

双轮驱动 业绩增长明确

——华侨城 A (000069) 投资价值分析报告

分析师: 陈慧

SAC NO: S1150511010010

2011 年 3 月 28 日

房地产

联系人

易华强

010-68784256

yihq@bhqz.com

独特视角:

- 1 旅游产业进入规模扩张与业绩爆发期
- 2 未来几年地产业务开发速度及销售竣工将大幅增加

投资要点:

● 旅游行业龙头, 优势明显, 发展前景广阔

旅游业作为未来国民经济的战略性支柱产业, 十二五期间将快速发展。公司作为中国旅游业第一品牌, 随着全国布局的成熟, 未来几年将有多个主题公园开业运营, 旅游人数将大幅增长, 公司的景区收入倍增计划将大幅提高旅游业务盈利能力。公司的品牌与文化优势将提升其竞争力, 酒店、文化演艺及数字娱乐未来将成为公司重要的利润增长点。

● 地产业务未来几年将快速发展

土地储备面积 896.56 万平米, 足够未来 5~6 年开发, 土地优质, 成本低廉。2011 年计划可售面积 151 万平米, 是 2010 年实际销售面积的近 3 倍, 今年地产销售收入将大幅增长, 今明两年业绩将大量释放。

● 盈利预测

预计公司 2011、2012 年营业收入分别为 204.88 亿元和 258.21 亿元, 净利润分别为 38.78 亿元和 50.06 亿元, 同比增长 28% 和 29%, 按原股本计算, 基本每股收益 1.25 元和 1.61 元, 考虑公司盈利模式及成长空间, 公司合理目标价 20.00 元, 给予公司推荐评级。

● 风险因素

地产调控政策难以达到目标导致更严厉政策出台, 货币政策持续紧缩带来的经济不确定性影响个人旅游消费的增长。

评级:

推荐

上次评级:

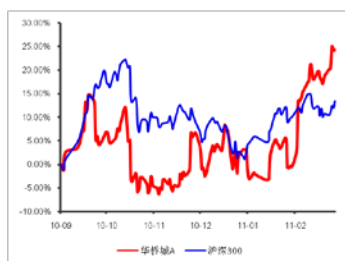
目标价格:

20.00

最新收盘价:

15.38

最近半年股价相对走势



相关研究报告

首次

(百万元, 元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	10957	17318	20488	25821	30847
EBITDA(百万元)	3361	5854	6894	8722	10409
净利润	1706	3039	3878	5006	6142
摊薄 EPS(元)	0.55	0.98	1.25	1.61	1.98
PE(X)	28.0	15.7	12.3	9.5	7.8
EV/EBITDA(X)	15.6	10.6	8.0	5.9	4.5
PB(X)	4.17	3.25	2.54	1.97	1.54
ROIC	10.42%	10.22%	14.47%	15.90%	16.25%
总资产周转率	0.49	0.44	0.41	0.46	0.46

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2999	5453	8505	12188	17914	营业收入	10957	17318	20488	25821	30847
应收票据	56	91	71	89	107	营业成本	5907	8472	9591	11952	14221
应收账款	179	189	2807	3537	4226	营业税金及附加	1039	2426	2407	3034	3625
预付款项	861	3220	3268	3328	3399	销售费用	594	740	875	1103	1318
其他应收款	848	253	857	1080	1290	管理费用	1000	1257	1487	1875	2240
存货	9099	19575	15221	18967	22568	财务费用	131	255	922	787	770
其他流动资产	506	0	0	0	0	资产减值损失	189	259	0	0	0
长期股权投资	724	864	864	864	864	投资收益	283	390	0	0	0
固定资产	9089	10844	12144	13373	14516	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	1718	1888	1944	1972	1986	营业利润	2378	4299	5205	7070	8675
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	3	47	0	0	0
无形资产	1405	2858	2763	2668	2572	税前利润	2381	4346	5205	7070	8675
长期待摊费用	229	210	184	157	131	减：所得税	517	1017	1174	1594	1956
资产总计	30745	48538	51664	61261	72611	净利润	1864	3329	4031	5476	6719
短期借款	3757	4439	0	0	0	归属于母公司的净利润	1706	3039	3878	5006	6142
应付票据	273	412	637	793	944	少数股东损益	159	289	153	470	577
应付账款	2612	3830	4876	6076	7229	基本每股收益	0.55	0.98	1.25	1.61	1.98
预收款项	4766	3523	5795	8657	12077	稀释每股收益	0.55	0.98	1.25	1.61	1.98
应付职工薪酬	195	276	276	276	276	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	815	1148	1148	1148	1148	成长性					
其他应付款	3736	6110	6110	6110	6110	营收增长率	213.9%	58.1%	18.3%	26.0%	19.5%
其他流动负债	0	0	6	17	27	EBIT增长率	263.9%	83.1%	38.5%	28.2%	20.2%
长期借款	2754	13825	13825	13825	13825	净利润增长率	85.9%	78.2%	27.6%	29.1%	22.7%
负债合计	19295	33828	32866	36988	41619	盈利性					
股东权益合计	11450	14710	18797	24274	30992	销售毛利率	46.1%	51.1%	53.2%	53.7%	53.9%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	15.6%	17.6%	18.9%	19.4%	19.9%
净利润	1864	3329	4031	5476	6719	ROE	14.9%	20.7%	20.6%	20.6%	19.8%
折旧与摊销	945	1431	766	865	964	ROIC	10.42%	10.22%	14.47%	15.90%	16.25%
经营活动现金流	7256	-5362	10357	6470	8495	估值倍数					
投资活动现金流	-2345	-3140	-2000	-2000	-2000	PE	28.0	15.7	12.3	9.5	7.8
融资活动现金流	-3799	10981	-5306	-787	-770	P/S	4.4	2.8	2.3	1.9	1.5
现金净变动	1112	2480	3052	3683	5726	P/B	4.17	3.25	2.54	1.97	1.54
期初现金余额	931	2999	5453	8505	12188	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	2043	5479	8505	12188	17914	EV/EBITDA	15.6	10.6	8.0	5.9	4.5

