



2009年3月30日

房地产

业绩回顾

白宏伟

分析员

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

联系人

ningjb@cicc.com.cn

中性

华侨城 A(000069.CH)

毛利率降幅明显，业绩低于预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,729	3,491	4,996	6,301
(+/-)	8%	102%	43%	26%
主营业务利润	830	1,247	1,995	2,544
(+/-)	52%	50%	60%	28%
息税前利润	252	663	1,095	1,410
(+/-)	-14%	163%	65%	29%
净利润	750	917	1,399	1,778
摊薄每股收益(元)	0.29	0.35	0.53	0.68
(+/-)	36%	22%	53%	27%
市盈率(X)	23.3	38.1	24.9	19.6
净资产收益率(%)	15.2%	16.4%	21.5%	23.2%
现金分红收益率(%)	1.7%	0.9%	1.4%	1.7%

股票信息

	A股
当前股价	人民币13.32
股票代码	000069.CH
日成交量(百万股)	17.89
52周最高价/最低价	人民币20.97/7.08
发行股数(百万股)	2,621
总市值(百万元)	34,913
流通股(百万股)	1,323
主要股东(持股比例)	华侨城集团(48.27%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[000069.CH]	+5.21	+16.03	+62.64	+62.84
[market index]	+7.79	+7.09	+37.55	+40.41
[sector index]	+9.07	+13.98	+50.91	+55.05

52周估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

08年业绩低于预期:

华侨城 A 今天公布了 08 年业绩，公司主营业务收入同比增长了 102% 至 34.91 亿元；实现净利润 9.17 亿元，同比增长了 22%，合每股收益 0.35 元，低于我们的预期 0.40 元。08 年主营收入中，旅游地产销售实现收入 21.6 亿元，同比上涨 257%；景区及酒店等收入 10.87 亿元，同比上涨 19%；旅游团费收入 3.1 亿元，同比增长 48%。而毛利率下滑了 12.3 个百分点至 35.7%，成为业绩低于预期的主要原因。公司董事会提出利润分配预案，拟每 10 股派发现金红利 1.2 元（含税）。

亮点:

- 主题旅游地产销售收入同比上涨 257% 至 21.6 亿元，得益于期内结算的东部华侨城天麓一区、二区、七区项目及北京华侨城一期项目。
- 投资收益录得 7.65 亿元，同比上涨 17%：年内，参股的华侨城房地产公司继续贡献稳定投资收益，达 7.08 亿元，其中，波托菲诺项目贡献 3.96 亿元。

不足:

- 毛利率收窄 12.3 个百分点至 35.7%，低于我们的预期。
- 财务费用同比上涨 162% 至 1.45 亿元，源于公司项目资本化利息金额的大幅减少。
- 存在一定的财务压力：08 年底，公司账面现金为 9.3 亿元，同比下滑 44%，而期末短期借款余额达 42 亿元，面临一定的财务压力。

明显趋势

公司已于 08 年 6 月公告集团转让其所持有的深圳华侨城房地产有限公司等 13 家企业全部股权事宜已经获得国资委批准，我们预计资产注入有望在近期完成，届时公司在地产开发项目上的权益将大幅上升。

盈利预测调整

由于预计公司将在近期完成资产注入，我们难以在事前估测其注入资产价值以及对于公司盈利的影响，因此暂时维持 09、10 年盈利预测不变。

估值与建议:

不考虑资产注入的情况下，公司目前股价对应的 09、10 年市盈率分别为 24.9 倍和 19.6 倍，我们将在资产注入完成后，对公司的项目价值进行详细测算以及调整盈利预测，现维持“中性”的投资评级不变。

