

公司研究/年报点评

2019年04月01日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 7.70
合理价格区间(元): 9.54~11.13

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

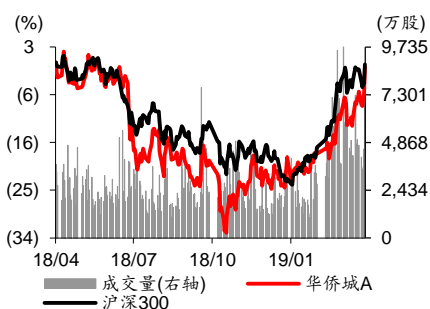
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1 《华侨城 A(000069,买入): 盈利表现稳健, 投资主动权提升》2018.10
- 2 《华侨城 A(000069,买入): “文旅+地产” 持续巩固盈利优势》2018.08
- 3 《华侨城 A(000069,买入): 文旅布局扩张, 资源释放有望提速》2018.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

异地积极拓展, 业绩稳步前行

华侨城 A(000069)

核心观点

2018 年公司实现营收 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 22.5%; 实现扣非后归母净利 95.1 亿元, 同比增长 30.4%; 拟每 10 股派发现金红利 3 元, 股息率达 3.9%, 公司业绩整体符合预期。公司片区开发模式在资源获取成本和产品溢价层面的盈利优势明显, 综合毛利率保持行业高位, 预测 2019-2021 年 EPS 为 1.59、1.92、2.30 元, 维持“买入”评级。

高价项目步入结转周期, 继续加大优势互补和收益共享

我们认为公司业绩稳健增长的动力主要来源于: (1) 高价项目结转规模稳步提升, 2018 年房地产开发结算面积 119.8 万平, 同比减少 25.0%, 而结算收入 280.4 亿元, 同比增长 20.1%。(2) 高毛利项目步入结转, 2018 年华中、华南地区毛利率分别同比提升 16.4 和 7.8 个百分点, 房地产开发业务毛利率总体提升 13.5 个百分点至 68.8%, 明显高于行业水平。(3) 公司继续通过合作开发、股权转让、资产处置等方式加快周转, 报告期投资收益 23.5 亿, 同比减少 51.1%。

异地深耕优势显现, 积极拓展资源版图

2018 年房地产开发实现销售面积 206.2 万平, 同比增长 41.0%, 销售占比前三的地区为南京 16.7%、重庆 15.3%、深圳 11.2%, 异地深耕优势逐渐显现。全年新增土地规划建面 1382.5 万平, 同比增长 138.3%; 新增权益规划建面 866.6 万平, 同比增长 87.3%。报告期全力推进大湾区布局, 此外完成粤港澳以外 9 个城市 40 多个项目的拓展, 在全国共计 28 个城市实现项目落地, 资源版图大幅增加。2018 年末公司旅游综合及房地产开发在建项目待竣工计容建面 1406.8 万平, 土地储备待开发计容建面 2378.7 万平, 合计占比前三的地区为重庆 11%、武汉 10%、南京 8%。

文旅步伐稳健, 继续巩固行业领军优势

2018 年 5 月主题娱乐协会(TEA)与 AECOM 联合发布的全球主题公园集团排行榜中, 华侨城蝉联全球主题公园集团四强, 继续领跑亚洲。2018 年末公司共有景区 13 家、酒店 23 家、旅行社 1 家, 2018 年共计接待游客 4,696 万人次, 同比增长 16%。2018 年旅游综合业务收入同比增长 6.1%至 196.6 亿元, 毛利率同比增加 4.0 个百分点至 46.3%, 旅游综合继续保持稳中向好的发展态势, 片区开发模式在资源获取成本和产品溢价层面的盈利优势继续显现。2019 年公司计划南京欢乐谷水公园、顺德欢乐海岸顺利开业, 加快已落地郑州、襄阳和西安等新落地项目的开发建设。

文旅+地产领军企业, 维持“买入”评级

公司独特的“文旅+地产”模式对盈利空间的改善持续显现, 此外依托央企背景的产业生态和融资相对优势明显, 我们看好片区开发模式的异地复制效率和空间, 上调公司 2019-2021 年 EPS 至 1.59、1.92、2.30 元(前值 2019、2020 年 1.55、1.77 元)。参考可比公司 2019 年平均 7.4 倍 PE 估值, 考虑到公司文旅业务占比的提升对资源周转速度的影响, 给予公司 2018 年 6.0 - 7.0 倍 PE 估值, 目标价 9.54-11.13 元(前值 6.99-8.26 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 文旅项目面临全球主题公园品牌的竞争; 重点布局的一二线城市回暖持续性不确定。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	42,341	48,142	60,419	74,762	91,359
+/-%	19.33	13.70	25.50	23.74	22.20
归属母公司净利润(百万元)	8,643	10,589	13,048	15,712	18,887
+/-%	25.47	22.52	23.23	20.41	20.21
EPS(元, 最新摊薄)	1.05	1.29	1.59	1.92	2.30
PE(倍)	7.31	5.97	4.84	4.02	3.34

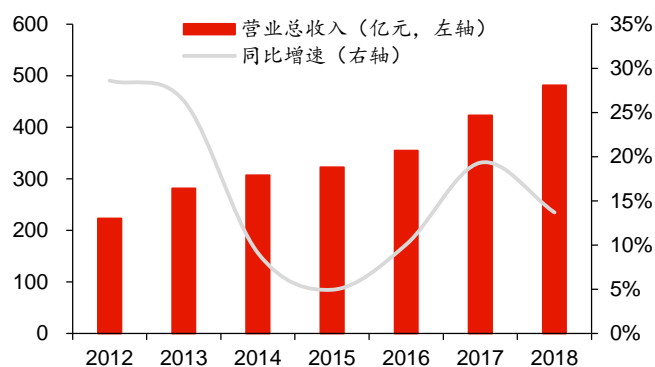
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司基本资料

总股本(百万股)	8,204
流通 A 股(百万股)	6,998
52 周内股价区间(元)	5.21-8.32
总市值(百万元)	63,171
总资产(百万元)	294,167
每股净资产(元)	7.21

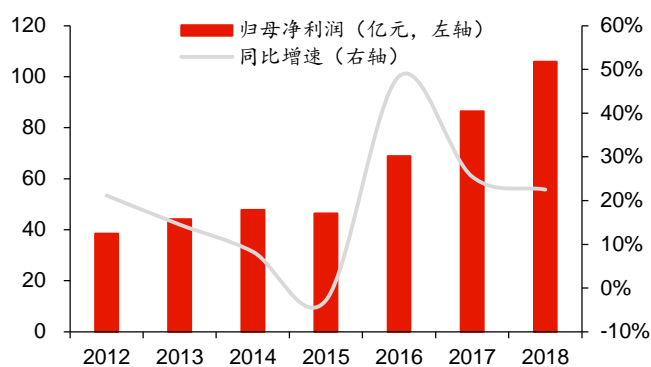
资料来源: 公司公告

图表1：2018年公司营收持续增长



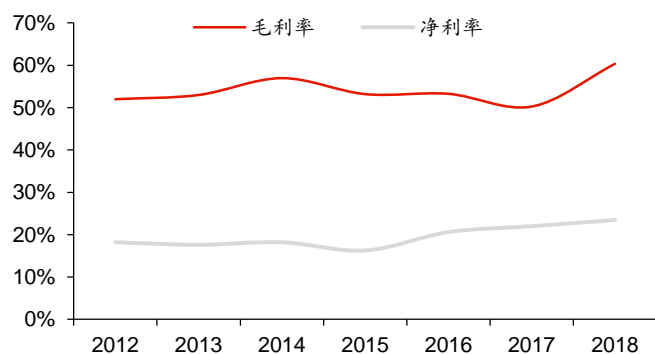
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：2018年公司归母净利润持续增长



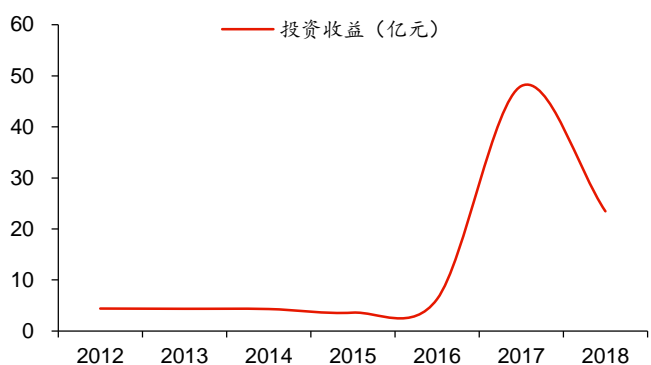
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：2018年公司毛利率、净利率创新高



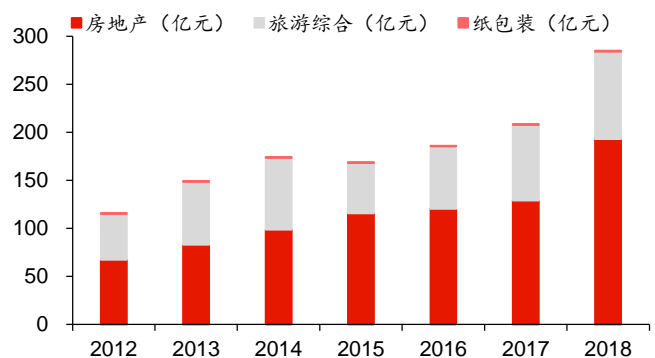
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：2018年公司投资收益有所回落



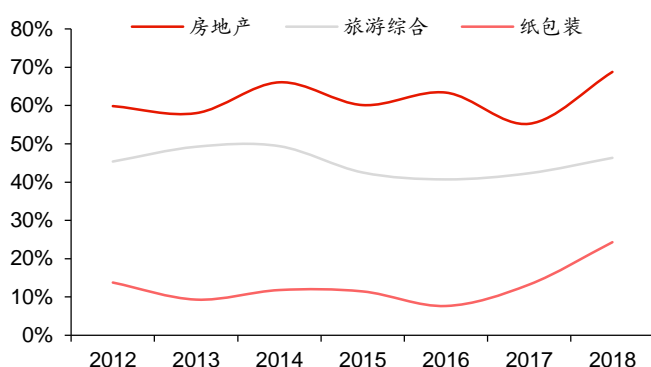
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：2018年公司各主营业务毛利润继续增长



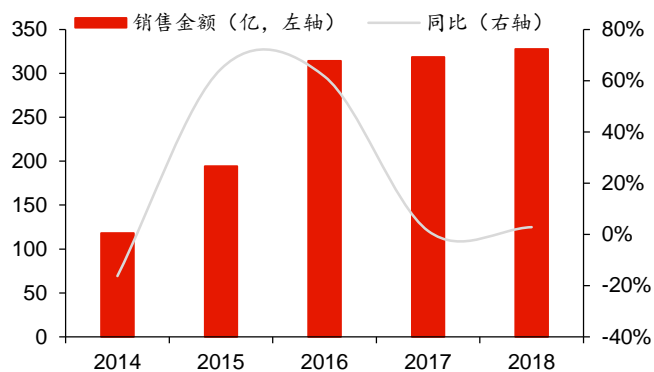
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：2018年公司各主营业务毛利率稳步提升



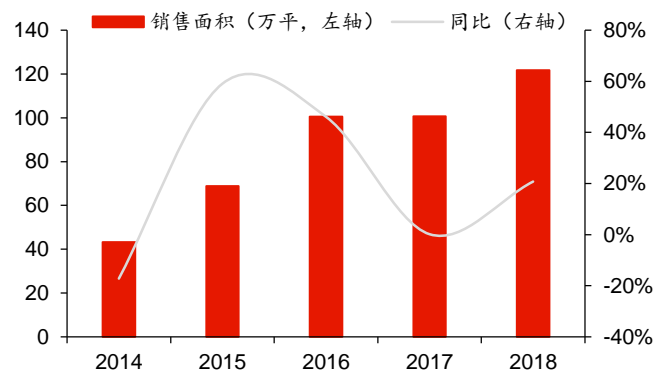
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7: 2018年公司销售金额持续增长



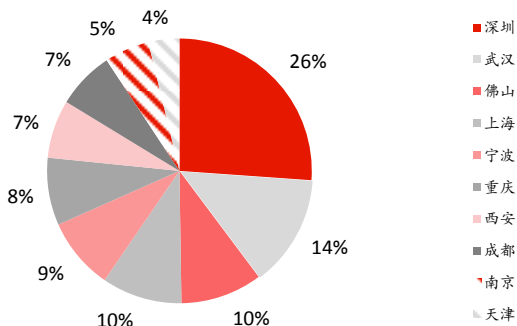
资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

图表8: 2018年公司销售面积持续增长



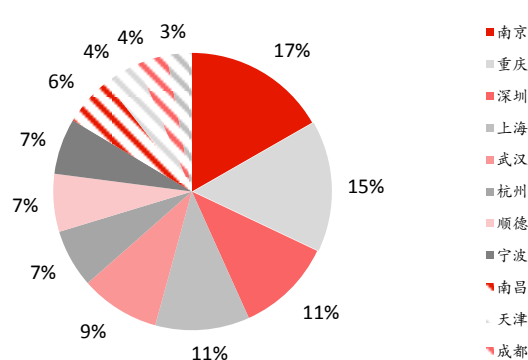
资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

图表9: 2017年公司销售面积区域分布



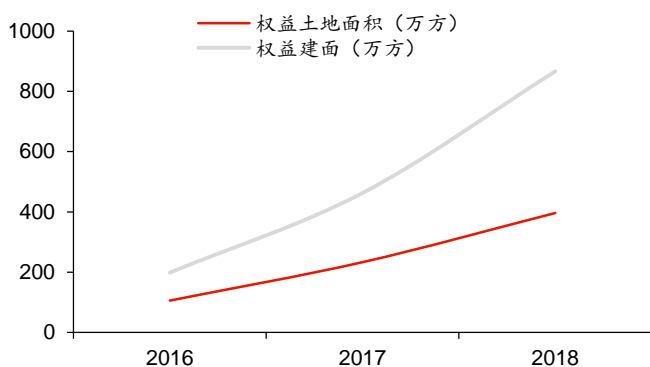
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10: 2018年公司销售面积区域分布



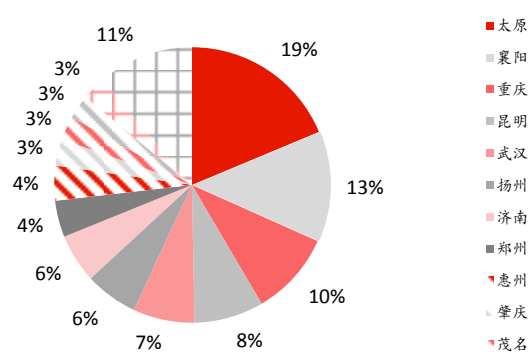
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表11: 2018公司新增权益建面持续增长



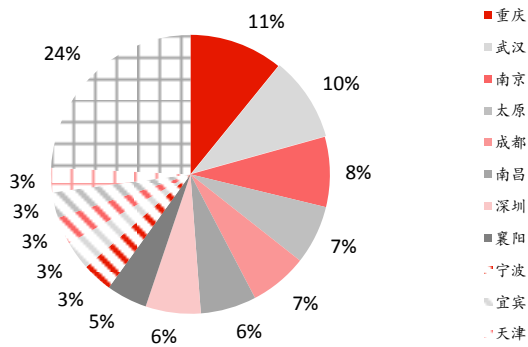
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表12: 2018年公司拿地建筑面积分布



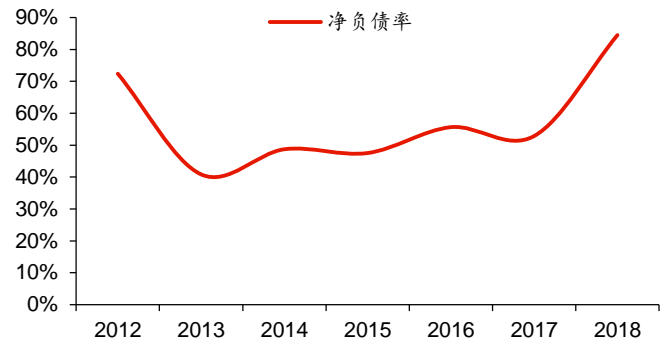
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 2018年末各区域土地储备及在建项目计容建面占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表14: 2018年末公司净负债率有所提升



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表15: 可比公司估值情况 (截至2019年3月29日)

股票名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
万科A	3,391.23	30.72	2.54	3.20	3.77	4.52	12.09	9.60	8.15	6.80
保利地产	1,693.85	14.24	1.31	1.69	1.93	2.32	10.84	8.41	7.38	6.14
绿地控股	917.48	7.54	0.74	0.92	1.16	1.39	10.15	8.17	6.52	5.42
华夏幸福	931.40	31.02	2.92	3.99	5.10	6.55	10.61	7.78	6.09	4.74
金地集团	620.76	13.75	1.52	1.80	2.13	2.52	9.07	7.64	6.46	5.46
新城控股	1,018.91	45.15	2.67	4.30	6.01	7.79	16.90	10.50	7.51	5.79
招商蛇口	1,821.17	23.04	1.55	1.93	2.40	2.93	14.90	11.91	9.60	7.85
中南建设	352.43	9.50	0.16	0.56	1.07	1.74	58.48	16.96	8.86	5.47
阳光城	338.18	8.35	0.51	0.76	1.04	1.36	16.40	10.98	8.01	6.14
泰禾集团	246.35	9.55	0.92	1.05	1.23	1.50	10.43	9.12	7.80	6.37
首开股份	220.23	7.38	0.46	0.78	1.11	1.69	16.12	9.47	6.64	4.36
蓝光发展	389.80	7.30	0.38	0.58	0.90	1.09	19.45	12.68	8.10	6.67
金科股份	489.17	11.25	1.32	1.76	2.21	2.81	8.49	6.41	5.10	4.01
荣盛发展	147.17	4.73	0.55	0.59	0.71	0.95	8.60	8.05	6.66	4.99
滨江集团	3,391.23	30.72	2.54	3.20	3.77	4.52	12.09	9.60	8.15	6.80
行业平均							15.89	9.83	7.35	5.73

注: 盈利预测全部来源于Wind一致预期,

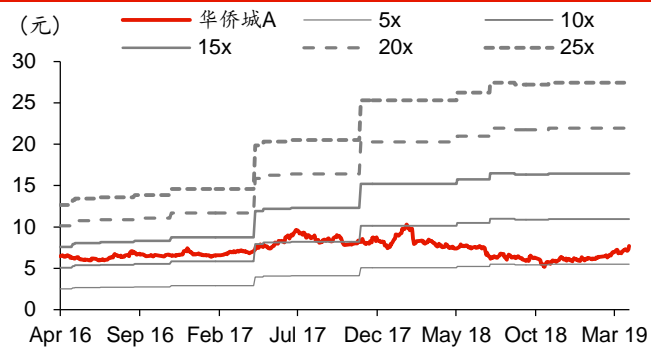
资料来源: wind, 华泰证券研究所

风险提示

- (1) 公司综合旅游项目多位于核心一二线城市, 未来面临迪士尼、环球影城等全球主题园区品牌的竞争;
- (2) 当前开发业务布局依然集中于核心一二线城市, 销售表现预计持续受到调控政策的影响, 2019热点城市回暖具有一定的不确定性。

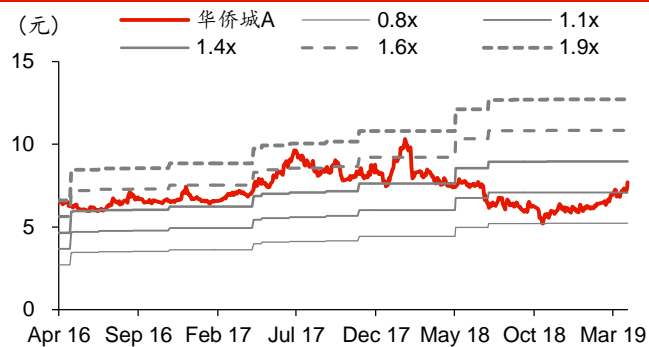
PE/PB – Bands

图表16: 华侨城 A 历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表17: 华侨城 A 历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	167,207	234,323	278,586	334,823	392,296
现金	29,210	27,228	30,209	37,381	47,074
应收账款	484.27	346.49	517.09	605.49	753.85
其他应收账款	11,650	31,298	25,853	35,628	44,691
预付账款	17,013	10,670	17,942	21,248	26,023
存货	105,738	160,225	200,207	235,949	269,683
其他流动资产	3,113	4,555	3,858	4,011	4,070
非流动资产	50,802	59,844	63,642	66,388	69,974
长期投资	6,639	11,062	12,832	13,602	14,418
固定投资	14,057	14,553	17,446	20,225	23,217
无形资产	6,199	7,583	9,375	9,158	8,939
其他非流动资产	23,907	26,646	23,988	23,403	23,400
资产总计	218,010	294,167	342,228	401,211	462,270
流动负债	103,341	144,999	159,006	180,439	199,467
短期借款	12,758	13,131	26,429	26,808	28,131
应付账款	0.00	14,206	12,230	17,959	21,153
其他流动负债	90,583	117,662	120,346	135,671	150,183
非流动负债	49,194	72,006	92,095	114,349	137,993
长期借款	44,706	59,411	77,115	97,319	118,724
其他非流动负债	4,488	12,595	14,980	17,029	19,269
负债合计	152,534	217,005	251,101	294,787	337,460
少数股东权益	13,427	18,039	18,955	20,107	21,491
股本	8,204	8,203	8,203	8,203	8,203
资本公积	5,637	5,496	5,496	5,496	5,496
留存公积	38,467	46,603	58,472	72,618	89,619
归属母公司股东权益	52,048	59,123	72,172	86,318	103,319
负债和股东权益	218,010	294,167	342,228	401,211	462,270

