

华侨城 A (000069.SZ)

盈利模式转型，充分分享旅游外部性

周户 分析师

电话: 010-59136699

eMail: zh5@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010007

盈利模式转型，充分分享旅游外部性

地产开发快速回笼资金支持旅游业务发展，而旅游业务增长也提升地产业务的盈利能力。公司旅游+地产的盈利模式，使得公司分享了旅游地产的外部性，而酒店、文化演艺以及数字娱乐业务的开展，则使公司更加充分分享旅游外部性，从旅游+地产向旅游+X转变。随着公司主题乐园的全国布点，逐渐从点形成面，旅游业务形成规模，十二五期间，公司计划从布点扩张式的外延增长，转向为以内涵增长为主，旅游业务对公司业绩贡献度将逐渐提升。2011年是公司盈利模式转型的起点。

盈利预测及投资建议

依据我们的预测，2011年公司地产业务结算金额将为159.76亿元。而2010年末公司地产项目已售未结算金额预计约44亿元，即2011年地产业务收入已锁定27.74%。同时，2011年公司计划可售面积为151万平方米，因此，完成38%的2011年销售计划，我们预计的结算金额即可实现。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195.82和252.42亿元，净利润39.81和50.02亿元，同比增长31%和26%。按原股本测算，对应EPS分别为1.28和1.61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以及货币紧缩的持续，将阻碍公司的快速扩展。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10,956.96	17,317.67	19581.8	25241.7	28577.6
增长率(%)	213.89%	58.05%	13.07%	28.90%	13.22%
EBITDA(百万元)	3,394.30	5,978.34	5326.75	6937.24	8267.55
净利润(百万元)	1,705.57	3,039.46	3981.45	5002.42	5949.26
增长率(%)	85.91%	78.21%	30.99%	25.64%	18.93%
每股收益(元)	0.549	0.978	1.281	1.610	1.914
市盈率	31.28	12.42	11.04	8.78	7.39
市净率	5.09	2.86	2.55	1.97	1.56
EV/EBITDA	17.09	8.74	10.17	7.82	5.58

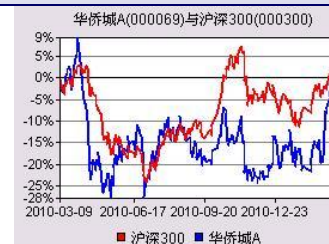
数据来源: 深圳华侨城股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	15.00
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	25.42%	28.53%	-1.58%
沪深300	9.80%	6.90%	1.00%

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	

2011年3月8日，公司组织投资者见面会，沟通2010年年报及未来发展计划。以下为沟通的主要内容。

盈利模式转型，充分分享旅游外部性

地产开发快速回笼资金支持旅游业务发展，而旅游业务增长也提升地产业务的盈利能力。公司旅游+地产的盈利模式，使得公司分享了旅游地产的外部性，而酒店、文化演艺以及数字娱乐业务的开展，则使公司更加充分分享旅游外部性，从旅游+地产向旅游+X转变。随着公司主题乐园的全国布点，逐渐从点形成面，旅游业务形成规模。十二五期间，公司计划从布点扩张式的外延增长，转向为以内涵增长为主，旅游业务对公司业绩贡献度将逐渐提升。2011年是公司盈利模式转型的起点。

景区收入倍增计划提升旅游业务对公司业绩贡献

收入倍增计划，主要是提高公园单位资产的产出能力，力争用3-5年时间，实现公司旅游景区业务再上新台阶。收入倍增计划前景乐观。首先，市场的容量很大。公司2010年旅游接待人数2000多万人，占全国旅游接待人数的1.07%。同时，与公司业务相类似的寰球影城，其单体公园的面积与北京欢乐谷差不多，但其年接待游客人数和旅游收入分别为800万和55亿元，分别是北京欢乐谷的2.96和15.7倍。因此，收入倍增计划空间很大；其次，由于主题乐园存在盈亏平衡点，因此，通过产品的升级换代，各种技术手段等，景区的盈利，在收入倍增的情况下，将呈更高速度增长。

景区收入倍增计划以规模增长为主

倍增计划的实施，主要从提升门票和增加游客人数两方面入手，其中后者为核心。调整优化产品结构，提高产品丰富程度，努力实现全天候、全季节运营；提高精细化管理水平，提供优质服务，提高游客满意度和重游率；建立专业化的市场营销体系，创新渠道挖掘潜在市场机会；优化经营收益模式，寻找商品、餐饮、租赁、服务项目经营等方面的可挖潜空间和具体的拓展措施，提升消费水平，实现景区收入明显增长。

文化演艺业务有可能独立上市

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。公司将整合资源，依托主题公园平台，力争在演艺产品独立运营环节上取得突破。

2011年融资需求将加大

2011年公司的投融资规模都将加大。尽管2010年公司资产负债率为69.7%,同时,如果2011和2012年货币紧缩持续,资金问题有可能阻碍公司的快速增长。但公司融资渠道多,将采取组合融资的方式解决资金问题。首先,依据地产项目的销售和建设进度调整资金需求;其次,调整借款结构,增强资金稳定性。2010年长期贷款和短期贷款的比为75比25,2011年有可能调整为85比15。再次,争取在A股增发方面寻求突破,同时尝试进行港股增发,还可以参与长短融资券的发行等。

2011 年公司地产项目开发进度和推盘速度将加快

公司认为调控政策是暂时性政策,公司将相机而动。同时,相对于其他开发商,公司产品价格竞争力,利润空间都强,而且配套设施也相对较优,因此,地产项目销售存在相对优势。2011 年公司地产项目计划可售面积约 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将加快。我们预计,约70%将于下半年推盘。推盘项目,将以中档项目为主,容积率高的项目将先推,容积率低的项目将相对较缓。推盘项目将主要集中在深圳本部、上海和成都。

2011、2012年酒店业务业绩将小幅增长

2011年前两个月公司酒店业务收入实现了小幅增长,预计2011和2012年均保持小幅上升态势。2013年以后,随着区外配套酒店的大量建成并投入运营,如云南、武汉、天津等,酒店业务的盈利能力将进一步提升。

盈利预测及投资建议

依据我们的预测,2011年公司地产业务结算金额将为159.76亿元。而2010年末公司地产项目已售未结算金额预计约44亿元,即2011年地产业务收入已锁定27.74%。同时,2011年公司计划可售面积为151万平方米,因此,完成38%的2011年销售计划,我们预计的结算金额即可实现。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195.82和252.42亿元,净利润39.81和50.02亿元,同比增长31%和26%。按原股本测算,对应EPS分别为1.28和1.61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以及货币紧缩的持续,将阻碍公司的快速扩展。

资产负债表

单位: 百万元

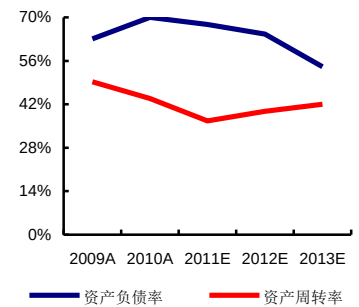
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	14,610	28,836	38,792	48,809	47,166
货币资金	2,999	5,453	11,749	17,669	17,147
应收及预付	1,944	3,753	3,751	4,193	4,103
存货	9,099	19,575	23,292	26,946	25,916
其他流动资产	568	55	0	0	0
非流动资产	16,135	19,703	19,861	20,261	20,361
长期股权投资	724	864	964	1,064	1,064
固定资产	9,089	10,844	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	58,652	69,070	67,526
流动负债	16,333	19,925	23,701	28,639	20,580
短期借款	3,757	4,439	6,164	12,131	3,476
应付及预收	12,397	15,305	17,536	16,508	17,104
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	39,525	44,464	36,404
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	12,780	17,782	23,732
归属母公司股东权益	10,479	13,216	17,253	22,256	28,205
少数股东权益	970	1,494	1,874	2,350	2,917
负债和股东权益	30,745	48,538	58,652	69,070	67,526

利润表

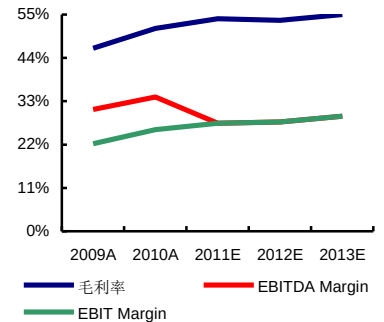
单位: 百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10957	17318	19582	25242	28578
营业成本	5907	8472	9105	11843	12994
营业税金及附加	1039	2426	2741	3534	4001
销售费用	594	740	920	1085	1229
管理费用	1000	1257	1488	1843	2086
财务费用	131	255	292	370	267
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	433	554	688
营业利润	2378	4299	5469	7121	8688
营业外收入	19	95			
营业外支出	17	48			
利润总额	2381	4346	5469	7121	8688
所得税	517	1017	1108	1642	2172
净利润	1864	3329	4361	5479	6516
少数股东损益	159	289	379	477	567
归属母公司净利润	1706	3039	3981	5002	5949
EBITDA	3361	5854	5327	6937	8268
EPS (元)	0.55	0.98	1.28	1.61	1.91

