

餐饮旅游

2008年06月10日

华侨城 A (000069)

资产注入方案如期出台，价值依旧明显低估

报告原因：有新信息需要点评

买入

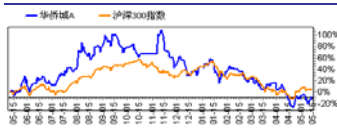
维持

市场数据：	2008年06月06日
收盘价(元)	14.55
一年内最高/最低(元)	74.5/11.89
上证指数/深证成指	3330/11734
市净率	7.47
息率(分红/股价)	0.79%
流通A股市值(百万元)	19002

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2007年12月31日
每股净资产(元)	3.769
资产负债率%	54.24
总股本/流通A股(百万)	1311/635
流通B股/H股(百万)	0/0

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《华侨城 A 调研报告》	2008/02/27
《华侨城 A 调研报告》	2008/01/08
《华侨城 A 深度报告》	2007/11/08

分析师

陈海明
chenhaiming@sw108.com

联系人

陶成知
 (8621)63295888x451
taochengzhi@sw108.com

地址：上海市南京东路 99 号
 电话：(8621) 63295888
 上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.sw108.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2006	1787	172	581	21	0.17	36	19	86
2007Q3	289	81	49	90	0.02	14	3	
2007	1729	8	750	36	0.23	36	17	63
2008E	7982	361	1916	155	0.64	44	19	23
2009E	12612	58	2879	50	0.96	45	19	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 发行方式、预案出台的时间点等基本符合我们预期，但融资规模比我们预想的要少些。我们预计，增发相关的主要事宜有望于 2008 年底之前基本完成。
- 拟注入资产的 2008 年财务数据都将全部合并，而控股股东承诺参与增发体现出其对上市公司的信心和支持。此次资产注入完成后将进一步强化独特的经营模式，显著提升核心竞争力。
- 我们预计，此次增发规模约为 5.93-6.92 亿股。据此假设，考虑上述资产注入和全面摊薄，则分别增厚 2008 年 EPS 约 0.27-0.34 元。资产注入将大幅提升上市公司业绩和价值。
- 我们维持之前的盈利预测，即 2008-2009 年 EPS 分别为 0.64 元、0.96 元（已考虑了资产注入，并假设募集资金 83 亿元，增发 6.38 亿股），净利润同比增长 155%、50%，其中房地产仍将成为公司最主要利润来源，约贡献了 80% 左右的净利。
- 我们采取 Sum-of-the-Parts 法，经测算，华侨城 A 的合理估值约在 20.9-28.0 元之间。目前华侨城 A 的股价为 14.55 元，剔除旅游业的合理估值约 5.1 元，地产业务的估值约为 9.45 元。相对于我们对其房地产 RNAV 测算 18.2 元而言，假设不考虑销售量的变化等其他因素，简单测算，则意味着未来华侨城项目的售价较我们目前的预测或者说目前的售价要下降近 50%。而通过调研，我们发现，目前华侨城各房地产项目售价几乎没有多大下降，而且近期公司也不太会降价。因此，我们认为，相对于其合理估值，目前股价已具有较强吸引力，或者说目前股价具有较强的安全边际，估值明显低估，我们维持“买入”的投资评级。
- 不过，由于公司此次融资方案达到约 83 亿元，且全部是通过公开增发的方式，我们担心在当前弱市行情中，这样的方案出台短期内可能会对股价有一定的影响和冲击，我们提醒投资者注意风险，下跌或提供了良好的介入时点。

投资案件

投资评级与估值

考虑资产注入和全面摊薄，我们维持之前的盈利预计，即 2008-2009 华侨城 A 的 EPS 分别为 0.64 元、0.96 元。目前华侨城 2008-2009 年动态市盈率分别为 23 倍、15 倍，估值已具有较强的吸引力，我们维持“买入”的投资评级。未来 6-12 月合理目标价 20.9-28.0 元。

关键假设点

增发方案过会，并于 2008 年底前相关的主要事宜基本完成。

2008 年、2009 年主题公园游客接待量分别增长 31%、22%。

各房地产项目的结算价格、面积均符合我们的预期。

有别于大众的认识

预计增发相关主要事宜有望于 2008 年底之前，甚至 11 月前后能基本完成。

拟注入资产的 2008 年财务数据都将全部合并。

控股股东承诺参与增发体现出其对上市公司的信心和支持。

此次资产注入完成后将进一步强化独特的经营模式，显著提升核心竞争力。

此次融资方案达到约 83 亿元，且全部是通过公开增发的方式，我们担心在当前弱市行情中，这样的方案出台短期内可能会对股价有一定的影响和冲击。

股价表现的催化剂

资产注入方案如期并顺利过会。

再次获取项目以及云南华侨城项目（昆明）公告具体项目规划。

核心假设风险

房地产进一步调控政策，尤其是深圳市土地增值税等政策的出台。

房地产结算具有较大的不确定性。

方案不能过会或者 2008 年内不能完成增发相关的主要事宜。

事件：

6月7日华侨城A发布董事会公告,会议审议并通过了《关于公开发行股票方案的决议》的议案。该议案主要内容如下：

表 1：本次公开发行股票方案的具体内容

项目	具体内容
发行数量	不超过10亿股（含10亿股），最终发行数量董事会与保荐机构据具体情况协商确定
发行对象	持有深圳证券交易所A股股票帐户的自然人和机构投资者
对原股东的优先配售安排	本次发行向原股东全额优先配售，华侨城集团承诺按现有持股比例（47.70%）全额认购本次发行的股份；若原股东认购不足，再向其他股东发售
发行方式	本次公开发行采取网上、网下定价发行
发行价格和定价方式	不低于公告招股意向书前20个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价，具体发行价格董事会与保荐机构据具体情况协商确定
募集资金规模和用途	不超过83亿元，用于收购控股股东华侨城集团所持有的13家公司的全部股权（权益）

资料来源：公司公告、申万研究

评论：

1. 发行方式、预案出台的时间点等基本符合我们预期，但融资规模比我们预想的要少些

我们在之前的报告中（详见2008年2月27日《华侨城资产注入专题报告》、4月16日华侨城资产注入公告点评报告）已指出，“未来公司可能采取公开增发反向收购母公司资产方式”、“具体方案公布的时点2008年5月底前后应该具有较大可能性，最迟2008年二季度前后”。对比此次方案，可以看出，上述判断基本符合我们之前的预期。不过，在融资规模方面，我们之前的报告中观点是“粗略估算上述资产价值约为95.6—121.8亿元”，而此次方案中明确为83亿元，这比我们预想的要少些。

2. 增发相关的主要事宜有望于2008年底之前，甚至2008年11月基本完成

理由有二：其一，根据此次公开增发公告，本次收购标的股权的交易价格 = 基准价款 + 价款调整数，其中，价款调整数 = 收购标的股权于交割审计日相对应的经审计的账面净资产值 - 收购标的股权（权益）于评估基准日相对应的经审计的账面净资产值。而我们知道，通常资产评估报告的有效期限约为一年，此次标的公司的资产评估的基准日2007年12月31日，这意味着2008年12月31日之前公司必须完成此次公开增发的上会、过会以及相关增发事宜，否则此次资产评估报告将到期失效，从而无法计算出本次收购标的股权的交易价格。其二，根据我们对近一年以来各公司增发预案公告日到发行结果公告日（意味着增发行行为基本结束）的平均间隔约为150天左右（约5个月）。据此计算，2008年底11

月前后有望基本完成相关。综合考虑华侨城的综合实力，尤其是公关能力等，以及我们上述依据，我们仍维持先前我们的判断：即2008年11月前后华侨城有望基本完成此次资产注入的主要相关事宜。

3. 拟注入资产的2008年财务数据都将全部合并

根据我国新会计准则，同一控制下的企业合并，在合并利润表应当包括合并前及合并后的收入、费用和利润，即参与合并各方自合并当年年初（或当期期初）至合并日，以及合并日至当年年末（或当期期末）所发生的收入、费用和利润等都要进行合并。显然，上述拟注入的资产均受同一控制（均受华侨城集团控制），因此，不论该资产注入行为是在何时完成，只要是在2008年内，则都要将2008年全年所发生的收入、费用和利润等进行合并。这也就是为什么我们要在报告中单列一点并多费笔墨的强调“增发相关的主要事宜有望于2008年底之前”的原因之所在。

表2：拟注入的13家公司2007年相关财务数据（单位：万元）

项目	注册资本	净资产	营业收入	净利润	净利润YOY	净利润率
华房公司	100000	336703	366606	81889	11.9%	22%
华侨城投资	20000	23953	-	4266		
泰州华侨城	6500	6068	254	-432		-170%
上海华侨城	40000	38751	-	-1249		
成都华侨城	40000	37867	-	-2133		
酒店集团	80000	85654	57700	862	-63.7%	1%
酒店管理公司	15000	14338	9253	-1667	-624.9%	-18%
香港华侨城	45500	48305	73991	935	-57.4%	1%
国际传媒公司	5000	3440	2287	116		5%
物业管理公司	600	1321	10191	449	23.5%	4%
水电公司	1000	5353	19814	1282	460.2%	6%
华中电厂	4257	5092	-	-223	-92.6%	
华夏艺术中心	4500	384	911	2724	-332.6%	
合计	362357	607229	541008	86819		16%

