业规模。

2009年12月1日，《国务院关于加快发展旅游业的意见》正式发布，首次提出了“把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业”，并提出5大措施指明了旅游产业升级方向。对旅游业的清晰定位以及政策的支持将为我国旅游业和旅游企业带来新的发展机遇。

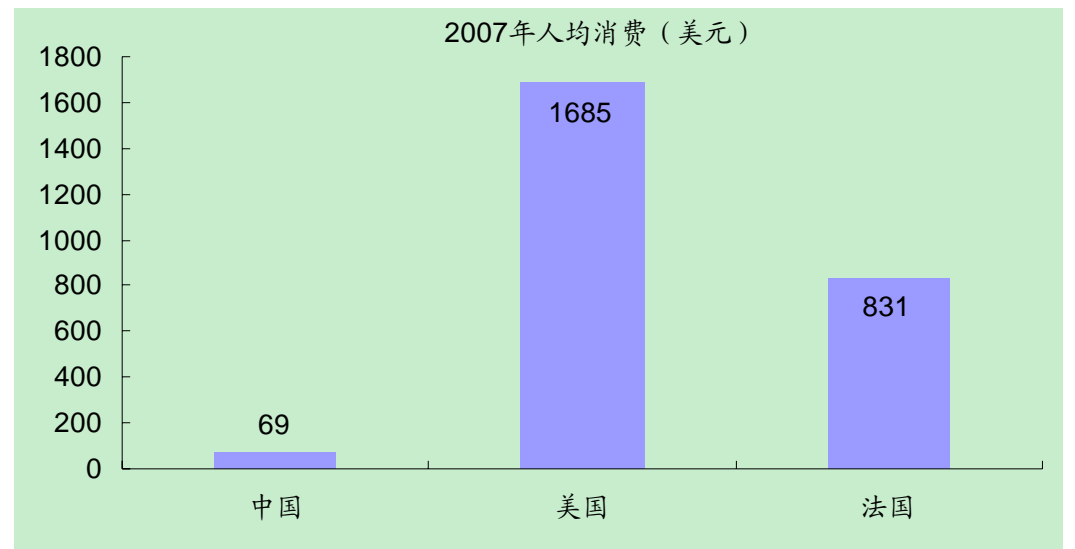
我们认为，旅游产业自身仍存在较大发展空间。

首先是旅游产业占GDP比重而言，存在很大的发展潜力。目前我国旅游业占GDP的4%左右，而美国、西班牙、德国、法国、英国等旅游发达国家旅游产业增加值占GDP比重都超过10%，高的达20%。

其次，从旅游人均花费来看，我国目前旅游产业依然处于较低的水平。2007年国内旅游人均消费方面，中国是69美元/人，仅为美国的4%和法国的8%，表明目前国内旅游还处在“全民观光游”的阶段，在旅游深度方面存在很大的提升空间。

最后，高铁建设与汽车的普及增强了居民远足的意愿。高铁与汽车提升了居民出行的便利性，拓展了居民的活动空间。不论是惊险刺激体验型还是休闲度假型旅游项目都将因此获得快速的发展。

图 5：2007 年国内旅游人均消费中国、美国和法国对比



资料来源：第一创业证券研究所

2.2.2、华侨城主题公园数量与接待游客人数位居全国第一；未来增长潜力大

自 1989 年华侨城集团开业国内第一家主题公园——锦绣中华取得巨大成功以来，华侨城陆续推出了世界之窗、欢乐谷等主题公园，公司目前已经成长为国内主题公园数量和接待游客总人数最多的国内旅游集团。

据 TEA/AECOM 统计的 2009 年数据显示，华侨城集团以 1580 万游客数量位列全球前 10 大主题公园连锁集团中的第 8 名，而旗下的深圳欢乐谷、世界之窗、成都欢乐谷和北京欢乐谷 4 家主题公园则位列亚太地区前 15 名之列。2010 年预计上海欢乐谷、东部华侨城均有机会进入前 15 名，届时华侨城集团将有 5-6 家主题公园进入亚太地区前 15 名。

未来接待旅游人数增长潜力大。首先是 2010-2012 年，陆续有主题公园竣工营业。如 2009 年 8 月-9 月开业的上海欢乐谷与全面开业的东部华侨城接待旅客人数将在 2010 年有明显增长；2011 年云南华侨城、武汉欢乐谷和深圳欢乐海岸都将试营业或正式开业；2012 年天津与西安华侨城开业的可能性较大。其次是国内旅游产业广度与深度的发展，作为国内最大的主题公园旅游集团，必将首先从中受益。

表 2：全球前 10 主题公园连锁集团排名

排名	主题公园	游客人数（百万）
1	Walt Disney Attractions（迪士尼，美国）	119.10
2	Merlin Entertainments Group（美林娱乐集团，英国）	38.50
3	Parques Reunidos（团圆娱乐公司，西班牙）	24.80
4	Six Flags, Inc.（六旗公司，美国）	23.80

5	Universal Studios Recreation Group (环球影城公司, 美国)	23.70
6	Busch Entertainment (布希娱乐公司, 美国)	23.50
7	Cedar Fair Entertainment Co. (雪松会娱乐公司, 美国)	21.10
8	OCT Parks China (华侨城, 中国)	15.80
9	Compaigne des Alpes(Grevin) (阿尔卑斯公司, 法国)	10.00
10	Aspro Group	8.20

资料来源: TEA / AECOM 2009 Theme Index; 第一创业证券研究所

表 3: 亚洲前 15 大主题公园对比

排名	主题公园	游客人数
1	TOKYO DISNEYLAND Tokyo, Japan	13,646,000
2	TOKYO DISNEY SEA Tokyo, Japan	12,004,000
3	UNIVERSAL STUDIOS JAPAN Osaka, Japan	8,000,000
4	EVERLAND Gyeonggi-Do, South Korea	6,169,000
5	OCEAN PARK Hong Kong	4,800,000
6	NAGASHIMA SPA LAND Kuwana, Japan	4,700,000
7	HONG KONG DISNEYLAND Hong Kong	4,600,000
8	YOKOHAMA HAKKEIJIMA SEA PARADISE Yokohama, Japan	4,500,000
9	LOTTE WORLD Seoul, South Korea	4,261,000
10	HAPPY VALLEY Shenzhen, China	2,800,000
11	WINDOW OF THE WORLD Shenzhen, China	2,500,000
12	DUNIA FANTASI Jakarta, Indonesia	2,500,000
13	CHIMELONG PARADISE Guangzhou, China	2,400,000
14	HAPPY VALLEY Chengdu, China	2,400,000
15	HAPPY VALLEY Beijing, China	2,350,000

资料来源: TEA / AECOM 2009 Theme Index; 第一创业证券研究所

2.2.3、华侨城主题公园持续成功与扩张的关键因素

总结和回顾华侨城主题公园持续成功的因素, 我们认为主要有: 突出的主题策划能力; 项目创新; 艺术表演; 多元营销以及旅游与地产开发模式的结合。

突出的主题策划能力: 成立之初, 借鉴国外形式, 结合改革开发之初, 世界了解中国的迫切需要, 创建了“锦绣中华”、“中国民俗文化村”。1994 年建成开放的“世界之窗”更是契合了当时国人迫切了解世界的需求。进入新世纪, 华侨城顺应世界旅游发展的新趋势和现代都市游乐的新潮流, 开发了将主题故事与游乐设施紧密结合的欢乐谷。

项目创新是华侨城长盛不衰的关键: 维持与提升重游率是主题公园的生命线。华侨城对建成后的景区并不是固守不变, 而是不断对每一个景区的硬件和软件进行进行换代升级, 不断推出有市场冲击力的项目, 使景区年年有变化, 常看常新。如欢乐谷的经营理念就是“建不玩的欢乐谷, 玩不完的欢乐谷”。

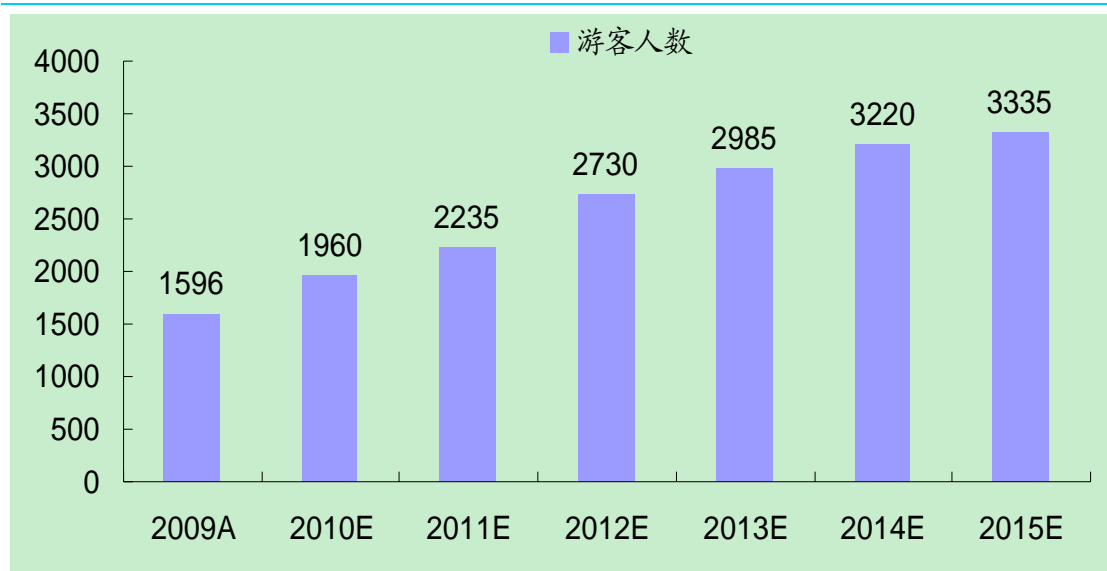
艺术表演是华侨城独步天下的利器: 演艺成为华侨城文化旅游中最具特色的内容之一, 也是同行难以模仿和超越的精髓。自 95 年以来, 相继推出的《创世纪》、《跨世

纪》、《中华百艺盛会》、《龙凤舞中华》等**大型广场演艺**节目，在市场上引起了强烈反响。与此相配套的是《东方霓裳》、《马战》、《世界风情》等**剧场式演出**和大量**村寨表演**，形成文化底蕴深厚的表演体系，满足了多层次游客的精神文化需求。2004年华侨城接手深圳市歌舞团，改组为深圳歌舞团演艺有限公司，大大强化了华侨城现有的演艺团体的资源优势。

多元化营销持续扩大华侨城影响力：体现在，一是充分利用节日庆典，即包括国内外传统节日，也包括“自造”的节日，如世界之窗从96年开办至今的“国际啤酒节”、华侨城从2000年开始创办的中国唯一的旅游狂欢节；二是坚持与政府、媒体合作举办大型活动或晚会，为提高景区声誉、扩大景区品牌覆盖面起到了良好的作用。

旅游与地产开发模式的结合：旅游具有一次性投入、分期收回的特点，相比之下，地产开发具有短平快的特征，华侨城在地产开发业务上积累的利润为其旅游业务的异地扩张提供了坚实的保障，房地产+旅游是公司旅游业务得以快速扩张的关键之一。

