

华侨城 A (000069.SZ)

打造旅游行业和文化演艺业航空母舰

周户 分析师

电话: 010-59136699

eMail: zh5@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010007

地产业务结算助推公司业绩快速提升

报告期, 公司实现 EPS0.978 元。业绩增长高于预期, 原因在于, 首先, 地产业务结算力度加大, 实现结算收入约 138 亿元, 贡献净利润 24.85 亿元。其次, 旅游及其他业务对公司业绩贡献有所提升, 约占公司净利润的 17%。

打造中国旅游行业和文化演艺产业航空母舰

若公司将演艺产品独立运营, 预计, 每年可实现营业收入约 5.99 亿元, 贡献净利润 1.8 亿元。且, 公司将尝试搭建文化产业发展资本平台, 将公司打造为旅游全国最强、文化演艺全国第一的旅游业和文化演艺产业航空母舰。

2011 年推盘速度将加快, 结算收入将同比增长 7.32%

2011 年公司计划可售面积约 151 万平方米, 较 2010 年推盘面积增长 223.2%。2011 年公司项目开发进度和推盘速度有可能加快。考虑到限购政策的影响, 公司 2011 年房地产项目结算金额约 159.76 亿元, 同比增长 7.32%。

盈利预测及投资建议

我们预计公司 2011、2012 年实现净利润 39.90 和 50.68 亿元, 同比增长 31.3% 和 27%。对应 EPS 分别为 1.28 和 1.63 元。再考虑到旅游业务对公司业绩贡献度将提升, 同时, 公司盈利模式充分享受旅游外部性, 依照原股本, 公司合理目标价为 18 元, 给予买入评级。

风险提示

地产调控政策仍将持续, 将增加公司房地产项目的销售难度。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10,956.96	17,317.67	20676.52	26455.93	30753.46
增长率(%)	213.89%	58.05%	19.40%	27.95%	16.24%
EBITDA(百万元)	3,394.30	5,978.34	5926.704	7542.852	9059.534
净利润(百万元)	1,705.57	3,039.46	3990.42	5068.11	5952.68
增长率(%)	85.91%	78.21%	31.29%	27.01%	17.45%
每股收益(元)	0.549	0.978	1.284	1.631	1.916
市盈率	31.28	12.42	11.01	8.67	7.38
市净率	5.09	2.86	2.55	1.97	1.55
EV/EBITDA	17.09	8.74	9.01	7.07	5.04

数据来源: 深圳华侨城股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

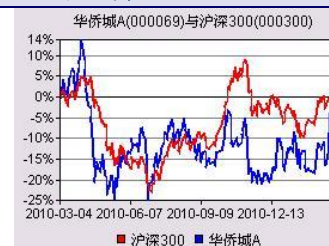
广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	14.14
目标价格(元)	18.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	16.86%	18.03%	-3.39%
沪深 300	4.69%	2.01%	-0.89%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

3,107.48/1,305.54

主要股东:

