

## 社会服务行业

报告原因：年报点评

2011年3月5日

市场数据：2011年3月4日

总股本/流通股本(亿股)	31.07/13.05
收盘价(元)	14.28
流通市值(亿元)	374.48
1年内最高最低价(元)	15.83/12.43
PE/PB	14.6/3.36

基础数据：2010年12月31日

资产负债率	69.6%
毛利率	51%
净资产收益率(摊薄)	23%

### 相关研究

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760207120049

TEL：010-82190386

Email: jialiguosx@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

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

## 华侨城 A (000069)

靓丽年报主要来源于房地产利润

买入

首次评级

公司研究/年报点评

年报概况

公司2010年实现营业收入173亿，比去年同期增加58%，实现营业利润将近43亿，比去年同期增长80.75%，实现归属于母公司的净利润为30.39亿，比去年同期增长78.21%，实现每股收益为0.978元。

点评：

- **各项业务都有所增长，房地产收入同比增长116%是收入增长的主要源泉。**2010年年报资料显示，公司房地产收入占收入比重为41%，同比增长116.31%；旅游综合收入占收入比重为56%，同比增长32.65%；纸包装收入占公司收入比重为4%，同比增长25.38%。非常明显，房地产收入大增是公司全年营业收入比去年同期增长58%的主要源泉。
- **公司盈利能力大幅提高：**2010年公司净资产收益率(摊薄)达到23%，创历史新高，同比2009年增长了6.72个百分点；2010年公司销售毛利率达到51.08%，同比2009年增长了4.99个百分点；2010年公司销售期间费用率达到了13%，同比2009年下降了2.75个百分点，其中销售费用同比下降了1.15个百分点，管理费用同比下降了1.87个百分点，财务费用同比微升了0.27个百分点；毛利率的提升和期间费用率的下降导致公司销售净利率达到19.22%，同比增长2.21个百分点。
- **公司有一定的财务风险，但基本可以匹配。**年报资料显示，2010年公司资产负债率高达69.69%，创历史新高，同比增长了6.93个百分点。2010年公司经营活动产生的现金流量净额/负债为-0.16，经营活动产生的现金流量净额/带息债务为-0.28，经营活动产生的现金流量净额/流动负债为-0.27，经营活动产生的现金流量净额/净债务为-0.4，公司的高财务杠杆使得公司在加息周期背景和房地产调控背景下有一定的财务风险，但是公司的流动比率高达1.45，息税折旧摊销前利润/负债为0.18，公司的货币资金为54亿，短期借款为44亿，另外，公司的主题公园能产生一定的现金流，暂时看，财务风险能得到控制。
- **公司的主要利润来源为房地产。**从年报资料来看，公司2010年实现归属于母公司净利润为30.39亿，其中投资净收益为3.89亿。华侨城房地产(100%)2010年实现净利润为17.16亿，占到公司净利润之比高达56%，每股收益高达0.55元，投资净收益中，招商房地产(50%)实现净利润为6.56亿，给公司贡献投资净收益高达3.28亿，贡献每股收益为0.11元，华侨城房地产和招商房地产贡献每股收益高达0.66元，从公司年报资料来看，北京华侨城贡献每股收益为0.088元，东部华侨城贡献每股收益为0.18元，合计为0.26元，我们预计这里房

地产利润占比应该最少在 0.20 元。公司年报资料显示，公司参股的主题公园锦绣中华、深圳世界之窗和长沙世界之窗 2010 年共实现净利润为 5726.66 万元，贡献每股收益为 0.018 元。母公司 2010 年年报资料显示，营业总收入为 3.32 亿，同比去年增长 4.23%，营业总成本却高达 5.37 亿，同比去年增长 58.25%；总成本中，营业成本比去年同期下降 5.99%，销售费用同比增长 72%，财务费用同比增长 264%，管理费用同比增长 56%，管理费用和财务费用占营业总成本为 71%。综合分析，我们认为 2010 年公司主要利润来源于房地产，大概房地产每股收益占比能达到 88%左右，旅游综合业务能占到每股收益达到 10%左右。

- **房地产由“旅游+地产”正往“旅游+商业”转型。**公司年报资料公告，2011 年，公司将集中优势资源，全力抓好上海苏河湾、欢乐海岸、武汉华侨城、云南华侨城、天津华侨城等重点项目。作为华侨城首个试水主题商业地产项目，华侨城深圳欢乐海岸项目计划 2011 年 7 月试业，“欢乐海岸”的建设包括两个重要部分：一是计划在城市中心建设的面积达 68.5 万平方米的自然生态湿地——侨城湿地；二是计划建成总面积约为 30 万平方米的大型商业广场，该广场将使深圳湾成为深圳市的新商圈。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。除欢乐海岸以外，上海苏河湾项目也是华侨城扩展商业模式的一个新尝试。苏河湾项目除 45%住宅外，有 30%商业，未来公司要把苏河湾打造成上海都市娱乐的新地标，把文化商业娱乐结合在一起。内涵部分里面有很多和商业模式一致的地方。要按照打造上海城市地标的要求，高质量、高效率推进规划设计和工程建设，部分产品 2011 年年内进入市场。云南华侨城 2011 年将全面加快建设进度，2011 年要完成温泉水公园、湿地公园及生态餐厅、体育公园主体工程，生态花谷、滨水酒店及会议中心要实现开工建设，配套地产项目要实现销售。天津华侨城 2011 年要抓紧推进规划建设，实现冬季狂欢节项目试运营，娱乐岛室内外水公园项目主体竣工，同时抓好酒店和家庭娱乐中心项目规划设计，年内实现开工，力争 2011 年配套地产项目实现销售。武汉华侨城 2011 年要重点推进欢乐谷、玛雅水公园、商业及配套地产项目的规划建设，要提前着手做好品牌推广、演艺作品制作等运营筹备工作，为 2012 年实现全面开业奠定坚实基础，

武汉华侨城欢乐谷主题公园争取 2012 年“五一”建成开业。西安华侨城要实现当年拿地，当年实现销售的目标。天津华侨城 2010 年 7 月获取旅游项目综合用地，力争 2011 年配套地产项目实现销售。公司的儿童职业体验馆计划 2011 年底在深圳欢乐海岸与成都华侨城建成开放。

- **公司的房地产 2011 年将可能继续 2010 年水平。**公司年报资料显示，截止 2010 年末，公司旅游综合业务配套地产储备面积 662.80 万平方米，房地产业务储备面积 233.76 万平方米。2011 年度，公司旅游综合业务配套地产与房地产业务计划开工面积为 143 万平方米，计划可售面积为 151 万平方米，按 5000 元/平方米计算，可实现营业收入也高达 75 亿，和 2010 年的 70 亿水平基本相当。
- **公司的旅游业 2011 年将有可能收入保持一定增长，和 2010 年基本持平。**
- **盈利预测和估值分析：**公司 2010 年实行 10 送 5 转 3 派 0.6 的分红政策，房地产市场 2011 年 PE 我们给予估值水平为 14 倍，2011 年公司房地产实现利润如果与 2010 年持平并有所增长前提下，房地产合理价值应为 13 元左右，旅游业给予 2011 年 PE 为 40 倍，2011 年旅游业合理市场价值应为 5 元左右，我们认为公司目前合理价值应为 18 元左右，公司目前股价为 14 元左右。虽然公司房地产为主要利润来源，而房地产目前受到调控，但公司独特的“旅游+地产”模式加上正往“旅游+商业”转型，公司未来成长性比较明显，公司目前估值又偏低，我们看好公司的未来发展，给予公司“买入”评级。
- **风险因素：**房地产调控风险；财务风险；宏观经济复苏的不确定性；自然灾害和其它不确定性因素影响。

图表 1: 公司 PE 估值水平较低

证券代码	证券简称	2011 年预测每股收 益平均值 (元)	3 月 4 日收盘 价	2011 年 PE
000802.SZ	北京旅游	0.03	13.76	422.09
000430.SZ	*ST 张股	0.03	9.96	387.55
600593.SH	大连圣亚	0.13	17.52	132.03
600358.SH	国旅联合	0.05	5.47	107.05
002059.SZ	云南旅游	0.15	12.40	80.16
600749.SH	西藏旅游	0.23	15.55	69.08
002558.SZ	世纪游轮	0.75	39.71	53.05
000721.SZ	西安饮食	0.24	12.14	49.69
002159.SZ	三特索道	0.38	18.90	49.42
002033.SZ	丽江旅游	0.76	33.40	44.20
601888.SH	中国国旅	0.68	29.36	42.90
002186.SZ	全聚德	0.76	31.75	41.54
000978.SZ	桂林旅游	0.38	14.40	37.76
300144.SZ	宋城股份	1.31	48.15	36.71
002306.SZ	湘鄂情	0.64	23.23	36.22
600054.SH	黄山旅游	0.59	20.06	34.13
000888.SZ	峨眉山 A	0.61	20.52	33.61
600754.SH	锦江股份	0.65	21.29	32.88
600706.SH	ST 长信	0.55	17.86	32.47
300178.SZ	腾邦国际	0.88	27.68	31.49
000610.SZ	西安旅游	0.52	14.66	28.00
601007.SH	金陵饭店	0.34	9.59	27.92
000428.SZ	华天酒店	0.36	9.85	27.46
600258.SH	首旅股份	0.99	24.48	24.85
600138.SH	中青旅	0.75	15.66	20.88
600555.SH	九龙山	0.30	5.39	18.07
000069.SZ	华侨城 A	1.18	14.14	11.99

资料来源: 山西证券研究所 wind

图表 2: 板块估值 2011 年一览表

板块名称	预测 2011 每股收益 (元)	收盘价 (3 月 4 日)	2011 预测 PE
SW 有色金属	0.5716	20.41	35.71
SW 餐饮旅游	0.4779	13.23	27.68
SW 信息服务	0.4077	11.22	27.52
SW 农林牧渔	0.5389	14.5	26.91
SW 食品饮料	1.268	32.43	25.58
SW 机械设备	0.8026	19.4	24.17
SW 医药生物	0.8534	20.27	23.75



SW 公用事业	0.3371	7.13	21.15
SW 电子元器件	0.6593	13.43	20.37
SW 信息设备	0.8409	17.02	20.24
SW 商业贸易	0.7233	14.18	19.60
SW 纺织服装	0.5589	10.8	19.32
SW 轻工制造	0.5336	10.29	19.28
SW 交运设备	0.8039	15.48	19.26
SW 建筑建材	0.6189	11.5	18.58
SW 家用电器	0.7652	14.09	18.41
SW 综合	0.6343	10.46	16.49
全部 A 股	0.6502	10.47	16.10
SW 交通运输	0.4851	7.22	14.88
SW 黑色金属	0.4504	6.51	14.45
SW 采掘	1.0303	14.17	13.75
SW 化工	0.8215	11.26	13.71
SW 金融服务	0.5952	6.63	11.14
SW 房地产	0.7759	8.62	11.11

资料来源：山西证券研究所 wind

### 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

### 特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。