

可售资源多 下半年可乘势实现高销售

报告关键点：

- 公司房地产开发项目已经完成全国东西南北战略布局。
- 公司下半年可售资源多，销售将继续发力，总的可销售额预计达76亿元。
- 维持华侨城6个月目标价30元/股，买入-A评级

报告摘要：

- 公司房地产开发项目已经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、上海万锦合利坊项目和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。今年初以来，公司销售成绩喜人，深圳、北京、上海、成都等高端项目均实现了快速销售，销售额约45亿元，下半年，公司将继续加大推盘力度，可售面积约36万平米，预计可销售额76亿元（其中，纯水岸21亿，天麓14亿，曦城17亿，浦江新城9亿，成都华侨城15亿），销售有望再创佳绩。
- 深圳地区，纯水岸、天麓、曦城下半年均有新盘推出。
 - 波托菲诺纯水岸7期2-3栋高层130套270、360平方米纯复式，2009年8月1日开盘，仅限VIP客户参与选房，可售面积约3.7万平米，均价达5.7万元/平米，两天就销售了70%左右。（上半年纯水岸8期曾推出7套联排别墅，当天即售罄，均价达12万元/平米，还剩8套推出时间未定。）
 - 东部华侨城天麓9区，8月2日开盘，共9套联排别墅，均价9万元/平米，已销售5套。天麓6区，位于茶溪谷外围，附近有一人工湖，规划建筑面积共3.1万平米，户型有联排、叠墅和花园洋房，预计8月8日开盘，均价3万多。
 - 招华曦城2期共5万平米，今年年初共剩余2万多平米，上半年销售超80%，独栋售价5万元/平米，联排3万多。3期预计9月份推出，共4.3万平米。
- 上海地区，浦江新城11号地块规划建筑面积约9万平米，上半年推出了500多套公寓，共7万平米，均价1.1-1.2万元/平米，下半年会推出剩余的2万多平米以及另外4.6万平米的联排和公寓，其中联排价格预计在2万元/平米以上。
- 成都地区，纯水岸1期2万多平米的尾盘上半年已经销售一空。2期总规划建筑面积20多万平米，包括5万平米左右的低密度住宅和14万多平米的多层和高层，预计年内均会推出。2期上半年已推出2万平米左右的联排别墅，均价15600元/平米，销售了80%，下半年推出的2期多层、小高层，预计均价超过6500元/平米。
- 投资建议：华侨城低成本拿地的模式更有独特性、地产销售开始放量，未来2-3年业绩每年都实现30%增长的确定性较高，我们维持华侨城6个月目标价30元/股，买入-A评级。

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	74.4	60.9	43.5	29.8	25.8
市净率	9.8	8.1	4.2	3.7	3.2
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	28.2	33.6	23.3	16.9	14.1

敬请参阅报告结尾处免责声明

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

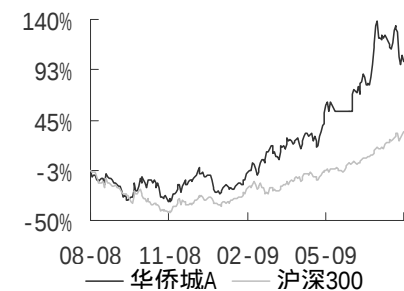
现价： 21.30 元

报告日期： 2009-08-03

市场数据

总市值(百万元)	55,829.18
流通市值(百万元)	27,098.27
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	(28.28)	4.99	67.51
绝对收益	(14.46)	49.37	100.82

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

前期研究成果

华侨城：旅游开疆拓土，高附加值地产实现全国布局

2009-07-13

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

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-8-3**

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%	0.5%	0.7%	0.8%
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)	74.4	60.9	43.5	29.8	25.8
公允价值变动损失	-9.4	-	-	-	-	PB(X)	9.8	8.1	4.2	3.7	3.2
财务费用	26.3	54.7	172.2	328.9	461.7	P/FCF	81.8	-47.8	-10.2	424.2	362.3
投资收益	-655.5	-765.5	-245.7	-258.0	-270.9	P/S	32.3	16.0	8.7	6.8	5.9
少数股东损益	53.6	251.7	418.1	390.2	452.5	EV/EBITDA	28.2	33.6	23.3	16.9	14.1
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%		
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	1.5	1.6	2.1	-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	2.4	3.4	1.3	2.1	2.0

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，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，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
 邮编: 100034