

华侨城(000069)/8.97 元

旅游地产业务发展良好，理性看待土地增值税影响

苏平
86-755-82943252
suping@ccs.com.cn

服务业·旅游

估值(含权): 10.50-11.32 元

强烈推荐-A(调高)

上半年华侨城旅游地产业务发展良好，旅游业务增长尤其显著，预计 05、06 年 EPS 分别为 0.57、1.01 元。近期盛传的土地增值税政策对公司短期走势产生了重大影响，根据我们的分析及测算，即使按照累进税率征收土地增值税，含权的华侨城流通股合理价值中枢依然高出现价 20%以上，调高评级至强烈推荐-A。

- **中期业绩增长 2.38%。**上半年华侨城实现主营收入 2.95 亿元，增长 12.85%，实现净利润 2.36 亿元，增长 2.38%，每股收益 0.213 元。旅游业务直接收益占 25%；地产投资收益占 75%；
- **旅游业务利润增长 24%，三大主题公园业务全面增长。**上半年旅游业务实现营业利润 6956 万元，同比增长 23.98%。欢乐谷、世界之窗、锦绣中华游客收入分别增长 24%、12%、8%。全年旅游业务全年能够达到 1.2 亿元的利润预测；
- **房地产业务中期贡献投资收益 1.77 亿元，预计全年投资收益 5.08 亿元。**中期收益来自纯水岸的 19 套别墅。全年结算约 30 套，结算面积 1.2 万平米，投资收益 2.61 亿元；天鹅堡结算 8 万平米、投资收益 2.48 亿，合计全年房地产投资收益约 5.08 亿元；
- **土地增值税传言对华侨城股价产生了重大影响，我们的观点是：**(1) 深圳出台土地增值税的可能性很大，但按照累进税率征收的可能性微乎其微；(2) 如不按照累进税率征收土地增值税，对华侨城的影响十分有限；(3) 即使深圳于年底前后按照累进税率征收土地增值税，也不足以动摇华侨城的投资价值。
- **预计 05、06 年 EPS 分别为 0.57、1.01 元。**按照累进税率考虑土地增值税因素后，包含对价预期(按保守的 10 送 3 测算)的华侨城合理股价在 10.5-11.32 元，价值中枢 10.91 元，与目前股价相比，有 21.6%的上涨空间。**调高评级至强烈推荐-A。**

上证指数: 1150

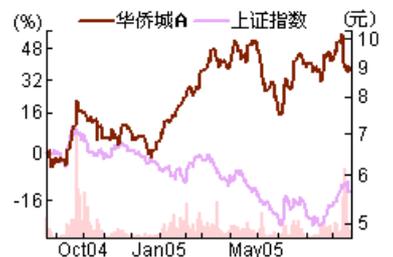
股本数据

A 股总股本(万)	111120.5
流通 A 股(万)	39348.04
流通市值(亿)	35.30

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	9.12	4.86
6 个月(%)	11.01	19.67
1 年(%)	41.93	57.25
52 周波动(元)	6.10-10.20	

股价走势



资料来源: 招商证券

相关研究

华侨城—利空传言重挫股价，下跌即为买入良机	050812
华侨城—上海松江项目签约，北京楼盘销售顺利	050606
华侨城—进入新旅游地产主导的跨越式发展阶段	050408

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E
主营收入(万元)	59620.00	64020.01	271840.02
同比增长率(%)	20.06	7.38	324.62
营业利润(万元)	11958.54	17293.43	97600.96
同比增长率(%)	3748.05	44.61	464.38
净利润(万元)	22969.52	32314.01	63145.95
同比增长率(%)	40.68	95.41	79.03
主营利润率(%)	50.59	52.41	49.00
营业利润率(%)	20.06	27.01	35.90

会计年度	2004	2005E	2006E
每股收益(元)	0.31	0.57	1.01
每股净资产(元)	1.51	2.33	3.14
净资产收益率(%)	20.44	24.43	32.40
每股股息(元)	0	0	0
股息收益率(%)	0	0	0
负债率(%)	37.79	16.20	22.19
P/E(倍)	29.04	15.73	8.88
P/B(倍)	5.94	3.86	2.86

一、中报业绩平稳增长，旅游业务增长良好

中期业绩增长 2.38%。上半年华侨城实现主营收入 2.95 亿元，同比增长 12.85%，实现主营利润 1.40 亿元，同比增长 23.98%，实现净利润 2.36 亿元，同比增长 2.38%，每股收益 0.213 元。2.36 亿净利润中，旅游业务直接收益 5900 万元，占 25%；地产投资收益 1.77 亿元，占 75%。

表 1：上半年主要利润指标及同比变化(单位: 万元)