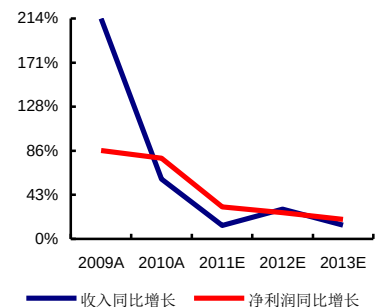
资产负债率趋势



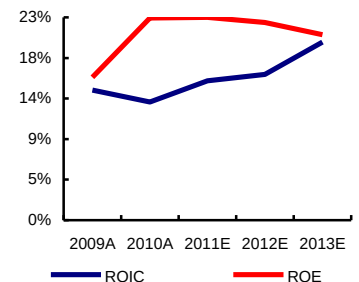
经营利润率趋势



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

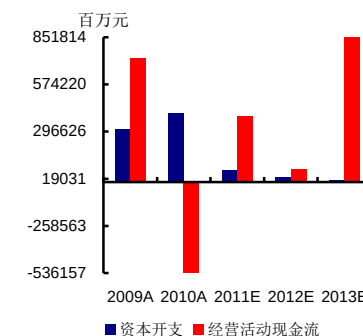
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	7,256	-5,362	3,462	287	7,951
净利润	1,864	3,329	4,361	5,479	6,516
折旧摊销	945	1,431	0	0	0
营运资金变动	4,495	-9,952	-1,427	-5,126	1,716
其它	-48	-169	528	-66	-281
投资活动现金流	-2,345	-3,140	-332	154	588
资本支出	-3,062	-4,009	-666	-300	-100
投资变动	255	837	333	454	688
其他	462	32	0	0	0
筹资活动现金流	-3,799	10,980	3,166	5,479	-9,062
银行借款	8,171	19,754	3,725	5,967	-8,655
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	-310	-488	-407
现金净增加额	1,112	2,478	6,296	5,920	-523
期初现金余额	931	2,999	5,453	11,749	17,669
期末现金余额	2,043	5,477	11,749	17,669	17,147

主要财务比率

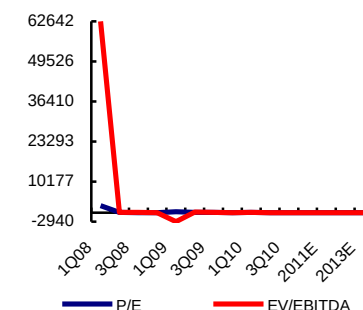
单位: %

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	213.9%	58.1%	13.1%	28.9%	13.2%
营业利润	85.3%	80.8%	27.2%	30.2%	22.0%
归属于母公司净利润	85.9%	78.2%	31.0%	25.6%	18.9%
获利能力					
毛利率	46.1%	51.1%	53.5%	53.1%	54.5%
净利率	17.0%	19.2%	22.3%	21.7%	22.8%
ROE	16.3%	23.0%	23.1%	22.5%	21.1%
ROIC	14.8%	13.4%	15.9%	16.6%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	62.8%	69.7%	67.4%	64.4%	53.9%
净负债比率	32.2%	88.3%	53.5%	41.8%	6.9%
流动比率	0.89	1.45	1.64	1.70	2.29
速动比率	0.28	0.30	0.52	0.64	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.44	0.37	0.40	0.42
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	1.61	1.91
每股经营现金流	2.34	-1.73	1.11	0.09	2.56
每股净资产	3.37	4.25	5.55	7.16	9.08
估值比率					
P/E	31.3	12.4	11.0	8.8	7.4
P/B	5.1	2.9	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	17.0	8.7	10.2	7.8	5.6

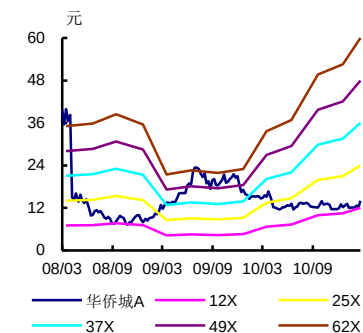
资本支出与经营活动现金流



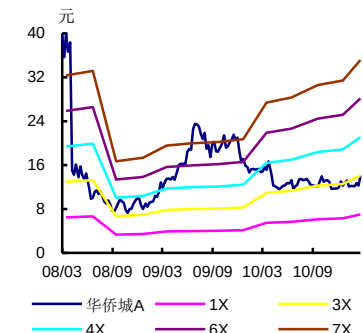
相对估值



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)_年报点评	周户	2011-03-04
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

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。