

## 华侨城 A(000069)

# 整体上市后旅游+地产模式将提升公司未来业绩成长性

孙建平 李署  
021-38676316 021-38676911  
sunjianping@gtjas.com Lishu007581@gtjas.com

本报告导读：整体上市后公司基本面全面评估

### 投资要点：

- 公司披露整体上市方案。华侨城向大股东以 15.16 元/股的价格发行 4.86 亿股，购买大股东持有的 12 家公司股权，以此实现集团整体上市。整体上市后公司总股本扩张 18.6%到 31.1 亿股。
- 资产评估价合理，无高估。注入资产账面值 41.2 亿元，评估值 73.7 亿元，增值率 78.9%。其中注入房地产业务 227 万平米权益项目储备，作价 50.37 亿元，楼面地价 2219 元/平米，作价合理，有利于上市公司。
- 注入资产规模大，盈利能力强。2008 年的总资产与净资产分别为 266 亿和 71 亿，资产负债率 68%。营业收入和净利润分别为 56 亿和 12.5 亿，净利率 22.5%，平均 ROE 为 17.8%。
- 整体上市完成后公司资产改善，打开盈利空间。其中总资产增加 110%到 293.6 亿元，净资产增加 53%到 105 亿元；每股净资产增厚 0.9 元到 3.03 元。EPS 增长 31%至 0.46 元。(以 2008 年为基准)。整体上市前公司与华房之间存在同业竞争，整体上市后公司持有华房和波托菲诺项目 100%股权，盈利空间彻底打开。
- 地产权益项目储备增加至 510 万平米。整体上市后，公司新增 227 万平米权益面积到 510 万平米，增加 80%。其中上海占 28%，深圳占 35%。
- 新增酒店业务，延伸了旅游地产产业链。公司新增了 2 家五星级，1 家四星级和 18 家经济型酒店 100%的权益，新增客房数 3844 间，其中星级酒店均位于深圳。
- 公司旅游+地产模式有望继续扩张，保证公司未来业绩的良好成长性。根据媒体报导，公司将在天津东丽湖再造主题公园+地产的华侨城。
- 房地产开发将提速。预计旅游地产 09 年和 10 年分别结算 70 和 75.7 万平米，贡献收入 131 亿和 151 亿元，EPS 分别贡献 0.53 和 0.68 元。
- 按照整体上市后的股本 31.1 亿计算，预计 09、10 年 EPS 分别为 0.61 元和 0.78 元。整体上市后 RNAV 为 17.59 元。
- 考虑公司央企背景，整体上市后公司旅游+地产模式的基本面，维持增持评级，目标价 21 元。对应 20%RANV 溢价和 10 年 27 倍动态 PE。

| 财务摘要 (百万元)  | 2006A | 2007E | 2008A | 2009E | 2010E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 1596  | 1729  | 3491  | 13110 | 15055 |
| (+/-)%      | 143   | 8     | 102   | 276   | 15    |
| 经营利润 (EBIT) | 300   | 243   | 664   | 3264  | 4092  |
| (+/-)%      | 99    | -19   | 173   | 392   | 25    |
| 净利润         | 553   | 750   | 917   | 1898  | 2414  |
| (+/-)%      | 15    | 36    | 22    | 107   | 27    |
| 每股净收益 (元)   | 0.50  | 0.57  | 0.35  | 0.61  | 0.78  |
| 每股股利 (元)    | 0.04  | 0.05  | 0.12  | 0.15  | 0.23  |

| 利润率和估值指标  | 2006A | 2007E | 2008A | 2009E | 2010E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%) | 46    | 49    | 37    | 21    | 23    |
| 市盈率       | 36.9  | 32.1  | 52.6  | 30.1  | 23.7  |
| 股息率 (%)   | 0.2   | 0.3   | 0.7   | 1.0   | 1.3   |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持  
上次评级：增持  
目标价格：¥ 21.0  
上次预测：¥ 15.00  
当前价格：¥ 18.21  
2009.06.15

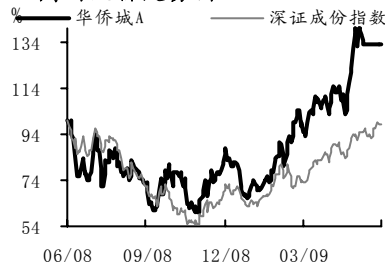
### 交易数据

|                  |              |
|------------------|--------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 7.08 ~ 17.80 |
| 总市值 (百万元)        | 42,724       |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 2,621/1,272  |
| 流通 B 股/H 股       | 0/0          |
| 流通股比例            | 0.49         |
| 日均成交量 (百万股)      | 14.5         |
| 日均成交额 (百万元)      | 157.9        |

### 资产负债表摘要 (03/2009)

|            |         |
|------------|---------|
| 股东权益 (百万元) | 5737.19 |
| 每股净资产      | 2.19    |
| 市净率        | 8.3     |
| 资产负债率      | 51.87   |

### 52 周内股价走势图



### 相关报告

更新报告《华侨城 A：主题公园跻身全球八强，地产开发提速》，2009.3.30  
更新报告《华侨城 A：业绩保持快速增长，财务安全稳健》，2008.10.30  
更新报告《华侨城 A：地产竞争中优势独特的中长跑选手》，2008.8.18  
更新报告《华侨城 A：资产注入方案中性偏正面，利在长远》，2008.6.10  
公司更新报告《华侨城 A：为什么估值 28 元》，2008.4.16  
更新报告《集团主业将整体上市，旅游地产主业将双扩张》，2008.3.10  
《行业事件快评：政府研究开征物业税点评》，2009.5.26  
《房地产上市公司 08 年报&09 年 1 季报评述—业绩成长性减弱，资金压力缓解，周转放慢》，2009.5.5  
《行业趋势：阴转多云，期待多云转晴—2009 年二季度房地产行业投资策略》PPT，2009.4.1  
行业更新报告《春江水暖鸭先知》，2009.3.3  
《房价定乾坤—2009 年房地产行业投资策略》，2008.12.03  
《国泰君安地产双周报》第 1-34 期，2008.1-2009.6

