华侨城A（000069.SZ）

深度参与粤港澳大湾区发展

公司评级	买入
当前价格	9.45 元
前次评级	买入
报告日期	2017-06-19

核心观点：

- **落子前海，发力深圳**

华侨城在2017年上半年继续加大土地投资力度，同时在关键项目拓展方面，取得了令人欣喜的进展。公司在17年4月以45.8亿获得的深圳宝安中心区滨海文化公园（一期）地块，项目位于宝安中心区海澜路以南、新圳河以西、沿江高速以东，占地面积38.14万平方米。本次出让包含4宗建设用地及中央海滨文化公园用地，建设用地面积为10.53万方，规划建筑面积18.56万方，剔除文化及游乐设施用地，商业物业总建面为12.06万方。

- **深度参与粤港澳大湾区长期发展**

滨海文化公园在4月19日举行了奠基仪式，计划投资100亿元，预计于2020年完工并投入使用，随着宝安滨海文化公园二期、三期工程的推进，将进一步完善西部岸线“滨海+休闲+文化”的功能，华侨城从16年开始表现出的积极参与深圳市重大工程的态度和决心，从大空港到滨化文化公园，公司深度参与到粤港澳大湾区的建设中，积极发挥央企的责任和作用。

- **资源丰富，保障集团收入业绩快速增长**

华侨城集团在17年初的集团年会上提出了“跨越式发展”的经营计划，上市公司华侨城A作为集团主要的经营主体，凭借丰富的资源储备，结合当前的期房以及现房项目结构，公司未来2年的业绩增长有较强保障。

- **预计17、18年的业绩分别为1.12和1.43元，维持“买入”评级。**

华侨城目前在手地产项目总储备建筑面积2204万方，未结算面积达到了1608万方，随着上市公司整体周转及开发速度的提升，业绩将加速释放。

- **风险提示**

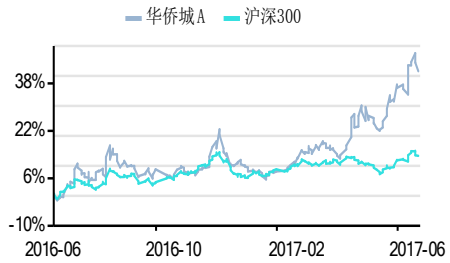
房地产市场进入调控期，深圳市场储备占比过高，流动性折价大。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	32,236	35,481	53,343	70,806	99,050
增长率(%)	4.94%	10.07%	50.34%	32.74%	39.89%
EBITDA(百万元)	9,098	10,813	17,147	21,891	27,279
净利润(百万元)	4,641	6,888	9,206	11,716	14,346
增长率(%)	-2.80%	48.44%	33.64%	27.26%	22.45%
EPS（元/股）	0.57	0.84	1.12	1.43	1.75
市盈率（P/E）	16.71	11.26	8.42	6.62	5.41
市净率（P/B）	2.04	1.77	1.45	1.19	0.97
EV/EBITDA	9.30	7.74	6.58	5.75	4.59

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师： 乐加栋 S0260513090001
021-60750620
lejiadong@gf.com.cn
分析师： 郭 镇 S0260514080003
010-59136622
guoz@gf.com.cn

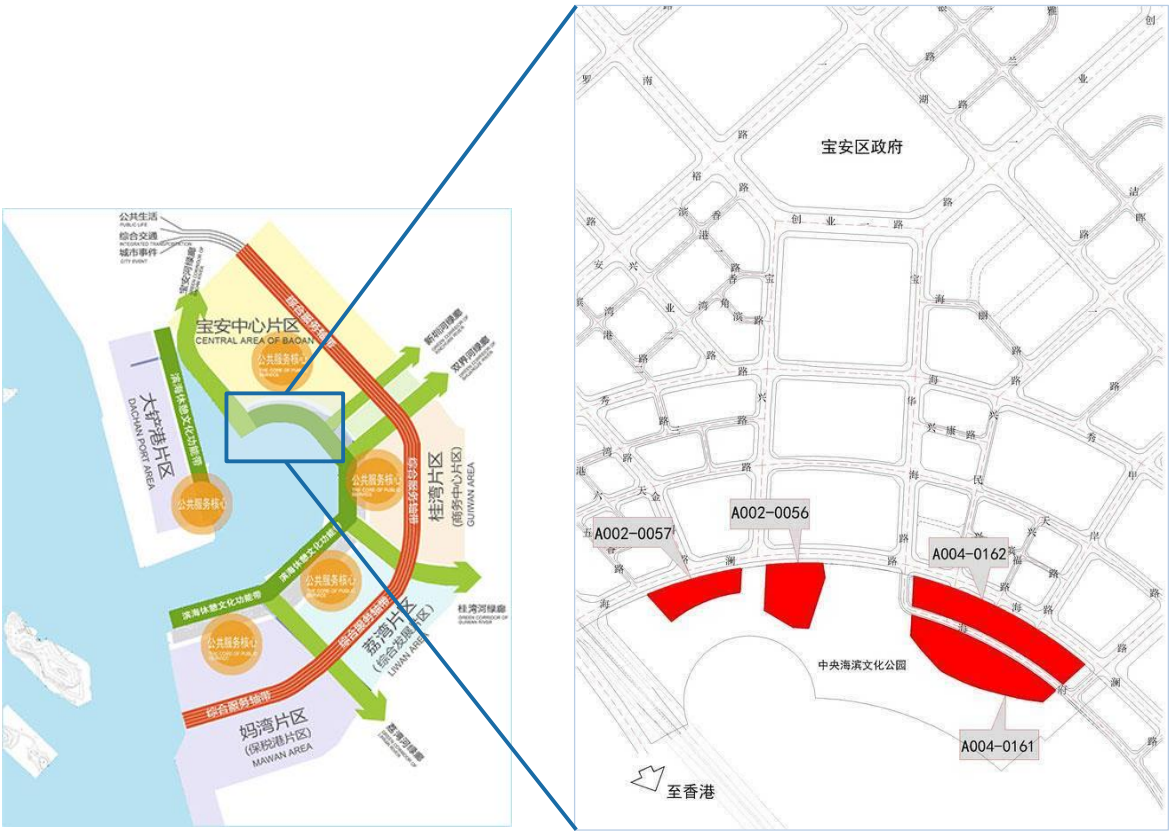
相关研究：

集团战略核心，存量资源加速周转	2017-06-06
文化旅游+城市更新，积极布局新一轮扩张	2016-09-02
华侨城A（000069.sz）：盈利模式转型中	2012-03-19

落子前海，发力深圳

华侨城在2017年上半年继续加大土地投资力度，同时在关键项目拓展方面，取得了令人欣喜的进展。公司在17年4月以45.8亿获得的深圳宝安中心区滨海文化公园（一期）地块，项目位于宝安中心区海澜路以南、新圳河以西、沿江高速以东，占地面积38.14万平方米。本次出让包含4宗建设用地及中央海滨文化公园用地，建设用地面积为10.53万方，规划建筑面积18.56万方，剔除文化及游乐设施用地，商业物业总建面为12.06万方。

图1：深圳宝安中心区滨海文化公园项目区位情况



数据来源：前海自贸区官网，深圳市资源和土地规划委员会，广发证券发展研究中心

表 1：深圳宝安中心区滨海文化公园项目区建设用地具体规划

编号	位置	土地性质	土地面积（万方）	容积率	建筑面积（万方）	年限
A002-0056	宝安中心区	文化设施用地	2.07	0.97	2.00	40
A002-0057	宝安中心区	游乐设施用地	1.51	1.00	1.51	40
A004-0161	宝安中心区	游乐设施用地	3.51	0.85	2.99	40
A004-0162	宝安中心区	商业服务业设施用地	3.45	3.50	12.06	40
合计			**10.53**		**18.56**	

数据来源：深圳市资源和土地规划委员会，广发证券发展研究中心

深圳宝安中心区滨海文化公园（一期）通过招标的方式进行出让，华侨城A曾经在16年12月份参与过该地块的第一次招标，但最终由于报价低于招标底价而流标。此次招标提高了商业用地的配套建设面积，在同万科、招商、鸿荣源其他3家企业的竞争当中，华侨城最终以91.46高分中标。

