

华侨城 A (000069.SZ)

主业稳定提升，关注下半年销售

核心观点：

● 各业务稳定运营，结算毛利同比提升

2017 年上半年，公司实现营业总收入 137.9 亿元，同比增长 20.3%，归母净利润 17.3 亿元，同比增长 9.5%，每股收益 0.21 元。房地产结算收入同比增长 31.85% 是导致收入规模提升的主要原因，而收入规模增速低于营业利润增速主要有两方面原因，其一，公司财务费用规模大幅上升，其二，投资收益规模由于 16 年同期臻园项目结算的高基数有所下降。

● 销售有所增长，回款小幅提升

销售方面，公司上半年实现经营性现金流入共 265 亿元，同比增长 35.5%，其中地产销售以及旅游园区运营收到现金共 187.2 亿元，同比增长 14.4%，刨除当期可以发生现金流入的旅游园区服务，地产销售金额约为 160 亿元。关注公司 16 年新增项目的推盘节奏以及销售进度。

● 项目投资力度提升，负债水平有所提高

上半年公司土地拿地金额约 200 亿，获取土地规划建筑面积约 150 万方。进入了深圳前海区域，补充了天津、佛山、重庆的土地储备，同时进入了海南市场。16 年以来公司较大规模的土地投资，导致杠杆水平有所上升，净负债率与 16 年底相比上升 40 个百分点，与行业平均水平基本持平。

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

上半年公司主营业务结算收入稳步提升，考虑到集团全年的业绩承诺目标，下半年还需要进一步加强现房销售力度。

● 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）	15.70	10.58	7.92	6.22	5.08
市净率（P/B）	1.91	1.67	1.36	1.12	0.91
EV/EBITDA	9.30	7.74	6.31	5.53	4.42

数据来源：公司财务报表，EPS 按照最新股本摊薄，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

8.88 元

前次评级

买入

报告日期

2017-08-28

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：

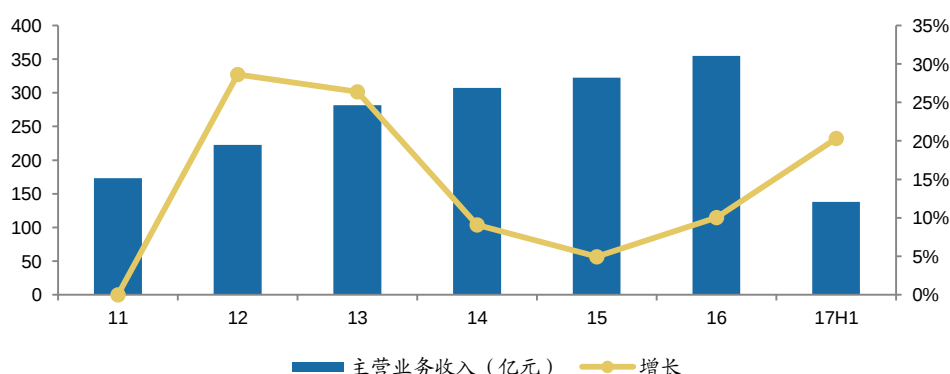
深度参与粤港澳大湾区发展	2017-06-19
集团战略核心，存量资源加速	2017-06-06
周转	
文化旅游+城市更新，积极布局新一轮扩张	2016-09-02

各业务稳定运营，结算毛利同比提升

2017年上半年，公司实现营业总收入137.9亿元，同比增长20.3%，实现营业利润25.9亿元，同比增长12.6%，实现归属于上市公司股东的净利润17.3亿元，同比增长9.5%，每股收益0.21元。

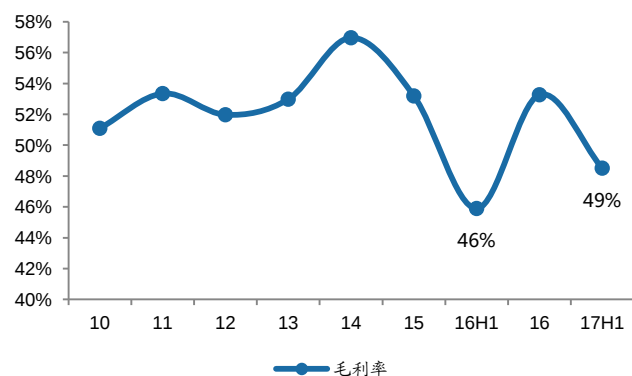
公司主营业务收入规模增加，旅游综合收入以及地产开发结算收入均有所提升，其中房地产结算收入同比增长31.85%是导致收入规模提升的主要原因。其中旅游综合门票收入约占20亿左右，旅游地产业务贡献约45亿，地产业务合计结算规模在115亿左右。主营业务收入规模增速低于营业利润增速主要有两方面原因，其一，公司财务费用规模大幅上升，17年上半年公司短期借款增加217亿元；其二，投资收益规模与去年同期相比下降67.7%，16年北京臻园项目结算为公司带来了大量的联营企业确认收益，17年同期下降幅度较大。

