

高毛利率提振业绩，资源获取表现突出

投资要点

- **业绩总结：**公司2018年实现营业收入481.4亿元，同比增长13.7%；实现归母净利润105.9亿元，同比增长22.52%，公司拟每10股分红3元（含税）。
- **业绩表现略超预期，净利率创十年新高。**公司年度业绩相当于我们此前预测的107.5%，表现略超预期，在历史上看首破百亿大关。业绩表现较好的原因：1) 地产板块结算金额增长20%至280.4亿，同时结算毛利率大幅攀升至惊人的68.8%，也为华侨城历史最高水平，高毛利率可以说傲视同行；2) 旅游综合收入稳健增长6.1%至196.6亿，毛利率上升至46.3%，为2015年以来最好水平；3) 资产减值损失大幅降低73.6%至1.74亿；3) 少数股东损益比例下降至6.2%。公司经营效益提升明显，整体净利率上升至23.5%，创2009年以来最高水平。公司2018年销售面积约206.2万方，销售金额约481.3亿，销售均价23,341元每平方米，与同期结算均价相当，未来的结算毛利率依然有望维持在高位。
- **做强区域提质增效，打开资源获取及一级土地变现空间。**报告期公司进一步优化组织架构和体制机制改革，做强做实五大区域事业部，专注资源获取和平台打造。2018年公司新增了30个项目，合计建面约1,400万方，占2018年末公司土地储备2,379万方（不含在建）的58.8%，极大地补充了公司土地储备。公司是极少数能拿到成片开发土地资源并通过部分土地溢价转让获取即期收益的房企，通过持续的土地转让、商品房销售及旅游产品附加值提升实现资源的变现。考虑在建未竣工的资源在内，公司在报告期末土地储备高达3,786万方。
- **继续夯实旅游地产领军者地位，“欢乐海岸”模式可复制性强。**在旅游业务方面，公司旗下有景区13家，酒店23家，2018年接待游客人次同比增长16%。报告期公司打响旅游攻坚战，文旅项目在襄阳、郑州、扬州等地开花；战略入股同城旅游，整合旅游企业线上线下服务通道，推动跨地域旅游资源的整合营销；旅游综合体方面，完成“欢乐海岸模式”的梳理，未来复制可期。
- **盈利预测与评级。**预计2019-2021年EPS分别为1.51元、1.84元、2.22元，考虑到公司大幅增加优质资源，土地持续转让和欢乐海岸模式独特，给予公司2019年7倍估值，对应目标价10.57元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**业绩释放或低于预期、欢乐海岸可复制性或低于预期等。

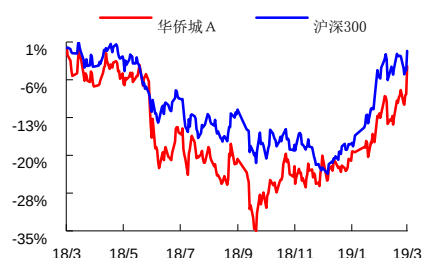
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	48142.34	60361.42	73046.80	84921.40
增长率	13.70%	25.38%	21.02%	16.26%
归属母公司净利润(百万元)	10588.87	12406.19	15120.67	18223.22
增长率	22.51%	17.16%	21.88%	20.52%
每股收益EPS(元)	1.29	1.51	1.84	2.22
净资产收益率ROE	14.64%	14.66%	15.43%	15.98%
PE	6	5	4	3
PB	0.82	0.70	0.61	0.52

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

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)	69.98
52周内股价区间(元)	5.21-8.35
总市值(亿元)	631.71
总资产(亿元)	2,941.67
每股净资产(元)	7.21

相关研究

1. 华侨城A (000069): 毛利率优势明显, 积极拓展文旅资源 (2018-10-29)
2. 华侨城A (000069): 业绩增长稳健、财务杠杆适度提升 (2018-08-22)
3. 华侨城A (000069): 积极扩充土地储备, 一季度业绩超预期 (2018-04-27)

关键假设：

假设 1：公司 2019 年地产结算单价保持在 23000 元每平米-25000 元每平米率，毛利率维持在 65%以上；

假设 2：新增旅游综合项目 2019 年能正常贡献收入，带动旅游人流次同比进一步提升 10%左右，旅游综合项目毛利率维持在 46%；

假设 3：公司土地转让业务可持续；

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 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		2018A	2019E	2020E	2021E
房地产	收入	28044.89	36738.8	45923.5	55108.2
	增速	20.1%	31.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	68.8%	66.0%	65.0%	64.0%
旅游综合	收入	19657.12	23195.4	26674.7	29342.2
	增速	6.1%	18.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	46.3%	46.0%	45.0%	45.0%
其他	收入	406.87	427.2	448.6	471.0
	增速	-47.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	24.3%	22.0%	22.0%	22.0%
合计	收入	48142.3	60361.4	73046.8	84921.4
	增速	13.7%	25.4%	21.0%	16.3%
	毛利率	60.3%	58.0%	57.4%	57.2%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	48142.34	60361.42	73046.80	84921.40	净利润	11294.33	13198.07	16085.82	19386.41
营业成本	19088.82	25349.94	31094.21	36344.54	折旧与摊销	1978.90	1446.26	1450.41	1455.04
营业税金及附加	10160.60	12042.21	14713.62	17187.22	财务费用	2065.29	3686.09	3856.21	4143.30
销售费用	1718.49	2123.07	2581.99	2996.78	资产减值损失	173.70	150.00	150.00	150.00
管理费用	2402.14	2776.63	3141.01	3396.86	经营营运资本变动	-33490.83	-28234.07	-26515.03	-23524.51
财务费用	2065.29	3686.09	3856.21	4143.30	其他	7994.39	-3200.90	-4115.99	-5305.43
资产减值损失	173.70	150.00	150.00	150.00	经营活动现金流净额	-9984.22	-12954.55	-9088.57	-3695.20
投资收益	2345.81	3049.56	3964.42	5153.75	资本支出	-3388.22	-70.00	-70.00	-75.00
公允价值变动损益	2.69	1.34	1.57	1.68	其他	-13439.73	4294.40	3801.99	5300.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-16827.95	4224.40	3731.99	5225.02
营业利润	15047.23	17284.39	21475.75	25858.13	短期借款	373.36	-4755.43	12359.50	6075.12
其他非经营损益	344.00	441.58	407.66	417.29	长期借款	14704.42	-60.00	-30.00	30.00
利润总额	15391.23	17725.98	21883.41	26275.42	股权融资	-141.48	0.98	0.00	0.00
所得税	4096.90	4527.91	5797.59	6889.01	支付股利	0.00	-1533.83	-1848.17	-2304.18
净利润	11294.33	13198.07	16085.82	19386.41	其他	8435.11	-6113.73	-3856.21	-4143.30
少数股东损益	705.46	791.88	965.15	1163.18	筹资活动现金流净额	23371.41	-12462.02	6625.12	-342.36
归属母公司股东净利润	10588.87	12406.19	15120.67	18223.22	现金流量净额	-3367.32	-21192.16	1268.54	1187.46
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	27228.30	6036.14	7304.68	8492.14	成长能力				
应收和预付款项	41847.61	48956.14	60578.20	70536.69	销售收入增长率	13.70%	25.38%	21.02%	16.26%
存货	160224.89	212778.59	260994.00	305063.46	营业利润增长率	23.29%	14.87%	24.25%	20.41%
其他流动资产	5022.18	6214.94	7521.05	8743.68	净利润增长率	21.20%	16.86%	21.88%	20.52%
长期股权投资	11062.36	11062.36	11062.36	11062.36	EBITDA 增长率	20.07%	17.42%	19.47%	17.45%
投资性房地产	6704.44	5469.44	5877.51	6017.13	获利能力				
固定资产和在建工程	17692.93	17086.92	16478.66	15868.15	毛利率	60.35%	58.00%	57.43%	57.20%
无形资产和开发支出	7669.96	6967.69	6263.52	5561.98	三费率	12.85%	14.22%	13.11%	12.41%
其他非流动资产	16714.46	16703.32	16391.27	16039.07	净利率	23.46%	21.87%	22.02%	22.83%
资产总计	294167.14	331275.55	392471.25	447384.67	ROE	14.64%	14.66%	15.43%	15.98%
短期借款	13130.96	8375.53	20735.03	26810.15	ROA	3.84%	3.98%	4.10%	4.33%
应付和预收款项	64908.03	81680.85	99480.61	115824.97	ROIC	13.23%	12.27%	12.05%	12.33%
长期借款	59410.51	59350.51	59320.51	59350.51	EBITDA/销售收入	39.66%	37.14%	36.66%	37.04%
其他负债	79555.30	91862.00	108690.79	124072.50	营运能力				
负债合计	217004.80	241268.89	288226.94	326058.14	总资产周转率	0.19	0.19	0.20	0.20
股本	8203.11	8204.08	8204.08	8204.08	固定资产周转率	3.37	4.24	5.35	6.52
资本公积	5496.39	5496.39	5496.39	5496.39	应收账款周转率	115.90	132.82	125.34	125.87
留存收益	46602.93	57475.28	70747.79	86666.83	存货周转率	0.14	0.14	0.13	0.13
归属母公司股东权益	59123.31	71175.75	84448.26	100367.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	137.48%	—	—	—
少数股东权益	18039.02	18830.91	19796.05	20959.24	资本结构				
股东权益合计	77162.33	90006.66	104244.31	121326.54	资产负债率	73.77%	72.83%	73.44%	72.88%
负债和股东权益合计	294167.14	331275.55	392471.25	447384.67	带息债务/总负债	38.56%	32.69%	31.64%	29.84%
					流动比率	1.62	1.62	1.56	1.55
					速动比率	0.51	0.36	0.35	0.35
					股利支付率	0.00%	12.36%	12.22%	12.64%
					每股指标				
					每股收益	1.29	1.51	1.84	2.22
					每股净资产	9.41	10.97	12.71	14.79
					每股经营现金	-1.22	-1.58	-1.11	-0.45
					每股股利	0.00	0.19	0.23	0.28
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	19091.43	22416.74	26782.37	31456.46					
PE	5.97	5.09	4.18	3.47					
PB	0.82	0.70	0.61	0.52					
PS	1.31	1.05	0.86	0.74					
EV/EBITDA	4.82	4.84	4.43	3.92					
股息率	0.00%	2.43%	2.93%	3.65%					

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。

《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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn