



买入

29% ↑

目标价格:人民币 9.68

原目标价格:人民币 8.84

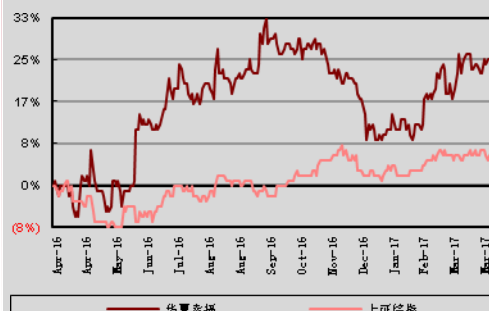
000069.CH

价格:人民币 7.51

目标价格基础:11 倍 17 年市盈率

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	7.7	(0.1)	8.4	8.4
相对深证成指	3.8	(1.2)	4.7	6.8

发行股数(百万)	8,206
流通股(%)	75
流通股市值(人民币 百万)	45,975
3 个月日均交易额(人民币 百万)	154
净负债比率(%) (2017E)	51
每股重估净资产值(人民币) (2017E)	10.42
主要股东(%)	
华侨城集团公司	53

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 4 月 7 日收市价为标准

相关研究报告

《华侨城 A: 稀缺标的业绩稳步增长, 险资概念催化价值重估》2016.8.21

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

卢晓峰

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

华侨城 A

旅游项目结算放量, 多渠道扩土地储备

2016 年 1-12 月, 华侨城 A 完成营业收入 354.81 亿元, 实现净利润 68.88 亿元, 分别比上年增长 10.07% 和 48.44%, 两项指标均创下历史新高, 实现每股收益 0.64 元, 拟每 10 股派发现金红利 1 元。公司业绩大幅增长主要由于旅游地产业务结算在低基数下放量, 全年销售额突破 270 亿大幅超出年初目标。公司去年通过多种途径拿地, 一方面与旅游业务联动获取武汉、南京、南昌等二线城市核心地块, 另一方面与中铁、华润、招商等多家央企合作获取一线城市项目, 目前合计储备超过 900 万平方米, 可售资源充足。此外集团作为央企改革先锋, 去年积极参与地方国资整合, 间接控股云南旅游整合优质区域旅游资源。考虑公司去年业绩放量、股权激励解锁条件和国企改革预期, 我们给予公司 2017-19 年每股盈利预测为 0.88、0.97 和 1.09 元, 目标价上调至 9.68 元, 相当于 11 倍 17 年市盈率, 重申买入评级。

支撑评级的要点

- **游客接待量 3,456 万人, 旅游综合业务结算放量。**旅游业务方面, 2016 年, 公司实现游客接待量突破 3,456 万人次, 同比增长约 5.4%, 实现 8 个城市的主题公园连锁运营, 继续巩固亚洲龙头地位。旅游综合业务实现营业收入为 160 亿元, 同比增长 30%, 占比总收入 45%; 毛利率为 40.7%, 同比下降 1.8 个百分点。旅游地产业务结算在低基数下实现放量, 是全年业绩大增的主要原因。公司未来将大力发展管理输出等轻资产业务, 加快实现“旅游+互联网+金融”的创新模式。
- **全年销售突破 270 亿, 深圳本部项目继续热销。**2016 年公司房地产业务实现营业收入为 189 亿元, 同比下降 1.3%, 占比总收入 53%; 毛利率为 63.4%, 同比上升 3.3 个百分点; 实现签约面积 37.1 万平方米, 销售额突破 270 亿元, 大幅超出 200 亿目标, 结算面积 33.84 万平方米, 同比增长 3.8%, 其中深圳本部、上海苏河湾和西安天鹅堡等项目贡献主业销售和结算业绩, 公司目前已推未售面积 61.85 万平方米。
- **项目储备超 900 万方, 多渠道拿地布局一二线。**土地储备方面, 2016 年公司陆续获取武汉、南京、南昌等二线城市核心地块, 并分别与中铁、华润、招商等央企联合获取北京、上海、深圳等一线城市大型项目。公司全年新增权益土地储备 106 万平方米, 建筑面积 198 万平米, 旅游综合及房地产业务累计土地储备规划总面积 902 万平方米, 可售资源丰富, 17 年将重点推进深圳本部、南京、宁波、武汉、成都、重庆等点项目。
- **集团是央企改革先锋, 积极参与地方国资整合。**2015 年公司通过定向增发引入前海人寿作为战投并推出限制性股票激励计划, 调整后的定增价格为 6.74 元, 股权激励解锁要求扣非净利 3 年 CAGR 不低于 10%, 成为央企改革先锋。2016 年, 华侨城集团通过股权收购获得云南国资委下属世博旅游集团 51% 股权间接控股云南旅游, 有望整合云南地区优质旅游资源, 打造云南省旅游文化专业平台。

评级面临的主要风险

- 地产销售受到限购及货币政策影响, 文化旅游及城镇化投资周期较长。

估值

- 我们给予公司 2017-19 年每股盈利预测为 0.88、0.97 和 1.09 元, 目标价由 8.84 元上调至 9.68 元, 相当于 11 倍 17 年市盈率, 重申买入评级。

投资摘要

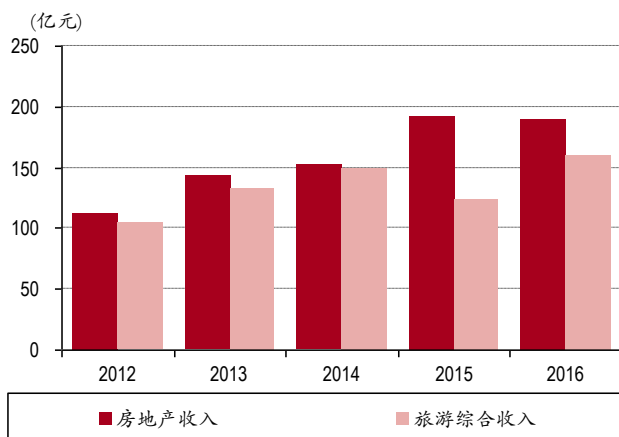
年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	32,236	35,481	39,464	44,133	49,617
变动(%)	5	10	11	12	12
净利润(人民币 百万)	4,641	6,888	7,252	7,987	8,949
全面摊薄每股收益(人民币)	0.566	0.839	0.884	0.973	1.091
变动(%)	(14)	48	5	10	12
先前预测每股收益(人民币)			0.747	0.827	
调整幅度(%)			18.3	17.7	
全面摊薄市盈率(倍)	13.3	8.9	8.5	7.7	6.9
价格/每股现金流量(倍)	(0.23)	0.54	0.75	0.76	0.78
每股现金流量(人民币)	(32.91)	13.99	9.98	9.86	9.67
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	8.1	8.1	8.4	9.9
每股股息(人民币)	0.07	0.10	0.11	0.12	0.13
股息率(%)	0.93	1.33	1.40	1.54	1.73

资料来源: 公司数据及中银证券预测

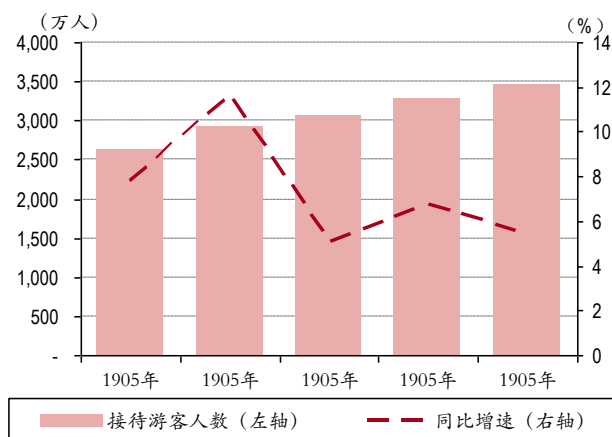
图表 1. 华侨城 2016 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年	2016 年	同比变动 (%)
营业收入	32,236	35,481	10.1
营业成本	(15,090)	(16,584)	9.9
营业税	(6,375)	(6,669)	4.6
毛利润	10,771	12,228	13.5
其他收入	(71)	(115)	61.9
销售费用	(1,212)	(1,249)	3.1
管理费用	(2,164)	(1,987)	(8.2)
营业利润	7,324	8,877	21.2
投资收益	360	623	73.3
财务费用	(795)	(929)	16.8
营业外收支	443	886	100.0
税前利润	7,332	9,457	29.0
所得税	(2,088)	(2,146)	2.8
少数股东权益	(603)	(423)	(29.9)
归属上市公司股东净利润	4,641	6,888	48.4
主要比率(%)	百分点增减		
含税毛利率	33.4	34.5	1.1
经营利润率	22.7	25.0	2.3
净利率	14.4	19.4	5.0

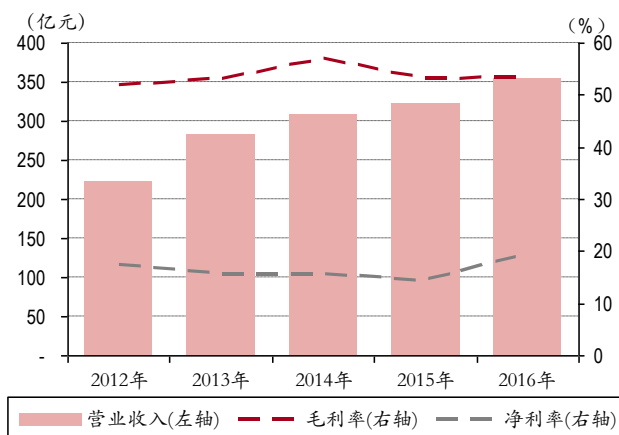
资料来源：公司数据，中银证券

图表 2. 华侨城房地产及旅游综合业务收入


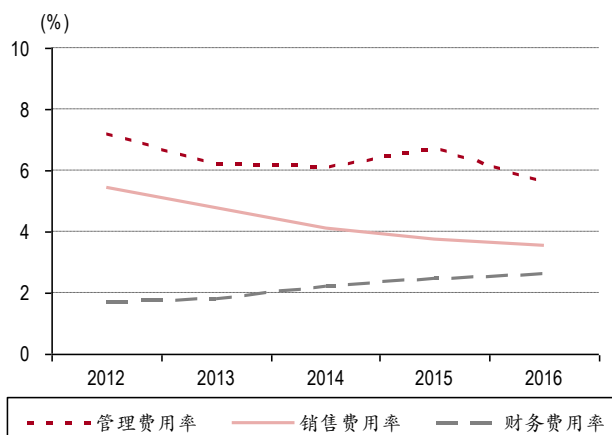
资料来源：万得数据及中银证券

图表 3. 华侨城旅游业务接待游客数量


资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 华侨城主营业务收入


资料来源：万得数据及中银证券

图表 5. 华侨城费用率


资料来源：万得数据及中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	32,236	35,481	39,464	44,133	49,617
销售成本	(21,465)	(23,253)	(26,460)	(29,719)	(33,312)
经营费用	(1,589)	(1,280)	(1,948)	(2,373)	(2,873)
息税折旧前利润	9,182	10,948	11,055	12,041	13,433
折旧及摊销	(1,788)	(1,957)	(1,652)	(1,653)	(1,654)
经营利润(息税前利润)	7,395	8,991	9,403	10,388	11,779
净利息收入/(费用)	(493)	(581)	(605)	(780)	(1,093)
其他收益/(损失)	626	1,243	1,395	1,603	1,877
税前利润	7,332	9,457	9,959	10,968	12,289
所得税	(2,088)	(2,146)	(2,260)	(2,489)	(2,789)
少数股东权益	(603)	(423)	(445)	(490)	(549)
净利润	4,641	6,888	7,252	7,987	8,949
核心净利润	4,641	6,888	7,254	7,989	8,951
每股收益(人民币)	0.566	0.839	0.884	0.973	1.091
核心每股收益(人民币)	0.566	0.839	0.884	0.973	1.091
每股股息(人民币)	0.070	0.100	0.105	0.116	0.130
收入增长(%)	5	10	11	12	12
息税前利润增长(%)	(4)	22	5	10	13
息税折旧前利润增长(%)	(3)	19	1	9	12
每股收益增长(%)	(3)	48	5	10	12
核心每股收益增长(%)	(3)	48	5	10	12

