

旅游业务大幅增长，地产销售稳步上升

谨慎推荐 维持评级

分析师：潘玮 邮箱：panwei@chinastock.com.cn 电话：010-66568212 执业证书编号：S0130109074249

1. 事件

本公司在 2009 年度实现营业收入 1,095,695.74 万元，同比增长 26.6%；其中主营业务收入 1,089,448.66 万元，实现营业利润 237,834.43 万元，同比增长 20.8%。归属母公司股东的净利润为 170,557.34 万元，同比增长 19%。基本每股收益 0.55 元。拟每 10 股派发现金红利 1 元(含税)。

2. 我们的分析与判断

1) 旅游综合收入大幅增加，地产收入与上年持平

报告期内由于成都华侨城和上海华侨城新开业，东部华侨城全面开业，故旅游综合项目收入大幅增加，房地产收入与去年基本持平，纸包装收入由于受到金融危机的影响，收入略有下降。旅游综合收入比上年同期大幅增加 53.43%，原因是新开业的成都华侨城、上海华侨城和东部华侨城为公司的旅游业务带来了较高的收入。2009 年公司旅游业务收入为 70 亿元，创历史新高；房地产业务竣工、销售面积创新高，实现销售收入 32.5 亿元，与 08 年持平。

表 1 按业务分类的主营业务状况 (万元)

2009 年	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增加	营业成本比上年同期增加	毛利率比上年同期增加
旅游综合收入	705,965.88	406,926.75	42.36%	53.43%	72.0%	-6.21%
房地产收入	325,080.03	136,324.62	58.06%	-5.94%	6.9%	-5.02%
纸包装收入	60,421.23	53,544.07	11.38%	-18.26%	-20.4%	2.43%
小 计	1,091,467.14	596,795.44	45.32%	24.08%	38.3%	-5.62%

资料来源：中国银河证券研究所

2) 期间费用率增加，财务费用减少

09 年度销售费用比去年同期增加 97%，是由于成都、上海的旅游项目开业，相应的宣传广告费用同比增加；财务费用减少 40%的主要原因是由于公司本年度现金流入较大，借款大幅下降，故利息支出降幅较大；所得税增加的主要原因是本年度利润增加以及深圳地区的所得税率增加所致。

表 2 公司期间费用率构成 (万元)

项目	本年数	上年同期数	增减额	增减率
销售费用	59,438.90	30,072.04	29,366.86	97.66%
管理费用	99,998.49	95,739.26	4,259.23	4.45%
财务费用	13,146.65	22,183.97	-9,037.32	-40.74%
所得税	51,654.17	34,825.65	16,828.52	48.32%

资料来源：中国银河证券研究所

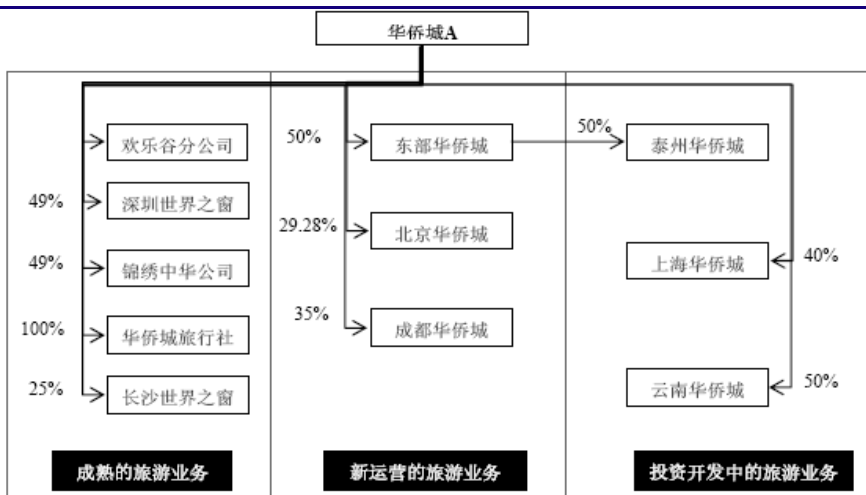
3) 2009 年 11 月完成集团主营业务整体上市，发展跃上新台阶

2009 年 11 月公司完成集团主营业务整体上市。主营业务整体上市计划的实施有利于加快国有企业改革和发展的步伐，实现优质国有资产向国有控股的上市公司集中，全面提升上市公司的综合竞争实力。

旅游业务方面，公司自 2002 年开始先后投资建设的北京华侨城、东部华侨城、成都华侨城、上海华侨城等大型旅游地产综合项目，从 2009 年起将全面进入收益期。成都欢乐谷（已于 2009 年 1 月开业）、上海欢乐谷（2009 年已经试营业）、生态旅游东部华侨城（2009 年 5 月已开业）都是 2009 年新开业的旅游景点。整体上市后，公司的房地产业务全部进入上市公司，公司的资产规模、经营规模及盈利能力将有可能得到进一步提升，公司的偿债能力将可能有进一步的改善，协同能力将有所体现，关联交易得以改善，投资收益占利润比重较大情况将大大改善。

4) 成熟旅游业务稳定发展，新运营的项目和拟开发的项目未来前景广阔

图 1 华侨城旅游业务概况



资料来源：中国银河证券研究所

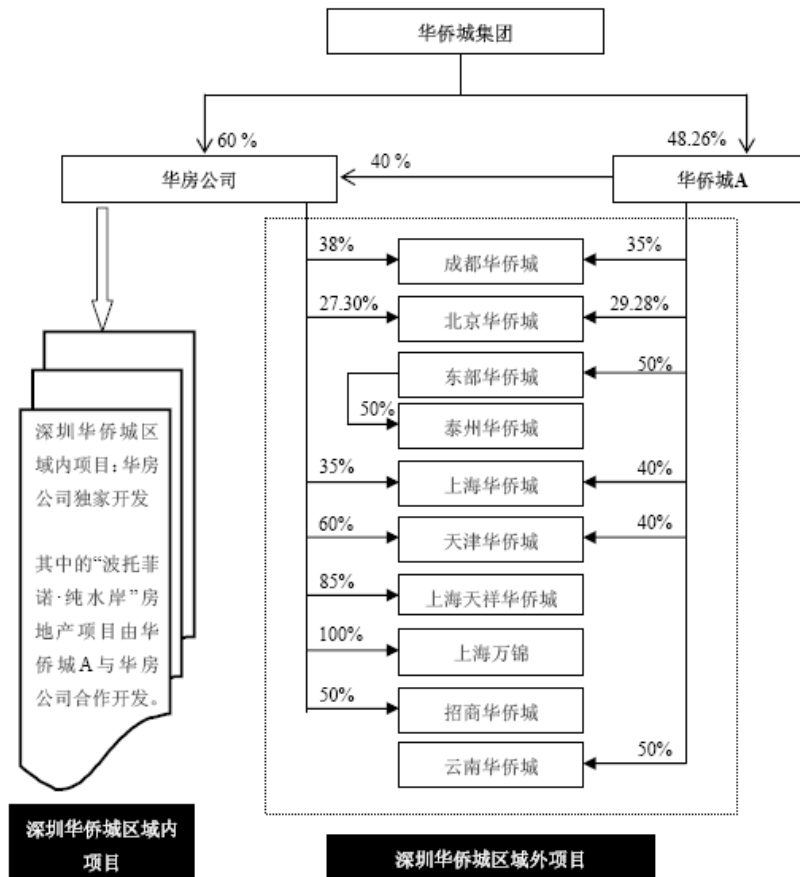
既有的成熟旅游业务是指本公司自上市以来积累形成并处于运营中的业务，主要包括欢乐谷公司、深圳世界之窗、锦绣中华公司、长沙世界之窗和华侨城旅行社。此块业务收入每年稳定增长 5%左右。

新运营的旅游业务：新投入运营的旅游业务是指经过前期建设，在近年内投入运营但尚未完成全部项目建设的旅游业务，主要包括北京华侨城旅游综合项目、东部华侨城旅游综合项目及成都华侨城旅游综合项目，均采用“旅游+地产”综合开发模式。**2009 年新开业的上海、成都华侨城项目和东部华侨城城市公司旅游业务收入 2009 年同比大幅增长 53%的来源。**

仍在投资开发中的旅游业务：仍在投资开发的旅游业务是指仍处于投资开发阶段尚未开始营运的业务，也均采取“旅游地产”综合开发模式，包括上海、泰州、云南等旅游综合项目。此类业务预计随着开发的不断进行，旅游业务带来现金流的同时，周边环境的不断升值也会带来公司地产项目良好的前景。

5) 公司地产权益储备面积 671 万平米，分布在一线及经济较发达的二线城市

图 2 公司房地产业务概况图



资料来源：中国银河证券研究所

公司当期土地储备面积达到 671 万平方米，分布在深圳、上海、北京、成都、云南、泰州、武汉、西安等地区。公司以开发旅游地产著称，产品以高端豪宅居多，毛利率较高，预计未来能为公司带来总计 600-700 亿元的销售收入。

其中 2006 年 - 2008 年，波托菲诺项目每年为本公司贡献的投资收益均超过本公司当年净利润的 10%。公司近年来正在开发的项目有“波托菲诺·纯水岸”项目、侨城馨苑、东方花园 N1 区、栖湖花园二期 5 号地块、侨北苑一期、栖湖花园二期 7 号地块、湾厦花园二期项目、新浦江城项目、普陀合利坊项目、曦城项目、天津华侨城项目、北京华侨城主题旅游综合项目、成都华侨城主题旅游综合项目、东部华侨城主题旅游综合项目。

3、投资建议

预计公司 2010、2011 年每股收益为 0.65 元和 0.8 元。当前政府调控地产的措施可能会对高端住宅产生一定的影响，但是该公司旅游地产的模式独特，产品具有一定的优势和不可复制性，并且公司的旅游业务仍处在稳步成长的阶段，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

表 3 2009 年末公司权益建筑面积情况（单位：万平方米）

所在区域	项目名称	产品类型	公司权益比例	公司权益建筑面积
深圳	华侨城本部纯水岸	住宅	100%	
	华侨城本部天鹅堡	住宅	100%	85.50
	华侨城本部其他项目	住宅	100%	
	招华曦城	住宅、商业物业	50%	9.74
	东部华侨城天麓	住宅	100%	9.36
上海	浦江华侨城	住宅、商业物业	86.12%	92.41
	合利坊	住宅	100%	16.06
北京	欢乐嘉园	住宅	63.24%	8.82
成都	纯水岸	住宅、商业物业	89.18%	143.76
云南	云南华侨城	住宅、商业物业	70%	81.22
泰州	泰州华侨城	住宅、商业物业	70%	24.26
武汉	武汉华侨城	住宅、商业物业	100%	192.00
西安	西安华侨城	住宅	100%	8.48
合计			671.61	

资料来源：中国银河证券研究所

表 4 2010 年度公司地产计划开工与可售面积表（平方米）

所在区域	项目名称	产品形态	2010 年计划 开工面积（平方米）	2010 年计划可 售面积（平方米）
深圳	纯水岸 8 号地块	低密度住宅	5,632.44	5,632.44
	纯水岸 11 号地块	低密度住宅	2,828.90	2,828.90
	纯水岸 10 号地块	低密度住宅	3,201.12	——
	华侨城本部 燕晗花园二期	多层	10,955.00	——
	燕晗花园三期	高层	33,369.00	——
	锦绣花园四期	高层	53,000.00	——
	天鹅堡四期	高层	67,156.00	——
	侨城馨苑	高层	——	33,135.00
	香山里花园一期	高层	——	90,000.00
	其他			
	招华曦城五期	低密度住宅	51,000.00	——
	招华曦城六期	低密度住宅	28,080.00	——
	招华曦城四期	低密度住宅	——	46,982.00
	东部华侨城天麓三区二期	低密度住宅	39,972.00	——
	东部华侨城天麓一区	低密度住宅	——	584.68
	东部华侨城天麓三区一期	低密度住宅	——	11,538.00
	东部华侨城天麓六区	低密度住宅	——	1,423.86
	东部华侨城天麓七区	低密度住宅	——	1,138.41

	东部华侨城天麓八区	低密度住宅	——	14,895.00
	东部华侨城天麓九区	低密度住宅	——	526.10
上海	浦江华侨城二期 122-10 地块	低密度住宅	30,300.00	——
	浦江华侨城二期 122-13 地块	低密度住宅、小高层、商业	110,600.00	——
	浦江华侨城二期 123-1 地块	小高层、商业	94,349.00	——
	浦江华侨城二期 122-8 地块	低密度住宅、小高层	——	29,064.50
	浦江华侨城二期 122-9 地块	低密度住宅、小高层	——	34,682.21
	浦江华侨城二期 122-11 地块	低密度住宅	——	2,182.10
	浦江华侨城二期 122-12 地块	多层、小高层	——	88,617.00
	合利坊	高层	——	53,498.00
成都		低密度住宅	31,708.00	31,708.00
	纯水岸三期	多层	120,070.00	120,070.00
		高层	——	79,565.00
		低密度住宅	——	18,605.00
	纯水岸三期	多层	——	7,030.00
		高层	——	34,479.00
北京	欢乐嘉园三期	高层	——	36,694.00
武汉	地产一期	高层	150,000.00	——
西安	地产一期	低密度住宅	40,000.00	——
昆明	地产一期	低密度住宅	20,000.00	20,000.00
泰州	纯水岸一期第二批	低密度住宅	22,350.00	18,631.97
	纯水岸二期	低密度住宅	20,000.00	——
	纯水岸一期第一批	低密度住宅	——	21,022.00
合计			934,571.46	804,533.17