华侨城集团公司

主要股东持股比例

56.36%

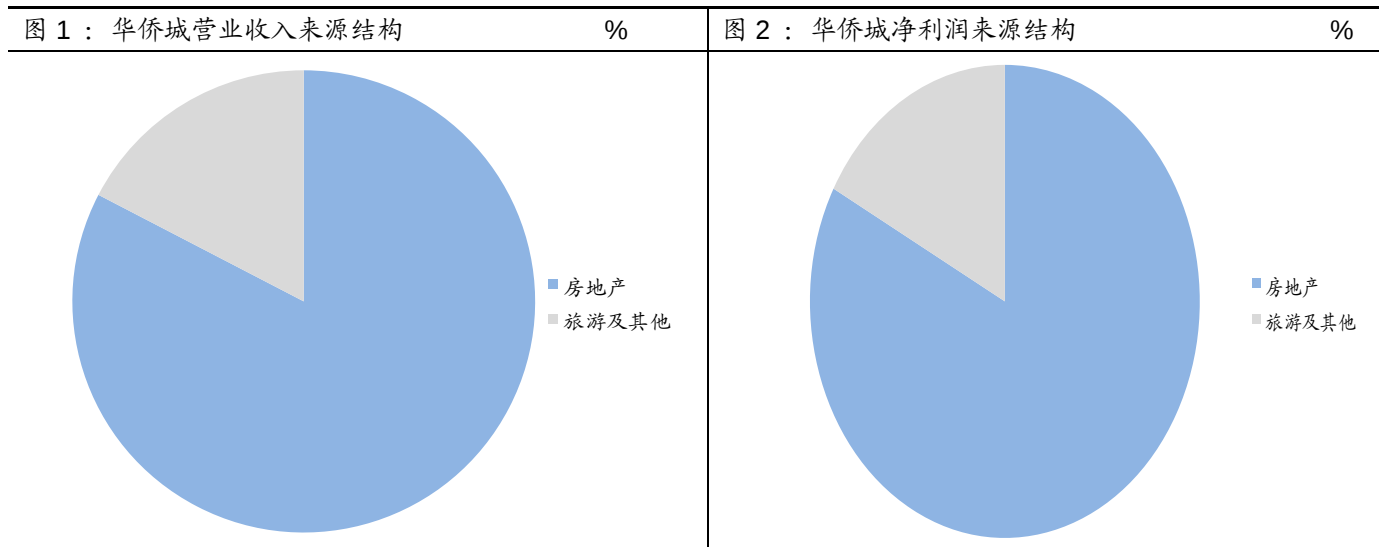
财务比率

ROE	23.00%
ROA	11.61%
资产负债率	69.69%
每股净资产(元)	4.25

2010 年报数据

地产业务结算助推公司业绩快速提升

报告期，公司主营业务收入同比增长57.32%，营业利润同比增长80.75%，实现净利润30.39亿元，同比增长78.21%，实现每股收益0.978元。业绩增长高于预期，主要原因在于，首先，地产业务加大了结算力度；包括曦城项目在内，旅游综合业务配套地产及房地产业务实现结算收入约138.18亿元，贡献净利润24.85亿元。其次，旅游及其他业务对公司业绩贡献有所提升，约占公司净利润的16.85%。



数据来源：广发证券发展研究中心

打造中国旅游行业和文化演艺产业航空母舰

公司2010年旅游接待人数约2240万人，约占全国旅游接待总人数的1.07%，较2009年提高了0.18个百分点。华侨城旅游接待人数处于全国前列。此外，公司的文化演艺业务历史较久，如中国民俗文化村于1995年7月推出的《中华百艺盛会》、世界之窗于1995年12月推出的《欧洲之夜》均处于行业发展早期。同时，公司拥有19个剧场，平均座位数约1000个，全年演出场次约4000场。无论从演出发展的历史，还是从演出场次及规模，公司均强于宋城股份。目前公司文艺演出配套于主题公园。若依据公司计划，将演艺产品独立运营，依据我们的预测，每年可实现营业收入约5.99亿元，贡献净利润约1.8亿元，分别占2010年公司旅游业务的22.22%和45.89%。而且，公司将尝试搭建文化产业发展资本平台，计划将公司打造为旅游全国最强、文化演艺全国第一的中国旅游行业和文化演艺产业航空母舰。

表 1：华侨城与宋城股份文化演艺业务比较				个，位/场，次，年
公司名称	剧场数	场均座位数	年演出场次	首演时间
华侨城	19	1000	4000	1995
宋城股份	1	3189	1331	1997

