

旅游行业

报告原因: 事件点评

2009 年 6 月 10 日

分析师:

加丽果

jialiguo@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqjfbz@i618.com.cn

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>

相关研究:

《华侨城 A (000069) 调研简报: 打造独特的“以旅游带地产”主题文化产业链王国》20090320

《华侨城 A (000069) 年报点评: 2009 年旅游和地产将进入全面收益期》20090330

《华侨城 A (000069) 事件点评: 传上海迪士尼项目已获中央批准对华侨城上海欢乐谷暂时无影响》20090325

《华侨城 A (000069) 深度报告: 首轮战略版图已成型旅游和地产将双双进入全面收获期》20090403

《华侨城 A (000069) 季报点评: 房地产计算面积大幅增加是公司利润翻倍的主驱动因素》20090504

华侨城 A (000069)

收购资产定价合理 整体上市提升盈利能力

买入

维持评级

公司研究/点评报告

事件:

6 月 9 日, 公司重大资产重组方案草案出台, 华侨城拟向公司控股股东华侨城集团定向非公开发行股份, 购买华侨城集团持有的 12 家标的公司的全部股权, 本次非公开发行股票的价格为定价基准日前 20 个交易日华侨城股票交易均价, 即每股 15.16 元。经交易双方协商, 本次交易所涉及的 12 家标的公司股权作价为 73.74 亿元; 华侨城集团拟认购华侨城本次非公开发行股票 4.86 亿股。在标的资产出售后, 华侨城集团持有华侨城的股权比例将提升为 56.36%。

收购亮点点评:

- **收购资产溢价合理。**从资产评估结果看, 注入 12 项资产评估值为 73.68 亿元, 比调整后帐面值 41.21 亿元只增加了 32.53 亿元, 增值幅度只有 44%左右, 比去年的增值幅度有所下降, 并且, 与此前方案比较, 资产标的较小和盈利能力较差的华夏艺术中心选择不注入上市公司。
- **收购资产的收购市盈率及市净率均显著低于可比行业平均水平及华侨城 A 收购前的水平。**本次交易标的资产作价 737,367.08 万元, 拟收购标的资产 2008 年的模拟净利润为 56,097.64 万元, 2009 年的预测净利润为 62,074.22 万元。按 2008 年标的资产模拟净利润计算, 本次标的资产作价为 13.14 倍市盈率, 按 2009 年标的资产预测净利润计算, 本次标的资产作价为 11.88 倍市盈率。按标的资产截至 2008 年 12 月 31 日的净资产 412,105.74 万元计算, 本次标的资产作价为 1.79 倍市净率。而房地产行业 2008 年平均 (整体法) 市盈率为 34.23 倍, 市净率为 3.49 倍; 旅游行业 2008 年平均 (整体法) 市盈率为 46.40 倍, 市净率为 4.53 倍; 华侨城 A 收购前市盈率为 46.57 倍, 市净率为 7.65 倍; 本次拟收购资产的收购市盈率 13.14 倍及市净率 1.79 均显著低于可比行业平均水平及华侨城 A 收购前的水平。
- **发行市盈率、市净率远高于同行业可比上市公司平均水平。**公司 2008 年每股净资产为 2.13 元, 2008 年每股收益为 0.35 元, 因此, 相对于增发价格 15.16 元, 市净率与市盈率分别为 7.12 和



43.31，均高于房地产行业及旅游行业可比上市公司平均水平。按照 2009 年 5 月 19 日前 20 日交易均价计算，10 家代表性房地产业上市公司的市净率算术平均值为 3.73 倍，市盈率平均值为 27.29 倍，5 家代表性旅游业上市公司的市净率算术平均值为 3.82 倍，市盈率平均值为 36.56 倍。交易对方以高于同行业可比上市公司平均市净率及市盈率的价格认购上市公司股份，显示了交易对象对交易完成后上市公司发展的信心，同时保障了其他中小股东的权益不受损害。

- **整体上市提升盈利能力。**本次重大资产重组完成后，本公司的营业总收入大幅增加 511,630 万元，增长幅度为 146.57%，其中主题旅游地产销售收入、酒店业务收入、租赁收入增长幅度分别达到 143.29%、521.24%、648.17%；同时，由于通过本次收购本公司新增纸盒及制品业务，使得商品销售收入也大幅增长，增长幅度高达 2,643.54%。本次重大资产重组完成后，本公司的营业利润增加 69,684 万元，增长幅度为 54.30%；利润总额增加 69,035 万元，增长幅度为 53.87%；净利润增加 45,354 万元，增长幅度 38.79%；归属于母公司股东的净利润增加 50,386 万元，增长幅度 54.92%。显而易见，公司主营业务规模的增长带来了备考合并的营业利润、净利润的大幅增长。
- **整体盈利水平再上台阶。**经模拟计算，2008 年度，本公司的每股收益由 0.35 元增加到备考合并后的 0.46 元，增长幅度达 76.09%，公司在本次交易中拟购买的标的资产将大幅提升公司未来的盈利能力。以公司 2009 年度交易前后的盈利预测情况为基准，本次交易完成后，公司的营业总收入将增长 182.69%；同时，由于在销售、财务及管理等方面的协同效应的发挥，公司在费用方面的增幅小于收入增长幅度，由此使得公司的营业总成本增长幅度小于营业总收入的增长幅度；另一方面，由于公司在交易前后的合并口径变化较大，使得投资收益产生一定的下降。总体而言，公司在本次交易后的 2009 年归属母公司所有者的净利润水平将较交易前增长 69.25%，公司的整体盈利水平得到较大幅度的提升。
- 我们认为，本次非公开增发收购，比前次的公开增发定价更加合理，公司的盈利能力将显著增强，收购完成后，华侨城集团将其所持有的涉及旅游、地产、酒店及其相关业务等主营业务资产整体注入

公司，实现华侨城集团的主营业务整体上市。本次交易完成之后，公司将形成完整的“旅游+地产”的双重驱动模式。华侨城集团持有华侨城的股权比例将提升为 56.36%。公司的整体盈利水平得到较大幅度的提升。我们仍然保持公司“买入”评级不变。

附表一：可比行业平均及华侨城 A 收购前的 2008 年市盈率及市净率

附表二：收购资产的评估情况及增值率

附表三：公司最近一年来股价相对沪深 300 和旅游指数走势图

表一：可比行业平均及华侨城 A 收购前的 2008 年市盈率及市净率

	市盈率 (2008)	市净率 (2008)
房地产行业平均 (整体法)	34.23	3.49
旅游行业平均 (整体法)	46.40	4.53
华侨城 A 收购前	46.57	7.65
拟收购标的资产	13.14	1.79

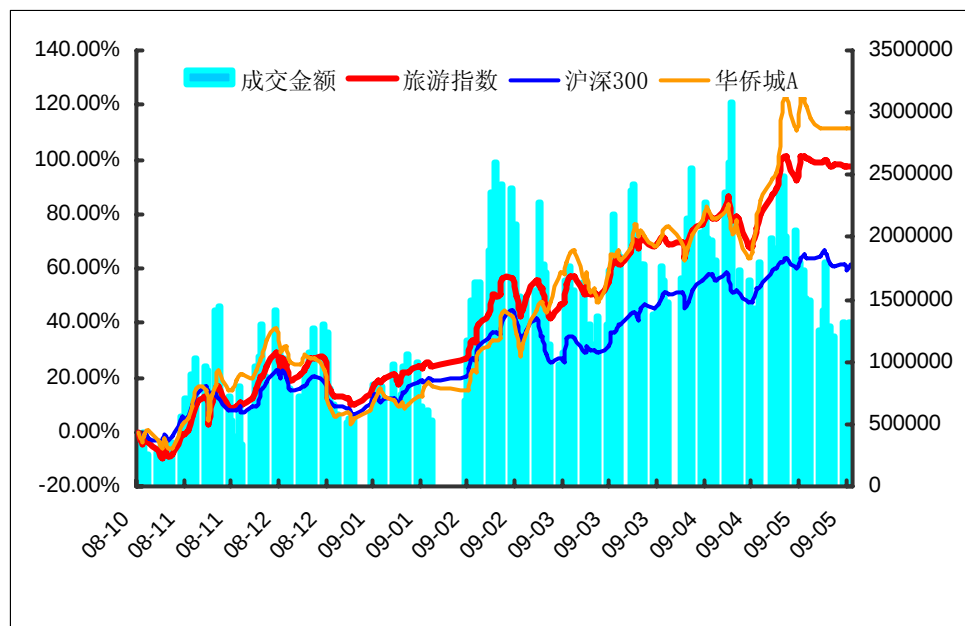
资料来源：公司公告 山西证券研究所

表二：收购资产的评估情况及增值率

标的公司名称	投资比例	调整后帐面 值	评估值	增减值	选用的评估方 法	增值率
华房公司	60.00%	233,517.01	483,621.85	250,104.84	资产基础法	51.71%
华侨城投资	51.00%	18,226.20	57,527.95	39,301.75	资产基础法	68.32%
泰州华侨城	20.00%	3,643.07	3,860.11	217.04	资产基础法	5.62%
上海华侨城	25.00%	9,810.00	14,046.12	4,236.11	资产基础法	30.16%
成都华侨城	2.00%	620.81	2,218.93	1,598.12	资产基础法	72.02%
酒店集团	82.00%	75,877.33	83,543.18	7,665.85	资产基础法	9.18%
酒店管理公 司	20.00%	3,201.34	4,241.85	1,040.51	资产基础法	24.53%
香港华侨城	100.00%	55,481.55	74,001.15	18,519.60	资产基础法	25.03%
物业管理公司	45.00%	708.87	722.98	14.11	资产基础法	1.95%
国际传媒	20.00%	672.74	787.89	115.16	资产基础法	14.62%
水电公司	100.00%	6,811.06	7,788.59	977.53	资产基础法	12.55%
华中电厂	71.83%	3,535.75	5,006.48	1,470.73	资产基础法	29.38%
合计	---	412,105.74	737,367.08	325,261.34	---	44.11%

资料来源：公司公告 山西证券研究所

表三：公司最近一年来股价相对沪深 300 和旅游指数走势图



资料来源：山西证券研究所

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

免责声明：

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。