## 1. 定向增发实现华侨城集团整体上市

### 1.1. 华侨城 A 向集团定向增发购买 12 家公司股权，实现集团整体上市

2009 年 6 月 9 日，华侨城 A 发布公告：拟以 15.16 元/股的价格向大股东定向发行 4.86 亿股，购买集团公司持有的华房公司 60%股权、华侨城投资 51%股权等 12 家公司股权(表 1)，由此实现华侨城集团的整体上市。

购买资产账面值 41.21 亿元，评估值 73.74 亿元，增值率 78.93%。资产交易价格为 73.74 亿元，与 08 年中披露的方案相比，交易价格下降 11%。

表 1: 标的资产账面净资产值及评估值(单位: 亿元)

| 标的公司      | 业务类型   | 标的股权   | 股权账面值        | 股权评估值        | 增减值          | 增值率          | 交易价格         | 交易后华侨城持股比例 |
|-----------|--------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 华房公司      | 房地产    | 60%    | 23.35        | 48.36        | 25.01        | 107.1%       | 48.36        | 100%       |
| 华侨城投资     | 投资     | 51%    | 1.82         | 5.75         | 3.93         | 215.6%       | 5.75         | 100%       |
| 泰州华侨城     | 旅游、房地产 | 20%    | 0.36         | 0.39         | 0.02         | 6.0%         | 0.39         | 70%        |
| 上海华侨城     | 旅游、房地产 | 25%    | 0.98         | 1.40         | 0.42         | 43.2%        | 1.40         | 100%       |
| 成都华侨城     | 旅游、房地产 | 2%     | 0.06         | 0.22         | 0.16         | 257.4%       | 0.22         | 100%       |
| 酒店集团      | 酒店服务业  | 82%    | 7.59         | 8.35         | 0.77         | 10.1%        | 8.35         | 100%       |
| 酒店管理公司    | 酒店服务业  | 20%    | 0.32         | 0.42         | 0.10         | 32.5%        | 0.42         | 100%       |
| 香港华侨城     | 纸包装及制造 | 100%   | 5.55         | 7.40         | 1.85         | 33.4%        | 7.40         | 100%       |
| 国际传媒公司    | 传媒业    | 20%    | 0.07         | 0.07         | 0.00         | 2.0%         | 0.07         | 90%        |
| 物业管理公司    | 服务业    | 45%    | 0.07         | 0.08         | 0.01         | 17.1%        | 0.08         | 100%       |
| 水电公司      | 服务业    | 100%   | 0.68         | 0.78         | 0.10         | 14.4%        | 0.78         | 100%       |
| 华中电厂      | 制造业    | 71.83% | 0.35         | 0.50         | 0.15         | 41.6%        | 0.50         | 100%       |
| <b>合计</b> | ----   | ----   | <b>41.21</b> | <b>73.74</b> | <b>32.53</b> | <b>78.9%</b> | <b>73.74</b> | ----       |

注：资产评估基准日为 2008 年 12 月 31 日，评估方法为资产基础法。交易后持股比例指直接和间接持股比例合计。

数据来源：公司公告，国泰君安证券，以下各表同

整体上市将使得公司的房地产主业等到加强。注入的资产中，有 5 家是房地产主业公司，2 家酒店管理业，其余 4 家为服务业或制造业。

本次定向增发完成后，公司总股本扩张 18.5%至 31.07 亿股，大股东依然为华侨城集团，持股比例从 48.26%上升至 56.36%。而华侨城集团除持有的康佳集团、华侨城医院及其他股权外，其余全部资产均实现上市。

### 1.2. 资产评估作价合理，无高估

评估溢价率合理，有利于上市公司更好的成长。华侨城国际传媒演艺公司、泰州华侨城几乎以账面价值注入；两个酒店公司分别只溢价 10%和 33%；盈利不太稳定的华侨城发电公司也仅溢价 10.3%注入。参股成都华侨城和在西部华侨城拥有建筑面积 50 万平米旅游地产项目储备的香港华侨城溢价 33%，盈利稳定的华侨城水电公司、管理建筑面积 508 万平米的华侨城物业管理公司溢价 17% (表 1)。因此，注入资产的评估作价对华控中小股东利益做了充分考虑。

华侨城房地产资产拥有 227 万平米权益项目储备，大部分在深圳西部、东部华侨城和上海，50.37 亿元地产类资产评估作价，对应楼面地价 2219 元/平米，相对于深圳、上海为主的项目储备地理位置、高端旅游地产的项目定位来说，**2219 元/平米的楼面地价其实对华侨城 A 未来的成长前景、中小股东利益是非常有利的。**在 2008 年前后同类资产注入中，单纯的楼面地价大小比较也表明注入作价公允合理，并无高估。

**表 2： 2008 年前后房地产公司大股东注入资产评估溢价率及土地装入楼面地价**

| 方案公告日           | 上市公司               | 评估溢价率       | 楼面地价        |
|-----------------|--------------------|-------------|-------------|
| 20070714        | 泛海建设               | 5%          | 1613        |
| 20070810        | 中粮地产 07            | 59%         | 1884        |
| 20071130        | 中粮地产/成都天泉          | 84%         | 2054        |
| <b>20090609</b> | <b>华侨城 A</b>       | <b>79%</b>  | --          |
| 20071204        | 原水股份/置地集团          | 134%        | 2146        |
| 20071225        | 香江控股/番禺锦江          | 145%        | 1308        |
| 20070821        | 首开股份               | 155%        | 1183        |
| 20070815        | 上实发展               | 156%        | 1460        |
| <b>20090609</b> | <b>华侨城 A-房地产业务</b> | <b>162%</b> | <b>2219</b> |
| 200703          | 招商地产 07            | 162%        | --          |
| 20080226        | 外高桥                | 192%        | 915         |
| 20071225        | 香江控股               | 236%        | 774         |
| 20070807        | 苏宁环球               | 2772%       | 1206        |
| 20080318        | 招商地产               | --          | 5369        |

### 1.3. 标的资产质地优良，盈利能力突出

12 家公司 2007 年、2008 年的总资产分别为 190 亿和 266 亿，增长 40%，而归属母公司所有者权益分别为 61 亿和 71 亿，增长 16%。资产负债率分别为 61%和 68%，财务相对安全，资产质地较为优良。