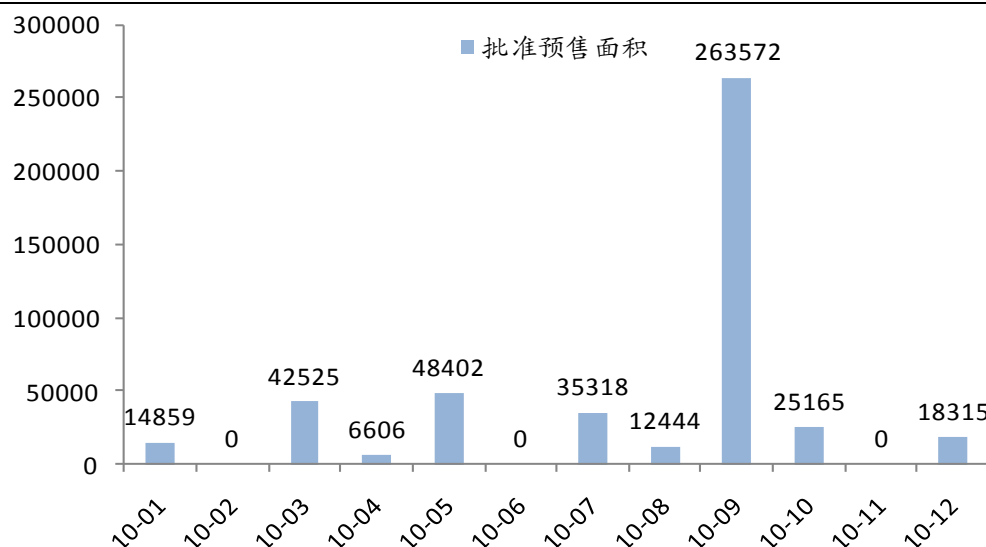
数据来源：广发证券发展研究中心

2011年推盘速度将加快，结算收入预计同比增长7.32%

截至目前，公司旅游综合业务配套地产储备面积为662.80万平方米，房地产业务储备面积为233.76万平方米。公司土地储备丰富，资产价值优良。同时，依据公司计划，2011年计划可售面积约151万平方米，较2010年推盘面积增长223.2%。**2011年公司项目开发进度和推盘速度有可能加快。**考虑到限购政策的影响，依据我们的预测，公司2011年旅游综合配套地产和房地产业务合计结算面积约66.42万平方米，结算金额约159.76亿元，同比增长7.32%。

图3：2010年各月份华侨城房地产项目批准预售面积

平方米



数据来源：广发证券发展研究中心

表 2：2011 年公司地产项目结算进度预测

万平方米，万元

项目	结算面积	结算金额
深圳区外旅游地产综合项目		
泰州华侨城	18631.97	20495.17
北京华侨城	36694.00	103252.34
昆明华侨城	30000.00	29700.00
成都华侨城	191733.39	155054.49
西安华侨城	40000.00	32000.00
武汉华侨城	0.00	0.00
上海浦江华侨城	94832.85	195264.59
天津华侨城项目	0.00	0.00
深圳区内旅游地产综合项目		
侨城馨苑	33270.07	79848.17
东部华侨城天麓	21331.22	104173.43
纯水岸	24070.00	120350.00
纯水岸 6、8、10、11 号地块	11662.46	124663.00
燕晗花园	15348.00	38370.00
香山里花园	90546.36	316912.26
纯地产开发项目		

招华曦城	28974.94	138015.06
普陀合利坊项目	27086.82	139472.74
合计	664182.07	1597571.24

数据来源：广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议

考虑到房地产调控持续以及2011年公司开工及推盘速度有可能加快,我们预计公司2011、2012年实现营业收入206.77和264.56亿元,净利润39.90和50.68亿元,同比增长31.3%和27%。按原股本测算,对应EPS分别为1.28和1.63元。再考虑到旅游业务对公司业绩贡献度将提升,同时,公司盈利模式充分分享旅游外部性,依照原股本,公司合理目标价为18元,给予买入评级。

