

业绩确定与想象空间

报告要点

■ 基于行业背景寻找的标的

我们在中期策略中曾经提出传统的住宅开发商在当前的环境下受制于融资、土地、税收等因素的制约将使得这个行业的发展速度以及盈利能力下降，从而长期制约其估值的上升。在这样的情况下，我们试图寻找行业中的其他在未来有可能高成长的子行业，因此我们看好城市综合体模式以及旅游、养老地产。中弘地产我们认为具有代表性的旅游地产标的股。

■ 近三年业绩确定

公司近三年业绩较为确定，主要是来自北京非中心项目的贡献。另外海口项目在 12 年也可以开始贡献利润。非中心项目利润率极高，楼面价很低，08 年时该项目仅售 13000，目前受益于北京 CBD 东扩售价为 24000。此项目可以保证公司未来三年业绩高速增长。

■ 未来专注旅游地产

公司未来将专注于旅游地产的开发，公司与政府意向的土地面积达到 866 万平方米。这些地块大部分将在今年明年两年时间取得。地块主要分布于北京与海南，公司这种项目储备的分布将为公司未来的发展插上想象的翅膀。

■ 盈利预测与投资评级

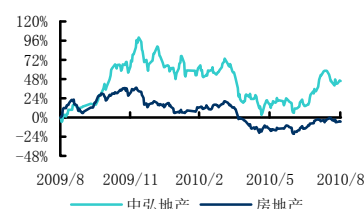
预计公司 10-11 年的 EPS 分别为 0.96、1.51 元，PE 为 13.33、8.48 倍，由于公司目前还未取得大部分的土地储备，NAV 估值还不具备优势。但在明年取得土地储备后，公司 NAV 将大大增厚。考虑到公司业绩的确定性以及未来想象的空间，我们首次给予“推荐”评级。

当前股价: 12.80
地产行业评级: 看淡

公司基本数据 2010.8.31

总股本(万股)	56227
流通 A 股/B 股(万股)	8953/0
资产负债率	173.61%
每股净资产(元)	-0.39
市盈率(当前)	56.77
市净率(当前)	-32.89
12 个月内最高/最低价	17.95/7.95

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

- 《中国房地产政策研究系列之三—物业税专题》
2010-8-25
- 《证券业 8 月份月报: 业绩改善, 震荡中反弹》
2010-8-10
- 《继续等待合适机遇—房地产月报(七月)》
2010-8-3

分析师:

苏雪晶
(8621)68751692
suxj@cjsc.com.cn
执业证书编号: S0490209010200
联系人:
乐加栋
(8621) 68751692
lejd@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	115	1800	2688	3575
增长率(%)	1%	1465%	49%	33%
归属母公司所有者净利润(百万元)	126.8	504.9	794.3	988.5
增长率(%)	225%	298%	57%	24%
每股收益(元)	0.23	0.96	1.51	1.88

正文目录

旅游度假地产代表---中弘地产简介	5
公司简介	5
公司主要看点	6
近三年业绩无忧	6
未来专注旅游地产	10
旅游度假升级 ING	13
海南市场---受益于国际旅游岛	14
北京市场---旅游度假升级	16
分时度假酒店	21
分时度假的概念	21
分时度假在国外	22
分时度假在中国	22
风险提示	24
资金问题	24
初涉旅游地产经验不足	25
盈利预测与投资建议	26

图表目录

图 1: 中弘地产借壳路径.....	5
图 2: 公司目前股权结构图	5
图 3: 国内已成型的旅游地产种类	6
图 4: 北京像素区位图.....	7
图 5: 北京像素二期 1 号地外景图	7
图 6: 西岸首府实景图.....	8
图 7: 西岸首府实景图.....	Error!
Bookmark not defined.	
图 8: 御马坊度假城效果图	11
图 9: 御马坊度假城实景	11
图 10: 西游记文化创意产业园附近的红螺寺	11
图 11: 西游记文化创意产业园实景图	11
图 12: 平房桥项目区位图	12
图 13: 平房桥项目实景图	12
图 14: 海口观澜湖度假酒店	13
图 15: 观澜湖国际高尔夫球场.....	13
图 16: 人均 GDP 与增长率.....	13
图 17: 人均休闲度假消费	13
图 18: 海南省旅游业占 GDP 比重.....	15
图 19: 海口旅游资源分布图	15
图 20: 新建商品住宅指数.....	16
图 21: 海南分类型房价.....	16
图 22: 北京人均 GDP 与人均可支配支出	16
图 23: 北京入境旅游人数（万人）	17
图 24: 北京人均旅游消费支出.....	17
图 25: 中国分时度假行业的市场背景	22
图 26: 交换式产权酒店.....	23

表 1: 借壳上市地产公司业绩承诺汇总	5
表 2: 公司已有土地储备	6
表 3: 非中心二期一号地签约情况	8
表 4: 非中心二期销售价格参考表	8
表 5: 公司未来三年结算情况预计	9
表 6: 预计利润表	9
表 7: NAV 估值	9
表 8: 公司未获取的旅游地产用地（一级整理）	10
表 9: 各省市人均 GDP	13
表 10: 海南唯一资源表	14
表 11: 国际旅游岛建设动态	14
表 12: 海南省度假休闲旅游业资源开发种类	15
表 13: 北京郊区休闲度假旅游用地预测	17
表 14: 北京郊区度假村	17
表 15: 分时度假企业销售前十位	22
表 16: 国内分时度假产权式酒店汇总	23
表 17: 公司管理团队简介	25
附表: 公司土地储备和一级项目整理汇总表	26

在中期策略我们曾经提出传统的住宅开发商在当前的环境下受到融资、土地、税收等因素的制约，也使得传统模式的发展速度以及盈利能力趋势下降，从而长期制约其估值的上升。在这样的情况下，我们试图寻找行业中的其他在未来有可能高成长的商业模式，因此我们看好城市综合体模式以及旅游、养老地产。本篇报告中的中弘地产就是具有代表性的旅游地产标的股之一。我们再次强调的是，看好新商业模式，不意味旧有模式的彻底终结，但新鲜的气息已扑面而来。

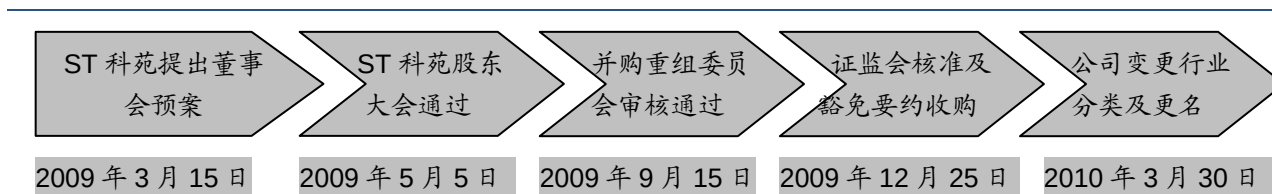
旅游度假地产代表---中弘地产简介

在房地产市场中，我们相对看好具有较好成长空间的城市综合体模式以及旅游度假地产，在旅游地产中我们相对看好海南这个市场。在 A 股上市公司中我们认为目前的中弘地产是这一投资理念的理想标的。

公司简介

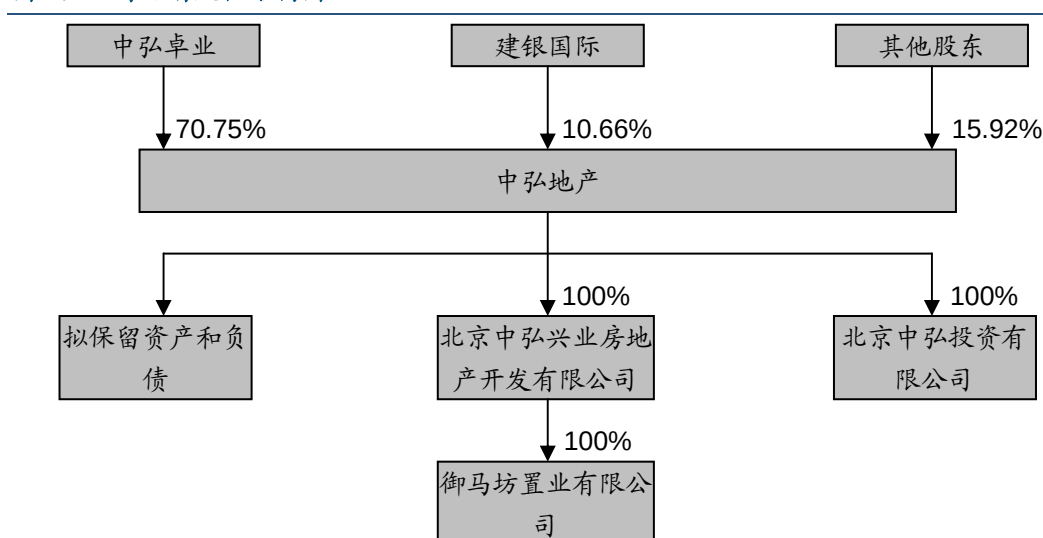
中弘地产前身为 ST 科苑，2009 年 3 月 15 日 ST 科苑公布其重组预案，ST 科苑将以每股 4.36 元的价格，向中弘卓业和建银国际共计发 4.38 亿股，购买注入资产，注入资产为中弘卓业和建银国际持有的中弘投资 100% 股权、中弘卓业持有的中弘兴业 100% 股权。

图 1：中弘地产借壳路径



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司目前股权结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1：借壳上市地产公司业绩承诺汇总

股票名称	注入资产	增发股数(亿)	增发价格	承诺业绩(EPS)
------	------	---------	------	-----------

				10 年	11 年
ST 东源	金科集团	9.21	5.18	0.51	0.57
*ST 方向	上海高远置业	6.65	3.09	0.25	0.32
*ST 九发	南山建设	5.28	2.21	0.3	0.32
*ST 科苑	中弘卓业	4.38	4.36	0.43	0.97
ST 万杰	鲁商集团	4.65	5.78	0.42	
*ST 雅砻	北方城投	3.47	2.92	0.61	0.61
ST 中润	惠邦投资	4.75	3.52	0.35	
	中润集团				

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司在注入资产时承诺 10 年 EPS 为 0.43，11 年 EPS 为 0.97。公司在完成资产重组后，主业变更为房地产开发业务，主要从事商业与园区开发。未来公司将专注于旅游地产开发，主要涉及的区域为海南与北京。

在旅游地产开发中，公司将未来将专注度假城及分时度假酒店的建设。例如公司规划的御马坊休闲度假城项目。这个项目位于平谷区马坊镇，项目总占地近 5000 亩，拟定建筑面积达 150 万平方米。公司规划的御马坊度假城由两大核心部分组成，第一大部分为产权式休闲度假板块，第二大部分为高品质休闲度假颐养中心。

图 3：国内已成型的旅游地产种类

中国 已成 型旅 游地 产种 类	以提供第一居所为主要目的的景区住宅
	以旅游度假为目的的度假房地产。
	以旅游接待为目的的自营式酒（饭）店。
	与旅游相关的写字楼
	以大盘形式出现的综合性旅游房地产开发

资料来源：长江证券研究部整理

公司主要看点

我们认为公司的主要看点在于近三年的业绩确定以及未来公司发展的想象空间，公司既有业绩上的安全边际也有估值提升的想象空间。

近三年业绩无忧

公司近三年业绩较为确定，主要是来自北京非中心项目的贡献。另外海口项目在 12 年也可以开始贡献利润。

公司目前权益未结算面积有 131 万平米，与政府意向的土地面积达到 866 万平米。我们预计，公司未拿到的土地大部分将在明年获取，而且地价将大幅度低于市场价格。

表 2：公司已有土地储备

项目名称	权益	区域	用地面积	建筑面积	未结算面积	备注	开工时间	竣工时间
“中国特色经济之窗” (推广名: 非中心)	100%	非中心一期	10.72	14.32	2.00	办公用途	2004 年 12 月	2007 年 10 月
		非中心二期	20.92	69.80	69.80	办公用途	一期 2009 年 5 月 二期 2009 年 10 月底	2010 年 9 月 2011 年上半年
马坊北侧马坊物流园区	100%	平谷区	20.98	41.18	41.18	商业金融	4.05 亿取得	
西岸首府	60%	海口市市政府	10.00	30.00	30.00	住宅	年内开工, 2011 年预售	

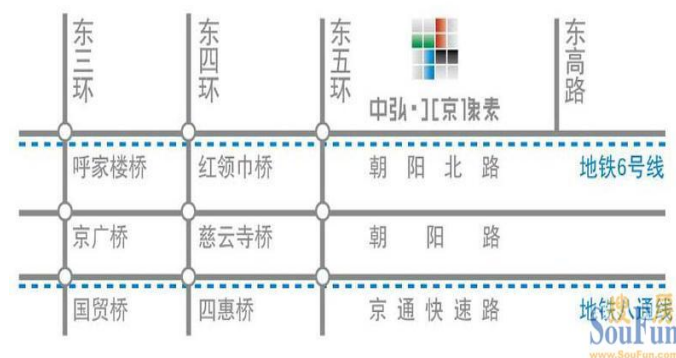
资料来源：公司公告，长江证券研究部

非中心项目：

“中国特色经济之窗”（非中心）项目位于北京市朝阳区定福庄区域，紧邻京通快速路和朝阳北路，衔接朝阳区和 CBD，距 CBD 8 公里、机场高速 5 公里，项目拥有优越的交通条件。非中心项目占地面积 31.6 公顷，分两期开发。其中非中心一期占地面积 10.72 万平方米，总建筑面积 14.38 万平方米。非中心一期项目共 30 幢独立建筑，共分为 8 个组团。1-7 组团各自分别由 3 幢矩型建筑和 1 幢水滴型建筑组成，用途为科研中心(含办公用途)，1-7 组团均有独立地下车库；8 组团由两幢独立建筑组成，为综合楼。

目前一期未结算面积大约为 2 万多平米，目前租金为每平米每天 3 元。未来这部分仍将会出售，时间点为周边 6 号线地铁通车之后。

图 4：北京像素区位图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

图 5：北京像素二期 1 号地外景图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

非中心二期主要面向中小型企业。随着律师事务所、IT、医疗器械、影视、广告、媒介等新兴行业的兴起，中小型企业逐渐增多，自主创业逐渐兴起。中小户型的研发办公室、孵化器办公室具有极大的市场需求，而针对中小型企业开发的 200 平方米以下甚至是 30-60 平方米的办公项目却十分稀缺。本项目处于泛 CBD 区域，随着 CBD 的东扩，地理优势和交通条件将得到强化，预计将吸引众多中小型企业入驻非中心二期。二期的总体规划为 15 万平米的车库，50 万平米的小型办公项目以及 5 万平米左右的配套商业。

目前二期一号地在去年年底就开始预售，预售 24.36 万平米。我们预计十月底可以竣工，年底完成交付，结算均价应该在 19000 到 20000 左右。目前 2 号地已经开工，今年 10 月

份将申请预售证，预计明年年底可以交付。地铁 6 号线将在明年下半年开通，故一号地仍留有最好位置的楼盘未开。我们预计公司在非中心这个项目上还可以结算至少 40 亿左右的净利润，也就是说每股 7 元左右的业绩将在未来三年内释放，业绩确定且成长性非常高。

表 3: 非中心二期一号地签约情况

项目	用途	批准销售面积	已签约面积	成交均价
非中心二期一号地	办公	24.36 万平米	12.65 万平米	19608

资料来源：北京房地产交易管理网，长江证券研究部整理

表 4: 非中心二期销售价格参考表

楼号	参考均价（元/平方米）
1 号楼	21000
2 号楼	20000
3 号楼	20000
4 号楼	21000
5 号楼	25000
6 号楼	23000
7 号楼	27000
8 号楼	35000
10 号楼	23000
11 号楼	23000

资料来源：长江证券研究部

根据最新的报道，中弘北京像素一举斩获“2010 年上半年北京房企销售面积十强”和“2010 年上半年北京项目销售面积十强”两大榜首，成为北京楼市上半年销售冠军。

海口西岸首府：

本项目为公司收购项目，权益占 60%。项目位于新的海口市政府附近。目前正在做前期定位设计，预计年内开工，明年预售，12 年开始实现收益。

图 6: 西岸首府实景图



资料来源：长江证券研究部

根据公司的开工与竣工计划，预计结算情况如下：

表 5：公司未来三年结算情况预计

项目名称	2010 年			2011 年			2012 年		
	结算面积	结算价格	毛利率	结算面积	结算价格	毛利率	结算面积	结算价格	毛利率
非中心二期	10	18000	57%	14	19200	58%	15	20000	59%
海口项目							5	11500	50%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们假定足额计提土地增值税的情况下，可以得到以下利润表：

表 6：预计利润表

项目	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
一、营业收入	180000	268800	357500
减：营业成本	77400	112896	151750
营业税金及附加	26100	36288	48263
销售费用	3240	4838	6435
管理费用	3960	5914	7865
财务费用	1980	2957	3933
资产减值损失	0	0	0
投资收益	0	0	0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	0
二、营业利润	67320	105907	139255
加：营业外收入	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失	0	0	0
三、利润总额	67320	105907	139255
减：所得税费用	16830	26477	34814
四、净利润	50490	79430	104441
归属于母公司所有者的净利润	50490	79430	98852
少数股东损益	0	0	5589
股本	52667	52667	52667
EPS	0.96	1.51	1.88

资料来源：公司公告，长江证券研究部

从 PE 的角度来说，目前股价对应的 10 年、11 年 PE 分别为 13.33、8.48 倍。与其他地产公司比较（特别是商业地产及旅游地产）估值具备相当的优势。

另外从 NAV 的角度来看，公司目前还未取得大部分的其进行的一级开发项目，按照目前仅有的土地储备 NAV 估值不具备优势。但是在明年取得土地储备后，公司 NAV 将出现剧增。

表 7：NAV 估值

名称	权益	未结算建筑面积	净权益增加值（亿）
非中心一期	100%	2.00	1.07
非中心二期	100%	69.80	37.88
马坊北侧马坊物流园区	100%	41.18	4.01
海口市政府	60%	30.00	4.28

净权益增加值	47.24
2010 年中期净资产	8.71
NAV	55.95
股本	5.62
每股 NAV	9.96

资料来源：长江证券研究部

未来专注旅游地产

公司未来将专注于旅游地产的开发，公司与政府意向的土地面积高达 866 万平方米。这些地块大部分将在今明年两年时间取得。据媒体报道，中弘的外拓计划将会在 3 年内陆续推进。目前中弘集团在四川洽谈了 300 亩土地；天津方面除了京津时尚广场外，也在接触其他项目和土地；同时陕西也是中弘关注的市场，这些城市无疑都拥有较丰富旅游资源。而且我们认为公司在海南拥有非常丰富的资源，未来新项目拓展可能会异常顺利。

表 8：公司未获取的旅游地产用地（一级整理）

项目名称	权益	区域	用地面积	建筑面积	未结算面积	性质	备注
御马坊度假城项目	100%	平谷马坊	199.7	150	150	休闲旅游	已获取其中 53.7 万平方米地块
西游记乐园项目	100%	怀柔区	333.34	70.00	70.00	创意文化	土地未获取
平房桥项目	100%	五环	66.70	100.00	100.00	旅游地产	土地未获取
南国荔园	52.50%	海口	266.67	-	-	旅游地产	土地未获取

资料来源：公司公告，长江证券研究部

御马坊度假城项目：

御马坊项目位于平谷区马坊镇，规划总面积约 4.5 平方公里，将建成为集商务会议、旅游度假、餐饮娱乐及休闲服务等为一体的大型高端多功能综合设施。项目建成后，将全面提升平谷区旅游、度假、休闲产业的发展水平。

项目规划如下：项目用地被密三路分为东西两部分，密三路以东地块占地约 53.7 万平方米，拟规划容积率面积约 20 万平方米，定位于欢乐的娱乐体验板块，主要物业类型为奥特莱斯、室内乐场、滑雪场等；密三路以西地块占地约 146 万平方米，拟规划容积率面积约 130 万平方米，含高品质休闲商务度假板块和景观休闲度假村板块，主要物业类型为商务度假酒店、会议中心、健康体检疗养中心、水世界、红酒庄园、贵族运动学校和花园景观式度假村等。

2008 年 12 月 1 日，中弘兴业全资子公司御马坊置业有限公司委托中弘卓业与北京市平谷区人民政府签署《御马坊休闲旅游项目战略合作协议》。2008 年 12 月 3 日，在 2008 年北京市旅游产业大会项目推介会上，中弘卓业与北京市平谷区人民政府签署了《御马坊休闲旅游项目战略合作协议》。

此项目为公司第一个度假城项目对公司来说具有较为重要的意义。通过对当地市场的充分研究，并结合平谷马坊镇的自身特点，中弘集团初步将项目定位为北京最理想的高档休闲娱乐的综合体。御马坊度假城由两大核心部分组成，第一大部分为产权式休闲度假板块，第二大部分为高品质休闲度假颐养中心。第一部分的经营性度假区以低建筑密度度假公寓为主打，整体建筑倡导生态环保概念，以简约明快的现代风格为亮点，并且使用退台空中花园的模式，使建筑亦能够成为一道美丽的风景。同时，经营性高级会所也将以独特的设计风格，成为高级企业聚会和高级私人聚会的首选之处。第二大部分的高品质休闲度假颐养中心，也是项目

的点睛之笔。涵盖了中国最顶级的全封闭式健康体检及中医药疗养中心、中国首家成人贵族运动学校、中国奢侈品俱乐部、红酒庄园、休闲设施齐备的高级酒店及会议中心、先锋艺术剧院、会员制奇石古董艺术品展卖中心、托管式的高级儿童娱乐中心以及全新概念的品牌商品折扣中心等。

图 7：御马坊度假城效果图



资料来源：网上资料，长江证券研究部

图 8：御马坊度假城实景



资料来源：长江证券研究部

公司今年以来在马坊已经拿下一块地，该地块位于平谷区马坊北侧马坊物流园区内，建筑使用性质为商业金融（其中商业 40 年、综合 50 年），土地面积 209814 平方米，建设用地面积 137267 平方米，建筑控制规模 411801 平方米。公司预计明年可以陆续拿到土地。

西游记乐园项目：

中弘兴业拟投资开发的“西游记乐园”项目位于怀柔区红螺山旅游度假区，占地面积约 5000 亩，拟规划建筑面积 70 万平方米，项目定位于西游记创意文化产业基地，主要物业类型为游乐体验中心、文化演艺中心、创意研发中心、文化交流中心。

图 9：西游记文化创意产业园附近的红螺寺



资料来源：网上资料，长江证券研究部

图 10：西游记文化创意产业园实景图



资料来源：长江证券研究部

2008 年 2 月 3 日，为提升西游记乐园项目的创意和设计，中弘兴业与中弘卓业签署《委托协议》，中弘兴业委托中弘卓业与北京张纪中文化发展有限公司签署了《“西游记文化创意产业基地”项目合作框架协议》。协议约定双方合作在北京市怀柔区相关地块进行“西游记文化创意产业基地”的创意和设计、建设实施和持续运营，相关费用由中弘兴业承担，相关权利、义务由中弘兴业享有和承担。

产业园的定位为类似迪斯尼的主题乐园，除造成花果山、无底洞等景观外，还将借助高科技手段带来全新娱乐效果。我们预计该项目预计 2013 年左右会初具规模。

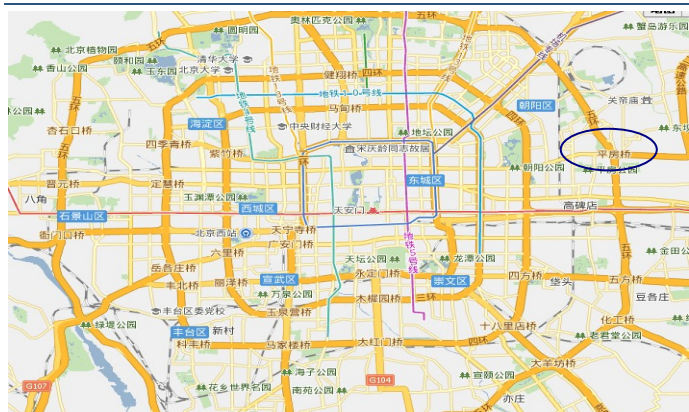
此项目位于红螺寺下方，红螺湖边上，自然资源极为优越，开发价值较高，我们预计明年将能陆续获取土地。

平房桥项目：

该项目位于北京五环与机场二高速交界处，机场二高速平房桥路口往东 50 米路两侧绿化带。我们预计公司获得该项目确定性较高，100 万平米的建筑面积，其中路南 30 万平米，路北 70 万平米。未来的产品设计方向是酒店、办公等综合形式。

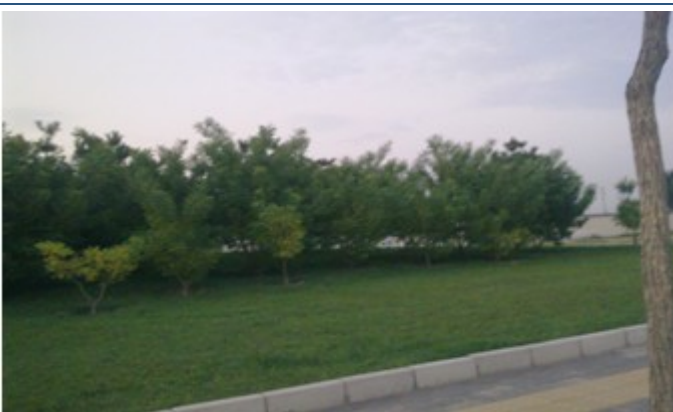
我们预计此将在明年获取该土地，虽然绿化带项目不能进行出售，但企业将采取其它变现途径获得短期利润。

图 11：平房桥项目区位图



资料来源：长江证券研究部

图 12：平房桥项目实景图



资料来源：长江证券研究部

南国荔园：

此项目为去年公司收购股权之项目，公司间接持有的股权为 52.5%，属于一二级联动项目。

南国荔园项目位于海南省海口市中心区西南秀英区永兴镇，距海口市中心 15 公里，距海口美兰国际机场 25 公里。项目地处雷琼国家地质公园内，紧邻海榆中线及规划中的中线高速公路，属于羊山南部现代农业观光旅游区。

南国荔园项目计划开发低密度大型旅游区，配合海南国际旅游岛及海口永兴镇国际旅游小镇的规划，项目规划建设以旅游度假功能板块为主，包括五星级酒店、温泉酒店、高尔夫球场、高尔夫庄园、森林农庄、商业街等等。该项目最终提供配套建设用地不少于 4500 亩。

项目将采取一级、二级联动，分三期滚动开发的模式，在 10 年的时间内完成全部开发建设。开发完成后，商业部分（五星级酒店、温泉酒店、高尔夫球场、商业街）持有经营，居住部分（高尔夫庄园、森林农庄）进行出售。这也是海口区域配套较完善一大块土地，值得关注。

这个项目总共有 4500 亩土地，未来将分期分批获得土地，预计企业也将获得周边林地租期。

项目与海口观澜湖度假酒店相距较近，与此项目相同的是拥有稀缺的火山口遗址风貌、丰富的自然植被以及优质火山矿泉和温泉资源，保存有被喻为海口城市“绿肺”的热带季雨林和独具特色的玄武岩石建古村落，沉淀了有数百年历史的深邃的火山民俗文化。同时高端酒店和高尔夫球场成为良好的配套，再为项目升值打开空间。

