

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 6.81
合理价格区间(元): 8.10~9.72

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

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

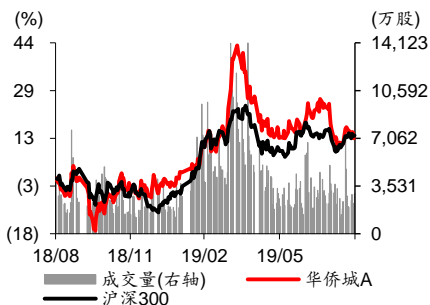
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

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

相关研究

- 1 《华侨城 A(000069,买入): 销售回款提速, 版图持续扩张》2019.04
- 2 《华侨城 A(000069,买入): 异地积极拓展, 业绩稳步前行》2019.04
- 3 《华侨城 A(000069,买入): 盈利表现稳健, 投资主动权提升》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

资源禀赋兑现盈利, 片区模式穿越周期

华侨城 A(000069)

核心观点

2019上半年公司实现营收176.5亿元,同比增长20.0%;实现归母净利润28.1亿元,同比增长39.5%;实现扣非后归母净利润26.6亿元,同比增长45.3%,公司总体业绩略超出预期。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领先,上调2019-2021年EPS至1.62、2.03、2.53元(前值1.59、1.92、2.30元),维持“买入”评级。

资源禀赋优势兑现盈利, 片区开发模式优势持续凸显

上半年公司业绩超预期,主要源于:1、旅游和地产收入的双增长,均同比+22.5%,前期销售高增长和文旅扩张逐渐兑现;2、地产业务毛利率同比+13.9pct至80.6%,带动综合毛利率达到历史新高的65.4%,随着行业高景气周期叠加片区开发模式成本和溢价优势的显现,公司盈利能力大幅领先主流房企;3、高权益比项目集中结算,少数股东损益占净利润比重同比-8.8pct至3.6%。报告期末公司预收账款同比+47.7%至582.8亿元,先进模式加持下,优质待结转资源的业绩兑现空间依然值得期待。

销售延续强势表现, 低成本扩张进一步巩固盈利优势

据我们跟踪,上半年公司地产销售金额达370亿元,预计同比增速接近50%。公司深度受益于核心一二线城市需求端的趋势性复苏,销售增速保持行业领先。凭借文旅优势,公司继续以低成本扩张资源版图,上半年新增权益投资金额181.4亿元,新增权益建面436.78万平,同比+90%。新获取16个土地项目中12个底价成交,主要位于粤港澳大湾区、西安、济南、南京、武汉等核心城市,资源储备持续优化,进一步巩固盈利优势。

行业领军优势持续巩固, 文旅政策环境更趋友好

2019年AECOM联合TEA发布的报告显示,华侨城继续蝉联全球主题公园集团四强。公司目前旗下共有19家景区、开放式休闲旅游区、度假区及独立运营的演艺项目和24家酒店、1家旅行社。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;北京欢乐谷、武汉欢乐谷、重庆欢乐谷游客增幅均超10%。8月23日,国务院办公厅印发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》,通过九大激励措施鼓励文化旅游消费,公司文旅业务有望迎来新一轮加速发展。

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,以及刺激消费的政策环境下文旅业务的新一轮快速发展。上调2019-2021年EPS至1.62、2.03、2.53元(前值1.59、1.92、2.30元)。参考可比公司2019年平均6.0倍PE估值,给予公司2019年5.0-6.0倍PE估值,目标价8.10-9.72元(前值9.54-11.13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。

公司基本资料

总股本(百万股)	8,203
流通A股(百万股)	7,017
52周内股价区间(元)	5.21-8.99
总市值(百万元)	55,859
总资产(百万元)	334,603
每股净资产(元)	7.30