目 录

1. 公司主要业务	4
2. 旅游业务规模扩张可期	6
1.1 十二五期间中国旅游业发展前景广阔	6
1.2 华侨城旅游业务未来仍将高速发展	7
3. 地产项目是公司重要利润增长点	9
4. 公司盈利预测与风险因素	12

图 目 录

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 公司近几年营业收入大幅增长	5
图 3: 公司 2010 年各业务主营收入及毛利比例	5
图 4: 我国 2005~2010 年旅游总收入增长情况	6
图 5: 公司房地产业务毛利率、销售均价与招保万金比较	9
图 6: 公司土地储备面积与招保万金比较	9
图 7: 公司土地储备在各区域的分布	10
图 8: 公司预收账款与其他地产公司对比	11

表 目 录

表 1: 公司主题公园项目及年接待量	7
表 2: 公司土地储备	10

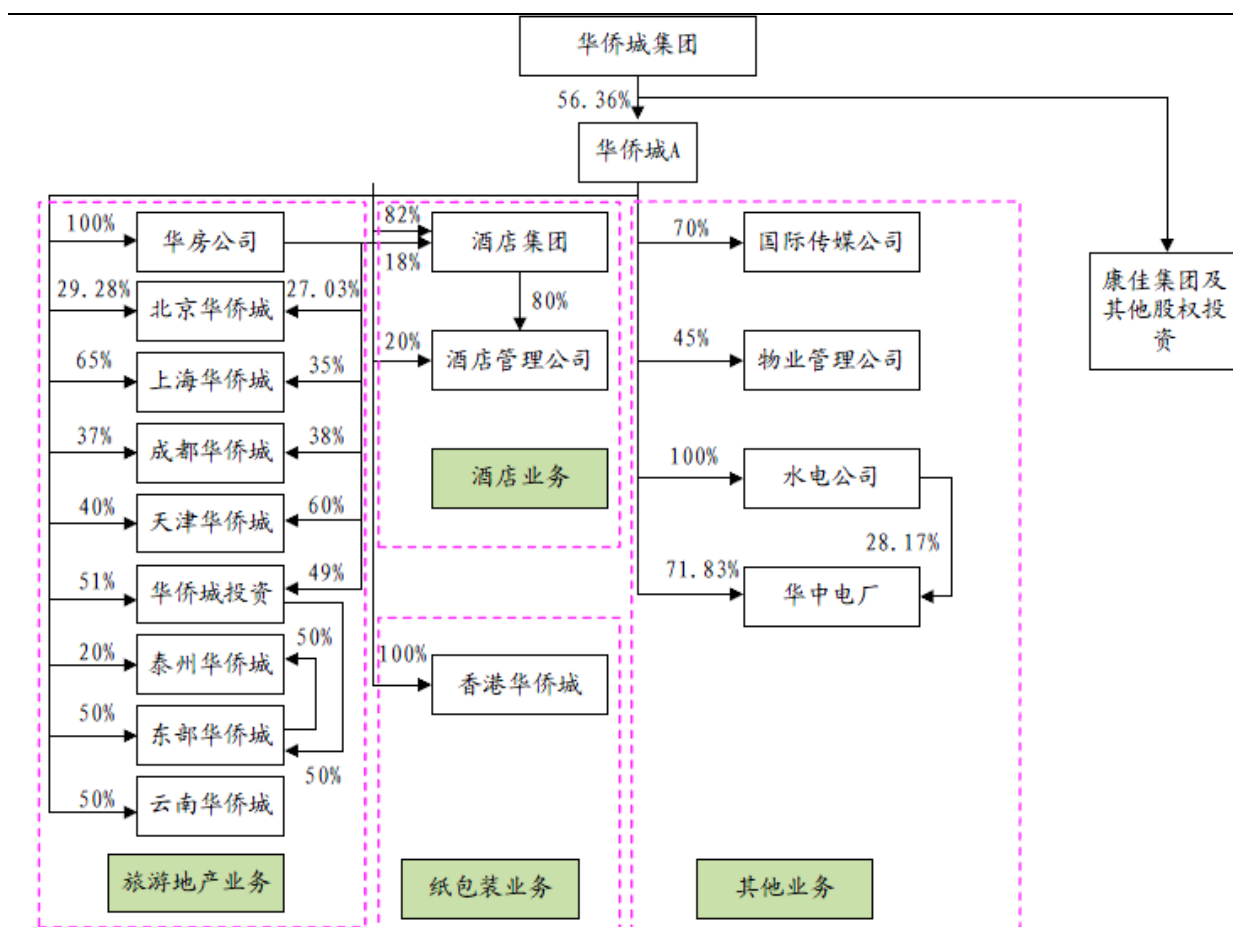
1. 公司主要业务

华侨城集团公司成立于 1985 年 11 月 11 日，是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业之一，拥有旅游及相关文化产业经营、房地产及酒店开发经营、电子及配套包装产品制造三核心主业，截至 2010 年底总资产额超过 600 亿元。

华侨城 A 由华侨城集团将旗下部分优质旅游及旅游配套资产重组后发起设立，并于 97 年 9 月在深交所挂牌上市。2000 年公司由单纯的旅游公司进入房地产开发，2007 年公司的业务扩展到酒店，2009 年公司向华侨城集团定向增发，实现主营业务的整体上市。

公司定位于国际一流的旅游企业集团，创立并发展了锦绣中华、世界之窗、欢乐谷、波托菲诺、茵特拉根小镇、华侨城大酒店、威尼斯酒店、城市客栈等一批人们耳熟能详的著名品牌。依托于旅游品牌资源，公司大力发展房地产业务，纯地产以及旅游地产成为公司营业收入和利润的主要来源。

图 1: 公司股权结构

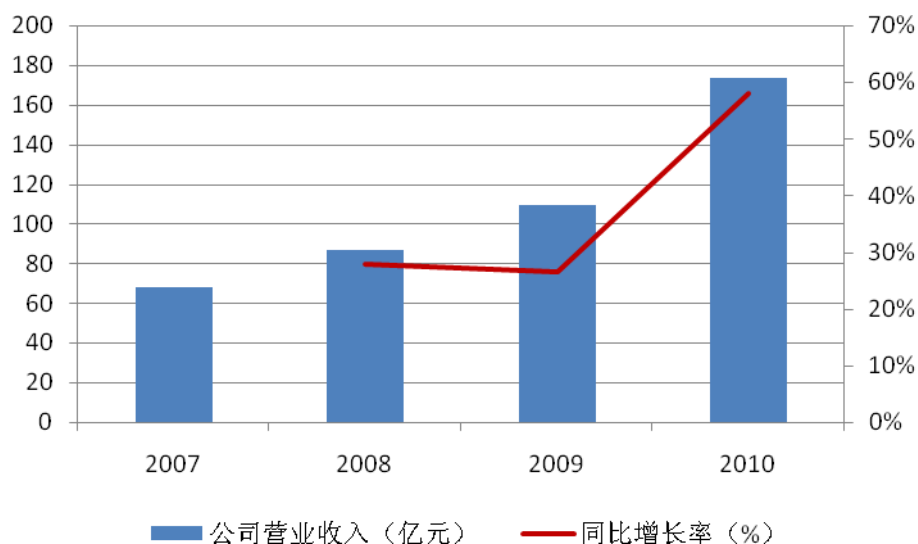


资料来源：公司公告 渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

近三年，公司主营收入从 2007 年的 67.65 亿元增加到 2010 年的 173.18 亿元，年均增长率为 36.8%。2009 年完成整体上市后，公司在 2010 年获得跨越式发展，营业收入同比增长 58.05%，净利润同比增长 45.2%。

图 2：公司近几年营业收入大幅增长

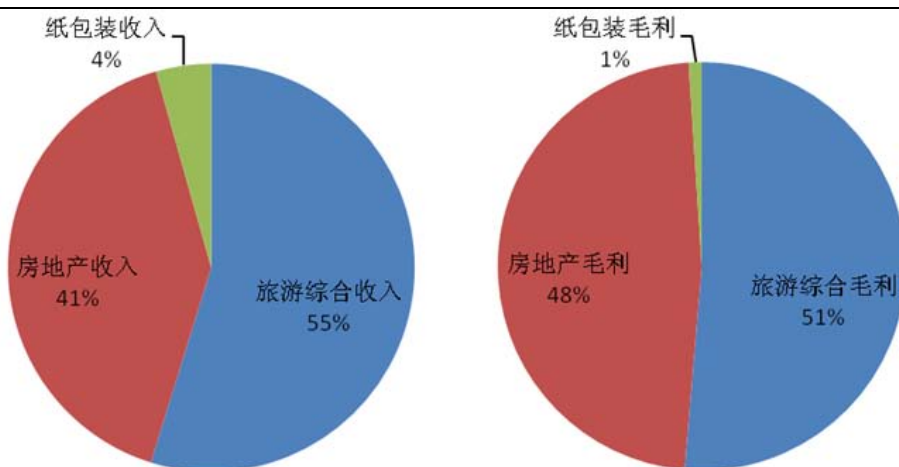


资料来源：公司公告 渤海证券研究所

旅游、房地产和纸包装为公司三大主营业务。旅游综合和房地产是公司的主要业务收入及利润来源，旅游综合业务的规模扩张和房地产的持续开发也将是公司未来业绩的主要增长点。

2010 年，公司总营业收入 173.18 亿元，旅游综合、房地产以及纸包装业务分别占比为 55%、41%和 4%，毛利中，三项业务占比分别为 51%、48%和 1%。

图 3：公司 2010 年各业务主营收入及毛利比例



资料来源：公司公告 渤海证券研究所

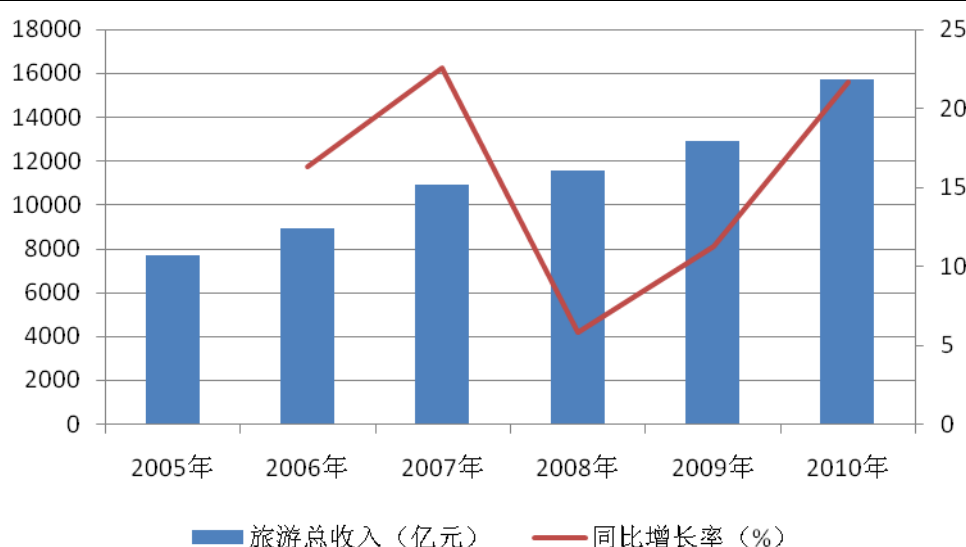
2. 旅游业务规模扩张可期

1.1 十二五期间中国旅游业发展前景广阔

2009 年 12,《国务院关于加快发展旅游业的意见》对旅游业做出了新的定位,决定“把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业”。旅游消费作为终端消费形式,在拉动经济增长、促进居民消费、扩大内需、增加就业等方面有巨大的作用。国家对于旅游业的清晰定位及政策支持将给旅游产业及旅游企业带来新的发展机遇。居民收入的不断增长、城市化以及消费升级为旅游业的发展提供广阔的空间。

