

华侨城：旅游开疆拓土，高附加值地产实现全国布局

——华侨城 A 深度报告

报告关键点：

- 我们看好华侨城的价值，从去年8月份以来持续推荐该公司（参见右下方所列的“前期研究成果”）。
- 整体上市即将完成，公司价值大幅提升。
- 旅游地产模式构筑公司核心竞争力。
- 公司以旅游为先导，成功实现全国战略布局；开发销售与主题公园快速推进。
- 投资建议：给予华侨城6个月目标价为30元/股，买入-A评级。

报告摘要：

- 整体上市即将完成。2009年6月，华侨城A拟向控股股东华侨城集团非公开发行4.86亿股，增发价格为15.16元，收购控股股东华侨城集团公司持有的深圳华侨城房地产有限公司等12家企业全部股权。资产评估作价73.7亿，资产评估溢价为78.9%。本次资产收购使得华侨城集团除康佳外基本实现了整体上市，公司整体规模大幅增加，盈利能力大大加强。
- 华侨城在国内率先探索出旅游地产的全新发展模式，成为深圳和全国城市规划建设及房地产业成功的典范。公司经过多年的摸索和实践，形成了自己的竞争优势：“首先通过投资建设主题公园低价拿地，然后启动主题公园和商品房建设。采用先卖房，回笼部分资金，再利用卖房利润继续投资主题公园，主题公园的建成又增加了房地产项目的价值，提升华侨城楼盘的品质，提高销售单价，带动房地产项目的销售，从而实现房地产与旅游项目的共赢。”
- 公司以旅游为先导，成功实现全国战略布局；开发销售与主题公园快速推进。
 - 目前公司欢乐谷连锁品牌由南（深圳）向北（北京），由西（成都）往东（上海）的扩张已经完成，公司下一步计划在中部（武汉）再打造一个欢乐谷，地方政府已经表态将鼎力支持，公司的欢乐谷模式将实现东西南北中的全国战略布局。本月上海欢乐谷将正式开园。
 - 房地产开发项目也已完成全国东西南北战略布局。在华南，公司持续开发波托菲诺纯水岸、东部华侨城天麓和招华曦城等项目；在华北，北京欢乐谷地产项目已开发到了第三期，在华东，公司正在开发上海新浦江城和上海万锦合利坊项目、泰州华侨城项目并拟拓展上海欢乐谷地产项目，西部地区，公司正在开发成都欢乐谷地产项目并拟拓展昆明华侨城项目。随着12家公司股权的注入，上市公司的地产规模急剧扩张，权益建筑面积从注入前的228万平米增加到注入后的512万平米，增幅达125%。今年初以来，公司销售成绩喜人，成都、北京、上海、深圳等高端项目均实现了快速销售，上半年实现销售30亿元以上。东部华侨城天麓6区和9区也即将推出。

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

30.00 元

期限：

6 个月 上次预测： 30.00 元

现价： 23.84 元

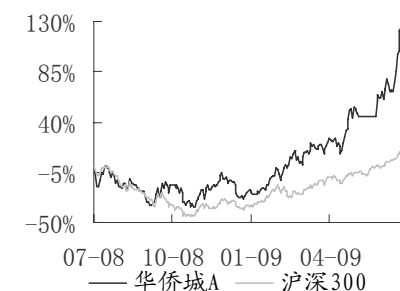
报告日期：

2009-07-12

市场数据

总市值(百万元)	62,486.74
流通市值(百万元)	30,329.70
总股本(百万股)	2,621.09
流通股本(百万股)	1,272.22
12 个月最高/最低	7.08/25.50 元
十大流通股股东(%)	18.75%
股东户数	40,483

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.64	48.54	96.83
绝对收益	31.57	79.47	111.89

研究员

陶学明 CFA 高级行业分析师

0755-82558030 taoxm@essence.com.cn

李孔逸 助理行业分析师

0755-82558026 liky@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,729.1	3,490.7	7,644.6	9,785.9	11,257.7
Growth(%)	8.4%	101.9%	119.0%	28.0%	15.0%
净利润	750.4	917.4	1,521.7	2,221.1	2,564.0
Growth(%)	35.6%	22.3%	65.9%	46.0%	15.4%
毛利率(%)	56.2%	47.2%	58.6%	63.1%	63.0%
净利润率(%)	43.4%	26.3%	19.9%	22.7%	22.8%
每股收益(元)	0.29	0.35	0.49	0.71	0.83
每股净资产(元)	2.18	2.64	5.12	5.82	6.63
市盈率	83.3	68.1	48.7	33.4	28.9
市净率	11.0	9.0	4.7	4.1	3.6
净资产收益率(%)	14.1%	16.9%	12.2%	14.4%	14.6%
ROIC(%)	14.7%	16.1%	22.2%	12.6%	13.0%
EV/EBITDA	31.2	37.3	25.7	18.6	15.6
股息收益率	0.4%	0.5%	0.4%	0.6%	0.7%

敬请参阅报告结尾处免责声明

前期研究成果

华侨城：华侨城收购资产增发股份方案点评	2009-06-09
华侨城：沿着价值线上市行	2009-04-22
华侨城：无法遮挡的价值	2009-03-30
华侨城：价值渐出水面	2008-10-30
华侨城：等待价值浮出水面	2008-08-08

