

湘财证券研究所

房地产

杨森： Tel: 021-68634518-8007
E-Mail: ys2875@xcsc.com

张化东： Tel: 021-68634518-8051
E-Mail: zhd3063@xcsc.com

朱毅： Tel: 021-68634518-8638
E-Mail: zy2831@xcsc.com

首次目标价： 17 元

首次评级： 买入

当前价格： 13.32 元

华侨城地产最近一年走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

事件：

□ 我们最近对华侨城进行了调研，和公司领导交流了行业和公司的近况。

投资要点与关注：

□ **行业调整中重新认识华侨城：**华侨城 A 的“旅游 + 地产”模式在行业调整中的优势需要重新认识：**1、产品的定位优势：**公司的发展经历了“静态主题公园”，到“综合体验主题公园”，到现在“旅游 + 房地产”的较为成熟的发展模式。而公司“旅游 + 地产”运营模式的成功，正是源于对旅游中重点发展文化内涵的定位和对地产中高端房地产的定位的有机结合；**2、土地选择的优势：**土地购置面积大，地价成本低，地块一般地处城市周边，初始自然条件较好，不过开发条件较差，交通比较便利的地方。**3、开发模式的优势：**“旅游 + 地产”其实是“先旅游后地产”的路子，一方面提升了房地产的价值（保证了地产业务的高毛利率），另一方面也使旅游资源的边际效应得到了充分的挖掘，实现旅游和地产的双赢。

□ **业绩锁定强：**我们预计公司 10~12 年在房地产开发项目分别结算 31.6 万平米、55 万平米和 87 万平米。10~12 年将分别实现结算收入 91 亿元、126.40 亿元和 159.83 亿元，贡献 EPS0.52 元、0.62 元和 0.65 元。截至 10 年 1 季度，公司已售未结算收入 53 亿元，锁定 10 年预计营业收入的 58%，业绩锁定性好。

□ **首次给予公司“买入”评级，综合 RNAV 为 16.13 元/股，目标价 17 元。**

- 假设房 10 年一手房新开盘价格平均打 8 折，且未来 3 年房价每年下降 5% 的情况下，我们预测公司 10~12 年的 EPS 分别为 0.71 元、0.90 元和 1.09 元，对应 6 月 25 日股价的 PE 分别为 18.74X，14.78X 和 12.25X。
- 按照公司 WACC 9.09% 测算出 RNAV 为 16.13 元，目前股价对比 RNAV 折价 19%。虽然房地产市场调控后续仍有空间，不过考虑到公司业务特性和股价的折价幅度，我们首次给予公司“买入”评级，给予目标价 17 元。

□ **风险提示：**后续出台严厉的税收政策和加息。

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8657	10957	13210	16966	20548
YoY (%)	401%	27%	21%	28%	21%
归属母公司净利润	1433	1706	2209	2800	3380
YoY (%)	91%	19%	29%	27%	21%
毛利率	51.8%	46.1%	46.0%	45.0%	45.0%
ROE	25.7%	16.3%	17.8%	18.9%	19.0%
EPS	0.46	0.55	0.71	0.90	1.09
P/E	28.88	24.27	18.74	14.78	12.25
P/B	7.41	3.95	3.34	2.79	2.32
EV/EBITDA	20.05	17.51	11.33	9.06	7.69

目录

一、公司基本情况	5
二、行业调整中重新认识华侨城 A	8
1、产品定位优势	8
2、土地购置	10
3、开发运营模式的成功	16
三、业绩预测	16
五、首次给予公司“买入”评级，目标价 17 元	19
湘财证券投资评级体系	22

图表目录

表 1: 华侨城预测与估值表	4
表 2: 华侨城土地购置地点	10
表 3: 华侨城 10 年项目列表 (单位: 万平方米)	16
表 4: 华侨城房地产业务结算预测 (单位: 万平方米, 亿元)	18
表 5: 华侨城子公司盈利情况 (单位: 亿元)	18
表 6: 公司主题公园情况	19
表 7: 公司股权投资情况 (单位: 亿元)	19
表 8: 招商地产 RNAV (万元)	20
表 9: 华侨城利润表预测	21
图 1: 华侨城 A 的控股股东	5
图 2: 整体上市前华侨城 A 的股权结构	6
图 3: 整体上市后华侨城 A 的股权结构	7
图 4: 华侨城主题公园创新过程	9
图 5: 华侨城 A 房地产业务综合毛利率	9
图 6: 上海欢乐谷选址位于地铁 9 号线旁, 生态环境好	11
图 7: 上海欢乐谷	11
图 8: 北京欢乐谷选址紧邻京沈高速和交通枢纽, 生态环境好	12
图 9: 北京欢乐谷	12
图 10: 深圳东部华侨城紧邻大梅沙浴场和码头, 盐坝高速旁	13
图 11: 成都华侨城北三环交通枢纽, 生态环境好	14
图 12: 武汉华侨城位于东湖景区, 临近火车站和交通枢纽, 生态环境好 ..	14
图 13: 泰州华侨城位于溱湖国家湿地公园, 交通便利, 生态环境好	15
图 14: 昆明华侨城位于阳宗海风景区 (A 处), 交通便利, 生态环境好	15
图 15: 华侨城净负债率持续下降	
图 16: 华侨城现金保障性较好	20
图 17: 华侨城 A PE Bands	
图 18: 华侨城 A PB Bands	21