指标名称	经营数据	同比增长 (%)
主营业务收入	29498.50	12.85
主营业务利润	13967.03	23.98
营业利润	6956.54	53.31
投资收益	17729.40	-10.39
利润总额	24677.39	1.26
净利润	23629.34	2.38

数据来源：公司中报

旅游业务利润增长 24%。上半年公司参、控股旅游企业共接待游客 375 万人次，同比增长 6.53%。旅游业务实现营业利润 6956 万元，同比增长 23.98%。

三大主题公园及旅行社业务全面增长。欢乐谷、世界之窗、锦绣中华分别接待游客 139、117、59 万人次，增长 27%、2%、6%；收入 1.45、1.34、0.67 亿元，增长 24%、12%、8%。华侨城中旅实现主营收入 0.53 亿元，增长 10%，实现净利润 139 万元，增长 14%。

表 2：三大主题公园主要经营数据及同比变化

	游客 (万)	增长 (%)	收入 (亿)	增长 (%)	净利润 (亿)	增长 (%)
欢乐谷	139	27	1.45	24	0.26	-
世界之窗	117	2	1.34	2	0.51	12
锦绣中华	59	6	0.67	8	0.16	45

数据来源：公司中报（欢乐谷的净利润数据系扣除了总部费用后的估算值）

欢乐谷门票涨价带动毛利率提升。今年 4 月欢乐谷三期开业的同时，门票价格从 120 元提高到 140 元，带动门票业务毛利率从 50.29%提高到 56.17%，综合毛利率从 45.62%提高到 49.83%。

表 3：上半年主营业务收入及毛利率变化分析

	收入 (万元)	同比增长 (%)	毛利率 (%)	同比增减
门票	20879.68	16.15	56.17	5.88
旅游团费	5285.61	9.55	6.23	-1.47
商品销售	1836.52	7.37	60.50	1.25
合计	29498.50	12.85	49.83	4.21

数据来源：公司中报

二、房地产业务进入丰收期

房地产业务中期贡献投资收益 1.77 亿元，来自纯水岸的 19 套别墅（上半年共推出 23 套别墅，其中有 4 套未结算）。

全年贡献投资收益 5.08 亿元。下半年推出的 15 套别墅中，预计 10 套左右能够在年内结算，全年结算约 30 套，结算面积 1.2 万平方米，投资收益 2.61 亿元；加上天鹅堡的 8 万平方米、2.48 亿的收益，预计全年房地产投资收益约 5.08 亿元。预计 06 年房地产收益将达到 9.55 亿元。

表 4：05、06 年房地产投资收益预测

项目	天鹅堡	纯水岸	三洲田	东方花园	尖冈山	北京华侨城	上海浦江镇	合计
权益	70.00%	70.00%	58.82%	40.00%	20.00%	40.09%	18.40%	
结算面积 (万平方米)	2005 8.00 2006 5.00	2005 1.20 2006 0.60	2005 2.00	2005 0.50	2005 5.00	2005 15.00	2005 11.70	2005 9.20 2006 39.80
销售价格 (万元)	2005 1.05 2006 1.50	2005 5.00 2006 5.00	2005 3.50	2005 2.50	2005 2.00	2005 0.65	2005 1.10	
权益利润 (亿元)	2005 2.46 2006 2.74	2005 2.60 2006 1.24	2005 2.29	2005 0.27	2005 0.94	2005 1.21	2005 0.87	2005 5.07 2006 9.55

数据来源：招商证券

三、重点项目进展顺利

东部华侨城生态旅游项目（三洲田项目）进展顺利，三洲茶溪公园将于 06 年春节试营业，郊野体育公园“五一”试业、包括生态旅游区在内的三大主题公园暑假前后将全面试业。

北京华侨城项目 6 月 18 日开盘，至 8 月中旬销售率已经超过 40%，销售均价 6357 元，主题公园也已经进入设备安装阶段，明年“五一”开园。

上海浦江项目计划 10 月开盘，目前已有少量别墅预售，销售价格 1.6 万元。

公司在成都、上海松江的旅游地产项目占地面积分别达到 3000 亩、2400 亩，充足的土地储备为公司长期快速增长提供了坚实的基础。

四、土地增值税不足以动摇公司投资价值

近期关于深圳拟重新开征土地增值税众说纷纭，深圳地税局也前后两次发出不同的声音，混乱的信息极大的干扰了投资者的价值判断。对此传言及其对华侨城的影响，我们的观点是：

- (1) 深圳出台土地增值税的可能性很大，但按照累进税率征收的可能性微乎其微。今年上半年深圳住宅价格上涨 12.05%，为了控制房价过快上涨，有关部门考虑重征土地增值税也在情理之中，但按照 30-60%的累进税率征收，必将引起深圳房地产市场的大幅波动，并将冲击其他地区的房地产市场。前期房地产调控政策的效果还没有完全显现，加上宏观经济已经出现明显减速迹象，这时候推出严厉的累进税率土地增值税，时机并不成熟；
- (2) 如不按照累进税率征收土地增值税，对华侨城的影响十分有限。目前北京、上海采用的是按照销售收入的 0.5-1%预缴土地增值税的政策，如果深圳采用同样的方法征收，即使华侨城的项目全部按照 1%的税率缴税，对公司地产业务收益的影响也仅有 1%左右；
- (3) 即使发生小概率事件，深圳于年底前后按照累进税率征收土地增值税，也不足以动摇华侨城的投资价值。按照我们的测算，这种情况下，华侨城 05、06 年的每股收益仍将达到 0.54、0.71 元，目前价格并未高估。考虑到日益明确的股改对价以及随后的主营业务整体上市，公司依然具有很高的投资价值。

五、调整盈利预测，调高评级至强烈推荐-A

预计 05、06 年 EPS 分别为 0.57、1.01 元。上半年业绩总体符合预期。由于年内纯水岸别墅将有 10 套左右不结算，我们已在股票池中将 05 年的盈利预测由 0.64 元下调到了 0.57 元，06 年 EPS1.01 元。

最保守的估值区间 10.50-11.32 元。按照累进税率考虑土地增值税因素后，包含对价预期(按保守的 10 送 3 测算)的华侨城合理股价也应在 10.5-11.32 元，价值中枢 10.91 元，与目前股价相比，仍有 21.6%的上涨空间。如果土地增值税不按照累进税率征收、或者股改对价在 10 送 3 以上，流通 A 股的价值都将再次提升。

调高短期评级至强烈推荐。由于担心市场对突发性事件出现过度反应，我们在上周下调华侨城短期评级为谨慎推荐，提醒投资者注意短期的市场风险。综合评判土地增值税、股改对价等因素后，基于对公司内在价值的认可和业绩持续增长的信心，我们再次将短期评级调高至强烈推荐。

从更长的时间段看，目前华侨城仍处于业绩高速增长的起步阶段、质变的前夜，实现主营业务整体上市后，借助资本市场的力量，公司旅游、地产、酒店业务的发展速度将全面提升，进入跨越式发展阶段，目前的股价具有很高的投资价值。

表 5: 05、06 年华侨城旅游、地产业务收益预测 (单位: 亿元)

项目	2005E	2006E
----	-------	-------

天鹅堡合作	2.48	2.89
天鹅堡后期	0.00	0.00
纯水岸	2.61	1.30
三洲田	0.00	2.73
东方花园	0.00	0.13
尖岗山	0.00	0.55
北京侨城	0.00	1.25
上海浦江镇	0.00	0.59
合计	5.08	9.45
项目	2005	2006
欢乐谷	0.55	0.65
世界之窗	0.47	0.47
锦绣中华	0.20	0.20
北京侨城	0.00	0.20
三洲田	0.00	0.12
三峡	0.07	0.09
合计	1.21	1.63
旅游地产合计	6.29	11.08

数据来源：招商证券预测

表 6：土地增值税对华侨城业绩及估值影响分析

年度	净利润 (亿)	EPS (元)		无对价估值 (元)		含对价(10送3)估值(元)		
		2005E	05E-06E 加权	下限	上限	下限	上限	
不含增值税因素	2005	6.28	0.57	0.68	8.48	10.13	11.02	13.17
	2006	11.18	1.01					
考虑增值税因素	2005	5.98	0.54	0.58	8.08	8.71	10.50	11.32
	2006	7.84	0.71					
增值税影响 (%)	2005	-4.68			-4.68	-14.08	-4.68	-14.08
	2006	-29.92						

数据来源：招商证券(说明：05年结算项目中，天鹅堡二期2区及纯水岸21套别墅已经销售，我们判断即使出台土地增值税，亦不会对以上部分产生影响)

表 7：05、06 年主要指标预测 (单位：万元)

会计年度:	2005E	2006E
主营收入	64020.01	271840.02
同比增长率	7.38%	324.62%
EBITDA	27463.70	108304.12
EBIT	17187.78	97203.21
净利润	63145.95	113052.01
同比增长率	95.41%	79.03%
主营业务利润率	52.41%	49.00%
净利率	98.63%	41.59%
EPS (摊薄)	0.57	1.01
P/E	15.74	8.88
P/B	4.25	3.15
净资产收益率	24.43%	32.40%
总股本(万股)	111121	111121

数据来源：招商证券预测

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的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征价。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。本报告版权归招商证券所有。