图 6：华侨城未来 6 年接待旅游人数预测



资料来源：第一创业证券研究所

2.3、住宅定位高端，储备优良

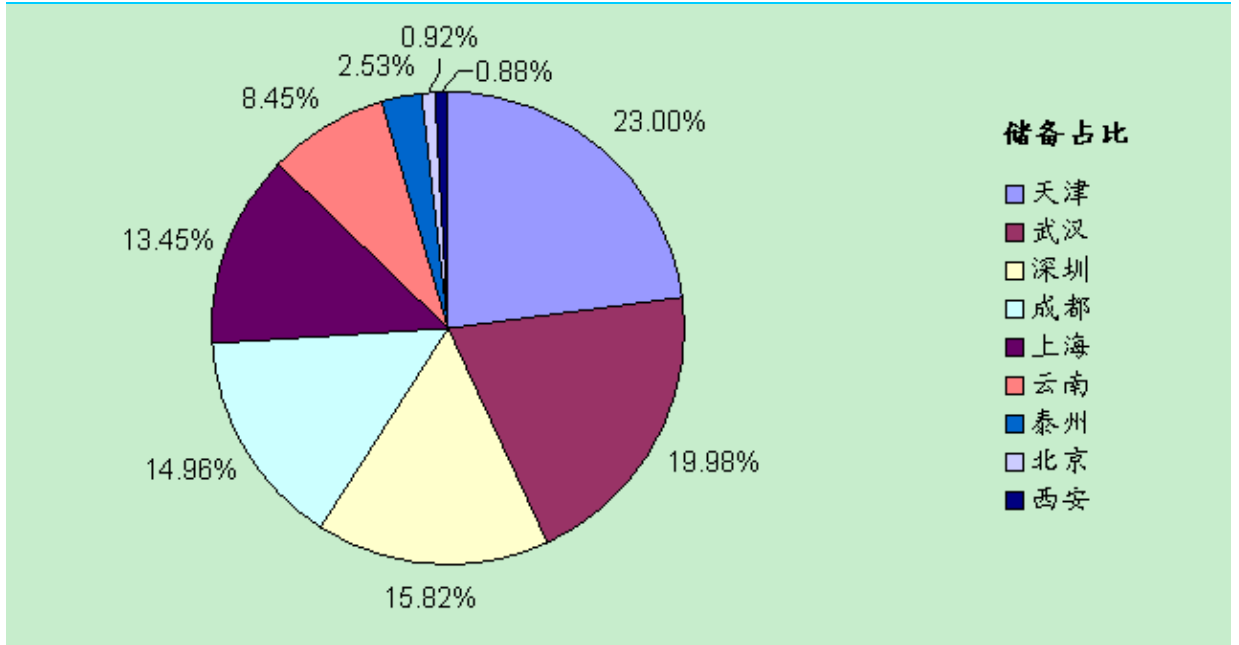
2.3.1、权益可售近 1000 万平米，满足未来 4-5 年快速增长

华侨城在 2009 年签约天津和武汉项目之后，权益可售建面增至 961 万平米。按公司年竣工 50 万平米且考虑到快速增长需要，目前储备已经可以满足未来至少 4-5 年快速增长所需。

从储备区域看，主要分布于天津、武汉、深圳、成都和上海等经济发达的一线和二线城市，五个城市占比合计近 90%。

由于单个项目体量较大，规划时物业形态呈多样化，包括了低密度、多层、高层和较大规模的商业。

图 7: 华侨城权益土地储备分布



资料来源: 第一创业证券研究所

在项目获取方式上, 除上海地区项目外, 其他项目基本上都是通过旅游项目 (欢乐谷或者生态旅游) 获取。上海项目几乎都是通过较为严格的招拍挂方式获得, 且上海欢乐谷目前尚未搭配住宅项目, 公司表示一直在争取。

表 4: 华侨城土地储备列表

城市	项目	权益	剩余可售 (万平方米)	权益可售 (万平方米)	项目类型	竣工
深圳	波托菲诺·纯水岸	100.00%	27.56	27.56	高层+别墅	2010-2015
深圳	波托菲诺·天鹅堡	100.00%	26.72	26.72	别墅+高层	2012-2015
深圳	香里山花园 (侨北苑)	100.00%	23.91	23.91	高层	2011-2013
深圳	燕晗花园	100.00%	16.43	16.43	复式+高层	2012-2013
深圳	锦绣花园	100.00%	5.30	5.30	高层	2012
深圳	侨城馨苑	100.00%	3.31	3.31	高层	2011.3
深圳	东方花园 N1 区	100.00%	0.37	0.37	别墅	2014
深圳	湾厦花园二期 (四海公寓)	79.00%	6.28	4.96	公寓	2010.1
深圳	欢乐海岸	100.00%	22.50	22.50	商业物业	2011.2
深圳	招华曦城	50.00%	23.22	11.61	低密度	2010-2013
深圳	东部华侨城天麓	100.00%	9.36	9.36	低密度	2010-2015
上海	合利坊	100.00%	11.22	11.22	高层	2011-2013
上海	苏河湾项目	100.00%	25.63	25.63	高层	2013
上海	新浦华侨城	86.12%	107.30	92.41	低密度+多层+高层	2009-2013
北京	欢乐嘉园	63.25%	13.94	8.82	小高层+高层	2010-2013