图 13: 海口观澜湖度假酒店



资料来源：网上资料，长江证券研究部

图 14: 南国荔园实景图

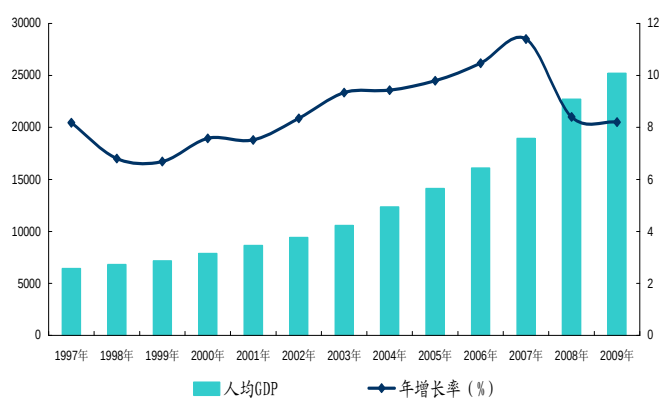


资料来源：网上资料，长江证券研究部

旅游度假升级 ING

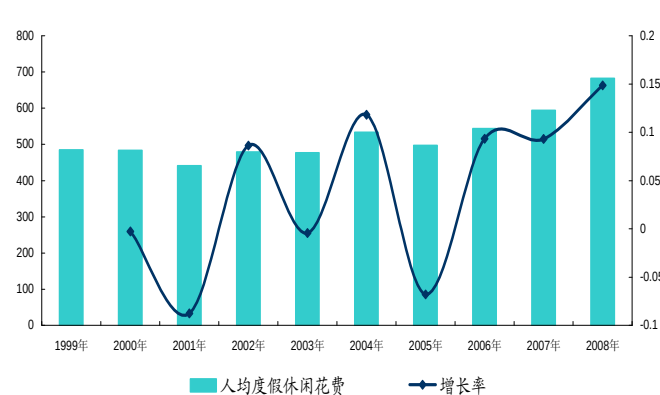
旅游地产是经济发展到一定阶段的必然产物。一般来说旅游地产的繁荣取决于两个方面，第一，是人均的可支配收入；第二是人们的休闲时间。

图 15: 人均 GDP 与增长率



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 16: 人均休闲度假消费



资料来源：国家旅游局，长江证券研究部

根据世界休闲组织的预测，一个地区人均 GDP 超过 1000 美元，大众型观光旅游需求会急剧膨胀；人均 GDP 达到 2000 美元，休闲需求会急剧增长，形成对休闲的多样性和多样化的选择；人均 GDP 达到 3000 美元，度假需求规模化将产生。

我国目前一方面在人均收入方面在 2008 年突破 3000 美元，休闲度假需求存在规模化增长的基础；另一方面，受益于收入增长以及节假日增加居民休闲的时间也在增长。根据 2008 年的统计，我国人均 GDP 突破 5000 美元的城市有五个省市，在这些地区已经处于休闲度假旅游规模化启动的重要时期。

从图 2 也可以看出，在 05 年后，也就是在人均 GDP 超过 2000 美元时，休闲度假需求开始爆发性增长，近三年的复合增长超过了 10%。

表 9: 各省市人均 GDP

分类	省市
人均 GDP 超过 5000 美元	上海、北京、天津、浙江、江苏、广东
人均 GDP 超过 4000 美元	山东、内蒙古、辽宁、福建
人均 GDP 超过 3000 美元	吉林、河北、黑龙江
人均 GDP 超过 2000 美元	山西、新疆、河南、湖北、陕西、江西、重庆、宁夏、湖南、青海、海南、四川、广西、安徽。
人均 GDP 低于 2000 美元	西藏、云南、甘肃、贵州

资料来源：2008 年统计年鉴，长江证券研究部

从实际旅游市场的表现来看，旅游方式由过去的旅游团队为主加速向以散客为主变化。同时旅游产品由一般的观光旅游向休闲度假游方向转变，具有休闲性质的生态旅游、乡村旅游等受到市场的青睐。

海南市场---受益于国际旅游岛

海南是国家八个旅游重点发展的地区之一，近几年来，博鳌亚洲论坛、世界小姐总决赛、新丝路模特大赛、中国青年欢乐节、中国科技年会等一系列重大活动的主办与承办，使得海南走向世界的舞台，同时其作为旅游圣地得到更多人的关注。

表 10：海南唯一资源表

序号	自然旅游资源	序号	社会人文旅游资源
1	我国唯一的热带海岛省	1	我国唯一的黎族聚居区
2	我国最优的海水、沙滩、阳光	2	我国最大的天然橡胶产地
3	我国唯一的国家级珊瑚礁保护区	3	我国唯一的椰子产地
4	我国唯一的黑冠长臂猿保护区	4	我国最大的椰子汁饮料生产基地
5	我国唯一的海岛型猕猴保护区	5	我国最大的天然气化肥基地
6	我国最长的火山隧洞	6	我国最大的胡椒产地
7	我国品位最高的露天铁矿	7	我国最大的咖啡产地
8	我国最大的海上天然气田	8	我国最大的腰果产地
9	我国唯一国家认定的陨石坑	9	我国唯一的跨海铁路
10	我国分隔河海最长的沙堤（博鳌玉带滩）	10	我国最大的砚台（南山佛教文化旅游区）
11	我国唯一的青皮林自然保护区	11	我国最大的南海观音塑像
12	我国最大的红树林保护区	12	我国最长的水库大坝（大广坝）
13	我国唯一的金丝燕自然保护区	13	我国最长的跨海索道（猴岛）
14	我国唯一的海龟、玳瑁栖息地	14	亚洲最大的航海灯塔（文昌市木兰湾）
15	我国唯一的坡鹿自然保护区	15	我国唯一的人偶同台演出戏剧
16	我国唯一的麒麟菜保护区	16	我国唯一的红毛丹产地
17	我国保存最完好的江河出海口（万泉河出海口）		
18	我国最大的热带原始雨林		
19	我国唯一的白蝶贝保护区		

资料来源：长江证券研究部整理

随着海南国际旅游岛的批复，海南作为旅游度假的圣地的热度进一步提升，根据规划海南省在 2020 年其旅游业增加值占 GDP 得比重将提高到 12%。

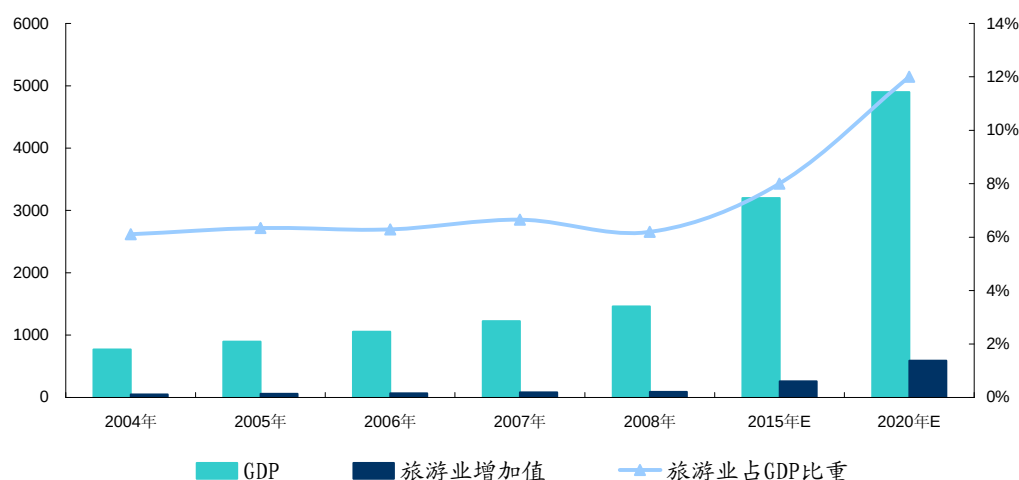
表 11：国际旅游岛建设动态

时间	主要事件内容
----	--------

Jan-09	海南省政府向国务院呈报《海南省人民政府关于海南国际旅游岛建设有关问题的请示》，请求国务院对海南国际旅游岛建设予以政策支持。
Feb-09	海南省在香港举行海南国际旅游岛推介会，重点向香港的领事馆推介海南免签证政策和落地签证政策。
Mar-09	海南国际旅游岛形象广告在中央电视台一套首播。
Apr-09	温家宝在海南省考察，其间听取了海南省有关方面对国际旅游岛的汇报。
Aug-09	国务院办公厅发布了《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》（简称《意见》）。正式对海南“国际旅游岛”发展目标进行了批复。
Jan-10	为向国内外宣传推介海南国际旅游岛，国务院新闻办公室于1月6日在北京召开海南国际旅游岛新闻发布会。

资料来源：长江证券研究部整理

图 17：海南省旅游业占 GDP 比重



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

目前海南省旅游产业资源开发主要分为度假休闲业、观光旅游业及专项旅游业三大类。

图 18：海口旅游资源分布图



资料来源：长江证券研究部整理

表 12：海南省度假休闲旅游业资源开发种类

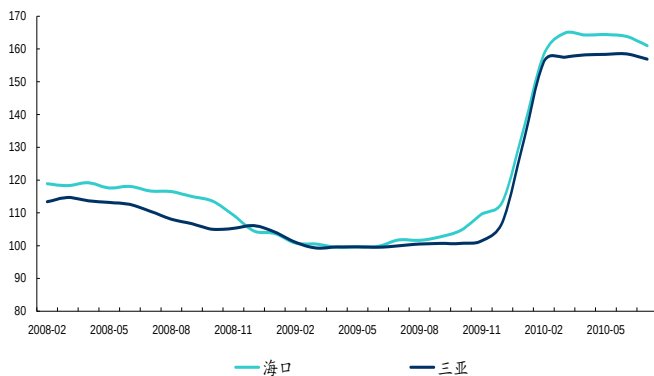
开发资源种类	开发区域	功能定位	开发产品
--------	------	------	------

滨海 度假休闲旅游	东部、南部沿海	冲浪、沙滩排球等沙滩及水上运动；潜水等体育休闲活动；观赏和体验式活动	海口市西海岸（新国宾馆、贵族游艇会）、东海岸（皇冠假日温泉大酒店）大东海、亚龙湾
热带森林 度假休闲旅游	尖峰岭等森林资源丰富旅游区	森林度假山庄、热带雨林、野生动物观赏游、岩洞、露营、蔬菜花卉品尝欣赏、森林生态养生游、探奇	尖峰岭，五指山，吊罗山，黎母山，霸王岭，蓝洋，七仙岭。
温泉 度假休闲旅游	万宁市兴隆，琼海市官塘、博鳌，保亭县七仙岭，三亚市南田，儋州市蓝洋	慢性疾病治疗、温泉康体疗养、SPA、温泉泳池或泡池	兴隆康乐园酒店，博鳌金海岸、索菲特酒店
高尔夫 度假休闲旅游	博鳌、海口、三亚等地	岛屿型、湖滨型、田园型、滨海型、山地型、森林型、荒漠型球场	博鳌、南丽湖与东山湖球场、达与依必朗球场；亚龙湾、南燕湾、美视、旭华月亮湾、康乐园与日出观光球场等共 12 个
湖滨 度假休闲旅游	水库成湖	高档度假酒店、垂钓旅游、游船、湖滨森林浴、步行浴、水上体育、游乐	松涛天湖、万泉湖、南丽湖、云
保健康复 度假休闲旅游	三亚市	河谷天然桑拿浴、天然桑拿浴、漂浮浴与泥浴、泥摔跤、温泉保健菜肴、中医保健旅游	吊罗山、尖峰岭林区、蓝洋温泉、七仙岭温泉、莺歌海盐场

资料来源：长江证券研究部整理

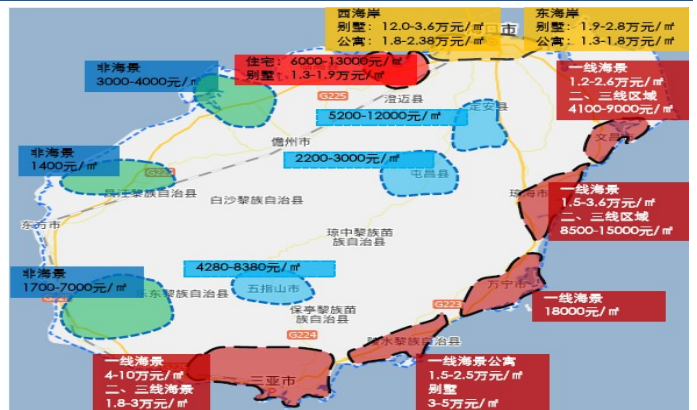
在国际旅游岛批复后，海南房地产价格指数上涨较快，对应的楼盘也是涨价居多，我们长期看好海南市场，更加看好在海南拥有资产的上市公司，中弘就是我们重点关注品种。

图 19：新建商品住宅指数



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 20：海南分类型房价



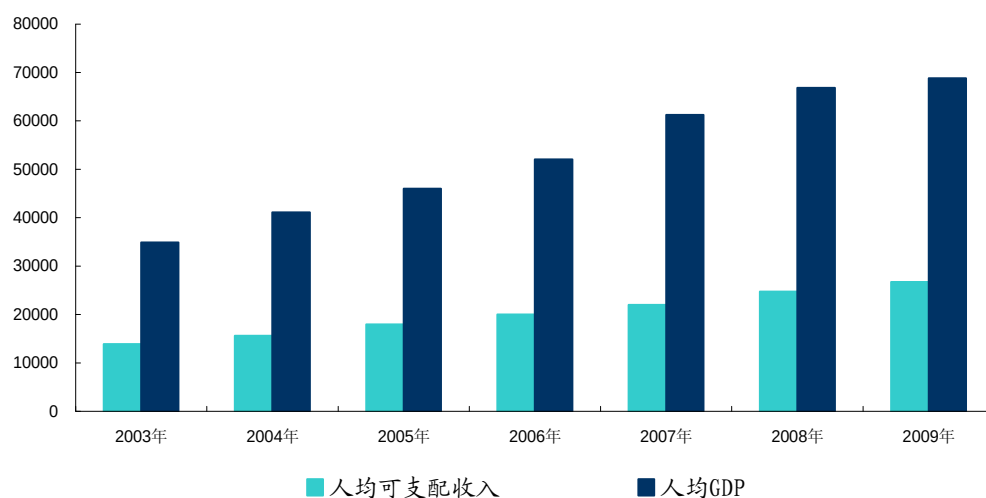
资料来源：《海南旅游地产发展报告》。长江证券研究部

北京市场---旅游度假升级

北京作为全国的政治文化交通中心，其人均 GDP 已经接近一万美元。根据世界休闲组织的研究，在这一阶段，休闲度假的需求将会得到大规模的增长。

从收入的角度来说，北京完全有能力进行休闲度假消费。另外，北京有 3000 余年建城史和 850 余年建都史，是全球拥有世界文化遗产最多的城市。北京荟萃了自元明清以来的中华文化，拥有众多名胜古迹和人文景观。因此，北京作为文化旅游度假城市具有先天性的优势。

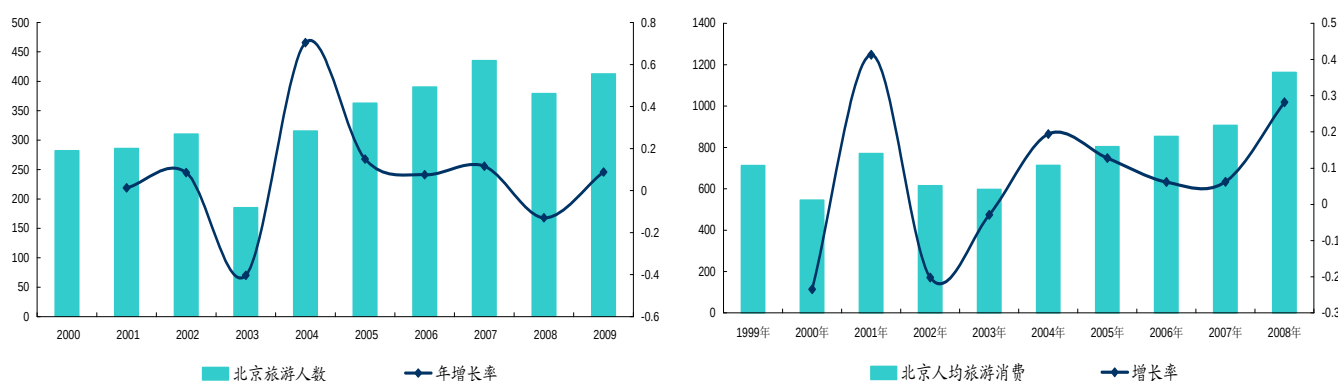
图 21：北京人均 GDP 与人均可支配收入



资料来源：统计统计局，长江证券研究部

图 22: 北京入境旅游人数（万人）

图 23: 北京人均旅游消费支出



资料来源：北京市统计局，长江证券研究部

资料来源：北京市统计局，长江证券研究部

由图 9 我们可以看出北京人均旅游消费支出在 08 年开始爆发增长，增长率接近 30%，我们认为这主要是因为随着人均收入提升，消费者的旅游消费升级，由观光游向休闲度假过渡。从而带动人均旅游消费支出增加。

我们根据《支撑北京郊区可持续旅游发展的产业与环境战略研究》课题组的统计数据可得未来北京休闲度假用地需求将出现较高增长。

表 13: 北京郊区休闲度假旅游用地预测

序号	用地类型	预测基数	2010 年用地预测		2020 年用地预测	
			总用地	新增用地	总用地	新增用地
1	高尔夫球场	5956	7970	2014	10712	4216
2	滑雪场	3426	5034	1608	6766	3340
3	主题公园	3111	4163	1052	5595	2484
4	度假村	4500	6022	1522	8094	3594
1—4	休闲度假用地合计	16993	23198	6196	31167	13634

