

整体上市将继续放大 “旅游+地产”效应

推荐（维持）

华侨城 A（000069）调研简报

公司研究

2009 年 3 月 24 日

调研情况：

- 3 月 19 日我们对华侨城进行了联合调研，与公司证券事务部副总监就公司的发展战略和经营情况等问题进行了沟通与交流。

调研内容：

- **通过公开增发实现整体上市计划不变。**公司将在 08 年报披露后更新相关数据并以补充材料形式报送发审委，并且由中信证券包销，增发失败可能性极低。
- **拟注入资产以房地产和酒店业务为主。**华侨城集团将其持有的深圳华侨城房地产有限公司、深圳市华侨城酒店集团有限公司等 13 家下属公司全部股权转让给华侨城控股股份有限公司。房地产项目依托旅游，能够带来较高的盈利；而酒店项目由于折旧较快，年度成本摊销较多，盈利能力相对较弱，但有助于提升上市公司旅游产业链条的完善。
- **景区游客接待量稳中有升。**“稳”在于成熟景区，如锦绣中华、世界之窗；“升”在于新景区，如东部华侨城、成都欢乐谷、上海欢乐谷（09 年暑期前营业）。华侨城景区 08 年接待游客 1350 万人次，09 年春节黄金周期间深圳欢乐谷、东部华侨城、世界之窗和锦绣中华民俗村分别接待游客 18.05、20.47、17.04 和 10.47 万人次。公司希望到 2012 年游客接待量提升到 2000 万人次，到 2018 至 2020 年左右，华侨城景区游客接待人数将提升到 3000 万人次。
- **地产业务：项目集中高端、受市场影响较小。**虽然房地产市场处于调整期，但由于公司住宅集中于高端，周边又有景区资源配套，具有一定稀缺性，市场认可度高，地产销售情况一直较好。此外，公司与各地政府关系融洽，土地成本极低，如公司在成都 60 万元/亩，这是地产公司无法比拟的。

盈利预测与评级调整：

- **给予公司“推荐”评级。**公司“旅游+地产”的发展模式，已在国内形成了垄断优势，单纯的旅游企业及地产公司均较难复制其模式，这为公司提供了广阔的发展空间。公司整体上市将放大“旅游+地产”

分析师

关健鑫 赵大晖

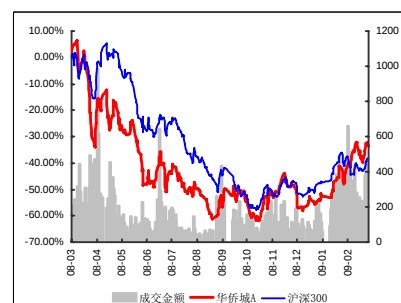
Tel.: 010-5935 5985

Email: guanjx@chinans.com.cn

主要数据

总股本： 2621.09 百万股
流通股本： 1322.65 百万股
近 12 个月最高价： 41.94 元
近 12 个月最低价： 7.08 元
近 1 个月内涨幅： 10.28%
近 6 个月内涨幅： 49.47%

股价与沪深 300 指数对比



效应，为长期发展奠定更坚实的基础，总体而言公司是难得的长期投资品种。我们维持对公司 08-10 年的每股受益分别为 0.40 元、0.50 元和 0.61 元的盈利预测。

存在风险：

- 与自然灾害、突发事件等不可抗力
- 房地产结算时点存较大的不确定性

财务数据摘要：

项 目	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	1729.14	2420.6	3267.81	3987
Growth (%)	8	40.00	35	22.03
归属于母公司所有者净利润（百万元）	750	1048.42	1310.54	1598.86
Growth (%)	36	39.73	25.00	22.05
毛利率（%）	56.20	56.79	60.10	61.09
净资产收益率（%）	15.20	18.39	20.23	21.78
每股收益（元）	0.66	0.40	0.50	0.61
P/E（倍）	45.48	34.7	27.76	22.75

