

湘财证券研究所

房地产

杨森: Tel: 021-68634518-8990

E-Mail: ys2875@xcsc.com

张化东: Tel: 021-68634518-8051

E-Mail: zhd3063@xcsc.com

徐广福: Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

本次目标价： 17 元

本次评级： 买入

当前价格： 13.09 元

华侨城最近一年走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

相关报告：

《华侨城深度：行业调整中凸显优势》 10.06.27

《华侨城 A：重塑安全形象，储备资源丰富》 10.08.18

事件：

- 华侨城 12 月 10 日公告，公司计划对深圳市华侨城酒店集团有限公司（下称：酒店集团）进行吸收合并并注销酒店集团法人资格。

投资要点与关注：

- 旅游地产业务如虎添翼：

我们很看好公司较独特的地产+旅游运营模式。公司于 2009 年 11 月进行了重大资产重组，并设立欢乐谷事业部、旅游事业部和酒店物业事业部。公司目前酒店物业事业部下拥有威尼斯皇冠假日酒店、华侨城洲际大酒店、海景奥斯特酒店、城市客栈等 10 多家酒店。本次吸收合并主要是为真正实现酒店物业事业部的运营管理，理顺管理关系，完善业务模式，降低管理成本，提高上市公司整体运营能力和管理效率。

本次重组涉及股权转让和吸收合并酒店集团并注销法人资格的两项工作，分两步完成：第一步，完成深圳华侨城房地产有限公司持有酒店集团 18%股权转让给公司，酒店集团成为公司持股 100%的子公司；第二步，完成公司吸收合并酒店集团，酒店集团法人资格注销。目前已经完成了第一步，酒店集团已成为公司的全资子公司。预计完成第二步仍需时 4 个月左右。我们认为公司酒店业务重组进程顺利完成的的可能性很高：1、重组如果顺利进行，将在 11 年上半年完成，届时国土部对房企重组的审批预计将开闸；2、公司本次重组为 09 年重组的重要组成部分；3、本重组方案仅涉及华侨城股份对其全资子公司的吸收合并，不涉及公司其他事项变更，公司股东会享有最终决定权，实际上不需要证监会的批准。

目前酒店集团拥有控股参股子公司、分公司和拟建宝安酒店项目共 6 家。加上酒店物业事业部管理的 2 家企业，共有投资及管理的企业共 8 家。公司酒店业务以主题酒店为主，09 年实现营收 6.91 元，基本处于营收平衡状态。我们认为公司酒店业务有望在未来成为业绩增长点，主要因为：1、公司在 10 年加强了酒店的经营管理，财务费用和管理费用有所降低；2、消费升级将对公司酒店业务构成支撑；3、酒店集团的注入将有利于降低管理成本，提高运行效率。

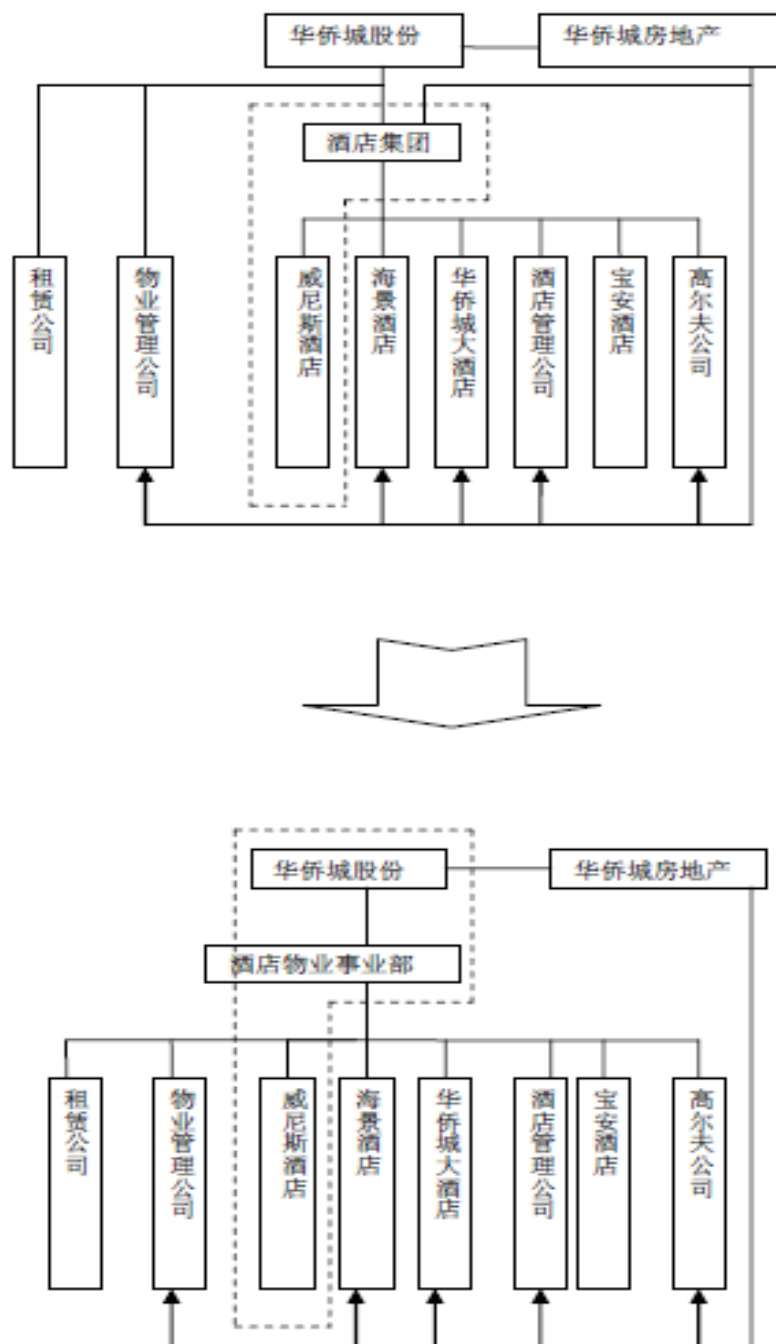
- 维持公司“买入”评级，综合 RNAV 为 18.61 元/股：

公司未结算土地储备共有约 1200 万平方米左右，其中权益储备 1000 万平方米左右。我们预计公司 10~12 年分别结算 36 万、64 万和 94 万平方米，实现收入 91 亿、145 亿和 177 亿元。我们预测公司 10~12 年的 EPS 分别为 0.75 元，1.15 元和 1.37 元。12 月 25 日公司股价 11.77 元，对应 PE 分别为 15.69X，10.23X 和 8.61X。公司 RNAV 为 18.61 元，对比 RNAV 折价明显，房价下跌预期已充分反映。我们维持华侨城的买入评级，目标价维持 17 元。

- 风险提示：后续出台严厉的税收政策和连续加息。

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8657	10957	12310	17883	21283
YoY(%)	401%	27%	12%	45%	19%
归属母公司净利润	1433	1706	2331	3575	4246
YoY(%)	91%	19%	37%	53%	19%
EPS	0.46	0.55	0.75	1.15	1.37
P/E	25.52	21.44	15.69	10.23	8.61
P/B	6.55	3.49	2.92	2.33	1.88
EV/EBITDA	17.86	15.59	9.71	6.56	5.63

图 1: 酒店集团重组示意图



资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

表 1: 华侨城预测与估值表

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3,139	14,61	18,82	30,62	37,52	营业收入	8,657.3	10,956.9	12,310.0	17,883.2	21,283.1
现金	931	2,999	19,96	16,89	33,32	营业成本	4,174.6	5,907.37	6,278.10	8,941.63	10,641.5
应收账款	35	179	-38	224	48	营业税金及附加	1,097.1	1,039.36	1,167.71	1,696.38	2,018.89
其他应收款	117	848	-464	1,000	-169	营业费用	71.72	72.72	229.06	286.13	319.25
预付账款	378	861	574	977	1,229	管理费用	1,051.5	999.98	1,309.32	1,767.11	2,183.40
存货	1,678	9,099	-1,78	10,92	2,467	财务费用	221.84	131.47	264.64	407.55	435.83
其他流动资产	0	624	574	603	620	资产减值损失	3.52	188.73	95.62	111.31	118.98
非流动资产	10,80	16,13	15,08	15,32	15,46	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	1,969.2	2,378.34	3,290.52	5,046.90	5,995.04
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	13,94	30,74	33,90	45,95	52,99	利润总额	1,960.9	2,380.85	3,290.52	5,046.90	5,995.04
流动负债	6,965	16,33	14,87	20,57	20,77	所得税	348.26	516.54	740.37	1,135.55	1,348.88
短期借款	4,200	3,757	3,757	3,757	3,757	净利润	1,612.6	1,864.31	2,550.15	3,911.35	4,646.15
应付账款	1,202	2,612	1,429	4,057	2,632	少数股东损益	179.31	158.74	219.39	336.49	399.71
其他流动负债	1,562	9,964	9,690	12,75	14,38	归属母公司净利润	1,433.3	1,705.57	2,330.76	3,574.85	4,246.45
非流动负债	71	2,962	5,622	8,413	11,13	EBITDA	2,191.0	2,509.81	4,031.15	5,962.76	6,955.33
长期借款	11	2,754	5,498	8,242	10,98	EPS	0.55	0.55	0.75	1.15	1.37
其他非流动负债	60	208	124	172	146	主要财务比率					
负债合计	7,036	19,29	20,49	28,98	31,90	成长能力					
少数股东权益	1,327	970	1,190	1,526	1,926	营业收入	400.67%	26.56%	12.35%	45.27%	19.01%
股本	2,621	3,107	3,107	3,107	3,107	营业利润	131.03%	20.78%	38.35%	53.38%	18.79%
资本公积	324	1,344	1,344	1,344	1,344	归属于母公司净利	91.02%	18.99%	36.66%	53.38%	18.79%
留存收益	2,638	6,070	8,090	11,31	15,02	获利能力					
归属母公司股东权	5,584	10,47	12,50	15,73	19,44	毛利率(%)	51.78%	46.09%	49.00%	50.00%	50.00%
负债和股东权益	13,94	30,74	34,19	46,24	53,27	净利率(%)	16.56%	15.57%	18.93%	19.99%	19.95%
现金流量表						ROE(%)	25.67%	16.28%	18.64%	22.73%	21.84%
经营活动现金流	-546	1,100	14,14	-4,76	14,78	ROIC(%)	27.65%	15.35%	383.43%	41.31%	625.33%
净利润	1,613	1,864	2,550	3,911	4,646	偿债能力					
折旧摊销	0	0	476	508	524	资产负债率(%)	50.45%	62.76%	59.95%	62.68%	59.90%
财务费用	222	131	265	408	436	净负债比率(%)	64.11%	34.67%	46.22%	42.11%	46.86%
投资损失	-67	-283	-325	-374	-430	流动比率	45.07%	89.45%	126.55%	148.89%	180.58%
营运资金变动	0	0	11,17	-9,24	9,627	速动比率	20.98%	33.74%	138.52%	95.77%	168.71%
其他经营现金流	-2,31	-613	8	24	-17	营运能力					
投资活动现金流	-1,07	-2,34	606	-269	-137	总资产周转率	65.55%	49.03%	38.08%	44.78%	43.02%
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	-3,79	2,209	1,973	1,776	EPS(摊薄)	0.46	0.55	0.75	1.15	1.37
短期借款	-335	-443	0	0	0	每股经营现金流	-0.18	0.35	4.55	-1.53	4.76
长期借款	-301	2,744	2,744	2,744	2,744	每股净资产(摊薄)	1.80	3.37	4.02	5.06	6.26
普通股增加	1,311	486	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	-1,28	1,020	0	0	0	P/E	25.52	21.44	15.69	10.23	8.61
其他筹资现金流	-226	-7,60	-535	-771	-967	P/B	6.55	3.49	2.92	2.33	1.88
现金净增加额	0	0	16,96	-3,06	16,42	EV/EBITDA	17.86	15.59	9.71	6.56	5.63

资料来源：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。