- **酒店配套完善旅游产业链，提升项目总体价值。**酒店集团旗下的华侨城洲际大酒店、威尼斯皇冠假日酒店和海景奥斯廷酒店这些高星级酒店此次一并注入上市公司，加上国际酒店管理公司拥有的城市客栈连锁酒店18家和东部华侨城拥有的茵特拉根酒店群。新的上市公司将拥有2家超5星级、1家5星、1家4星和18家经济型连锁酒店。酒店资产的注入不仅可以为上市公司提供较为稳定的现金流，同时也能够进一步完善了上市公司的旅游产业链，提高整个旅游地产项目的边际效益。
- **香港华侨城的并入构筑海外融资平台，推动公司国际化进程。**香港华侨城是华侨城集团在香港设立的全资子公司，是一家集投资管理和实业经营为一体的综合性公司，是华侨城集团唯一海外资本平台。香港华侨城搭建了集团国际化发展的融资平台，同时也是吸引海外优秀人才、引进先进管理理念的平台，可以从资本运作、品牌推广、人才培养等多方面助推集团国际化发展战略。
- **投资建议：**
 - **我们测算出华侨城重估值RNAV为23.9元/股。**市场上对华侨城RNAV测算值有与我们一致的，有的较低的在17-20元/股之间，但也有的非常低，只有12-13元/股。
 - 这可能与计算方式等的不同有关，我们认为取17-24之间的中间值较为合理，也就是**市场对华侨城RNAV估值的中值大约在20多元/股。**
 - 根据7月10日的收盘价，除华侨城以外，我们测算到目前实现全国布局的**一线地产公司**（包括万科A、招商地产、保利地产、荣盛发展、金地集团、信达地产、首开股份、新湖中宝）的股价相对于各自的RNAV估值**平均溢价90%，而华侨城股价与RNAV值差异较小**；同时华侨城低成本拿地的模式更有独特性、未来2-3年每年都实现30%增长的确定性较高；但比较2010年的PE，华侨城显然是所有一线公司中最高的。**综合以上因素，我们给予华侨城目标价为30元/股。**

1. 收购 12 家公司股权，华侨城集团基本实现整体上市

1.1. 华侨城 A 拟定向增发收购大股东资产

2009 年 6 月，华侨城 A 通过决议，拟向控股股东华侨城集团非公开发行 4.86 亿股，增发价格为 15.16 元，收购控股股东华侨城集团公司持有的深圳华侨城房地产有限公司等 12 家企业全部股权。资产评估作价 73.7 亿，资产评估溢价率为 78.9%。本次资产收购使得华侨城集团除康佳外基本实现了整体上市，上市公司对其中的 10 家实现了 100% 控股，另外两家也实现了绝对控股（见表 1），公司整体规模大幅增加，盈利能力大大加强。

另外，华侨城集团基本实现整体上市后，原来一直困扰上市公司的同业竞争、关联交易方面的问题也都迎刃而解，公司将迎来历史性的发展机遇。

表 1：收购前后各子公司的股权变化

序号	标的公司名称	注册资本（亿元）	收购前实际持有的股权	收购后实际持有的股权	股权实际增加
第 I 类：旅游地产业务					
1	深圳华侨城房地产有限公司	10.00	40.0%	100.0%	60.0%
2	深圳市华侨城投资有限公司	2.00	19.6%	100.0%	80.4%
3	泰州华侨城投资发展有限公司	0.65	25.0%	67.5%	42.5%
4	上海华侨城投资发展有限公司	4.00	54.0%	100.0%	46.0%
5	成都天府华侨城实业发展有限公司	4.00	50.2%	100.0%	49.8%
第 II 类：酒店业务					
6	深圳华侨城酒店集团有限公司	8.00	7.2%	100.0%	92.8%
7	深圳华侨城国际酒店管理有限公司	1.50	5.8%	100.0%	94.2%
第 III 类：纸包装业务					
8	香港华侨城有限公司	HK4.55	0.0%	100.0%	100.0%
第 IV 类：配套业务					
9	深圳华侨城国际传媒演艺有限公司	0.50	60.4%	90.0%	29.6%
10	深圳市华侨城物业管理有限公司	0.06	22.0%	100.0%	78.0%
11	深圳特区华侨城水电公司	0.10	0.0%	100.0%	100.0%
12	深圳市华中发电有限公司	0.43	0.0%	100.0%	100.0%

数据来源：上市公司资料，安信证券研究所

1.2. 收购方案较为合理

12 项标的资产的权益账面价值 41.2 亿元，评估作价 73.7 亿元，评估溢价率 78.9%。其中，华侨城房地产公司 60% 股权评估作价 48.4 亿元，在注入资产中占比超过 65%，收购溢价率为 107%，但是其 2008 年的 ROE 高达 29%，而且按收购价折算的 08 年 PE、PB 分别为 6.8、2.1 倍，远低于华侨城 A2008 年 32 倍 PE 和 4.6 倍 PB。

溢价率最高的是成都华侨城，溢价率为 256%，项目将于 2009 年进入投资回报期，地产项目 08 年开盘销售，并取得非常好的销售业绩，主题公园也已于 2008 年底开园，预计两者都可在 2009 年贡献首笔利润。因此，从这个角度看，给予较高的评估溢价是合理的。

溢价第二高的是参股东部华侨城 45% 的深圳华侨城投资公司，溢价率为 216%。东部华侨城从 2008 年开始进入投资回报期，旅游地产高端产品毛利率高，盈利能力非常强，前三期天麓别墅均价超过 8 万/平米，主题旅游公园和超五星酒店因特拉根华侨城酒店进入第二年运营，游客人数将逐年增加，客户基础日益雄厚。其 2008 年的 ROE 高达 33%。

表 2：拟注入资产的各项具体指标

公司名称	权益帐面 值	权益评估 价值	收购溢价率	资产负债率
华房公司	23.4	48.4	107%	68%
华侨城投资	1.8	5.8	216%	34%
泰州华侨城	0.4	0.4	6%	73%
上海华侨城	1.0	1.4	43%	69%
成都华侨城	0.1	0.2	257%	91%
酒店集团	7.6	8.4	10%	55%
酒店管理公司	0.3	0.4	33%	48%
香港华侨城	5.5	7.4	33%	47%
国际传媒公司	0.1	0.1	2%	24%
物业管理公司	0.1	0.1	17%	86%
水电公司	0.7	0.8	14%	44%
华中电厂	0.4	0.5	42%	12%
合计	41.2	73.7	79%	68%

数据来源：上市公司资料，安信证券研究所

2. “旅游+地产”模式构筑公司核心竞争力

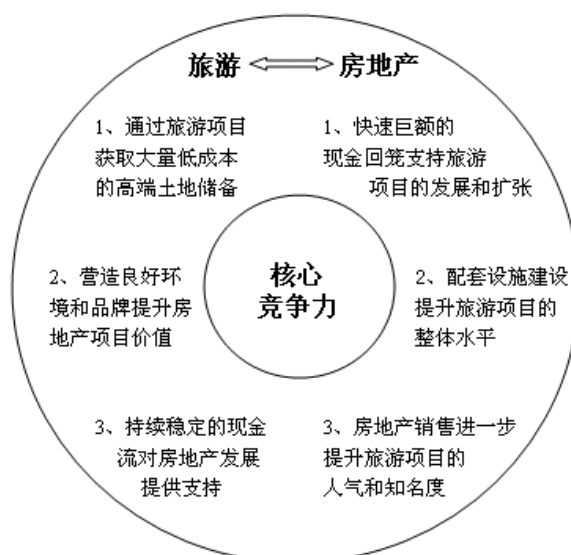
旅游地产项目的运作，并非是一朝一夕一蹴而就的短期行为，而是一种以品牌为导向，不断带动旅游地产项目所在地的景区综合建设，其注重的是长线运作的获益能力。同时以此来扩大内需，从而，总体上可以通过优质旅游地产来助推当地的经济进一步良性发展。

华侨城在国内率先探索出旅游地产的全新发展模式，成为深圳和全国城市规划建设及房地产业成功的典范。

2.1. “旅游+地产”模式

“公司首先通过投资建设主题公园低价拿地，然后启动主题公园和商品房建设。采用先卖房，回笼部分资金，再利用卖房利润继续投资主题公园，主题公园的建成又增加了房地产项目的价值，提升华侨城楼盘品质，提高销售单价，带动房地产项目的销售，从而实现房地产与旅游项目的共赢。”（见图 1）

图 1：华侨城的核心竞争力——“旅游+地产”模式



数据来源：上市公司资料、安信证券研究中心

华侨城的旅游地产出发点是主题公园，公司去拿主题公园的土地时，一般都以平方公里计，体量大，并且作为绿色环保的旅游产业，总是受到地方政府的热烈欢迎和支持。因此，通过旅游项目规划而产生的旅游地产地价非常低，从而使得总成本也很低。而房地产项目能够快速回笼资金，支持旅游项目后续的发展和扩张。旅游业的扩张又反过来营造出良好的社区环境和品牌，提升房地产项目整体价值，同时在房地产建设过程中还可以通过配套设施建设提升旅游项目的整体水平，促进旅游业务的良性发展，从而精心打造出“以旅游主题地产为特色的成片综合开发与运营”模式。

2.2. 其他公司无法仿效的模式

旅游带旺片区，随即为地产开发带来良好条件，同时，旅游和商务活动向景区集中又引来了源源客流，而酒店管理经验又给房地产物业管理输送先进的理念，从而旅游、地产、酒店形成环环相扣、良性循环的产业链——“华侨城模式”获得了空前成功，成为中国城市区域发展的一个经典范本。

华侨城之后，模仿它的大部分主题公园都告失败，能够持续扩张的仅此一家。华侨城总能在主题公园的管理上获取相当丰富的回报和利润，成为其他公司无法仿效的国内第一品牌。

不可仿效的，除了产业互动模式，还有优秀的主题公园运营能力。在进行“主题公园”定位的时候，华侨城集团的经验是：主题公园的成功是“旅游主题地产”整体成功的基石。公园的主题不是随便定下来的，它们需要经过精密的测算和规划。在深圳，五大主题公园：锦绣中华——民俗村——世界之窗——欢乐谷——东部华侨城，从国内旅游到国际旅游，从猎奇式旅游到体验式旅游再到休闲旅游，主题文化的确定是随着人们旅游心理需求变化而变化的。

3. 旅游先行，实现全国布局、提升品牌号召力

3.1. 主题旅游引导实现全国战略布局

07年北京华侨城的成功开业运营，真正实现了华侨城“旅游+地产”模式从深圳走向全国的根本转变，使华侨城主题公园在全国的龙头地位进一步得到巩固，欢乐谷也由此成为国内第一个自主创新发展的主题公园连锁品牌，并且为欢乐谷在成都、上海的扩张以及成功运营打下了良好的基础。

目前公司欢乐谷连锁品牌由南（深圳）向北（北京），由西（成都）往东（上海）的扩张已经完成，公司下一步计划在中部（武汉）再打造一个欢乐谷，地方政府已经表态将鼎力支持，公司的欢乐谷模式将得实现东西南北中的全国战略布局。

东部华侨城的成功运营，则表明了休闲旅游在中国的巨大市场，从而进一步稳固和扩大了华侨城旅游业在珠三角的示范效应以及在整个行业中的影响力，为华侨城的“旅游”项目增加了一种新的成功模式，昆明华侨城（西部）、泰州华侨城（东部）也都将采取此种模式。

3.2. 打造中国特色的迪士尼

公司主题旅游规模持续扩大，到目前拥有中国规模最大、运营最成功的包括锦绣中华、中国民俗文化村、世界之窗和欢乐谷在内的深圳华侨城主题公园群落，并以此

形成了一个集旅游、文化、购物、娱乐、体育、休闲于一体的文化旅游度假区。2007年，公司景区门票收入 6.27 亿元，增加 2.27 亿元，同比增长 57%；公司 2008 年景区及酒店等旅游收入 10.9 亿元，同比又增长了 19%。同时，公司以深圳欢乐谷开业十周年为契机，大力推广宣传欢乐谷连锁品牌，在市场宣传、主题活动策划等方面进行有益的尝试。

根据国际主题公园行业权威机构 TEA（主题休闲娱乐行业协会）和 ERA（经济研究事务所）的数据统计，公司在 2007 年的游客接待量为 1,350 万人次，已与美国迪斯尼乐园、英国美林娱乐集团公司、美国环球影城、六旗集团、布什系列公园和西德角连锁主题公园等一起跻身全球旅游景区集团八强，成为亚洲地区唯一进入“全球旅游景区八强”的公司。据公司高管介绍，公司将努力实现到 2010 年接待游客达到 2,000 万人次，到 2018-2020 年接待游客达到 3,000 万人次。而根据国际经验，2000 万的游客规模将形成更多的规模效应，广告收入将大幅增加，营运成本减少，从而产生更大的边际效应，并增加新的增长点，华侨城集团有望成为具有中国特色的迪斯尼。

表 3：华侨城集团主题旅游资源

名称	级别	形式	资产注入 前权益	资产注入 后权益
世界之窗	5A	主题公园	49%	49%
锦绣中华	5A	主题公园	49%	49%
民俗文化村	5A	主题公园	49%	49%
深圳欢乐谷	5A	互动式游乐园	100%	100%
深圳东部华侨城	生态示范区	休闲旅游	50%	95%
北京欢乐谷	4A	互动式游乐园	29%	56%
成都欢乐谷	---	互动式游乐园	50%	100%
上海欢乐谷	---	互动式游乐园	54%	100%
长沙世界之窗	4A	主题公园	25%	25%
长江三峡	5A	景观旅游	35%	35%
泰州华侨城	---	休闲旅游	25%	93%
昆明华侨城	---	休闲旅游	70%	70%

数据来源：上市公司资料，安信证券研究所

4. 地产紧随，实现利润最大化

公司基本上都是旅游项目先行，通过旅游项目综合拿地，得到便宜的房地产开发用地，在当地打响品牌后，再开始发展房地产项目，从而实现项目综合利润最大化。

公司在南（深圳）、北（北京、天津）、西（成都、昆明）、东（上海、泰州）均实现了战略布局，在未来的上市公司中，地产收入也将大幅增加，盈利能力远超其他部门。

在华南，公司持续开发波托菲诺纯水岸、东部华侨城天麓和招华曦城等项目；在华北，北京欢乐谷地产项目已开发到了第三期，在华东，公司正在开发上海新浦江城和上海万锦合利坊项目、泰州华侨城项目并拟拓展上海欢乐谷地产项目，西部地区，公司正在开发成都欢乐谷地产项目并拟拓展昆明华侨城项目。随着 12 家公司股权的注入，上市公司的地产规模急剧扩张，权益建筑面积从注入前的 228 万平米增加到注入后的 512 万平米，增幅达 125%。而且，今年初以来，公司销售成绩喜人，成都、北京、上海、深圳等高端项目均实现了快速销售，东部华侨城天麓 6 区和 9 区也即将推出。

表 4：华侨城收购集团资产前后的地产项目

项目名称	项目位置	规划建筑 面积	收购前 权益	收购前权 益面积	收购后 权益	收购后权 益面积
北京华侨城二期	北京朝阳区东四环	15.00	29%	4.35	56%	8.45
北京华侨城三期	北京朝阳区东四环	15.00	29%	4.35	56%	8.45
香山里花园 2 期	深圳华侨城片区	19.50	40%	7.80	100%	19.50
燕晗花园 3 期	深圳华侨城片区	1.92	40%	0.77	100%	1.92
侨城馨苑	深圳华侨城片区	3.61	40%	1.44	100%	3.61
东方花园 N1 区	深圳华侨城片区	0.37	40%	0.15	100%	0.37
东方花园其它	深圳华侨城片区	1.20	40%	0.48	100%	1.20
栖湖花园二期 5 号地块	深圳华侨城片区	6.64	40%	2.66	100%	6.64
栖湖花园二期 7 号地块	深圳华侨城片区	0.25	40%	0.10	100%	0.25
侨北苑一期	深圳华侨城片区	9.32	40%	3.73	100%	9.32
纯水岸 4 期	深圳华侨城片区	5.39	70%	3.77	100%	5.39
纯水岸 5 期	深圳华侨城片区	0.89	70%	0.62	100%	0.89
纯水岸 6 期	深圳华侨城片区	0.75	70%	0.52	100%	0.75
纯水岸 6 号地块	深圳华侨城片区	5.55	70%	3.89	100%	5.55
纯水岸 5 号地块	深圳华侨城片区	3.79	70%	2.65	100%	3.79
纯水岸 7 号地块	深圳华侨城片区	0.25	70%	0.18	100%	0.25
纯水岸 9 号地块	深圳华侨城片区	0.29	70%	0.20	100%	0.29
纯水岸其他	深圳华侨城片区	40.00	70%	28.00	100%	40.00
天鹅堡地块	深圳华侨城片区	12.00	70%	8.40	100%	12.00
华侨城片区土地（其它）	深圳华侨城片区	50.00	40%	20.00	100%	50.00
华侨城·四海公寓	蛇口中心区	6.28	40%	2.51	79%	4.96
东部华侨城 天麓	深圳盐田区三洲田	14.56	50%	7.28	95%	13.83
招华曦城	深圳宝安区尖岗山	30.19	20%	6.04	50%	15.09
上海华侨城	上海松江	-	54%	-	100%	-
上海万锦合利坊	上海普陀区	11.22	40%	4.49	100%	11.22
新浦江城	上海闵行区浦江镇	110.00	19%	20.90	85%	93.50
成都华侨城·纯水岸一期	成都金牛区西北三环	16.10	50%	8.05	100%	16.10
成都天府华侨城拟开发土地	成都金牛区西北三环	120.00	50%	60.00	100%	120.00
天津华侨城	天津华明镇	31.86	40%	12.74	100%	31.86
泰州华侨城	泰州市溱湖	20.00	25%	5.00	68%	13.60
云南华侨城	昆明阳宗海风景区	-	70%	-	70%	-
合计		576.02		228.06		512.35

注：面积单位 万平米，上海华侨城和云南华侨城地产项目的地尚未拿到，天津华侨城项目公司拟挂牌转让。

数据来源：上市公司资料，安信证券研究所

4.1. 华南地区

深圳作为华侨城的发家之地，是公司战略的重中之重，目前仍拥有超过 100 万平米的土地储备。主要包括华侨城片区、东部华侨城和招华曦城项目。

4.1.1. 波托菲诺项目

波托菲诺地处深圳华侨城腹地，规划占地约 80 万平方米，建筑面积超过 100 万平方米，以意大利著名的旅游风光小城 PORTOFINO 为蓝本，结合华侨城旅游文化，自然山水资源特点，建筑、园林依地势而建，以 7 万平方米燕栖湖和 4 万平方米天鹅湖为灵魂，形成了“天鹅堡”与“纯水岸”两个品牌，目前“天鹅堡”与“纯水岸”分别还剩 12 万平米和 40 万平米建筑面积尚未开发。2008 年，华侨城波托菲诺品牌价值以 13.32 亿元荣获“中国地产品牌价值排行榜第一名”和“2008 年深圳豪宅销售冠军”。

华侨城波托菲诺·纯水岸五期位于深圳华侨城波托菲诺别墅区内，2008 年 5 月 26 日，24 套 TOWNHOUSE 别墅一推出便受到市场的追捧，很快就售罄，销售率达 100%，成交金额近 7 亿元，均价高达 8 万元/平米。

波托菲诺·纯水岸四期占地 3.5 万平米，建筑面积约 5.4 万平米，2008 年 7 月开盘，项目类型为小高层，主力户型建筑面积约 220-320 平方米，价格为 36000-78000 元/平米。

今年以来，深圳高端项目销售态势非常好，5 月初，位于深圳华侨城的 7 栋单价达 12 万的别墅产品推出即售罄。

纯水岸项目 08、09 年均取得了非常好的销售业绩，从 09 年开始进入结算高峰期，预计 09、10 年的结算收入均超过 10 个亿，每年贡献净利润约 4 亿元。

4.1.2. 东部华侨城

由华侨城集团投资 35 亿元人民币精心打造的东部华侨城，坐落于中国深圳大梅沙，占地近 9 平方公里，是以“让都市人回归自然”为宗旨、以文化旅游为特色的“国家生态旅游示范区”（国家旅游局、国家环保总局联合颁发）。

东部华侨城在山海间巧妙规划了大侠谷、茶溪谷、云海谷三大主题区域，集生态动感、休闲度假、户外运动等多项文化旅游功能于一体，体现了人与自然的和谐共处。东部华侨城于 2007 年 7 月 28 日对外试营业，当年接待游客超过 80 万人次。

东部华侨城地产项目——天麓，依托主题生态公园，是有别于传统物业的低密度山海大宅，以“平方公里”为计量单位，建构于东部华侨城 9 平方公里之上，是深圳独一无二的豪宅，总共的建筑面积为 14.5 万平米。天麓一区、天麓二区、天麓七区目前已经销售完毕，六区、九区预计 2009 年 7 月中旬开盘。

天麓一区占地面积 8.29 万平方米，建筑面积 8270 平米，容积率小于 0.1，共有 20 套独立式山海大宅。价格在 10~20 万元/平米之间。天麓二区根据用地山势特征组织建筑布局，创作出一个富有现代感的山地建筑群。价格为 7~10 万元/平米，截止 09 年 6 月底已经售罄。天麓七区位于云海谷体育公园内，共 44 栋别墅，13 栋 160 多平方米的双拼别墅，31 栋 200-300 多平方米的独栋别墅。双拼户型售价为 5-7 万元/平方米，独栋售价为 7-9 万元/平方米，截止 09 年 6 月底仅余一套独栋别墅未售。天麓项目 09 年能够结算的资源主要为二区和七区，约 1.5 万平米，总金额超过 12 个亿，贡献净利润约 4 亿元。六区和九区将于 10 年进入结算期。

4.1.3. 招华曦城

公司在深圳华侨城片区内还有超过 50 万平米的项目储备。此外，还有东方花园、招华曦城等高端房地产项目，其中招华曦城是华侨城与招商地产联合开发的项目，两者各占 50% 股份，位于宝安尖岗山，是纯别墅项目，2 期 2008 年已经开盘，其中独栋均价 5-7 万、联排 3.3-4 万元/平方米，总价 800-1500 万/套。截止 2009 年 6 月底，总共 144 套别墅已经基本售罄，仅余 10 套左右。该项目从 09 年起不再合并报表，预计 09 年将贡献投资收益 2.45 亿元。

4.1.4. 华侨城·四海公寓

华侨城·四海公寓位于蛇口四海公园与后海大道之间。西侧与四海公园仅一步之遥，东侧距后海大道约 200 米，项目与后海大道之间规划建设为大型商业设施。项目由两栋 31-33 高层塔楼和两层商业裙房组成，是华侨城地产开发的一个精品小户型项目。09 年 4 月 12 日开盘当天成交率近 95%，均价 12000 元/平米。作为华侨城地产的首个纯小户型项目，能够取得如此好的销售业绩，再次印证了华侨城地产强大的品牌号召力。项目可售资源共 4.15 万平米，预计 09 年能够全部结算，总金额约 5 亿元。

4.2. 华北地区

北京作为中国的首都，历来是各房地产公司的兵家必争之地，也是公司向外扩张的第一站。

北京华侨城旅游主题社区项目位于北京市东四环和京沈高速路交接处；距天安门直线距离 10 公里，20 分钟车程；距 CBD 中央商务区直线距离 3.5 公里，10 分钟车程，是 CBD 一级辐射区。

项目总占地 1.5 平方公里，其中主题公园占地 100 公顷，房地产及商业占地约 50 公顷，总投资约为 25 亿元。项目从功能上主要分成三大区域，分别是主题公园区、主题居住区和主题商业区。在北京世纪华侨城旅游主题社区的建设过程中，主题公园与主题居住区、主题商业区将在概念上互为依托，景观上互为借用，将建设成为一个绿色、生态、环保、人文、休闲、高尚的大社区。

大型主题公园的建设参考了华侨城在深圳的成功经验，利用现代高科技手段，以“游乐器械加文化主题包装”的形式，建造了一个充满现代都市娱乐氛围的旅游主题公园——北京欢乐谷。另外，它还将是一个生态公园，绿化率将达到 85% 以上。2007 年，北京欢乐谷全年接待游客超过 200 万，预计将逐步增加到 300 万左右。

主题居住区建筑面积约 69 万平米，是整个社区的另一重要构成，它将结合深圳华侨城现代大型居住示范城区的成功开发经验，遵循“在花园中建城市”的开发理念，开发建设一个完善的生态型高尚社区。北京华侨城主题商业区建筑面积约 5 万平米，位于整个大社区的核心部分，在空间布局上把主题公园和住宅有机联结在一起。商业区主要定位于成为北京市颇具特色的旅游、休闲、购物的目的地以及区域性的特色商业中心，并且满足社区居民基本配套需求。

住宅项目三期 A2-4 号楼于 2008 年 7 月 5 日开盘，均价 14200 元/平米（120 平米的户型，前期 160 平米的户型均价为 16000 元/平米）。2009 年 3 月 21 日，三期 A2-3 号楼正式开盘，均价 12600 元/平方。132 套房源引来 500 余客户的抢购，当天即全部售罄，认购率高达 100%，销售额超过 3 亿。预计 09、10 年北京华侨城项目的结算收入均在 10 亿以上，贡献的净利润超过 2 个亿。

4.3. 华东地区

4.3.1. 上海华侨城

2005 年 11 月 25 日，上海华侨城项目选址佘山国家旅游度假区核心区，总占地面积约 2500 亩。其中，旅游部分占地约 1650 亩，将投资建设一个大型现代生态旅游乐园及配套休闲旅游设施；地产部分总占地约 850 亩（预计今年年底挂牌出让，公司获得的可能性较大），其中 250 亩位于度假区核心区东侧，将规划建设高品质主题地产项目，约 600 亩位于松江大学城东北侧，将规划建设主题生活社区。

上海华侨城的旅游项目位于佘山，拟按照欢乐谷模式开发，建成一个集现代高科技游乐、休闲度假、演艺于一体的度假休闲公园，于 2009 年开业，为 2010 年上海世博会服务，将成为世博会体验之旅的一个组成部分。

地产项目的地块目前还未拿下来，公司拟建设一个面向普通消费市场的大型高品质社区。按照华侨城的开发理念和运作大型社区的成功经验，在小区功能布局上充分体现了尊重自然环境、塑造高品味生活环境的规划理念，将建成具有生态水景特色的高品质社区。

4.3.2. 上海新浦江城项目

在上海，华侨城还参与了上海“一城九镇”的新区规划，投资约 30 亿元建设新浦江城项目，计划用 10 年时间在浦江镇新镇中心 2.6 平方公里中打造出一个集生态、旅游、居住、商业为一体的新型上海意大利小镇。新浦江城一期于 2006 年已经全部售完，二期于 2009 年开盘，总共的建筑面积高达 110 万平米，其中住宅 70 万平米，商业 40 万平米。

09 年 3 月 28 日，上海新浦江城二期推出一批公寓房源，主力房型为 78-98 平方米的二房，总高 11 层的小高层，大阳台送一半面积，均价 11000 元/平方米，当日就几乎售罄。该项目预计 10 年进入结算期。

4.3.3. 泰州华侨城

泰州华侨城项目位于江苏省泰州市溱湖风景区西南侧，占地 2000 亩，预计总投资 20 亿元，是一个集商务会议、休闲旅游、温泉度假于一体的综合性项目，是华侨城集团区外五大综合旅游项目之一。

泰州华侨城传承了华侨集团 20 多年的生态保护理念，公司依托国际化视野，着力打造长三角地区一流的旅游休闲度假区。该项目充分利用了里下河地区的温泉和湿地资源，将建设温泉水疗中心、湿地体育休闲公园、精品酒店、水岸商业街、大型会议中心和低密度住宅，建成后将是一个集休闲、度假、旅游及居住于一体的理想场所。目前，温泉 SPA、商业街、儿童游乐场、高档会所等一期项目均已相继开工建设。

4.4. 西部地区

4.4.1. 成都华侨城

成都华侨城按照深圳“欢乐谷”的模式，运用“体验即是生活、生活即是体验”的设计理念，充分利用现代最新高科技成果，以“欢乐、激情、梦幻”为基本主题，分别依循“海洋主题”、“太空主题”、“森林主题”、“运动主题”、“儿童主题”五大主题来开发建设系列的核心旅游产品。位于其中的成都华侨城商业区占地约 50 万平方米，华侨城与 14 家企业将对商业东区的打造签订协议，首期商业计划项目预计在今年年底开始营业。

2006 年 9 月 28 日，成都市国土资源局举行国有土地挂牌转让活动，将 3000 亩土地分成 4 个标的进行转让，起始价均为 60 万元/亩。华侨城 A 旗下的深圳华侨城成都有限公司以 60 万元/亩的价格，共计 18 亿元，将 3000 亩土地全部划归自己的“势力范围”。

占地 3000 亩的成都华侨城位于成都市金牛区三环路交大立交桥附近，规划建设现代主题公园、都市娱乐商业和高尚人文住区三大功能板块。率先亮相的地产项目是成都华侨城·纯水岸 1 期，整个地产板块占地面积达到 1500 亩。项目分为东、西两区，与之配套的是占地约 45 万平方米的成都欢乐谷及约 50 万平方米的都市娱乐区。

2008 年 8 月 16 日，成都华侨城·纯水岸一期“半岛多层”开盘，每平方米均价 7800 元的 364 套房源当天即告售罄，销售面积 6.6 万平米，成交额达 5.1 亿。随后，“景观高层”第一批次商品房 9 月 20 日在成都发售，以每平米 5500 元均价，当日成交 335 套，成交金额 1.85 亿元，销售过九成。截止 2009 年 3 月，成都华侨城·纯水岸一期约 1200 套住宅全部售罄。华侨城旅游地产以独特开发模式和品牌魅力持续受到市场热捧。该项目将从 09 年起进入结算期。

4.4.2. 昆明华侨城

“华侨城云南阳宗海旅游小镇”总投资 20 亿元以上。该项目总面积 9300 余亩(6.2 平方公里)，公司目前已经拿下了 1000 亩，地价仅 8 万/亩。这种储备土地的方式，在中国恐怕没有第二家能够有此条件了。

华侨城落户昆明得到了云南省、昆明市、宜良县党政各级领导的高度重视，云南华侨城项目奠基仪式时，出席的领导阵容可谓是史无前例，云南省委副书记、省长秦光荣，云南省委副书记李纪恒，云南省常务副省长罗正富，云南省委常委、昆明市委书记仇和等都出席了奠基仪式。

云南华侨城项目是由华侨城集团和云南省城市建设投资有限公司联合投资，注册资本金 4 亿元人民币，开发云南昆明阳宗海生态旅游项目，华侨城控股 70%，云南城投 30%。项目将参照东部华侨城的模式，包含小镇、高尔夫、温泉、酒店、别墅等。

