

华侨城 A (000069)

报告日期: 2019 年 11 月 30 日

跟投出台, 资源周转再提速

——华侨城跟投点评报告

✍️ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002 联系人: 陈立
☎️ : 021-80105911
✉️ : chenli@stocke.com.cn

华侨城发布公告称, 为推动项目快速落地实施, 促进科学决策, 强化项目现金流管理, 实现管理团队激励与项目中长期运营结果的绑定, 从而推动华侨城整体战略目标实现, 特制定项目跟投管理办法。该办法于 2019 年 11 月 25 日经公司第七届董事会第十九次临时会议审议通过。

投资要点

□ 跟投管理办法出台, 实施跟投项目范围扩大

公司审议通过项目跟投管理办法, 原则上所有项目必须实施跟投, 在公司近两年拿地推盘提速明显, 跟投机制出台再度强化公司周转提速策略。

公司跟投机制的修订显示出公司加速周转的战略意图, 跟投管理办法的推出有利于将项目公司层面核心员工的利益与公司利益绑定, 在公司周转提速进入快速成长期时, 共同分享企业的成长, 同时能够进一步的帮助公司提升房地产项目的推盘及周转。

□ 拿地扩张维持高位, 低成本拓储优势明显

公司 2019 年拿地维持高位, 低成本拿地优势持续凸显。根据 Wind 中国土地大全数据库, 前 11 月公司合计拿地项目 50 个, 拿地面积 784.29 万方, 拿地总价 492.5 亿, 平均楼面价 6280 元每平方米, 拿地均价上升主要由一二线城市拿地占比上升, 推升整体拿地均价。除福州、南京、武汉少量项目外, 主要新增土地为底价成交, 低成本逆周期拓储优势显著。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2019 年至 2021 年实现营业收入 579.87 亿、702.26 亿、825.31 亿, 同比分别增长 20.45%、21.11%、17.52%; 2019 年至 2021 年实现归属母公司净利润 128.87 亿、150.39 亿及 179.88 亿, 同比分别增长 21.48%、16.89%及 19.61%。

目前公司相对重估净资产折价约 60%, 在 2014 年至今的房地产小周期中, 公司股价平均在对重估净资产折价 15%水平交易。当前股本下, 预计 2019 年至 2021 年 EPS 为 1.57、1.83、2.19, 目前股价对应 PE 为 4.46 倍、3.81 倍、3.19 申万房地产指数在 PE8.9 倍交易, 鉴于公司优质的资产储备, 维持“买入”评级。

风险提示: 1. 房地产调控政策超预期收紧;

财务摘要

| (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入 | 48,142 | 57,987 | 70,226 | 82,531 |
| (+/-) | 13.70% | 20.45% | 21.11% | 17.52% |
| 净利润 | 10,591 | 12,866 | 15,039 | 17,988 |
| (+/-) | 22.53% | 21.48% | 16.89% | 19.61% |
| 每股收益(元) | 1.29 | 1.57 | 1.83 | 2.19 |
| P/E | 5.41 | 4.46 | 3.81 | 3.19 |

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥6.89

单季度业绩

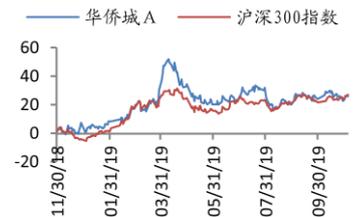
元/股

4Q/2018 0.67

3Q/2018 0.38

2Q/2018 0.15

1Q/2018 0.13



相关报告

- 1 《20190425 周转提速预收高增长, 零溢价拿地土储低成本扩张——华侨城 Q1 点评》2019.04.26
- 2 《20190404 业绩稳健增长, 规模扩张提速——华侨城 2018 年报点评》2019.04.08
- 3 《20190314 当强资源与快周转双击——华侨城 A 深度报告》2019.03.22

报告撰写人: 张海涛

数据支持人: 陈立

正文目录

| | |
|------------------------------|---|
| 1. 跟投管理办法出台，实施跟投项目范围扩大 | 3 |
| 2. 拿地扩张维持高位，低成本拓储优势明显 | 3 |
| 3. 投资建议 | 4 |

图表目录

| | |
|--------------------------|---|
| 图 1: 公司拿地总价及数量 | 3 |
| 图 2: 公司拿地面积及平均楼面价 | 3 |
| 表 1: 公司新跟投管理办法主要内容 | 3 |
| 表附录: 三大报表预测值 | 5 |

1. 跟投管理办法出台，实施跟投项目范围扩大

公司审议通过项目跟投管理办法，原则上所有项目必须实施跟投，在公司近两年拿地推盘提速明显，跟投机制出台再度强化公司周转提速策略。具体修订内容包括：1. 扩大跟投项目范围；2. 变更跟投项目最高权力机构；3. 调整跟项目投资资金上限；4. 强制跟投人员与不可跟投人员范围调整；5. 跟投本金及返还时间细则调整；6. 跟投收益考核标准变更为净利润；7. 增加风险保障机制。

公司跟投机制的修订显示出公司加速周转的战略意图，跟投管理办法的推出有利于将项目公司层面核心员工的利益与公司利益绑定，在公司周转提速进入快速成长期时，共同分享企业的成长，同时能够进一步的帮助公司提升房地产项目的推盘及周转。

表 1：公司新跟投管理办法主要内容

| 内容 | 详情 |
|--------------|--|
| 一、跟投项目范围 | 跟投办法适用项目范围扩宽，原则上所有投资项目原则上所有投资项目必须实施跟投 |
| 二、跟投管理机制 | 项目跟投工作最高权力机构由公司党委会变更为公司董事会 |
| 三、跟投额度 | 跟投资金上限调整由预计投资峰值的 10% 降至 5%，每个项目跟投资金最低不得低于 200 万 |
| 四、跟投人员 | 项目公司层面，必须跟投人员范围扩大至二级单位，自愿跟投范围同样扩大至二级单位员工，不可跟投人员增加持有型物业运营单位人员 |
| 五、跟投本金的进入及返还 | 跟投本金进入时间变更为项目土地成本缴纳超过 50% 时点，本金返还时间为项目经营资金峰值开始回落，在保证资金存量富余的前提下逐渐返还 |
| 六、跟投收益分配 | 收益分配考核标准由 IRR 更改为项目净利润 |
| 七、风险保障 | 新增风险保障条件，在项目亏损时，以跟投人员每年奖励年薪的 10% 作为项目跟投的风险担保金 |

资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

2. 拿地扩张维持高位，低成本拓储优势明显

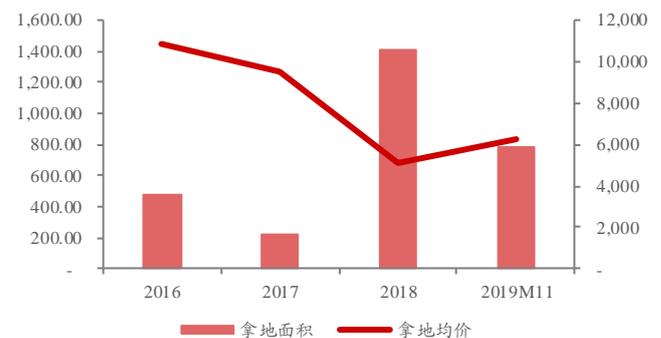
公司 2019 年拿地维持高位，低成本拿地优势持续凸显。根据 Wind 中国土地大全数据库，前 11 月公司合计拿地项目 50 个，拿地面积 784.29 万方，拿地总价 492.5 亿，平均楼面价 6280 元每平方米，拿地均价上升主要由一二线城市拿地占比上升，推升整体拿地均价。除福州、南京、武汉少量项目外，主要新增土地为底价成交，低成本逆周期拓储优势显著。

图 1：公司拿地总价及数量



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 2：公司拿地面积及平均楼面价



资料来源：Wind、浙商证券研究所

3. 投资建议

预计公司 2019 年至 2021 年实现营业收入 579.87 亿、702.26 亿、825.31 亿，同比分别增长 20.45%、21.11%、17.52%；2019 年至 2021 年实现归属母公司净利润 128.87 亿、150.39 亿及 179.88 亿，同比分别增长 21.48%、16.89% 及 19.61%。

目前公司相对重估净资产折价约 60%，在 2014 年至今的房地产小周期中，公司股价平均在对重估净资产折价 15% 水平交易。当前股本下，预计 2019 年至 2021 年 EPS 为 1.57、1.83、2.19，目前股价对应 PE 为 4.46 倍、3.81 倍、3.19 申万房地产指数在 PE8.9 倍交易，鉴于公司优质的资产储备，维持“买入”评级。

