

## 盈利持续改善，业绩表现靓丽

买入（维持）

2019年08月30日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	48,142	57,829	69,591	83,196
同比（%）	13.7%	20.1%	20.3%	19.6%
归母净利润（百万元）	10,589	12,840	15,552	18,575
同比（%）	22.5%	21.3%	21.1%	19.4%
每股收益（元/股）	1.29	1.57	1.90	2.26
P/E（倍）	5.27	4.34	3.59	3.00

### 事件

■ **华侨城发布 2019 年半年报**：2019 年上半年公司实现营业收入 176.54 亿元，同比增长 19.95%；利润总额 40.95 亿元，同比增长 23.24%；归母净利润 28.10 亿元，同比增长 39.52%，基本每股收益 0.3425 元。

### 点评

■ **盈利能力持续改善，销售毛利率再创历史新高**。2019 年上半年公司实现营收和业绩增速分别为 19.95%、39.52%，业绩增速靓丽主要源于公司盈利能力再改善。得益于公司得天独厚的资源获取方式，公司销售毛利率达 65.4%，同比提升 8.7 个百分点，再创历史新高；旅游综合、房地产行业毛利率分别为 32.6%、80.6%，同比分别下降 4.90 个百分点、提升 13.86 个百分点，其中公司房地产项目由于结转结构有所调整，项目主要集中在二线城市，因此毛利率较高。公司上半年销售净利率 16.5%，同比提升 0.9 个百分点。截至 2019 年上半年，公司预收账款及合同负债达 630 亿元，同比增长 60%，未来业绩增长可期。

■ **文旅方式助力公司拿地成本持续低位**。公司 2019 年上半年新增土地项目 18 个，新增项目计容建面 617.17 万平米，权益建筑面积 436.78 万平米，同比增长 90%，权益拿地金额 181.40 亿元。公司新增土地储备仍以一线和二线城市重点城市为主，进一步深化在深圳、西安、无锡、南京、武汉、济南、成都、郑州等城市的战略布局。在获取资源的过程中，公司积极发挥文化旅游品牌优势，新获取的 16 个土地项目中有 12 个以底价成交，与同行其他企业相比有较大成本优势。

■ **旅游业务行业领先，酒店及物业商业板块运营平稳**。公司旗下共有 19 家景区、开放式休闲旅游区及独立运营的演艺项目和 24 家酒店、1 家旅行社。公司上半年累计接待游客 1782 万人次，同比持平。七地欢乐谷接待游客人次同比有小幅增长。公司旗下酒店累计实现收入 7 亿元，同比增长 7%。

■ **杠杆水平略有上升，短期偿债压力小**。截至 2019 年上半年，公司资产负债率 76.7%，同比提升 3.4 个百分点；净负债率 106.2%，同比提升 35.4 个百分点。公司短期借款及一年内到期非流动负债合计 287.90 亿元，在手货币资金 351.29 亿元，短期偿债压力较小。

■ **投资建议**：华侨城依托集团背景，是全域旅游践行者，持续在“文化+旅游+城镇化”的发展路径上深耕。公司“旅游+地产”拿地模式难以复制，业务进入壁垒强，同时易于异地复制。土储量大质优，未来业绩释放可期。我们预计 2019 年-2021 年公司 EPS 为 1.57、1.90、2.26 元人民币，对应 PE 分别为 4.34、3.59、3.00 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动；企业运营风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.80
一年最低/最高价	4.93/8.76
市净率(倍)	0.93
流通 A 股市值(百万元)	47713.42

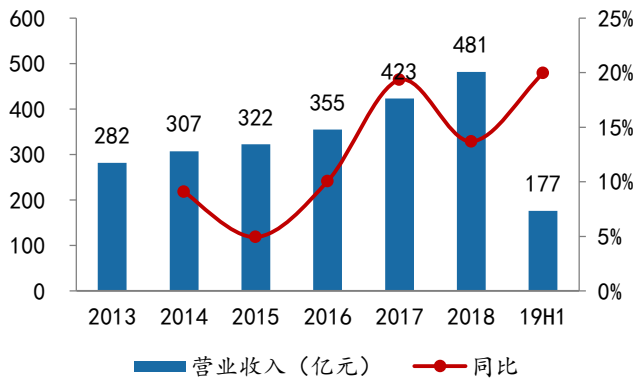
### 基础数据

每股净资产(元)	7.30
资产负债率(%)	76.70
总股本(百万股)	8202.51
流通 A 股(百万股)	7016.68

### 相关研究

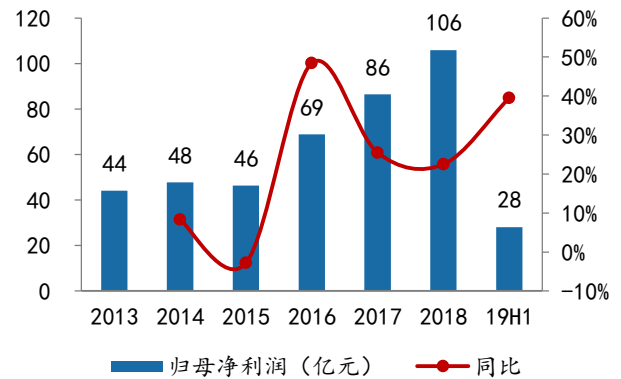
1、《华侨城 A (000069)：奋楫扬帆，旅游+地产协同进入大跨越时代》2019-01-08

图 1：华侨城营业收入（亿元）及增速



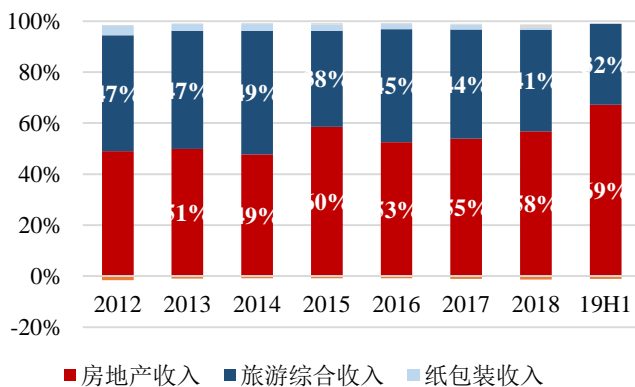
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：华侨城归母净利润（亿元）及增速



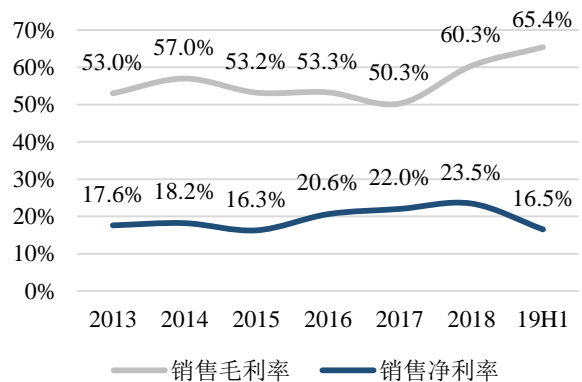
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：华侨城营业收入组成部分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：华侨城销售毛利率及净利率走势



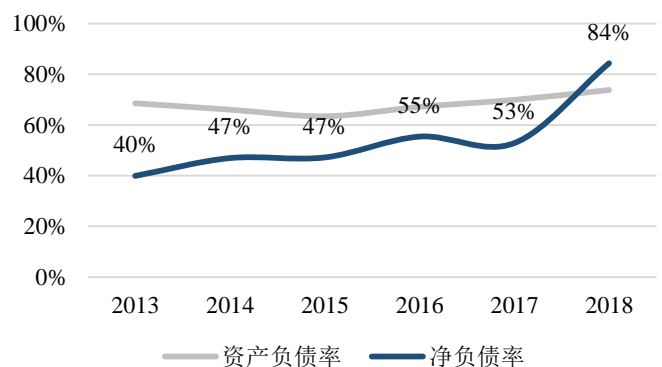
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：华侨城销售商品、提供劳务收到现金（亿元）



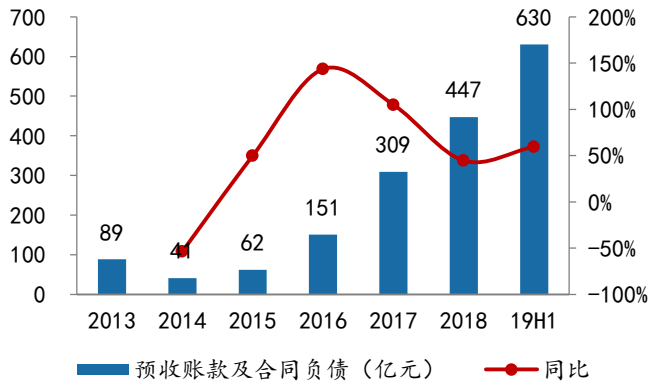
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：华侨城资产负债率及净负债率走势