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	7,332	9,457	9,959	10,968	12,289
折旧与摊销	1,788	1,957	1,652	1,653	1,654
净利息费用	689	776	839	1,023	1,366
运营资本变动	(8,914)	(3,823)	(3,503)	(4,188)	(5,152)
税金	(2,088)	(2,146)	(2,260)	(2,489)	(2,789)
其他经营现金流	(679)	(1,817)	(511)	(719)	(994)
经营活动产生的现金流	(1,872)	4,404	6,176	6,247	6,375
购买固定资产净值	(1,773)	(3,130)	(2,244)	(3,847)	(6,595)
投资减少/增加	(3,421)	(3,275)	235	243	273
其他投资现金流	368	(1,025)	(2,099)	(7,002)	(14,985)
投资活动产生的现金流	(4,826)	(7,430)	(4,108)	(10,607)	(21,307)
净增权益	6,124	238	0	0	0
净增债务	4,207	6,121	4,280	12,954	33,393
支付股息	(2,213)	(2,462)	(864)	(951)	(1,066)
其他融资现金流	(413)	(538)	(2,099)	(7,002)	(14,985)
融资活动产生的现金流	7,705	3,359	1,318	5,000	17,342
现金变动	1,007	333	3,386	640	2,410
期初现金	14,314	15,129	15,590	18,751	19,391
公司自由现金流	(6,699)	(3,026)	2,068	(4,360)	(14,932)
权益自由现金流	(2,491)	3,095	6,348	8,594	18,461

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	15,129	15,590	18,751	19,391	21,801
应收帐款	2,348	2,904	3,230	3,612	4,061
库存	51,192	67,971	75,601	84,545	95,052
其他流动资产	13,257	19,725	20,420	23,388	26,658
流动资产总计	81,926	106,190	118,001	130,937	147,572
固定资产	15,017	14,607	16,259	17,911	19,563
无形资产	4,729	4,537	4,537	4,537	4,537
其他长期资产	13,595	21,011	26,115	40,655	74,039
长期资产总计	33,340	40,155	46,911	63,102	98,139
总资产	115,266	146,345	164,913	194,040	245,711
应付帐款	29,109	36,760	42,116	48,239	54,982
短期债务	5,913	15,854	17,645	28,108	59,012
其他流动负债	8,501	19,179	21,328	23,909	27,075
流动负债总计	43,523	71,793	81,089	100,256	141,069
长期借款	29,111	26,388	28,878	31,368	33,857
其他长期负债	455	48	50	52	55
股本	8,206	8,206	8,206	8,206	8,206
储备	29,880	35,511	41,900	48,935	56,819
股东权益	38,086	43,717	50,106	57,141	65,024
少数股东权益	4,090	4,399	4,791	5,222	5,706
总负债及权益	115,266	146,345	164,913	194,040	245,711
每股帐面价值(人民币)	4.64	5.33	6.11	6.96	7.92
每股有形资产(人民币)	4.59	4.77	5.55	6.41	7.37
每股净负债/(现金)(人民币)	2.74	3.25	3.38	4.88	8.66

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.5	30.9	28.0	27.3	27.1
息税前利润率(%)	22.9	25.3	23.8	23.5	23.7
税前利润率(%)	22.7	26.7	25.2	24.9	24.8
净利率(%)	14.4	19.4	18.4	18.1	18.0
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.5	1.5	1.3	1.0
利息覆盖率(倍)	8.4	9.3	8.8	8.2	7.2
净权益负债率(%)	47.2	55.4	50.6	64.3	100.5
速动比率(倍)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
估值					
市盈率(倍)	13.3	8.9	8.5	7.7	6.9
核心业务市盈率(倍)	13.3	8.9	8.5	7.7	6.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	17.1	11.5	10.9	9.9	8.9
市净率(倍)	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9
价格/现金流(倍)	(32.9)	14.0	10.0	9.9	9.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	8.1	8.1	8.4	9.9
周转率					
存货周转天数	815.9	935.2	990.2	983.4	983.9
应收帐款周转天数	26.5	27.0	28.4	28.3	28.2
应付帐款周转天数	309.9	338.8	364.8	373.6	379.7
回报率					
股息支付率(%)	17.3	15.4	15.4	15.4	15.4
净资产收益率(%)	14.0	16.8	15.5	14.9	14.7
资产收益率(%)	5.0	5.3	4.7	4.5	4.1
已运用资本收益率(%)	10.9	11.0	10.1	9.5	8.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371