5. 酒店配套，完善公司产业链

酒店集团旗下的华侨城洲际大酒店、威尼斯皇冠假日酒店这些高星级酒店均将一并注入上市公司，加上国际酒店管理公司拥有的城市客栈连锁酒店 18 家和东部华侨城拥有的茵特拉根酒店群。新的上市公司将拥有 2 家超 5 星级、1 家 5 星、1 家 4 星和 18 家经济型连锁酒店（见表 5）。

华侨城在酒店开发中，成功融入主题文化元素，构建了中国首个主题酒店群。较早前建设了东南亚文化主题的海景奥思廷酒店和威尼斯文化主题的威尼斯酒店；2006 年，又以西班牙文化为主题，在深圳建设了首个国家最高质量等级——白金五星级标准的主题酒店：华侨城大酒店；2007 年，依照瑞士风格设计的五星级的东部华侨城茵特拉根酒店开业，此后，水文化主题的茵特拉根瀑布酒店、房车主题的茵特拉根房车酒店、佛禅文化主题的茵特拉根檀越酒店等相继开业，构筑起了茵特拉根酒店群。此外，华侨城酒店业旗下的经济型酒店 CITY INN 城市客栈成功实现了跨区连锁经营。华侨城酒店业正呈现出强劲的发展势头。

酒店品牌和管理确立国内高端地位。在 2008 年度中国百强酒店评选活动中，华侨城酒店以较强的综合实力和品牌影响力，一举获得五个奖项。其中，华侨城酒店集团总裁金阳入选饭店业“中华英才百福榜”，获得“中华英才白金五星勋章”；华侨城酒店管理公司获得“中国十佳酒店管理公司”称号；华侨城洲际大酒店、威尼斯皇冠假日酒店、茵特拉根华侨城酒店分别获得“中国十佳主题酒店”称号。

表 5：华侨城集团酒店资源

名称	级别	房间数	增发前权益比例	增发后权益比例
莱茵拉根酒店群	超五星级	600 多	50%	95%
华侨城洲际大酒店	超五星级	540		100%
威尼斯皇冠假日酒店	五星级	375		100%
海景奥思廷酒店	四星级	436		100%
城市客栈	经济型	2630		100%

数据来源：上市公司资料，安信证券研究所

我们认为，酒店本身是旅游产业链条的延伸，虽然从当前的账面上看，酒店基本没有为公司贡献什么利润，但这主要是因为华侨城洲际大酒店和莱茵拉根酒店群开业时间较晚，近两年的费用较高导致的，随着酒店进入正常运营，盈利能力将逐渐增强。而且

酒店资产的注入不仅可以为上市公司提供较为稳定的现金流，同时也能够进一步完善了上市公司的旅游产业链，提高整个旅游地产项目的边际效益。公司计划在每一个大的主题公园项目内都建一座高星级的酒店，使公司的酒店与主题旅游形成良性循环，成为真正为公司贡献大量利润的部门。

6. 香港华侨城，海外资本平台

香港华侨城是华侨城集团在香港设立的全资子公司，是一家集投资管理和实业经营为一体的综合性公司，是华侨城集团唯一海外资本平台。旗下资产主要有华侨城亚洲控股公司（67.185%，原华力包装），参股成都华侨城公司（25%）和华侨城大酒店公司（9%）。

香港华侨城盈利能力一般，2008 年归属于母公司的净利润仅 1159 万元，但香港华侨城搭建了集团国际化发展的融资平台，同时也是吸引海外优秀人才、引进先进管理理念的平台，可以从资本运作、品牌推广、人才培养等多方面助推集团国际化发展战略。

7. 投资建议

我们测算出华侨城重估值 RNAV 为 23.9 元/股。市场上对华侨城 RNAV 测算值有与我们一致的，有的较低的在 17-20 元/股之间，但也有的非常低，只有 12-13 元/股。

