

## 扩张加速，盈利能力修复超预期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 2017年前三季度实现营业收入193.7亿(+1.7%), 实现归属于上市公司股东净利润47.3亿(+62.2%), 加权平均ROE为10.23%, 相比上年同期增加了2.9个百分点。
- **净利率上升, 业绩大幅增长。** 2017年前三季度, 公司营业收入193.7亿元, 同比增长1.67%, 归母净利润同比增长62.2%。业绩增幅远超营收主要原因是净利率上升以及投资收益大幅增加。1-9月销售毛利率为49.6%, 较去年同期上升3.1个百分点; 净利率24.9%, 较去年同期上涨8.4个百分点, 同比增加51.3%。根据公司公告, 第三季度完成对北京侨禧投资有限公司和深圳华侨城文化旅游科技股份有限公司等公司的项目及股权处置, 取得处置收益计入当期损益。前三季度投资收益为29.4亿元, 去年同期仅为0.82亿元。
- **规模加速扩张, 布局一二线, 优质项目储备丰富。** 截至2017年第三季度末, 公司加速扩张, 积极布局一二线, 存货较年初增加33%。截至9月份, 公司一线城市项目计容超460万方, 占比约37%, 剩余800万方分布在各个核心二线城市, 租赁物业主要集中在深圳和上海, 分别为45.3和7.9万方, 占比分别为79%和14%, 公司全口径土地储备约为1200万方, 未结算建面约1170万方, 未结货值约4800亿元。同时公司前三季度预收账款322亿元, 比年初增加113%, 销售状况良好。销售费用、管理费用比去年同期略有下滑, 财务费用同比上升87.8%, 主要是带息负债增加所致。
- **公司战略定位明确, 股权激励清晰。** 公司的创业模式“旅游+地产”已形成品牌效应、资源获取能力与经营收益的良性循环。作为中国主题公园产业的开创者和领跑者, 公司旅游业务在经营规模、产业链布局、市场影响力均处于行业龙头, 2016年公司接待游客人次位居全球第四, 亚洲第一, 旗下品牌“欢乐谷”是中国主题公园行业唯一的全国驰名商标。同时公司股权激励清晰, 股权激励计划限售股份第一个解锁期已到, 还有跟投机制等因素, 激发公司内部活力, 员工积极性强, 千亿市值可期。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2017-2019年EPS分别为1.04、1.34、1.56元, 归母净利润复合增速约23%, 我们认为合理的目标价与RNAV相当, 给予公司目标价13.4元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 因销售、结算进度减慢致业绩或释放不达预期, 房地产调控再次收紧, 银根收紧或致融资成本上升的风险。

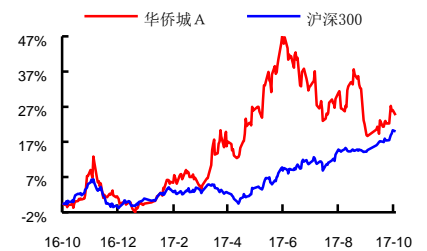
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	35481.10	45791.60	54804.84	62994.05
增长率	10.07%	29.06%	19.68%	14.94%
归属母公司净利润(百万元)	6888.42	8541.88	10960.40	12809.00
增长率	48.44%	24.00%	28.31%	16.87%
每股收益EPS(元)	0.84	1.04	1.34	1.56
净资产收益率ROE	15.19%	16.47%	17.66%	17.70%
PE	11	9	7	6
PB	1.54	1.31	1.11	0.94

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如  
执业证号: S1250517060001  
电话: 0755-23900571  
邮箱: hhr@swsc.com.cn  
联系人: 郭泰  
电话: 0755-23618550  
邮箱: gtai@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	82.06
流通A股(亿股)	61.44
52周内股价区间(元)	6.78-10.08
总市值(亿元)	703.23
总资产(亿元)	1,973.52
每股净资产(元)	5.85

### 相关研究

1. 华侨城A (000069): 文化旅游标杆, 引领行业资源整合 2017-09-07

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	35481.10	45791.60	54804.84	62994.05	净利润	7310.94	9349.35	11811.78	13911.08
营业成本	16584.46	20954.84	24277.37	27459.41	折旧与摊销	1957.19	1692.83	1696.98	1701.61
营业税金及附加	6668.58	8606.41	10300.43	11839.57	财务费用	928.54	974.17	945.63	885.99
销售费用	1249.47	1612.56	1929.96	2218.34	资产减值损失	114.60	34.38	34.38	34.38
管理费用	1987.44	2564.97	3069.84	3528.55	经营营运资本变动	-5629.56	3947.25	-18085.17	-9218.94
财务费用	928.54	974.17	945.63	885.99	其他	-277.86	-688.56	-721.27	-755.62
资产减值损失	114.60	34.38	34.38	34.38	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4403.85</b>	<b>15309.42</b>	<b>-4317.66</b>	<b>6558.50</b>
投资收益	623.03	654.18	686.89	721.24	资本支出	-864.37	-70.00	-70.00	-75.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-6565.59	-10.31	-24.12	-39.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-7429.96</b>	<b>-80.31</b>	<b>-94.12</b>	<b>-114.54</b>
<b>营业利润</b>	<b>8571.04</b>	<b>11698.45</b>	<b>14934.13</b>	<b>17749.04</b>	短期借款	1417.98	-2188.38	-107.04	-103.83
其他非经营损益	886.40	767.35	814.92	799.06	长期借款	-5212.99	-60.00	-30.00	30.00
<b>利润总额</b>	<b>9457.44</b>	<b>12465.80</b>	<b>15749.05</b>	<b>18548.10</b>	股权融资	-263.82	0.00	0.00	0.00
所得税	2146.50	3116.45	3937.26	4637.03	支付股利	-573.73	-1377.68	-1708.38	-2192.08
净利润	7310.94	9349.35	11811.78	13911.08	其他	7991.53	-5380.19	-945.63	-885.99
少数股东损益	422.52	807.47	851.39	1102.07	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>3358.96</b>	<b>-9006.26</b>	<b>-2791.04</b>	<b>-3151.90</b>
归属母公司股东净利润	6888.42	8541.88	10960.40	12809.00	<b>现金流量净额</b>	<b>362.55</b>	<b>6222.85</b>	<b>-7202.82</b>	<b>3292.06</b>
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	15590.02	21812.88	14610.05	17902.11	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	20726.72	19222.30	26116.94	29849.84	销售收入增长率	10.07%	29.06%	19.68%	14.94%
存货	67971.25	75983.23	89980.93	104647.09	营业利润增长率	24.43%	36.49%	27.66%	18.85%
其他流动资产	1901.73	2454.36	2937.45	3376.38	净利润增长率	39.43%	27.88%	26.34%	17.77%
长期股权投资	5322.30	5322.30	5322.30	5322.30	EBITDA 增长率	20.96%	25.39%	22.35%	15.70%
投资性房地产	4245.22	4245.22	4245.22	4245.22	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	17746.32	16680.34	15612.10	14541.61	毛利率	53.26%	54.24%	55.70%	56.41%
无形资产和开发支出	4536.94	4050.26	3561.68	3075.72	三费率	11.74%	11.25%	10.85%	10.53%
其他非流动资产	8304.38	8898.71	9539.55	10230.16	净利率	20.61%	20.42%	21.55%	22.08%
<b>资产总计</b>	<b>146344.89</b>	<b>158669.59</b>	<b>171926.23</b>	<b>193190.44</b>	ROE	15.19%	16.47%	17.66%	17.70%
短期借款	5756.38	3568.00	3460.96	3357.13	ROA	5.00%	5.89%	6.87%	7.20%
应付和预收款项	29867.17	34004.07	32071.09	36687.74	ROIC	12.75%	16.13%	18.21%	17.84%
长期借款	22898.41	22838.41	22808.41	22838.41	EBITDA/销售收入	32.29%	31.37%	32.07%	32.28%
其他负债	39706.92	41479.84	46703.09	51705.49	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>98228.88</b>	<b>101890.32</b>	<b>105043.56</b>	<b>114588.77</b>	总资产周转率	0.27	0.30	0.33	0.35
股本	8205.68	8205.68	8205.68	8205.68	固定资产周转率	2.40	3.25	4.21	5.28
资本公积	5559.52	5559.52	5559.52	5559.52	应收账款周转率	81.49	93.34	87.48	89.13
留存收益	30643.51	37807.71	47059.73	57676.65	存货周转率	0.28	0.29	0.29	0.28
归属母公司股东权益	43717.13	51572.91	60824.93	71441.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	130.95%	—	—	—
少数股东权益	4398.88	5206.35	6057.74	7159.81	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>48116.01</b>	<b>56779.26</b>	<b>66882.67</b>	<b>78601.67</b>	资产负债率	67.12%	64.22%	61.10%	59.31%
负债和股东权益合计	146344.89	158669.59	171926.23	193190.44	带息债务/总负债	32.72%	29.34%	28.33%	25.91%
					流动比率	1.48	1.58	1.70	1.77
					速动比率	0.53	0.58	0.55	0.58
					股利支付率	8.33%	16.13%	15.59%	17.11%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.84	1.04	1.34	1.56
					每股净资产	5.86	6.92	8.15	9.58
					每股经营现金	0.54	1.87	-0.53	0.80
					每股股利	0.07	0.17	0.21	0.27
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	11456.77	14365.46	17576.74	20336.64					
PE	10.78	8.69	6.78	5.80					
PB	1.54	1.31	1.11	0.94					
PS	2.09	1.62	1.36	1.18					
EV/EBITDA	7.03	4.62	4.14	3.37					
股息率	0.77%	1.86%	2.30%	2.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn