

业绩稳健增长，持续深耕战略区域  
买入（维持）

2020年04月28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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	60,025	69,101	79,010	89,716
同比（%）	24.7%	15.1%	14.3%	13.6%
归母净利润（百万元）	12,340	14,187	15,959	17,852
同比（%）	16.5%	15.0%	12.5%	11.9%
每股收益（元/股）	1.50	1.73	1.95	2.18
P/E（倍）	4.21	3.67	3.26	2.91

事件

■ 华侨城发布 2019 年年报及 2020 年 1 季报：2019 年公司实现营业收入 600.25 亿元，同比增长 24.7%；归母净利润 123.40 亿元，同比增长 16.5%，基本每股收益 1.50 元，拟每股派发现金红利 0.3 元。2020 年 1 季度，公司营业收入 68.18 亿元，同比减少 13.9%；归母净利润 8.39 亿元，同比减少 30.0%。

点评

■ 业绩稳健增长，经营效益可观。2019 年公司实现营收和业绩增速分别为 24.7%、16.5%。公司 2019 年销售毛利率为 56.58%，同比略下滑 3.8 个百分点，得益于公司商业模式所带来的低成本资源获取和高溢价市场销售的显著优势，毛利率继续保持行业领先地位，其中房地产、旅游综合业务毛利率分别达 74.6%、40.6%；公司销售及管理费率达 7.8%，同比下降 0.8 个百分点，经营管理质量进一步提升；推动销售净利率达 23.9%，同比提升 0.4 个百分点。20 年 1 季度，公司营收和业绩增速分别为 -13.9%、-30%；营收出现下滑主要受到疫情影响，结算规模有所回落；此外投资收益同比减少 130% 至 -0.55 亿元，影响业绩增速。

■ 坚持“以收定投”原则，加大重点区域战略布局。2019 年公司房地产业务实现销售面积 252 万平方米，同比增长 22%；销售金额 863 亿元，同比增长 45%。公司 2019 年累计获取土地 47 宗，拿地面积 1208 万平米，拿地金额 745 亿元，公司继续在粤港澳大湾区、长三角、长江经济带等国家重点战略区域加大投资力度，综合利用市场化拍地、股权收购等多样化手段，成功落地武汉青山红坊、合肥国际空港小镇和巢湖半岛温泉小镇等多个文旅及城镇化项目，在多个重点城市实现“一城多点”布局，其中 28 个项目以底价摘牌，有效降低资源获取成本。截至 2020 年 1 季度末，公司未开发土地储备 2768 万平米，资源储备丰富。

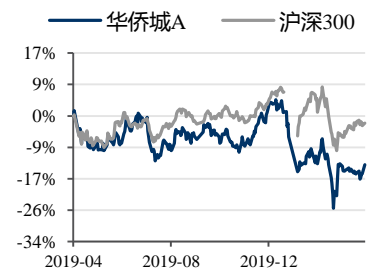
■ 持续布局优质文旅项目，收入增速可观。公司 2019 年旅游板块实现营收 302.62 亿元，同比增长 58.96%，占总营收的 50.42%。公司旗下 18 家景区、24 家酒店、1 家旅行社、2 家开放式旅游区 2019 年累计接待游客 5209 万人次，同比增长 12%。公司持续布局优质文旅项目，在全球主题公园大型企业集团排名中，公司连续 6 年位居亚洲第一、全球第四；此外，公司已在大湾区、长三角、长江经济带等多地投资拓展欢乐海岸、欢乐港湾系列产品，成为华侨城又一优势和拳头产品。

■ 杠杆水平可控，融资成本低位。2019 年公司综合运用直接融资、发行债券、Reits、权益融资等多种手段实现外部融资 558.16 亿元，平均融资成本 4.56%，处于同行业较低水平；2020 年 1 季度，公司资产负债率 76.2%，同比下降 0.6 个百分点；净负债率 96.8%，同比提升 6.3 个百分点。

■ 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。我们预计 2020 年-2022 年公司 EPS 为 1.73、1.95、2.18 元人民币，对应 PE 分别为 3.7、3.3、2.9 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)	6.34
一年最低/最高价	5.51/7.93
市净率(倍)	0.76
流通 A 股市值(百万元)	45798.81

