

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

由旅游地产朝文化产业集群转型

——华侨城（000069）2011 年年报点评报告

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期: 2012 年 3 月 19 日

报告关键要素:

华侨城重新定位于“以文化为核心，旅游为主导，中国领先的现代服务业集聚型开发与运营商”，总体上，公司的各项业务都处于社会经济转型发展的方向上，具有良好的发展前景与合理的成长空间。公司的文化旅游+地产的模式相比纯住宅开发经营业务具有一定的规避政策风险优势。维持公司“增持”投资评级。

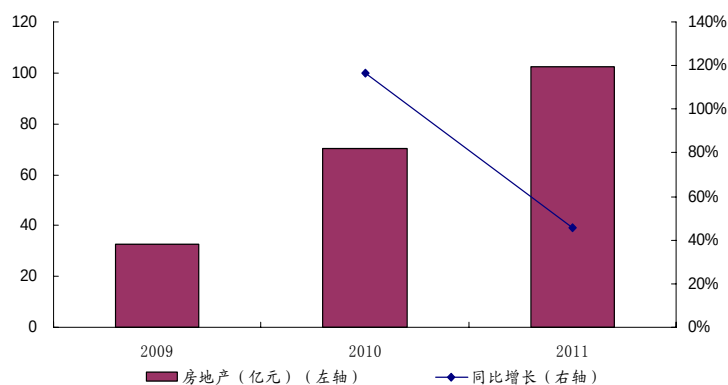
事件:

华侨城公布了2011年年报。2011年，公司实现营业收入173.24亿元，同比增长0.04%；利润总额43.23亿元，同比减少0.51%；归属于母公司所有者的净利润31.77亿元，同比增长4.53%；基本每股收益0.57元。公司计划每10股送3股，派0.6元（含税）。

点评:

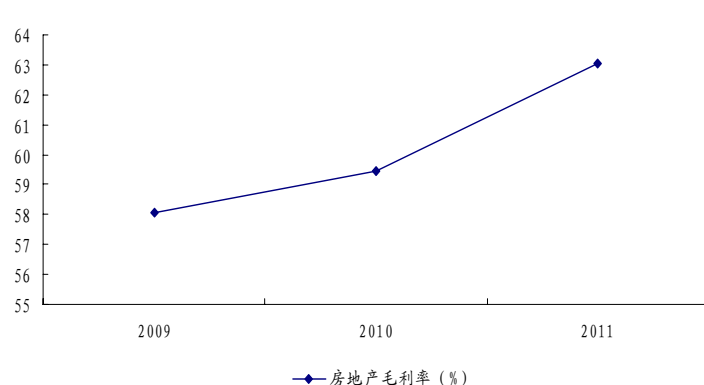
- 房地产业务可售及储备资源丰富，但2012年销售面临较大的压力。（1）公司2011年房地产收入102.31亿元，同比增长46%，房地产行业毛利率63%，同比提高了3个百分点。（2）公司2011年销售签约金额约为160亿元，年底预售账款为30.86元，同比减少了12.4%，业绩保障性低。（3）公司旅游综合业务配套地产储备面积622万平方米，房地产储备面积245万平方米，可供公司未来四到五年开发。2012年度，公司旅游综合业务配套地产与房地产计划开工面积为133万平方米，计划可售面积为153万平方米，可售资源丰富。（4）由于公司的房地产开发销售业务定位于中高端，面临着较大销售和价格调整压力。公司房地产业务增长将会放缓。

图 1: 华侨城房地产业务收入及增长率



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

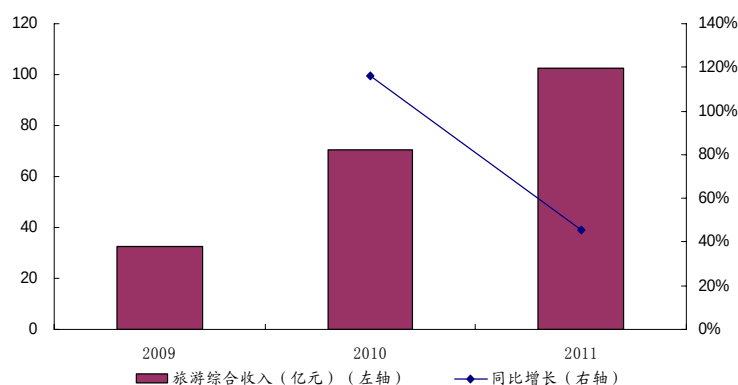
图 2: 华侨城房地产业务毛利率



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

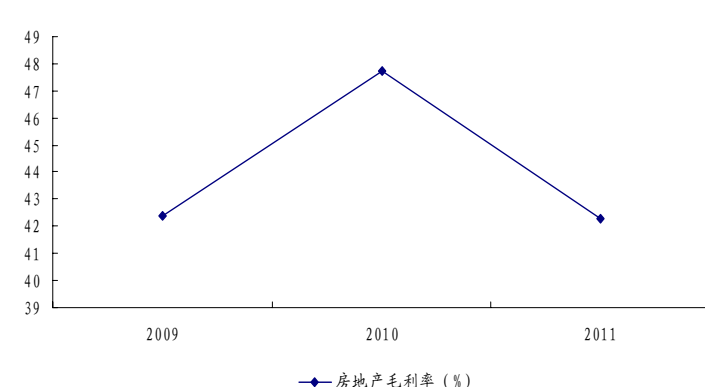
- **旅游收入有望实现外延式小幅增长。**(1) 2011 年公司接待游客 2430 万人, 增长约 20%, 但是由于产品结构调整等原因, 公司旅游收入 63.33 亿元, 同比减少 33%, 旅游行业毛利率为 42%, 同比下降了 5 个百分点。(2) 2012 年公司计划武汉欢乐谷五一正式开业, 欢乐海岸海洋奇梦馆试营业, 游客外延式增长有较大空间。

图 3: 华侨城旅游综合收入及增长率



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

图 4: 华侨城旅游综合业务毛利率



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

- **公司总体财务状况安全。**公司年底货币资金为61.40亿元, 较年初上升12.6%, 是短期借款和一年内到期借款的93%。2011年末剔除预收账款外资产负债率为66%, 有息负债率为42%, 财务状况总体安全。
- **公司发展模式符合产业政策支持方向。**公司以旅游景区为载体和平台, 不断突破既有产业格局, 上下延伸产业触角, 逐步打造出一个以文化为核心、旅游为主导, 集聚文化旅游、文化节庆、文化演艺、文化艺术、文化科技、文化主题酒店、文化相关产品制造等七大业务板块的文化产业集群, 公司各个产业都处于社会经济转型发展的方向上, 具有良好的发展前景与合理的成长空间。在房地产开放业务上, 与纯住宅开发经营有所不同, 公司的“文化旅游+地产”的开发模式具有相对竞争优势。
- **盈利预测与投资评级。**公司业绩锁定较差, 我们预计公司2012-2013年每股收益分别为0.49和0.54元(摊薄后), 3月16日收盘价对应的市盈率分别为14.65倍和13.03倍, 估值不算便宜, 由于公司正处于由旅游地产向文化产业集群转型过程中, 发展方向符合产业政策支持方向, 因此, 我们维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示。**房地产调控政策风险; 公司高端产品因“限售”导致的滞销和降价的风险。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	17318	17324	18872	21211
增长比率	58.05%	0.04%	8.93%	12.39%
净利润 (百万元)	3039	3177	3544	3920
增长比率	78.24%	4.54%	11.55%	10.61%
每股收益 (元) (摊薄)	0.98	0.57	0.49	0.54
市盈率 (倍)	7.30	12.57	14.65	13.03

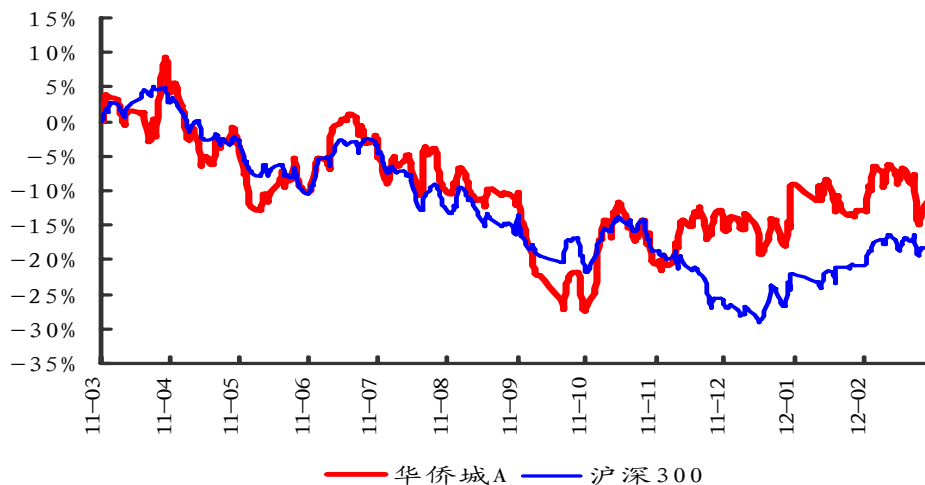
市场数据 (2012年3月16日)

收盘价 (元)	7.14
一年内最高/最低 (元)	16.00/5.81
沪深300指数	2623.52
市净率 (倍)	2.45
流通市值 (亿元)	169.30

基础数据 (2011年12月31日数据)

每股净资产 (元)	2.91
每股经营现金流 (元)	-0.31
毛利率 (%)	53.33
净资产收益率 (%)	19.50
资产负债率 (%)	71.17
总股本/流通股 (亿股)	55.93/23.71
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。