十一五期间,我国旅游业快速发展,旅游总收入从 2005 年的 7686 亿元增长到 2010 年的 15700 亿元,年均增长 15.4%。旅游业日益受到社会关注,成为扩内需、调结构、促增长、惠民生的重要力量,在旅游产业地位上取得重大突破,全面融入国家战略体系。国务院已明确要求把旅游业培育成为国民经济战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业。

图 4: 我国 2005~2010 年旅游总收入增长情况



资料来源: 公司公告 渤海证券研究所

十二五时期,我国旅游业将继续处于高速增长的阶段。近 10 年来,我国 GDP 以年均 10%以上的速度迅猛增长,2010 年人均 GDP 达到 4361 美元。未来五年,随着小康社会进程的稳步推进,我国人均消费水平将持续增长,消费方式将发生重大变化,居民消费将由实物消费为主走上实物消费与服务消费并重的轨道,居民消费结构将会发生重大变化。目前,我国刚刚实现每年人均出游 1 次的目标,而世界上的发达国家美、日、韩人均出游均在 7 次以

上,按照旅游经济发展规律,我国旅游消费需求已经达到爆发性增长的基线,随着公众假日、休息日、带薪休假等休息时间趋近于中等发达国家水平,一个巨大的旅游消费市场将在“十二五”时期加速形成,旅游将成为城镇居民生活的基本内容和刚性需求。

根据我国“十二五”旅游业发展的目标,旅游市场规模将继续扩大,预计国内旅游人数年均增长 10%,入境游客人数年均增长 8%。到 2015 年,城乡居民年均出游超过 2 次,旅游消费相当于居民消费总量的 10%。旅游业总收入年均增长 12%以上,旅游业增加值占全国 GDP 的比重提高到 4.5%,占服务业增加值的比重达到 12%。2020 年我国旅游产业规模、质量、效益将基本达到世界旅游强国水平。

旅游业未来的高速发展将为华侨城提供广阔的市场空间,作为旅游消费升级和文化升级的先行者,华侨城将凸显其品牌优势与资源优势,在体验旅游、休闲旅游和文化旅游上占得先机,获得更快的发展。

1.2 华侨城旅游业务未来仍将高速发展

旅游业是华侨城最具社会影响力的主营业务,截至 2010 年已累计接待游客 1.7 亿人次,已发展成为中国旅游业第一品牌。2006 年,深圳华侨城旅游度假区被中央文明办、建设部、国家旅游局评为“全国文明风景旅游区”,这是中国旅游界的最高荣誉;2007 年,又被评为首批“国家 5A 级旅游景区”。2007 年 7 月,深圳东部华侨城项目建成试业,并获得国家旅游局和国家环保部联合授予的中国首家“国家生态旅游示范区”荣誉称号。

公司作为国内最大的旅游产业公司,在产品渠道及内容方面都有独到优势。锦绣中华和世界之窗成为深圳的名片,欢乐谷在所在城市是最具有吸引力的游乐场所。公司是国内主题公园数量和接待游客最多的旅游集团,2009 年公司接待游客 1580 万人,位列全球前十大主题公园连锁集团的第八名,也是跻身世界主题公园集团前八强的唯一亚洲企业。在规模复制与扩张方面,公司逐步在全国各大城市布局,已建或在建的主题公园分布于深圳、北京、上海、成都、泰州、昆明、武汉、天津、长沙、西安。

表 1: 公司主题公园项目及年接待量

项目	开业时间	主打产品	年接待量(万人)
深圳锦绣中华	1989.9	微缩景区、文化演艺	150
深圳世界之窗	1994.6	微缩景区、文化演艺	250

长沙世界之窗	1997.1	微缩景区	100
深圳欢乐谷	1998.1	运动体验、刺激乘骑	300
北京欢乐谷	2006.7	运动体验、刺激乘骑	240
上海欢乐谷	2009.9	运动体验、刺激乘骑	190
成都欢乐谷	2009.1	运动体验、刺激乘骑	230
深圳东部华侨城	2009.8	生态休闲	300
武汉欢乐谷	预计 2012 年	运动体验、刺激乘骑	220
云南华侨城	预计 2012 年	生态休闲	200
天津华侨城	预计 2011 年	生态休闲	200
泰州华侨城	2010.4	生态休闲	200
西安华侨城	在建	生态休闲	200
深圳欢乐海岸	预计 2011 年	生态休闲	200
青岛华侨城	已成立公司	生态休闲	200

