

### 强烈推荐-A(维持)

目标估值: 10元 当前股价: 8.23元 2017年04月25日

# 华侨城A 000069.SZ

# 一季度业绩开门红、重申基本面大趋势已确立

公司一季度业绩开门红,进一步强化全年增长预期,重申安全边际与积极变化兼备逻辑,第一阶段给予"17PE=10X"的目标估值,维持目标价10元/股。

- 1) 一季度业绩开门红、进一步强化全年增长预期:公司 1 季度收入和净利分别 增长 12%和 26%,收入增速基本符合预期,但净利增速略超预期(净利率同比+1.6PCT,主要得益于营业税金比例及费用率双降),进一步强化全年业绩增长预期。再次强调:公司净利率自 16Q2 以来同比持续提升,"规模扩张与盈利释放"有望双击,基本面大趋势已确立。
- 2) "跨越式发展"引领规模扩张预期:央企大踏步前进的时代背景下, "跨越 式发展"已成为公司 2017 年主题,将借助"并购/跨界重组/重资产变现"等 方式驱动规模扩张,对央企规模排名也提出了更高的诉求。此外,公司去年 高达 300 亿的拿地支出、集团在深圳等核心城市快速落地大体量综合型项目, 早已昭示按捺不住的"规模冲动"。
- 3) "加快周转"与"剥离非核心资产"提高业绩弹性:依托商业模式优势,公司积累了大量质优价廉的土地资源(此外,收购恒祥基 51%股权也带来大量旧改储备),而"慢周转"一直是制约业绩释放的核心原因;但变化正在发生,公司地产业务周转速度将加快(16 年底可售货量明显增加),"快周转"将显著强化资源变现和业绩释放能力;此外,对泰州华侨城、文旅科技等非核心资产的剥离,也将进一步提高短期业绩弹性。
- 4)强化"文旅属性"提振估值水平:市场一直把华侨城当成地产公司,此前极低的市盈率就是佐证;但变化也在发生,公司在年报中明确提及将打造"主题公园的领跑者、旅游产业的领军者","尽快成立欢乐谷集团,继续选择性布局省会及次中心城市","以休闲游/度假游等新业态开拓三四线城市",公司文旅属性有望得到强化,进而提振估值水平。
- 5) 重申安全边际与积极变化兼备:公司股价上涨后仍具备明显安全边际(目前市值较 RNAV 折价 30%+,2017PE 仅 8X),强调积极变化正在累积(跨越式发展、加快周转、第一批限制性股票激励将于今年10月解锁等),也是央企改革受益标的,维持"强烈推荐-A"的投资评级,我们在7元/股的底部

### 基础数据

上证综指	3135
总股本 (万股)	820568
巴上市流通股(万月	段) 612415
总市值 (亿元)	675
流通市值(亿元)	504
毎股净资产(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



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《华侨城 A (000069)—"跨越式 发展"成为主题、加快周转强化业绩 释放预期》2017-04-10
- 2、《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

#### 刘义

0755-82940790 liuyi5@cmschina.com.cn S1090512050003

### 赵可 博士

0755-82943231 zhaoke@cmschina.com.cn S1090513110001

#### 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	10904	13349	16555
同比增长	-6%	24%	27%	22%	24%
净利润(百万元)	4641	6888	8342	10119	12448
同比增长	-3%	48%	21%	21%	23%
每股收益(元)	0.57	0.84	1.02	1.23	1.52
PE	14.6	9.8	8.1	6.7	5.4
PB	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0

资料来源:公司数据、招商证券



区域给出了"10元/股"的第一阶段目标价("17PE=10X"),伴随"积极变化"逐步被市场认可,不排除提前兑现第一阶段目标价的可能性。

风险提示: 主题公园领域竞争加剧。

### 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

敬请阅读末页的重要说明 Page 2



### 参考报告:

- 1. 《华侨城 A (000069)—"跨越式发展"成为主题、加快周转强化业绩释放预期》 2017-04-10
- 2. 《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
- 3. 《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
- 4. 《融资"闸门"再收窄 低估值及国政仍是首选--周观点&高频追踪报告》2017-02-21
- 5. 《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
- 6. 《加快研究建立长效机制 去库存与防泡沫并举一中央经济工作会议点评》 2016-12-18
- 《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
- 8. 《房地产行业 2017 年度投资策略-这个冬天不太冷》 2016-12-06
- 9. 《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
- 10. 《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
- 11. 《存量明珠、高端未来 物流地产专题深度研究报告》2016-10-10
- 12. 《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
- 13. 《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

敬请阅读末页的重要说明 Page 3



# 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	119984	140187	166974
现金	15129	15590	16140	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	92492	112399
其他	13258	19725	23055	27597	33560
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	158413	177091	202531
流动负债	43523	71793	75807	84972	98686
短期借款	4338	5756	5500	8898	14989
应付账款	8618	9945	11617	13876	16863
预收账款	6191	15079	17614	21039	25568
其他	24375	41013	41076	41158	41266
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	102243	111407	125122
股本	8206	8206	8206	8206	8206
资本公积金	5551	4868	4868	4868	4868
留存收益	24329	30644	38165	47033	57964
少数股东权益	4090	4399	4931	5577	6372
归断级间所都益	38086	43717	51239	60107	71037
负债及权益合计	115266	146345	158413	177091	202531

# 现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(1872)	4404	1891	(1518)	(3683)
净利润	4641	6888	8342	10119	12448
折旧摊销	1788	1957	2230	2028	1851
财务费用	907	971	967	1069	1240
投资收益	(360)	(623)	(1200)	(800)	(850)
营运资金变动	(8881)	(3751)	(8985)	(14600)	(19194)
其它	34	(1039)	537	666	822
投资活动现金流	(4826)	(7430)	700	300	350
资本支出	(1773)	(3130)	(500)	(500)	(500)
其他投资	(3053)	(4300)	1200	800	850
筹资活动现金流	7705	3359	(2041)	1078	3333
借款变动	3554	3467	(254)	3398	6091
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)	(1251)	(1518)
其他	(1173)	1150	(967)	(1069)	(1240)
现金净增加额	1007	333	550	(140)	0

### 资料来源:公司数据、招商证券

# 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	23140	28121
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	967	1069	1240
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	1200	800	850
营业利润	6888	8571	10904	13349	16555
营业外收入	482	910	600	600	600
营业外支出	39	24	24	24	24
利润总额	7332	9457	11480	13926	17131
所得税	2088	2146	2606	3161	3888
净利润	5243	7311	8875	10765	13243
少数股东损益	603	423	532	646	795
归属于母公司净利润	4641	6888	8342	10119	12448
EPS (元)	0.57	0.84	1.02	1.23	1.52

### 主要财务比率

王要财务比率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	5%	10%	18%	22%	22%
营业利润	-6%	24%	27%	22%	24%
净利润	-3%	48%	21%	21%	23%
获利能力					
毛利率	53.2%	53.3%	53.5%	54.6%	54.9%
净利率	14.4%	19.4%	20.0%	19.9%	20.0%
ROE	12.2%	15.8%	16.3%	16.8%	17.5%
ROIC	7.2%	8.5%	9.7%	10.4%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	63.4%	67.1%	64.5%	62.9%	61.8%
净负债比率	29.5%	26.5%	24.3%	23.7%	23.7%
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	0.6
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	1.02	1.23	1.52
每股经营现金	-0.23	0.54	0.23	-0.18	-0.45
每股净资产	4.64	5.33	6.24	7.33	8.66
每股股利	0.07	0.10	0.15	0.18	0.23
估值比率					
PE	14.6	9.8	8.1	6.7	5.4
PB	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.6	8.7	6.9	5.9	5.0



#### 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。

敬请阅读末页的重要说明 Page 5