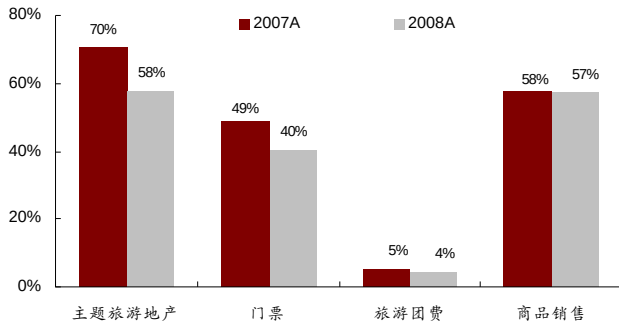
图 1: 08 年全年业绩分析

(百万元)	半年报数据		年报数据			中金评论
	1H07	1H08	2007	2008	YoY%	
主营业务收入	394	780	1,729	3,491	102%	旅游地产项目结算致使主营收入大幅增长
主营业务成本	232	343	757	1,844	143%	
税金及附加	12	50	142	400	183%	毛利下滑源于东部华侨城全年营业，地产项目进入结算
主营业务利润	150	388	830	1,247	50%	
主营业务利润率	38.1%	49.7%	48.0%	35.7%	-12.3%	营业费用上升源于楼盘广告投放增加，而资本化的利息金额减少导致财务费用大幅上涨
公允价值变动收益	-	(10)	9	(1)		
营业费用	20	46	84	96	15%	主要为房地产项目投资收益
管理费用	234	253	503	487	-3%	
财务费用	22	28	55	145	162%	净利润增量多数来自于旅游地产项目及投资收益贡献
三项费用率		41.9%	37.1%	20.9%		
营业利润	(126)	51	197	518	163%	主要为房地产项目投资收益
营业利润率	-31.9%	6.5%	11.4%	14.8%		
投资收益	176	419	656	765	17%	净利润增量多数来自于旅游地产项目及投资收益贡献
补贴收入	-	-	-	-		
营业外收入	0	1	5	2		净利润增量多数来自于旅游地产项目及投资收益贡献
营业外支出	0	3	6	4		
税前利润	50	468	852	1,282	50%	净利润增量多数来自于旅游地产项目及投资收益贡献
税前利润率	12.6%	60.0%	49.3%	36.7%		
所得税	(12)	7	48	112		净利润增量多数来自于旅游地产项目及投资收益贡献
少数股东权益	(63)	25	54	252		
净利润	125	436	750	917	22%	净利润增量多数来自于旅游地产项目及投资收益贡献
净利润率	31.7%	55.8%	43.4%	26.3%		
摊薄每股盈利(元)	0.05	0.17	0.29	0.35	22%	

财务指标					
(%)	2007	1H08	2007	2008	Ppt
资产负债率	54.2%	54.6%	54.2%	50.4%	(3.8)
净负债率	55.6%	61.9%	55.6%	51.8%	(3.8)
银行贷款占负债比率	71.7%	70.5%	71.7%	64.1%	(7.6)
(%)	1H07	1H08	2007	2008	Ppt
主营业务利润率	38.1%	49.7%	48.0%	35.7%	(12.3)
净利润率	31.7%	55.8%	43.4%	26.3%	(17.1)
(百万元)	2007	1H08	2007	2008	YoY%
货币资金	1,676	1,355	1,676	931	-44%
预收房款	295	973	295	275	-7%
经营活动现金流	731	505	731	1,125	54%