根据目前的项目规划，A002-0056、A002-0057、A004-0161宗地由中标人自持经营，不得转让；A004-0162宗地用地中酒店部分10年内不得转让，10年后可整体转让；商业部分1万平方米5年内不得转让，5年后可分割转让，其余0.5万平方米可分割转让；商业性办公部分可分割转让，大部分项目还是以持有为主。

图2：宝安中心区滨海文化公园区域规划

数据来源：前海自贸区网站，广发证券发展研究中心

图3：宝安中心区滨海文化公园项目规划

数据来源：前海自贸区网站，广发证券发展研究中心

滨海文化公园在4月19日举行了奠基仪式，计划投资100亿元，预计于2020年完工并投入使用。项目将借鉴国际知名项目的成功经验，规划布置中央海滨文化公园、演艺中心、商务办公区、大型游乐设施、休闲商业区等功能，打造集滨海休闲、文化旅游、艺术体验、商业办公、精品酒店等复合功能为一体的“国际化滨海城市新坐标、世界级滨海湾区旅游地、新型全域旅游示范区”。

未来，随着宝安滨海文化公园二期、三期工程的推进，将进一步完善西部岸线“滨海+休闲+文化”的功能，为广大市民群众提供一个近水亲水、休闲旅游、享受文化盛宴的绝佳去处，与西部45公里黄金海岸线上的“互联网+”未来科技城、深圳宝安国际机场、深中通道、两中心一馆等重大项目交相辉映。

表 2：华侨城 A 深圳区域在开发项目情况

子公司	项目名称	权益比例	区域	产品类型	土地（万方）	容积率	总面积（万方）	未结算（万方）	取得时间	状态
	纯水岸	100%	深圳	住宅			12.9	0.5		现房
	深圳香山美墅花园	100%	深圳	住宅	9.2	2.2	20.0	4.9		现房
	深圳新天鹅堡	100%	深圳	住宅	2.9	5.5	16.0	16.0		期房
	燕晗山苑	100%	深圳	住宅	0.6	7.7	4.8	1.1		现房
	深圳香山里	100%	深圳	住宅	3.1	4.8	14.9	2.9		现房

	其他项目	100%	深圳	住宅				64.3		
	龙华新区民治办事处	100%	深圳	商业	1.6	10.0	16.0	16.0	2017 年	
恒祥基	宝亭锦园（四海云亭）	51%	深圳	商住	2.1	6.5	13.3	13.3	2015 年	期房
	水门逸欣园（四海锦园）	51%	深圳	住宅、写字楼	1.5	3.8	5.8	0.6	2015 年	现房
酒店置业	华富项目	100%	深圳	公寓	4.8	4.1	19.3	0.0		现房
招商华侨城	招华曦城	50%	深圳	别墅			37.5	0.3		现房
	招华曦城商业	50%	深圳	商业			3.5	0.5		现房
	红山 6979	50%	深圳	商业、公寓	11.0	1.6	17.6	17.6	2014 年	期房
	会展中心	50%	深圳	会展、综合	52.8	2.9	154.2	77.2	2016 年	期房
东部华侨城	东部华侨城天麓	100%	深圳盐田	别墅、独栋			19.6	6.0		现房
	滨海文化公园（一期	100%	深圳宝安	综合	10.5	1.8	18.6	18.6	2017 年	

数据来源：广发证券发展研究中心

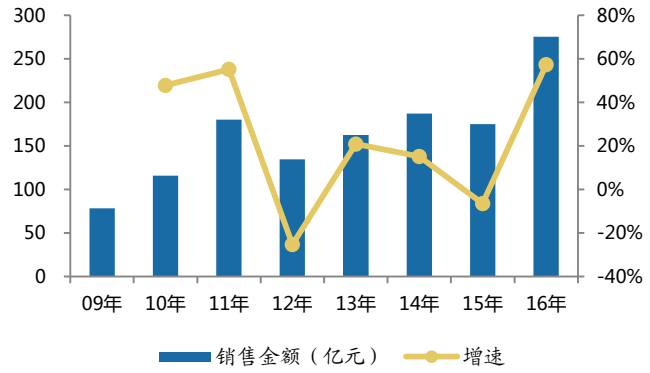
滨海文化公园一期项目的意义不止在于投资与汇报之间的利益计算，更重要的是华侨城集团从16年开始表现出的积极参与深圳市重大工程的态度和决心，从大空港到滨化文化公园，公司深度参与到深圳市以及粤港澳大湾区的建设中，积极发挥央企的政治责任和社会责任。

除了滨海文化公园项目外，公司17年还在龙华新区民治办事处A811-0322地块，纯商业用地总可售面积16万方，楼面地价37317元/平米，进一步丰富了华侨城上市公司和集团在深圳区域的储备规模。

资源丰富，保障集团收入业绩快速增长

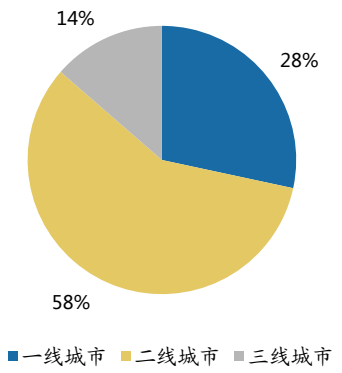
华侨城A的核心业务是房地产开发，借助独特的开发模式，公司在核心城市大量获取优质的土地资源，深耕开发，树立品牌形象。从开发策略来看，由于资源相对集中，公司更倾向于大盘资源型企业，充分受益于整体房价的上涨以及城市规模的扩张。

图4：华侨城销售金额及增速（亿元）



数据来源：克尔瑞，公司年报，广发证券发展研究中心

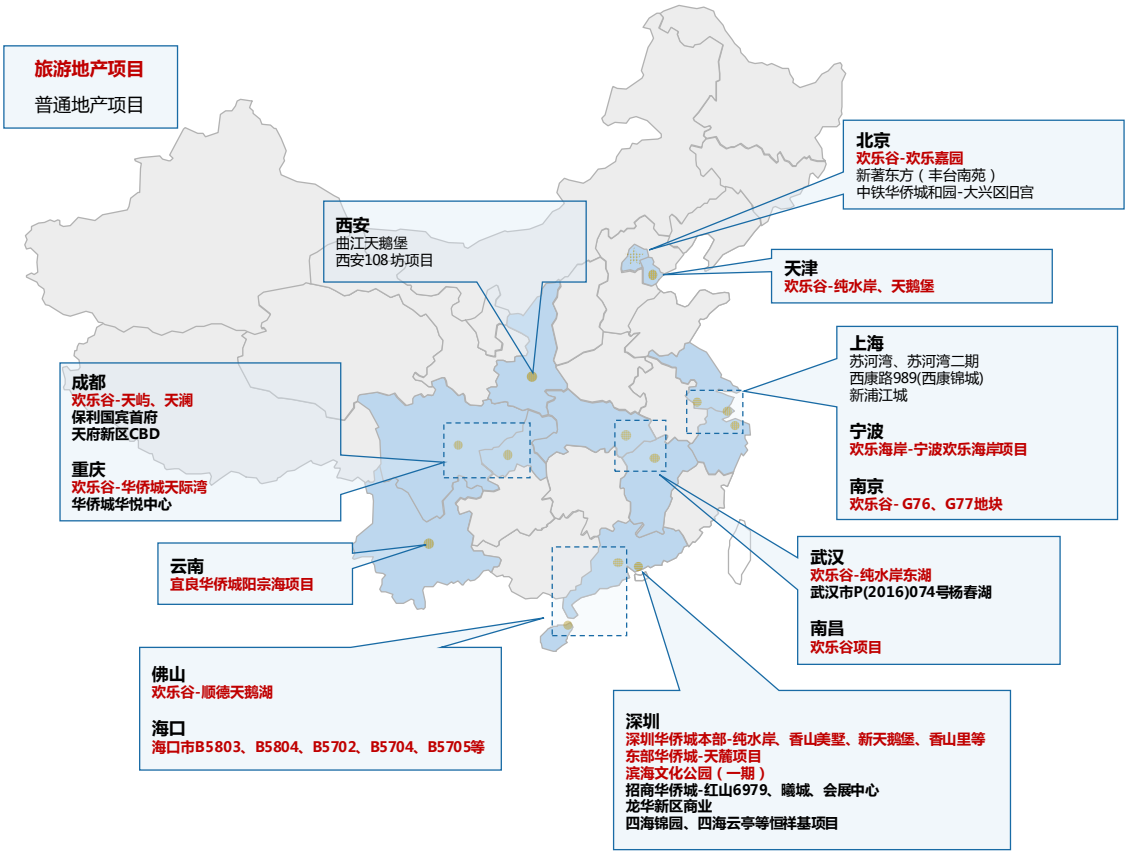
图5：华侨城未结算项目各线城市分布



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2016年，公司房地产签约销售规模达到275亿元，百强房企排名62位，布局进入了14个城市，其中3个一线城市，9个二线城市和2个三线城市。截止到17年6月，公司参与开发的项目合计规划建筑面积为1977万方，而未结算建筑面积为1371万方，权益未结算面积为1031万方，权益货值3792亿。从公司的资源储备规模和年度销售规模来看，整体开发节奏较慢，过去几年销售规模维持在150亿左右的水平，若整体开发效率提升，未来的销售和业绩增长都有强大的资源保障。

图6：华侨城房地产开发业务全国布局情况



数据来源：公司公告及各地国土局网站，广发证券发展研究中心

在华侨城集团2017年度工作会议上，集团计划在17年将营业收入提升至800亿，增速达到49.3%，利润额从95.2亿元提升至120亿元，同比增长26.1%。从过去几年集团的收入和利润结构比例来看，华侨城A平均贡献占比分别达到了61%和93%，在集团的发展提速的诉求下，华侨城A需要成为利润增长核心，从2016年公司在销售和拿地端的积极表现可以看出，运营开发节奏在都有显著提升。

目前拥有较多的现房项目以及预售的期房项目对于公司17年和未来几年的业绩增长能够提供极强的支撑，预计17年公司可售现房贡献收入规模为285亿元和期房项目结算规模为193亿元，实际地产贡献收入规模为478亿元，再加上景区及其他业务，合计收入规模为534亿元。

表 3：华侨城 A 未来几年收入预计及利润测算（亿）

指标		14 年	15 年	16 年	17 年 E	18 年 E	19 年 E
旅游综合收入	景区运营	152	123	160	50	52	53
	旅游地产项目				109	153	229
房地产收入	普通地产项目	149	192	189	370	498	703
	现房项目				285	262	154
	期房项目				193	389	777
其他收入		9	10	8	5	6	6

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

华侨城目前在手地产项目总储备建筑面积2204万方，未结算面积达到了1608万方，权益未结算面积1173万方，而权益货值将近4000亿。其中现房占比较高，且主要布局在深圳、上海等一线城市，对于收入的支撑较强。预计17、18年的业绩分别为1.12和1.43元，维持“买入”评级。

风险提示

房地产市场进入调控期，深圳市场储备占比过高，流动性折价大。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	**81,926**	**106,190**	**147,113**	**194,180**	**226,438**
货币资金	15,129	15,590	19,250	24,500	31,675
应收及预付	15,605	20,727	24,900	26,112	25,386
存货	51,192	67,971	101,061	141,667	167,476
其他流动资产	0	1,902	1,902	1,902	1,902
非流动资产	**33,340**	**40,155**	**44,517**	**49,028**	**53,619**
长期股权投资	843	5,322	6,334	7,442	8,661
固定资产	15,015	14,604	15,334	16,254	17,230
在建工程	1,833	3,142	5,895	8,556	11,147
无形资产	5,280	5,239	5,239	5,239	5,239
其他长期资产	10,369	11,848	11,716	11,537	11,344
资产总计	**115,266**	**146,345**	**191,630**	**243,208**	**280,057**
流动负债	**43,523**	**71,793**	**94,915**	**119,795**	**133,149**
短期借款	4,338	5,756	11,254	14,540	12,451
应付及预收	37,610	55,939	76,792	95,382	107,244
其他流动负债	1,575	10,098	6,870	9,873	13,454
非流动负债	**29,567**	**26,436**	**36,681**	**48,915**	**54,523**
长期借款	28,111	22,898	32,910	44,847	50,069
应付债券	1,000	3,490	3,490	3,490	3,490
其他非流动负债	455	48	281	579	964
负债合计	**73,090**	**98,229**	**131,596**	**168,711**	**187,671**
股本	8,206	8,206	8,206	8,206	8,206
资本公积	5,823	5,560	7,401	9,744	12,613
留存收益	24,329	30,644	38,008	47,380	58,857
归属母公司股东权	38,086	43,717	53,614	65,330	79,676
少数股东权益	4,090	4,399	6,420	9,168	12,710
负债和股东权益	**115,266**	**146,345**	**191,630**	**243,208**	**280,057**

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**32,236**	**35,481**	**53,343**	**70,806**	**99,050**
营业成本	15,090	16,584	17,525	27,307	45,572
营业税金及附加	6,375	6,669	15,717	17,255	19,209
销售费用	1,212	1,249	1,782	2,291	3,421
管理费用	2,164	1,987	2,846	3,737	5,243
财务费用	795	929	1,221	1,671	2,502
资产减值损失	71	115	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	360	623	639	633	633
营业利润	**6,888**	**8,571**	**14,890**	**19,178**	**23,735**
营业外收入	482	910	0	0	0
营业外支出	39	24	0	0	0
利润总额	**7,332**	**9,457**	**14,890**	**19,178**	**23,735**
所得税	2,088	2,146	3,664	4,715	5,847
净利润	**5,243**	**7,311**	**11,226**	**14,464**	**17,888**
少数股东损益	603	423	2,021	2,748	3,542
归属母公司净利润	**4,641**	**6,888**	**9,206**	**11,716**	**14,346**
EBITDA	9,098	10,813	17,147	21,891	27,279
EPS（元）	0.57	0.84	1.12	1.43	1.75

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	**-1,872**	**4,404**	**-3,099**	**-4,717**	**9,710**
净利润	5,243	7,311	11,226	14,464	17,888
折旧摊销	1,704	1,822	1,675	1,675	1,675
营运资金变动	-10,600	-3,535	-16,410	-23,227	-13,221
其它	1,781	-1,194	409	2,372	3,369
投资活动现金流	**-4,826**	**-7,430**	**-2,472**	**-4,215**	**-4,310**
资本支出	-1,773	-3,130	-2,093	-3,744	-3,738
投资变动	**-3,263**	**-2,145**	**-379**	**-471**	**-572**
其他	211	-2,155	0	0	0
筹资活动现金流	**7,705**	**3,359**	**9,231**	**14,182**	**1,774**
银行借款	19,475	32,534	28,134	36,350	31,128
债券融资	-15,268	-26,412	-15,854	-18,123	-24,413
股权融资	6,124	238	0	0	0
其他	-2,625	-3,000	-3,049	-4,045	-4,940
现金净增加额	**985**	**363**	**3,660**	**5,250**	**7,175**
期初现金余额	**14,018**	**15,003**	**15,366**	**19,026**	**24,276**
期末现金余额	**15,003**	**15,366**	**19,026**	**24,276**	**31,451**

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	4.9%	10.1%	50.3%	32.7%	39.9%
营业利润增长	-6.3%	24.4%	73.7%	28.8%	23.8%
归属母公司净利润增长	-2.8%	48.4%	33.6%	27.3%	22.5%
获利能力（%）					
毛利率	53.2%	53.3%	67.1%	61.4%	54.0%
净利率	16.3%	20.6%	21.0%	20.4%	18.1%
ROE	12.2%	15.8%	17.2%	17.9%	18.0%
ROIC	8.6%	10.0%	13.1%	13.2%	14.6%
偿债能力					
资产负债率(%)	63.4%	67.1%	68.7%	69.4%	67.0%
净负债比率	47.2%	55.4%	58.8%	64.8%	51.7%
流动比率	1.88	1.48	1.55	1.62	1.70
速动比率	0.40	0.28	0.26	0.25	0.28
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.27	0.32	0.33	0.38
应收账款周转率	63.88	81.49	121.00	125.13	136.37
存货周转率	0.31	0.28	0.21	0.23	0.29
每股指标（元）					
每股收益	0.57	0.84	1.12	1.43	1.75
每股经营现金流	-0.23	0.54	-0.38	-0.57	1.18
每股净资产	4.64	5.33	6.53	7.96	9.71
估值比率					
P/E	16.7	11.3	8.4	6.6	5.4
P/B	2.0	1.8	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	9.3	7.7	6.6	5.7	4.6

广发房地产行业研究小组

乐加栋: 首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
郭 镇: 分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013 年加入广发证券发展研究中心。
金 山: 分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
李 飞: 研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。