CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

华侨城A 000069.SZ

目标估值：9.1 元
当前股价：7.33 元
2017 年 03 月 06 日

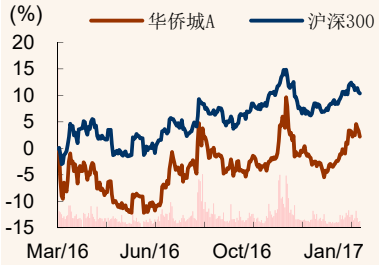
安全边际与积极变化兼备、重申左侧价值逻辑

基础数据

上证综指	3218
总股本（万股）	820568
已上市流通股（万股）	612182
总市值（亿元）	601
流通市值（亿元）	449
每股净资产（MRQ）	4.8
ROE（TTM）	12.8
资产负债率	67.2%
主要股东	华侨城集团公司
主要股东持股比例	53.47%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	4	0
相对表现	4	0	-12



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《勿以部分三四线补涨盖全局 春季行情末更需注重基本面安全边际-周观点&高频追踪报告》2017-03-06
2、《房地产行业 2017 年度投资策略-这个冬天不太冷》2016-12-06
3、《三大模块与七对指标-招商证券房地产资金链专题研究》2016-10-17

刘义
0755-82940790
liuyi5@cmschina.com.cn
S1090512050003

赵可
0755-82943231
zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001

研究助理
黄梓钊
075583295441
huangzizhao@cmschina.com.cn

公司综合质地优秀，强调安全边际与积极变化兼备，重申左侧价值逻辑，给予“17PE=10X”的目标估值，对应目标价 9.1 元/股（折价率修复至 20%左右）。

1）**拿地优势明显，资源价值突出，市值较 RNAV 折价幅度靠前。**公司是国内“旅游+地产”模式的领导者，地产包括纯地产和旅游配套地产两大块，旅游以主题公园为主；强大的成片开发能力延伸出明显的拿地优势，公司积累了大量的优质土地资源，主要分布在核心一二线城市，总量达千万平米量级，且土地成本较低。我们测算公司的 RNAV 高达 900+亿，目前市值较 RANV 折价 30%+，折价幅度居于 A 股主流地产公司前列。

2）**2016 年业绩快速释放，市盈率估值已具备显著优势。**公司 2016 年收入/营业利润/归母净利同比分别增长 10%/22%/41%，收入符合预期，净利大超预期，主要得益于盈利能力提升及少数股东损益占比下降，此外，营业外也有增加。得益于销售大增（克尔瑞口径，2016 年销售金额同比增长 57%），预计公司 2017 年净利仍能维持至少 10%以上的增长，对应 2017PE=8X，市盈率估值优势已凸显，更为关键的是，公司不应该只是纯开发商的估值水平。

3）**“旅游+地产”模式坐享消费升级红利。**消费升级是近年来的大趋势，尤其是在核心一二线之外，而休闲/旅游是最得益的领域之一。公司主题公园（目前 6 家）的渗透率还有提升空间，集团与公司在旅游地产领域仍大有可为，并且公司与其他同行在区域和定位方面存在明显的错位竞争。

4）**积极变化正在累积。主要包括三点：**集团近年来在深圳等核心城市快速布局综合型大体量项目，市场化开发部分有望与上市公司互动；新董事长履职已经 1 年半，战略新动向值得期待；限制性股票激励将于今年 10 月第一批解锁。

5）**安全边际与积极变化兼备，重申左侧价值逻辑：**公司综合质地优秀，目前市值较 RNAV 折价幅度（30%+）靠前，业绩快速释放后市盈率估值优势（17PE=8X）已经凸显，并且积极变化也在累积，**也是央企改革受益标的。**强调公司安全边际与积极变化兼备，重申左侧价值逻辑，**给予“17PE=10X”的目标估值，对应目标价 9.1 元/股（折价率修复至 20%左右）。**

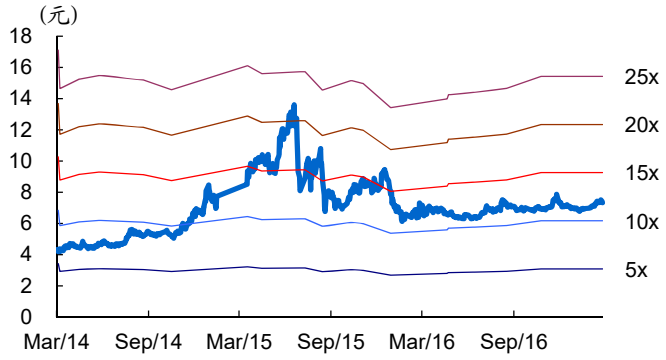
风险提示：主题公园领域竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	30718	32236	35358	40830	46238
同比增长	9%	5%	10%	15%	13%
营业利润(百万元)	7350	6888	8372	10046	11741
同比增长	13%	-6%	22%	20%	17%
净利润(百万元)	4774	4641	6555	7437	8609
同比增长	8%	-3%	41%	13%	16%
每股收益(元)	0.66	0.57	0.80	0.91	1.05
PE	11.2	13.0	9.2	8.1	7.0
PB	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0

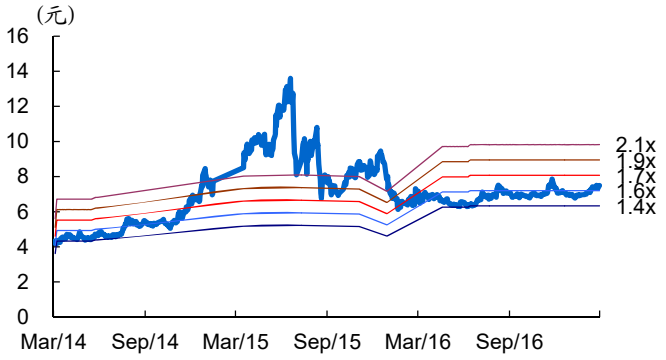
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：华侨城 A 历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：华侨城 A 历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

1. 《勿以部分三四线补涨盖全局 春季行情末更需注重基本面安全边际 -- 周观点&高频追踪报告》2017-03-06
2. 《融资“闸门”再收窄 低估值及国改仍是首选--周观点&高频追踪报告》2017-02-21
3. 《阶段性估值修复可以有 信贷收紧将加速行业探底--周观点&高频追踪报告》2016-02-14
4. 《加快研究建立长效机制 去库存与防泡沫并举—中央经济工作会议点评》2016-12-18
5. 《强调流动性决定行业指数走势，小票注意安全边际 — 周观点&高频追踪报告》2016-12-12
6. 《房地产行业 2017 年度投资策略-这个冬天不太冷》2016-12-06
7. 《三大模块与七对指标----招商证券房地产资金链专题研究》2016-10-17
8. 《国庆后销售数据用反弹来描述是不准确的 — 房地产高频追踪报告》2016-10-17
9. 《存量明珠、高端未来 - 物流地产专题深度研究报告》2016-10-10
10. 《政策边际如期收紧、金九旺季略有褪色 — 房地产高频追踪报告》2016-09-18
11. 《政策收紧预期增强行业周期弹性，股票相对房市配置价值回升 — 帮您“降噪”跟踪月度房地产数据》2016-09-15

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	65229	81926	88948	99249	110420
现金	14314	15129	20652	23353	27545
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	96	79	86	100	113
应收款项	524	485	489	565	640
其它应收款	1705	1783	1956	2259	2558
存货	44768	51192	51927	57242	61982
其他	3821	13258	13837	15730	17582
非流动资产	29646	33340	34058	32543	31190
长期股权投资	512	843	2000	2000	2000
固定资产	15620	15015	13878	12856	11937
无形资产	4619	4491	4042	3638	3274
其他	8895	12991	14138	14050	13979
资产总计	**94875**	**115266**	**123005**	**131792**	**141609**
流动负债	40978	43523	42326	44470	46567
短期借款	3497	4338	4000	4000	4000
应付账款	8420	8618	8995	10225	11429
预收账款	4131	6191	6462	7346	8210
其他	24930	24375	22869	22899	22927
长期负债	21650	29567	32067	32067	32067
长期借款	19791	28111	28111	28111	28111
其他	1859	1455	3955	3955	3955
负债合计	**62628**	**73090**	**74393**	**76536**	**78634**
股本	7271	8206	8206	8206	8206
资本公积金	652	5551	5551	5551	5551
留存收益	20195	24329	30310	36435	43557
少数股东权益	4129	4090	4546	5063	5661
归属于母公司所有者权益	28119	38086	44067	50192	57314
负债及权益合计	**94875**	**115266**	**123005**	**131792**	**141609**