资料来源：公司公告 渤海证券研究所

公司 2009 年旅游接待人数 1580 万人，2010 年接待人数超过 2000 万人。2011 年天津华侨城、深圳欢乐海岸都将开业，2012 年武汉华侨城和云南华侨城预计也将竣工，随着已有主题公园的逐步成熟，公司未来几年的旅游人数将大幅增长。

在规模扩张、完善全国布局的同时，公司把重点放在已有主题乐园的潜力挖掘上，主要是增加新的设施项目、发展特色演艺，扩大项目的消费潜力，提高人均消费。公司 2009 年接待人员的人均消费约 125 元，当前重游率仅 30% 左右，均有很大的发展空间。公司计划用 3 年的时间，将人均消费提高一倍左右。

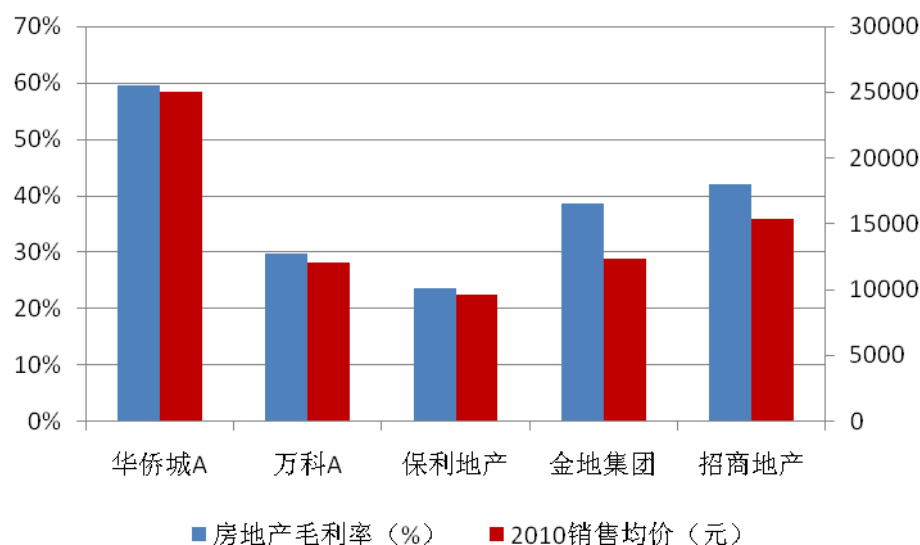
文化产业是公司的重点发展领域。随着国务院《文化产业振兴规划》的深入实施，文化产业作为国家战略和国民经济支柱性产业，在十二五期间将扮演着转变经济发展方式、优化经济结构、提升国家文化软实力的重要角色，这为华侨城整合与发展文化产业提供了难得的历史机遇。国家领导人寄语华侨城“打造文化产业航空母舰”。华侨城在文化及演艺方面有良好的基础，是央企中唯一以文化为主业的企业，作为中国文化旅游第一品牌，公司 1989 年创建中国第一个文化主题公园——锦绣中华，此后相继成功建设了中国民俗文化村、世界之窗、欢乐谷（连锁）等著名主题公园，建成了华夏艺术中心、何香凝美术馆、华侨城创意文化园、华美术馆等文化设施，旗下还拥有华侨城国际传媒演艺公司、深圳歌舞团演艺公司等文化企业。

苏河湾作为公司在上海的重点项目，将在恢复历史建筑的基础上，打造国际顶级的美术馆和游艇俱乐部，引入国际著名的艺术家及工作室，最终形成集艺术、人文、时尚、都市娱乐和高端居住于一体的滨水城市综合体。参股江通动漫，是公司介入整个文化产业链的重要尝试，将为公司的文化演艺提供更多的内容。

3.地产项目是公司重要利润增长点

公司地产项目定位高端，依托于公司开发的欢乐谷、华侨城等旅游品牌的区位优势，充分挖掘其景观价值与地段的稀缺性，享受旅游项目为土地带来的超额收益。相对于其它房地产公司，公司销售均价高，具有更高的毛利率。在公司的资源优势与品牌优势下，华侨城的这种盈利模式其他公司难以复制，公司的高售价、高毛利率未来几年都将具有持续性。