这可能与计算方式等的不同有关，我们认为取 17-24 之间的中间值较为合理，也就是市场对华侨城 RNAV 估值的中值大约在 20 多元/股。

根据 7 月 10 日的收盘价，除华侨城以外，我们测算到目前实现**全国布局的一线地产公司**（包括万科 A、招商地产、保利地产、荣盛发展、金地集团、信达地产、首开股份、新潮中宝）的**股价相对于各自的 RNAV 估值平均溢价 90%**，而华侨城股价与 RNAV 值差异较小；同时华侨城低成本拿地的模式更有独特性、未来 2-3 年每年都实现 30% 增长的确定性较高；但比较 2010 年的 PE，华侨城显然是所有一线公司中最高的。综合以上因素，我们给予华侨城目标价为 30 元/股。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2009-7-12	
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,729.1	3,490.7	7,644.6	9,785.9	11,257.7	成长性					
减: 营业成本	757.4	1,843.7	3,167.3	3,613.4	4,165.4	营业收入增长率	8.4%	101.9%	119.0%	28.0%	15.0%
营业税费	141.6	400.3	665.2	965.7	1,125.8	营业利润增长率	15.7%	50.6%	88.9%	38.1%	20.1%
销售费用	83.7	95.8	222.7	283.4	315.2	净利润增长率	35.6%	22.3%	65.9%	46.0%	15.4%
管理费用	503.2	487.0	1,077.9	1,368.5	1,463.5	EBITDA 增长率	28.7%	62.3%	80.9%	38.5%	18.5%
财务费用	55.4	145.4	328.9	461.7	430.7	EBIT 增长率	19.0%	57.4%	92.7%	38.4%	16.8%
资产减值损失	0.5	0.5	3.4	1.4	6.1	NOPLAT 增长率	28.0%	53.0%	67.6%	34.9%	12.4%
加: 公允价值变动收益	9.4	-	-	-	-	投资资本增长率	40.0%	21.4%	137.1%	9.1%	4.5%
投资和汇兑收益	655.5	765.5	245.7	258.0	270.9	净资产增长率	56.1%	21.1%	130.4%	13.6%	13.8%
营业利润	852.4	1,283.4	2,424.8	3,349.8	4,022.0	利润率					
加: 营业外净收支	-0.6	-1.8	-	-2.0	-	毛利率	56.2%	47.2%	58.6%	63.1%	63.0%
利润总额	851.8	1,281.6	2,424.8	3,347.8	4,022.0	营业利润率	49.3%	36.8%	31.7%	34.2%	35.7%
减: 所得税	47.9	112.5	485.0	736.5	1,005.5	净利润率	43.4%	26.3%	19.9%	22.7%	22.8%
净利润	750.4	917.4	1,521.7	2,221.1	2,564.0	EBITDA/营业收入	63.9%	51.4%	42.4%	45.9%	47.3%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	52.5%	40.9%	36.0%	38.9%	39.6%
货币资金	1,675.7	931.3	2,611.6	2,782.9	2,900.6	运营效率					
交易性金融资产	22.5	-	-	-	-	固定资产周转天数	625	428	277	327	358
应收帐款	58.6	151.9	314.2	402.2	462.6	流动营业资本周转天数	-93	-50	195	303	233
应收票据	-	-	50.3	64.3	74.0	流动资产周转天数	381	308	501	718	680
预付帐款	28.7	378.0	1,264.9	1,806.9	2,223.4	应收帐款周转天数	5	4	4	4	5
存货	1,055.5	1,678.0	13,877.3	15,837.8	15,975.1	存货周转天数	159	141	366	547	509
其他流动资产	-0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	总资产周转天数	2,029	1,362	1,123	1,344	1,312
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,456	932	787	904	838
持有至到期投资	420.0	320.0	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3,027.4	3,384.0	3,722.4	4,094.6	4,504.1	ROE	14.1%	16.9%	12.2%	14.4%	14.6%
投资性房地产	241.0	231.7	509.8	611.8	734.2	ROA	6.4%	8.4%	5.7%	6.6%	7.1%
固定资产	4,249.7	4,058.3	7,700.1	10,101.8	12,285.0	ROIC	14.7%	16.1%	22.2%	12.6%	13.0%
在建工程	1,257.3	2,219.3	3,109.6	3,054.8	3,027.4	费用率					
无形资产	364.2	526.4	491.4	458.7	428.2	销售费用率	4.8%	2.7%	2.9%	2.9%	2.8%
其他非流动资产	68.0	68.0	109.9	110.1	110.3	管理费用率	29.1%	14.0%	14.1%	14.0%	13.0%
资产总额	12,468.5	13,946.9	33,761.6	39,326.1	42,725.1	财务费用率	3.2%	4.2%	4.3%	4.7%	3.8%
短期债务	4,535.2	4,200.0	8,794.2	8,865.4	7,640.4	三费/营业收入	37.1%	20.9%	21.3%	21.6%	19.6%
应付帐款	1,182.6	1,734.7	3,191.9	3,875.9	4,758.0	偿债能力					
应付票据	110.1	192.4	-	-	-	资产负债率	54.2%	50.4%	52.8%	54.0%	51.8%
其他流动负债	566.8	536.9	4,618.4	7,260.6	8,498.9	负债权益比	118.5%	101.8%	112.1%	117.4%	107.5%
长期借款	312.3	10.9	1,010.9	1,010.9	1,010.9	流动比率	0.44	0.45	1.09	1.04	1.03
其他非流动负债	55.8	60.0	140.0	140.0	140.0	速动比率	0.28	0.21	0.25	0.25	0.27
负债总额	6,762.7	7,035.7	17,841.1	21,238.6	22,133.9	利息保障倍数	16.39	9.83	8.37	8.26	10.34
少数股东权益	766.9	1,327.4	1,745.5	2,135.7	2,588.2	分红指标					
股本	1,310.5	2,621.1	3,107.5	3,107.5	3,107.5	DPS(元)	0.09	0.12	0.10	0.14	0.17
留存收益	3,628.3	2,962.7	11,067.4	12,844.3	14,895.5	分红比率	31.1%	32.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	5,705.7	6,911.2	15,920.4	18,087.5	20,591.2	股息收益率	0.4%	0.5%	0.4%	0.6%	0.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	804.0	1,169.1	1,521.7	2,221.1	2,564.0	EPS(元)	0.29	0.35	0.49	0.71	0.83
加: 折旧和摊销	361.5	381.5	488.7	679.9	869.5	BVPS(元)	2.18	2.64	5.12	5.82	6.63
资产减值准备	0.5	0.5	3.4	1.4	6.1	PE(X)	83.3	68.1	48.7	33.4	28.9
公允价值变动损失	-9.4	-	-	-	-	PB(X)	11.0	9.0	4.7	4.1	3.6
财务费用	26.3	54.7	172.2	328.9	461.7	P/FCF	91.6	-53.5	-11.5	474.8	405.5
投资收益	-655.5	-765.5	-245.7	-258.0	-270.9	P/S	36.1	17.9	9.7	7.6	6.6
少数股东损益	53.6	251.7	418.1	390.2	452.5	EV/EBITDA	31.2	37.3	25.7	18.6	15.6
营运资金的变动	115.3	145.6	-7,899.9	726.9	1,496.4	CAGR(%)	48.1%	37.2%	20.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	731.4	1,125.4	-5,384.7	4,223.3	5,548.3	PEG	1.7	1.8	2.4	-0.3	-0.3
投资活动产生现金流量	-2,601.4	-1,078.8	-4,773.8	-3,115.3	-3,139.7	ROIC/WACC	1.6	1.8	2.4	1.4	1.4
融资活动产生现金流量	3,269.5	-833.7	12,334.5	-834.6	-2,168.5	REP	2.6	3.8	1.5	2.4	2.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

陶学明，房地产行业高级分析师，CFA，MBA (McGill University)，工学硕士。5-6 年证券研究及房地产行业工作经验。之前于中国石化总部从事管理工作。2007 年 8 月加盟安信证券研发团队。李孔逸，2002 年 7 月到 2004 年 7 月任职于中国农业银行衡阳市分行。2007 年 7 月武汉大学金融学硕士毕业后至今就职于安信证券研究中心，从事房地产行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581689	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	张茜萍	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层