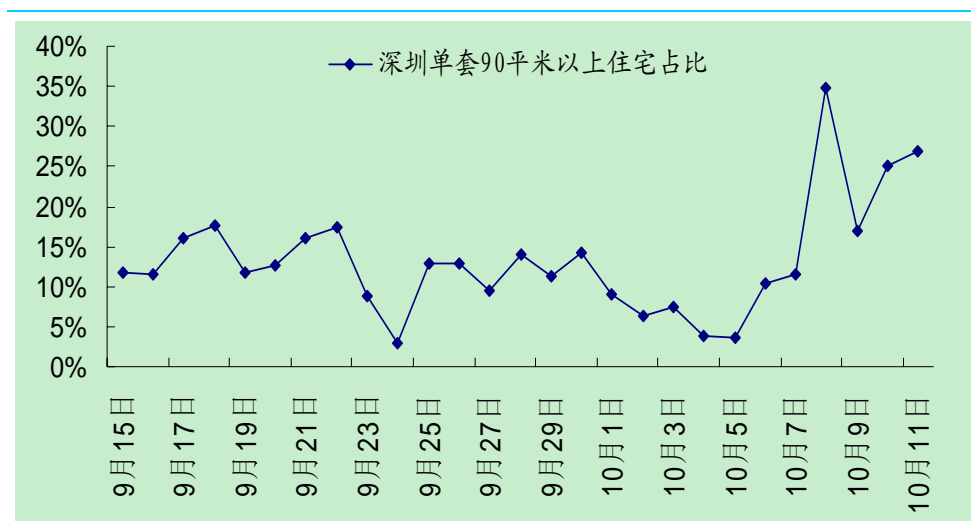
成都	成都纯水岸	89.18%	161.20	143.76	低密度+多层+高层	2009-2015
泰州	泰州华侨城	70.00%	34.66	24.26	低密度+多层+高层	2010-2015
武汉	武汉华侨城	100.00%	192.00	192.00	低密度+多层+高层	2012-2016
西安	西安华侨城	100.00%	8.48	8.48	低密度	2011-2013
云南	云南华侨城	70.00%	116.03	81.22	低密度+多层+高层	2011-2016
天津	天津东丽湖	100.00%	220.94	220.94	低密度+多层+高层	2012-2016
合计			1056.36	960.77		

2.3.2、项目定位高端，具备稀缺性看好中长期发展前景

公司房地产开发以旅游、景观为依托，定位高端。对于高端房地产开发，我们认为因其具备稀缺性，未来发展前景看好。

华侨城产品的稀缺性一方面体现在政策对于低密度、大户型产品的严格控制，另一方面也体现在华侨城产品的独特性：具备浓郁的文化旅游气息、优美的环境和完善的配套。此外，由于旅游项目布局的覆盖半径问题，理论上，华侨城旅游地产项目的区域布局也将呈点状和散状，在单个区域内因不可复制而具备稀缺性。

图 8：深圳 90 平方米以上住宅未来稀缺性将日益凸显



资料来源：深圳房管局；10月之后占比提升主要因90平方米以下住宅首付提升至3成

2.4、主题酒店：走过整合，迎来扩张期

上市公司自 07 年东部华侨城开业才涉足酒店业，而集团经营酒店则以 2001 年威尼斯皇冠假日酒店开业为标志。2009 年上市公司收购了集团公司全资子公司——酒店集团，使得上市公司经营酒店的数量和品质得到明显提升。

公司酒店均有明确的“主题”定位，如因特拉根的瑞士文化、华侨城大酒店的西班牙文化等。主题酒店又称为“特色酒店”，是以某一特定的主题，来体现酒店的建筑风格和装饰艺术，让顾客获得富有个性化的文化感受。酒店主题的鲜明化是酒店设计理念的飞跃，意味着对传统千篇一律的酒店外观和风格的颠覆和创新。

截至 2009 年末，完成整合之后的上市公司已拥有、管理 9 家高星级主题酒店，23 家城市客栈经济型连锁酒店，总计客房数超过约 6900 间，覆盖北京、上海、广州、深圳等全国重点城市。

公司高星级酒店在深圳保持着持续领先的地位。2009 年，华侨城大酒店继续保持着深圳商务酒店市场领头羊的地位，平均房价达 1,398 元，领先竞争对手平均 300 多元；威尼斯酒店的入住率位居深圳五星级酒店的第一位，2009 年第四季度获得开房率达 80%；茵特拉根酒店平均房价达 1,581 元，在整个华南地区度假型酒店中名列第一，茵特拉根酒店群也成为中国酒店业新的示范点；海景奥斯廷酒店也以 69% 客房出租率，在区域市场四星级酒店中保持在前三位。

表 6: 2009 年主题酒店经营情况统计

酒店	星级	房间数	入住率	平均房价	主题文化
茵特拉根酒店	五星级	287	49.70%	1,377	瑞士文化
茵特拉根房车酒店	四星级	150	53.20%	452	瑞士文化
茵特拉根瀑布酒店	四星级	93	45.40%	1,088	瑞士文化
菩提宾舍	五星级	22	16.40%	1,502	瑞士文化
华侨城大酒店	白金五星	540	52.00%	1,136	西班牙文化
威尼斯皇冠假日酒店	五星级	375	66.00%	820	意大利威尼斯文化
海景奥斯廷酒店	四星级	456	60.00%	700	东南亚文化
城市客栈	经济型	2,630	75.00%	350	城市时尚文化

公司酒店业务的战略目标为确立中国主题酒店第一品牌地位，打造经济型酒全国知名品牌。公司计划未来三年将发展到拥有和管理 12-20 家高星级酒店以及 25-31 家城市客栈连锁酒店。为此，公司将在深圳、北京、上海完成三座高星级酒店的投资建设，在经济发达城市适度发展济型连锁酒店；最终使得酒店客房规模和盈利能力进入国内酒店集团前列。