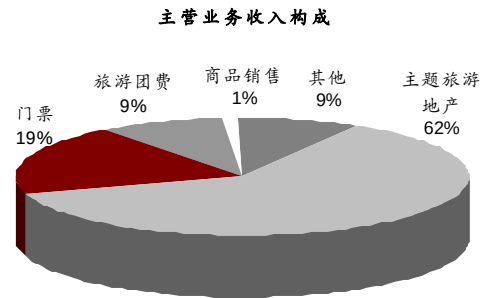
数据来源: 公司数据、中金公司研究部

图 2: 公司各项主营业务毛利率水平



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图 3: 公司主营业务收入构成



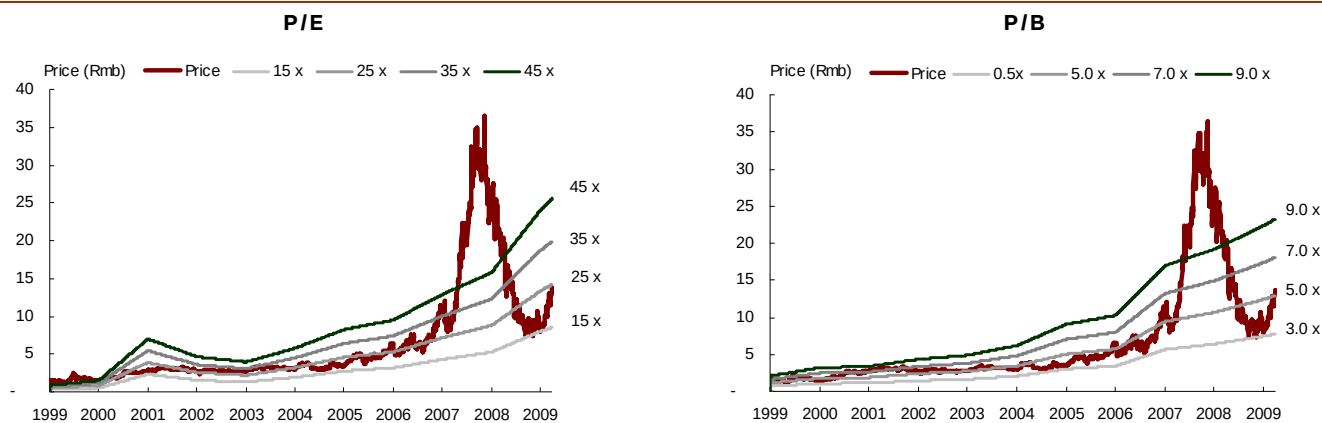
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图 4: 历史及预测财务数据

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表 (百万元)								
主营业务收入	497	564	656	1,596	1,729	3,491	4,996	6,301
主题旅游地产				951	605	2,161	3,350	4,355
旅游门票收入	367	391	454	400	627	676	811	973
旅游团费收入	70	103	122	174	211	313	423	550
主营业务毛利	219	249	303	547	830	1,247	1,995	2,544
营业利润	3	106	150	266	197	518	921	1,201
投资收益	243	250	356	471	656	765	919	1,084
税前利润	245	358	503	737	852	1,282	1,838	2,283
净利润	230	336	480	553	750	917	1,399	1,778
资产负债表 (百万元)								
货币资金	336	246	365	276	1,676	931	851	1,177
应收帐款合计	50	50	121	79	87	530	600	756
长期投资	1,138	1,366	1,554	2,185	3,027	3,384	3,892	4,475
固定资产	1,018	1,496	2,405	3,793	5,748	6,509	7,359	8,361
短期借款	858	729	1,010	2,472	4,535	4,200	4,830	5,555
应付帐款合计	295	239	915	725	1,859	2,464	2,498	3,151
长期应付款	3	225	54	54	54	60	66	73
股东权益	1,421	1,800	2,634	2,988	4,939	5,584	6,503	7,672
资产合计	2,993	3,674	5,238	7,021	12,468	13,947	15,602	18,300
现金流量表 (百万元)								
经营活动现金流	135	(53)	552	151	731	1,125	825	1,745
投资活动现金流	(228)	(501)	(720)	(1,377)	(2,601)	(1,079)	(633)	(1,172)
融资活动现金流	207	464	287	1,241	3,269	(834)	(230)	(246)
现金及现金等价物净增加额	114	(91)	119	16	1,399	(787)	(37)	326
财务指标								
毛利率	44.1%	44.1%	46.2%	34.3%	48.0%	35.7%	39.9%	40.4%
营业利润率	0.6%	18.9%	22.9%	16.7%	11.4%	14.8%	18.4%	19.1%
净利润率	46.3%	59.6%	73.2%	34.7%	43.4%	26.3%	28.0%	28.2%
净资产收益率	16.2%	18.7%	18.2%	18.5%	15.2%	16.4%	21.5%	23.2%
净债务/股东权益	36.7%	46.8%	35.9%	77.3%	64.3%	64.1%	64.3%	59.7%
每股净资产(元)	1.28	1.62	2.37	2.69	3.77	2.13	2.48	2.93

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图 5: P/E and P/B bands



资料来源: 彭博咨询、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。