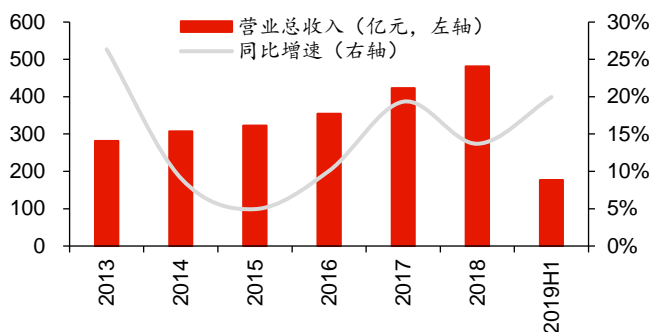
资料来源: 公司公告

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	60,900	76,576	95,873
+/-%	19.33	13.70	26.50	25.74	25.20
归属母公司净利润(百万元)	8,643	10,589	13,285	16,621	20,739
+/-%	25.47	22.52	25.46	25.11	24.78
EPS(元,最新摊薄)	1.05	1.29	1.62	2.03	2.53
PE(倍)	6.46	5.28	4.21	3.36	2.69

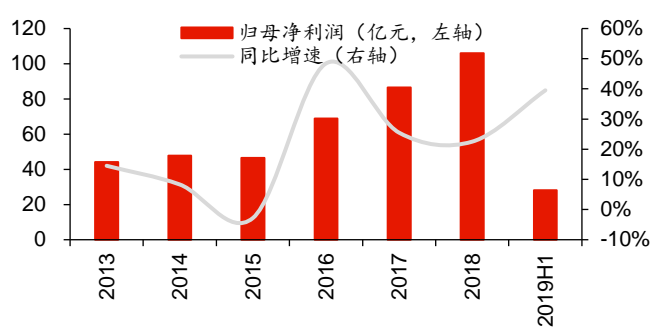
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2013-2019H1 公司营业收入



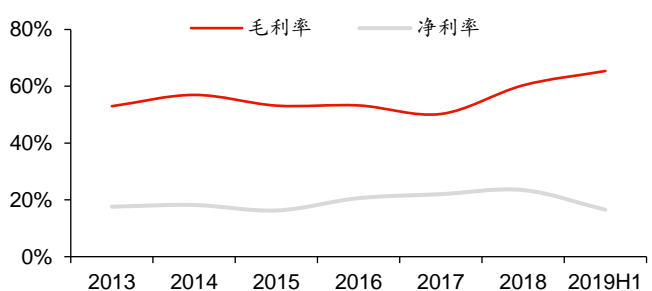
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 2013-2019H1 公司归母净利润



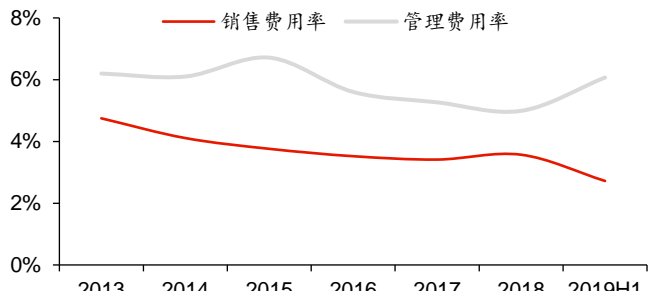
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 2013-2019H1 公司毛利率、净利率



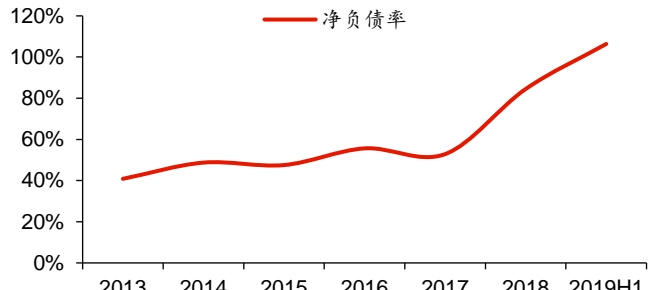
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 2013-2019H1 销售、管理费用率



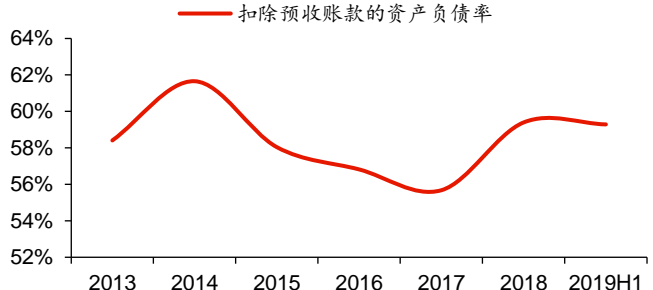
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 2013-2019H1 末公司净负债率



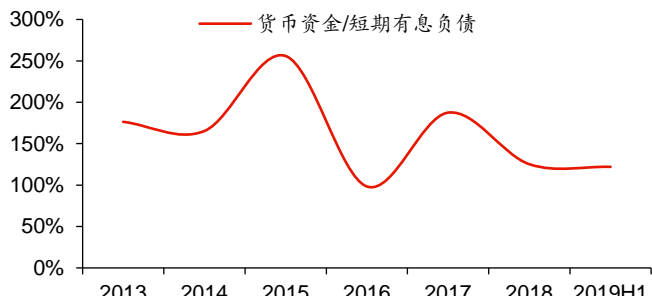
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 2013-2019H1 公司扣除预收款的资产负债率



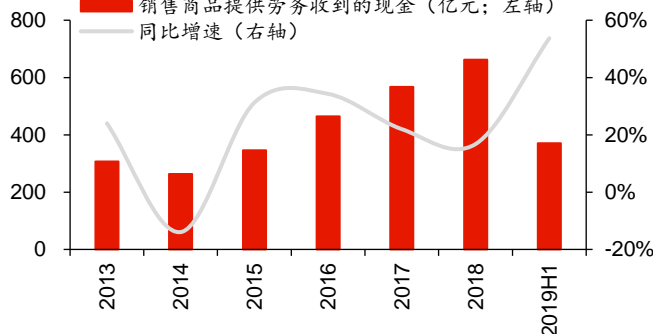
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 2013-2019H1 末公司短债现金覆盖率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 2013-2019H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9：可比公司估值情况（截至2019年8月30日）

股票名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
万科A	2,915.95	25.80	3.06	3.63	4.28	4.98	8.43	7.12	6.03	5.18
保利地产	1,600.05	13.45	1.59	2.03	2.47	2.93	8.46	6.61	5.45	4.59
绿地控股	806.75	6.63	0.93	1.19	1.48	1.82	7.13	5.58	4.48	3.64
华夏幸福	800.91	26.68	3.79	5.02	6.51	8.39	7.04	5.31	4.10	3.18
金地集团	506.99	11.23	1.79	2.18	2.59	3.03	6.27	5.15	4.34	3.71
招商蛇口	1,563.03	19.75	1.89	2.40	2.89	3.43	10.45	8.22	6.83	5.76
中南建设	0.00	7.31	0.59	1.13	1.93	2.43	12.36	6.44	3.79	3.01
阳光城	230.85	5.70	0.66	1.05	1.42	1.81	8.64	5.44	4.00	3.16
首开股份	197.59	7.66	1.07	1.35	1.58	1.73	7.18	5.67	4.84	4.42
蓝光发展	170.39	5.71	0.62	1.11	1.70	2.13	9.18	5.12	3.36	2.68
金科股份	360.96	6.76	0.72	0.98	1.23	1.54	9.39	6.91	5.48	4.38
荣盛发展	352.64	8.11	1.74	2.21	2.71	3.33	4.66	3.67	2.99	2.44
滨江集团	115.43	3.71	0.39	0.52	0.64	0.78	9.51	7.17	5.83	4.73
行业平均							8.36	6.03	4.73	3.91

注：盈利预测全部来源于Wind一致预期，

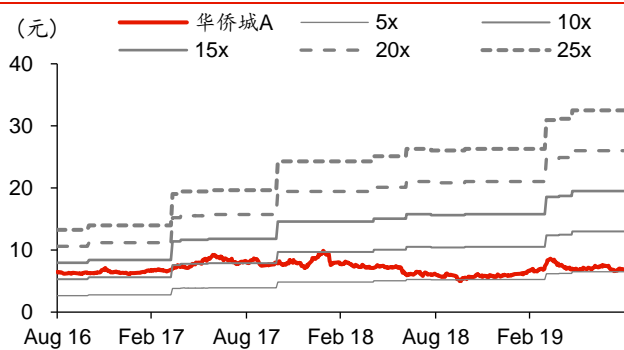
资料来源：wind，华泰证券研究所

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。

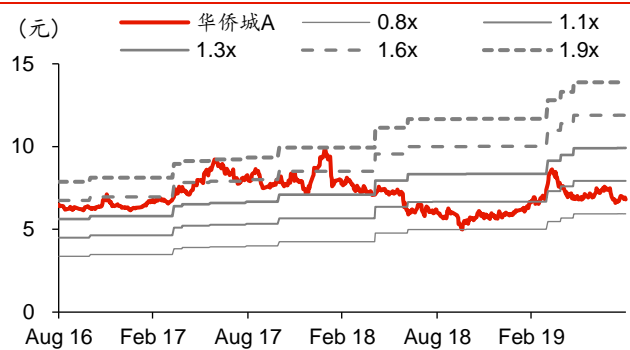
PE/PB - Bands

图表10：华侨城A历史PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表11：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	285,162	349,002	416,872
现金	29,210	27,228	30,450	38,288	47,936
应收账款	484.27	346.49	521.21	620.18	791.09
其他应收账款	11,650	31,298	26,059	36,492	46,899
预付账款	17,013	10,670	18,085	21,764	27,309
存货	105,738	160,225	206,187	247,823	289,858
其他流动资产	3,113	4,555	3,859	4,014	4,079
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	348,804	415,390	486,846
流动负债	103,341	144,999	167,790	195,878	223,426
短期借款	12,758	13,131	34,681	40,188	46,987
应付账款	0.00	14,206	12,328	18,395	22,198
其他流动负债	90,583	117,662	120,781	137,295	154,240
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	259,885	310,226	361,418
少数股东权益	13,427	18,039	18,972	20,190	21,710
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	56,247	71,274	90,018
归属母公司股东权益	52,048	59,123	69,947	84,973	103,717
负债和股东权益	218,010	294,167	348,804	415,390	486,846

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)	(27,290)	(15,156)	(14,106)
净利润	9,318	11,294	14,218	17,839	22,259
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)	(3,396)	(4,676)	(5,906)
营运资金变动	(15,712)	(21,021)	(43,686)	(33,872)	(37,072)
其他经营现金	(416.97)	(1,956)	868.24	(90.22)	(62.80)
投资活动现金	(9,335)	(16,828)	(4,242)	(973.95)	(954.62)
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)	1,335	4,534	5,793
筹资活动现金	29,594	23,371	34,753	23,968	24,709
短期借款	7,001	373.36	21,550	5,507	6,799
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	(4,501)	(1,743)	(3,495)
现金净增加额	12,197	(3,367)	3,222	7,838	9,649

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	42,341	48,142	60,900	76,576	95,873
营业成本	21,064	19,089	24,847	31,779	40,267
营业税金及附加	7,958	10,161	12,384	15,768	19,660
营业费用	1,445	1,718	2,142	2,707	3,383
管理费用	2,212	2,402	3,086	3,861	4,842
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	3,396	4,676	5,906
营业利润	12,204	15,047	19,002	23,957	29,994
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	19,437	24,361	30,408
所得税	3,502	4,097	5,219	6,522	8,149
净利润	9,318	11,294	14,218	17,839	22,259
少数股东损益	674.84	705.46	932.96	1,218	1,520
归属母公司净利润	8,643	10,589	13,285	16,621	20,739
EBITDA	15,901	19,091	23,708	29,599	36,670
EPS (元, 基本)	1.05	1.29	1.62	2.03	2.53

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	26.50	25.74	25.20
营业利润	42.39	23.30	26.28	26.07	25.20
归属母公司净利润	25.47	22.52	25.46	25.11	24.78
获利能力 (%)					
毛利率	50.25	60.35	59.20	58.50	58.00
净利率	20.41	21.99	21.81	21.70	21.63
ROE	16.61	17.91	18.99	19.56	20.00
ROIC	13.50	11.23	9.92	10.14	10.46
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.97	73.77	74.51	74.68	74.24
净负债比率 (%)	39.50	37.39	45.58	46.68	47.81
流动比率	1.62	1.62	1.70	1.78	1.87
速动比率	0.59	0.51	0.47	0.52	0.57
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	118.44	113.76	114.97
应付账款周转率	4.24	2.69	1.87	2.07	1.98
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.29	1.62	2.03	2.53
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.96)	(1.22)	(3.33)	(1.85)	(1.72)
每股净资产(最新摊薄)	6.34	7.21	8.53	10.36	12.64
估值比率					
PE (倍)	6.46	5.28	4.21	3.36	2.69
PB (倍)	1.07	0.94	0.80	0.66	0.54
EV_EBITDA (倍)	7.34	6.11	4.92	3.94	3.18

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