**表 3： 标的公司近两年资产及负债情况（单位：亿元）**

| 标的公司      | 注册资本     | 2008          |               |              |              | 2007          |               |              |              |
|-----------|----------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
|           |          | 总资产           | 总负债           | 归属于母公司所有者权益  | 资产负债率        | 总资产           | 总负债           | 归属于母公司所有者权益  | 资产负债率        |
| 华房公司      | 10       | 166.79        | 113.72        | 41.57        | 68.2%        | 126.78        | 82.84         | 33.67        | 65.3%        |
| 华侨城投资     | 2        | 5.45          | 1.88          | 3.57         | 34.5%        | 2.85          | 0.45          | 2.40         | 15.8%        |
| 泰州华侨城     | 2        | 6.73          | 4.91          | 1.82         | 72.9%        | 1.30          | 0.70          | 0.61         | 53.4%        |
| 上海华侨城     | 4        | 12.86         | 8.93          | 3.92         | 69.5%        | 7.95          | 4.07          | 3.88         | 51.3%        |
| 成都华侨城     | 4        | 35.30         | 32.20         | 3.10         | 91.2%        | 14.02         | 10.24         | 3.79         | 73.0%        |
| 酒店集团      | 8        | 20.50         | 11.31         | 8.62         | 55.2%        | 20.28         | 11.06         | 8.57         | 54.5%        |
| 酒店管理公司    | 1.5      | 2.58          | 1.23          | 1.35         | 47.6%        | 3.34          | 1.90          | 1.43         | 57.0%        |
| 香港华侨城     | 4.55 亿港元 | 12.33         | 5.83          | 4.88         | 47.3%        | 10.02         | 3.49          | 4.83         | 34.8%        |
| 国际传媒公司    | 0.5      | 0.48          | 0.12          | 0.36         | 24.4%        | 0.44          | 0.09          | 0.34         | 21.3%        |
| 物业管理公司    | 0.06     | 1.07          | 0.92          | 0.14         | 85.6%        | 0.97          | 0.83          | 0.13         | 84.8%        |
| 水电公司      | 0.1      | 1.21          | 0.53          | 0.68         | 43.7%        | 1.02          | 0.49          | 0.54         | 47.6%        |
| 华中电厂      | 0.43     | 0.56          | 0.07          | 0.49         | 12.0%        | 0.58          | 0.08          | 0.51         | 12.9%        |
| <b>合计</b> |          | <b>265.86</b> | <b>181.64</b> | <b>70.51</b> | <b>68.3%</b> | <b>189.56</b> | <b>116.23</b> | <b>60.68</b> | <b>61.3%</b> |

12 家公司 2007 年、2008 年的营业收入分别为 54 亿和 56 亿，净利润分别为 10.9 亿和 12.5 亿，净利率分别达到 20%和 22.5%，盈利能力突出，其中华侨城投资、泰州华侨城、上海华侨城和成都华侨城因为主题公园尚在开发建设过程中，没有产生收入和利润。而 12 家公司的平均 ROE(全面摊薄)分别为 18%和 17.8%。

表 4: 标的公司近两年经营情况 (单位: 亿元)

| 标的公司      | 2008        |              |              |              | 2007        |              |              |              |
|-----------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|           | 营业总收入       | 归属于母公司股东的净利润 | 净利率          | ROE          | 营业总收入       | 归属于母公司股东的净利润 | 净利率          | ROE          |
| 华房公司      | 36.0        | 11.9         | 32.9%        | 28.5%        | 36.7        | 10.7         | 29.1%        | 31.7%        |
| 酒店集团      | 7.2         | 0.1          | 0.8%         | 0.7%         | 5.8         | 0.1          | 1.5%         | 1.0%         |
| 酒店管理公司    | 1.5         | -0.1         |              | -6.5%        | 0.9         | -0.2         |              | -11.6%       |
| 香港华侨城     | 7.7         | 0.1          | 1.5%         | 2.4%         | 7.6         | 0.1          | 1.2%         | 1.9%         |
| 国际传媒公司    | 0.3         | 0.0          | 5.7%         | 4.4%         | 0.2         | 0.0          | 5.1%         | 3.4%         |
| 物业管理公司    | 1.0         | 0.0          | 4.5%         | 33.3%        | 1.0         | 0.0          | 4.4%         | 34.0%        |
| 水电公司      | 2.1         | 0.1          | 6.9%         | 21.4%        | 2.0         | 0.1          | 6.4%         | 23.9%        |
| 华中电厂      | 0.0         | 0.0          |              | -3.5%        | 0.0         | 0.0          |              | -4.4%        |
| <b>合计</b> | <b>55.8</b> | <b>12.5</b>  | <b>22.5%</b> | <b>17.8%</b> | <b>54.3</b> | <b>10.9</b>  | <b>20.1%</b> | <b>18.0%</b> |

注: 华侨城投资、泰州华侨城、上海华侨城和成都华侨城的主题公园项目尚未开始贡献利润, 故不包含在该表中。

## 1.4. 尚有部分房地产需要完善产权手续

截至公告日, 标的资产中尚有 585 处约 71.6 万平方米的土地需要完善产权手续, 其中无证房产 575 处, 占地面积 68.2 万平方米, 占 95%。但这部分无证房产并不影响资产的整体估值, 且华侨城集团也承诺将赔偿这部分房产在获证过程中产生的损失。

表 5: 尚需进一步完善产权手续的部分房产(单位: 万平米)

| 所属公司               | 华房公司         | 酒店集团        | 酒店管理公司      | 华中电厂        | 水电公司        | 合计           |
|--------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 无证房产(土地属于划拨性质)     | 12.65        | 0.61        |             |             |             | 13.26        |
| 无证房产(土地归属于华侨城集团)   | 7.50         | 3.42        | 0.63        |             |             | 11.55        |
| 无证房产(土地归属于标的企业)    | 12.81        |             |             |             |             | 12.81        |
| 无证房产(车库、会所及其他配套物业) | 30.60        |             |             |             |             | 30.60        |
| 证载权利人与实际权利人不一致     |              | 0.05        | 2.10        | 0.21        | 1.01        | 3.38         |
| <b>合计</b>          | <b>63.55</b> | <b>4.09</b> | <b>2.73</b> | <b>0.21</b> | <b>1.01</b> | <b>71.60</b> |

## 2. 公司资产质量提升, 股权结构明晰, 业务范围扩大

### 2.1. 华侨城 A 资产、盈利能力都将有明显提升

以 2008 年末的数据为基准, 整体上市后华侨城 A 总资产将从 139.5 亿元增加到 293.6 亿元, 增加 110%, 净资产从 69 亿增加到 105 亿元, 增加 53%; 每股净资产从 2.13 元增加到 3.03 元, 增厚 0.9 元。EPS 从 0.35 元上升至 0.46 元, 增长 31%。

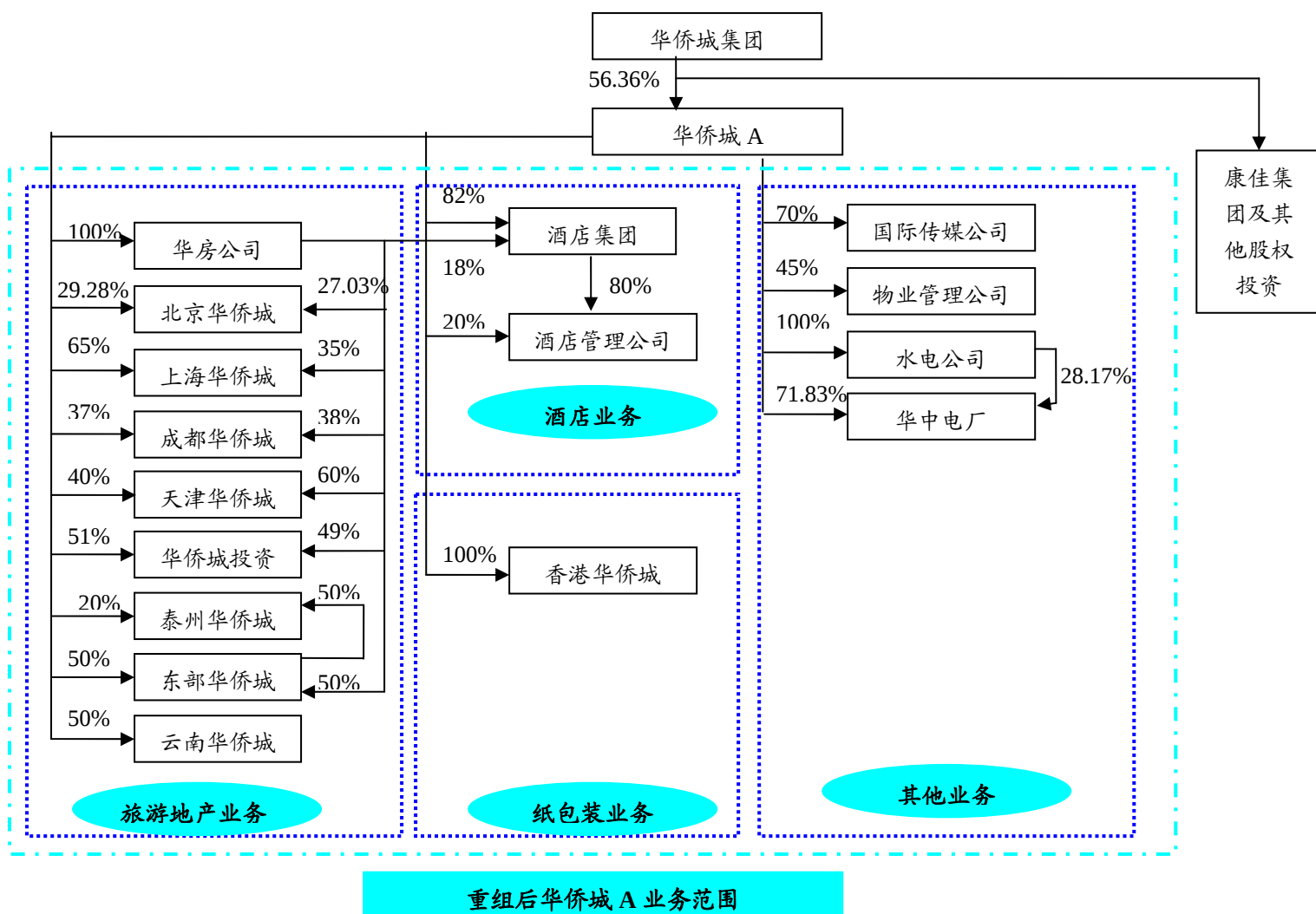
表 6: 整体上市前后华侨城 A 资产质量及盈利能力变化(单位: 亿元, 元/股)

| 项目    | 指标           | 发行前 (合并数) | 发行后 (备考合并数) | 变化     |
|-------|--------------|-----------|-------------|--------|
| 资产    | 总资产          | 139.5     | 293.6       | 110.5% |
|       | 净资产          | 69.1      | 105.4       | 52.6%  |
|       | 归属于母公司权益     | 55.8      | 94.2        | 68.7%  |
| 收入/利润 | 营业收入         | 34.9      | 86.6        | 148.0% |
|       | 利润总额         | 12.8      | 19.7        | 53.9%  |
|       | 净利润          | 11.7      | 16.2        | 38.8%  |
|       | 归属于母公司所有者净利润 | 9.2       | 14.2        | 54.9%  |
|       | EPS          | 0.35      | 0.46        | 31.4%  |
| 主要指标  | ROE          | 16.43%    | 15.09%      |        |
|       | 存货周转率        | 1.35      | 0.38        |        |
|       | 资产负债率        | 50.45%    | 64.09%      |        |
|       | 每股净资产        | 2.13      | 3.03        |        |

## 2.2. 公司业务范围扩大, 股权结构更加清晰

整体上市后, 除了加强原有的旅游+地产业务外, 新增了酒店业务和纸包装业务。而集团、上市公司与子公司之间的股权关系变得更清晰 (图 1)。

图1: 华侨城集团及上市公司在标的资产出售后的组织结构图

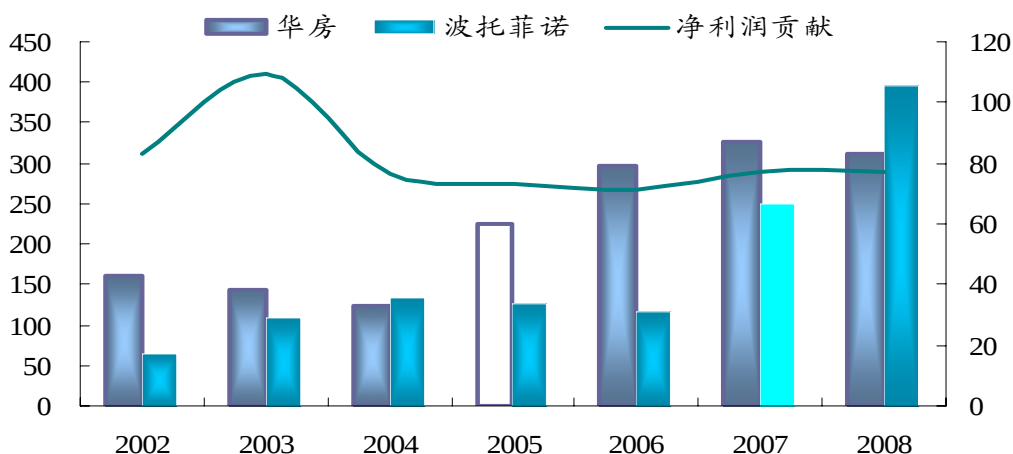


## 2.3. 同业竞争问题得以解决

整体上市前，公司与华房之间存在同业竞争，公司持有华房 40% 股权，而公司也持有与华房合作开发的波托菲诺项目 50% 权益。最近 7 年华房和波托菲诺合作项目投资收益一直是公司净利润的主要来源，其中 08 年贡献净利润 7.1 亿，占净利润的 77%。

整体上市后，公司将拥有华房和波托菲诺项目 100% 的权益，不仅解决了同业竞争的问题，同时也使得公司未来的盈利有更大提升空间。

图 2 最近 7 年来华房和波托菲诺合作项目投资收益一直公司净利润主要来源



数据来源：2009 年 3 月 30 日研究报告《主题公园跻身全球八强，地产开发提速》，国泰君安证券

## 3. 看好整体上市之后旅游地产业务之间的协同效应

这种协同效应首先表现在：（1）以主题公园、高端地产的综合优势获得更好的规模效应，在其他区域的布局扩张和深耕细作都可以。（2）旅游和地产板块之间在资本支出和税收筹划上更加便利。在公司完成资产的整体注入之后，我们认为将大幅提升公司的整体收益水平，因为它解决了市场对华侨城利润增长的担心。以最倍受担心的土地增值税问题而言，在整体上市之后，由于业务之间的关联性，华侨城房地产业务的高售价其实是基于对旅游景区资源的高标准建设投入，由于房地产开发和旅游以前是属于集团中不同公司的业务，因此存在着成本结构调整较为困难的情况。而未来，对于这样的问题，将有可能通过降低旅游景区的建设成本，适当延长折旧年限，同时加大房地产开发成本，从而同时实现合理规避土地增值税和提高旅游景区经营毛利率的双重正面效果，实现集团利润的整体优化和增长。

（3）整体上市完成后，由于在上市公司一个平台，旅游板块良好的现金流有利于缓解旅游地产短期内的资金压力，弥补高端地产周转率低的不足。而旅游高端地产一旦销售，金额较大的现金回笼将可以为更长周期内的主题公园支出做贡献。（4）由于公司地产来自旅游，旅游是无烟的、朝阳产业，几乎没有调控政策的干扰，相对于纯开发类地产股来说，这种特性可为公司的地产业务扩张和成长提供一定的保障。

## 4. 整体上市后，旅游+地产主业将获得更好发展

### 4.1. 旅游高端地产项目储备增加到 510 万平米

华侨城集团的房地产项目储备主要分布在深圳华房和上市公司手中，建筑面积总计 626 万平米，分布在深圳、北京、天津、上海、成都、泰州和昆明。其中，上海 170

万平米，占 27%；深圳 191 万平米，占 30%（表 5）。

整体上市后，集团旅游地产的主要平台----华房将成为上市公司的全资子公司，深圳波托菲诺纯水岸和天颐堡剩余面积、东方花园别墅改造项目、天津津南项目、上海松江华侨城项目、成都天府华侨城项目将由上市公司拥有 100% 的权益。

以权益面积计算，集团注入资产实现整体上市后，上市公司拥有的项目储备将从 283 万平米建筑面积增加到 510 万平米，新增 227 万平米权益面积，增加了 80%。并且除天津项目外，其他项目均为旅游高端地产。

**表 7：华侨城集团注入资产后高端旅游地产项目储备更为充足（单位：万平米）**

| 项目名称         | 地理位置    | 产品类型     | 建筑面积          | 整体上市前<br>权益比例 | 整体上市前<br>权益建面 | 整体上市后<br>权益比例 | 整体上市后权<br>益建面 |
|--------------|---------|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 深圳纯水岸其他      | 西部华侨城片区 | 小高/别墅    | 40            | 70%           | 28.00         | 100%          | 40.00         |
| 深圳天鹅堡        | 西部华侨城片区 | 小高/别墅    | 10            | 70%           | 7.00          | 100%          | 10.00         |
| 深圳西部华侨城项目    | 西部华侨城片区 | 小高/高层/联排 | 50            | 70%           | 35.00         | 100%          | 50.00         |
| 深圳招华曦城       | 宝安区尖岗山  | 别墅/酒店公寓  | 32.5          | 20%           | 6.50          | 50%           | 16.25         |
| 深圳四海公园       | 蛇口区     | 住宅/商业    | 5.6           | 40%           | 2.24          | 100%          | 5.60          |
| 深圳东部华侨城      | 盐田区三洲田  | 别墅       | 12            | 59%           | 8.53          | 95%           | 13.78         |
| 北京华侨城        | 东南四环南磨坊 | 小高/高层/别墅 | 33.4          | 29%           | 10.66         | 56.31%        | 20.50         |
| 天津津南项目       | 华明镇     | 多层/小高/高层 | 31.9          | 40%           | 12.76         | 100%          | 31.90         |
| 上海意大利城       | 闵行区浦江镇  | 住宅/商业/办公 | 120           | 18%           | 21.60         | 45%           | 54.00         |
| 上海松江项目       | 松江区     | 住宅/酒店公寓  | 50            | 54%           | 48.76         | 100%          | 90.30         |
| 成都天府华侨城      | 金牛区西北三环 | 住宅/酒店公寓  | 130           | 50%           | 65.26         | 100%          | 130.00        |
| 江苏泰州华侨城      | 姜堰市溱湖   | 住宅       | 10.00         | 25%           | 2.50          | 93%           | 9.25          |
| 昆明华侨城        | 杨宗海     | 住宅       | 60            | 70%           | 23.33         | 70%           | 23.33         |
| 深圳欢乐海岸       | 深圳湾填海区  | 商业/酒店公寓  | 20            | 40%           | 8.00          | 100%          | 20.00         |
| 深圳创意文化园      | 西部华侨城片区 | LOFT     | 20.48         | 40%           | 8.19          | 100%          | 20.48         |
| <b>Total</b> | ---     | ---      | <b>625.88</b> | ---           | <b>282.56</b> | ---           | <b>509.74</b> |