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(2588)	(1872)	8742	4880	6520
净利润	4774	4641	6555	7437	8609
折旧摊销	1693	1788	2077	1895	1734
财务费用	810	907	898	889	862
投资收益	(430)	(360)	(400)	(400)	(400)
营运资金变动	(9642)	(8881)	(844)	(5468)	(4893)
其它	206	34	455	527	608
投资活动现金流	282	(4826)	(2793)	(379)	(379)
资本支出	(1625)	(1773)	(379)	(379)	(379)
其他投资	1907	(3053)	(2414)	0	0
筹资活动现金流	6981	7705	(426)	(1800)	(1949)
借款变动	7133	3194	(1853)	0	0
普通股增加	(0)	934	0	0	0
资本公积增加	(45)	4899	0	0	0
股利分配	(509)	(509)	(574)	(1311)	(1487)
其他	403	(814)	2002	(489)	(462)
现金净增加额	4675	1007	5523	2701	4192

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	30718	32236	35358	40830	46238
营业成本	13220	15090	15749	17904	20012
营业税金及附加	6637	6375	7036	8125	9201
营业费用	1262	1212	1308	1511	1711
管理费用	1874	2164	2334	2695	3052
财务费用	673	795	898	889	862
资产减值损失	132	71	60	60	60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	430	360	400	400	400
营业利润	7350	6888	8372	10046	11741
营业外收入	471	482	1000	600	600
营业外支出	15	39	39	39	39
利润总额	7807	7332	9334	10607	12302
所得税	2216	2088	2323	2654	3095
净利润	5591	5243	7011	7953	9208
少数股东损益	816	603	456	517	598
归属于母公司净利润	4774	4641	6555	7437	8609
EPS（元）	0.66	0.57	0.80	0.91	1.05

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	9%	5%	10%	15%	13%
营业利润	13%	-6%	22%	20%	17%
净利润	8%	-3%	41%	13%	16%
获利能力					
毛利率	57%	53%	55%	56%	57%
净利率	16%	14%	19%	18%	19%
ROE	17%	12%	15%	15%	15%
ROIC	9%	7%	8%	9%	10%
偿债能力					
资产负债率	66%	63%	60%	58%	56%
净负债比率	30%	30%	26%	24%	23%
流动比率	1.6	1.9	2.1	2.2	2.4
速动比率	0.5	0.7	0.9	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收帐款周转率	67.3	63.9	72.6	77.5	76.8
应付帐款周转率	1.3	1.8	1.8	1.9	1.8
每股资料（元）					
每股收益	0.66	0.57	0.80	0.91	1.05
每股经营现金	-0.36	-0.23	1.07	0.59	0.79
每股净资产	3.87	4.64	5.37	6.12	6.98
每股股利	0.07	0.07	0.16	0.18	0.21
估值比率					
PE	11.2	13.0	9.2	8.1	7.0
PB	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.5	11.8	9.6	8.5	7.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵可：现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，高级经济师。

刘义：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事房地产行业研究，同济大学金融专业，8 年证券行业研究经验（4 年房地产+4 年纺织服装），2012 年加盟招商证券纺织服装团队（2008-2014 年所在团队一直保持新财富前三），2016 年再次从事房地产行业研究。

黄梓钊：2015 年 7 月加入招商证券，美国东北大学金融学硕士。

团队荣誉：2016 年新财富房地产行业入围。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

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

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。