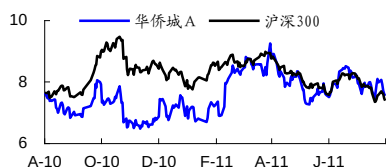


证券研究报告—动态报告
房地产
房地产开发
华侨城 A (000069)
2011 年半年报点评
推荐

(维持评级)

2011 年 8 月 22 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	5,593.5/2,350.0
总市值 (百万元)	41,503.5/17,436.8
沪深 300/深圳成指	2,534.36/11,301.53
12 个月最高/最低 (元)	15.47/7.17

相关研究报告:

《华侨城 A-000069-旅游+地产, 迎来久违的爆发》——2011-3-4

《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

半年报点评

业绩略减, 下半年有望改善

●收入减 7.9%, 净利润减 19%, EPS0.20 元, 略低于预期

上半年收入 58.7 亿, 净利润 10.9 亿, 分别同比减少 7.9% 和 19%, EPS0.20 元, 略低于预期 (我们预计净利润同比持平), 原因: 部分项目结算略为滞后。

●我们估算全年地产销售额好于去年, 下半年接待游客数有望增长

①公司未披露上半年地产销售情况, 我们通过跟踪, 估算出截止 7 月 31 日销售额约 95 亿元。年初计划全年推盘 151 万平, 折合金额估计超过 300 亿元, 按 50% 的去化率, 至少达到 150 亿元, 比去年增长 20%, 目前已完成大半。②上半年接待游客 1067 万人次, 我们认为, 作为国内首创的“都市娱乐目的地”——深圳欢乐海岸 8 月份开业, 并受益于大运会, 将有效提升下半年游客接待量。

●“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有优势, 市场占有率将不断扩大。

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)。截止上半年期末, 公司旅游综合配套地产储备+纯房地产项目储备超过 900 万平方米, 足够 5 年以上开发。

●净负债率偏高, 下半年随着销售回款增加有望改善

期末净负债率偏高: (有息负债-货币资金)/归属于母公司所有者权益为 142%, 我们预计下半年随着销售回款增加, 偿债能力将有望改善。

●业绩平稳增长可期, 估值低且尚未体现演艺业价值, 维持推荐

预计 11-13 年 EPS 分别为 0.67 (11x)、0.84 (8x) 和 1.02 元 (7x), NAVPS12.1 元, P/NAV 为 0.61。公司演艺业务位居国内龙头, 节目丰富、产品跨度大, 但在估值中并未体现, 而另一演艺龙头宋城市值已达 95 亿, 理应推升华侨城估值。

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。

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	0.67	0.84	1.02
EBIT Margin	23.45%	25.5%	26.1%	26.0%	22.7%
净资产收益率 (ROE)	16.28%	23.0%	23.8%	25.7%	25.9%
市盈率 (PE)	13.52	13.7	11.2	8.9	7.3
EV/EBITDA	8.41	13.0	11.0	9.8	10.1
市净率 (PB)	2.20	3.14	2.65	2.29	1.89

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	5453	9700	7300	23826	营业收入	17318	21301	26413	34337
应收款项	533	700	1809	1599	营业成本	8472	10650	13471	17855
存货净额	19575	17651	26816	26333	营业税金及附加	2426	2556	2681	3777
其他流动资产	3275	3195	3170	5494	销售费用	740	937	1043	1373
流动资产合计	28836	31247	39095	57252	管理费用	1257	1605	2359	3548
固定资产	12733	13935	15451	15337	财务费用	255	737	698	521
无形资产及其他	2858	2744	2630	2515	投资收益	390	400	300	500
投资性房地产	3247	3247	3247	3247	资产减值及公允价值变动	(259)	0	0	0
长期股权投资	864	864	864	864	其他收入	0	0	0	0
资产总计	48538	52038	61287	79216	营业利润	4299	5215	6461	7762
短期借款及交易性金融负债	4616	4000	3899	3990	营业外净收支	47	0	0	0
应付款项	4241	6609	7570	12179	利润总额	4346	5215	6461	7762
其他流动负债	11067	10222	15827	24832	所得税费用	1017	1147	1357	1545
流动负债合计	19925	20831	27296	41001	少数股东损益	289	347	430	516
长期借款及应付债券	13825	13825	13825	13825	归属于母公司净利润	3039	3720	4674	5701
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					

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

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.54	0.67	0.84	1.02
每股红利	0.16	0.23	0.38	0.34
每股净资产	2.36	2.80	3.25	3.93
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	2.1%	3.1%	5.2%	4.5%
P/E	13.7	11.2	8.9	7.3
P/B	3.1	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	13.0	11.0	9.8	10.1

资料来源：国信证券经济研究所预测

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

风险提示

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	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755- 82133397
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
电力设备与新能源		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
杨敬梅	021-60933160	传媒		有色金属	
张 弢	010-88005311	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		刘 明	010-88005319	龙 飞	
谢达成	021-60933161	非银行金融		通信	
		邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

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 weinling@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 骞	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
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@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	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn