



000069.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.12

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(20.0)	(9.4)	(11.8)	(29.4)
相对深证成指	(2.0)	2.8	3.1	(16.4)

发行股数(百万)	8,204
流通股(%)	75
流通股市值(人民币 百万)	43,769
3个月日均交易额(人民币 百万)	221
净负债比率(%) (2018E)	48
每股重估净资产值(人民币) (2018E)	10.46
主要股东(%)	
华侨城集团有限公司	53

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年6月27日收市价为标准

相关研究报告

《华侨城A》20170410

《华侨城中报点评: 稀缺标的业绩稳步增长, 险资概念催化价值重估》20160821

《华侨城A》20160424

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产

晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

华侨城A

旅游地产领军企业, 战略重构业绩提速

华侨城2017年实现营业收入423.4亿元, 同比增长19.3%; 实现归属母公司净利润86.4亿元, 同比增长25.5%; 每股收益1.05元, 同比增长25.5%; 每10股派发现金股利3.00元。2017年公司通过运营模式创新, 加快存量房地产项目去化, 有效改善签约销售、面积结转和资金回笼情况; 同时在拿地方面节奏加速, 全年拿地面积580.1万方, 同比增长192%; 考虑到公司结算资源充足, 旅游及地产业绩稳增、联动加强, 土储充足及负债水平健康, 我们预计公司2018-20年EPS分别为1.38/1.70/1.90元, 对应18年PE5.2倍, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **经营效率稳健提升, 投资收益加速释放。**2017年公司实现营业收入423.4亿元, 同比增长19.3%, 实现归母净利润86.4亿元, 同比增长25.5%。2017年公司毛利率和净利率分别为50.3%、20.4%, 分别较上年下降3个和增长1.4个百分点。毛利率下滑主要由于房地产业务毛利率同比下滑8.1个百分点, 净利率上升为销售费用率降低0.5个百分点所致。公司业绩增速高于营收增速主要源于: 1.重点区域优质提价项目集中结算; 2.公司实现投资性收益48亿元, 同比大增670%; 3.旅游业务综合毛利率提升。
- **销售提速结算稳增, 版图扩张负债健康。**2017年公司通过运营模式创新, 加快存量房地产项目去化, 有效改善签约销售、面积结转和资金回笼情况。17年公司房地产签约面积146万平米, 结转面积160万方, 房地产业务销售回款近500亿元, 均较上年明显增长; 同时在拿地方面节奏加速, 全年拿地面积580.1万方, 同比增长192%, 截至17年末, 公司旅游综合及房地产开发业务土地储备637.2万方, 规划总建筑面积1197.3万方, 为未来销售增长奠定良好基础。公司负债率和净负债率分别为69.9%和52.8%, 分别较16年增长2.8和下降2.6个百分点。
- **旅游领军地位巩固, 地产旅游联动强化。**旅游业务方面, 公司17年实现185.3亿元, 同比增长15.8%, 营收占比43.8%, 公司主题公园全年游客接待量超过3500万人次, 位居全球景区业四强, 亚洲第一。公司通过“旅游+互联网+金融”的新模式推进旅游业务创新, 深入挖掘各地具地方特色的文化旅游、自然景区等资源, 已将旗下主题公园品牌欢乐谷扩展成立欢乐谷集团, 确定了以“旅游项目为主体的片区综合开发”模式, 未来经营模式更加注重产品园区体验升级、探索全域旅游模式, 且以“旅游内核”辐射地产业务, 进一步凸显拿地优势。

评级面临的主要风险

- 房地产行业销售大幅下滑, 利率大幅上行。

估值

- 我们预计公司2018-20年EPS分别为1.38/1.70/1.90元, 对应18年PE5.2倍, 给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	35,481	42,341	50,985	60,290	71,342
变动(%)	10	19	20	18	18
净利润(人民币 百万)	6,888	8,627	11,301	13,961	15,622
全面摊薄每股收益(人民币)	0.839	1.051	1.377	1.701	1.904
变动(%)	48.4	25.2	31.0	23.5	11.9
全面摊薄市盈率(倍)	8.5	6.8	5.2	4.2	3.7
价格/每股现金流量(倍)	13.3	(7.6)	35.2	28.5	27.6
每股现金流量(人民币)	0.54	(0.94)	0.20	0.25	0.26
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	7.9	5.8	5.0	4.4
每股股息(人民币)	0.100	0.300	0.392	0.484	0.542
股息率(%)	1.4	4.2	5.5	6.8	7.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	35,481	42,341	50,985	60,290	71,342
销售成本	(23,253)	(29,022)	(31,618)	(37,528)	(44,559)
经营费用	(1,280)	(1,577)	(3,019)	(3,894)	(4,933)
息税折旧前利润	10,948	11,743	16,348	18,868	21,851
折旧及摊销	(1,957)	(2,098)	(1,780)	(1,781)	(1,782)
经营利润(息税前利润)	8,991	9,645	14,568	17,087	20,068
净利息收入/(费用)	(581)	(1,253)	(3,459)	(3,684)	(3,941)
其他收益/(损失)	1,243	4,686	5,981	7,693	7,504
税前利润	9,457	12,804	16,762	20,707	23,171
所得税	(2,146)	(3,502)	(4,578)	(5,656)	(6,329)
少数股东权益	(423)	(675)	(883)	(1,090)	(1,220)
净利润	6,888	8,627	11,301	13,961	15,622
核心净利润	6,888	8,627	11,301	13,961	15,622
每股收益(人民币)	0.839	1.051	1.377	1.701	1.904
核心每股收益(人民币)	0.839	1.051	1.377	1.701	1.904
每股股息(人民币)	0.100	0.300	0.392	0.484	0.542
收入增长(%)	10	19	20	18	18
息税前利润增长(%)	22	7	51	17	17
息税折旧前利润增长(%)	19	7	39	15	16
每股收益增长(%)	48	25	31	24	12
核心每股收益增长(%)	48	25	31	24	12

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	9,457	12,804	16,762	20,707	23,171
折旧与摊销	1,957	2,098	1,780	1,781	1,782
净利息费用	776	1,526	3,787	4,073	4,401
运营资本变动	(3,823)	(15,498)	(10,724)	(11,772)	(14,012)
税金	(2,146)	(3,502)	(4,578)	(5,656)	(6,329)
其他经营现金流	(1,817)	(5,129)	(5,368)	(7,082)	(6,893)
经营活动产生的现金流	4,404	(7,700)	1,659	2,052	2,121
购买固定资产净值	(3,130)	(5,178)	685	465	316
投资减少/增加	(3,275)	693	329	389	460
其他投资现金流	(1,025)	(4,849)	585	309	11
投资活动产生的现金流	(7,430)	(9,335)	1,599	1,163	786
净增权益	238	947	0	0	0
净增债务	6,121	26,539	6,974	6,858	9,141
支付股息	(2,462)	(4,013)	(3,217)	(3,975)	(4,448)
其他融资现金流	(538)	5,853	585	309	11
融资活动产生的现金流	3,359	29,326	4,342	3,192	4,704
现金变动	333	12,291	7,600	6,407	7,611
期初现金	15,129	15,590	29,156	35,108	41,515
公司自由现金流	(3,026)	(17,035)	3,258	3,215	2,907
权益自由现金流	3,095	9,504	10,232	10,073	12,048

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	15,590	29,156	35,108	41,515	49,126
应收帐款	2,904	12,094	14,563	17,221	20,378
库存	67,971	105,458	126,987	150,162	177,691
其他流动资产	19,725	19,953	20,592	24,326	28,748
流动资产总计	106,190	166,661	197,250	233,224	275,944
固定资产	14,607	14,061	15,840	17,620	19,399
无形资产	4,537	6,314	6,314	6,314	6,314
其他长期资产	21,011	30,427	31,991	31,159	30,733
长期资产总计	40,155	50,802	54,145	55,092	56,446
总资产	146,345	217,463	251,395	288,317	332,389
应付帐款	36,760	50,123	60,665	71,668	84,696
短期债务	15,854	15,548	22,520	29,376	38,514
其他流动负债	19,179	37,123	44,662	52,788	62,445
流动负债总计	71,793	102,794	127,847	153,832	185,655
长期借款	26,388	48,198	48,200	48,202	48,205
其他长期负债	48	996	1,159	1,330	1,532
股本	8,206	8,204	8,204	8,204	8,204
储备	35,511	43,844	51,926	61,910	73,082
股东权益	43,717	52,048	60,130	70,114	81,286
少数股东权益	4,399	13,427	14,059	14,839	15,712
总负债及权益	146,345	217,463	251,395	288,317	332,389
每股帐面价值(人民币)	5.33	6.34	7.33	8.54	9.91
每股有形资产(人民币)	4.77	5.57	6.56	7.77	9.13
每股净负债/(现金)(人民币)	3.25	4.22	4.34	4.40	4.58

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	30.9	27.7	32.1	31.3	30.6
息税前利润率(%)	25.3	22.8	28.6	28.3	28.1
税前利润率(%)	26.7	30.2	32.9	34.3	32.5
净利率(%)	19.4	20.4	22.2	23.2	21.9
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	9.3	5.4	3.5	3.8	4.1
净权益负债率(%)	55.4	52.8	48.0	42.5	38.8
速动比率(倍)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	8.5	6.8	5.2	4.2	3.7
核心业务市盈率(倍)	8.5	6.8	5.2	4.2	3.7
市净率(倍)	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	13.3	(7.6)	35.2	28.5	27.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	7.9	5.8	5.0	4.4
周转率					
存货周转天数	935.2	1,090.6	1,341.7	1,347.8	1,342.8
应收帐款周转天数	27.0	64.6	95.4	96.2	96.2
应付帐款周转天数	338.8	374.5	396.6	400.6	400.0
回报率					
股息支付率(%)	15.4	39.3	39.2	39.2	39.2
净资产收益率(%)	16.8	18.0	20.1	21.4	20.6
资产收益率(%)	5.3	3.9	4.5	4.6	4.7
已运用资本收益率(%)	11.0	9.0	10.9	11.4	11.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测