资料来源：中国银河证券研究所

表 5 重点地产公司估值表

证券代码	证券简称	股价 4.21	EPS			PE			2010NAV	股价对 NAV 溢价
			EPS08	EPS09	EPS10	08PE	09PE	10PE		
000002.SZ	万科 A	8.11	0.37	0.48	0.65	21.9	16.9	12.5	10.8	-24.91%
600048.SH	保利地产	16.99	0.91	1.06	1.3	18.7	16.0	13.1	23.5	-27.70%
600663.SH	陆家嘴	20.62	0.47	0.5	0.57	43.9	41.2	36.2	17.8	15.84%
000024.SZ	招商地产	18.28	0.94	1	1.45	19.4	18.3	12.6	25.8	-29.15%
000069.SZ	华侨城 A	12.05	0.35	0.57	0.72	34.4	21.1	16.7	21.3	-43.43%
000402.SZ	金融街	9.30	0.43	0.57	0.7	21.6	16.3	13.3	16.5	-43.64%
000046.SZ	泛海建设	10.32	0.09	0.18	0.28	114.7	57.3	36.9	16.3	-36.69%
600895.SH	张江高科	11.81	0.38	0.46	0.68	31.1	25.7	17.4	15.6	-24.29%
600208.SH	新湖中宝	5.60	0.3	0.34	0.6	18.7	16.5	9.3	9.55	-41.36%
600383.SH	金地集团	11.51	0.38	0.78	0.64	30.3	14.8	18.0	17.2	-33.08%
601588.SH	北辰实业	4.70	0.13	0.23	0.28	36.2	20.4	16.8	4.8	-2.08%
002244.SZ	滨江集团	12.10	0.61	0.48	0.68	19.8	25.2	17.8	14.6	-17.12%
000031.SZ	中粮地产	8.04	0.08	0.21	0.15	100.5	38.3	53.6	8.2	-1.95%
600325.SH	华发股份	13.21	0.88	0.83	1.18	15.0	15.9	11.2	18.6	-28.98%
000718.SZ	苏宁环球	10.51	0.33	0.42	0.82	31.8	25.0	12.8	13.8	-23.84%
600748.SH	上实发展	10.53	0.34	0.23	0.49	31.0	45.8	21.5	13.55	-22.29%
600675.SH	中华企业	8.74	0.5	0.585	0.66	17.5	14.9	13.2	12.1	-27.77%
600376.SH	首开股份	16.71	0.7	0.95	0.98	23.9	17.6	17.1	19.6	-14.74%
600639.SH	浦东金桥	11.75	0.33	0.43	0.46	35.6	27.3	25.5	13.2	-10.98%
600246.SH	万通地产	6.70	1.04	0.27	0.45	6.4	24.8	14.9	11.8	-43.22%
600007.SH	中国国贸	10.02	0.35	0.26	0.35	28.6	38.5	28.6	10.5	-4.57%
600266.SH	北京城建	14.59	0.43	1.15	0.75	33.9	12.7	19.5	18.4	-20.71%
600736.SH	苏州高新	7.38	0.23	0.23	0.45	32.1	32.1	16.4	9.5	-22.32%
600185.SH	格力地产	10.59	0.47	0.66	0.7	22.5	16.0	15.1	12.6	-15.95%
002146.SZ	荣盛发展	15.75	0.46	0.73	1	34.2	21.6	15.8	16.2	-2.78%
600067.SH	冠城大通	9.47	0.3	0.46	1.19	31.6	20.6	8.0	16.8	-43.63%
000926.SZ	福星股份	9.87	0.55	0.48	0.75	17.9	20.6	13.2	14.32	-31.08%
000537.SZ	广宇发展	11.45		0.16	0.6		71.6	19.1	16.6	-31.02%
600777.SH	新潮实业	6.29	0.027	0.1	0.35		71	20	6.9	-8.84%

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

****行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围（举例）：**

A 股：陆家嘴（600663.SH）、张江高科（600895.SH）、华侨城（000069.SZ）、深振业 A（000006.SZ）、万通地产（600246.SH）、深长城（000042.SZ）、中航地产（000043.SZ）、天房发展（600322.SH）、格力地产（600185.SH）、大连圣亚（600593.SH）、世茂股份（600823.SH）、南国置业（002305）、首开股份（600376.SH）、金融街（000402.SZ）、冠城大通（600067.SH）、苏州高新（600736.SH）、苏宁环球（000718.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908