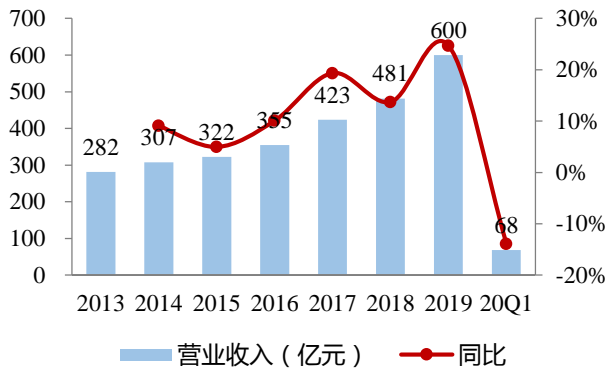
基础数据

每股净资产(元)	8.25
资产负债率(%)	76.16
总股本(百万股)	8202.51
流通 A 股(百万股)	7035.15

相关研究

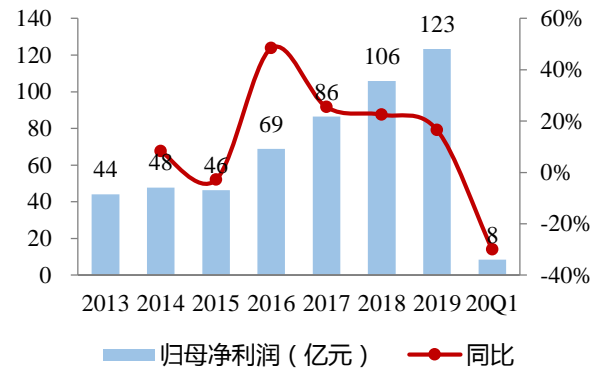
- 1、《华侨城 A (000069)：盈利持续改善，短期偿债压力小》  
2019-10-29
- 2、《华侨城 A (000069)：盈利持续改善，业绩表现靓丽》  
2019-08-30

图 1：华侨城营业收入（亿元）及增速



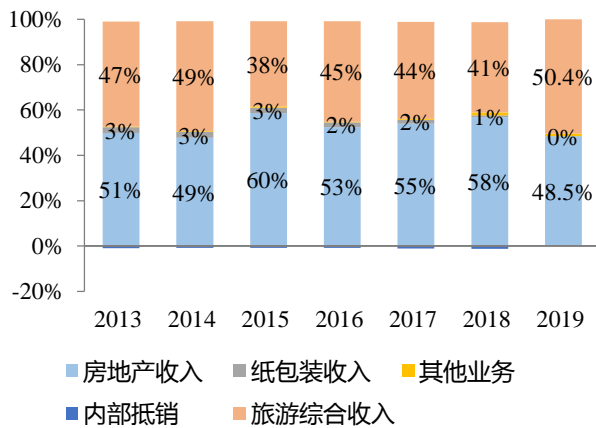
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：华侨城归母净利润（亿元）及增速



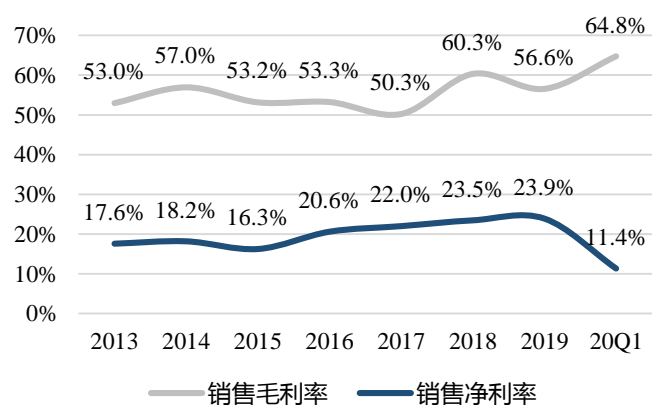
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：华侨城营业收入组成部分



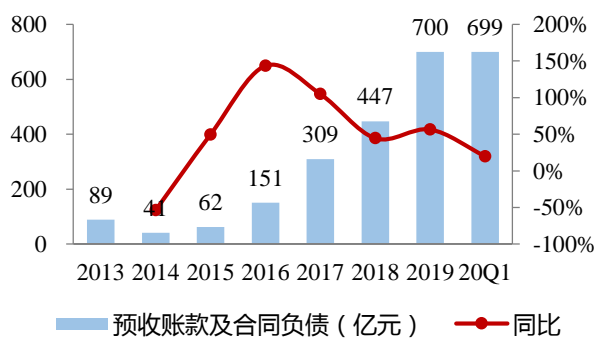
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：华侨城销售毛利率及净利率走势



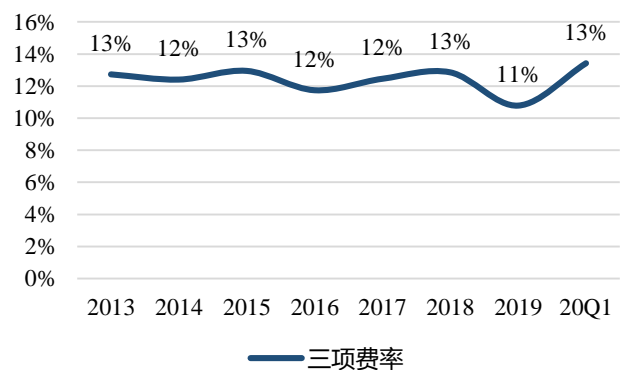
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：华侨城预收账款及增速



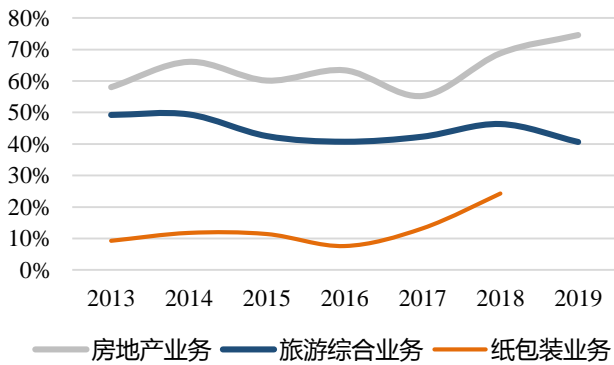
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：华侨城三项费用率走势



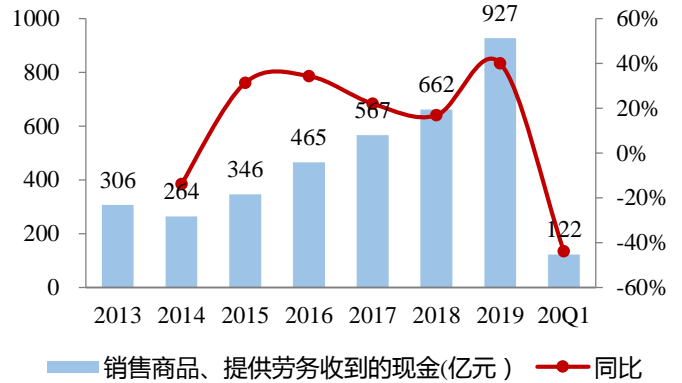
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：华侨城各业务毛利率走势



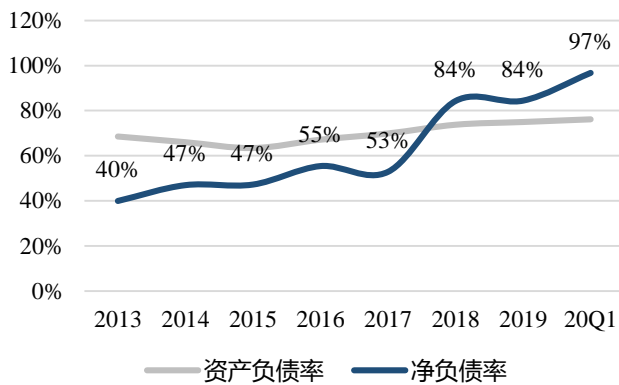
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：华侨城销售商品、提供服务现金流入及增速



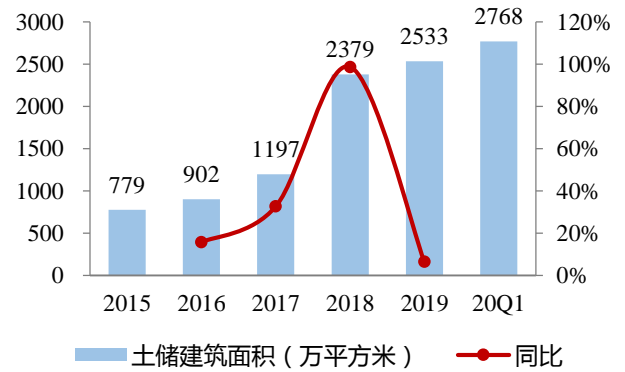
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：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 10：华侨城土地储备建面及增速



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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>298,283</b>	<b>346,961</b>	<b>361,498</b>	<b>414,631</b>	<b>营业收入</b>	<b>60,025</b>	<b>69,101</b>	<b>79,010</b>	<b>89,716</b>
现金	37,487	33,533	42,653	49,418	减:营业成本	26,061	29,693	34,156	39,044
应收账款	286	405	427	470	营业税金及附加	12,783	14,716	16,827	19,107
存货	185,344	229,937	225,476	262,578	营业费用	1,906	2,285	2,578	2,940
其他流动资产	75,166	83,086	92,942	102,165	管理费用	2,775	3,195	3,653	4,148
<b>非流动资产</b>	<b>81,337</b>	<b>94,267</b>	<b>107,530</b>	<b>121,453</b>	财务费用	1,794	2,114	2,441	2,724
长期股权投资	14,288	18,738	22,951	27,383	资产减值损失	-85	-98	-112	-127
固定资产	15,898	18,327	21,011	23,820	加:投资净收益	4,477	4,924	5,417	5,959
在建工程	4,677	6,589	8,309	9,770	其他收益	-53	-13	-16	-20
无形资产	8,940	9,511	10,249	11,186	<b>营业利润</b>	<b>19,231</b>	<b>22,108</b>	<b>24,869</b>	<b>27,820</b>
其他非流动资产	37,533	41,102	45,009	49,293	加:营业外净收支	-11	-13	-14	-15
<b>资产总计</b>	<b>379,620</b>	<b>441,228</b>	<b>469,027</b>	<b>536,084</b>	<b>利润总额</b>	<b>19,219</b>	<b>22,096</b>	<b>24,856</b>	<b>27,804</b>
<b>流动负债</b>	<b>200,471</b>	<b>240,428</b>	<b>249,253</b>	<b>298,190</b>	减:所得税费用	4,877	5,607	6,307	7,055
短期借款	23,349	25,684	28,252	31,077	少数股东损益	2,002	2,302	2,589	2,897
应付账款	17,032	21,281	21,414	25,912	<b>归属母公司净利润</b>	<b>12,340</b>	<b>14,187</b>	<b>15,959</b>	<b>17,852</b>
其他流动负债	160,090	193,463	199,587	241,201	EBIT	24,715	25,108	28,087	30,977
<b>非流动负债</b>	<b>84,156</b>	<b>91,778</b>	<b>94,664</b>	<b>94,495</b>	EBITDA	26,744	27,141	30,556	33,944
长期借款	82,612	90,236	93,121	92,953					
其他非流动负债	1,544	1,542	1,543	1,542	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>284,627</b>	<b>332,206</b>	<b>343,917</b>	<b>392,685</b>	每股收益(元)	1.50	1.73	1.95	2.18
少数股东权益	26,356	28,658	31,248	34,144	每股净资产(元)	8.37	9.80	11.44	13.32
归属母公司股东权益	68,637	80,364	93,862	109,254	发行在外股份(百万股)	8202	8203	8203	8203
<b>负债和股东权益</b>	<b>379,620</b>	<b>441,228</b>	<b>469,027</b>	<b>536,084</b>	ROIC(%)	9.8%	8.5%	8.5%	8.5%
					ROE(%)	15.1%	15.1%	14.8%	14.5%
					毛利率(%)	56.6%	57.0%	56.8%	56.5%
					销售净利率(%)	20.6%	20.5%	20.2%	19.9%
					资产负债率(%)	75.0%	75.3%	73.3%	73.3%
					收入增长率(%)	24.7%	15.1%	14.3%	13.6%
					净利润增长率(%)	16.5%	15.0%	12.5%	11.9%
					P/E	4.21	3.67	3.26	2.91
					P/B	0.76	0.65	0.55	0.48
					EV/EBITDA	5.98	6.89	6.29	5.84

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>