



000069.SZ

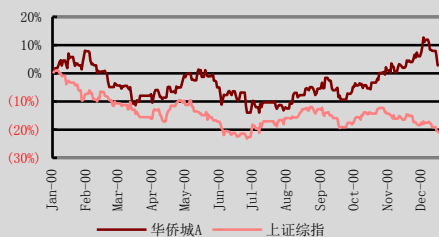
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.12

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	2.5	3.4	6.3	(37.3)
相对深证成指	(2.6)	0.9	9.2	(2.6)

发行股数(百万)	8,204
流通股(%)	85
流通股市值(人民币 百万)	42,825
3个月日均交易额(人民币 百万)	147
净负债比率(%) (2019E)	42
每股重估净资产值(人民币) (2019E)	10.46
主要股东(%)	
华侨城集团有限公司	47

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2019年1月22日收市价为标准

相关研究报告

《华侨城A: 旅游地产领军企业, 战略重构业绩提速》 20180629

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: 房地产开发

晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

# 华侨城A

## 旅游地产联动加强, 业绩稳增扩张积极

华侨城依托“旅游+地产”的开发模式在拿地方面成本优势显著, 盈利能力突出。2018年以来, 公司前三季度分别实现毛利率 63.6%、56.8%及 60.9%, 均较去年同期增长约 10 个百分点, 领跑行业且增速亮眼。旅游业务方面, 公司领军地位巩固, 欢乐谷及欢乐海岸 2 个拳头项目优势互补, 年内多个新增项目增厚收入可期, 公司立足粤港澳布局全国, 充分分享发展红利; 地产业务方面, 公司土储充足且布局核心一二线城市, 合作增强周转加快, 销售提速可期。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, 我们维持对于公司的预测 2018-20 年 EPS 分别为 1.38/1.70/1.90 元, 对应 18 年 PE4.4 倍, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **毛利率高位再升, 可结转资源充裕。**公司依托“旅游+地产”的开发模式在拿地方面成本优势显著, 保障盈利能力。2018年以来, 公司前三季度分别实现毛利率 63.6%、56.8%及 60.9%, 均较去年同期增长约 10 个百分点, 领跑行业且增速亮眼。营收方面, 2018 年前三季度公司实现营业收入 245.5 亿元, 同比增长 26.8%, 实现归母净利润 50.9 亿元, 同比增长 7.6%; 业绩增速不及营收增速主要由于投资净收益大幅下降。展望 2018 全年, 我们预计公司将延续盈利优势, 结转加速将保障稳健的收入及业绩增速, 实现“跨越式发展”的目标。
- **旅游领军地位巩固, 立足粤港澳布局全国。**旅游业务方面, 公司 18 年上半年实现营业收入 46.8 亿元, 毛利率 37.5%, 较上年提升 2 个百分点。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; 目前, 公司开设运营 7 家欢乐谷, 南京及南昌欢乐谷预计将在年内开业, 郑州及西安项目均已立项; 欢乐海岸作为另一拳头产品, 将弥补欢乐谷处于城郊的不足, 更加符合城市发展方向及居民需求, 除深圳成熟项目外, 宁波及顺德今年开业可期。展望未来, 公司将深耕广东市场, 充分分享粤港澳发展红利。
- **土储充足布局优质, 销售稳健周转提速。**地产业务方面, 2018 上半年公司实现相关收入 99 亿元, 毛利率 66.7%, 领先的盈利能力得益于公司资源获取优势: “文旅+地产”相辅相成, 公司在获取文旅项目周边低价土地后, 景区的建设再度带动当地景气度及房价, 保障利润率。2018 年公司延续 17 年以来快速扩张的趋势, 在上海、杭州、天津、重庆及深圳等一线及强二线城市加大土储, 截至三季度末, 存货同比增加 24.3% 至 1,311 亿元。同时, 自 18 年起, 公司加大合作力度, 提高住宅周转速度。

### 评级面临的主要风险

- 房地产调控力度超预期; 行业销售不及预期。

### 估值

- 我们维持对于公司的预测 2018-20 年 EPS 分别为 1.38/1.70/1.90 元, 对应 18 年 PE4.4 倍, 维持买入评级。

### 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)	7.3	5.8	4.4	3.6	3.2
价格/每股现金流量(倍)	11.4	(6.5)	30.3	24.5	23.7
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)	7.0	7.2	5.2	4.6	4.0
每股股息(人民币)	0.100	0.300	0.392	0.484	0.542
股息率(%)	1.6	4.9	6.4	7.9	8.9

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 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: 公司数据及中银国际证券预测

## 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: 公司数据及中银国际证券预测

## 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: 公司数据及中银国际证券预测

## 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)	7.3	5.8	4.4	3.6	3.2
核心业务市盈率(倍)	7.3	5.8	4.4	3.6	3.2
市净率(倍)	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
价格/现金流(倍)	11.4	(6.5)	30.3	24.5	23.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	7.2	5.2	4.6	4.0
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: 公司数据及中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371