图1：华侨城主营业务收入规模（亿元）及增速



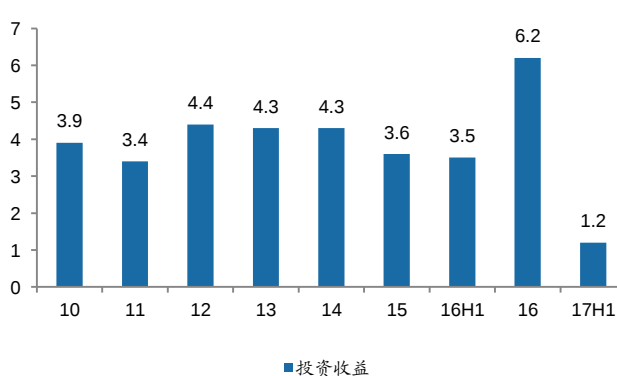
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：华侨城毛利率水平变化



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图3：华侨城投资净收益规模（亿元）



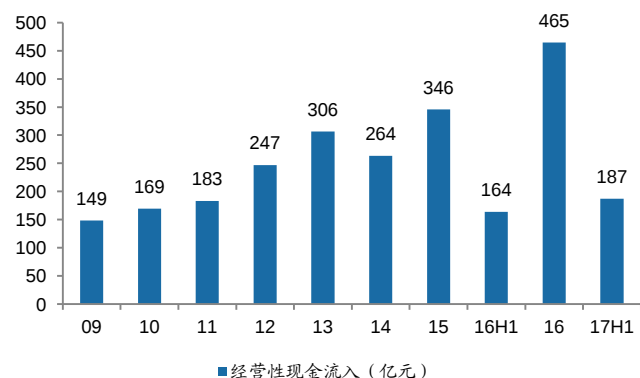
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

毛利率方面，上半年公司整体结算毛利率水平为48.5%，与去年同期相比上升2.6

个百分比，其中地产结算项目毛利率上涨5.49个百分点是主要原因。公司半年度毛利率水平低于全年主要是由于高毛利的地产项目上半年占比低于全年水平，按照目前毛利率走势判断，17年将高于16年同期水平。

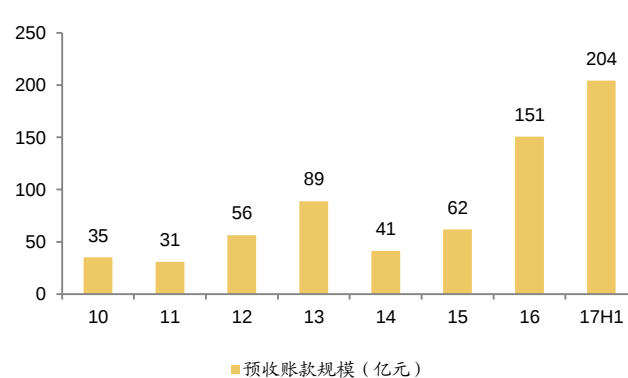
销售方面，公司上半年实现经营性现金流入共265亿元，同比增长35.5%，其中地产销售以及旅游园区运营收到现金共187.2亿元，同比增长14.4%，刨除当期可以发生现金流入的旅游园区服务，地产销售金额约为160亿元。公司上半年销售项目包括武汉华侨城、深圳新天鹅堡二期以及部分上海的现房项目，下半年南京、南昌等新增项目的入市，还将提升公司期房销售表现。

图4：华侨城经营性现金流入规模（亿元）



数据来源：公司定期公告，广发证券发展研究中心

图5：华侨城预收账款规模（亿元）及增速



数据来源：公司定期公告，广发证券发展研究中心

截止到17年中期，公司预收账款规模为204亿元，与去年年底相比上涨53亿元，15年以来公司预收账款规模持续提升，表明公司在整体销售策略上已经发生调整，加快了在手项目的开发节奏。

项目投资力度提升，负债水平有所提高

公司通过市场竞拍、公开招标、股权收购等多种方式，成功获取了深圳龙华民治项目、宝安中心区滨海文化公园（一期）项目、顺德大良项目、天津西青区项目等一批优质资源，夯实了土地储备，扩大了市场布局。上半年公司土地拿地金额约200亿，获取土地规划建筑面积约150万方。同时，公司按照“文化+旅游+城镇化”发展模式，在深圳、北京、天津、南京、杭州、成都、重庆、武汉、郑州、济南、合肥等地，积极进行项目接洽，目前有多个项目在推进之中。

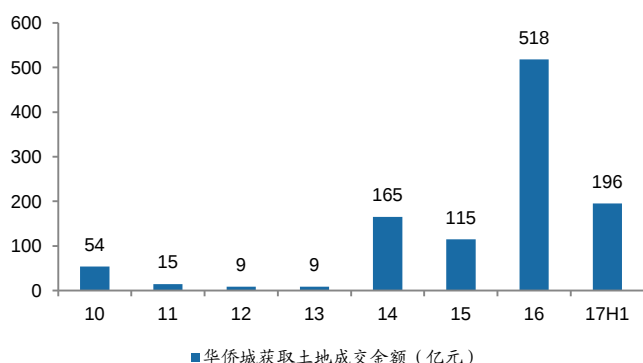
表 1：华侨城 17 年上半年土地获取情况

项目	城市	区域	时间	权益	土地面积	建筑面积	拿地金额
					万方	万方	亿元
西青区中北镇星光路以东地块	天津市	西青区	2017/6/23	100%	19.8	33.6	50.3
两江新区礼嘉组团 b 标准分区	重庆市	渝北区	2017/6/6	100%	16.5	24.7	8.3