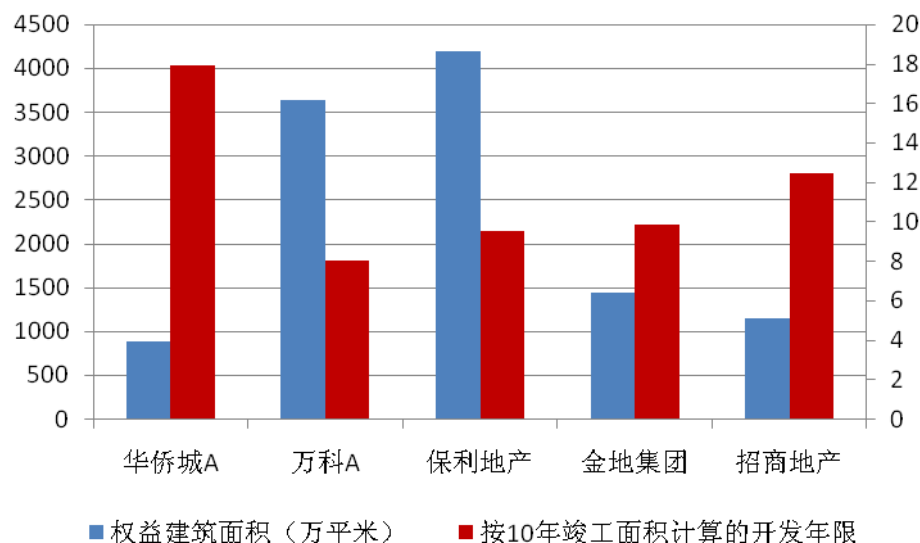
图 5：公司房地产业务毛利率、销售均价与招保万金比较



资料来源：公司公告 渤海证券研究所

在拿地模式上，受益于地方政府引进大型主题旅游项目的迫切性，公司往往能够得到旅游项目附近的优质地块，且成本低廉。避开公开的招拍挂拿地模式，公司的土地成本优势明显，且具有不可复制性。另外，公司具有开发高端地产、酒店等综合体项目的丰富经验，有利于打造城市地标性建筑，扩大公司的品牌优势。

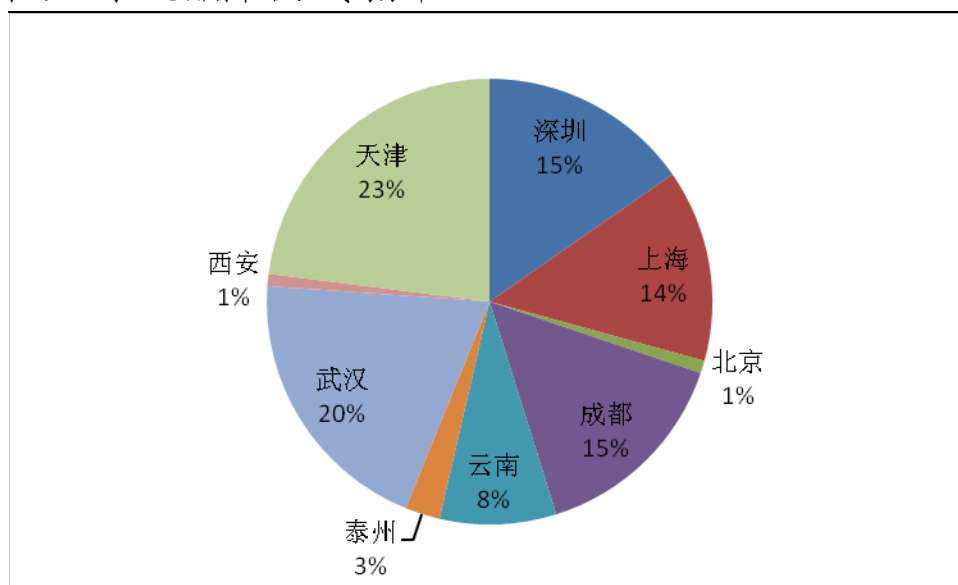
图 6：公司土地储备面积与招保万金比较



资料来源：公司公告 渤海证券研究所

公司权益储备建筑面积 896.56 万平方米，主要分布于深圳、上海、成都、天津等重点城市。丰富的土地储备将使华侨城在未来的房地产项目开发中获得更大的竞争优势，有利于保持地产业务的快速发展。

图 7：公司土地储备在各区域的分布



资料来源：公司公告 渤海证券研究所

表 2：公司土地储备

区域	项目名称	类型	权益比例	权益面积(万平方米)
深圳	华侨城本部纯水岸	住宅	100%	105.59
	华侨城本部天鹅堡	住宅	100%	
	华侨城本部其他项目	住宅	100%	
	招华曦城	住宅、商业物业	50%	9.74

	东部华侨城天麓	住宅	100%	9.36
	欢乐海岸	商业物业	100%	22.5
上海	浦江华侨城	住宅、商业物业	86.12%	92.41
	合利坊	住宅	100%	16.06
	苏河湾项目	住宅	100%	25.63
北京	欢乐嘉园	住宅	63.24%	8.82
成都	纯水岸	住宅、商业物业	89.18%	143.76
云南	云南华侨城	住宅、商业物业	70%	81.22
泰州	泰州华侨城	住宅、商业物业	70%	24.26
武汉	武汉华侨城	住宅、商业物业	100%	192
西安	西安华侨城	住宅	100%	8.48
天津	天津东丽湖	住宅	100%	220.94
合计				960.77

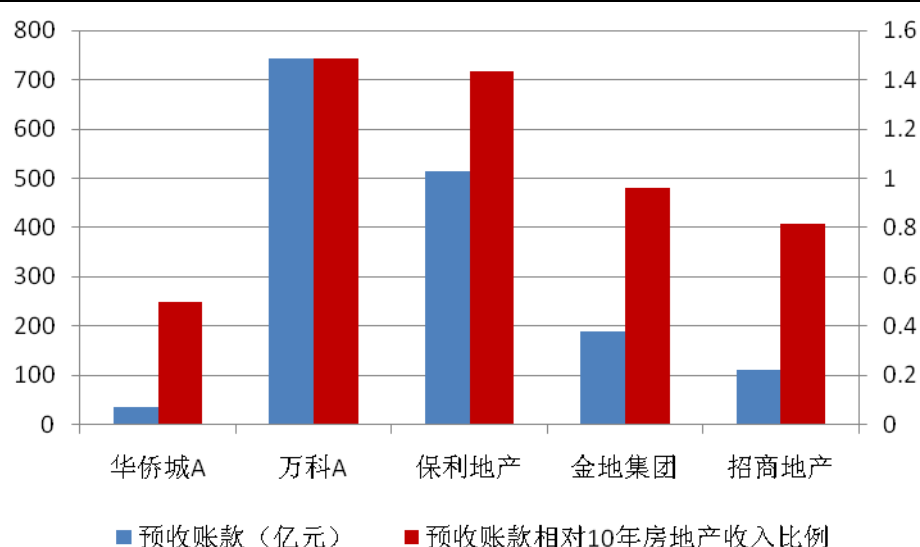
资料来源：公司公告 渤海证券研究所

注：数据未扣除 10 年已结算部分

公司计划 2010 年开工 93 万平米，计划可售面积 80 万平米，实际可售面积 70 万平米，实现销售面积 50 多万平方米，公司 2010 年全年地产销售 130 亿元左右。公司 2011 计划开工面积 143 万平米，计划可售面积 151 万平米。

由于公司 10 年实际销售面积偏少，公司 2010 年房地产预售账款相对较少，这为公司 2010 年房地产销售增加了不确定性，但公司计划可售面积为 10 年实际销售面积的近 3 倍，综合公司即将推盘项目所在的深圳、上海及成都的市场情况，考虑公司品牌资源优势及前期项目销售情况，我们仍然对地产项目的增速保持乐观。

图 8：公司预收账款与其他地产公司对比



资料来源：公司公告 渤海证券研究所

旅游与地产业务的结合，使公司获得了广阔的发展空间。旅游项目投资大，回收期长，但项目的成熟将使公司获得稳定的受益。主题公园在全国的布局，不但有助于公司扩大规模，占领市场，提升公司的品牌形象和影响力，也为房地产项目的开展提供了良好的资源。在房地产调控政策越来越严厉，而土地拍卖价格越来越高的情况下，普通住宅的利润空间将逐步减小。与地方政府良好的合作关系使公司在土地获取、规划方面受益，公司得天独厚的优势使得公司的高端地产项目具有其它房地产公司难以匹及的竞争优势。随着商业项目的开发，公司将逐步持有优质商业物业，依托高端地产打造高端商业。

4.公司盈利预测与风险因素

预计公司 2011、2012 年营业收入分别为 204.88 亿元和 258.21 亿元，净利润分别为 38.78 亿元和 50.06 亿元，同比增长 28%和 29%，按原股本计算，基本每股收益 1.25 元和 1.61 元，考虑公司盈利模式及成长空间，公司合理目标价 20.00 元，给予公司推荐评级。

在房地产行业调控的背景下，局部地区高端地产可能受到更大的影响，这将不利于公司地产业务的快速发展。另外，货币持续紧缩带来的经济不确定性可能影响旅游消费的增速，从而影响公司旅游业务的增长。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cnxiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分