一、通过公开增发实现整体上市计划不变

证监会一直鼓励华侨城控股股份公司收购集团资产实现整体上市。公司也于 07 年启动整体上市计划，但由于 08 年上报证监会相关材料过晚，与发审会失之交臂，最终导致公司资产评估材料过期。公司表示，将在 08 年报披露之后，快速完成资产重新评估，并将调整后增发方案报送证监会。由于新方案只涉及相关数据的技术性调整，审批通过不存在太大问题，因此公司实现整体上市值得期待。

从目前情况来看，只要二级市场企稳，证监会发审将有望重新开闸，那么公司公开增发也将提上日程。此外，该次公司增发由中信证券包销，发行失败可能性极低。

二、拟注入资产以房地产和酒店业务为主

华侨城集团将其持有的深圳华侨城房地产有限公司、深圳市华侨城酒店集团有限公司和香港华侨城有限公司等 13 家下属公司全部股权转让给华侨城控股股份有限公司，实现华侨城集团主营业务整体上市。其中，拟注入资产中以房地产和酒店业务为主。

集团所属大部分房地产项目都在深圳华侨城房地产有限公司旗下经营，并且华侨城控股股份有限公司的多数房地产项目也是与该公司共同开展。因此，在整体上市后，集团所属的房地产项目将完全置入到上市公司内。

表 1 上市公司收购集团股权情况

序号	公司名称	注册资本 (万元)	华侨城集团 持股比例	拟转让股权 评估净值 (万元)
1	深圳华侨城房地产有限公司	100000	60%	502533.25
2	上海华侨城投资发展有限公司	40000	25%	9780.87
3	泰州华侨城投资发展有限公司	6500	20%	1642.57
4	成都天府华侨城实业发展有限公司	40000	2%	2525.66
5	深圳市华侨城酒店集团有限公司	80000	82%	83824.36
6	深圳市华侨城国际酒店管理有限公司	15000	20%	3673.23
7	香港华侨城有限公司	45500	100%	83124.36
8	深圳市华侨城投资有限公司	20000	51%	53888.09
9	深圳华侨城国际传媒演艺有限公司	5000	20%	690.03

华侨城控股股份有限公司原有深圳华侨城房地产有限公司 40% 股权、上海华侨城投资发展有限公司 40% 股权等。

10	深圳市华侨城物业管理有限公司	600	45%	963.79
11	深圳市华中发电有限公司	4527	71.83%	4034.15
12	深圳特区华侨城水电公司	1000	100%	7945.08
13	深圳华夏艺术中心	4500	100%	338.91

资料来源：上市公司公告

集团酒店资产中既拥有高端的白金五星级品牌华侨城洲际大酒店（OCT Grand Hotel）、五星级品牌威尼斯皇冠假日酒店、四星级品牌奥思廷酒店（O.City Hotel）、也拥有经济型精品连锁品牌城市客栈（City Inn），形成了一套完整的以“主题和创想”为核心价值的品牌架构体系。但是各酒店盈利能力存在较大的差异，其中，华侨城洲际酒店2008年暑期开业，由于尚处培育期，盈利情况较差，并且资产负债率较高，财务费用较高；威尼斯皇冠假日酒店、海景奥斯廷酒店由于经营时间长，客源稳定，均能够实现盈利，但由于高星级酒店折旧成本分摊费用较高，给经营也带来了一定的压力；城市客栈现在共有21家，其定位为精品酒店，我们认为其定位于经济型酒店，但要高于如家等经济型酒店。各家门店入住率不一，位于锦绣中华、世界之窗等周边的门店入住率等达到90%左右。茵特拉根大酒店位于东部华侨城主题公园中，拥有较为充裕的客源，并且门店价格较高，在2000-2200元/天/间，尤其是周末时，酒店入住率能达到100%。

表2 集团所属酒店基本情况

酒店名称	星级	客房数	门市价	入住率
华侨城洲际大酒店	白金五星级	549间	1600	50%
威尼斯皇冠假日酒店	五星级	375间	1170	70%
海景奥斯廷酒店	四星级	454间	708	--
城市客栈	经济型	21家	200-400	部分门店90%
茵特拉根大酒店	白金五星级	299间	2200	80%