资料来源：《支撑北京郊区可持续旅游发展的产业与环境战略研究》，长江证券研究部

表 14: 北京郊区度假村

酒店名称	酒店级别	容纳人数	价格	主要娱乐	周边景点
昌平区					
御林汤泉度假村	三星	120	露天温泉标间 680 水床温泉别墅 780 四合院标间 1400 露天温泉标间 680	室外篮球、室外网球、羽毛球、垂钓、采摘、私密温泉	航空博物馆、十三陵、蟒山公园、银山塔林、九龙游乐园、香堂文化新村、小汤山农业园
垂钓园私汤温泉会所	四星	70	-	台球、乒乓球、游泳、网球、KTV、真人CS、拓展、羽毛球、私密温泉、垂钓	银山塔林、蟒山公园、航空博物馆
昆泰嘉禾酒店	四星	500	标准间 388 豪华间 488 豪华单人间 538	台球、乒乓球、游泳、网球、KTV、真人CS、拓展、羽毛球、	蟒山森林公园、银山塔林、军都山滑雪场、凤凰岭、百旺山
北京温都水城度假村	四星	5000	湖湾标间会员价 720 酒店标间会员价 470 宏福大厦标间 470 湖湾西区标间 370	台球、乒乓球、游泳、网球、KTV、高尔夫、拓展、羽毛球、室内外温泉、垂钓、游船	莽山公园、航空博物馆
昌源祥乡村温泉酒店	三星	200	-	台球、乒乓球、KTV、拓展、棋牌室、桑拿、室内外温泉	银山塔林、黄花城、水长城、蟒山国家森林公园、航空博物馆
密云区					
雾灵山庄	四星	500	门市价 518, 预订可打折	游泳桑拿、台球、乒乓球、游泳、网球、KTV、真人CS、拓展、羽毛球、湖面快艇、大船	雾灵山、雾灵湖、云岫谷狩猎场、司马台长城、薰衣草庄园
密云红酒庄园度假村	四星	1300	-	台球、乒乓球、沙壶球、保龄球、游泳、网球、KTV、真人CS、拓展、羽毛球、高尔夫、骑马、垂钓	黑龙潭、桃园仙谷、白龙潭、密云水库、司马台长城、雾灵山、云蒙山
世豪国际酒店	五星	800	平日打折: 豪华大床房 550, 豪华套房 950, 情侣套房 1100, 公寓三居室 1350	游泳、桑拿、保龄球、台球、乒乓球、沙壶球、健身、棋牌、射箭、网球、KTV	密云水库、白龙潭、黑龙潭、桃源仙谷、京都第一瀑、清凉谷、司马台长城
密云瑞海姆田园度假村	五星	1100	门市价: 880 元/间, 优惠价: 平时 420 元, 周末 460 元	台球、乒乓球、游泳、网球、KTV、真人CS、拓展、羽毛球、室内海浪游泳馆、室内温泉	密云水库、黑龙潭、桃源仙谷、清凉谷、雾灵山、云蒙山、司马台长城
精灵谷度假村	三星	200	预订价: 套间 260, 豪华双人间 380, 豪华三人间 380	台球、乒乓球、羽毛球、游泳、KTV、真人CS、拓展、室内游泳馆	黑龙潭、清凉谷、京都第一瀑、桃源仙谷
怀柔区					
怀柔红栗山庄	三星	100	门市价: 单元房 1588 元/间, 一居室 428 元/间, 二居室 666 元/间, 三居室 888 元/间	台球、乒乓球、沙壶球、ktv、垂钓、篝火晚会、烧烤	慕田峪长城、响水湖、红螺寺、圣泉寺、水长城
怀柔桃花岛山庄	三星	200	-	台球、乒乓球、游泳、网球、KTV、真人CS、拓展、垂钓	银山塔林、定陵、黄花城、水长城
天地正缘度假村	三星	80	标准套间 260, 豪华单人间 320, 团队打八折	台球、乒乓球、KTV、真人CS、拓展、羽毛球、棋牌	红螺湖鸟岛、红螺寺、生存岛、慕田峪长城、圣泉寺、雁栖湖
国防部维和中心	四星	200	-	台球、乒乓球、游泳桑拿、真人CS、拓展、	雁栖湖、青龙峡、红螺寺、山吧、神堂峪

记者之家	三星	200	预订价：标准间 278，大床房 358	游戏机、保龄球、射击、射箭 保龄、台球、乒乓球、雁栖湖、青龙峡、红螺寺、沙狐球、游泳、棋牌、慕田峪、响水湖、幽谷神潭、歌厅、真人 CS、拓展 神堂峪、圣泉寺、
------	----	-----	---------------------	--

房山区

龙锐山庄度假酒店	三星	200	标准间 428，单人间 458，套房 880，合院 8800	台球、乒乓球、羽毛球、孤山寨、碧波园、仙栖洞、沙壶球 桌上足球、篮球、云居寺、拒马乐园、东湖港球、游泳、KTV
云泽山庄度假酒店	五星	550	豪华标准间 680 元/间，商务套房 1280 元/间，豪华套房 2680 元/间	篮球、五人足球场、羽毛球、真人 CS、网球、拓展、垂钓 西周燕都遗址、张坊古战道、石花洞、银狐洞、仙栖洞、龙仙宫、白草畔风景区、十渡风景区
一渡假日酒店	四星	200	预订价：标准间 380，套房 580	台球、乒乓球、KTV、棋牌室、室内外温泉、高尔夫 孤山寨、仙栖洞、拒马乐园、平西抗日纪念馆
诚通颐年山庄	四星	800	-	保龄球、篮球、台球、乒乓球、游泳、网球、KTV、真人 CS、拓展、羽毛球、室内外温泉 石花洞风景名胜、银狐洞、风景名胜、圣莲山风景名胜、云居室、

延庆县

北京玫瑰山谷戴斯酒店	四星	200	标准间 312 元/间，三人间 507 元/间，套间 637 元/间	台球、乒乓球、游泳、网球、KTV、真人 CS、拓展、羽毛球、骑马、山地高尔夫 龙庆峡、松山、古崖居、玉渡山、八达岭长城、野生动物园、野鸭湖
金色假日酒店	四星	1000	商务大床房 268，豪华房 238，标准间 228	台球、乒乓球、健身房、KTV 包间、真人 CS、棋牌室 八达岭长城、龙庆峡、八达岭野生动物园、康西草原、古崖居、野鸭湖
北京华坤庄园酒店	四星	150	标间 380，套房 760，俄罗斯别墅 2130，欧式别墅 3740	台球、棋牌、KTV、垂钓、篝火晚会 八达岭长城、龙庆峡、松山、玉渡山、古崖居、野生动物园、野鸭湖
八达岭温泉度假村	四星	680	预订价：标准间 350	室内外温泉泡汤、乒乓球、游泳、网球、KTV、真人 CS、羽毛球 龙庆峡、松山、玉渡山、古崖居、野鸭湖、八达岭长城、
榆林堡李家大院	三星	100	-	KTV、真人 CS、拓展、羽毛球、骑马、快艇、越野车、卡丁车 康西草原、野长城、残长城、八达岭长城、天漠、松山、古崖居、玉渡山

顺义区

乔波度假酒店	四星	400	预订价：豪华双人间 458	台球、乒乓球、游泳、网球、KTV、真人 CS、拓展、羽毛球、室内滑雪 燕京啤酒厂参观、红螺寺、雁栖湖、奥运水上公园、千亩樱桃采摘园、三高高科技农业
花水湾磁化温泉度假村	四星	600	平日优惠价：普通标间 360，温泉公寓 260	台球、乒乓球、羽毛球、保龄球、沙壶球、网球、KTV、游泳、室内外磁化温泉 焦庄户地道战遗址纪念馆，莲花山滑雪馆，神笛陶艺村，北京高尔夫俱乐部，潮白赛车城
东方嘉宾馆酒店	四星	400	最低价 320 元/间	台球、乒乓球、保龄、游泳、网球、KTV、羽毛球、篮球、室内外温泉 莲花山滑雪场、乔波滑雪馆、爱马士跑马场、汉石桥湿地公园、双河采摘、奥林匹克水上公园
阳光丽城温泉度假酒店	四星	500	-	台球、游泳、网球、KTV、真人 CS、拓展、羽毛球、室内外温泉、垂钓 顺义花博会、奥林匹克水上公园、顺义新国展
瑞麟湾温泉度假酒店	五星	400	预订价：标准客房 718，标准套房 2160，	台球、乒乓球、游泳、KTV、室内外温泉 汉石桥湿地、奥林匹克水上公园、顺义鲜花港

家庭套房 2980

丰台区

南宫温泉度假酒店	五星	500	预订价: 标准间 698 起, 商务套房 1280	台球、乒乓球、游泳、网球场、KTV、真人CS、拓展、羽毛球、室内外温泉	青龙湖、千灵山、世界地热起、博览园、八一影视基地、世界公园
北京大成路九号	五星	600	预订价: 豪华标准间 888, 商务套间 1588	台球、乒乓球、游泳、健身、KTV、美容美发、桑拿	丰台体育中心、世界公园、玉渊潭公园
豪特湾度假村	四星	300	预订价: 标准间 165	洗浴、室内游泳馆、台球、书吧、银狐洞、露天烧烤、拓展、垂钓、实弹射击	戒台寺、潭柘寺、石花洞、银狐洞、青龙湖水上乐园
优龙会议中心	三星	500	门市价: 标间 360	保龄球、台球、沙狐球、乒乓球、室内游泳、桑拿、棋牌、歌舞厅、KTV	中华文化园内、世界公园、西汉古墓、世界花卉大观园
好特热国际商务会馆	四星	300	预订价: 标准间 432, 套房 832, 豪华套房 1032	温泉洗浴、休闲健身、游泳	复式套、豪华商务套房、标准间、三人间、单人间

大兴区

星光梅地亚酒店	四星	1300	预订价: 标准间 398, 商务套间 1080	台球、乒乓球、游泳、健身、桑拿、网球、KTV、羽毛球、棋牌室	野生动物园、世界公园
外研社国际会议中心	四星	1000	门市价: 豪华标间 660, 公寓标准间 480	台球、乒乓球、游泳、温泉、桑拿、保龄球、健身、歌舞厅、棋牌	野生动物园、中华文化园、世界公园、北普陀影视城

朝阳区

北京蟹岛度假村	四星	1200	会议楼单人 160 元/间·夜 会议楼标准间 380 元/间·夜 会议楼大床间 380 元/间·夜	保龄球、斯诺克、乒乓球、游泳、网球、真人CS、拓展、羽毛球、室内外温泉、沙滩海景、冲浪、垂钓、采摘	蟹岛度假村为国家四 A 级景区、另有北京 2011 年国际啤酒节
郁金香温泉花园度假村	三星	600	-	摩锐水世界、室外温泉、采摘、台球、乒乓球、游泳、网球、KTV、真人CS、拓展、羽毛球、网球	郁金香花园、奥迪金港汽车公园、中国电影博物馆、天安高尔夫俱乐部
颐锦温泉会馆	五星	150	标准间 1680 元/间·夜 商务间 1980 元/间·夜 套间 2880 元/间·夜	室内外温泉、SPA、按摩、桑拿、维琪浴、餐饮、酒吧、KTV	-
华膳园温泉饭店	五星	300	标准双床间 1242 元/间·夜 标准大床间 1242 元/间·夜 豪华大床间 1357 元/间·夜	温泉、KTV、婚庆	-

平谷区

渔阳酒店	四星	500	豪华标准间 388 元/间·夜 普通套房(无窗) 788 元/间·夜 豪华套房 888 元/间·夜	台球、乒乓球、游泳、网球、KTV、真人CS、拓展、羽毛球、保龄球	台球、乒乓球、游泳、网球、KTV、真人CS、拓展、羽毛球、保龄球
------	----	-----	---	----------------------------------	----------------------------------

东晓新越酒店	三星	200	标准间 328 元/间·夜 商务大床间 388 元/间·夜 三人间 428 元/间·夜	台球、乒乓球、健身、金海湖、盘山、京东大峡谷、桑拿、KTV、真人 CS、京东大溶洞、石林峡、千佛崖 拓展、保龄球
通州区				
运河苑温泉度假村	四星	500	-	保龄球、台球、乒乓球、金海湖、盘山、京东大峡谷、游泳、网球、KTV、羽毛球、室内外温泉 京东大溶洞
北发大酒店	四星	500	标准间 988 元/间·夜 单人间 1180 元/间·夜 套间 1680 元/间·夜	台球、乒乓球、游泳、网球、KTV、篮球、羽毛球、沙狐球
门头沟				
龙泉宾馆	四星	600	标准间 660 元/间·夜 大床间 660 元/间·夜 豪华间 760 元/间·夜	台球、乒乓球、游泳、潭柘寺、妙峰山、戒台寺、桑拿、网球、保龄球 百花山，灵山，川底下 KTV、拓展、羽毛球、室内外温泉
京周边				
京东第一温泉	四星	500	-	乒乓球、真人 CS、羽毛球、室内网球、篮球、高尔夫 盘山、京东大峡谷、金海湖、清东陵、京东大溶洞
燕龙生态度假酒店	四星	600	标准间 288 元/间·夜 大床间 288 元/间·夜 商务套间 688 元/间·夜	羽毛球、室内网球、篮球、保龄球、采摘、垂钓、马术 盘山、京东大峡谷、金海湖、清东陵、京东大溶洞
天下第一城酒店	五星	5000	-	各种球类、拓展、游泳、戏水、KTV 和高尔夫 金海湖、盘山、京东大峡谷、京东大溶洞
坝上草原天鹅湖度假村	三星	500	-	画舫、快艇、豪华游艇、冲浪、真人 CS、赛狗、骑马、射箭、KTV、洗浴 梳妆楼、五花草甸、国家级湿地草原
北京海北绿园度假村	四星	300	标准间 480 元/间·夜 豪华间 1680 元/间·夜 豪华商务间 1680 元/间·夜	台球、乒乓球、游泳、阳台山、百望山、凤凰岭、网球、KTV、真人 CS、拓展、羽毛球、室内外温泉 大觉寺

资料来源：网上资料，长江证券研究部整理

分时度假酒店

分时度假的概念

分时度假(Timeshare)起源于20世纪60年代中期的法国阿尔卑斯地区,20世纪70年代传入美国,随后迅速在欧美国家发展起来并成为目前旅游业中增长最快的部分。

一般说来,分时度假包括两个概念:一个是分时度假概念;另外一个分时度假交换概念。分时度假是将酒店的住宿单位分为一定的时间份,出售每一个时间份的一定年限的使用权。消费者拥有一定年限内在该酒店每年一定时间的免费入住权。业主还同时享有时段的转让、馈赠、继承等系列权益以及对公共配套设施的优惠使用权。其实质就是以“拥有”度假住宿替代传统的酒店住宿。

分时度假最大的特色和吸引力在于它的分时度假交换概念。也就是当你某一年决定不在你所购买了时段的酒店或度假村住宿时,你可以用你的时段去“交换”同属于一个交换服务网络中的任何一家酒店或度假村的另一个时段。

其实这种形式就是把固定资产转化为会流动资产,从而增加了资产的收益性也为业主提供了

一个很好的退出渠道。分时度假酒店是一种新型的房地产投资和消费方式，既是消费也是存储，既是服务又是资产，既可以自用又可赠送的特别商品，是一种将房地产业、酒店业、旅游业完美结合在一起的一种商业新概念。

分时度假在国外

国际分时度假交换公司 RCI (Resort Condominiums International) 是世界首家分时度假交换公司，也是目前世界上实力最雄厚的分时度假交换公司。

目前全世界范围内的分时度假酒店一共有接近 6000 家，这些分时度假酒店分布在 100 多个国家。分时度假酒店的分布呈现相对集中的特点，主要集中在经济较为发达的地区。

表 15: 分时度假企业销售前十位

排名	年份	销售额	年份	销售额
	1994 年	(百万美元)	2000 年	(百万美元)
1	Marriott Vacation Club	212	MVCI	700
2	Westgate Resorts	110	Fairfield Comm	446
3	Hapimag	102	Westgate Resorts	300
4	Costamex	92	Trendwest Resorts	297
5	Disney Vacation Club	75	Sunterra	285
6	Anfi del Mar	72	Starwood Vac Ownership	258
7	Vistana	56	Silverleaf Resorts	230
8	Fairfield Resorts	55	Disney Vacation Club	186
9	Trendwest Resorts	50	Bluegreen Resorts	150
10	Shell Vacations	48	Hilton Grand Vac Co	150

资料来源：《世界分时度假业的发展与启示》，长江证券研究部

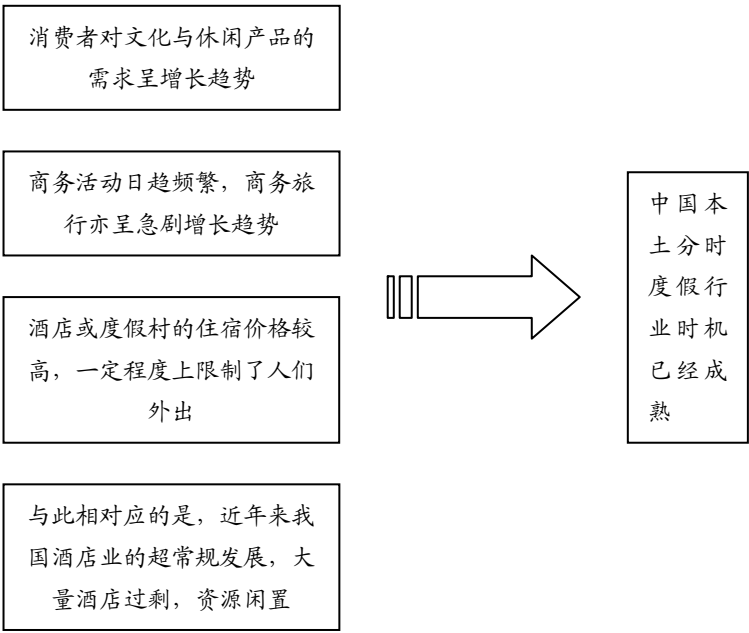
从上面的表格我们可以看出，分时度假的市场潜力还是很大的，增长极为迅速。1999 年全球分时度假营业额已高达 67.2 亿美元，并以 16 % 的速度增长。06 年全球销售额超过 130 亿美元，利润较传统酒店高出 20-30%。

分时度假在中国

分时度假在国外已有相当的发展，但对于我国来说，分时度假还是一个比较新的概念。20 世纪 90 年代，分时度假产品引入我国，海南、深圳等地的部分饭店开始操作单体分时度假产品。到 2002 年，我国有十多家度假村或饭店加入国际分时度假交换网络体系，其中加盟 RCI 的 16 家。其经营模式与国际接轨，采用销售 20 到 40 年的每年一周的度假地住宿权的方式，产品售价一般在 4 万至 6 万之间。

目前，国内的分时度假交换也处于最初期的阶段，进入运作阶段的度假网络经营公司数量不多，海南华夏之旅分时度假交换公司是国内唯一形成规模的分时度假交换平台。目前国内房地产商也组建旅游房地产联盟，如中房集团牵头、几十家企业加盟的“中国房地产分时度假联盟”。度假型房地产是目前旅游房地产开发备受关注、发展很快的一个品种。有研究发现中国在 2020 年成为全球最大的入境旅客目的地，将成为“分时度假”最大市场之一。

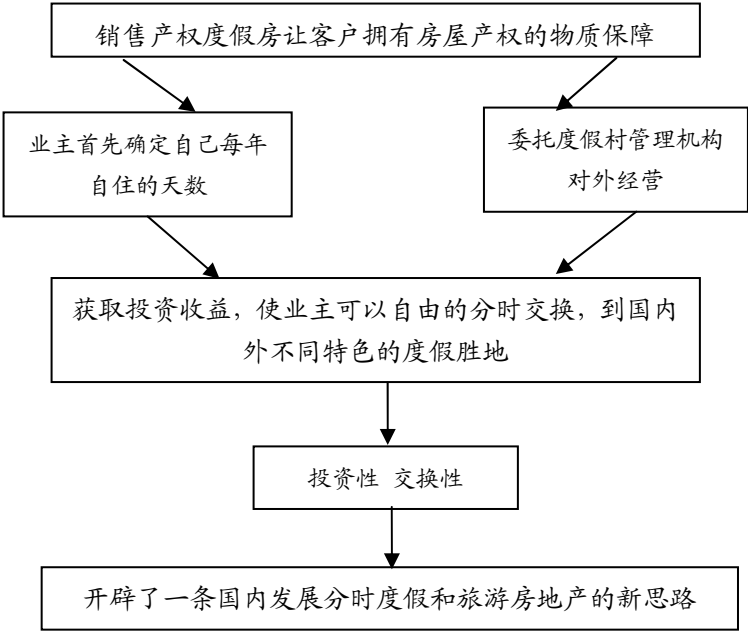
图 24: 中国分时度假行业的市场背景



资料来源：长江证券研究部整理

目前国内主要有三类公司从事分时度假服务：第一类是以美国国际分时度假交换公司（RCI）为代表的国际分时度假交换公司；第二类是国内有意在“分时度假”领域做长期发展的企业；第三类是房地产开发公司想借“分时度假”概念销售住宅。

图 25：交换式产权酒店



资料来源：长江证券研究部整理

表 16：国内分时度假产权式酒店汇总

酒店	地址	面积 (平方米)	销售均价（元/平方）	备注
----	----	-------------	------------	----

海南三亚香水湾五星级大酒店	海南三亚	36-110	8500 (一期五星级准) 6500 (二期四星级准)	1.全装修、含家具 2.五年包租, 年回报率 6.6% (税后) 3.每年免费 30 天物业住宿权限
东方云顶广场公寓	昆山巴城镇湖滨南路 1098 号	30-50	10000	1.全装修、含家具 2.开发商包租十年, 年回报率 8% (税后) 3.每年免费 12 天物业住宿权限
周庄江南人家	周庄古镇	40-50	12000	1.全装修、含家具 2.开发商包租十年, 年回报率 7.2% (税后) 3.每年免费 15 天物业住宿权限
天徽别院度假酒店	黄山风景区南大门汤口镇	40-50	6688	1.全装修、含家具 2.开发商包租, 每十年一签 3.年固定回报率 6% (税后)+利益分成 (与酒店运营商 3、7 分成) 4.每年免费 10 天物业住宿权限
伯恩国际产权式酒店	苏州市平江区乔司空巷 27-33 号	40-52	9500	1.全装修、含家具 2.开发商包租十年 3.前 5 年固定回报率 6.5% (税后)+利益分成 4.后 5 年纯利益分成 5.每年免费 10 天物业住宿权限
碧海蓝天度假村产权式酒店	秦皇岛市南戴河海滨	30-40	5660	1.全装修、含家具 2.开发商包租三年, 年固定回报率 5% (税后)+利益分成 (与酒店运营商 4、6 分成) 3.每年免费 15 天物业住宿权限
上海美丽园龙都大酒店	上海市延安西路 396 号	40-50	9000	1.全装修、含家具 2.开发商包租, 首期签约 10 年, 年回报率 7% (税前) 3.每年免费 15 天物业住宿权限

资料来源: 长江证券研究部整理

未来中弘很大一部分将做区域度假酒店。这类房地产一般可以分为产权酒店、时权酒店、养老型酒店, 在高尔夫球场、登山、滑雪等运动地附近开发的高尔夫、登山、滑雪运动度假别墅和时值度假型酒店。虽然我们认为公司在这条道路走远将相当艰难, 但公司管理团队良好的整合意识将加速企业发展速度。

风险提示

我们关于中弘地产的担心无非来自两个方面, 第一是其未来拿地资金问题如何解决, 另外一方面就是对其初涉旅游地产市场, 开发运营能力还有待市场的检验。

资金问题

根据我们的了解, 公司解决资金的问题主要通过非中心的销售回款、与其它大型企业合作开发等方式进行合作, 另外大股东也会在资金方面支持上市公司的发展。

平谷御马坊休闲度假城资金需求金额约为 80 亿元。在未来公司销售与持有的比例大约会维持在 7:3, 这样也可以通过销售回款来填补资金缺口。

另外公司的第二天股东为建银投资, 拥有较丰富的投行资源, 有助于企业项目融资。此外信托方面以及海外 REITs 都将是未来公司考虑的重要融资方向。

初涉旅游地产经验不足

未来公司多个旅游地产项目，将引入了西班牙金玛丽娜集团和英国的金斯特奇两大公司。这些国际合作伙伴将利用他们在旅游度假项目中先进的管理经验与运作模式与中弘合作，为其地产项目在规划、产品形态及运作理念上提供管理支持。

金玛丽娜集团总部位于西班牙巴伦西亚大区卡斯特利翁市，1983 年成立，是西班牙最大的旅游房地产开发运营商之一，拥有与房地产项目的开发、销售和运营有关的庞大的技术团队和经验丰富的人员队伍近 4000 人，在西班牙旅游地产行业独树一帜，占据领导地位。在西班牙，金玛丽娜集团下属 14 个分公司，涉及建筑设计、房产开发、建筑工程、房产销售和租赁、餐饮娱乐、酒店管理、旅游度假、医疗保健、美容护理、安防保卫等各个领域。在欧洲金玛丽娜设有 100 多个销售处，已建立了庞大的营销网络。集团不断扩大规模，在世界范围内进军房地产，已在中国、法国、英国、摩洛哥、埃及、波兰、保加利亚、巴西、阿根廷和巴拿马等 17 个国家设立分公司，进行土地投资与项目开发。金玛丽娜北京公司设立于 2006 年初。其在地中海沿岸开发的大型主体休闲度假城及旅游房地产项目规模庞大，已在欧陆吸引了众多的投资。

金斯特奇是世界最大的跨国房地产咨询公司之一。它的运营网络遍布全球 45 个国家，其完全拥有、合作及附属的营业机构达 210 个。运营网络中的 3800 多名员工涵盖了所有的房地产部门以及专业领域，包括工厂与机械。

金斯特奇在房地产及其相关商业市场的服务提供商中处于领先地位，尤其在工业、办公楼以及百货娱乐地产部门。提供的服务包括中介代理、资产管理、建筑咨询、业务重组、企业地产、企业发展、理财服务、投资、房产销售和租赁以及评估。

在欧洲，金斯特奇的运营范围在欧盟主要商业中心以及关键的欧洲大陆城市。对于美洲，金斯特奇在美国、加拿大以及中美洲都有通过 King Sturge CORFAC International 这个组织联合的合作伙伴。在亚洲和太平洋洲，金斯特奇也有澳大利亚、印度尼西亚和马来西亚的合作方。在美洲，金斯特奇在北美、中美和南美都有 King Sturge CORFAC International 和 ChainLinks Retail Advisors 两个联盟组织的合作伙伴。

另外，公司的管理团队大多有房地产相关经验，分别来自万达、绿地以及北京国兴嘉业等公司，这些管理人员有助于中弘成功转型旅游地产。

表 17：公司管理团队简介

姓名	职务	性别	学历	个人简历
康喜	副总经理/ 财务总监	男	硕士	男，1967 年 12 月出生。毕业于天津南开大学，工商管理管理学硕士（MBA）。历任包头草原糖业集团财务处副处长，包头华资实业股份有限公司计财部部长，上海爱使股份有限公司财务总监、副总经理，中弘卓业集团有限公司财务总监。现任中弘地产股份有限公司董事、副总经理、财务总监。
田锡泽	副总经理	男	硕士	男，1976 年 6 月出生，清华大学工商管理管理学硕士（MBA）。2004 年 7 月至 2006 年 8 月任北大纵横咨询公司项目部经理；2006 年 9 月至 2008 年 12 月任万达集团人力资源部副总经理；2009 年 1 月至 11 月任北京中弘投资有限公司及北京中弘兴业房地产开发有限公司人力资源部总经理。2009 年 12 月至今任北京中弘投资有限公司及北京中弘兴业房地产开发有限公司副总裁。

赵恒	副总经理	男	硕士	男，1969 年 11 月出生。毕业于对外经济贸易大学金融专业研究生班，硕士学历。历任北京首钢设计院项目经理、设计师；北京市京工房地产开发总公司销售部经理；2003 年 5 月至 2008 年 5 月任北京国兴嘉业房地产开发有限责任公司副总经理、营销总监；2008 年 12 月起任北京中弘投资有限公司及北京中弘兴业房地产开发有限公司副总裁。现任中弘地产股份有限公司董事。
周浩	副总经理	男	大学	男，1967 年 3 月出生，大学本科学历。1999 年至 2006 年任北京希地环城建设工程顾问公司总监；2007 年至 2008 年 12 月任大连万达集团商业地产有限公司工程副总。2009 年 2 月至今任北京中弘投资有限公司及北京中弘兴业房地产开发有限公司副总裁。
金洁	副总经理/ 董事会秘书	男	大学	男，1971 年 10 月出生。毕业于中国人民大学国际金融专业，大学本科学历。历任国家体改委干部、中正泰投资管理公司总裁助理、北京万年投资集团投资部经理、北京东泰融信资产管理公司总经理、中弘卓业集团有限公司副总裁。现任安中弘地产股份有限公司董事、董事会秘书。

资料来源：公司公告，长江证券研究部

盈利预测与投资建议

根据我们前面的预测（参见表 4 以及表 5），预计公司 10-11 年的 EPS 分别为 0.96、1.51 元，相对应目前股价的 PE 在 13.33、8.48 倍。考虑到公司业绩的确定性以及未来巨大发展空间，我们首次给予“推荐”评级。

附表：公司土地储备和一级项目整理汇总表

项目名称	权益	区域	用地面积	建筑面积	未结算面积	备注	开工时间	竣工时间
“中国特色经济之窗” (推广名：非中心)	100%	非中心一期	10.72	14.32	2.00	办公用途	2004 年 12 月	2007 年 10 月
		非中心二期	20.92	69.80	69.80	办公用途	一期 2009 年 5 月 二期 2009 年底	2010 年 9 月 2011 年上半年
御马坊度假城项目	100%	平谷马坊	199.7	150	150	休闲旅游	已取得 53.7 万平米土地，合建筑面积 20 万平米商业金融用地，地价 4.05 亿。	
西游记乐园项目	100%	怀柔区	333.34	70.00	70.00	创意文化	土地未获取	
平房桥项目	100%	五环	66.70	100.00	100.00	旅游地产	土地未获取	
南国荔园	52.50%	海口	266.67	-	-	旅游地产	土地未获取	
海口项目	60%	海口市政府	10.00	30.00	30.00	住宅	年内开工，2011 年预售	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。