注：上海松江、泰州和昆明项目为预测数据；深圳欢乐海岸、创意文化园现有规划为出租项目。数据来源：公司资料，国泰君安证券

待注入的华房盈利能力强，在地产类上市公司中也是名列前茅。近年来净利率和 ROE 保持在 30% 左右（表 7）。

**表 8：华房近年来经营成果和盈利能力表现非常好（单位：百万元）**

| 年份   | 净资产     | 主营收入    | 净利润     | 净利率 | 营业利润率 | ROE |
|------|---------|---------|---------|-----|-------|-----|
| 2005 | 1816.49 | 1728.78 | 563.73  | 33% | 47%   | 31% |
| 2006 | 2548.14 | 2020.95 | 731.65  | 32% | 49%   | 29% |
| 2007 | 3367.03 | 3667.75 | 1068.78 | 29% | 40%   | 32% |
| 2008 | 4156.94 | 3598.85 | 1185.82 | 33% | 42%   | 29% |

## 4.2. 新增酒店业务，延伸了旅游产业链

公司旅游主业原来集中在主题公园，收入来源主要是门票收入和旅游团费收入，在主题公园没有酒店，公司并没有从主题公园中获得收益最大化。而酒店本身是旅游产业链条的延伸，地处华侨城主题公园的酒店环境优美、客流量大而且有保证、定价能力强。这次跟随华侨酒店集团注入的华侨城洲际大酒店、威尼斯皇冠假日酒店 2 个五星

星级酒店均位于西部华侨城主题公园。此外，东部华侨城还拥有一家超五星级酒店莱茵拉根华侨城大酒店。酒店业务的经营目标是 2008-2010 年的 3 年内，再拥有或管理 2-4 家高星级酒店，经济型酒店扩张 1 倍。

**表 9：华侨城集团注入酒店集团资产后公司新增酒店业务，延伸了旅游产业链**

| 名称        | 位置                   | 级别  | 客房数  | 酒店家数 | 整体上市后公司权益 | 所属公司 |
|-----------|----------------------|-----|------|------|-----------|------|
| 威尼斯皇冠假日酒店 | 深圳                   | 五星级 | 549  | 1    | 100%      | 酒店集团 |
| 华侨城洲际大酒店  | 深圳                   | 五星级 | 377  | 1    | 100%      | 酒店集团 |
| 海景奥思廷酒店   | 深圳                   | 四星级 | 262  | 1    | 100%      | 酒店集团 |
| 城市客栈连锁酒店  | 在深圳、北京、广州、佛山、惠州、中山等地 | 经济型 | 2656 | 18   | 100%      | 酒店集团 |
| 合计        |                      |     | 3844 | 21   |           |      |

近年来因为城市客栈连锁铺点、莱茵拉根华侨城大酒店等营业，开办费等一次性摊销费用大，所以在主营收入快速增长的同时，净利润不断下滑，2007、2008 连续两年出现亏损。随着 4 个星级酒店和城市客栈前期扩张连锁酒店业务的稳定，酒店业务盈利能力将回到正常状态，净利润有望提升。

**表 10：华侨城酒店业务近年来因业务快速扩张收入快速增长而盈利下滑**

| 年份   | 净资产    | 主营收入   | 净利润   | 净利率   | 营业利润率 | ROE   |
|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 2005 | 389.97 | 364.37 | 47.82 | 13%   | 14%   | 12%   |
| 2006 | 380.78 | 456.75 | 26.91 | 6%    | 4%    | 7%    |
| 2007 | 999.92 | 670.94 | -8.05 | -1%   | -2%   | -1%   |
| 2008 | 996.85 | 861.91 | -3.07 | -0.4% | -0.7% | -0.3% |

#### 4.3. 旅游主业更具规模和成长性

由于装入了深圳华房、上海华侨城、泰州华侨城、成都天府华侨城的股权，所以公司在东部华侨城、上海松江华侨城、泰州华侨城、成都华侨城 4 个主题公园上的权益大为提高（表 9），其中，泰州、北京华侨城从参股变为控股。

**表 11：华侨城集团注入资产后公司主题公园规模更大，成长性更好**

| 名称     | 级别        | 占地面积 | 整体上市前权益比例 | 整体上市后权益比例 | 开园时间   | 内容/风格     |
|--------|-----------|------|-----------|-----------|--------|-----------|
| 锦绣中华   | 5A        | 33   | 49%       | 49%       | 198909 | 静态景观/博物馆式 |
| 民俗文化村  | 5A        | 24   | 49%       | 49%       | 199110 | 静态景观/博物馆式 |
| 世界之窗   | 5A        | 48   | 49%       | 49%       | 199406 | 静态景观/博物馆式 |
| 深圳欢乐谷  | 5A        | 45   | 100%      | 100%      | 199810 | 互动式乐园     |
| 东部华侨城  | 国家生态旅游示范区 | 500  | 50%       | 95%       | 200707 | 综合生态旅游    |
| 北京欢乐谷  | 4A        | 54   | 29%       | 56%       | 200605 | 互动式乐园     |
| 成都欢乐谷  | ---       | 66.7 | 50%       | 100%      | 200805 | 互动式乐园     |
| 上海欢乐谷  | ---       | 110  | 54%       | 100%      | 200912 | 互动式乐园     |
| 泰州华侨城  | ---       | 150  | 25%       | 93%       | ---    | 湿地休闲旅游    |
| 昆明华侨城  | ---       | 933  | 70%       | 70%       | ---    | 生态旅游      |
| 长沙世界之窗 | 4A        | 40   | 25%       | 25%       | 199710 | 静态景观/博物馆式 |
| 宜昌长江三峡 | 5A        | 1528 | 35%       | 35%       | 200606 | 景观旅游      |

注：宜昌长江三峡占地面积为规划面积。数据来源：公司资料，国泰君安证券。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 5. 2008 和 2009 年整体上市后摊薄 EPS 预测为 0.61 和 0.78 元

### 5.1. 集团整体上市后 2009、2010 年 EPS 分别为 0.61 元和 0.78 元

**旅游地产开发业务：**预计 09 年结算的项目包括：08 年继续结算的深圳波托菲诺 4 期、东方花园、招华曦城、东部华侨城等项目以及新增的深圳天鹅堡、天津津南区项目和江苏泰州、昆明华侨城项目。预计结算面积 70 万平米，旅游地产销售共贡献主营收入 131 亿元，毛利率 60%。按照税法扣除土地增值税和三项费用，所得税按 25% 计算，贡献净利润 16.5 亿。

预计 2010 年结算项目包括波托菲诺 7 期、东方花园、招华曦城、东部华侨城、北京华侨城等，预计结算面积 75.7 万平米，贡献收入 150.6 亿元，毛利率 60%。贡献净利润 21.2 亿。

**表 12：2009、2010 年公司房地产开发主要盈利项目收入预测** （单位：万平米，百万元）

| 项目名称         | 产品类型  | 09 结算面积      | 10 年结算面积     | 预计结算均价 | 预计 09 年收入    | 预计 10 收入     | 预计毛利率      |
|--------------|-------|--------------|--------------|--------|--------------|--------------|------------|
| 波托菲诺 4 期     | 小高/联排 | 1            | 2.0          | 32000  | 320          | 0            | 67%        |
| 波托菲诺 7 期     | 高层    | 0            | 3            | 35000  | 0            | 1050         | 75%        |
| 天鹅堡          | 高层    | 2.5          | 0.7          | 49000  | 1225         | 980          | 79%        |
| 东方花园         | 别墅    | 0.8          | 8.0          | 55000  | 440          | 385          | 82%        |
| 招华曦城         | 高档住宅  | 8            | 3.0          | 35000  | 2800         | 1400         | 54%        |
| 深圳四海公园       | 住宅    | 2.5          | 2.0          | 18000  | 450          | 540          | 50%        |
| 深圳东部华侨城      | 豪华住宅  | 1.05         | 9.0          | 100000 | 1050         | 1900         | 80%        |
| 北京华侨城        | 住在    | 8            | 9.0          | 15000  | 1200         | 760.185      | 53%        |
| 天津津南项目       | 住宅    | 8            | 12.0         | 9500   | 760          | 855          | 28%        |
| 上海意大利城       | 低密度住宅 | 13           | 11.0         | 20000  | 2600         | 1080         | 69%        |
| 上海松江华侨城      | 住宅    | 11           | 10.0         | 12000  | 1320         | 1320         | 46%        |
| 成都天府华侨城      | 住宅    | 10           | 3.0          | 8500   | 850          | 850          | 53%        |
| 江苏泰州华侨城      | 住宅    | 3            | 3.0          | 6500   | 195          | 181.35       | 54%        |
| 昆明华侨城        | 住宅    | 0            | 2.0          | 11000  | 220          | 231          | 55%        |
| <b>Total</b> | ----  | <b>69.85</b> | <b>75.70</b> | ----   | <b>13110</b> | <b>15055</b> | <b>60%</b> |

数据来源：国泰君安证券预测。

**主题公园业务：**09 年上海、成都主题公园将开园，但收入贡献预计不大。东部华侨城、北京华侨城进入至少第三年的稳定经营，预计公司 09 年接待旅游人数 1340 万人，同比增长 10%，贡献主营收入 11 亿元，净利润 2.1 个亿；10 年接待旅游人数 1541 万人，增长 15%，贡献收入 13.5 亿元，净利润 2.4 个亿。

**酒店业务：**09、10 年酒店业务主要来自 4 个星级酒店和 20 家经济型酒店，没有考虑扩张。酒店业务 09、10 年分别贡献收入 9.2 亿元和 11 亿元，盈利能力基本稳定，净利润分别为 0.4 亿和 0.5 亿。

**表 13: 2009 年公司盈利预测简表 (单位: 亿元, 元/股)**

| 总业务分类      | 2009   |     |      |         | 2010   |     |      |         |
|------------|--------|-----|------|---------|--------|-----|------|---------|
|            | 营业收入   | 毛利率 | 净利润  | 摊薄后 EPS | 营业收入   | 毛利率 | 净利润  | 摊薄后 EPS |
| 主题旅游地产销售收入 | 131.1  | 60% | 16.5 | 0.53    | 150.55 | 61% | 21.2 | 0.68    |
| 酒店收入       | 9.24   | 32% | 2.1  | 0.07    | 11.09  | 40% | 2.4  | 0.08    |
| 主题公园收入     | 10.81  | 34% | 0.4  | 0.01    | 13.51  | 42% | 0.5  | 0.02    |
| 合计         | 151.15 | 56% | 19.0 | 0.61    | 175.15 | 58% | 24.1 | 0.78    |

数据来源: 国泰君安证券预测。

综合统计, 09 年公司主营收入为 151 个亿, 综合毛利率 56%; 净利润为 19 亿元, 按照增发后 31.1 亿股总股本计算, 摊薄后 EPS 为 0.61 元。10 年公司主营收入 175 亿元, 综合毛利率 58%, 净利润 24 亿元, 按 31.1 亿股总股本计算, 摊薄后 EPS 为 0.78 元。

## 6. 维持增持投资评级, 目标价 20 元

整体上市后公司的旅游+地产模式的将具备独特性和巨大的竞争优势; 公司开发的高端旅游地产项目也将充分受益于房地产市场销售回暖以及经济景气复苏, 需求将保持稳定增长。目前旅游酒店上市公司 09 年平均 PE 在 35 倍左右, 地产上市公司在 20-28 倍之间, 基于华侨城整体上后的基本面, 按照旅游酒店 32 倍 PE、地产 26 倍 PE 估值, 公司 12 个月目标价 16.34 元。

**表 14: 公司估值和目标价 (单位: 元/股, 元)**

| 业务     | 2009E EPS | PE 合理倍数 | 目标价   |
|--------|-----------|---------|-------|
| 旅游酒店业务 | 0.08      | 32      | 2.56  |
| 旅游地产业务 | 0.53      | 26      | 13.78 |
| Total  | 0.61      | 27      | 16.34 |

数据来源: 国泰君安证券预测。

整体上市后公司资产重估净值为 547 亿元, 按照 31.1 亿股本计算 RNAV 为 17.59 元(参见表 15), 其中房地产开发和出租 RNAV 为 14.15 元。

基于公司良好的业绩增长性和优质的旅游地产, 我们采用 RNAV 估值为主、PE 估值为辅, 目前 A 股龙头地产公司 RANV 平均溢价 10-30% 之间, 取 20% 溢价则得到公司 12 月目标价为 21.1 元, 维持增持评级。

**表 15: 整体上市完成后公司 RNAV 测算 (单位: 亿元, 元/股)**

| 项目        | 数量指标             | 资产重估净值 | 每股 RNAV |
|-----------|------------------|--------|---------|
| 开发类项目资产净值 | 470 万平米建面        | 295.3  | 9.5     |
| 出租类项目资产净值 | 110 万平米建面        | 144.54 | 4.65    |
| 主题公园资产净值  | 2142 万平米占地       | 78.46  | 2.53    |
| 酒店资产净值    | 4 家星级, 20 家经济型连锁 | 24.92  | 0.80    |
| 其余资产净值    | 传媒、物业、电厂等其他资产    | 3.34   | 0.11    |
| Total     | -----            | 546.56 | 17.59   |

注: 深圳欢乐海岸和创意文化园 40 万平米规划为出租项目, 故不含在开发类项目中。股本按整体上市完成后的 31.07 亿总股本计算; 主题公园和酒店按照目前行业最低的 2.5 倍 PB、其余按 2 倍 PB 重估净值。数据来源: 国泰君安证券预测。

**附表：公司损益表及其预测** (单位：百万元)

| 年份             | 2005A       | 2006A       | 2007A       | 2008A       | 2009E       | 2010E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 一、营业总收入        | 655.79      | 1595.56     | 1729.14     | 3490.68     | 13110.00    | 15055.00    |
| 营业收入           | 655.79      | 1595.56     | 1729.14     | 3490.68     | 13110.00    | 15055.00    |
| 二、营业总成本        | 523.78      | 1329.81     | 1541.70     | 2972.76     | 10328.96    | 11517.47    |
| 营业成本           | 336.92      | 947.18      | 757.39      | 1843.72     | 6618.16     | 7334.96     |
| 利息支出           |             |             |             |             |             |             |
| 手续费及佣金支出       |             |             |             |             |             |             |
| 退保金            |             |             |             |             |             |             |
| 赔付支出净额         |             |             |             |             |             |             |
| 提取保险合同准备金净额    |             |             |             |             |             |             |
| 保单红利支出         |             |             |             |             |             |             |
| 分保费用           |             |             |             |             |             |             |
| 营业税金及附加        | 16.22       | 101.80      | 141.60      | 400.34      | 1288.57     | 1479.75     |
| 销售费用           | 34.88       | 85.09       | 83.67       | 95.81       | 497.10      | 492.04      |
| 管理费用           | 116.80      | 161.63      | 503.15      | 486.96      | 1442.10     | 1656.05     |
| 财务费用           | 18.95       | 26.06       | 55.40       | 145.38      | 483.02      | 554.68      |
| 资产减值损失         |             | 8.05        | 0.49        | 0.55        | 0.00        | 0.00        |
| 三、其他经营收益       |             |             |             |             |             |             |
| 公允价值变动净收益      | 0.00        | 0.00        | 9.39        | 0.00        | 0.00        | 0.00        |
| 投资净收益          | 356.27      | 471.17      | 655.55      | 765.45      | 0.00        | 0.00        |
| 营业利润差额(合计平衡项目) | 18.44       |             |             |             |             |             |
| 四、营业利润         | 506.72      | 736.91      | 852.37      | 1283.37     | 2781.04     | 3537.53     |
| 加：营业外收入        | 0.27        | 3.15        | 5.39        |             |             |             |
| 减：营业外支出        | 4.08        | 2.68        | 5.94        |             |             |             |
| 利润总额差额(合计平衡项目) | 0.00        |             |             |             |             |             |
| 五、利润总额         | 502.91      | 737.39      | 851.82      | 1281.59     | 2781.04     | 3537.53     |
| 减：所得税          | 24.26       | 91.87       | 47.86       | 112.48      | 695.26      | 884.38      |
| 六、净利润          | 478.65      | 645.52      | 803.96      | 1169.12     | 2085.78     | 2653.14     |
| 减：少数股东损益       | -1.55       | 92.16       | 53.59       | 251.68      | 187.72      | 238.78      |
| 归属于母公司所有者的净利润  | 480.20      | 553.36      | 750.37      | 917.44      | 1898.06     | 2414.36     |
| 总股本            | 1111.21     | 1111.21     | 1310.54     | 2621.09     | 3107.48     | 3107.48     |
| <b>EPS</b>     | <b>0.43</b> | <b>0.50</b> | <b>0.57</b> | <b>0.35</b> | <b>0.61</b> | <b>0.78</b> |
| 收入增长率          | 16.3%       | 143.3%      | 8.4%        | 101.9%      | 275.6%      | 14.8%       |
| 净利润增长率         | 42.9%       | 15.2%       | 35.6%       | 22.3%       | 106.9%      | 27.2%       |
| 毛利率            | 48.6%       | 40.6%       | 56.2%       | 47.2%       | 49.5%       | 51.3%       |
| 三项费用率          | 26.0%       | 17.1%       | 37.1%       | 20.9%       | 18.5%       | 18.0%       |
| 净利率            | 73.2%       | 34.7%       | 43.4%       | 26.3%       | 14.5%       | 16.0%       |

数据来源：wind 资讯，国泰君安证券预测。

**作者简介:**

孙建平:经济学硕士,毕业于南开大学金融学系,2004年1月进入国泰君安证券研究所,从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名,2007年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名,2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李署:工科硕士,毕业于南京大学,2008年7月进入国泰君安证券研究所,从事房地产行业研究。

**免责声明**

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。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。

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、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为国泰君安证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

**增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)