数据来源：民族证券整理

目前，华侨城控股股份公司的多数房地产项目仅仅是以参股形式参与，酒店业务也在集团旗下。在完成增发收购后，房地产及酒店两大主业将随之置入上市公司，一方面，房地产业将为上市公司贡献更大的现金流，有助于公司快速收回对旅游景区的高投入；另一方面，酒店资产

的注入将进一步完善公司旅游产业链，使公司占有旅游产业各个环节的核心资源，并减少公司内部关联交易。

作为一家通过旅游提升区位价值的公司来说，旅游业仅仅是公司盈利的一部分，旅游带来的酒店收入以及区位价值提升带来的房地产项目额外受益也是盈利的重要部分。公司通过增发完成收购能够将整个产业链置入上市公司，所有者的一致性能带来行动的一致，从而降低成本增强盈利能力。我们认为，本次增发收购集团资产有助于增强上市公司的综合竞争力。

三、景区游客接待量稳中有升

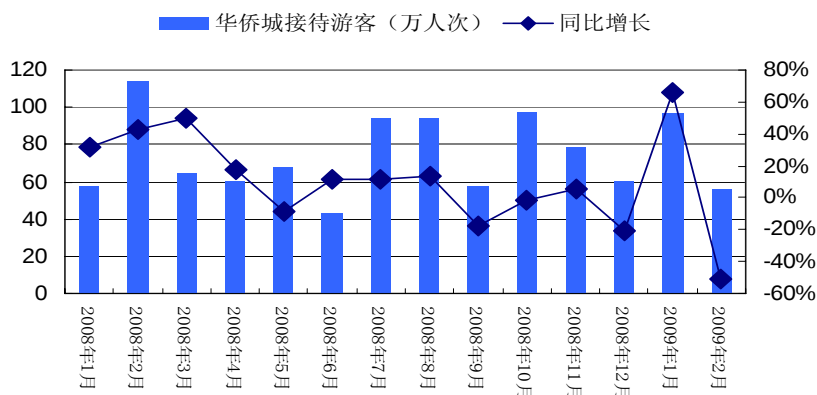
景区游客接待量稳中有升。“稳”在于成熟景区，如锦绣中华（门票 120 元）、世界之窗（门票 120 元）；“升”在于新景区，如东部华侨城（门票 200 元）、成都欢乐谷（门票 130 元）、上海欢乐谷（预计门票在 180-220 之间，09 年暑期前营业）。

华侨城景区 08 年接待游客 1350 万人次，09 年春节黄金周期间深圳欢乐谷、东部华侨城、世界之窗和锦绣中华民俗村分别接待游客 18.05、20.47、17.04 和 10.47 万人次。公司希望到 2012 年游客接待量提升到 2000 万人次，到 2018 至 2020 年左右，华侨城景区游客接待人数将提升到 3000 万人次。

公司景区业务经营稳健，锦绣中华、世界之窗这样的景观性景区已完成折旧，门票收入除去管理费用、水电等运营费用外均属净利润；欢乐谷、东部华侨城等体验式主题公园，通过增加新的游乐项目，能够保持较高的重游率，并且门票仍存提价空间。

我们认为，再经过 10 年的发展，华侨城景区游客接待量将超过东京两个迪斯尼的年游客总量，进入世界最顶级的主题公园行列。

图 1 2008-200902 华侨城接待游客情况



数据来源：深圳旅游局

四、地产业务：项目高端，市场影响较小

虽然房地产市场仍然处于调整期，市场成交量同比出现较大降幅，但由于公司住宅项目多集中于别墅、TOWNHOUSE 和低密度小高层等高端产品，如波托菲诺项目、东部华侨城天麓项目、曦城项目等。因此，项目的稀缺性以及高端性，锁定了集中在少数阶层的需求者，并且供小于需的相对失衡导致高端房地产市场在此次房地产市场调整中所受影响不大。

