

## 证券研究报告

## 房地产

## 强烈推荐（首次）

### 证券分析师

李晓东

S1060511080001

22625083

lixiaodong885@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，  
如经由未经许可的渠道获得研究报告，  
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的  
声明内容。

## 华侨城 A (000069)

## 地产提供安全边际，旅游提升估值中枢

### ■ 旅游是驱动价值成长的核心业务，也是长期发展的基石

公司拥有“旅游+地产”的独特业务模式，通过主题公园类景区与房地产的联动开发实现资金的平衡与可持续发展。尽管当前大部分的收入和利润均来自于房地产销售，但是旅游才是公司真正的核心业务。我们理解，华侨城最核心的能力在于通过成熟的旅游开发模式，在一块原本没有传统旅游资源土地上成功地开发出主题公园等景区，从而提升整个地块的价值，同时享受前期廉价土地储备的大幅升值。所以，旅游才是公司长期发展的基石，价值成长的核心驱动力。而且，目前我国各类主题公园总量约为3000个，其中盈利的只有一成，主题公园类产品开发的高难度也造就了公司难以复制的护城河。

### ■ 一定时期内房地产开发仍将是利润的主要来源

房地产开发是公司顺应中国国情和产业发展规律的明智选择，为公司旅游业务的拓展提供了强力的资金支持。长期来看，公司最终沉淀的资产都将是旅游景区，旅游才是“百年基业”，地产只是特殊时期的“造血工具”。但是，房地产开发作为公司产业链中的最重要一环，在当前和未来相当长一段时间内都将是公司利润的主要来源：根据我们的估算，房地产销售贡献了公司2010年营业收入的77%，净利润的87%；尽管在未来几年，随着旅游业务收入和利润的快速增长，这一比例将逐渐降低，但是地产业务仍将是未来几年利润的主要贡献者。

### ■ 地产业务表现强劲

年初，大家对于公司地产业务2011年的表现普遍比较担忧，主要原因是：1、侨城的项目以高端豪宅为主，且均分布于沪深等一二线限购城市，主要客户群几乎都是限购对象；2、在均价涨幅考核的压力下，单价高的豪宅项目受到地方政府“限价”政策的影响较大。但是，公司的实际销售情况超出市场预期：截止8月份，房地产合同销售额已经超过110亿，而公司下半年仍有接近80万平的可售面积，即使按照50%的去化水平保守估计，公司全年的销售增速仍将超过30%。良好的销售情况主要得益于产品的稀缺性，也进一步印证了购房者对于公司产品品质的高度认可。

### ■ 旅游收入高增长驱动估值水平提升

目前，公司在全国拥有主题公园类产品12个，大致可以分为三类：1、以锦绣中华为代表的静态景观博物馆；2、以深圳欢乐谷为代表的都市乐园；3、以东部华侨城为代表的生态休闲度假村。其中，欢乐谷具有良好的复制能力，而东部华侨城最具旅游深度，所以，第2、3两种产品的结合体将是公司未来旅游产品升级的主要方向。我们认为，公司的旅游业务已经初步完成了量的累积，未来几年将进入质变阶段，旅游收入三年倍增是大概率事件，主要驱动因素为：1、前期开业的几大主题公园游客接待量迈上新台阶，利润贡献大幅增加；2、景区广度和深度的提升将推动公司旅游收入结构的多元化转型，使公司逐步摆脱对于门票收入的单一依赖。未来几年，旅游收入占比的逐步提升将使市场对于公司进行重新审视，公司的旅游内涵将逐渐被接受，估值水平有望获得持续提升。

### ■ 盈利预测与估值

我们预测，公司2011、2012、2013年的EPS分别为0.72、0.90、1.11元，最新收盘价对应的PE分别为10.2、8.1、6.6倍；根据测算，公司2011年底的每股RNAV值为12.4元，相对于股价折让41%。我们认为，公司价值被明显低估，给予“强烈推荐”的评级。

附表：盈利预测与估值

| 资产负债表          |              |              |              |              |              | 利润表             |              |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2009A        | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 会计年度            | 2009A        | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>    | 14,610.20    | 28,835.71    | 48,103.72    | 71,181.76    | 99,679.79    | <b>营业收入</b>     | 10,956.96    | 17,317.67    | 18,723.30    | 23,598.50    | 30,455.55    |
| 货币资金           | 2,999.25     | 5,453.25     | 9,074.56     | 9,529.78     | 18,086.07    | 营业成本            | 5,907.37     | 8,471.77     | 7,647.35     | 10,008.32    | 13,726.27    |
| 应收账款           | 234.96       | 280.28       | 364.36       | 473.67       | 615.77       | 营业税金及附加         | 1,039.36     | 2,426.26     | 2,280.15     | 2,743.99     | 3,100.91     |
| 预付账款           | 1,770.51     | 3,527.47     | 3,880.22     | 4,268.24     | 4,695.07     | <b>主营业务利润</b>   | 4,010.23     | 6,419.63     | 8,795.80     | 10,846.19    | 13,628.37    |
| 存货             | 9,099.34     | 19,574.72    | 34,784.58    | 56,910.06    | 76,282.86    | 营业费用            | 594.39       | 740.00       | 936.17       | 1,179.92     | 1,522.78     |
| 其他流动资产         | 506.14       | -            | -            | 0.01         | 0.02         | 管理费用            | 999.98       | 1,256.54     | 1,685.10     | 2,123.86     | 2,741.00     |
| <b>非流动资产</b>   | 16,134.61    | 19,702.52    | 20,598.49    | 21,604.10    | 22,744.27    | 财务费用            | 131.47       | 255.22       | 748.93       | 707.95       | 913.67       |
| 长期股权投资         | 723.60       | 864.48       | 1,123.82     | 1,460.96     | 1,899.25     | 投资收益及其他         | 93.96        | 130.98       | 389.88       | 389.88       | 389.88       |
| 固定资产           | 10,807.43    | 12,732.56    | 13,369.19    | 14,037.65    | 14,739.53    | <b>营业利润</b>     | 2,378.34     | 4,298.86     | 5,815.48     | 7,224.32     | 8,840.80     |
| 投资性房地产         | 1,637.16     | 1,645.72     | 1,645.72     | 1,645.72     | 1,645.72     | 营业外收入           | 19.33        | 94.86        | -            | -            | -            |
| 其他             | 2,966.42     | 4,459.76     | 4,459.76     | 4,459.76     | 4,459.76     | 营业外支出           | 16.82        | 48.18        | -            | -            | -            |
| <b>资产总计</b>    | 30,744.80    | 48,538.23    | 68,702.22    | 92,785.86    | 122,424.05   | <b>利润总额</b>     | 2,380.85     | 4,345.53     | 5,815.48     | 7,224.32     | 8,840.80     |
| <b>流动负债</b>    | 16,333.01    | 19,924.63    | 31,102.39    | 44,814.05    | 62,361.33    | 所得税             | 516.54       | 1,017.00     | 1,453.87     | 1,806.08     | 2,210.20     |
| 短期借款           | 3,757.29     | 4,439.39     | 6,239.39     | 8,039.39     | 9,839.39     | 净利润             | 1,864.31     | 3,328.53     | 4,361.61     | 5,418.24     | 6,630.60     |
| 应付账款           | 2,884.61     | 4,241.40     | 5,513.82     | 7,167.97     | 9,318.36     | 少数股东损益          | 158.74       | 289.08       | 321.07       | 367.07       | 420.89       |
| 预收款项           | 4,765.90     | 3,523.48     | 9,561.63     | 16,902.06    | 26,630.84    | <b>归属母公司净利润</b> | 1,705.57     | 3,039.46     | 4,040.55     | 5,051.17     | 6,209.71     |
| 其他             | 4,925.21     | 7,720.36     | 9,787.55     | 12,704.64    | 16,572.74    | EPS(元)          | 0.30         | 0.54         | 0.72         | 0.90         | 1.11         |
| <b>长期负债</b>    | 2,962.07     | 13,903.32    | 18,101.79    | 22,301.79    | 26,501.79    | <b>重要财务指标</b>   |              |              |              |              |              |
| 长期借款           | 2,754.47     | 13,824.71    | 18,024.71    | 22,224.71    | 26,424.71    | <b>会计年度</b>     | <b>2009A</b> | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 应付债券           | -            | -            | -            | -            | -            | 营业收入            | 10,956.96    | 17,317.67    | 18,723.30    | 23,598.50    | 30,455.55    |
| 其他             | 207.60       | 78.61        | 77.08        | 77.08        | 77.08        | 同比(%)           | 213.89       | 58.05        | 8.12         | 26.04        | 29.06        |
| <b>负债合计</b>    | 19,295.09    | 33,827.95    | 49,204.18    | 67,115.84    | 88,863.12    | 归属母公司净利润        | 1,705.57     | 3,039.46     | 4,040.55     | 5,051.17     | 6,209.71     |
| 少数股东权益         | 970.42       | 1,494.41     | 2,241.62     | 3,362.43     | 5,043.64     | 同比(%)           | 85.91        | 78.21        | 32.94        | 25.01        | 22.94        |
| 股本             | 3,107.48     | 3,107.48     | 3,107.48     | 3,107.48     | 3,107.48     | 毛利率(%)          | 46.09        | 51.08        | 59.16        | 57.59        | 54.93        |
| 留存收益           | 7,371.82     | 10,108.39    | 14,148.94    | 19,200.11    | 25,409.82    | 主营利润率(%)        | 36.60        | 37.07        | 46.98        | 45.96        | 44.75        |
| <b>归属母公司权益</b> | 10,479.30    | 13,215.87    | 17,256.42    | 22,307.59    | 28,517.30    | 净利率(%)          | 15.57        | 17.55        | 21.58        | 21.40        | 20.39        |
| <b>负债和股东权益</b> | 30,744.80    | 48,538.23    | 68,702.22    | 92,785.86    | 122,424.05   | 总资产周转率          | 0.36         | 0.36         | 0.27         | 0.25         | 0.25         |
| <b>现金流量表</b>   |              |              |              |              |              | ROE(%)          | 16.28        | 23.00        | 23.41        | 22.64        | 21.78        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009A</b> | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | 资产负债率(%)        | 62.76        | 69.69        | 71.62        | 72.33        | 72.59        |
| <b>经营活动现金流</b> | 7,256.32     | -5,361.57    | 3,082.78     | 10,387.17    | 11,814.51    | 权益比率            | 2.93         | 3.67         | 3.98         | 4.16         | 4.29         |
| <b>投资活动现金流</b> | -2,345.02    | -3,140.00    | -5,410.82    | -7,034.06    | -9,144.28    | 每股收益(元)         | 0.30         | 0.54         | 0.72         | 0.90         | 1.11         |
| <b>筹资活动现金流</b> | -3,799.27    | 10,981.36    | 5,949.35     | 5,924.04     | 5,886.05     | 每股净资产(元)        | 1.87         | 2.36         | 3.09         | 3.99         | 5.10         |
| <b>现金净增加额</b>  | 1,112.02     | 2,479.79     | 3,621.32     | 9,277.14     | 8,556.28     | P/E             | 24.24        | 13.60        | 10.23        | 8.18         | 6.66         |
|                |              |              |              |              |              | P/B             | 3.94         | 3.13         | 2.40         | 1.85         | 1.45         |

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257