资料来源：公司公告、申万研究

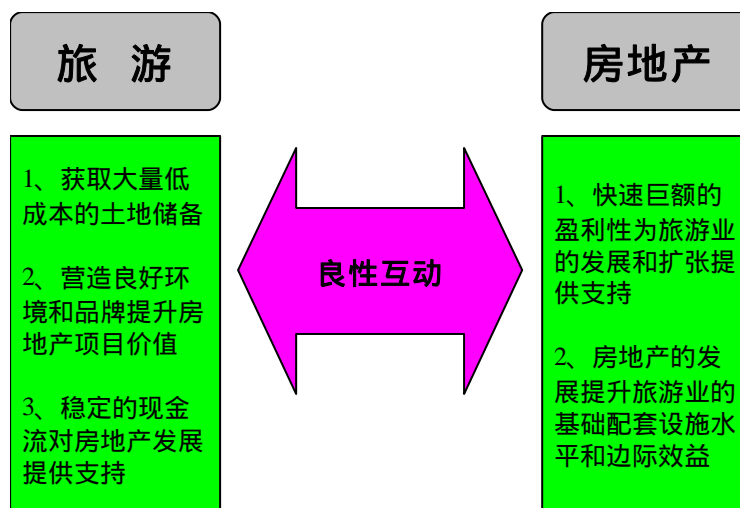
4. 控股股东承诺参与增发体现出其对上市公司的信心和支持

根据公司公告的对原股东的优先配售安排，本次发行向原股东全额优先配售，华侨城集团公司承诺按现有持股比例（47.70%）全额认购本次发行的股份；若原股东认购不足，再向其他股东发售。这意味着公司的控股股东也参与增发。这一方面可能是出于维持国有控股、担心被稀释原有股权比例的考虑，另一方面，这也足以体现出控股股东对上市公司的信心和支持。

5. 此次资产注入完成后将显著提升公司核心竞争力，并将大幅提升公司业绩和价值

1) 资产注入完成后将进一步强化独特的经营模式，显著提升核心竞争力。经过二十多年的实践，华侨城成功开创了一种旅游与房地产结合发展的全新而独特的经营模式——“华侨城模式”（即通过旅游业的开发和发展营造出良好的社区环境和品牌，从而提升房地产项目的整体价值，同时利用房地产快速巨额盈利的特性促进旅游业的进一步发展和扩张，从而实现旅游业与房地产业协同发展和良性互动）。这种独特的经营模式是华侨城所拥有的最为核心的竞争力。而此次集团公司的将其房地产、酒店等资产注入到上市公司，无疑将进一步强化华侨城已经构筑起来的“旅游+房地产”的独特经营模式，促进旅游与房地产协同发展和良好互动。同时，也有助于打造完整的旅游产业链（旅行社—景点—酒店等），将资源集中投入到企业主业，进一步突出和做强主业，有效提升公司的核心竞争力，进而促进“建设中国最强的旅游集团和中国旅游的龙头股”的公司宏伟战略目标的最终实现。

图 1：华侨城成功开创了“旅游+房地产”良好互动的独特经营模式，并已取得极大成功



资料来源：申万研究

2) 相关公司的股权比例将发生重大变化。根据此次的最新公告（此次公告了部分公司整体上市前的股权结构，如华侨城物业管理公司等），我们对资产注入前后华侨城 A 下属的参控股子公司的股权比例进行了更新，具体见下表。可以看出，资产注入后部分参控股公司或项目的股权比例发生了重大变化。另外，这种变化也将为公司未来发展并获得稳定且高额的利润提供了可靠保障和坚实基础。

表 3：资产注入后华侨城 A 的部分参控股公司或项目的股权比例发生重大变化

公司或项目名称	整体上市前			整体上市后			实际股权净增加
	直接股权	间接股权	合计	直接股权	间接股权	合计	
深圳东部华侨城公司（深圳东部华侨城公园、房地产项目等）	50%	8.8%	58.8%	95%		95%	36.2%
深圳招商华侨城投资公司（尖岗山曦城房地产项目）		20%	20%	50%		50%	30%
深圳华侨城房地产公司（东方花园、蛇口四海公园房地产项目等）	40%		40%	100%		100%	60%
北京世纪华侨城实业公司（北京欢乐谷、房地产项目等）	29.3%	10.8%	40.1%	56.3%		56.3%	16.2%
上海华侨城投资公司（上海欢乐谷、房地产项目等）	40%	14%	54%	100%		100%	46%
上海天祥华侨城投资公司（上海新浦江城房地产项目）		18%	18%	45%		45%	27%
成都天府华侨城实业公司（成都欢乐谷、房地产项目等）	35%	15.2%	50.2%	87.8%	8.23%	96.0%	45.8%
江苏泰州华侨城投资公司（泰州主题公园、房地产项目）		29.4%	29.4%	20%	47.5%	67.5%	38.1%
天津华侨城投资公司（天津东丽房地产项目）	40%	24%	64%	100%		100%	36%
云南华侨城实业公司	70%		70%	70%		70%	0%
香港华侨城公司				100%		100%	100%
深圳华侨城酒店集团公司		7.2%	7.2%	100%		100%	93%
深圳华侨城国际酒店管理公司		5.8%	5.8%	100%		100%	94%
深圳华侨城投资公司		20.4%	20.4%	100%		100%	80%
深圳华侨城物业管理公司		18.0%	18.0%	45%	55.0%	100%	82%
深圳华中发电公司				71.83%	28.2%	100%	100%
深圳特区华侨城水电公司				100%		100%	100%
深圳华夏艺术中心				100%		100%	100%
深圳国际传媒演艺公司	50%	7.8%	57.8%	70%	24.5%	94.5%	37%
深圳波托菲诺纯水岸项目（与华房合作开发）	50%	20%	70%	100%		100%	30%

资料来源：公司公告、申万研究

3) 收购上述资产，约需增发 5-7 亿股。若假设此次募集资金规模为 83 亿元、增发价格为 12-14 元，则增发规模约为 5.93-6.92 亿股，增厚股本（为 26.21 亿股）约 22.6%-26.4%。拟增发价格的变化对增发规模影响的敏感性分析见下表。另外，据此次增发方案，发行规模不超过 10 亿股，而拟募集资金总额不超过 83 亿元，我们若按 83 亿元来计算，则增发价不低于 8.3 元/股。

表 4：拟增发价格对增发规模影响的敏感性分析（假设募集资金总额为 83 亿元）

拟增发价格（元/股）	8.3	9	10	11	12	13	14	15	16	17
新增股本规模（亿股）	10.00	9.22	8.30	7.55	6.92	6.38	5.93	5.53	5.19	4.88
新增股本占目前总股本比率	38.2%	35.2%	31.7%	28.8%	26.4%	24.4%	22.6%	21.1%	19.8%	18.6%

资料来源：申万研究

4) 考虑资产注入和全面摊薄，约增厚 2008 年 EPS 约 0.27-0.34 元。如果能成功实现收购，我们估计，约新增 2008 年权益净利约 8.5 亿元，乐观估计则 10.2 亿元。若假设股本分别增厚 5.93 亿股、6.92 亿股，并考虑全面摊薄，则分别增厚 2008 年 EPS 约 0.27-0.34 元。新增股本和新增权益净利的变化对新增 EPS 影响的敏感性分析见下表。可以看出，资产注入将大幅提升上市公司业绩和价值。

表 5：新增股本和新增权益净利的变化对新增 EPS 影响的敏感性分析（考虑全面摊薄）

	新增股本（亿股）										
	4.88	5.19	5.53	5.93	6.38	6.92	7.55	8.30	9.22	10.00	
新增权益净利（亿元）	6.5	0.25	0.25	0.24	0.23	0.22	0.21	0.20	0.18	0.16	0.15
	7.0	0.27	0.26	0.25	0.25	0.24	0.22	0.21	0.20	0.18	0.16
	7.5	0.29	0.28	0.27	0.26	0.25	0.24	0.23	0.21	0.19	0.18
	8.0	0.30	0.29	0.29	0.28	0.27	0.25	0.24	0.23	0.21	0.19
	8.5	0.32	0.31	0.30	0.29	0.28	0.27	0.26	0.24	0.22	0.21
	9.0	0.33	0.33	0.32	0.31	0.30	0.28	0.27	0.25	0.24	0.22
	9.5	0.35	0.34	0.33	0.32	0.31	0.30	0.29	0.27	0.25	0.23
	10.2	0.37	0.36	0.36	0.34	0.33	0.32	0.31	0.29	0.27	0.25
	10.5	0.38	0.37	0.36	0.35	0.34	0.33	0.31	0.30	0.28	0.26
	11.0	0.40	0.39	0.38	0.37	0.36	0.34	0.33	0.31	0.29	0.28
11.5	0.41	0.41	0.40	0.39	0.37	0.36	0.34	0.33	0.31	0.29	

资料来源：申万研究

6. 盈利预测与投资建议

1) 预计 2008-2009 年 EPS 分别为 0.64/0.96 元，其中房地产仍贡献 80%左右的净利。我们维持之前的盈利预测，即 2008-2009 年 EPS 分别为 0.64 元、0.96 元（已考虑了资产注入，并假设募集资金 83 亿元，增发 6.38 亿股），净利润同比增长 155%、50%（具体见我们 2008 年 5 月 15 日华侨城公司深度报告），未来公司业绩将呈现出大幅增长的趋势。

从分行业来看，房地产将贡献 80%左右的净利。2008-2009 年旅游传媒等业务贡献的 EPS 分别为 0.14 元、0.17 元；预计房地产业贡献的 EPS 分别为 0.50 元、0.79 元。可以看出，房地产仍将成为公司最主要利润来源，约贡献了 80%左右的净利。

表 6：2007-2009 年华侨城 A 的 EPS 分行业的贡献结构

年份	旅游传媒		房地产		其他		合计
	规模（元）	占比	规模（元）	占比	规模（元）	占比	
2008	0.13	20.3%	0.50	78.1%	0.01	1.56%	0.64
2009	0.16	16.7%	0.79	82.3%	0.01	1.04%	0.96

资料来源：申万研究

2) 估值明显低估，维持“买入”。由于华侨城 A “旅游+房地产”的独特经营模式，我们采取 Sum-of-the-Parts 法，经测算，我们估计，华侨城 A 的合理估值约在 20.9-28.0 元之间（具体测算可以见我们 2008 年 5 月 15 日华侨城公司深度报告）。目前股价所对应的房地产估值水平，意味着未来售价要降 50%以上，因而，估值明显低估。目前华侨城 A 的股价为 14.55 元，剔除旅游业的合理估值约 5.1 元（按 2009 年 30 倍 PE 来估值，事实上，正如本报告前述，目前华侨城的旅游业相对是较为简单的，容易估值的，且目前市场也没有多大分歧），约剩 9.45 元，这即是目前市场对华侨城房地产业务的估值水平。这个 9.45 的估值水平，相对于我们对其房地产 RNAV 测算 18.2 元而言，假设不考虑销售量的变化等

其他因素，简单测算，则意味着未来华侨城项目的售价较我们目前的预测或者说目前的售价要下降近 50%（因为我们对其房地产售价是结合目前市场给出的）。而通过调研，我们发现，目前华侨城各房地产项目售价几乎没有多大下降，而且近期公司也不太会降价。因此，我们认为，相对于其合理估值，目前股价已具有较强吸引力，或者说目前股价具有较强的安全边际，估值明显低估，我们维持“买入”的投资评级。

不过，由于公司此次融资方案达到约 83 亿元，且全部是通过公开增发的方式，我们担心在当前弱市行情中，这样的方案出台短期内可能会对股价有一定的影响和冲击，我们提醒投资者注意风险。但同时若下跌则提供了良好的介入时点，我们看好公司的中长期投资价值。另外，4-5 月份我们对公司几乎的房地产项目进行了一次较系统的调研，我们发现目前公司的各个房地产项目规划与进程基本符合预期，销售情况尚可。而今年 5 月底开盘的东部华侨城天麓 7 区和纯水岸 5 期销售情况更是非常好，甫一推出几天内就全部被预订。因此，公司的房地产业务并没有出现先前市场预期得那么悲观，高端住宅市场需求依然相当强劲，总体上我们仍较为看好华侨城地产项目。具体请参见我们于 5 月 15 日写的有关华侨城房地产业务的专题报告。

另附我们近期有关华侨城的深度研究报告的目录，以方便您查阅。

2007 年 11 月 8 日《独特的经营模式，凸显的投资价值---华侨城综合分析深度报告》

2008 年 1 月 8 日《“旅游+房地产”良性互动的独特经营模式---华侨城经营模式专题报告》

2008 年 2 月 27 日《价值明显低估，目前已是战略性投资良机---华侨城资产注入专题报告》

2008 年 5 月 15 日《价值明显低估，维持买入评级---华侨城房地产业务的专题报告》。

信息披露

分析师承诺

陈海明：商贸旅游。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持（outperform）：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
- 减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好（overweight）：行业超越整体市场表现；
- 中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.sw108.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。