风险提示

地产调控政策仍将持续,将增加公司房地产项目的销售难度,提升期间费用率。

资产负债表

单位: 百万元

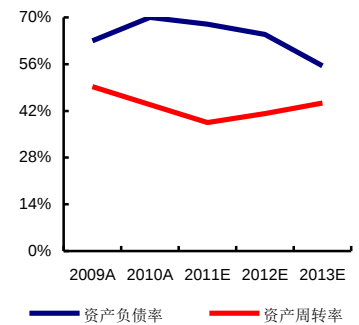
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	14,610	28,836	39,396	49,441	49,330
货币资金	2,999	5,453	12,406	18,519	18,452
应收及预付	1,944	3,753	3,877	4,313	4,372
存货	9,099	19,575	23,114	26,609	26,506
其他流动资产	568	55	0	0	0
非流动资产	16,135	19,703	19,861	20,261	20,361
长期股权投资	724	864	964	1,064	1,064
固定资产	9,089	10,844	11,144	11,444	11,544
在建工程	1,718	1,888	2,288	2,288	2,288
无形资产	2,622	3,818	3,818	3,818	3,818
其他长期资产	1,982	2,288	1,646	1,646	1,646
资产总计	30,745	48,538	59,257	69,702	69,690
流动负债	16,333	19,925	24,295	29,190	22,658
短期借款	3,757	4,439	6,054	12,115	4,376
应付及预收	12,397	15,305	18,242	17,075	18,282
其他流动负债	178	180	0	0	0
非流动负债	2,962	13,903	15,825	15,825	15,825
长期借款	2,754	13,825	15,825	15,825	15,825
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	208	79	0	0	0
负债合计	19,295	33,828	40,120	45,014	38,483
股本	3,107	3,107	3,107	3,107	3,107
资本公积	1,344	1,366	1,366	1,366	1,366
留存收益	6,070	8,799	12,789	17,857	23,810
归属母公司股东权益	10,479	13,216	17,262	22,330	28,283
少数股东权益	970	1,494	1,875	2,358	2,925
负债和股东权益	30,745	48,538	59,257	69,702	69,690

利润表

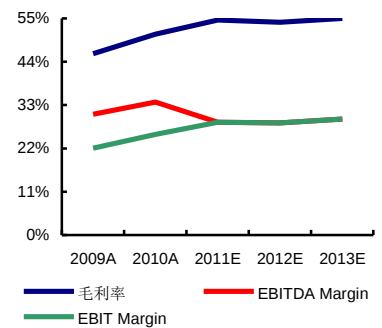
单位: 百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10957	17318	20677	26456	30753
营业成本	5907	8472	9374	12140	13821
营业税金及附加	1039	2426	2895	3704	4305
销售费用	594	740	930	1138	1322
管理费用	1000	1257	1551	1931	2245
财务费用	131	255	720	662	1039
资产减值损失	189	259	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	283	390	397	520	672
营业利润	2378	4299	5603	7401	8693
营业外收入	19	95			
营业外支出	17	48			
利润总额	2381	4346	5603	7401	8693
所得税	517	1017	1233	1850	2173
净利润	1864	3329	4371	5551	6520
少数股东损益	159	289	380	483	567
归属母公司净利润	1706	3039	3990	5068	5953
EBITDA	3361	5854	5927	7543	9060
EPS (元)	0.55	0.98	1.28	1.63	1.92

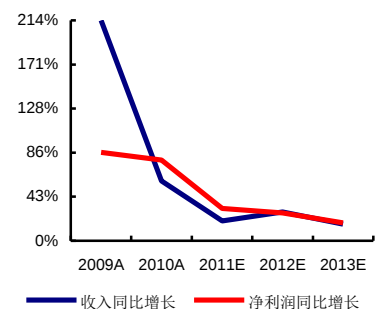
资产负债率趋势



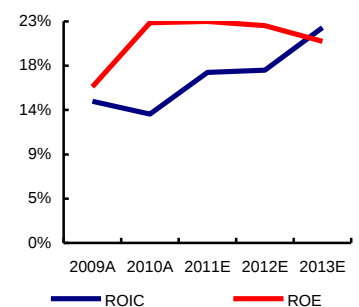
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位: 百万元

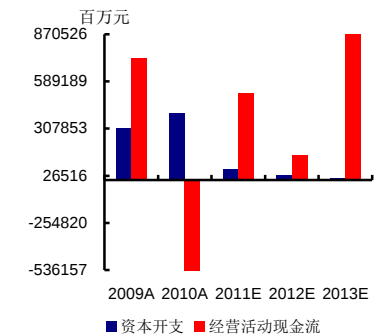
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	7,256	-5,362	4,804	995	8,138
净利润	1,864	3,329	4,371	5,551	6,520
折旧摊销	945	1,431	0	0	0
营运资金变动	4,495	-9,952	-669	-5,099	1,252
其它	-48	-169	1,102	543	366
投资活动现金流	-2,345	-3,140	-369	120	572
资本支出	-3,062	-4,009	-666	-300	-100
投资变动	255	837	297	420	672
其他	462	32	0	0	0
筹资活动现金流	-3,799	10,980	2,517	4,998	-8,777
银行借款	8,171	19,754	3,614	6,061	-7,739
债券融资	-11,105	-8,113	-248	0	0
股权融资	139	263	0	0	0
其他	-1,004	-925	-849	-1,064	-1,039
现金净增加额	1,112	2,478	6,953	6,113	-67
期初现金余额	931	2,999	5,453	12,406	18,519
期末现金余额	2,043	5,477	12,406	18,519	18,452

主要财务比率

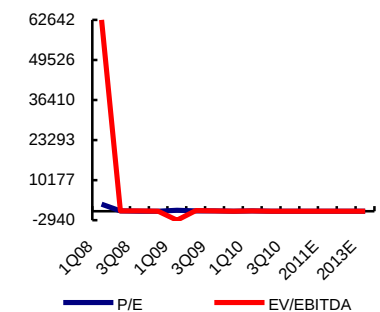
单位: %

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	213.9%	58.1%	19.4%	28.0%	16.2%
营业利润	85.3%	80.8%	30.3%	32.1%	17.5%
归属于母公司净利润	85.9%	78.2%	31.3%	27.0%	17.5%
获利能力					
毛利率	46.1%	51.1%	54.7%	54.1%	55.1%
净利率	17.0%	19.2%	21.1%	21.0%	21.2%
ROE	16.3%	23.0%	23.1%	22.7%	21.0%
ROIC	14.8%	13.4%	17.8%	18.0%	22.5%
偿债能力					
资产负债率	62.8%	69.7%	67.7%	64.6%	55.2%
净负债比率	32.2%	88.3%	49.5%	38.2%	5.6%
流动比率	0.89	1.45	1.62	1.69	2.18
速动比率	0.28	0.30	0.54	0.66	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.44	0.38	0.41	0.44
应收账款周转率	102.47	94.09	96.05	104.29	121.67
存货周转率	1.10	0.59	0.46	0.52	0.56
每股指标 (元)					
每股收益	0.55	0.98	1.28	1.63	1.92
每股经营现金流	2.34	-1.73	1.55	0.32	2.62
每股净资产	3.37	4.25	5.56	7.19	9.10
估值比率					
P/E	31.3	12.4	11.0	8.7	7.4
P/B	5.1	2.9	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	17.0	8.7	9.0	7.1	5.0

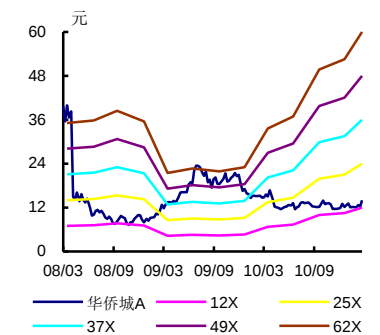
资本支出与经营活动现金流



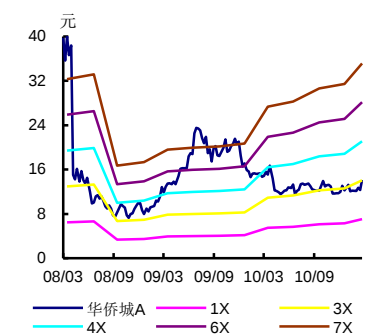
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发酒店旅游传媒行业研究小组

周户，分析师，南开大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2010 年加入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

华侨城 A(000069.sz)_季报点评	周户	2010-10-26
华侨城 A(000069.sz)_中报点评	周户	2010-08-19
华侨城 A(000069.sz)_公司调研简报	周户	2010-07-21

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。