

缔造文旅新模式，砥砺前行谋发展

华侨城 A (000069)

►资源获取模式独特，土地布局日益完善

公司践行“文化+旅游+城镇化”的发展路径，依托“文旅+住宅”的拿地模式，多渠道协同发展，兑现城镇化项目的资源价值。截至2019年三季度，公司的土地储备面积为2378.7万平方米，约为2018年销售面积的11.5倍，可售项目资源充沛。公司立足中高端房地产市场，坚持布局核心城市的方针，全国化布局日益完善。

►开创文旅新模式，塑造行业高标杆

公司文旅业务采用“旅游+”为载体的协同发展模式，并创造性地提出“文化+旅游+城镇化”的战略，聚焦主题公园为核心的旅游业务，积极推进产品创新，加大IP导入及培育力度，通过旅游业务促进区域城镇化，实现城镇化的提升，并进一步反哺公司的文旅业务。

►业绩保持稳增，财务状况良好

2019年1-9月，公司实现营收298.6亿元，同比增长21.6%；归母净利润60亿元，同比增长17.8%，多年保持稳定增长。截至2019年三季度末，公司的销售毛利率达62.59%，得益于“文旅+地产”模式带来的低成本拿地红利，公司盈利水平逐年向上，并在行业中保持领先。

盈利预测与投资建议

华侨城 A 业绩稳增，“文旅+地产”模式成效显著，土储丰富，财务稳健，融资优势凸显，我们维持公司19-21年EPS分别为1.58/1.93/2.31元，对应PE分别为4.4/3.6/3.0倍，当前公司估值处于历史底部，近三年最高、最低、中位数PE分别为11.9/4.8/7.1倍，因此，将公司评级由“增持”上调至“买入”，给予目标价9.18元/股。

风险提示

房地产政策收紧，销售不及预期，文旅收入不及预期。

盈利预测与估值

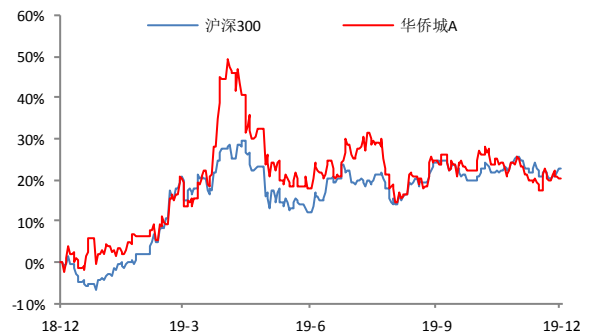
财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	42341	48142	59985	74142	91417
YoY (%)	19.33%	13.70%	24.60%	23.60%	23.30%
归母净利润(百万元)	8643	10589	12928	15824	18981
YoY (%)	25.47%	22.52%	22.09%	22.40%	19.94%
毛利率 (%)	50.25%	60.35%	61.10%	60.90%	60.80%
每股收益(元)	1.05	1.29	1.58	1.93	2.31
ROE	16.61%	17.91%	18.76%	19.84%	20.36%
市盈率	6.6	5.4	4.4	3.6	3.0

资料来源: Wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级: 买入
上次评级: 增持
目标价格: 9.18
最新收盘价: 6.92

股票代码: 000069
52周最高价/最低价: 8.99/5.87
总市值(亿): 567.61
自由流通市值(亿): 485.56
自由流通股数(百万): 7,016.79



分析师: 于子沛
邮箱: youzp@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100005
联系电话:

相关研究

1. 积极扩张稳增长，融资优势铸发展

2019.10.28

正文目录

1. 文旅城镇化产业领跑者	5
2. 央企背景，股权集中	5
3. 房地产业务：资源获取模式独特，土地布局日益完善	6
3.1. “文旅+地产”协同拿地，项目成本优势突出	6
3.2. 优质资源充沛，布局日益完善	9
3.3. 销售稳健增长，全国布局深化	11
4. 文旅业务：开创文旅新模式，塑造行业高标杆	12
4.1. 行业空间广阔，未来值得期待	12
4.2. 优质生活创想家，开创文旅新模式	13
4.3. 文化产业布局：类型多样，品牌优质	15
4.4. 主题公园：树立品牌新高度，争做行业排头兵	16
4.5. 酒店业务：板块平稳运营，综合竞争优势突出	17
5. 业绩持续稳增，财务状况良好	18
5.1. 利润稳定增长，盈利能力突出	18
5.2. 财务杠杆率可控，低成本融资优势显著	21
5.3. 加速资金回笼，保障现金流优化	22
6. 盈利预测与投资建议	23
7. 风险提示	23

图表目录

图 1	公司发展历程	5
图 2	公司股权架构（截至 2019 年三季度）	6
图 3	公司资源获取模式	7
图 4	2015 年各房企房地产业务毛利率对比（%）	7
图 5	2016 年各房企房地产业务毛利率对比（%）	7
图 6	2017 年各房企房地产业务毛利率对比（%）	8
图 7	2018 年各房企房地产业务毛利率对比（%）	8
图 8	武汉华侨城总平面图	8
图 9	武汉东湖项目业态	8
图 10	武汉杨春湖项目平面图	9
图 11	武汉青山项目平面图	9
图 12	襄阳奇幻度假村平面图	9
图 13	南昌象湖平面图	9
图 14	公司历年土地储备及增速	10
图 15	公司历年新增土地储备及增速	10
图 16	2019Q3 新增土储区域分布	10
图 17	2019Q3 新增土储能级分布	10
图 18	2019Q3 总土储区域分布	11
图 19	2019Q3 总土储能级分布	11
图 20	公司历年销售面积及增速	11
图 21	公司全国布局版图	11
图 22	2018 年公司销售区域分布	12
图 23	2018 年公司销售能级分布	12
图 24	历年国内旅游总人数及增速	13
图 25	历年国内旅游总收入及增速	13
图 26	公司文旅产业的发展战略及模式	14
图 27	公司历年文旅收入及增速	15
图 28	公司历年参观人次及增速	15
图 29	公司文旅产业景区类型及代表项目	15
图 30	深圳欢乐谷	16
图 31	北京欢乐谷	16
图 32	武汉欢乐谷	17
图 33	上海欢乐谷	17
图 34	深圳欢乐海岸	17
图 35	顺德欢乐海岸	17
图 36	威尼斯酒店	18
图 37	华侨城洲际大酒店	18
图 38	公司历年营业收入及增速	18
图 39	公司历年归母净利润及增速	18
图 40	公司历年预收账款及增速	19
图 41	可比房企收入覆盖倍数	19
图 42	公司历年销售毛利率及销售净利率	19
图 43	公司历年净资产收益率	19
图 44	可比房企销售毛利率	20
图 45	可比房企销售净利率	20
图 46	可比房企净资产收益率（摊薄）	20
图 47	公司历年销售管理费用率	21
图 48	可比房企的剔除预收账款后的负债率	22
图 49	可比房企的净负债率	22
图 50	可比房企现金短债比	22
图 51	公司历年销售回款及增速	23
图 52	公司历年经营性现金净额及增速	23

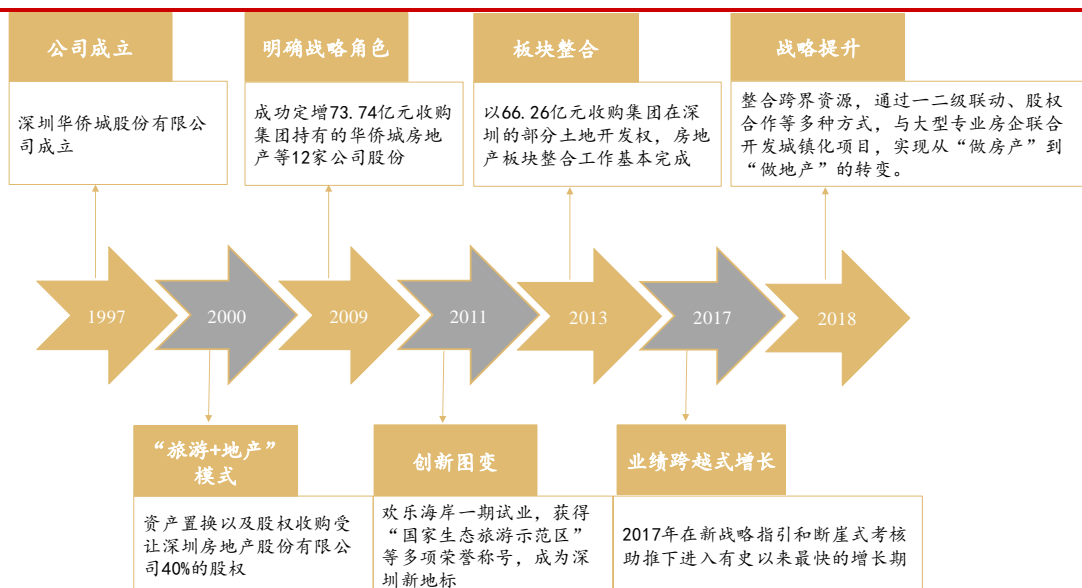
1. 文旅城镇化产业领跑者

深圳华侨城股份有限公司成立于 1997 年，是大型央企华侨城集团旗下文旅及地产板块的上市公司。公司以文化旅游、房地产为主营业务，致力于成为主题公园领导者、旅游产业领军者和城镇化价值实现者。公司文旅业务业态上以主题公园、文化主题酒店、旅行社、旅游综合体为核心，自成立以来相继开发建设了锦绣中华民俗村、世界之窗、欢乐谷等大批文化旅游景区，并于 2011 年建设都市娱乐商业模式的欢乐海岸，使其成为公司新的盈利增长点。公司房地产业务秉承“优质生活创想家”的品牌定位和“在花园中建城市”的开发理念，坚持贯彻集团提出的“文化+旅游+城镇化”的创新发展模式。历经二十余年高质量发展，华侨城不断提升以文旅和房地产为主的核心竞争力，连续蝉联“全球主题公园集团四强”。

背靠央企，成就蝶变：1997 年 9 月 10 日，华侨城在深圳证券交易所上市。2000 年，通过资产置换以及股权收购受让深圳房地产股份有限公司 40% 的股权，公司“旅游+地产”的模式初现。2009 年，公司购买华侨城集团持有的 12 家公司股份，战略定位为华侨城集团的价值实现者。

创新进取，积极扩张：2013 年，公司收购华侨城集团在深圳南山区的土地开发权，房地产板块整合工作基本完成。2018 年以来，公司的房地产业务继续深耕深圳，加快在粤港澳大湾区的拓展，并进一步推进在京津冀、长三角、中西部的布局，同时进驻襄阳、扬州、郑州等地，形成了以文化旅游产业为特色和依托，各业务板块相互融合协同发展的整体。

图 1 公司发展历程



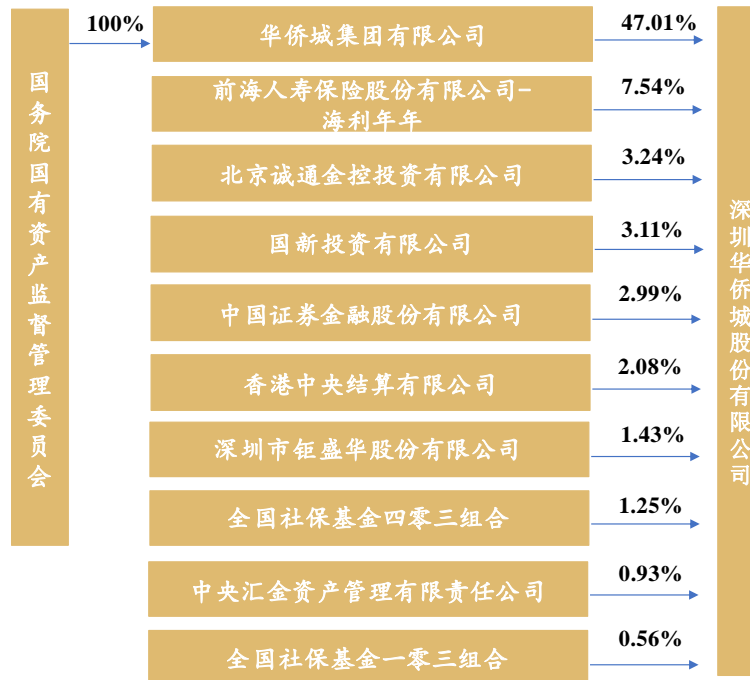
资料来源：公司官网，华西证券研究所

2. 央企背景，股权集中

公司控股股东为华侨城集团，是由国务院国资委全资控股的大型央企。根据 2019 年三季度报告，华侨城集团持有华侨城 A 的比例达 47.01%。

公司第二大股东为前海人寿保险股份有限公司-海利年年，持股比例达 7.54%，且与持股 1.43%的深圳市钜盛华股份有限公司为一致行动人，第三大股东为北京诚通金控投资有限公司，占股 3.24%。前十大股东合计持股 70.14%，多数股东为国有法人，股权结构清晰稳定，机构持股相对集中。

图 2 公司股权架构（截至 2019 年三季度）



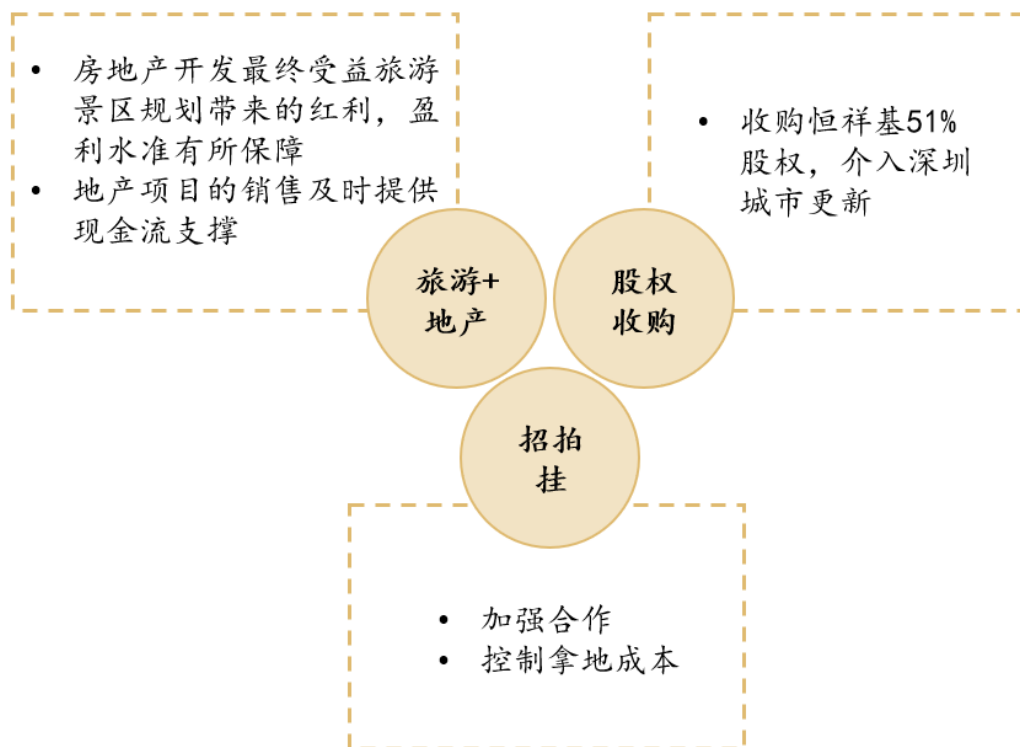
资料来源：Wind，华西证券研究所

3. 房地产业务：资源获取模式独特，土地布局日益完善

3.1. “文旅+地产”协同拿地，项目成本优势突出

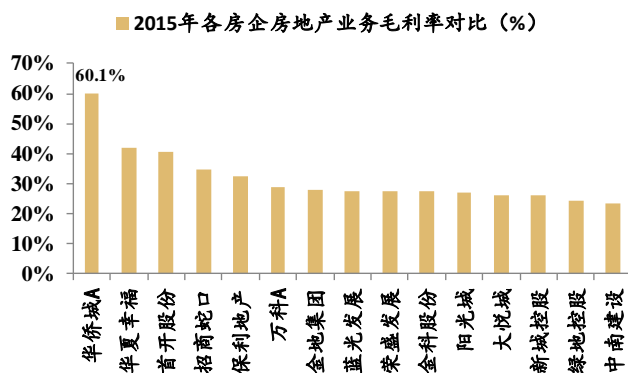
公司在发展模式上开拓创新，践行“文化+旅游+城镇化”的发展路径和模式，通过内部多渠道业务协同发展，承接集团城镇化项目中的房地产及优质旅游资源，兑现城镇化项目中的资源价值。公司房地产开发业务主要依托“文旅+住宅”的模式获取资源，并兼顾招拍挂及收并购，利用自身文旅品牌的竞争力，以较低的土地成本储备优质土地，结合文旅资源优化居住环境，实现土地价值的提升。2015 年以来公司的销售毛利率均显著高于行业可比房企平均水平，足以证明“文旅+地产”发展模式的显著成效。

图3 公司资源获取模式



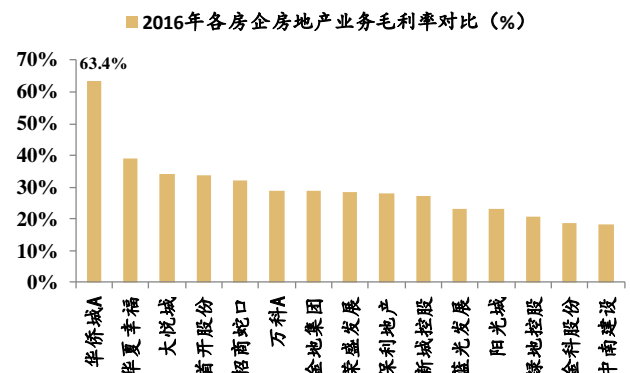
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 2015年各房企房地产业务毛利率对比 (%)



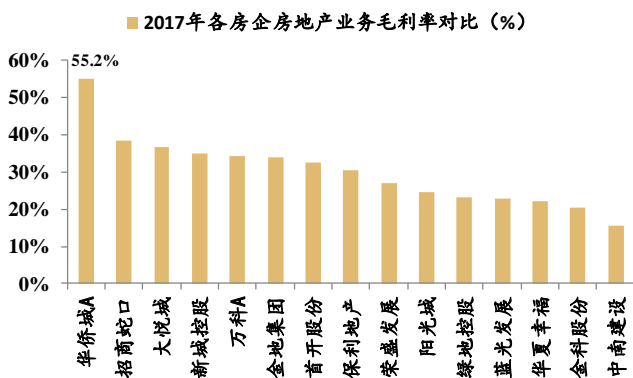
资料来源：Wind，克而瑞，华西证券研究所

图5 2016年各房企房地产业务毛利率对比 (%)



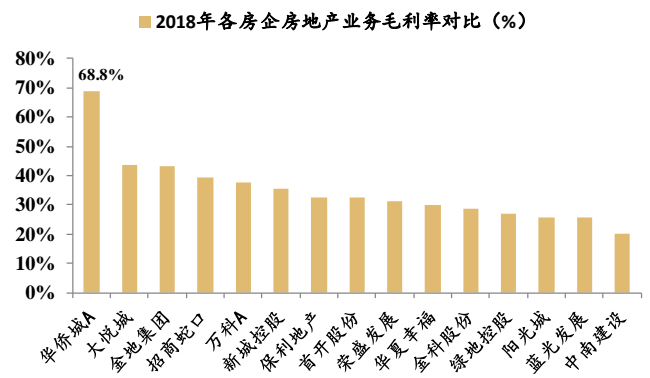
资料来源：Wind，克而瑞，华西证券研究所

图6 2017年各房企房地产业务毛利率对比 (%)



资料来源: Wind, 克而瑞, 华西证券研究所

图7 2018年各房企房地产业务毛利率对比 (%)



资料来源: Wind, 克而瑞, 华西证券研究所

以华侨城中部事业部布局的武汉东湖项目为例, 该项目于2009年12月落地, 执行“文旅+地产”双轮驱动模式, 依托东湖自然生态资源, 注入公司核心文旅IP, 打造“六大文化公园、三大文化中心、一个主题酒店、两个生态社区、一个国际文化湾区”, 区域由城中村滩涂蜕变为城市标杆。武汉东湖华侨城板块的住宅价格自2011年至今复合增长率达18.7%, 增速远高于当地其他板块的涨幅。同时, 该项目的价值逻辑、产业模式及发展理念均有较强的可复制性, 在城市升级的大背景下, 将原本发展滞后、面貌老旧的区域进行精品产业化重塑, 使其成为文旅开发的样板工程。此外, 华侨城中部事业部落地了武汉杨春湖项目、武汉青山项目、襄阳奇幻度假区及南昌象湖项目等重大项目, 其他四大区域事业部也在一线城市、重点二三线城市积极布局大型综合项目, 公司凭借“文旅+地产”模式的发展路径将更值得期待。

图8 武汉华侨城总平面图



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图9 武汉东湖项目业态



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 10 武汉杨春湖项目平面图



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 武汉青山项目平面图



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 襄阳奇幻度假村平面图



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 13 南昌象湖平面图

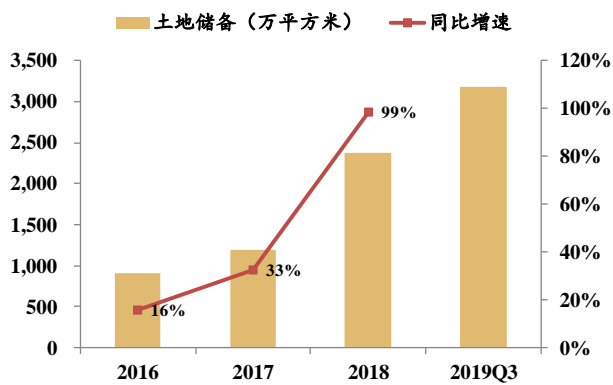


资料来源：Wind，华西证券研究所

3.2. 优质资源充沛，布局日益完善

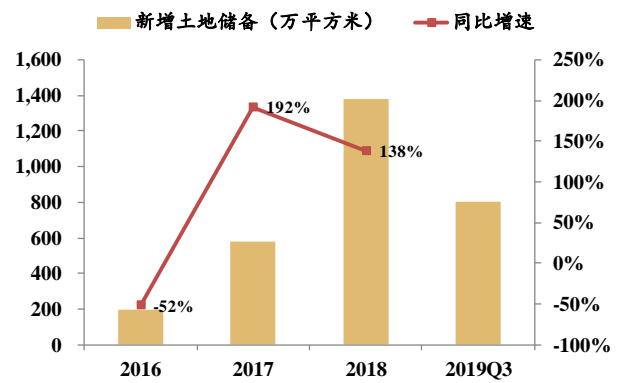
2019 年前三季度，公司新增 29 个项目，权益建筑面积新增 767 万平方米，未开工建筑面积近 1700 万平方米。截至 2019 年三季度，公司的土地储备面积为 2378.7 万平方米，约为 18 年销售面积的 11.5 倍，可售项目资源较为丰富，能充分保证未来数年的推盘，优厚的土储也为销售规模的持续扩张提供保障。

图 14 公司历年土地储备及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 公司历年新增土地储备及增速

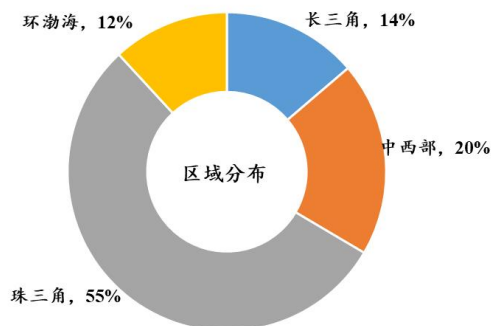


资料来源: Wind, 华西证券研究所

从区域分布来看, 在 2017-2018 年, 公司新增土储主要以中西部为主, 土储占比 60% 以上。但 2019 年公司紧抓粤港澳大湾区发展的战略机遇和深圳建设先行示范区的战略部署, 在深圳、潮州、茂名、汕尾等城市落地多个新项目, 提升资源质量, 优化土储组合, 新增土储占比从 2018 年的 10% 直线上升至 55%。此外, 公司对长三角和环渤海地区的拓展也维持在稳定的水平, 长三角地区新增土储占比 14%, 环渤海地区占比 12%。公司继续坚持布局都市圈核心城市的方针, 全国化布局日益完善。

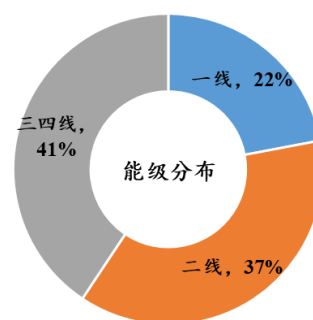
从能级分布来看, 公司深耕一二线城市, 同时不断挖掘三四线城市潜在机会, 在三四线城市新增土储土储占比提升较大, 从 2018 年的 25% 提升到 2019 年第三季度的 41%。通常三四线城市的周转速度快于一二线, 且一二线城市的政策具有相对较大的不确定性, 所以公司动态调整一二线和三四线城市的拿地比重, 在追求高效的同时兼备相对的稳定性, 保障将来的快速发展。

图 16 2019Q3 新增土储区域分布



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 2019Q3 新增土储能级分布

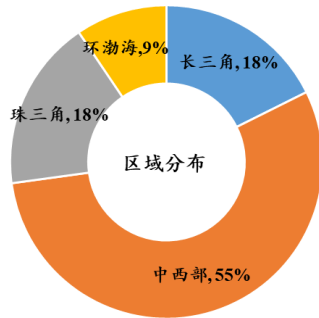


资料来源: Wind, 华西证券研究所

总土储方面, 截至 2019 年三季度末, 从区域分布来看, 公司总土储主要分布在中西部, 占比达 55%, 长三角和珠三角地区各占 18%, 环渤海地区占比 9%。从能级分布来看, 公司在一二线城市总土地储备建筑面积占比达 73%, 坚持核心城市布局的战

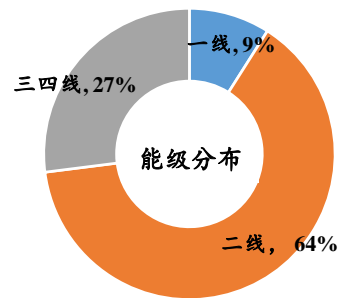
略。华侨城立足中高端房地产市场，核心都市圈的一二线城市土储优质丰富，为未来高品质、差异化的销售需求奠定良好的基础。

图 18 2019Q3 总土储区域分布



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 19 2019Q3 总土储能级分布

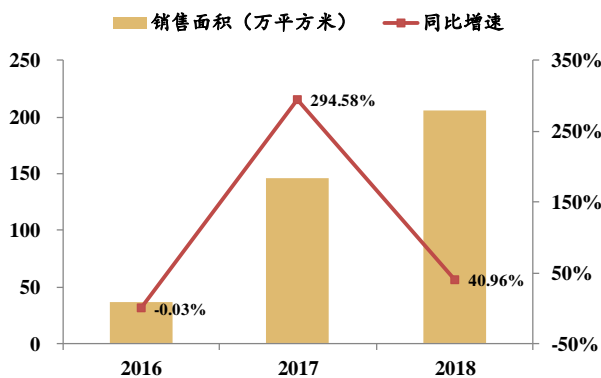


资料来源：Wind，华西证券研究所

3.3. 销售稳健增长，全国布局深化

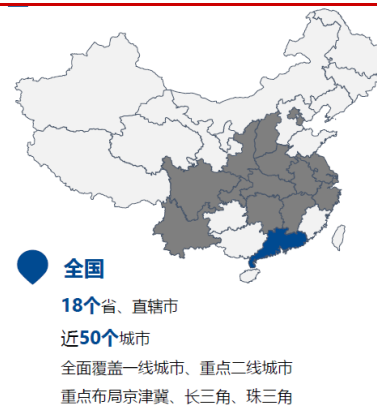
2018 年公司销售面积为 206.2 万平方米，同比增长 41%，近两年均保持高增。公司一方面加大对全国范围内尚未进入重点区域和中心城市的战略布局，取得了突破性进展，另一方面，紧抓粤港澳大湾区发展的战略机遇，全力推进大湾区布局。此外，公司持续加强对长三角、京津冀和中部地区等经济发达区域的拓展。当前，公司已在全国近 50 个城市布局，在拓展资源版图的同时大大增厚了资源储备，为销售规模的持续补充后劲。

图 20 公司历年销售面积及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 21 公司全国布局版图



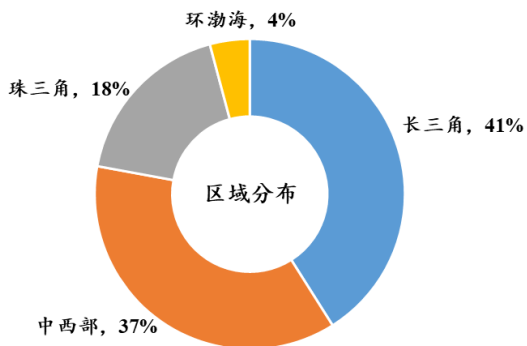
资料来源：Wind，华西证券研究所

从销售区域分布来看，公司在长三角、中西部、珠三角及环渤海区域的销售面积占比分别为 41%、37%、18%和 4%。从销售能级分布来看，公司在一线城市的销售面积占比为 22%，二线城市占比为 71%，其中，公司在本部深圳的销售面积达 23.14 万平方米，占比达 11.22%，南京、上海和成都的销售面积占比分别为 16.7%、11.0%和 3.52%。公司积极配合国家新型城镇化、长江经济带、粤港澳大湾区、京津冀协同发展

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

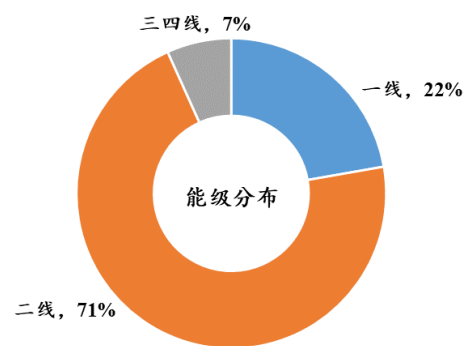
展等重要战略规划，聚焦去化较好、价格稳健的重点城市，同时，坚持走高品质及差异化路线，形成华侨城自我独特风格的发展路径。

图 22 2018 公司销售区域分布



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23 2018 公司销售能级分布



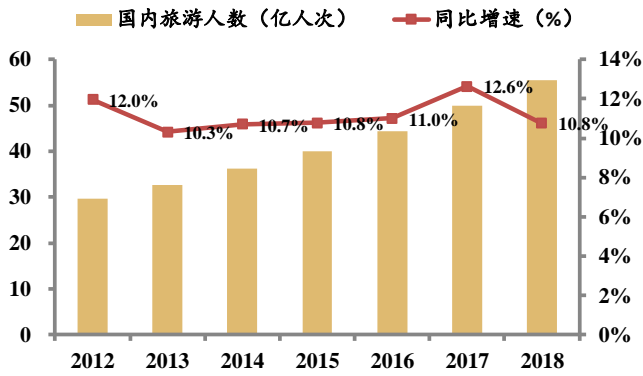
资料来源：Wind，华西证券研究所

4. 文旅业务：开创文旅新模式，塑造行业高标杆

4.1. 行业空间广阔，未来值得期待

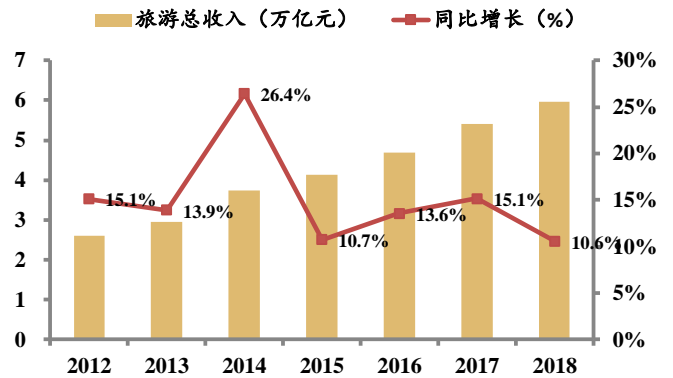
文化旅游业作为我国经济的支柱产业，对中国经济社会发展的影响和贡献日益增长，已成为国家经济社会发展的重要组成部分。2018 年我国国内旅游总人数达到 55.4 亿人次，同比增长 10.8%，旅游业总收入达到 5.97 万亿元，同比增长 10.6%，总人数及收入连续多年保持两位数的增长。根据 2016 年 12 月国家旅游局发布的《“十三五”旅游业发展规划》，预计到 2020 年，我国旅游市场总规模将达到 67 亿人次，旅游业总收入将达 7 万亿元。当前，我国旅游业正处于黄金发展期，市场开发潜力大，增长态势确定。同时，文旅产业转型升级亦成为行业发展的新要求，一是国内旅游市场的巨大需求与旅游有效供给严重不足；二是新的科技和应用革命以及互联网正在深刻而广泛地改变旅游发展趋势。

图 24 历年国内旅游总人数及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 25 历年国内旅游总收入及增速

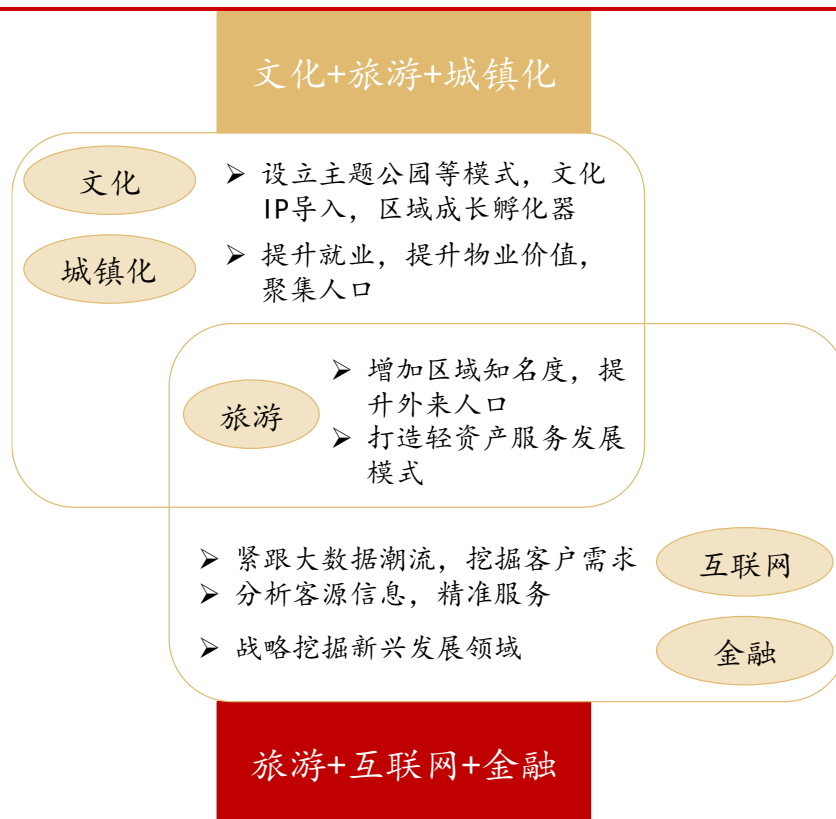


资料来源: Wind, 华西证券研究所

4.2. 优质生活创想家，开创文旅新模式

华侨城作为国内文旅产业的领军者，文旅业务以“文化+旅游”为内核，采用“旅游+”为载体的协同发展模式，业态上以主题公园、文化主题酒店、旅行社、旅游综合体为核心，并创造性地提出“文化+旅游+城镇化”的战略，聚焦主题公园为核心的旅游业务，积极推进产品创新，加大 IP 导入及培育力度，通过旅游业务促进区域城镇化，实现城镇化的提升，并进一步反哺公司的文旅业务。同时，公司提倡“旅游+互联网+金融”的全新发展模式，将互联网和金融结合进文旅业务，整合和打通线上线下服务通道，精准服务客户，实现信息、资金及用户的统一。

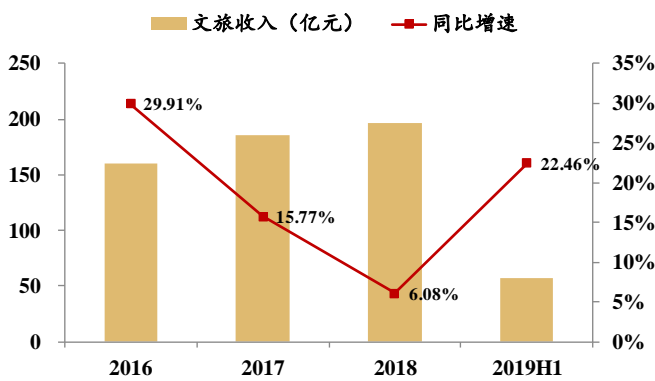
图 26 公司文旅产业的发展战略及模式



资料来源：公司官网，华西证券研究所

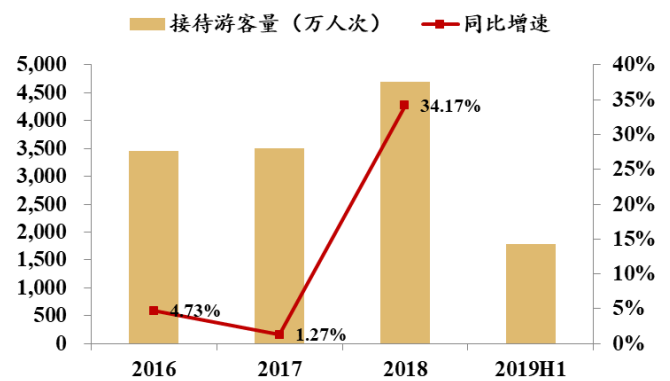
截至 2019 年上半年，公司旗下共有 19 家景区、开放式休闲旅游区、度假区及独立运营的演艺项目和 24 家酒店、1 家旅行社，上半年累计接待游客 1782 万人次，同比持平。2019 年 1-6 月，公司文旅业务收入达 57.25 亿元，同比增长 22.46%，2015 年至 2018 年复合增速达 47.76%，经营水平不断提升；累计接待游客量达 1782 万人次，近年来上升趋势明显，巩固了文化旅游行业领先的地位，持续名列中国文化企业 30 强，游客接待规模稳居全球主题公园四强。

图 27 公司历年文旅收入及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 28 公司历年参观人次及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4.3. 文化产业布局：类型多样，品牌优质

公司文化旅游板块覆盖了静态观光型（锦绣中华、世界之窗等）、互动娱乐型（欢乐谷陆公园、欢乐谷水公园等）、生态度假型（东部华侨城、云南阳宗海度假区等）和都市娱乐型（深圳欢乐海岸、顺德欢乐海岸 PLUS 等）四种类型。其中，“欢乐谷”荣获国内主题公园行业唯一中国驰名商标，已实现多地连锁。此外，公司近年新推出欢乐海岸，开创性地将主题商业与滨海旅游、休闲娱乐和文化创意融为一体，形成独一无二的商业+娱乐+文化+旅游+生态的全新商业模式。

图 29 公司文旅产业景区类型及代表项目



资料来源: 公开资料整理, 华西证券研究所

4.4. 主题公园：树立品牌新高度，争做行业排头兵

欢乐谷主题公园是公司文旅板块的重心所在，根据美国主题娱乐协会（TEA）与 AECOM 联合发布的全球主题乐园集团排行榜数据，华侨城集团在 2018 年继续蝉联全球主题乐园集团 4 强，紧跟国际巨头迪士尼乐园、默林集团、环球影城集团，继续领跑亚洲。

此前，华侨城已在深圳、天津、成都、北京、上海、武汉和重庆七大城市建设欢乐谷乐园。2019 年上半年，公司七地欢乐谷接待游客人次同比均保持增长，其中北京欢乐谷、武汉欢乐谷、重庆欢乐谷的游客增幅均超 10%。同时，公司积极深化旅游模式创新，北京欢乐谷五期和重庆欢乐谷引入优质文化 IP、依托“花橙平台”实现全部旅游产品线上销售、七地欢乐谷整合经典传统节目和当下新颖元素联合开展魔术节等系列活动，增强了景区吸引力，有效扩大了公司品牌影响力。

以深圳欢乐谷为例，深圳欢乐谷是首批国家 5A 级旅游景区，占地面积 35 万平方米，总投资达 20 亿元。深圳欢乐谷自 1998 年落地以来，经过五期的经营发展，现已成为国内投资规模最大、设施最先进的现代主题乐园。截至目前，深圳欢乐谷累计接待游客超过 4000 万人次，连续 8 年排名国内第一，并连续 4 年荣膺亚太十大主题公园。未来随着南京欢乐谷、西安欢乐谷和郑州欢乐谷的启动，公司主题公园的贡献有望进一步增加。

图 30 深圳欢乐谷



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 31 北京欢乐谷



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 32 武汉欢乐谷



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 33 上海欢乐谷



资料来源：公司官网，华西证券研究所

近年来，公司又推出欢乐海岸这一重磅产品，兼具主题商业、时尚娱乐、生态旅游、商务度假等多种功能模式，更加符合城市发展方向和居民需求。2011 年深圳欢乐海岸落地后被授予国家 5A 级旅游景区，成为深圳市的新地标。该欢乐海岸包括总建面约 20.3 万平方米的购物中心和 6 万平方米的曲水湾、占地面积约 1 万平方米的水秀剧场、华侨城湿地和众多度假酒店。未来随着西安、宁波、南昌、南京及郑州欢乐海岸等项目的建成，这种依托滨水文化的城市文化综合体将成为公司新的增长极。

图 34 深圳欢乐海岸



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 35 顺德欢乐海岸

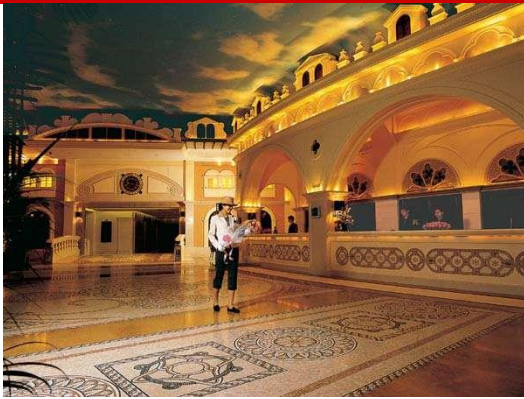


资料来源：公司官网，华西证券研究所

4.5. 酒店业务：板块平稳运营，综合竞争优势突出

公司旗下酒店融合文化主题元素，风格迥异，例如以意大利文化为主题的威尼斯酒店、以西班牙文化为主题的华侨城洲际大酒店、以瑞士文化为主题的东部华侨城茵特拉根酒店等，目前公司合计投资建设了 20 余家酒店，覆盖深圳、上海、成都、北京、武汉等城市，差异化竞争优势凸显，形成了以“主题和创想”为核心的品牌体系。2019 年上半年，公司旗下酒店累计实现收入 7 亿元，同比增长 7%，华侨城酒店集团再次跻身“2018 年度中国饭店集团 60 强”榜单。此外，高端酒店方面表现优异，上海宝格丽酒店开业一个月即实现 GOP 回正，开业以来间房收益保持上海市场第一，宾客满意度位列全球六家宝格丽酒店及亚太奢华酒店品牌榜首；前海万豪酒店上半年入住率达 81%，利润同比增长 26%，表现优异。

图 36 威尼斯酒店



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 37 华侨城洲际大酒店



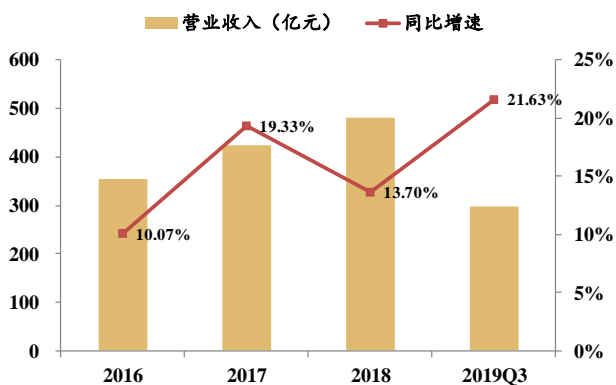
资料来源：公司官网，华西证券研究所

5. 业绩持续稳增，财务状况良好

5.1. 利润稳定增长，盈利能力突出

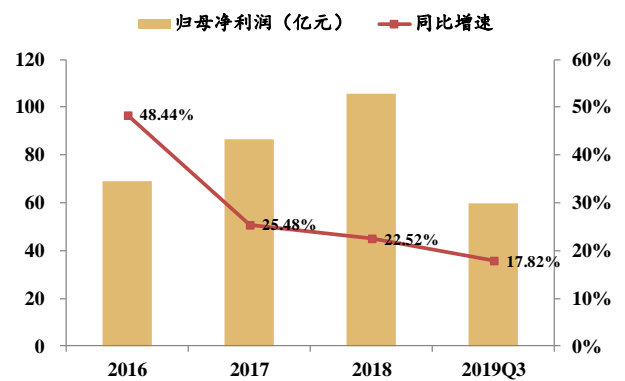
公司 2019 年 1-9 月实现营业收入 298.6 亿元，同比增长 21.6%；实现归母净利润 60 亿元，同比增长 17.8%，业绩连续多年保持稳定增长。“文旅+地产”的开发模式，结合周转效率的提速，公司的预收账款快速增长，2019 年前三季度，公司预收账款（包括合同负债）达 726.8 亿，同比增长 80%，目前已达 2018 年营业收入的 1.5 倍，逐步接近行业可比公司的平均水平，未来业绩持续释放值得期待。

图 38 公司历年营业收入及增速



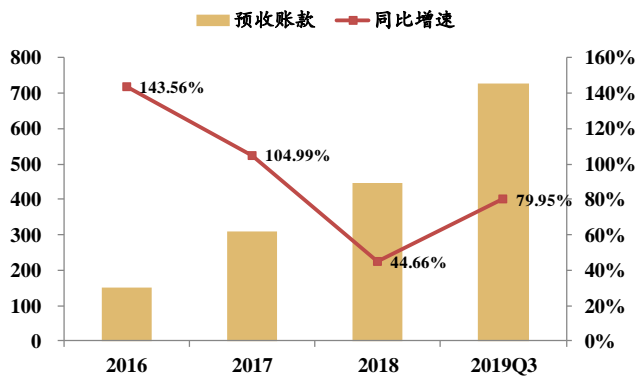
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 39 公司历年归母净利润及增速



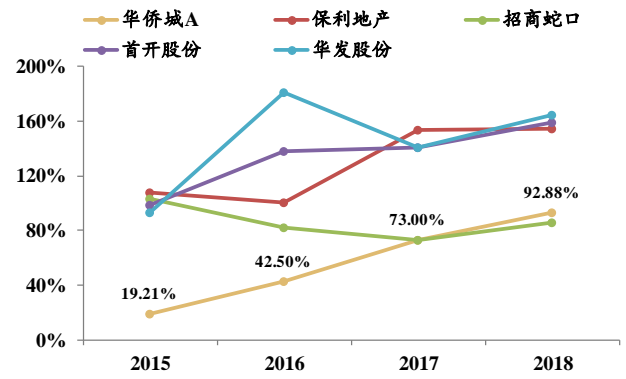
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 40 公司历年预收账款及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

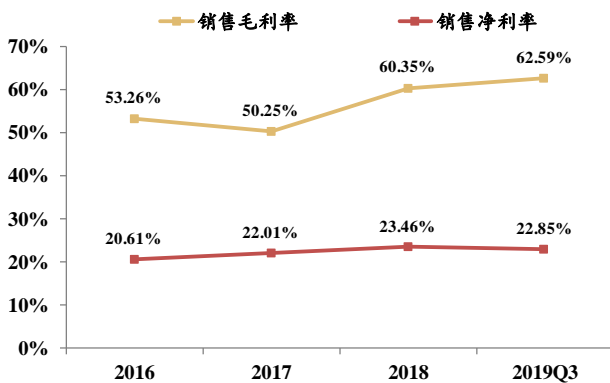
图 41 可比房企收入覆盖倍数



资料来源: Wind, 华西证券研究所

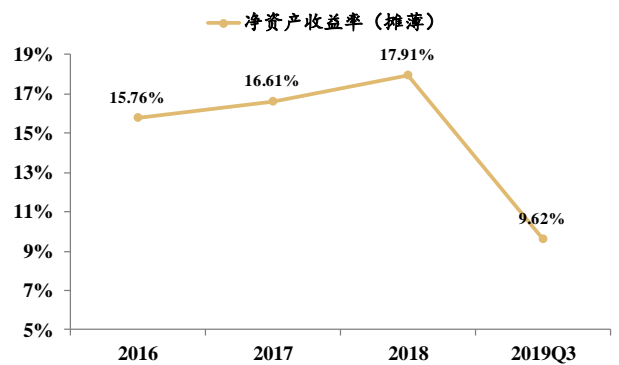
截止 2019 年三季度末, 公司的销售毛利率和销售净利率达 62.59% 和 22.85%, 分别较上年同期上升 1.71pct 和 0.93pct, 此外, 公司净资产收益率达 9.62%, 较上年同期上升 0.18pct, 得益于“文旅+地产”模式带来的低成本拿地红利, 公司盈利水平逐年向上, 并在行业中保持领先。

图 42 公司历年销售毛利率及销售净利率



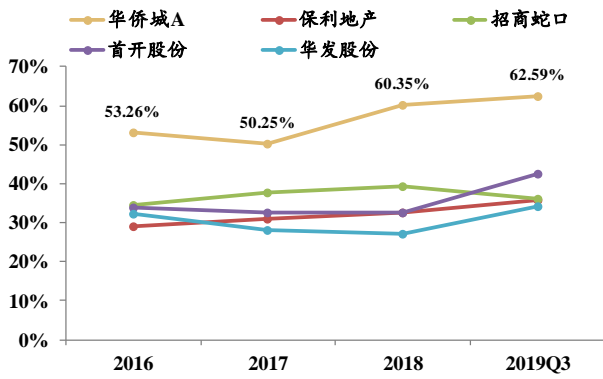
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 43 公司历年净资产收益率



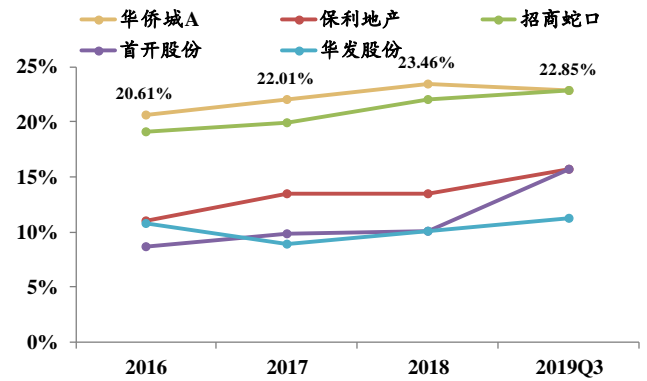
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 44 可比房企销售毛利率



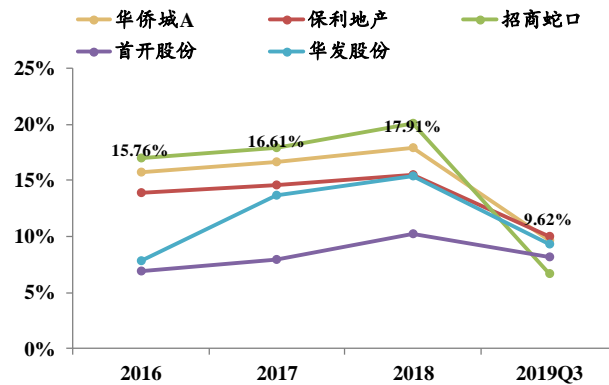
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 45 可比房企销售净利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

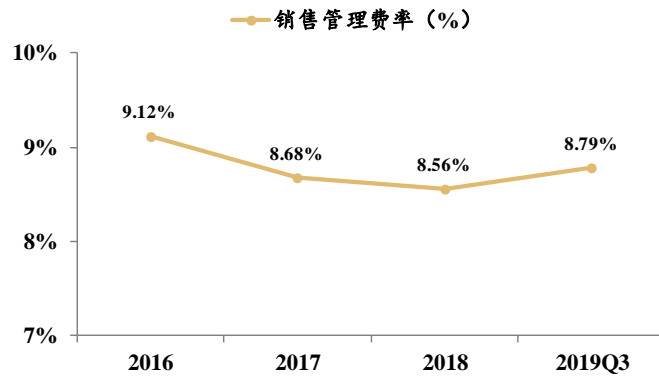
图 46 可比房企净资产收益率 (摊薄)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

费用方面, 2019 年三季度末, 公司营收口径的销售及管理费用率合计达 8.79%, 较上年末小幅上升 0.23pct, 经营管理保持稳健。公司践行“文旅+旅游+城镇化”、“旅游+互联网+金融”的创新发展模式, 多渠道优化开发团队, 进一步提高项目建设效率, 使得整体成本段的管控效率保持在较高的水平。

图 47 公司历年销售管理费用率

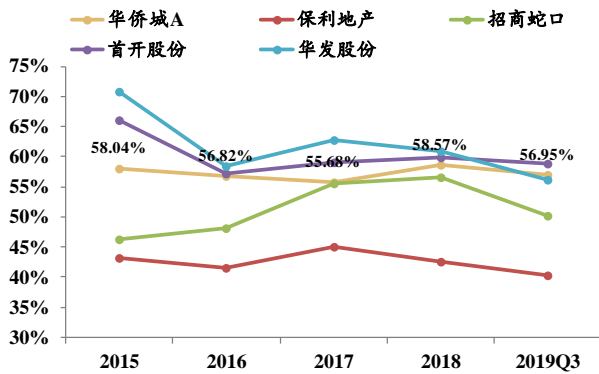


资料来源：Wind，华西证券研究所

5.2. 财务杠杆率可控，低成本融资优势显著

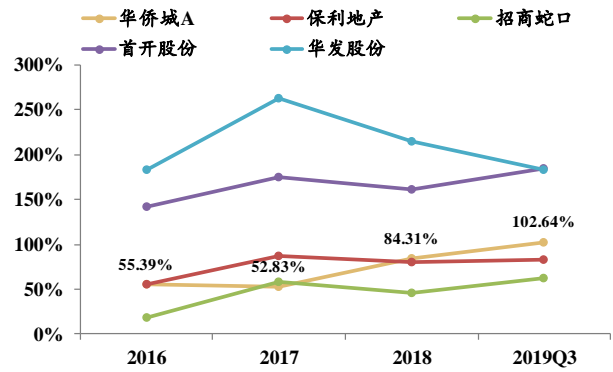
2019 年三季度末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 56.95%，较上年同期下降 2.65pct，高于可比公司的平均水平；净负债率为 102.65%，较上年同期上升 13.3pct。公司近几年加速扩张，拿地强度显著提升，净负债率在有息债务增加的带动下有所上升，但仍处于可比房企的平均水平，风险相对可控。短期偿债方面，公司的现金短债比由 18 年末的 1.25 上升到 1.54，高于可比房企的平均水平，短期偿债压力较小。总体来看，近年公司持续大幅扩张的情况下，杆杆率仍控制在较为合理的范围内，整体财务风险可控。

图 48 可比房企的剔除预收账款后的负债率



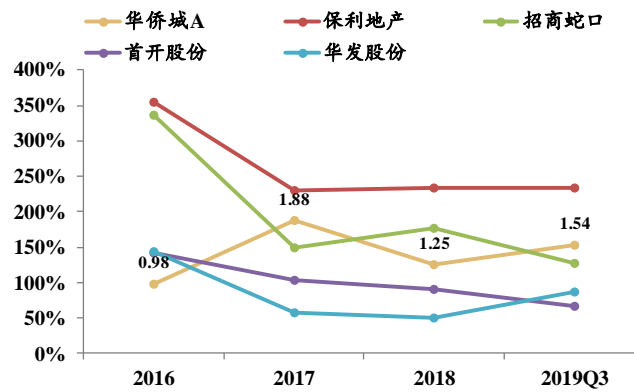
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 49 可比房企的净负债率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 50 可比房企现金短债比



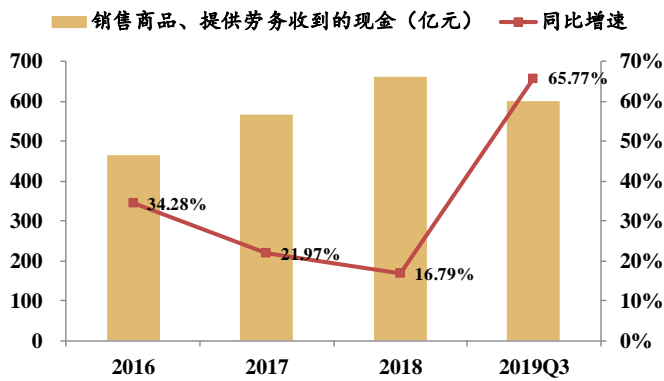
资料来源: Wind, 华西证券研究所

融资方面, 2018 年公司的综合融资成本从 2017 年的 4.92% 下降到 4.75%, 融资成本继续保持在行业的较低水平。当前房企整体的融资环境趋紧, 而公司 2019 年 9 月成功发行规模为 21.5 亿元证监会主管 ABS, 票面利率仅为 4.24%, 显著低于前期的融资成本。同时, 公司注重与金融机构的合作, 在保持现有融资方式的基础上, 积极拓宽新的融资渠道, 为企业发展筹集资金, 持续优化债务结构, 确保将融资成本控制在合理水平。

5.3. 加速资金回笼, 保障现金流优化

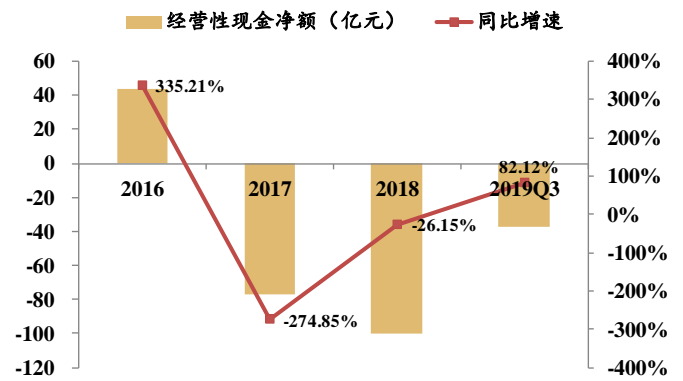
公司坚持“现金流高于一切”的原则, 制定灵活的价格和销售策略, 创新回款方式方法, 积极采用合作开发、股权转让、资产处置或资产证券化等方式加快项目开发和资金回笼, 同时, 以销定投, 合理控制投资规模, 强化资金管理。2019 年前三季度, 公司销售商品、提供劳务回款 599.3 亿元, 同比增长 65.8%; 经营性现金净额由年初的 -99.8 亿元回升至 -37 亿元, 现金流状况显著改善。

图 51 公司历年销售回款及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 52 公司历年经营性现金净额及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

经过我们测算，华侨城 A 每股 NAV 为 13.12 元。该测算基于以下假设：

房地产项目基于公司 2018 年年报及 2019 年半年报的经营数据，房价基于 2019 年 11 月水平；

公司房地产项目未来三年结算完毕。

商业物业项目基于公司 2018 年年报及 2019 年半年报的经营数据。

我们计算得出公司的 NAV 为 1076.2 亿元。此外，为防止房价波动对公司 NAV 造成影响，我们谨慎给予 NAV 以 30% 的折价，得出公司房地产业务的 NAV 为 753.4 亿元，对应股价为 9.18 元/股，较 2019 年 12 月 4 日的收盘价 6.96 元/股存在较大上升空间。

华侨城 A 业绩稳定增长，核心城市土储丰富，财务稳健，低成本融资优势凸显。我们维持公司 19-21 年 EPS 分别为 1.58/1.93/2.31 元，对应 PE 分别为 4.4/3.6/3.0 倍，当前公司估值处于历史底部，近三年最高、最低、中位数 PE 分别为 11.9/4.8/7.1 倍，因此，将公司评级由“增持”上调至“买入”，给予目标价 9.18 元/股。

7. 风险提示

1. 房地产调控政策大幅收紧：房地产行业长期受政策调控所影响，政策收紧将对行业产生较大的负面影响。
2. 销售不及预期：公司销售金额未达到年初既定的目标。
3. 文旅产业收入不及预期：公司主题公园完工进度不及预期，影响整体收入。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	48142	59985	74142	91417	净利润	11294	13827	16932	20295
YoY (%)	13.70%	24.60%	23.60%	23.30%	折旧和摊销	1979	720	730	733
营业成本	19089	23334	28989	35835	营运资金变动	-21178	48122	-14494	-14114
营业税金及附加	10161	15056	16843	21248	经营活动现金流	-9986	61241	3864	7789
销售费用	1718	2110	2621	3226	资本开支	-3100	-1893	-1194	-738
管理费用	2402	3305	3957	4931	投资	-6276	-9818	-1937	-1989
财务费用	2065	2184	2040	2408	投资活动现金流	-16828	-6715	457	1391
资产减值损失	174	190	206	216	股权募资	4402	0	0	0
投资收益	2346	2996	2964	3356	债务募资	18633	15432	20864	15698
营业利润	15047	18878	23093	27696	筹资活动现金流	23371	12940	13077	6469
营业外收支	344	25	30	30	现金净流量	-3443	67466	17398	15649
利润总额	15391	18903	23123	27726	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	4097	5076	6191	7430	成长能力				
净利润	11294	13827	16932	20295	营业收入增长率	13.70%	24.60%	23.60%	23.30%
归属于母公司净利润	10589	12928	15824	18981	净利润增长率	22.52%	22.09%	22.40%	19.94%
YoY (%)	22.52%	22.09%	22.40%	19.94%	盈利能力				
每股收益	1.29	1.58	1.93	2.31	毛利率	60.35%	61.10%	60.90%	60.80%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	23.46%	23.05%	22.84%	22.20%
货币资金	27228	94694	112092	127742	总资产收益率 ROA	3.60%	3.98%	3.99%	4.06%
预付款项	10670	14978	17807	22342	净资产收益率 ROE	17.91%	18.76%	19.84%	20.36%
存货	160225	121320	162602	204214	偿债能力				
其他流动资产	36200	23279	30898	38733	流动比率	1.62	1.92	1.90	1.87
流动资产合计	234323	254271	323399	393030	速动比率	0.44	0.89	0.84	0.79
长期股权投资	11062	16931	18020	19006	现金比率	0.19	0.71	0.66	0.61
固定资产	14553	13683	13142	12478	资产负债率	73.77%	72.96%	74.82%	75.50%
无形资产	7583	7393	7187	6971	经营效率				
非流动资产合计	59844	70670	72895	74703	总资产周转率	0.19	0.19	0.21	0.21
资产合计	294167	324941	396294	467734	每股指标 (元)				
短期借款	13131	0	0	0	每股收益	1.29	1.58	1.93	2.31
应付账款及票据	14206	12976	17009	21163	每股净资产	7.21	8.40	9.72	11.37
其他流动负债	117662	119600	152859	188642	每股经营现金流	-1.22	7.47	0.47	0.95
流动负债合计	144999	132576	169868	209805	每股股利	0.00	0.55	0.61	0.67
长期借款	59411	87974	108838	124536	估值分析				
其他长期负债	12595	16523	17788	18797	PE	5.4	4.4	3.6	3.0
非流动负债合计	72006	104497	126626	143333	PB	0.9	0.8	0.8	0.7
负债合计	217005	237073	296493	353138					
股本	8203	8203	8203	8203					
少数股东权益	18039	18938	20045	21360					
股东权益合计	77162	87869	99800	114596					
负债和股东权益合计	294167	324941	396294	467734					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。