佛山市顺德区大良街道逢沙大道	佛山市	顺德区	2017/6/1	100%	5.8	17.3	19.1
天府新区正兴街道凉风顶村集体,	成都市	双流区	2017/4/26	100%	7.7	30.8	3.4
西海岸南片区地块	海口市	秀英区	2017/4/20	100%	18.0	45.1	12.3
宝安中心区海澜路地块	深圳市	宝安区	2017/4/7	100%	4.4	8.8	2.8
龙华新区民治办事处地块	深圳市	宝安区	2017/2/15	100%	3.0	9.0	2.5

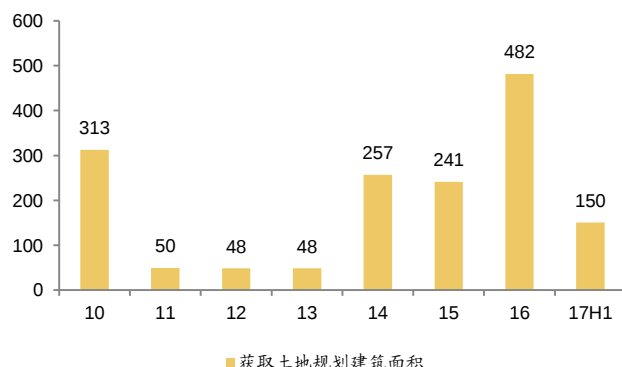
数据来源: wind, 公司公告, 广发证券发展研究中心

图6: 华侨城A拿地金额统计



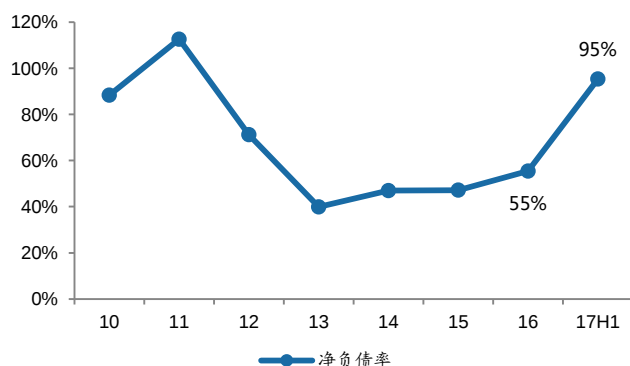
数据来源: 中国指数研究院, 广发证券发展研究中心

图7: 华侨城A拿地规模 (万方) 统计



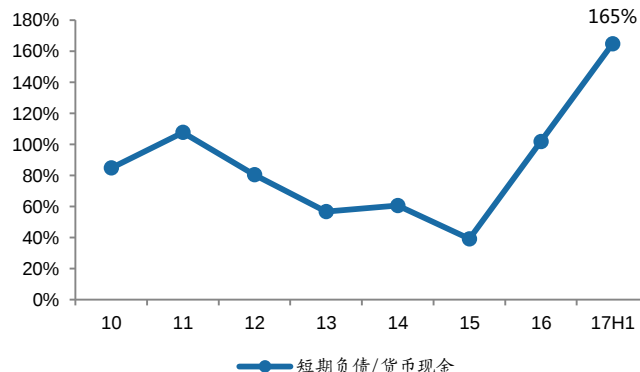
数据来源: 中国指数研究院, 广发证券发展研究中心

图8: 华侨城净负债率变化



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图9: 华侨城短期偿债压力



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

杠杆结构方面, 16年以来公司加大了土地投资的力度, 从上半年负债结构的变化来看, 短期债务增加幅度较大, 这也提升了公司当期的财务费用水平, 截止到17年中期, 公司净负债率为95%, 同16年底相比上升40个百分点, 与A股地产企业平均净负债率水平相当。短期债务方面, 偿债压力大幅提升, 短债以及一年内到期长期负债合计规模288亿, 高于账面货币现金水平, 考虑到公司目前整体销售规模有所上升, 且现房项目储备质量极高, 预计不会出现债务风险。

盈利预测与投资评级

上半年公司主营业务结算收入稳步提升，考虑到集团全年的业绩承诺目标，下半年还需要进一步加强现房销售力度。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。预计17、18年的业绩分别为1.12和1.43元，PE倍数为7.92x、6.22x，低于行业平均水平，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
归属母公司股东权益	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	1,000	2,490	0	0	0
股权融资	6,124	238	0	0	0
其他	-18,894	-31,902	-18,903	-22,169	-29,353
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	15.7	10.6	7.9	6.2	5.1
P/B	1.9	1.7	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	9.3	7.7	6.3	5.5	4.4

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 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。