

华侨城 A (000069.SZ)

下半年房产项目将加快推盘

周户 分析师

电话: 010-59136699

eMail: zh5@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010007

房产项目结算面积下降拉低公司业绩

报告期内, 公司实现归属于母公司所有者净利润 2.61 亿元, 同比下降 21.25%。业绩下降的主要原因在于, 首先, 一季度基本是公司房地产项目结算的低谷期, 同时, 曦城项目结算面积的下降导致公司投资受益同比下降 75.54%; 其次, 受限购政策的影响, 公司销售费用同比增长 44.95%。

下半年房产项目将加快推盘, 预收款可支撑上半年业绩

一季度末, 公司预收账款为 47.34 亿元, 较 2011 年年初同比增长 34.35%。假设此部分预收账款全部于 2011 年上半年结算, 剔除曦城项目的影响, 仅预收账款可使 2011 年上半年净利润同比增长 10.04%。同时, 截至目前, 2011 年公司房产项目新增批准预售面积约 5.11 万平方米。然而, 2011 年公司计划可售面积为 151 万平方米。因此, 公司房产项目将主要集中在下半年推盘。

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 年分别实现营业收入 195.82 和 252.42 亿元, 净利润 39.81 和 50.02 亿元, 同比增长 31% 和 25.6%, 对应 EPS 分别为 0.71 和 0.89 元。考虑到深圳大运会的举办对公司旅游业务的推动, 下半年推盘速度的加快以及公司盈利模式充分分享旅游外部性, 维持公司“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)	10956.96	17317.67	19581.80	25241.78	28577.69
增长率(%)	213.89%	58.05%	13.07%	28.90%	13.22%
EBITDA(百万元)	3360.98	5854.03	5326.75	6937.24	8267.55
净利润(百万元)	1891.69	3039.46	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	0.712	0.894	1.064
市盈率	31.28	12.42	11.46	9.12	7.67
市净率	5.09	2.86	2.65	2.05	1.62
EV/EBITDA	16.97	8.67	10.49	8.06	5.78

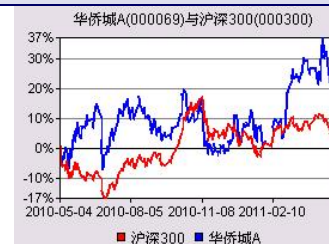
数据来源: 深圳华侨城股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	8.16
目标价格(元)	11.00
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	-2.01%	21.88%	16.84%
沪深 300	-2.44%	3.75%	4.09%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	5,593.46/2,349.98
主要股东:	华侨城集团公司
主要股东持股比例	31.31%

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	

房产项目结算面积下降拉低公司业绩

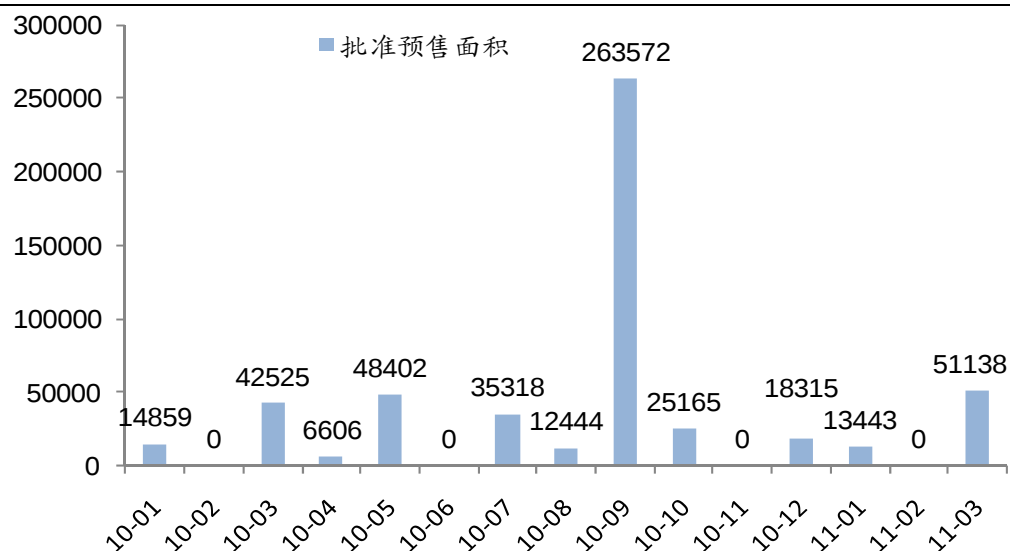
报告期内，公司实现营业收入22.40亿元，同比增长5.02%；实现归属于母公司所有者净利润2.61亿元，同比下降21.25%。业绩下降的主要原因在于，首先，一季度基本是公司房地产项目结算的低谷期，同时，曦城项目结算面积的下降导致公司投资受益同比下降75.54%；其次，受限购政策的影响，公司销售费用同比增长44.95%。房产项目结算面积下降导致公司业绩下滑。

下半年房产项目将加快推盘，预收款可支撑上半年业绩

截至一季度末，公司预收账款为47.34亿元，较2011年年初同比增长34.35%。假设此部分预收账款全部于2011年上半年结算，同时项目平均净利润率为25%，剔除曦城项目的影响，仅预收账款可使2011年上半年净利润同比增长10.04%。同时，截至目前，2011年公司房产项目新增批准预售面积约5.11万平方米。然而，2011年公司计划可售面积为151万平方米。因此，公司房产项目将主要集中在下半年推盘。

图1：2010年以来各月份华侨城房地产项目批准预售面积

平方米

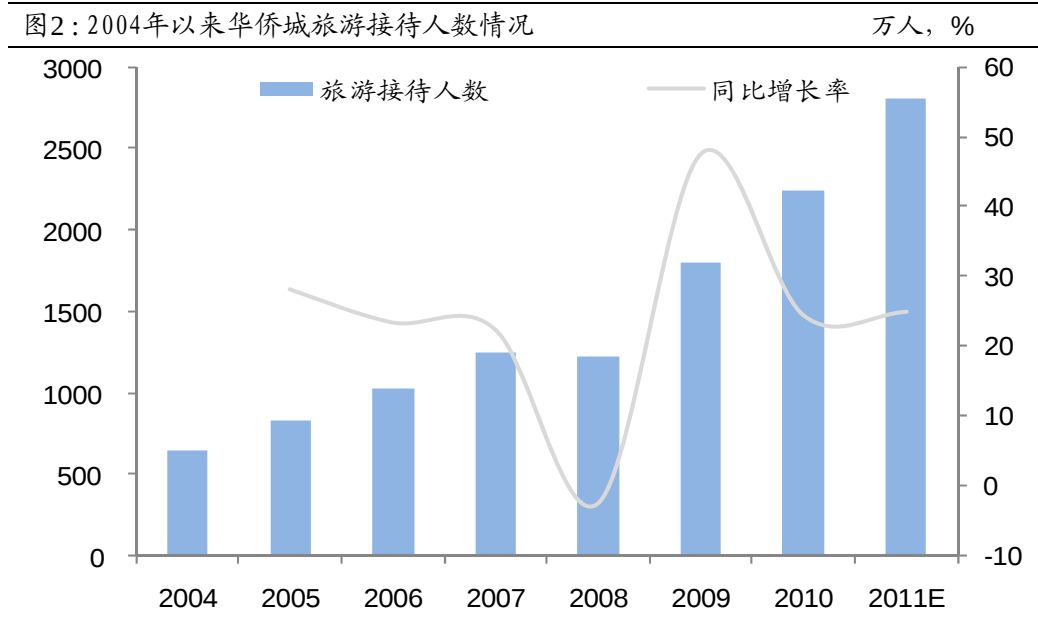


数据来源：广发证券发展研究中心

2011年旅游接待人数仍将快速增长

2011年一季度，公司旅游接待人数为460万人，同比略有增长。考虑到深圳大运会的主办、东部华侨城的全年运营以及2011年旅游市场情况，预计2011年旅游接待人数将达到2800万人，同比增长25%。2011年，旅游接待人数将持续快速增长。

图2：2004年以来华侨城旅游接待人数情况



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年分别实现营业收入195.82和252.42亿元,净利润39.81和50.02亿元,同比增长31%和25.6%,对应EPS分别为0.71和0.89元。考虑到深圳大运会的举办对公司旅游业务的推动,下半年推盘速度的加快以及公司盈利模式充分分享旅游外部性,维持公司“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,提升项目期间费用率。

资产负债表

单位: 百万元

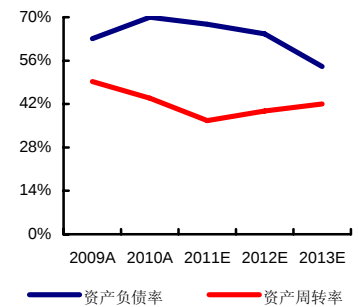
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	14,610	28,836	38,792	48,809	47,166
货币资金	2,999	5,453	11,749	17,669	17,147
应收及预付	1,944	3,753	3,751	4,193	4,103
存货	9,099	19,575	23,292	26,946	25,916
其他流动资产	568	55	0	0	0
非流动资产	16,135	19,703	19,861	20,261	20,361
长期股权投资	724	864	964	1,064	1,064
固定资产	9,089	10,844	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	5,593	5,593	5,593
资本公积	1,344	1,366	433	433	433
留存收益	6,070	8,799	11,226	16,229	22,178
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

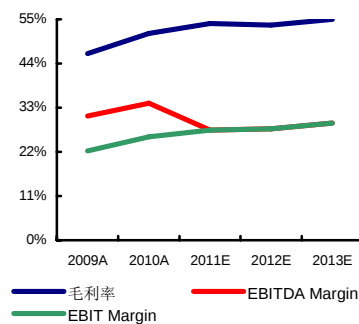
单位: 百万元

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	0.71	0.89	1.06

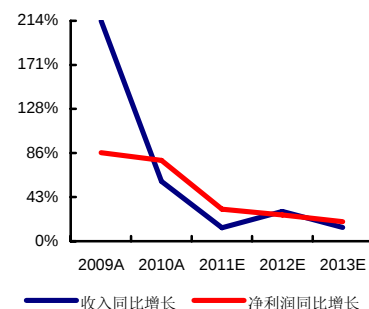
资产负债率趋势



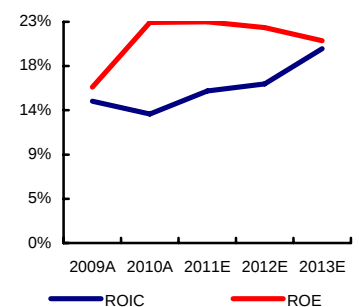
经营利润率趋势



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

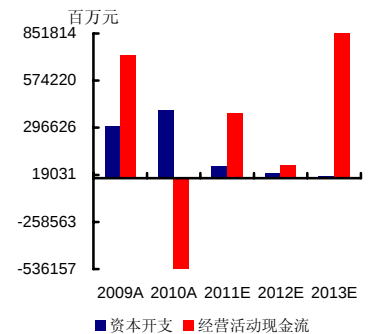
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	7,256	-5,362	3,462	287	7,951
净利润	1,864	3,329	4,361	5,479	6,516
折旧摊销	945	1,431	0	0	0
营运资金变动	4,495	-9,952	-1,427	-5,126	1,716
其它	-48	-169	528	-66	-281
投资活动现金流	-2,345	-3,140	-332	154	588
资本支出	-3,062	-4,009	-666	-300	-100
投资变动	255	837	333	454	688
其他	462	32	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

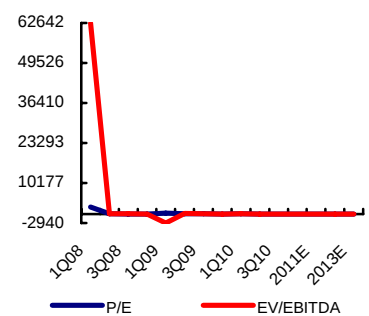
单位: %

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	0.71	0.89	1.06
每股经营现金流	2.34	-1.73	0.62	0.05	1.42
每股净资产	3.37	4.25	3.08	3.98	5.04
估值比率					
P/E	31.3	12.4	11.5	9.1	7.7
P/B	5.1	2.9	2.6	2.1	1.6
EV/EBITDA	17.0	8.7	10.5	8.1	5.8

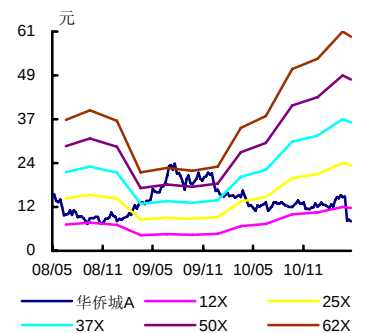
资本支出与经营活动现金流



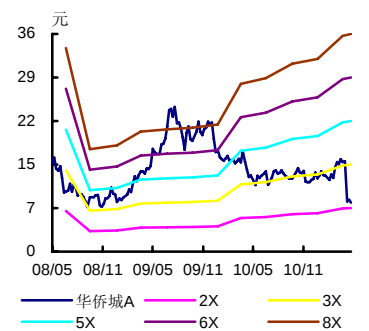
相对估值



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)_公司调研简报	周户	2011-03-09
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

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。