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 234,323 | 270,671 | 337,647 | 410,388 |
| 现金 | 27,228 | 35,824 | 62,407 | 101,575 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - |
| 应收账款 | 399 | 478 | 492 | 473 |
| 其它应收款 | 30,779 | 18,740 | 28,672 | 37,711 |
| 预付账款 | 10,670 | 19,962 | 21,070 | 23,303 |
| 存货 | 160,225 | 192,270 | 221,110 | 243,221 |
| 其他 | 5,022 | 3,397 | 3,896 | 4,105 |
| 非流动资产 | 59,844 | 54,782 | 57,847 | 58,462 |
| 金额资产类 | 1,185 | 1,485 | 1,529 | 1,400 |
| 长期投资 | 11,062 | 9,588 | 10,079 | 9,915 |
| 固定资产 | 14,553 | 14,187 | 13,760 | 13,442 |
| 无形资产 | 7,583 | 8,775 | 9,951 | 11,120 |
| 在建工程 | 3,140 | 2,860 | 2,404 | 2,346 |
| 其他 | 22,321 | 17,887 | 20,123 | 20,238 |
| 资产总计 | 294,167 | 325,453 | 395,494 | 468,850 |
| 流动负债 | 144,999 | 152,806 | 192,648 | 234,660 |
| 短期借款 | 13,131 | 10,548 | 12,146 | 11,942 |
| 应付款项 | 14,206 | 15,462 | 18,498 | 22,338 |
| 预收账款 | 42,284 | 57,987 | 77,249 | 99,037 |
| 其他 | 75,378 | 68,808 | 84,756 | 101,343 |
| 非流动负债 | 72,006 | 83,402 | 99,201 | 113,000 |
| 长期借款 | 59,411 | 69,844 | 85,492 | 99,087 |
| 其他 | 12,595 | 13,559 | 13,709 | 13,913 |
| 负债合计 | 217,005 | 236,209 | 291,850 | 347,660 |
| 少数股东权益 | 18,039 | 18,896 | 19,898 | 21,096 |
| 归属母公司股东权益 | 59,123 | 70,348 | 83,747 | 100,093 |
| 负债和股东权益 | 294,167 | 325,453 | 395,494 | 468,850 |
| 现金流量表 | | | | |
| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营活动现金流 | (9,984) | 838 | 14,146 | 27,888 |
| 净利润 | 11,296 | 13,723 | 16,040 | 19,186 |
| 折旧摊销 | 1,979 | 1,241 | 1,284 | 1,334 |
| 财务费用 | 2,065 | 2,464 | 2,688 | 3,045 |
| 投资损失 | (2,346) | (3,573) | (2,959) | (3,266) |
| 营运资金变动 | 21,434 | 15,795 | 27,653 | 29,543 |
| 其它 | (44,413) | (28,813) | (30,561) | (21,954) |
| 投资活动现金流 | (16,828) | 4,435 | 354 | 1,268 |
| 资本支出 | (1,503) | (282) | (76) | (620) |
| 长期投资 | (4,939) | 2,410 | (943) | 153 |
| 其他 | (10,386) | 2,307 | 1,373 | 1,735 |
| 筹资活动现金流 | 23,371 | 3,322 | 12,083 | 10,012 |
| 短期借款 | 373 | (2,583) | 1,597 | (204) |
| 长期借款 | 14,704 | 10,433 | 15,648 | 13,595 |
| 其他 | 8,294 | (4,528) | (5,163) | (3,379) |
| 现金净增加额 | (3,441) | 8,596 | 26,583 | 39,168 |

| 利润表 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 48,142 | 57,987 | 70,226 | 82,531 |
| 营业成本 | 19,089 | 24,530 | 28,990 | 33,297 |
| 营业税金及附加 | 10,161 | 11,345 | 13,920 | 16,642 |
| 营业费用 | 1,718 | 2,030 | 2,454 | 2,907 |
| 管理费用 | 2,402 | 3,065 | 3,638 | 4,252 |
| 研发费用 | - | - | - | - |
| 财务费用 | 2,065 | 2,464 | 2,688 | 3,045 |
| 资产减值损失 | 174 | 100 | 100 | 100 |
| 公允价值变动损益 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 2,346 | 3,573 | 2,959 | 3,266 |
| 其他经营收益 | 167 | 62 | 82 | 104 |
| 营业利润 | 15,049 | 18,086 | 21,477 | 25,659 |
| 营业外收支 | 344 | 344 | 344 | 344 |
| 利润总额 | 15,393 | 18,430 | 21,821 | 26,003 |
| 所得税 | 4,097 | 4,708 | 5,781 | 6,817 |
| 净利润 | 11,296 | 13,723 | 16,040 | 19,186 |
| 少数股东损益 | 705 | 857 | 1,002 | 1,198 |
| 归属母公司净利润 | 10,591 | 12,866 | 15,039 | 17,988 |
| EBITDA | 21,137 | 24,038 | 28,005 | 32,920 |
| EPS (最新摊薄) | 1.29 | 1.57 | 1.83 | 2.19 |
| 主要财务比率 | | | | |
| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 13.70% | 20.45% | 21.11% | 17.52% |
| 营业利润增长率 | 23.30% | 20.18% | 18.75% | 19.47% |
| 归属于母公司净利润 | 22.53% | 21.48% | 16.89% | 19.61% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 60.35% | 57.70% | 58.72% | 59.66% |
| 净利率 | 23.46% | 23.67% | 22.84% | 23.25% |
| ROE | ROE | 14.85% | 15.46% | 15.59% |
| ROIC | 10.02% | 10.75% | 10.47% | 10.67% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 73.77% | 72.58% | 73.79% | 74.15% |
| 净负债比率 | 37.39% | 37.07% | 35.57% | 34.04% |
| 流动比率 | 1.62 | 1.77 | 1.75 | 1.75 |
| 速动比率 | 0.51 | 0.51 | 0.60 | 0.71 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.19 | 0.19 | 0.19 | 0.19 |
| 应收账款周转率 | 115.90 | 151.83 | 152.21 | 150.14 |
| 应付账款周转率 | 1.50 | 1.67 | 1.72 | 1.64 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 1.29 | 1.57 | 1.83 | 2.19 |
| 每股经营现金流 (最) | -1.22 | 0.10 | 1.72 | 3.40 |
| 每股净资产 (最新摊) | 7.21 | 8.58 | 10.21 | 12.20 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 5.41 | 4.46 | 3.81 | 3.19 |
| P/B | 0.97 | 0.82 | 0.68 | 0.57 |
| EV/EBITDA | 5.87 | 5.33 | 4.24 | 2.89 |

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>