CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

华侨城A 000069.SZ

目标估值：10 元
当前股价：7.51 元
2017 年 04 月 09 日

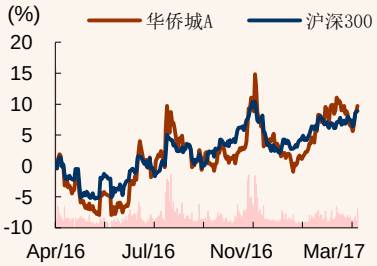
"跨越式发展"成为主题、加快周转强化业绩释放预期

基础数据

上证综指	3287
总股本（万股）	820568
已上市流通股（万股）	612415
总市值（亿元）	616
流通市值（亿元）	460
每股净资产（MRQ）	5.3
ROE（TTM）	15.8
资产负债率	67.1%
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	0	7	8
相对表现	-2	-1	-1



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《华侨城 A（000069）—安全边际与积极变化兼备、重申左侧价值逻辑》2017-03-06

公司资源价值突出，“跨越式发展”成为新年主题，并且加快周转速度强化业绩释放预期，再次强调安全边际与积极变化兼备，目标价 10 元/股。

1）**2016 年盈利快速释放。**公司 2016 年收入及归母净利分别为 355/69 亿元，同比分别增长 10%/48%，盈利增速显著高于收入增速，主要得益于费用率控制、投资收益及营业外增加、少数股东损益占比下降等因素，拟每股派现 0.10 元，分红率 12%；旅游综合及纯地产分别实现收入 160 和 189 亿元。

2）**“跨越式发展”成为新年主题，将打造“旅游综合/地产综合/金融/财务投资”四大业务体系。**公司近几年规模增长并不明显，**新任董事长在年报致辞中提到，将借助并购/跨界重组/重资产变现等方式，实现“跨越式发展”**，值得高度重视。公司积极推进“文化+旅游+城镇化”及“旅游+互联网+金融”战略，并与集团形成协同，将打造四大业务体系，其中，旅游综合以欢乐谷为核心，以新业态选择性布局三四线，并逐步打造系列 IP；金融主要服务于自身业务发展；财务投资主要布局渤海证券、西银租赁、以及远致富海等产业基金。

3）**拿地优势明显且资源价值突出，加快周转速度强化业绩释放预期。**依托商业模式优势，公司积累了大量质优价廉的土地资源，截至 16 年底，旅游综合及房地产土地储备权益建面 902 万平米，房地产业务在建项目未竣工建面 245 万，主要分布在核心一二线城市；集团近年来在深圳等核心城市快速布局大体量综合型项目，市场化开发部分有望与上市公司互动。**“慢周转”一直是公司固有的印象，但变化正在发生，年报提及“将提高周转速度”，依托优质资源储备，“快周转”将显著强化资源变现能力和业绩释放预期。**

4）**安全边际与积极变化兼备，再次强调左侧价值逻辑：**公司资源价值突出，安全边际显著（目前市值较 RNAV 折价 30%+，业绩快速释放后，2017PE 已下降至 7.6X），并且积极变化正在累积（“跨越式发展”、“加快周转”、限制性股票激励将于今年 10 月第一批解锁等），**也是央企改革受益标的。**再次强调公司安全边际与积极变化兼备，重申左侧价值逻辑，维持“强烈推荐-A”的投资评级，**给予“17PE=10X”的目标估值，对应目标价 10 元/股。**

5）**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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	32236	35481	41702	50921	62311
同比增长	5%	10%	18%	22%	22%
营业利润(百万元)	6888	8571	10353	12952	16063
同比增长	-6%	24%	21%	25%	24%
净利润(百万元)	4641	6888	8087	9976	12237
同比增长	-3%	48%	17%	23%	23%
每股收益(元)	0.57	0.84	0.99	1.22	1.49
PE	13.3	8.9	7.6	6.2	5.0
PB	1.6	1.4	1.2	1.0	.9

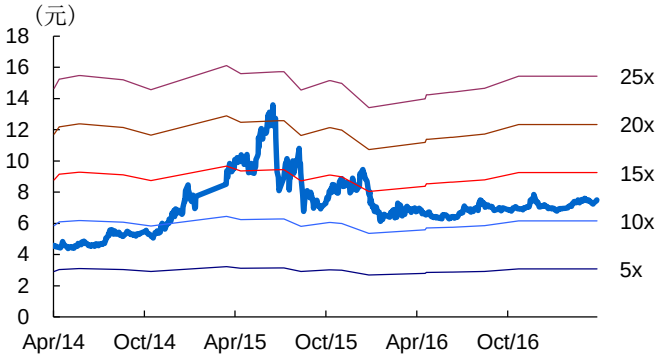
资料来源：公司数据、招商证券

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

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

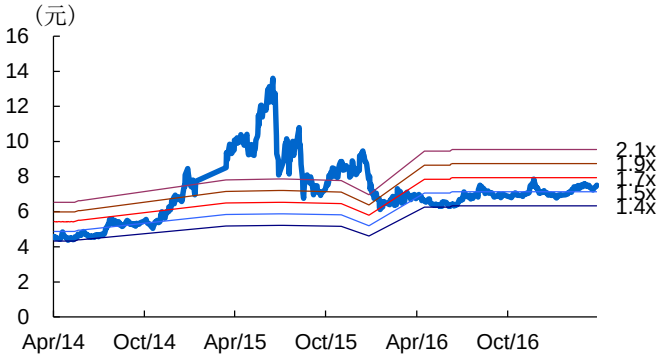
研究助理
黄梓钊
075583295441
huangzizhao@cmschina.com.cn

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. 《华侨城 A（000069）—安全边际与积极变化兼备、重申左侧价值逻辑》2017-03-06
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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
6. 《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
7. 《房地产行业 2017 年度投资策略-这个冬天不太冷》2016-12-06
8. 《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
9. 《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
10. 《存量明珠、高端未来 - 物流地产专题深度研究报告》2016-10-10
11. 《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
12. 《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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	81926	106190	119844	141627	168802
现金	15129	15590	16000	16000	16000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	79	111	131	160	196
应收款项	485	386	396	484	592
其它应收款	1783	2407	2829	3454	4226
存货	51192	67971	77434	93627	113841
其他	13258	19725	23055	27902	33948
非流动资产	33340	40155	38429	36905	35557
长期股权投资	843	5322	5322	5322	5322
固定资产	15015	14604	13454	12434	11529
无形资产	4491	4358	3922	3530	3177
其他	12991	15871	15730	15618	15528
资产总计	**115266**	**146345**	**158273**	**178531**	**204359**
流动负债	43523	71793	75939	86797	101104
短期借款	4338	5756	5632	10290	16856
应付账款	8618	9945	11617	14046	17079
预收账款	6191	15079	17614	21297	25895
其他	24375	41013	41076	41164	41274
长期负债	29567	26436	26436	26436	26436
长期借款	28111	22898	22898	22898	22898
其他	1455	3537	3537	3537	3537
负债合计	**73090**	**98229**	**102375**	**113233**	**127540**
股本	8206	8206	8206	8206	8206
资本公积金	5551	4868	4868	4868	4868
留存收益	24329	30644	37910	46673	57413
少数股东权益	4090	4399	4915	5552	6333
归属于母公司所有者权益	38086	43717	50983	59746	70486
负债及权益合计	**115266**	**146345**	**158273**	**178531**	**204359**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(1872)	4404	2171	(2562)	(4049)
净利润	4641	6888	8087	9976	12237
折旧摊销	1788	1957	2230	2028	1851
财务费用	907	971	968	1083	1271
投资收益	(360)	(623)	(650)	(700)	(750)
营运资金变动	(8881)	(3751)	(8985)	(15607)	(19466)
其它	34	(1039)	521	658	809
投资活动现金流	(4826)	(7430)	150	200	250
资本支出	(1773)	(3130)	(500)	(500)	(500)
其他投资	(3053)	(4300)	650	700	750
筹资活动现金流	7705	3359	(1911)	2362	3799
借款变动	3554	3467	(122)	4658	6566
普通股增加	934	0	0	0	0
资本公积增加	4899	(683)	0	0	0
股利分配	(509)	(574)	(821)	(1213)	(1496)
其他	(1173)	1150	(968)	(1083)	(1271)
现金净增加额	1007	333	410	0	0

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	32236	35481	41702	50921	62311
营业成本	15090	16584	19373	23424	28481
营业税金及附加	6375	6669	7838	9571	11711
营业费用	1212	1249	1469	1793	2194
管理费用	2164	1987	2252	2699	3240
财务费用	795	929	968	1083	1271
资产减值损失	71	115	100	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	360	623	650	700	750
营业利润	6888	8571	10353	12952	16063
营业外收入	482	910	800	800	800
营业外支出	39	24	24	24	24
利润总额	7332	9457	11129	13728	16840
所得税	2088	2146	2526	3116	3822
净利润	5243	7311	8603	10613	13018
少数股东损益	603	423	516	637	781
归属于母公司净利润	4641	6888	8087	9976	12237
EPS（元）	0.57	0.84	0.99	1.22	1.49

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	5%	10%	18%	22%	22%
营业利润	-6%	24%	21%	25%	24%
净利润	-3%	48%	17%	23%	23%
获利能力					
毛利率	53.2%	53.3%	53.5%	54.0%	54.3%
净利率	14.4%	19.4%	19.4%	19.6%	19.6%
ROE	12.2%	15.8%	15.9%	16.7%	17.4%
ROIC	7.2%	8.5%	9.3%	10.0%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	63.4%	67.1%	64.7%	63.4%	62.4%
净负债比率	29.5%	26.5%	24.4%	24.2%	24.4%
流动比率	1.9	1.5	1.6	1.6	1.7
速动比率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	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	63.9	81.5	106.7	115.8	115.9
应付帐款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
每股资料（元）					
每股收益	0.57	0.84	0.99	1.22	1.49
每股经营现金	-0.23	0.54	0.26	-0.31	-0.49
每股净资产	4.64	5.33	6.21	7.28	8.59
每股股利	0.07	0.10	0.15	0.18	0.22
估值比率					
PE	13.3	8.9	7.6	6.2	5.0
PB	1.6	1.4	1.2	1.0	.9
EV/EBITDA	10.4	8.6	7.1	6.0	5.0

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。