表 1：华侨城预测与估值表

资产负债表						利润表					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3,139	14,610	19,656	28,933	36,115	营业收入	8,657.32	10,956.96	13,210.00	16,965.75	20,548.44
现金	931	2,999	19,672	15,839	30,380	营业成本	4,174.62	5,907.37	7,133.40	9,331.16	11,301.64
应收账款	35	179	-28	204	58	营业税金及附加	1,097.15	1,039.36	1,253.08	1,609.35	1,949.20
其他应收款	117	848	-436	944	-142	营业费用	71.72	72.72	245.81	271.45	308.23
预付账款	378	861	652	1,020	1,305	管理费用	1,051.52	999.98	1,405.05	1,676.45	2,108.02
存货	1,678	9,099	-784	10,327	3,896	财务费用	221.84	131.47	283.99	386.64	420.78
其他流动资产	0	624	579	598	616	资产减值损失	3.52	188.73	95.62	111.31	118.98
非流动资产	10,808	16,135	15,081	15,327	15,469	公允价值变动收益	-0.21	0.10	0.00	0.03	0.02
长期投资	459	438	438	438	438	投资净收益	67.34	282.59	324.97	373.72	429.78
固定资产	4,058	9,089	9,475	9,397	9,088	营业利润	1,969.21	2,378.34	3,118.02	3,953.14	4,771.38
无形资产	526	1,405	1,922	2,620	3,228	营业外收入	7.13	19.33	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	5,764	5,202	3,246	2,872	2,715	营业外支出	15.40	16.82	0.00	0.00	0.00
资产总计	13,947	30,745	34,737	44,260	51,584	利润总额	1,960.94	2,380.85	3,118.02	3,953.14	4,771.38
流动负债	6,965	16,333	15,840	19,839	21,167	所得税	348.26	516.54	701.56	889.46	1,073.56
短期借款	4,200	3,757	3,757	3,757	3,757	净利润	1,612.68	1,864.31	2,416.47	3,063.69	3,697.82
应付账款	1,202	2,612	1,980	3,745	3,358	少数股东损益	179.31	158.74	207.89	263.57	318.12
其他流动负债	1,562	9,964	10,103	12,336	14,051	归属母公司净利润	1,433.38	1,705.57	2,208.58	2,800.12	3,379.70
非流动负债	71	2,962	5,622	8,413	11,131	EBITDA	2,191.05	2,509.81	3,878.01	4,848.09	5,716.63
长期借款	11	2,754	5,498	8,242	10,985	EPS	0.55	0.55	0.71	0.90	1.09
其他非流动负债	60	208	124	172	146	主要财务比率	2008	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	7,036	19,295	21,462	28,252	32,298	成长能力					
少数股东权益	1,327	970	1,178	1,442	1,760	营业收入	400.67%	26.56%	20.56%	28.43%	21.12%
股本	2,621	3,107	3,107	3,107	3,107	营业利润	131.03%	20.78%	31.10%	26.78%	20.70%
资本公积	324	1,344	1,344	1,344	1,344	归属于母公司净利润	91.02%	18.99%	29.49%	26.78%	20.70%
留存收益	2,638	6,070	7,968	10,437	13,396	获利能力					
归属母公司股东权益	5,584	10,479	12,382	14,851	17,811	毛利率(%)	51.78%	46.09%	46.00%	45.00%	45.00%
负债和股东权益	13,947	30,745	35,023	44,545	51,869	净利率(%)	16.56%	15.57%	16.72%	16.50%	16.45%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	25.67%	16.28%	17.84%	18.85%	18.98%
经营活动现金流	-546	1,100	13,877	-5,576	12,771	ROIC(%)	27.65%	15.35%	301.95%	32.56%	206.66%
净利润	1,613	1,864	2,416	3,064	3,698	偿债能力					
折旧摊销	0	0	476	508	524	资产负债率(%)	50.45%	62.76%	61.28%	63.42%	62.27%
财务费用	222	131	284	387	421	净负债比率(%)	64.11%	34.67%	44.14%	43.20%	46.29%
投资损失	-67	-283	-325	-374	-430	流动比率	45.07%	89.45%	124.09%	145.84%	170.62%
营运资金变动	0	0	11,017	-9,185	8,574	速动比率	20.98%	33.74%	129.04%	93.78%	152.21%
其他经营现金流	-2,314	-613	8	24	-17	营运能力					
投资活动现金流	-1,079	-2,345	606	-269	-137	总资产周转率	65.55%	49.03%	40.35%	42.95%	42.88%
资本支出	2,007	3,064	0	0	0	应收账款周转率	300.57	102.47	174.95	192.67	156.70
长期投资	112	-318	247	-58	-44	应付账款周转率	4.04	3.10	3.11	3.26	3.18
其他投资现金流	1,040	401	853	-327	-181	每股指标（元）					
筹资活动现金流	-834	-3,799	2,189	2,012	1,907	EPS(摊薄)	0.46	0.55	0.71	0.90	1.09
短期借款	-335	-443	0	0	0	每股经营现金流	-0.18	0.35	4.47	-1.79	4.11
长期借款	-301	2,744	2,744	2,744	2,744	每股净资产(摊薄)	1.80	3.37	3.98	4.78	5.73
普通股增加	1,311	486	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	-1,282	1,020	0	0	0	P/E	28.88	24.27	18.74	14.78	12.25
其他筹资现金流	-226	-7,606	-554	-731	-836	P/B	7.41	3.95	3.34	2.79	2.32
现金净增加额	0	0	16,673	-3,833	14,541	EV/EBITDA	20.05	17.51	11.33	9.06	7.69

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

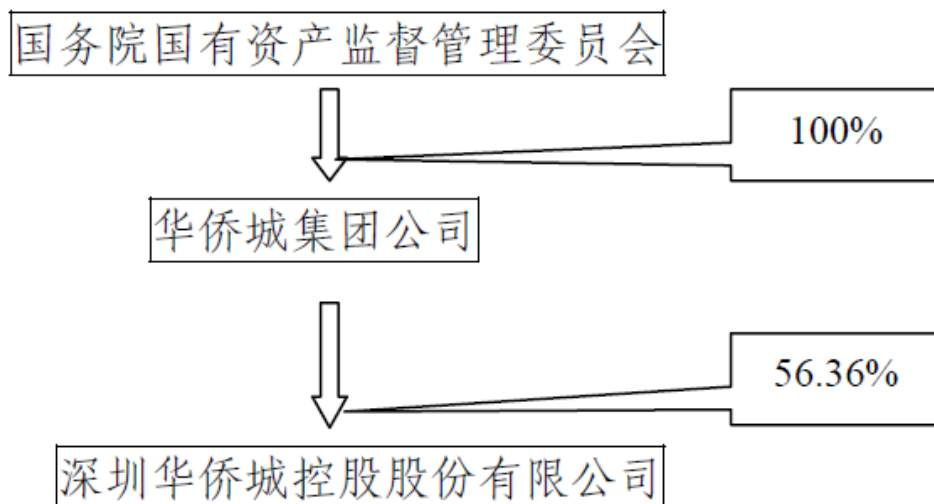
一、公司基本情况

华侨城 A 的控股股东华侨城集团，成立于 1985 年 11 月 11 日，是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业之一，拥有房地产、酒店开发经营、旅游及相关文化产业经营、电子及配套包装产品制造三核心主业。

华侨城 A 为投资控股型企业，投资领域主要涉及旅游业和房地产业。公司自上市以来一直将旅游业定位于战略发展的主导产业，房地产业务作为旅游关联产业链的一环，是支持公司快速发展的重要手段。华侨城 A 是华侨城集团于 1997 年重组其部分优质旅游及配套资产组建的上市公司。公司上市后，通过募集资金和自筹资金陆续将华侨城集团所持有的深圳世界之窗公司、锦绣中华公司、欢乐谷公司、长沙世界之窗公司的全部股权装入公司，发展成为专业从事以主题公园为核心的旅游业及其关联产业经营管理的控股公司。为支持公司业务的持续稳定发展，华侨城集团将其属下专业从事房地产业务的全资子公司——华房公司 40% 的股权于 2000 年和 2001 年分两次注入上市公司。自此，华侨城 A 介入房地产行业，实现了旅游业与房地产业的优势互补。公司自 2002 年开始先后投资建设了北京华侨城、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，确定了以“旅游地产”为核心的发展战略，成功实现了“主题公园+高尚社区”这一模式的开发建设与复制，2009 年起公司将全面进入收益期，这标志着华侨城 A 在国内的第一轮战略布局基本完成。

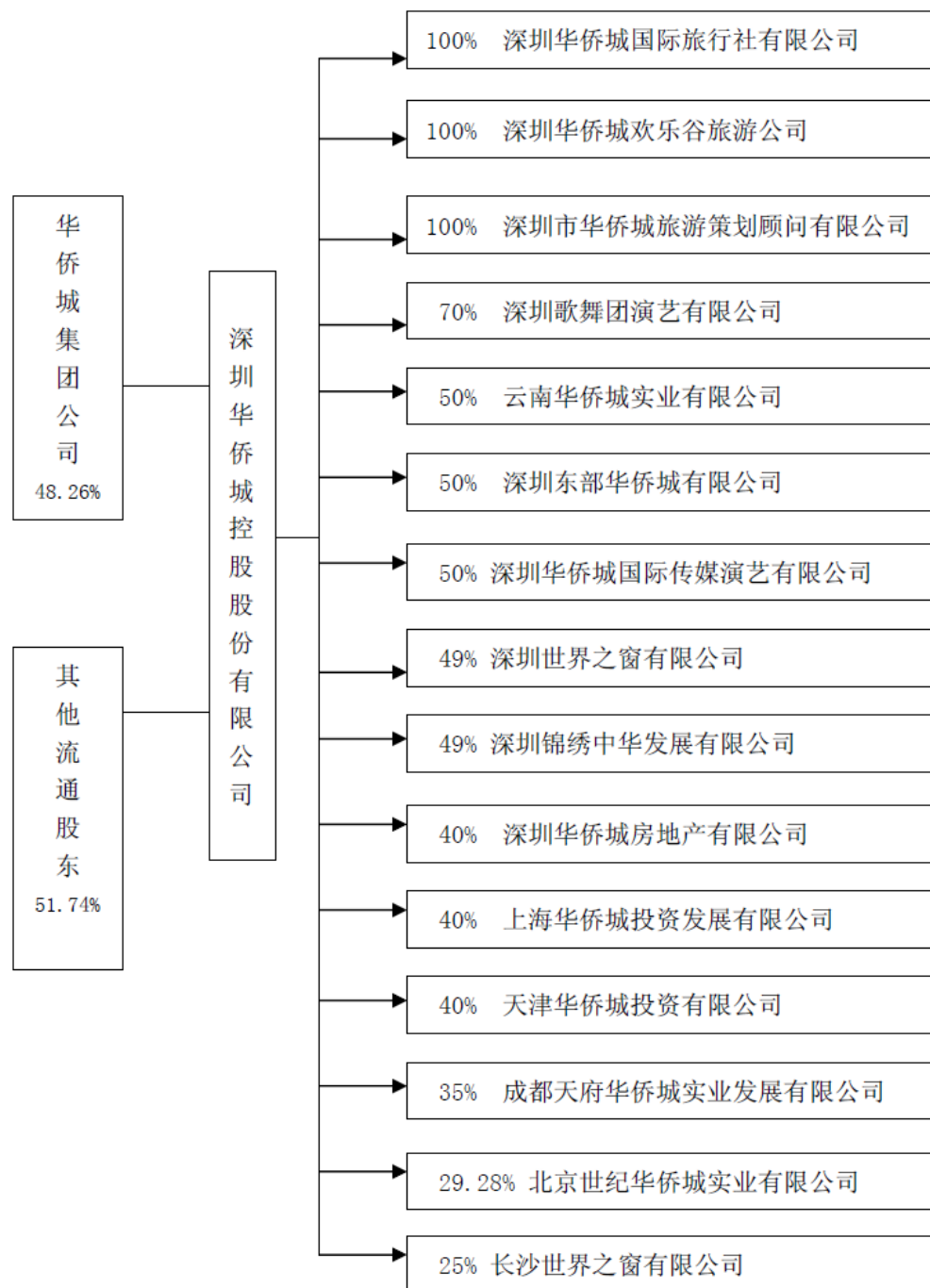
华侨城 A 于 2009 年 10 月 17 日公告宣布，向其控股股东华侨城集团非公开发行股份购买华侨城集团所持有的 12 家标的公司全部股权。本次交易完成之后，华侨城集团内的旅游业务、地产业务及相关业务将通过华侨城 A 实现整体上市，从而履行其在华侨城 A 股权分置改革过程中所作出的承诺。公司总资产由 09 年 3 季度的 160 亿元，升至 09 年末的 307 亿元。

图 1：华侨城 A 的控股股东



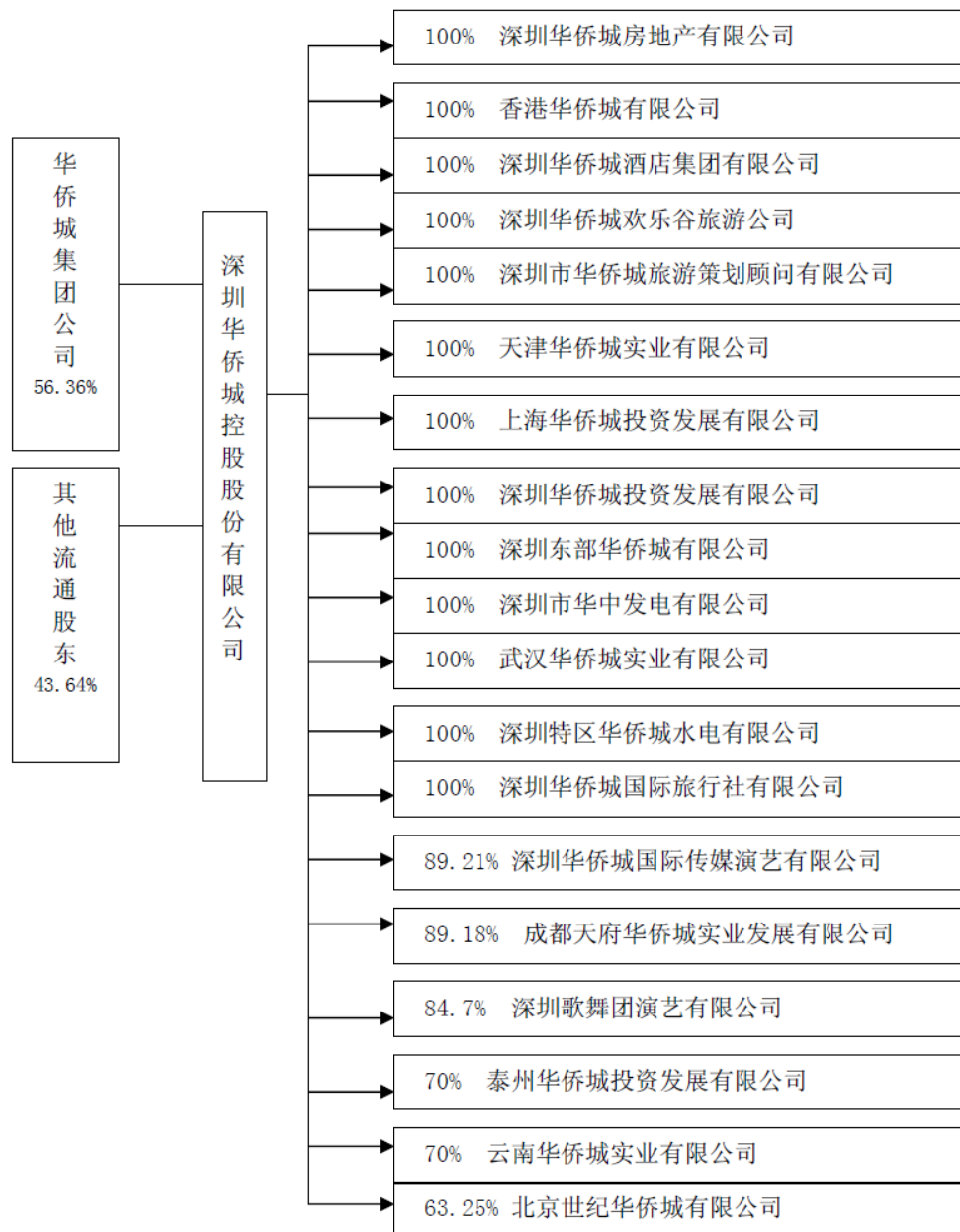
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 2：整体上市前华侨城 A 的股权结构



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3：整体上市后华侨城 A 的股权结构



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

二、行业调整中重新认识华侨城A

自今年4月17日新国十条公布以来,政策调控对房地产市场的影响开始逐步显现:

今年1-5月,全国房地产开发投资13917亿元,同比增长38.2%,增速再创新高。同时,房地产新开工面积、施工面积、竣工面积和土地购置面积等先行指标都保持了较快的增长。1-5月,全国商品房销售面积3.02亿平方米,比去年同期增长22.5%,增幅比1-4月回落10.3个百分点。商品房销售额1.58万亿元,同比增长38.4%,增幅比1-4月回落17.0个百分点。5月份,全国商品房均价5520元,环比下降1.63%,同比增幅下滑至12.96%。1-5月,房地产开发企业本年资金来源27288亿元,同比增长57.2%。

目前来看,房地场供给方面的先行指标仍然保持较快增长,而销售面积却急剧萎缩,资金链的压力将促使开发商加大打折和降价力度。另外房地产按揭政策的调整和“国十条”将对房地产行业后续资金来源形成压力:1、银行对房地产行业的贷款将逐步趋紧;2、个人按揭贷款和预收款项对房地产企业资金来源的贡献也将下降。随着房屋成交量的持续下降,预计未来部分开发商将加大促销力度以加快销售和资金回笼,以防止资金链条的紧张。

我们看好在行业调整中能够最大规避风险的地产企业,而华侨城A的运营模式具备行业调整中的相对优势:

1、产品定位优势

产品的定位决定产品的销售。华侨城的口号是“优质生活的创想家”,公司也的确在自身多年的发展中不断的创新和践行着自己的口号。公司的发展经历了“静态主题公园”,到“综合体验主题公园”,到现在“旅游+房地产”的较为成熟的发展模式。而公司“旅游+地产”运营模式的成功,正是源于对旅游中重点发展文化内涵的定位和对地产中高端房地产的定位的有机结合。

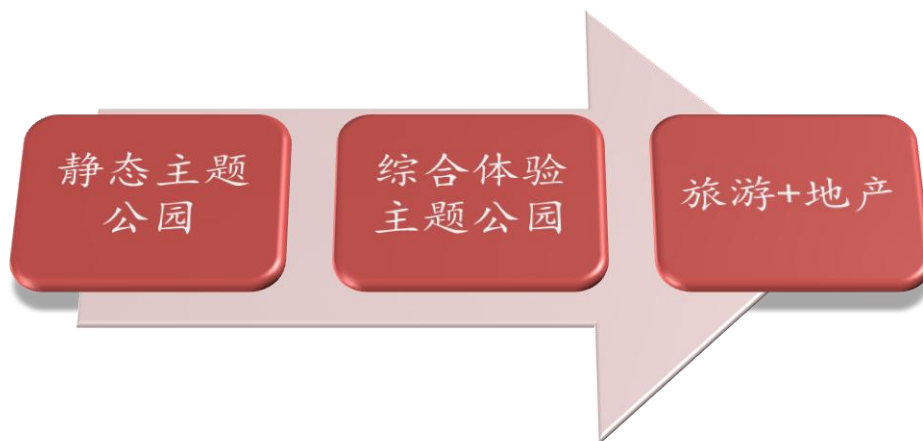
主题公园的文化内涵

公司最开始以主题公园起家,从1989年开业的“锦绣中华”,到欢乐谷,再到现在的东部华侨城、上海华侨城、武汉华侨城,公司在主题公园的体验定位上实现了由静态到动态,再到综合体验的创新和发展。同时,公司主题公园的塑造已经不仅仅止步于单纯的游客体验上,而是注重在文化内涵上对客户的渗透。

公司的文化内涵从表象的静态景观向培育华侨城自身文化转变,这既可以满足客户从低级到高级的需求,也是深层整合“旅游+地产”模式的关键。旅游地产模式本身是一个系统工程,需要前期构思与设计、环境整理、资源整合、房地产开发等一系列流程。不过就算在综合管理开发上登峰造极,如果缺少了独特文化内涵长期培养,终究会功亏一篑。90年代以来主题公园、景观住宅房产、度假酒店、酒店式公寓等在全国遍地开花,不过90%的项目都处于长期亏损状态,根本原因在于缺乏文化主题对旅游各要素的深层整合。迪斯尼的成功,其根本原因在于迪斯尼文化内涵的普及与成功,如果没有“米老鼠”和“唐老鸭”,迪斯尼也不可能长

盛不衰。而华侨城对文化内涵的培养已经使得华侨城和欢乐谷的品牌深入游客心中。

图 4：华侨城主题公园创新过程

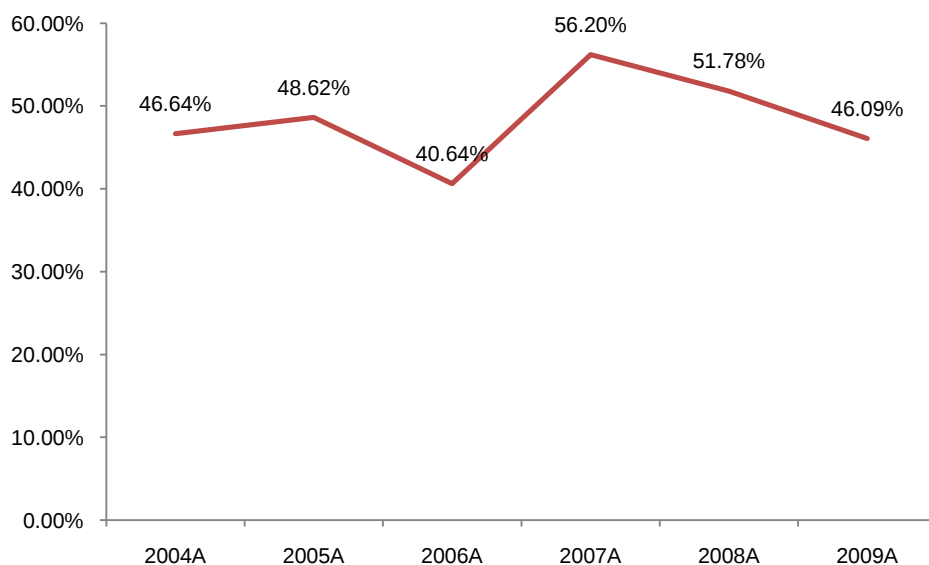


资料来源：湘财证券研究所

房地产定位高端住宅

华侨城的房地产业务一开始的定位就是做纯高端住宅，项目容积率很低，基本以别墅和联排为主。公司地产高端定位的直接效果就是保证了房地产业务的高毛利率，公司目前房地产业务的毛利率基本可以保持在 50% 附近，远高于同业水平。

图 5：华侨城 A 房地产业务综合毛利率



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

公司地产业务在保证毛利率的同时势必会牺牲存货周转率，不过公司的运营模式在目前地产调控的周期中明显受益：1、低周转率的特点使得公司在行业调整周期的前期降价的压力很小；2、针对高端住宅的投机行为很少，基本是自主需求，因此高端住宅受本轮调控的影响几乎可以忽略。

2、土地购置

华侨城的房地产项目都依旅游项目而建，因此地产的选址就是旅游项目的选址。公司对旅游项目的选址具有以下几个特点：

土地购置面积大，地价成本低，地块一般地处城市周边，初始自然条件较好，不过开发条件较差，交通比较便利的地方。公司低价购买大面积的土地开发权后，通过改善基础设施状况增强区位优势，同时打造具有华侨城主题内涵的旅游景区，以主题公园提升人气和知名度，改善区位功能以融入城市发展格局。在旅游开发相对成熟的基础上，按照规划预留地开发酒店、景观住宅等地产，并配备商业、休闲、教育等设施，实现旅游、地产等多种产业的融合，形成区域性的主题社区，以实现对土地的整体营运。

表 2：华侨城土地购置地点

上海欢乐谷	上海欢乐谷位于上海市西南部的松江佘山国家旅游度假区内，距上海市中心区 40 公里，离虹桥国际机场 25 公里、浦东国际机场 68 公里。占地约 1.67 平方公里。	1、位于佘山旅游度假区；2、交通便利，地铁 9 号线
北京欢乐谷	北京欢乐谷位于北京市东四环四方桥东南角，距天安门直线距离 10.2 公里，距北京中心 CBD10 分钟车程，距京津塘高速公路入口 5 分钟车程。占地约 1.5 平方公里。	1、距离中心城区距离较近，交通便利；2、北京东扩，未来发展空间。
成都华侨城	位于成都市北三环交大立交，金牛区西华大道 16 号，距天府广场 6.6 公里，至成都市中心商务区（CBD）车行十余分钟，至成绵、成渝高速入口车行时间分别为 15 和 20 分钟。占地约 2 平方公里。	1、距离中心城区较近；2、交通便利；
泰州华侨城	江苏省泰州市溱湖国家 4A 级湿地公园西侧，占地约 2 平方公里。	1、生态环境好，有温泉和湿地；2、交通便利
东部华侨城	位于深圳大梅沙，占地近 9 平方公里，斥资 35 亿元。是由国家环境保护部和国家旅游局联合授予的首个“国家生态旅游示范区”。	1、生态环境好，紧邻深圳最好的海滨浴场；2、交通便利
深圳欢乐谷	深圳欢乐谷是首批国家 AAAAA 级旅游景区，占地面积 35 万平方米，总投资 17 亿元人民币，位于南山区	交通便利，地铁 1 号线，周边设施齐备
武汉华侨城	位于武汉东湖风景区面积 73 平方公里，其中湖面 33 平方公里、陆地 40 平方公里，每平方公里土地的投资 1.125 亿	1、湖光山色，生态优良；2、交通便利
昆明华侨城	位于阳宗海省级旅游度假区，地处安石公路黄金旅游线中段，距昆明 35 公里，距昆明机场 30 分钟车程。项目总投资 20 亿元以上。该项目总面积 6.2 平方公里，3 年完工。	1、生态环境好；2、交通便利

资料来源：公开资料，湘财证券研究所

图 6：上海欢乐谷选址位于地铁 9 号线旁，生态环境好



资料来源：百度地图，湘财证券研究所

图 7：上海欢乐谷



资料来源：百度地图，湘财证券研究所

图 8：北京欢乐谷选址紧邻京沈高速和交通枢纽，生态环境好



资料来源：百度地图，湘财证券研究所

图 9：北京欢乐谷



资料来源：百度地图，湘财证券研究所

图 10：深圳东部华侨城紧邻大梅沙浴场和码头，盐坝高速旁



资料来源：湘财证券研究所

图 11：成都华侨城北三环交通枢纽，生态环境好



资料来源：百度地图，湘财证券研究所

图 12：武汉华侨城位于东湖景区，临近火车站和交通枢纽，生态环境好



资料来源：百度地图，湘财证券研究所

图 13: 泰州华侨城位于溱湖国家湿地公园, 交通便利, 生态环境好



资料来源: 百度地图, 湘财证券研究所

图 14: 昆明华侨城位于阳宗海风景区 (A 处), 交通便利, 生态环境好



资料来源: 百度地图, 湘财证券研究所

3、开发运营模式的成功

华侨城独创的“旅游 + 地产”的成片开发模式现在已经较为成熟。其“旅游 + 地产”其实是“先旅游后地产”的路子，一方面提升了房地产的价值（保证了地产业务的高毛利率），另一方面也使旅游资源的边际效应得到了充分的挖掘，实现旅游和地产的双赢。

地产商对进军旅游地产的一个最大顾忌是：旅游地产的开发周期较长，资金回笼慢，尤其是行业调整时波动的风险较大。而且主题公园具有不可移动的特征，在较长的经营周期中市场半径和游客人数变化不大。完全依靠主题公园的直接收益实现滚动发展速度较为缓慢，随着市场竞争的加剧，平均利润率下降，回收周期也在延长。因此，华侨城的策略是进行成片的区域型综合开发：先将大块地拿到手，再分期开发，构筑产业链条，进行旅游和房地产、酒店、商业、文化、教育之间的跨产业资源整合，使各产业优势资源彼此结合，实现关联协同的方式，发挥主题公园的旅游乘数效应。旅游能够聚人气、创品牌，但创造的利润薄弱，把可控的资源最大化整合到地产中，通过区域资源的优化配置，使土地产生出最大的经济效益和社会效益，为华侨城旅游提供了比旅游本身更丰厚的利润。

三、业绩预测

公司目前房地产业务共拥有 764.02 万平米商住开发项目储备，权益可售面积 671 万平米，合计 14 个大项目，分别是华侨城本部波托菲诺、招华曦城、东部华侨城天麓、上海浦江华侨城、上海合利坊、北京欢乐嘉园、成都纯水岸等。10 年计划开工权益面积 93.46 万平米，权益可售面积 80.45 万平米，共计 53 个项目，主要分布于深圳市、上海市、北京市、成都市、昆明市、泰州市、武汉市和西安市。

公司的业务结构是“旅游 + 地产”，虽然旅游和地产业务分别独立结算，不过旅游业务的收入中也包含了地产业务的收入，因此二者本身是密不可分的。因此我们预测公司业绩时将两块地产业务统一在一起，而将旅游业务中只预测公司主题公园的业务收入。

表 3：华侨城 10 年项目列表（单位：万平米）

	项目	类型	10 年开工	10 年计划
1	纯水岸 8 号地块	别墅	0.56	0.56
2	纯水岸 11 号地块	别墅	0.28	0.28
3	纯水岸 10 号地块	别墅	0.32	--
4	燕晗花园二期	多层	1.09	--
5	燕晗花园三期	高层	3.34	--
6	锦绣花园四期	高层	5.30	--

7	天鹅堡四期	高层	6.72	--
8	侨城馨苑	高层	--	3.33
9	香山里花园一期	高层	--	9.00
10	招华曦城五期	别墅	5.10	--
11	招华曦城六期	别墅	2.81	--
12	招华曦城四期	别墅	--	4.70
13	东部华侨城天麓三区二期	别墅	4.00	--
14	东部华侨城天麓一区	别墅	--	0.06
15	东部华侨城天麓三区一期	别墅	--	1.15
16	东部华侨城天麓六区	别墅	--	0.14
17	东部华侨城天麓七区	别墅	--	0.11
18	东部华侨城天麓八区	别墅	--	1.49
19	东部华侨城天麓九区	别墅	--	0.05
20	浦江华侨城二期 122-10 地块	别墅, 小高	11.06	--
21	浦江华侨城二期 122-13 地块	小高层, 商	9.43	--
22	浦江华侨城二期 123-1 地块	别墅, 小高	--	2.91
23	浦江华侨城二期 122-9 地块	别墅, 小高	--	3.47
24	浦江华侨城二期 122-11 地块	别墅	--	0.22
25	浦江华侨城二期 122-12 地块	多层, 小高	--	8.86
26	合利坊	高层	--	5.35
27		别墅	3.17	3.17
28	纯水岸三期	多层	12.00	12.00
29		高层	--	7.96
30		别墅	--	1.86
31	纯水岸三期	多层	--	0.70
32		高层	--	3.45
33	欢乐嘉园三期	高层	--	3.67
34	地产一期	高层	15.00	--
35	地产一期	别墅	4.00	--
36	地产一期	别墅	2.00	2.00
37	纯水岸一期第二批	别墅	2.24	1.86
38	纯水岸二期	别墅	2.00	--
39	纯水岸一期第一批	别墅	--	2.10
合计			93.46	80.45

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

我们预计公司 10~12 年在房地产开发项目分别结算 31.6 万平米、55 万平米和 87 万平米。在 10 年一手房价八折销售、未来 3 年公司房地产销售均价年均下降 5% 的假设下, 预计公司 10~12 年将分别实现结算收入 91 亿元、126.40 亿元和 159.83 亿元, 贡献 EPS0.52 元、0.62 元和 0.65 元。

截至 10 年 1 季度, 公司共有已售未结算收入 53 亿元, 锁定 10 年预计营业收入的 58%, 业绩锁定性较好。

表 4：华侨城房地产业务结算预测（单位：万平米，亿元）

在开发项目		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
序 号	项目名称	结算价格	结算价格	结算价格	结算面积	结算面积	结算面积	结算收入	结算收入	结算收入
1	华侨城本部纯水岸	40,000	38,000	36,100	0.50	0.30	0.30	2.00	1.14	1.08
2	华侨城本部天鹅堡	23,000	21,850	20,758	0.00	4.00	3.00	0.00	8.74	6.23
3	华侨城本部其他项目	20,000	19,000	18,050	6.00	8.00	12.00	12.00	15.20	21.66
4	招华曦城	30,000	28,500	27,075	1.70	2.50	2.50	5.10	7.13	6.77
5	东部华侨城天麓	110,000	104,500	99,275	2.00	2.20	2.20	22.00	22.99	21.84
6	浦江华侨城	38,000	36,100	34,295	7.00	7.00	10.00	26.60	25.27	34.30
7	合利坊	60,000	57,000	54,150	3.50	4.00	4.00	21.00	22.80	21.66
8	欢乐嘉园	14,000	13,300	12,635	2.00	2.00	3.00	2.80	2.66	3.79
9	纯水岸	10,000	9,500	9,025	10.00	13.00	18.00	10.00	12.35	16.25
10	云南华侨城	6,000	5,700	5,415	1.50	5.00	10.00	0.90	2.85	5.42
11	泰州华侨城	7,500	7,125	6,769	2.00	5.00	8.00	1.50	3.56	5.42
12	武汉华侨城	13,500	12,825	12,184	0.00	0.00	10.00	0.00	0.00	12.18
14	西安华侨城	9,000	8,550	8,123	0.00	2.00	4.00	0.00	1.71	3.25
0	合计	29,308	27,842	26,450	31.60	55.00	87.00	91.1	126.40	159.83

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

公司 09 年旅游业务收入 32 亿元，客流量 1800 万人次，人均消费 177 元左右。预计 10 年公司主题公园旅游客流量将达到 2000 万人次，保守估计全年旅游业务收入在 36 亿元左右。

表 5：华侨城子公司盈利情况（单位：亿元）

子公司	名称	权益	总资产	总收入	净利润	权益利润	净利率	内容
1	北京华侨城	63.24%	21.60	13.57	2.99	1.89	22.03%	主题公园，房地产
2	深圳欢乐谷	100.00%						主题公园
3	东部华侨城	100.00%	68.33	23.37	1.95	1.95	8.33%	生态旅游，房地产
4	上海华侨城	100.00%	20.70	1.15	0.05	0.05	4.32%	主题公园，房地产
5	云南华侨城	70.00%	7.08					综合旅游开发，房地产
6	武汉华侨城	100.00%	10.01					综合旅游开发，房地产
7	华侨城房地产	100.00%	159.12	49.97	13.09	13.09	26.20%	房地产开发
8	华侨城酒店集团	100.00%	19.99	6.91	0.04	0.04	0.54%	酒店
9	香港华侨城	100.00%	16.56	6.39	0.16	0.16	2.51%	投资，包装，房地产
10	世界之窗	49.00%	4.96	2.71	0.76	0.37	28.13%	主题公园
11	锦绣中华	49.00%	3.20	1.30	0.07	0.04	5.55%	主题公园
12	招商华侨城	50.00%	32.97	13.25	4.09	2.05	30.89%	房地产开发

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 6：公司主题公园情况

主题公园	名称	权益
1	深圳欢乐谷	100.00%
2	锦绣中华	49.00%
3	世界之窗	49.00%
4	民俗文化村	49.00%
5	东部华侨城	100.00%
6	上海欢乐谷	100.00%
7	北京欢乐谷	63.24%
8	武汉华侨城	100.00%
9	成都欢乐谷	100.00%
10	长沙世界之窗	25.00%
11	泰州华侨城	93.00%
12	昆明华侨城	70.00%
13	宜昌长江三峡	35.00%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

五、首次给予公司“买入”评级，目标价17元

根据公司的资产负债结构得出公司的 WACC 是 9.09%，在此前提下我们测算了公司的房地产开发销售业务、旅游业务和创投业务的重估净资产。我们对房地产开发销售业务的测算假设 10 年一手房新开盘价格平均打 8 折，且未来 3 年房价每年下降 5%，股权投资按照 2.5X PB 进行估值。

测算结果显示，公司目前的 RNAV 为 16.13 元，截止至 6 月 25 日，公司股价 13.32 元，对比 RNAV 折价 19%。虽然房地产市场调控后续仍有空间，不过考虑到公司业务特性和股价的折价幅度，我们首次给予公司“买入”评级，给予目标价 17 元。

表 7：公司股权投资情况（单位：亿元）

子公司	名称	权益	注册地	初始净资产
1	北京华侨城	63.24%	北京	1.81
2	华侨城旅行社	100.00%	深圳	0.12
3	国际传媒	86.25%	深圳	0.50
4	东部华侨城	100.00%	深圳	7.00
5	演艺公司	100.00%	深圳	0.01
6	上海华侨城	100.00%	上海	4.00
7	云南华侨城	70.00%	云南	5.60
8	武汉华侨城	100.00%	武汉	10.00
9	华侨城房地产	100.00%	深圳	10.00
10	华侨城酒店集团	100.00%	深圳	8.00
11	华侨城投资	100.00%	深圳	2.00
12	华中发电	100.00%	深圳	0.43
13	水电公司	100.00%	深圳	0.10

14	香港华侨城	100.00%	香港	5.17
15	世界之窗	49.00%	深圳	1.11
16	锦绣中华	49.00%	深圳	0.90
17	招商华侨城	50.00%	深圳	0.50
合计				57.24

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 8：招商地产 RNAV（万元）

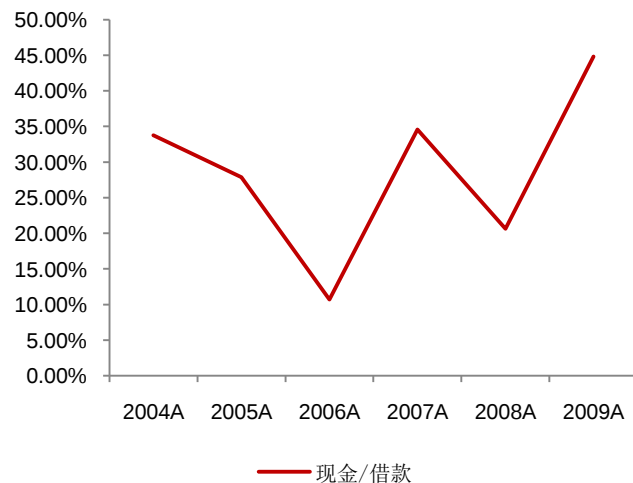
住宅、商业 RNAV	2,601,037.6
合计地产 RNAV	2,601,037.6
非地产业务净资产	572,398.9
非地产业务 PB	2.5
非地产业务净值	1,430,997.1
账面净资产	1,047,929.60
股本	31.07
每股 RNAV	16.13

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 15：华侨城净负债率持续下降



图 16：华侨城现金保障性较好



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 9：华侨城利润表预测

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,657.32	10,956.96	13,210.00	16,965.75	20,548.44
营业成本	4,174.62	5,907.37	7,133.40	9,331.16	11,301.64
营业税金及附加	1,097.15	1,039.36	1,253.08	1,609.35	1,949.20
营业费用	71.72	72.72	245.81	271.45	308.23
管理费用	1,051.52	999.98	1,405.05	1,676.45	2,108.02
财务费用	221.84	131.47	283.99	386.64	420.78
资产减值损失	3.52	188.73	95.62	111.31	118.98
公允价值变动收益	-0.21	0.10	0.00	0.03	0.02
投资净收益	67.34	282.59	324.97	373.72	429.78
营业利润	1,969.21	2,378.34	3,118.02	3,953.14	4,771.38
营业外收入	7.13	19.33	0.00	0.00	0.00
营业外支出	15.40	16.82	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,960.94	2,380.85	3,118.02	3,953.14	4,771.38
所得税	348.26	516.54	701.56	889.46	1,073.56
净利润	1,612.68	1,864.31	2,416.47	3,063.69	3,697.82
少数股东损益	179.31	158.74	207.89	263.57	318.12
归属母公司净利润	1,433.38	1,705.57	2,208.58	2,800.12	3,379.70
EBITDA	2,191.05	2,509.81	3,878.01	4,848.09	5,716.63
EPS	0.55	0.55	0.71	0.90	1.09

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 17：华侨城 A PE Bands

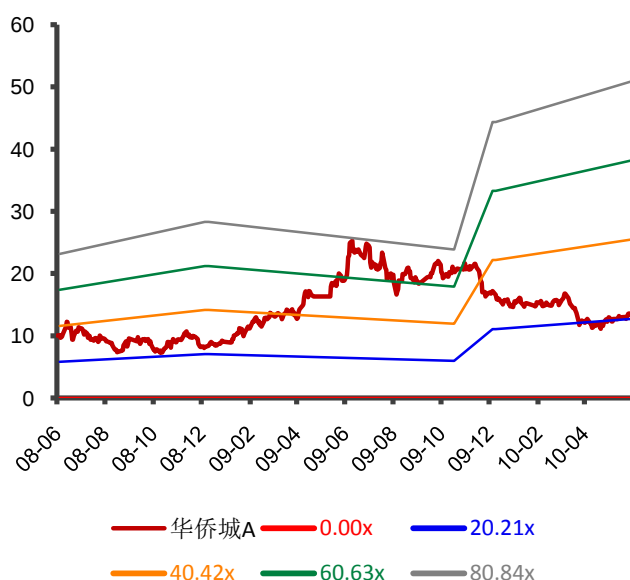
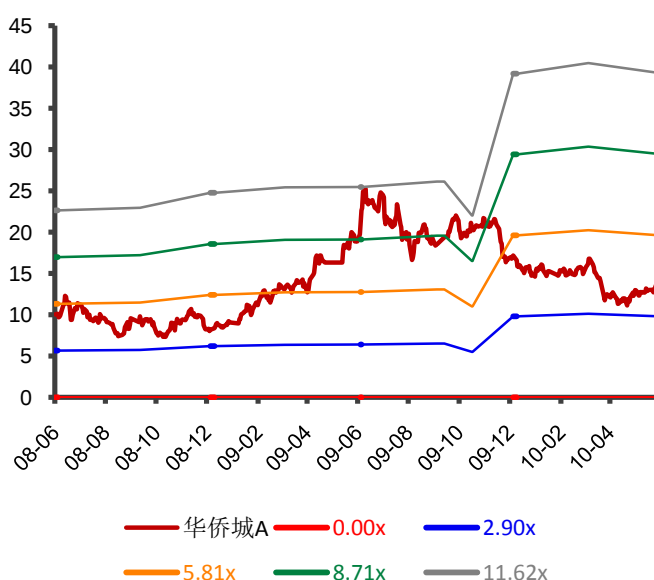


图 18：华侨城 A PB Bands



资料来源：Wind，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。