由深圳市国土资源和房产管理局、《深圳商报》联合公布的“2008深圳地产销售龙虎榜”上，华侨城地产继续保持领先的态势，获得深圳房地产企业销售10强，并夺得了豪宅销售面积冠军。本次龙虎榜豪宅成交面积前四强分别为：波托菲诺·纯水岸、曦城、天麓，华侨城集团旗下的房地产项目占据四强其中三席。

表3 2008年公司地产销售情况

项目名称	建筑面积（平方米）	销售完成	平均售价
波托菲诺 纯水岸4期	194席临湖大宅, 53900	尾盘在售	4.8万元/平方米
波托菲诺 纯水岸5期	24席 TOWNHOUSE	100%	每套价值约 3000 万元
波托菲诺 纯水岸6期	18套联排别墅户均面积: 390—460 m ²	100%	5-9万元/平方米

天麓项目一区	8269.97 m ² 、20 栋 户型面积：241-730 m ²	80%	13.1 万元/平方米
天麓项目二区	约 16900 m ² 、44 栋 户型面积：250-680 m ²	73%	7-10 万元/平方米
天麓项目七区	约 17600 m ² 、56 户 户型面积：188-1100 m ²	88%	约 7.2 万元/平方米
曦城二期	151 套低密度住宅； 户型面积：250-680 m ²	60%	联排别墅 3.6 万元/平方米；独栋及双拼均价 4.4 万元/平方米
北京欢乐嘉园二期	约 15 万平方米、432 户 户型面积：85-210 m ²	100%	
北京欢乐嘉园三期	户型面积 180-270 m ²	60%	12600 元/平方米。四季组团 A2-3 栋 130 套已售罄
成都华侨城纯水岸一期	16.2 万 m ² 、1199 户	100%	约 5500 元/平方米

资料来源：华侨城地产网站、民族证券整理

2009 年以来，公司各地项目进展顺利，品牌的市场认可度依然很高。其中北京华侨城四季组团项目近期开盘 130 套，均价在 12000 元/平方米，认购人数超过 600 人；深圳四海公寓本月 29 日或 4 月初开盘，共计 914 套，认购人数达到 2200 人左右。我们对公开的相关资料进行统计得知，2009 年公司新推楼盘面积将大幅增加，预计 2009 年新增销售面积近 70 万平方米。

表 4 2009 年预计新推住宅项目情况

项目名称	建筑面积（平方米）
波托菲诺	50000-100000
天麓项目六区	40000
曦城项目三期	50000
四海公寓（4 月初开盘）	58000
新浦江城	200000
北京欢乐嘉园三期-四季组团（已开盘）	100000
成都华侨城二期	150000

资料来源：民族证券整理

五、“旅游+地产”模式打造国内最大旅游企业

公司以旅游品牌优势为基础的“旅游+地产”发展模式，已在国内形成了垄断优势，形成了较为突出的核心竞争力，单纯的旅游企业及地产公司均较难复制其模式，这为公司提供了广阔的发展空间。公司整体上市将大幅提升土地储备，为长期发展奠定更坚实的基础，总体而言公司是难得的长期投资品种。目前公司高于地产行业平均估值水平，也说明了市场对公司价值的认同。我们维持对公司 08-10 年的每股受益分别为 0.40 元、0.50 元和 0.61 元的盈利预测，给予公司“推荐”的投资评级

分析师简介

关健鑫：毕业于哈尔滨工程大学产业经济学专业，经济学硕士学位、工学学士学位。2008 年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，主要负责旅游行业及上市公司的研究工作。对国内外旅游市场及景区、酒店等子行业的发展动向有着深刻的理解，曾在《证券时报》、《证券日报》上发表过相关研究报告。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数10%以上
	谨慎推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%——10%
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-5%——5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于-5%——10%之间
	回避	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅介于5%——10%之间
	严重回避	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅在10%以上

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。

机构销售联系人

	总 部	北京地区	上海地区	深圳地区
	王 旭	衣学伟	张 骊	吴宝峰
电 话	010—59355906	010—84484152	021—62312472	0755—83781415
Email	wangx@chinans.com.cn	yixw@chinans.com.cn	zhangl@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn