

证券研究报告—动态报告

房地产

房地产开发

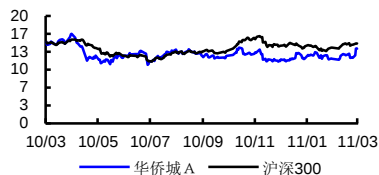
华侨城 A (000069)
推荐

2010 年财报点评

(维持评级)

2011 年 3 月 4 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

昨收盘 (元)	14.14
总股本/流通 A 股(百万股)	3,107.5/1,305.5
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	43,939.7/18,460.4
上证综指/深圳成指	2,902.98/12,698.16
12 个月最高/最低 (元)	16.79/11.00

财务数据

净资产值(百万元)	13,215.87
每股净资产(元)	4.25
市净率	3.32
资产负债率	69.69%
息率	0.42%

相关研究报告:

《华侨城 A:地产销售良好,奠定全年业绩》——2008-10-30

《华侨城 A:“08 年公司发展将进入快车道”——2008-3-10

《华侨城 A:整体上市方案超预期,市值将超 1000 亿》——2007-11-7

证券分析师: 方焱

电话: 0755-82130648

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120001

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678

E-mail: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120051

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

旅游+地产, 迎来久违的爆发

●业绩暴增, 分红慷慨

2010 年营业收入增长 58%, 净利润增长 78%, 扣除非经常损益后的净利润增幅创下上市以来新高, 达到 158%, 业绩暴增原因: 主动释放业绩所致(期末预收账款环比 3 季度末大幅减少 47%, 同比减少 26%)。分红预案 10 送 5 转 3 派 0.6 元, 是 97 年上市以来第三次实施如此高比例的分红方案。

●房地产销售额不及 09 年, 但旅游业务接待游客人数同比增长 12%

①年报没有披露 2010 年地产销售情况, 据搜房网数据, 公司 2010 年房地产销售额约为 130 亿, 低于 09 年的 150 亿, 表明公司的地产业务的确受到了史上最严厉调控的影响; ②披露接待游客首次突破 2000 万人次, 同比增长 12%。

●“旅游+地产”, 将持续提升公司价值

①旅游业务将加速领跑: 我们认为, 在中国向文化大国迈进的进程中, 本土龙头公司较迪士尼等外企更优势, 市场占有率将不断扩大。我们预计未来三年公司年接待游客有望提升至 2750 万人次, 由于早已超盈亏平衡点(1500 万), 因此新增客流贡献将基本上是纯利。

②“公园提升楼盘价值”, 地产业务含金量高: 公司在地产开发中通过建造公园来提升产品品质的能力极强, 从而获得高毛利率(保持在 50%的水平)。截止 2010 年末, 公司旅游综合配套地产储备 663 万平方米, 纯房地产项目储备 234 万平方米, 平均地价仅约 1500 元/平方米, 足够 5 年以上开发。2011 年, 房地产业计划开工 143 万平方米, 计划可售 151 万平方米。

●财务稳、估值低、成长性好, 维持推荐

公司短期偿债能力较好, 货币资金 54 亿, 超过一年内到期的非流动负债+短期借款之和; NAV23 元/股, 2011-13 年 EPS 预测: 按现有股本摊薄, 2011 年旅游 0.63 元、地产 0.57 元, 2012 年旅游 0.74 元、地产 0.76 元, 2013 年旅游 0.90 元、地产 0.93 元, 未来三年净利润年复合增长 23%, 按 2011 年旅游股动态 PE 取低值 25 倍和地产股 10 倍计, 公司合理价值 21 元/股, 维持推荐评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10,956.96	17,317.67	21,301	26,413	34,337
(+/-%)	26.56%	58.05%	23.0%	24.0%	30.0%
净利润(百万元)	1,705.57	3,039.46	3720	4674	5701
(+/-%)	18.99%	78.21%	22.4%	25.6%	22.0%
每股收益 (元)	0.55	0.98	1.20	1.50	1.83
EBIT Margin	23.45%		26.1%	26.0%	22.7%
净资产收益率 (ROE)	16.28%	23.00%	23.8%	25.7%	25.9%
市盈率 (PE)	25.76	14.46	11.8	9.4	7.7
EV/EBITDA	14.35		11.4	10.1	10.4
市净率 (PB)	4.19	3.32	2.81	2.42	2.00

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	5453	9700	7300	23826
应收款项	533	700	1809	1599
存货净额	19575	17651	26816	26333
其他流动资产	3275	3195	3170	5494
流动资产合计	28836	31247	39095	57252
固定资产	12733	13935	15451	15337
无形资产及其他	2858	2744	2630	2515
投资性房地产	3247	3247	3247	3247
长期股权投资	864	864	864	864
资产总计	48538	52038	61287	79216
短期借款及交易性金融负债	4616	4000	3899	3990
应付款项	4241	6609	7570	12179
其他流动负债	11067	10222	15827	24832
流动负债合计	19925	20831	27296	41001
长期借款及应付债券	13825	13825	13825	13825
其他长期负债	79	79	69	76
长期负债合计	13903	13903	13893	13900
负债合计	33828	34735	41189	54901
少数股东权益	1494	1669	1940	2337
股东权益	13216	15634	18158	21978
负债和股东权益总计	48538	52038	61287	79216

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.98	1.20	1.50	1.83
每股红利	0.29	0.42	0.69	0.61
每股净资产	4.25	5.03	5.84	7.07
ROIC	14%	15%	19%	25%
ROE	23%	24%	26%	26%
毛利率	51%	50%	49%	48%
EBIT Margin	26%	26%	26%	23%
EBITDA Margin	33%	32%	32%	28%
收入增长	58%	23%	24%	30%
净利润增长率	78%	22%	26%	22%
资产负债率	73%	70%	70%	72%
息率	2.0%	3.0%	4.9%	4.3%
P/E	14.5	11.8	9.4	7.7
P/B	3.3	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	13.4	11.4	10.1	10.4

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	17318	21301	26413	34337
营业成本	8472	10650	13471	17855
营业税金及附加	2426	2556	2681	3777
销售费用	740	937	1043	1373
管理费用	1257	1605	2359	3548
财务费用	255	737	698	521
投资收益	390	400	300	500
资产减值及公允价值变动	(259)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	4299	5215	6461	7762
营业外净收支	47	0	0	0
利润总额	4346	5215	6461	7762
所得税费用	1017	1147	1357	1545
少数股东损益	289	347	430	516
归属于母公司净利润	3039	3720	4674	5701

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	3039	3720	4674	5701
资产减值准备	70	60	29	6
折旧摊销	1378	1352	1569	1722
公允价值变动损失	259	0	0	0
财务费用	255	737	698	521
营运资本变动	(8968)	3418	(3664)	11996
其它	134	115	242	391
经营活动现金流	(4087)	8665	2850	19817
资本开支	(3050)	(2500)	(3000)	(1500)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(3190)	(2500)	(3000)	(1500)
权益性融资	263	0	0	0
负债净变化	11070	0	0	0
支付股利、利息	(889)	(1302)	(2150)	(1881)
其它融资现金流	(10893)	(616)	(101)	91
融资活动现金流	9732	(1918)	(2251)	(1790)
现金净变动	2454	4247	(2401)	16526
货币资金的期初余额	2999	5453	9700	7300
货币资金的期末余额	5453	9700	7300	23826
企业自由现金流	(7252)	6600	324	18452
权益自由现金流	(7075)	5410	(329)	18126

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	