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(7,914)	(9,984)	(21,540)	(9,923)	(7,284)
净利润	9,318	11,294	13,965	16,863	20,271
折旧摊销	2,098	1,979	2,207	2,744	3,342
财务费用	1,598	2,065	2,499	2,899	3,334
投资损失	(4,800)	(2,346)	(3,196)	(3,876)	(4,496)
营运资金变动	(15,712)	(21,021)	(36,950)	(30,111)	(30,187)
其他经营现金	(416.97)	(1,956)	(63.94)	1,559	451.76
投资活动现金	(9,335)	(16,828)	(4,442)	(1,774)	(2,365)
资本支出	5,178	3,138	3,200	4,400	5,600
长期投资	2,079	2,979	2,377	1,108	1,148
其他投资现金	(2,078)	(10,711)	1,135	3,734	4,383
筹资活动现金	29,594	23,371	28,963	18,868	19,341
短期借款	7,001	373.36	13,298	378.89	1,323
长期借款	21,808	14,704	17,704	20,204	21,404
普通股增加	(1.60)	(0.98)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	77.38	(140.51)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	709.33	8,435	(2,040)	(1,715)	(3,386)
现金净增加额	12,197	(3,367)	2,981	7,172	9,693

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	42,341	48,142	60,419	74,762	91,359
营业成本	21,064	19,089	24,651	31,026	38,371
营业税金及附加	7,958	10,161	12,286	15,395	18,735
营业费用	1,445	1,718	2,125	2,643	3,224
管理费用	2,212	2,402	3,062	3,769	4,614
财务费用	1,598	2,065	2,499	2,899	3,334
资产减值损失	657.93	173.70	335.11	281.31	299.24
公允价值变动收益	0.00	2.69	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4,800	2,346	3,196	3,876	4,496
营业利润	12,204	15,047	18,656	22,625	27,279
营业外收入	684.97	393.88	490.91	458.57	469.35
营业外支出	69.24	49.88	56.33	54.18	54.90
利润总额	12,820	15,391	19,091	23,029	27,693
所得税	3,502	4,097	5,126	6,166	7,422
净利润	9,318	11,294	13,965	16,863	20,271
少数股东损益	674.84	705.46	916.36	1,151	1,385
归属母公司净利润	8,643	10,589	13,048	15,712	18,887
EBITDA	15,901	19,091	23,362	28,268	33,955
EPS (元, 基本)	1.05	1.29	1.59	1.92	2.30

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	19.33	13.70	25.50	23.74	22.20
营业利润	42.39	23.30	23.99	21.27	20.57
归属母公司净利润	25.47	22.52	23.23	20.41	20.21
获利能力 (%)					
毛利率	50.25	60.35	59.20	58.50	58.00
净利率	20.41	21.99	21.60	21.02	20.67
ROE	16.61	17.91	18.08	18.20	18.28
ROIC	13.50	11.23	10.13	10.23	10.44
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.97	73.77	73.37	73.47	73.00
净负债比率 (%)	39.50	37.39	43.89	44.59	45.62
流动比率	1.62	1.62	1.75	1.86	1.97
速动比率	0.59	0.47	0.47	0.51	0.58
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.19	0.19	0.20	0.21
应收账款周转率	85.79	100.15	118.06	112.93	113.74
应付账款周转率	4.24	2.69	1.86	2.06	1.96
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.29	1.59	1.92	2.30
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.96)	(1.22)	(2.63)	(1.21)	(0.89)
每股净资产(最新摊薄)	6.34	7.21	8.80	10.52	12.60
估值比率					
PE (倍)	7.31	5.97	4.84	4.02	3.34
PB (倍)	1.21	1.07	0.88	0.73	0.61
EV_EBITDA (倍)	7.80	6.49	5.31	4.39	3.65

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com