酒店目前贡献盈利较少，未来利润贡献有望提升。2009 年度，公司酒店业务板块实现经营收入 6.91 亿元，实现利润总额 251.23 万元，基本上处于盈亏平衡的边缘。我们预计未来盈利有进一步的提升，一是 2010 年公司降低了酒店资产的财务杠杆，降低了财务费用，二是随着经济危机影响的逐渐消除，酒店的经营情况正在逐步改善；三是随着未来酒店规模的扩张，未来的盈利点将有所扩大。

2.5、纸品业务：境外融资的窗口

2009年上市公司通过收购集团香港华侨城100%股权进入包装印刷业务。香港华侨城控股56.7%的华侨城亚洲为香港上市公司，主要从事制造及销售纸箱及纸制品。

该业务给华侨城A贡献的利润较少，09年数据显示，香港华侨城实现收入约6.4亿，实现净利润1608万元。我们预计未来几年盈利将保持基本稳定。华侨城亚洲的作用主要是搭建了境外融资的平台，提高了境外市场融资能力和效率。

3、盈利预测、估值与投资建议

3.1、盈利预测

● 地产业务假设

公司房地产业务未来3年盈利假设如下：

表 7：房地产开发结算业务假设

项目	权益	可售	预期	结算	结算面积			结算收入		
		(万平方米)	竣工	均价	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
波托菲诺·纯水岸七期复式	100%	3.75	2010.1	57000	3.75	-	-	213,488	-	-
波托菲诺·纯水岸七期公寓	100%	2.40	2011	55000	-	1.68	0.72	-	92,400	39,600
波托菲诺·纯水岸8号地	100%	0.56	2011	130000	-	0.39	0.17	-	51,255	21,967
波托菲诺·纯水岸10号地	100%	0.28	2011	100000	-	-	0.28	-	-	28,289
波托菲诺·纯水岸11号地	100%	0.32	2011	100000	-	0.19	0.13	-	19,207	12,804
波托菲诺·天鹅堡四期	100%	6.72	2012	45000	-	-	4.70	-	-	211,541
香里山花园一期(侨北苑)	100%	9.00	2011	36000	-	5.40	3.60	-	194,400	129,600
锦绣花园四期	100%	5.30	2012	45000	-	-	4.24	-	-	190,800
侨城馨苑	100%	3.31	2011.3	25000	-	1.99	1.33	-	49,703	33,135
湾厦花园二期(四海公寓)	79%	5.80	2010.1	12000	5.80	-	-	69,600	-	-
招华曦城三期	50%	4.23	2010.3	54000	4.23	-	-	228,420	-	-
招华曦城四期	50%	4.68	2011	65000	-	4.68	-	-	304,200	-
招华曦城五期	50%	5.10	2012.10	60000	-	-	3.57	-	-	214,200
招华曦城六期	50%	2.81	2012.3	50000	-	-	1.97	-	-	98,350
东部华侨城天麓一区尾盘	100%	0.06	2010	150000	0.06	-	-	8,770	-	-
东部华侨城天麓三区1期	100%	1.15	2011	100000	-	0.69	0.46	-	69,228	46,152
东部华侨城天麓三区2期	100%	4.00	2011-2012	100000	-	-	4.00	-	-	399,720
东部华侨城天麓六区尾盘	100%	0.14	2010	50000	0.14	-	-	7,119	-	-
东部华侨城天麓七区尾盘	100%	0.11	2010	75000	0.11	-	-	8,538	-	-
东部华侨城天麓八区	100%	1.49	2010.6	130000	1.34	0.15	-	174,272	19,364	-
东部华侨城天麓九区尾盘	100%	0.05	2010	80000	0.05	-	-	4,209	-	-
合利坊一期	100%	5.35	2011	50000	-	3.21	2.14	-	160,494	106,996
新浦华侨城二期122-8	86%	2.91	2010	23000	2.62	0.29	-	60,237	6,693	-
新浦华侨城二期122-9一批	86%	2.90	2010	23000	2.32	0.58	-	53,331	13,333	-
新浦华侨城二期122-9二批	86%	1.80	2010	19500	0.72	1.08	-	14,011	21,017	-

新浦华侨城二期 122-10	86%	3.03	2011	23000	-	1.82	1.21	-	41,814	27,876
新浦华侨城二期 122-11	86%	3.42	2009	18000	1.37	2.05	-	24,611	36,917	-
新浦华侨城二期 122-12 一批	86%	3.53	2010.12	17500	2.47	1.06	-	43,263	18,541	-
新浦华侨城二期 122-12 二批	86%	5.33	2011	18000	-	-	5.33	-	-	95,940
新浦华侨城二期 122-13	86%	11.06	2012	18500	-	-	11.06	-	-	204,610
新浦华侨城二期 123-1	86%	9.43	2012	18000	-	-	9.43	-	-	169,828
欢乐嘉园三期 A2-2/3	63%	5.44	2010.1	13000	5.44	-	-	70,738	-	-
欢乐嘉园四期 A1-4	63%	1.12	2011.5	25000	-	1.12	-	-	28,038	-
欢乐嘉园四期 A1-7	63%	2.04	2011.5	25000	-	2.04	-	-	50,970	-
成都纯水岸一期尾盘	89%	4.30	2009.8.22	5600	4.30	-	-	24,080	-	-
成都纯水岸二期-208 区	89%	5.20	2010.6-12	16000	2.86	2.34	-	45,760	37,440	-
成都纯水岸二期	89%	15.60	2010	6262	10.92	4.68	-	68,381	29,306	-
成都纯水岸三期	89%	8.84	2011	6500	-	5.30	3.53	-	34,457	22,972
成都华侨城·东岸一期-别墅	89%	3.17	2011	20000	-	3.17	-	-	63,400	-
成都华侨城·东岸一期-多层	89%	11.12	2011	7500	-	7.78	3.34	-	58,380	25,020
泰州纯水岸一期一批	70%	2.10	2010.6.30	11742	2.10	-	-	24,684	-	-
泰州华侨城一期二批	70%	2.24	2011	12000	-	2.24	-	-	26,820	-
泰州华侨城二期	70%	2.00	2011	12000	-	2.00	-	-	24,000	-
武汉华侨城一期	100%	15.00	2012	10000	-	-	15.00	-	-	150,000
西安华侨城一期	100%	4.00	2011	12000	-	4.00	-	-	48,000	-
云南华侨城一期	70%	2.00	2011.6	13000	-	2.00	-	-	26,000	-
合计					50.60	61.93	76.21	915,092	1,221,175	1,916,850

注：招华曦城项目不并表计算，只确认投资收益

● 旅游与酒店盈利关键假设

✓ 固定资产折旧率取 7.5%

表 8：旅游景点与酒店接待人数假设（单位：万人）

旅游及酒店项目	权益	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
深圳欢乐谷	100.00%	277	300	300	300	300	300	300
北京欢乐谷	63.25%	232	250	280	300	320	350	350
上海欢乐谷	100.00%	71	220	250	280	300	320	350
成都欢乐谷	89.18%	231	280	300	320	350	400	450
武汉欢乐谷	100.00%			20	200	220	250	250
深圳世界之窗	49.00%	235	230	230	230	230	230	230
深圳锦绣中华	49.00%	114	110	110	110	110	110	110
长沙世界之窗	25.00%	95	110	115	120	125	130	135
东部华侨城	100.00%	291	350	400	420	450	480	510
泰州华侨城	70.00%		60	100	150	180	200	200
云南华侨城	70.00%			80	150	200	200	200
天津华侨城	100.00%				100	150	200	200
西安华侨城	100.00%				50	50	50	50
华侨城旅行社	100.00%	50	50	50	50	50	50	50

酒店集团	100.00%	210	220	240	260	280	300	320
旅客人数合计		1806	2180	2475	3040	3315	3570	3705

表 9: 旅游与酒店人均消费假设

	权益	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
深圳欢乐谷	100.00%	115	115	120	125	130	135	140
北京欢乐谷	63.25%	124	124	130	135	140	145	150
上海欢乐谷	100.00%	156	160	165	170	175	180	185
成都欢乐谷	89.18%	90	95	100	105	110	115	120
武汉欢乐谷	100.00%	-	-	95	100	105	110	115
深圳世界之窗	49.00%	115	120	125	130	135	140	145
深圳锦绣中华	49.00%	114	115	115	115	115	115	115
长沙世界之窗	25.00%	80	85	85	85	85	85	85
东部华侨城	100.00%	180	180	180	180	180	180	180
泰州华侨城	70.00%	-	120	120	120	120	120	120
云南华侨城	70.00%	-	-	120	120	120	120	120
天津华侨城	100.00%	-	-	130	130	130	130	130
西安华侨城	100.00%	-	-	-	100	100	100	100
华侨城旅行社	100.00%	254	254	254	254	254	254	254
酒店集团	100.00%	330	330	330	330	330	330	330

表 10: 当年累计固定资产投资概算

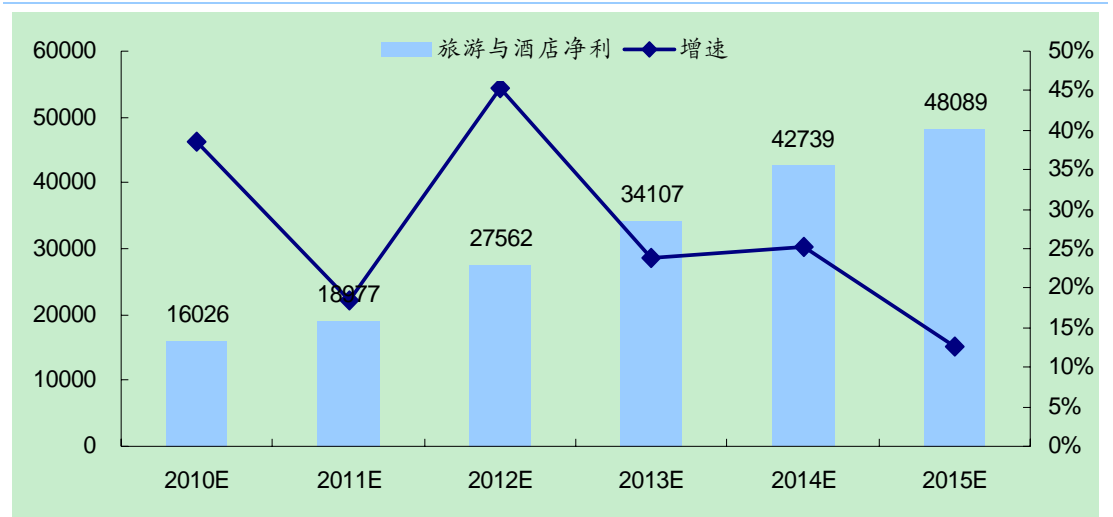
项目	固定资产投资总额	权益	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
深圳欢乐谷	6	100.00%	6	6	6	6	6	6	6
北京欢乐谷	20	63.25%	16	16	16	20	20	20	20
上海欢乐谷	16.2	100.00%	12	12	14	14	16	16	16
成都欢乐谷	16	89.18%	10	10	10	14	14	16	16
武汉欢乐谷	16	100.00%			10	10	14	14	16
深圳世界之窗	5	49.00%	5	5	5	5	5	5	5
深圳锦绣中华	3.5	49.00%	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
东部华侨城	42	100.00%	36	42	42	42	42	42	42
泰州华侨城	12	70.00%		7.5	7.5	10	10	12	12
云南华侨城	12	70.00%			5	7	9	11	12
天津华侨城	20	100.00%				12	14	16	20
酒店集团	20	100.00%	20	20	20	20	20	20	20
纸品	2	100.00%	2	2	2	2	2	2	2
合计	190.7		110.5	124	141	165.5	175.5	183.5	190.5

根据如上假设，我们得到公司未来 3 年盈利预测表如下：

表 11: 公司未来 3 年盈利预测表 (股价取自 11 月 23 日数据)

利润表(单位: 万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	349,068	1,095,696	1,298,142	1,698,985	2,478,540
营业收入	349,068	1,095,696	1,298,142	1,698,985	2,478,540
二、营业总成本	297,276	886,130	963,731	1,253,615	1,775,455
营业成本	184,372	590,737	529,885	715,997	970,243
营业税金及附加	40,034	103,936	202,045	241,604	408,538
销售费用	9,581	59,439	52,912	68,816	99,308
管理费用	48,696	99,998	161,900	204,940	266,883
财务费用	14,538	13,147	16,988	22,258	30,483
资产减值损失	55	18,873	-	-	-
三、其他经营收益	-	-	32,000	45,000	41,000
公允价值变动净收益	-	10	-	-	-
投资净收益	76,545	28,259	32,000	45,000	41,000
汇兑净收益	-	-	-	-	-
四、营业利润	128,337	237,834	366,411	490,371	744,085
加: 营业外收入	217	1,933	-	-	-
减: 营业外支出	394	1,682	-	-	-
五、利润总额	128,159	238,085	366,411	490,371	744,085
减: 所得税	11,248	51,654	83,603	111,343	175,771
加: 未确认的投资损失	-	-	-	-	-
六、净利润	116,912	186,431	282,808	379,028	568,313
减: 少数股东损益	25,168	15,874	23,388	29,138	22,598
归属于母公司所有者的净利润	91,744	170,557	259,420	349,890	545,715
七、每股收益:	-	-	-	-	-
股本	310,748	310,748	310,748	310,748	310,748
EPS	0.35	0.55	0.83	1.13	1.76
PE (倍)	34	22	14	11	7

图 9: 旅游与酒店贡献的净利以及增速



资料来源: 第一创业证券研究所

3.2、估值

3.2.1、NAV 估值：17.49 元/股

- ✓ 折现率取 8.37%
- ✓ 旅游与酒店业务价值采用未来净利润折现
- ✓ 房地产业务价值采用假设开发法并将未来净利润折现

得到公司重估净资产值 543 亿元，折算每股 NAV=17.49 元/股，其中酒店和旅游增值 2.66 元/股。

表 12: NAV 测算表

业务	重估增值(单位: 亿元)
房地产	367.48
旅游与酒店	82.75
资产增值合计	450.23
账面净资产	104.79
重估净资产	555.02
股本(亿股)	31.07
NAV (元/股)	17.86

3.2.2、PE 估值：19.17 元/股

结合目前房地产板块和旅游业务 2010 年 PE 水平，我们认为分别给予公司这两项业务 2011 年 15 倍和 40 倍的 PE 水平是合适的，我们得到 PE 估值为 19.17 元/股。

表 13: PE 估值

业务	2010 年 EPS	2011 年 EPS	2012 年 EPS
房地产	0.78	1.04	1.63
旅游与酒店	0.05	0.09	0.12
合计	0.83	1.13	1.75
PE 估值 (元/股)		19.17	

结合 NAV 与 PE 估值，我们认为可以给予公司未来 12 个月的目标价格区间 17.49-19.17 元/股。

3.3、投资建议：强烈推荐

公司11月24日收盘价11.62元,距离我们给出的未来1年目标价区间17.49-19.17元/股尚有50.52%-64.97%的上升空间,给予“强烈推荐”评级。

4、风险提示

- ✓ 宏观调控加剧,地产销量严重萎缩,使得公司地产业务盈利低于预期;
- ✓ 各主题公园入园人数低于预期,使得旅游业务盈利低于预期。

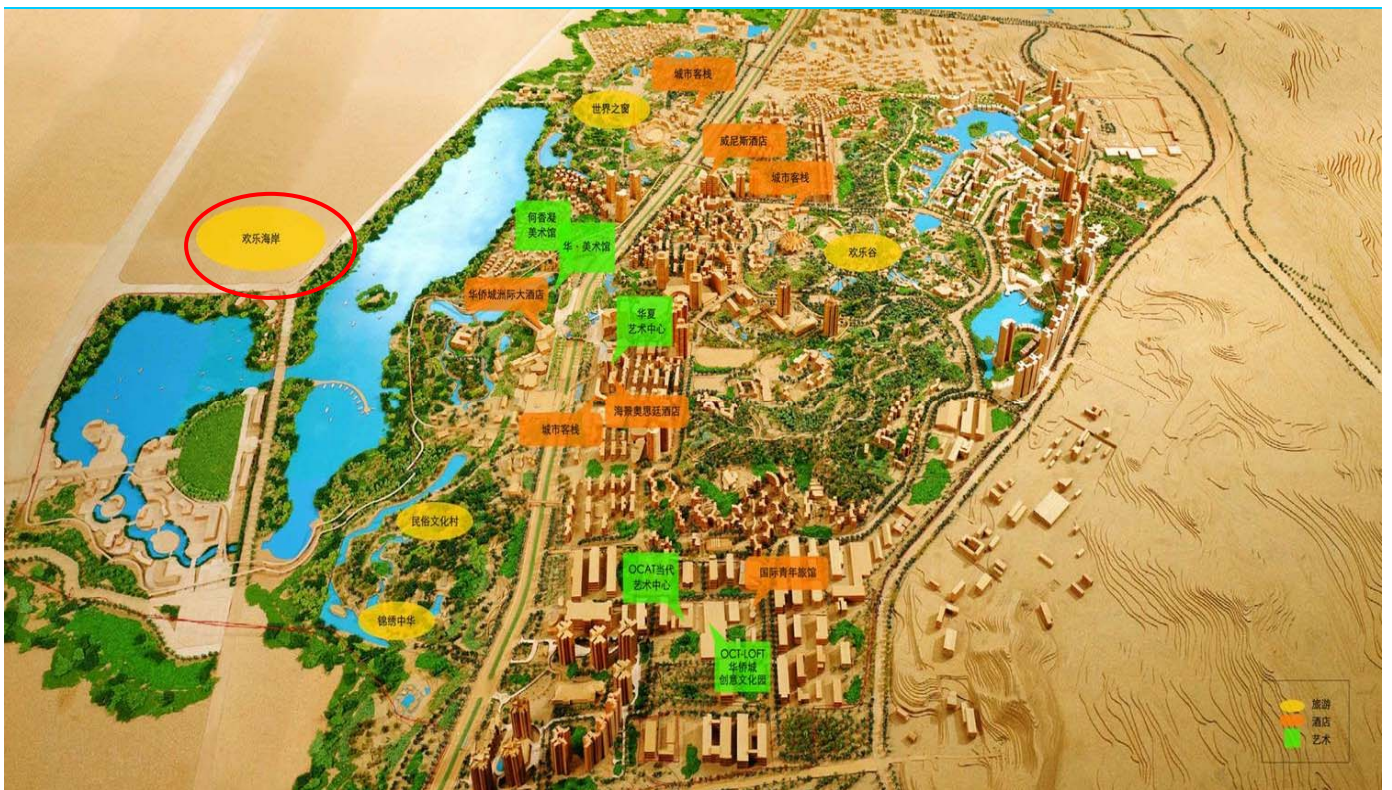
附录：深圳欢乐海岸简介

“欢乐海岸”项目位于深圳湾填海区，北与锦绣中华·民俗文化村、世界之窗相连，南临滨海大道。

项目总占地面积约为 125 万平方米，北地块是市政府委托管理的侨城湿地，面积近 69 万平方米，是规划建设中的自然湿地保护区；南地块面积约为 56 万平方米，是城市节庆、文化艺术、旅游度假、休闲消费等最富有活力的都市娱乐休闲用地，由都市文化娱乐区、滨海公共旅游区、绿色休闲度假区组成。

“欢乐海岸”项目以海洋文化为主题，融体验式购物、环球美食、旅游观光、休闲娱乐、城市节庆、时尚创意、生态教育等多种功能于一体，将形成主题型滨海商业集群和都市旅游娱乐目的地。该项目建成后将与周边的华侨城主题公园、滨海长廊和红树林保护区一起，形成一个城市生态旅游区域和商业集群。

附图 1：华侨城欢乐海岸区位图



资料来源：第一创业证券研究所

附表 1: 国内主要主题公园对比

名称	投资/面积	主题功能区
深圳欢乐谷	占地 35 万平方米, 总投资 15 亿元	全国共分九大主题区: 西班牙广场、卡通城、冒险山、欢乐时光、金矿镇、香格里拉森林, 飓风湾、阳光海岸、玛雅水公园, 共 100 多个游乐项目
香港迪士尼乐园	占地 26 万平方米, 二期工程正在筹划中	分美国大街、明日世界、探险世界、卡通城四个主题区
香港海洋公园	占地 87 万平方米, 是世界最大的海洋公园之一	山上有海洋馆、海洋剧场、海涛馆、机动游戏; 山下则有水上乐园、花园剧场、金鱼馆及仿造历史文物所建的集古村
澳门渔人码头	总投资约 19 亿港元, 占地超过 10 万平米	集娱乐、购物、饮食、酒店、游艇码头及会展设施于一体的大型游乐世界, 结合了不同的建筑特色及中西文化。
珠海海泉湾	占地 4.2 平方公里, 一期占地约 1 平方公里, 投资 22 亿元	以海洋温泉为核心, 由海泉湾大酒店、神秘岛、渔人码头、海泉湾健康体检中心、海泉湾梦幻剧场、梦幻俱乐部以及推展训练营七大板块组成
广州长隆欢乐世界	投资 10 亿, 第一期占地 1000 多亩, 广州大型机械游乐园	分白虎大街、尖叫地带、旋风岛、中心演艺广场、哈比王国、欢乐水世界六大主题区, 建成游乐项目达 46 项
杭州宋城	浙江第一家主题公园和中国最大的宋文化主题公园	景区分为清明上河图再现区、九龙广场区、宋城广场区、仙山琼阁区、南宋风情苑等部分
浙江横店影视城	总投资 30 亿, 是亚洲最大的影视拍摄基地, 被誉为“东方好莱坞”	影视城共分为七大景区: 秦王宫景区、清明上河图景区、江南水乡景区、大智禅寺景区、广州街、香港街景区以及明清宫苑、屏岩洞府景区
桂林乐满地	占地 60 公顷, 总投资 3 亿, 华南地区最大主题乐园	分为欢乐中国城、美国大西部、梦幻世界区、海盗村、南太平洋区和欧洲区六大主题区

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120