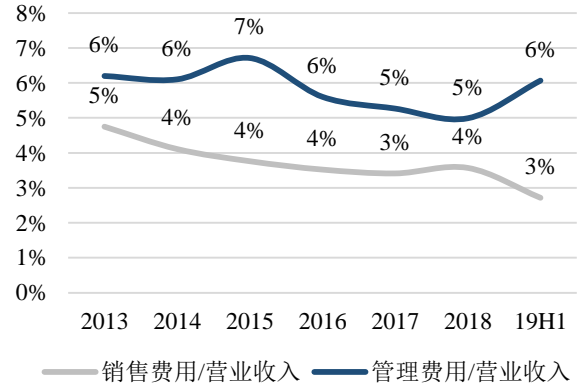
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：华侨城预收账款、合同负债（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：华侨城销售管理、管理费用占营收比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

华侨城 A 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>234,323</b>	<b>253,757</b>	<b>253,865</b>	<b>297,893</b>	<b>营业收入</b>	<b>48,142</b>	<b>57,829</b>	<b>69,591</b>	<b>83,196</b>
现金	27,228	30,537	33,026	34,516	减:营业成本	19,089	23,519	28,692	34,876
应收账款	346	543	570	710	营业税金及附加	10,161	11,762	14,155	16,922
存货	160,225	168,711	172,865	204,170	营业费用	1,718	2,034	2,460	2,936
其他流动资产	46,523	53,967	47,404	58,497	管理费用	2,402	2,885	3,472	4,151
<b>非流动资产</b>	<b>59,844</b>	<b>70,774</b>	<b>83,299</b>	<b>96,168</b>	财务费用	2,065	1,985	1,829	1,660
长期股权投资	11,062	14,659	19,177	23,482	资产减值损失	174	209	251	300
固定资产	14,553	17,113	20,214	23,621	加:投资净收益	2,346	2,815	3,378	4,054
在建工程	3,140	4,860	6,277	7,384	其他收益	3	1	1	1
无形资产	7,583	7,895	8,315	8,873	<b>营业利润</b>	<b>15,047</b>	<b>18,250</b>	<b>22,110</b>	<b>26,405</b>
其他非流动资产	23,506	26,247	29,317	32,809	加:营业外净收支	344	413	495	594
<b>资产总计</b>	<b>294,167</b>	<b>324,532</b>	<b>337,164</b>	<b>394,061</b>	<b>利润总额</b>	<b>15,391</b>	<b>18,663</b>	<b>22,606</b>	<b>26,999</b>
<b>流动负债</b>	<b>144,999</b>	<b>165,825</b>	<b>167,902</b>	<b>213,031</b>	减:所得税费用	4,097	4,968	6,017	7,187
短期借款	13,131	13,394	14,733	16,206	少数股东损益	705	855	1,036	1,238
应付账款	14,067	15,332	13,360	18,345	<b>归属母公司净利润</b>	<b>10,589</b>	<b>12,840</b>	<b>15,552</b>	<b>18,575</b>
其他流动负债	117,801	137,100	139,809	178,480	EBIT	19,887	20,763	24,574	28,826
<b>非流动负债</b>	<b>72,006</b>	<b>70,310</b>	<b>66,738</b>	<b>61,155</b>	EBITDA	21,866	22,757	27,045	31,864
长期借款	70,548	69,064	65,386	59,855					
其他非流动负债	1,458	1,246	1,352	1,299	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>217,005</b>	<b>236,135</b>	<b>234,640</b>	<b>274,185</b>	每股收益(元)	1.29	1.57	1.90	2.26
少数股东权益	18,039	18,894	19,931	21,168	每股净资产(元)	7.21	8.47	10.07	12.03
归属母公司股东权益	59,123	69,502	82,594	98,708	发行在外股份(百万股)	8203	8203	8203	8203
<b>负债和股东权益</b>	<b>294,167</b>	<b>324,532</b>	<b>337,164</b>	<b>394,061</b>	ROIC(%)	9.5%	8.9%	9.8%	10.6%
					ROE(%)	14.6%	15.5%	16.2%	16.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	60.3%	59.3%	58.8%	58.1%
经营活动现金流	-9,984	9,379	15,644	16,035	销售净利率(%)	23.5%	22.2%	22.3%	22.3%
投资活动现金流	-16,828	-8,765	-10,072	-10,075	资产负债率(%)	73.8%	72.8%	69.6%	69.6%
筹资活动现金流	23,371	2,694	-3,082	-4,470	收入增长率(%)	13.7%	20.1%	20.3%	19.6%
现金净增加额	-3,367	3,308	2,489	1,490	净利润增长率(%)	22.5%	21.3%	21.1%	19.4%
折旧和摊销	1,979	1,994	2,471	3,038	P/E	5.27	4.34	3.59	3.00
资本开支	3,138	4,756	4,732	5,016	P/B	0.94	0.80	0.68	0.57
营运资本变动	-21,021	-4,222	-278	-2,666	EV/EBITDA	6.42	6.37	5.35	4.52

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

