

华侨城 A (000069)

增持/维持评级

股价: RMB7.41

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000510120035

(0755)8249 2232

yujinhua@mail.htlhsc.com.cn

联系人

王琳

0755-23819100

wanglin@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

公司研究-华侨城 A (000069) 110307:
外延与内涵增长双驱动 (增持)。

公司研究-华侨城 A (000069) 110307:
稳步向前 (增持)。

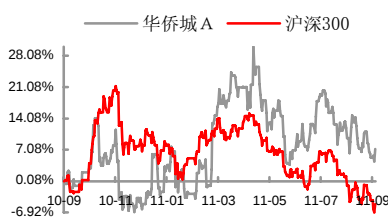
公司研究-华侨城 A (000069) 110113:
绚丽绽放 (增持)。

公司研究-华侨城 A (000069) 101025:
华丽的转身 (增持)。

基础数据

总股本 (百万股)	5,593
流通 A 股 (百万股)	5,593
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	41,448

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

以长补短, 内涵增长

——华侨城与日本环球影城公司签署备忘录点评

事件:

华侨城今日公告, 2011 年 9 月 7 日, 公司与日本环球影城有限公司 (Universal Studios Japan Co., Ltd, 以下简称“USJ”) 签署谅解备忘录, 双方将探讨公司全资子公司上海华侨城与 USJ 成立合资公司 (以下简称“上海合资公司”) 事宜。

谅解备忘录主要内容为:

(一) 拟建上海合资公司旨在结合公司与 USJ 双方专长, 全面提升上海华侨城项目运营管理能力。

(二) USJ 拟通过投资成为上海合资公司股东, 其持股比例不超过上海合资公司注册资本总额的 49%。USJ 具体投资金额及持股比例以最终签署的正式协议为准。

(三) 若双方未能在 2012 年 2 月 1 日, 或共同商定的另一日期 (简称“限期”) 前签署正式协议, 本谅解备忘录应于限期届满终止。

点评:

- 以长补短, 应对挑战:** 作为国内最具竞争力的连锁主题公园, 公司与全球一流主题公园尚有一定差距, 主要体现在单位面积的接待能力, 重游率和收入结构三个方面。上海欢乐谷在一线城市主题公园中发展相对缓慢, 2010 年入园人数为 220 万人, 低于北京欢乐谷的 280 万人, 也远低于深圳欢乐谷 300 万人。同时, 上海迪斯尼预计将在 2014 年开业, 也将对上海欢乐谷造成影响。因此, 处于内部发展及外部竞争的考虑, 引入国际一流主题公园的管理经验, 可提升公园的入园人数和管理质量, 提高主题公园竞争能力, 更好的抵御外部竞争。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	17318	19892	25805	34131
(+/-%)	58.1	14.9	29.7	32.3
归属母公司净利润(百万元)	3039	3733	4627	6041
(+/-%)	78.2	22.8	24.0	30.6
EPS(元)	0.54	0.67	0.83	1.08
P/E(倍)	15.46	11.06	8.92	6.86

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

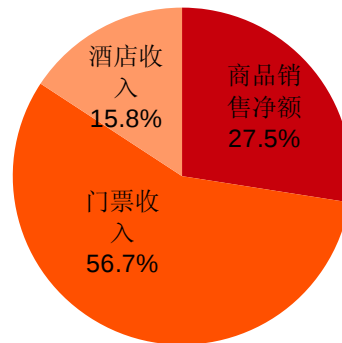
- 2、**以内涵式增长达到收入倍增计划，逐步改善收入结构：**公司在 2010 年末提出旅游收入倍增计划，在这一计划中，公司希望通过内涵式增长达到人均消费的提升，从而完成整体收入的倍增。而目前公司主题公园的收入来源中过于依赖门票收入，公司来自于门票以来的收入仅占到主题公园总收入的不到 16%。而日本环球影城的收入结构中 28%来源于商品销售，16%来源于酒店收入，门票收入仅占总收入的 57%。因此，通过引入国际一流主题公园公司，可帮助公司走上内涵式增长的道路，改善公司目前过度依赖门票的收入结构。
- 3、**日本环球影城的进入，更彰显国内主题公园行业具有广阔发展空间：**迪斯尼和日本环球影城集团相继进入中国，显示出对中国主题公园行业的看好。根据 Economics Research Associates（ERA）所作的统计，2009 年中国主题公园的访问比例为 26%，北美地区为 82%，亚洲地区为 51%。随着主题公园的兴建和出行条件的不断改善，我们认为中国的访问比例会逐渐向亚洲平均值靠拢。未来行业的面临较好的外部发展环境。
- 4、**地产业务销售增长较为确定：**公司 1-8 月地产业务销售 115 亿元，下半年可售货值约 180 亿元，主力销售项目深圳香山里二期计划 9 月底开盘，目前蓄客良好。高单价产品深圳天麓别墅项目已完成期房转现房手续，将不再受预售证监管，由于项目的稀缺性，高去化率可期。预计公司全年可实现 180-190 亿元销售，同比增长 36%。
- 5、**盈利预测。**此次公告仅为备忘录内容，尚未有实质合作协议，因此对公司未来收入及利润的影响尚需观察。我们预测今明两年 EPS 分别为 0.67、0.83 元，对应 PE 为 11、9 倍。其中旅游业务贡献分别贡献 0.13 元和 0.15 元。维持增持评级。
- 6、**风险提示：**主题公园有可能最终未达成合作；地产业务销售若低于预期，则业绩有可能低于预期。

表 1：华侨城主题公园 2007、2010 年接待人次拆分

主题公园	2007 年接待人次	2010 年接待人次
深圳欢乐谷	320 万	310 万
北京欢乐谷	200 万	280 万
上海欢乐谷	——	220 万
成都欢乐谷	——	200 万
东部华侨城	80 万（7 月底对外试营业）	300 万
锦绣中华、世界之窗	418	410 万
长沙世界之窗	100 万	80 万
泰州华侨城	——	20 万
旅行社	32 万（与公园接待人数重复计算）	50 万（与公园接待人数重复计算）
酒店	100 万	200 万

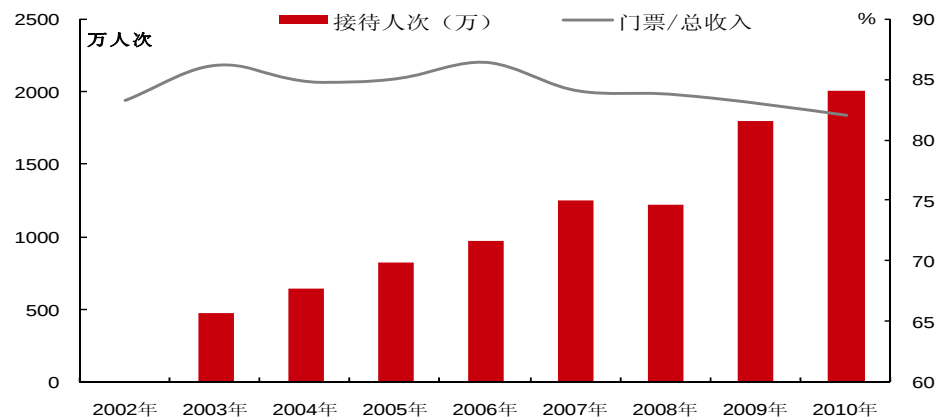
数据来源：公司调研，华泰联合证券研究所

图 2：2009 年日本大阪环球影城收入结构



资料来源：capital IQ，华泰联合证券研究所

图 3：华侨城主题公园收入结构，门票收入占收入比重过大



资料来源：公司公告，华泰联合研究所整理

盈利预测
资产负债表

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	28836	32929	41203	49985
现金	5453	5637	11183	16962
应收账款	189	200	220	242
其他应收款	253	60	66	73
预付账款	3220	3542	3896	4286
存货	19575	23490	25839	28422
其他流动资产	146	0	0	0
非流动资产	19703	21925	20838	19708
长期投资	864	820	820	820
固定资产	10844	12588	12293	11732
无形资产	2858	3138	3138	3138
其他非流动资产	5136	5379	4587	4018
资产总计	48538	54854	62042	69693
流动负债	19925	14773	15473	16123
短期借款	4439	4172	4192	4227
应付账款	3830	2200	2300	2400
其他流动负债	11655	8401	8981	9496
非流动负债	13903	21451	23453	24455
长期借款	13825	20825	22825	23825
其他非流动负债	79	626	628	630
负债合计	33828	36224	38926	40577
少数股东权益	1494	1812	2226	2763
股本	3107	5593	5593	5593
资本公积	1366	433	433	433
留存收益	4495	10791	14863	20326
归属母公司股东权益	13216	16818	20890	26352
负债和股东权益	48538	54854	62042	69693

现金流量表

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-5362	-3805	4144	5526
净利润	3329	4051	5040	6578
折旧摊销	1431	902	1028	1074
财务费用	255	380	418	460
投资损失	-390	-319	-295	-201
营运资金变动	-9987	-9293	-2049	-2387
其他经营现金流	1	475	2	2
投资活动现金流	-3140	-2993	354	257
资本支出	4162	3200	0	0
长期投资	579	-550	0	0
其他投资现金流	1601	-343	354	257
筹资活动现金流	10981	6981	1048	-4
短期借款	682	-267	20	35
长期借款	11070	7000	2000	1000
普通股增加	0	2486	0	0
资本公积增加	21	-932	0	0
其他筹资现金流	-792	-1305	-972	-1039
现金净增加额	2478	184	5546	5779

利润表

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	17318	19892	25805	34131
营业成本	8472	9153	12121	15943
营业税金及附加	2426	2785	3613	4778
营业费用	740	1020	1323	1750
管理费用	1257	1588	2060	2724
财务费用	255	380	418	460
资产减值损失	259	207	145	101
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	390	319	295	201
营业利润	4299	5079	6420	8575
营业外收入	95	54	62	65
营业外支出	48	30	34	35
利润总额	4346	5103	6448	8605
所得税	1017	1053	1408	2026
净利润	3329	4051	5040	6578
少数股东损益	289	318	413	537
归属母公司净利润	3039	3733	4627	6041
EBITDA	5985	6362	7866	10109
EPS (元)	0.54	0.67	0.83	1.08

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	58.1%	14.9%	29.7%	32.3%
营业利润	80.8%	18.2%	26.4%	33.6%
归属于母公司净利润	78.2%	22.8%	24.0%	30.6%
获利能力				
毛利率(%)	51.1%	54.0%	53.0%	53.3%
净利率(%)	17.6%	18.8%	17.9%	17.7%
ROE(%)	23.0%	22.2%	22.1%	22.9%
ROIC(%)	14.1%	11.5%	13.8%	17.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	69.7%	66.0%	62.7%	58.2%
净负债比率(%)	88.29%	109.28%	72.83%	41.52%
流动比率	1.45	2.23	2.66	3.10
速动比率	0.46	0.64	0.99	1.34
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.38	0.44	0.52
应收账款周转率	84	97	123	148
应付账款周转率	2.63	3.04	5.39	6.78
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.67	0.83	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.96	-0.68	0.74	0.99
每股净资产(最新摊薄)	2.36	3.01	3.73	4.71
估值比率				
P/E	13.65	11.12	8.97	6.87
P/B	3.14	2.47	1.99	1.57
EV/EBITDA	9	8	7	5

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。