

## 毛利率优势明显，积极拓展文旅资源

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年三季度报告, 前三季度实现营业收入 245.5 亿元 (+26.8%), 实现归属于上市公司股东净利润 50.9 亿元 (+7.6%), 实现扣非后归属于上市公司股东净利润 48.5 亿元 (+18.8%)。
- **双轮驱动营收显著增长, 公司盈利能力凸显。** 公司前三季度营业收入增长显著, 一方面是由于地产开发业务量价齐升, 另一方面上半年部分旅游项目整改升级, 随着新投旅游项目进入运营, 旅游板块收入得以放量。双轮驱动下公司盈利能力明显提升, 前三季度毛利率由上半年的 56.7% 提升至 60.9%, 并且比上年同期提升了 11.3 个百分点。同时, 公司净利润增速显著低于营收增速, 主要是由于处置项目公司收益同比减少 83.1% 所致, 公司前三季度投资收益仅 5.2 亿元, 而扣非后归母净利润依旧有 18.8% 的增长, 公司主营业务利润增速并无明显下滑。总的来看, 公司前三季度销售净利率同比下滑 3.0 个百分点为 21.9%, 但依旧比上半年 15.6% 的净利率水平有所改善, 且前三季度期间费用率 13.8%, 较上半年降低了 1.5 个百分点, 我们看好公司全年的业绩表现。
- **拓展旅游板块, 新项目紧密布局。** 下半年来, 公司陆续在旅游板块布局, 公司以 2.8 亿人民币收购丽江济海公司 51% 的股权, 拟共同在当地打造标杆旅游项目。10 月 26 日, 公司公告通过招拍挂获取太原市 8 宗以住宅、商业为主, 养老、教育、体育为辅的综合性社区配套地块, 共计出让面积约 82.7 万平, 计容建面约 289 万平, 拿地总价约 116.7 亿元, 对应楼面均价 4055 元每平方米。另外, 公司在无锡、衡阳、太原、湛江等地均有签约文旅项目, 旅游板块今后有望成为新的利润增长点。
- **央企融资优势强, 财务杠杆略有提高。** 截至三季度末, 公司扣除预收账款后的负债率为 59.6%, 同比提升了 2.7 个百分点, 净负债率约为 89.3%, 比上半年末提升了 18 个百分点。1-9 月累计新增借款 403.78 亿元, 占 2017 年末净资产的 61.67%。其中银行贷款 309.05 亿元, 公司债券、非金融企业债务融资工具等借款 94.73 亿元。上半年公司全部有息负债的融资成本仅为 5.07%, 总体融资成本可控, 在业内处于较低水平。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.20 元、1.34 元和 1.51 元, 当前股价对应 PE 分别为 5 倍、4 倍、4 倍。考虑公司为旅游地产龙头, 给予公司 2018 年 6 倍估值, 对应目标价 7.20 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 地产结算或不及预期、区域调控政策或不断升级等。

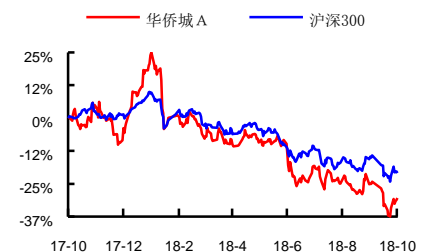
指标/年度	2017A	2018	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	42341.22	52244.17	62335.82	73397.00
增长率	19.33%	23.39%	19.32%	17.74%
归属母公司净利润 (百万元)	8643.24	9834.28	10980.88	12407.99
增长率	25.48%	13.78%	11.66%	13.00%
每股收益 EPS (元)	1.05	1.20	1.34	1.51
净资产收益率 ROE	14.23%	14.03%	13.82%	13.71%
PE	5	5	4	4
PB	0.73	0.63	0.56	0.49

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: 杨雨蕾  
邮箱: yangyul@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)	82.04
流通 A 股(亿股)	61.46
52 周内股价区间(元)	5.21-10.79
总市值(亿元)	475.02
总资产(亿元)	2,737.41
每股净资产(元)	6.58

### 相关研究

1. 华侨城 A (000069): 业绩增长稳健、财务杠杆适度提升 (2018-08-22)
2. 华侨城 A (000069): 积极扩充土地储备, 一季度业绩超预期 (2018-04-27)
3. 华侨城 A (000069): 扩张加速, 盈利能力修复超预期 (2017-10-31)

### 关键假设：

假设 1：考虑到公司在 2018 年四季度进入较快结算周期，但前三季度业绩增速略有放缓，我们预计未来业绩维持稳定增长，下调 2018-2020 年物业开发可结算规模增速分别为 25%、23%、20%，并受益于销售均价的改善，公司毛利率优势明显，我们预计 2018-2020 年分别为 60%、60%和 60%；

假设 2：我们上调旅游综合业务收入增速，给予未来三年园区接待人数增速分别为 13%、8%、8%，人均创收未来三年增速均为 6%，毛利率维持平稳不变；

假设 3：纸包装业务假设未来维持稳步发展，毛利率维持平稳不变。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元人民币		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	42341.2	52244.2	62335.8	73397.0
	增速	19.3%	23.4%	19.3%	17.7%
	毛利率	50.3%	51.7%	52.1%	52.3%
物业开发业务	收入	23359.15	29198.9	35914.7	43097.6
	增速	23.3%	25.0%	23.0%	20.0%
	毛利率	55.2%	60.0%	60.0%	60.0%
旅游综合	收入	18530.30	22236.4	25571.8	29407.6
	增速	15.8%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	42.3%	42.3%	42.3%	42.3%
纸包装	收入	770.35	808.9	849.3	891.8
	增速	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	42341.22	52244.17	62335.82	73397.00	净利润	9318.47	10519.38	11792.11	13298.46
营业成本	21063.81	25212.05	29858.02	34981.30	折旧与摊销	2097.99	1867.92	1872.07	1876.70
营业税金及附加	7958.11	9819.39	11716.13	13795.10	财务费用	1597.89	2314.38	2488.44	3052.64
销售费用	1444.93	1929.43	2256.98	2638.24	资产减值损失	657.93	459.00	459.00	459.00
管理费用	2229.80	3039.82	3594.24	4199.18	经营营运资本变动	-15544.28	-8870.42	-26815.73	-19111.51
财务费用	1597.89	2314.38	2488.44	3052.64	其他	-5828.13	-4298.74	-3530.79	-3223.61
资产减值损失	657.93	459.00	459.00	459.00	经营活动现金流净额	-7700.13	1991.52	-13734.89	-3648.33
投资收益	4799.68	3839.74	3071.79	2764.61	资本支出	1605.95	-70.00	-70.00	-75.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-10940.62	-2659.11	-5738.41	-6428.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-9334.67	-2729.11	-5808.41	-6503.40
<b>营业利润</b>	12204.94	13309.85	15034.80	17036.16	短期借款	7001.21	-12757.59	15247.19	15944.68
其他非经营损益	615.74	715.99	688.01	695.12	长期借款	21807.68	-60.00	-30.00	30.00
<b>利润总额</b>	12820.68	14025.84	15722.81	17731.28	股权融资	75.78	0.00	0.00	0.00
所得税	3502.21	3506.46	3930.70	4432.82	支付股利	-819.34	-1252.00	-1456.31	-1664.20
净利润	9318.47	10519.38	11792.11	13298.46	其他	1260.68	155.61	-2488.44	-3052.64
少数股东损益	675.22	685.10	811.23	890.47	筹资活动现金流净额	29326.00	-13913.98	11272.43	11257.85
归属母公司股东净利润	8643.24	9834.28	10980.88	12407.99	现金流量净额	12142.94	-14651.57	-8270.87	1106.12
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	29156.02	14504.45	6233.58	7339.70	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	28778.95	34940.94	40771.46	48491.84	销售收入增长率	19.33%	23.39%	19.32%	17.74%
存货	105458.45	105064.48	132122.13	158578.90	营业利润增长率	42.40%	9.05%	12.96%	13.31%
其他流动资产	3267.77	4007.25	4781.31	5629.73	净利润增长率	27.46%	12.89%	12.10%	12.77%
长期股权投资	6638.65	6638.65	6638.65	6638.65	EBITDA 增长率	38.79%	10.01%	10.88%	13.25%
投资性房地产	5458.65	4350.07	4684.65	4831.12	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	16190.23	15127.98	14063.49	12996.74	毛利率	50.25%	51.74%	52.10%	52.34%
无形资产和开发支出	6314.11	5645.68	4975.36	4307.66	三费率	12.45%	13.94%	13.38%	13.47%
其他非流动资产	16200.58	23740.77	32149.14	41128.43	净利率	22.01%	20.14%	18.92%	18.12%
<b>资产总计</b>	217463.41	214020.28	246419.76	289942.76	ROE	14.23%	14.03%	13.82%	13.71%
短期借款	12757.59	0.00	15247.19	31191.88	ROA	4.29%	4.92%	4.79%	4.59%
应付和预收款项	49198.95	39343.16	37797.76	44457.76	ROIC	14.56%	14.51%	13.43%	12.54%
长期借款	44706.09	44646.09	44616.09	44646.09	EBITDA/销售收入	37.55%	33.48%	31.11%	29.93%
其他负债	45324.86	55027.75	63419.64	72673.69	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	151987.50	139017.01	161080.69	192969.43	总资产周转率	0.23	0.24	0.27	0.27
股本	8204.08	8204.08	8204.08	8204.08	固定资产周转率	2.95	3.86	5.00	6.44
资本公积	5636.90	5636.90	5636.90	5636.90	应收账款周转率	97.32	89.81	87.35	90.12
留存收益	38467.41	47049.70	56574.27	67318.06	存货周转率	0.24	0.24	0.25	0.24
归属母公司股东权益	52048.41	60890.68	70415.25	81159.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	133.85%	—	—	—
少数股东权益	13427.50	14112.59	14923.82	15814.29	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	65475.91	75003.27	85339.07	96973.33	资产负债率	69.89%	64.96%	65.37%	66.55%
负债和股东权益合计	217463.41	214020.28	246419.76	289942.76	带息债务/总负债	40.11%	34.63%	39.33%	41.11%
					流动比率	1.62	1.76	1.64	1.53
					速动比率	0.60	0.59	0.46	0.43
					股利支付率	9.48%	12.73%	13.26%	13.41%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.05	1.20	1.34	1.51
					每股净资产	7.98	9.14	10.40	11.82
					每股经营现金	-0.94	0.24	-1.67	-0.44
					每股股利	0.10	0.15	0.18	0.20
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	15900.82	17492.15	19395.31	21965.49					
PE	5.50	4.83	4.33	3.83					
PB	0.73	0.63	0.56	0.49					
PS	1.12	0.91	0.76	0.65					
EV/EBITDA	3.16	2.86	3.30	3.16					
股息率	1.72%	2.64%	3.07%	3.50%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn