

业绩稳增 地产、旅游均明显提速

华侨城 A (000069)

公司 2019 年上半年实现营业收入 176.54 亿，同比增长 19.95%；实现归属于上市公司股东净利润 28.1 亿，同比增长 39.52%。

业绩稳健增长，盈利能力不断提升：上半年归母净利润增速高于营收增速主要源于对联营公司投资收益同比增加 27.26%至 4.25 亿元，此外少数股东损益同比减少 62%。业绩增长源于两大板块的稳定贡献：地产板块由于一二线城市均价较高项目结转带动地产业务毛利率达 80.57% (+13.9pct)，旅游板块方面新开北京、南昌两家主题公园，带动营收实现同比增长 22.45%。

地产、旅游业务明显提速：在调控力度不减的环境下，地产业务项目推盘、销售、回款同比均大幅增长，体现为公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增 53.71%至 370.58 亿元。拿地方面，新落地项目 18 个，权益拿地金额 181.4 亿，权益拿地建面 436.78 万方，同比增长 90%，拿地明显提速，布局以一二线城市为主并在大湾区落地多个新项目，土储结构持续优化，且底价成交 12 个项目，一定程度上锁定了利润空间。旅游业务方面，目前拥有景区 19 家（比年初增加 6 家）、酒店 24 家（比年初增加 1 家），旅行社 1 家，上半年共接待游客 1782 万人次，持平上年同期；并持续推动旅游供给侧改革，增强品牌影响力。

杠杆水平有所上升，融资成本改善：上半年较为积极的拿地使得报告期末净负债率较年初增加 22pct 至 106.22%，短债压力较年初提升 2pct 至 81.95%。虽然杠杆水平提升，但货币现金较年初增加 29%至 351 亿元，为下半年投资预留资金。融资方面，3 月发行 5 年期 25 亿公司债票利率仅有 3.88%，较去年下降 147-171BP，资金成本改善明显。

投资评级与盈利预测：我们预计公司 19、20 年 EPS 分别为 1.60 和 2.01 元，对应当前估值仅 5.1 倍、4.0 倍，公司估值优势极其明显，维持“买入”评级。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	48,142	58,185	67,755	81,682
净利润(百万)	10,588.9	13,158.0	16,454.1	20,637.7
净利润增长率	22.5%	24.3%	25.1%	25.4%
EPS	1.29	1.60	2.01	2.52
P/E	6.3	5.1	4.0	3.2

维持
买入
江宇辉

jiangyuhui@csc.com.cn

18621759430

执业证书编号：S1440517120002

发布日期：2019 年 09 月 12 日

当前股价：8.1 元

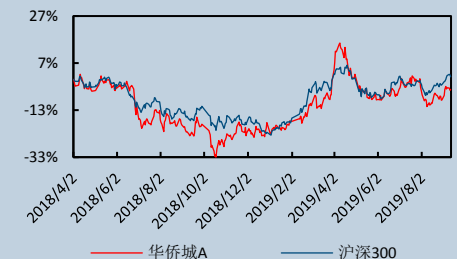
目标价格 6 个月：12.25 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	17.05/8.75	27.56/-4.44	2.89/0.95
12 月最高/最低价 (元)			8.42/5.15
总股本 (万股)			820,250.64
流通 A 股 (万股)			701,667.99
总市值 (亿元)			664.4
流通市值 (亿元)			568.35
近 3 月日均成交量 (万)			4,310.12
主要股东			
华侨城集团有限公司			46.99%

股价表现



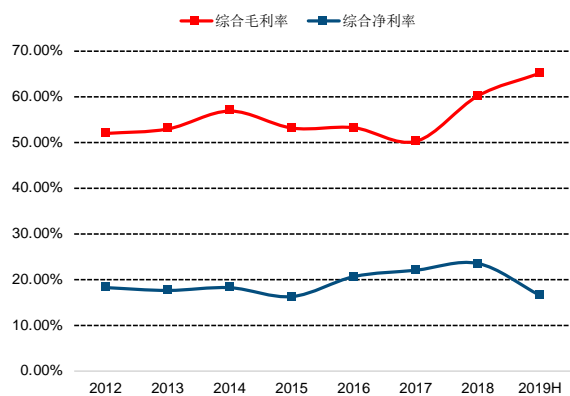
相关研究报告

18.08.27	华侨城 A (000069): 积极成长不停步
18.05.04	华侨城 A (000069.SZ): 新气象 新作为
18.03.06	华侨城 A: 跨越之旅 小试牛刀

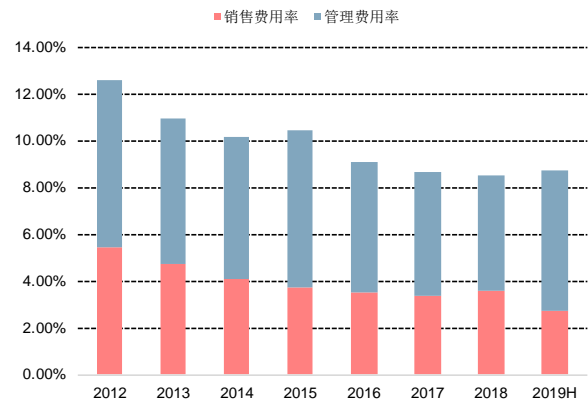
第一，业绩稳健增长，盈利能力不断提升

公司 2019 年上半年实现营业收入 176.54 亿，同比增长 19.95%，实现归属于上市公司股东净利润 28.1 亿，同比增长 39.52%，成长保持兑现。归母净利润增速高于营收增速主要源于对联营公司投资收益同比增加 27.26% 至 4.25 亿元，此外少数股东损益同比减少 62%。费用管控方面，上半年公司加强市场拓展导致上半年三费率均有所上升的情况下，销售管理费用率同比小幅上升 0.4 个百分点至 8.79%。

公司业绩增长源于两大业务板块的稳定贡献。其中，房地产业务得益于一二线城市均价较高的优质项目集中结转，使上半年房地产主营业务毛利率增加 13.9 个百分点达 80.57%，保持行业领先，带动综合毛利率较去年同期提高 8.66 个百分点至 65.38%；旅游综合行业方面，新开北京、南昌两家主题公园，依托产品及服务推陈出新，共计实现营业收入 57.24 亿元，同比增长 22.45%，毛利率同比减少 4.9 个百分点至 32.61%。

图表1： 毛利率和净利率


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表2： 销售管理费用率


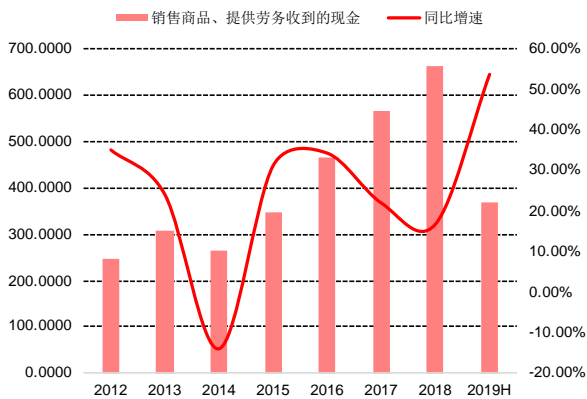
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第二，地产旅游业务全面提速

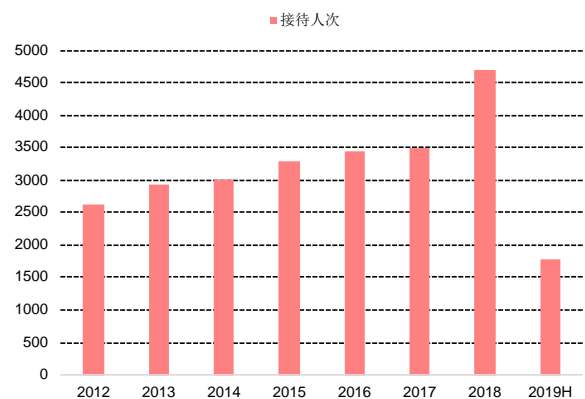
房地产业务方面，在调控力度不减的政策环境下，积极创新营销举措，项目推盘、销售、回款同比去年均有大幅提升，表现在公司销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅增加 53.71% 至 370.58 亿元。拿地方面，公司按照“以收定投”策略，扩充土储资源，上半年共落地项目 18 个，权益口径拿地金额为 181.4 亿元，新增权益建面 436.78 万方，同比上升 90%。从能级来看，公司新增土地储备仍以一二线重点城市为主，同时紧抓大湾区发展的战略机遇和深圳建设先行示范区的战略部署，在深圳、潮州、茂名、汕尾等城市落地多个新项目，提升资源质量，优化土储组合。此外，公司积极发挥文化旅游品牌优势，新获取的土地项目中有 12 个以底价成交，以较低的拿地成本斩获优质资源，为未来发展锁定利润空间。

旅游业务方面，截至目前公司旗下共有景区 19 家（比年初增加 6 家）、酒店 24 家（比年初增加 1 家），旅行社 1 家以及相关的文化、艺术、旅游综合体等文化旅游设施。2019 年上半年，公司共计接待游客 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，其中，北京欢乐谷、武汉欢乐谷、重庆欢乐谷游客增幅均超 10%。酒店业务方面，公司旗下酒店累计实现收入 7 亿元，同比增长 7%，其中，高端酒店表现突出，前海万豪酒店上半年入住率达 81%，利润同比增加 26%。此外，公司积极深化旅游供给侧改革，引入优质 IP 资源，依托“花橙平台”实现全部旅游产品线上销售，联合开展魔术节、网易游戏《第五人格》等系列活动，增

强景区吸引力，有效扩大了公司品牌影响力。

图表3： 现金流及增速


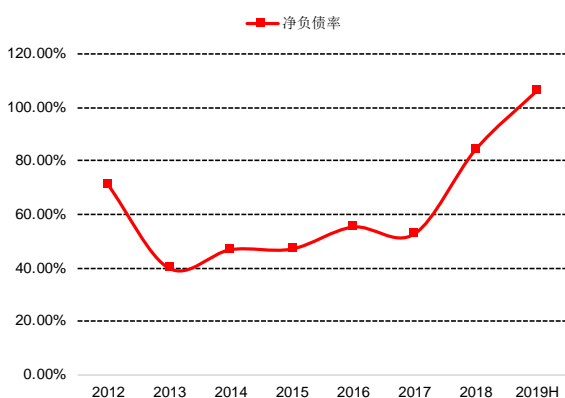
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表4： 游客接待人次


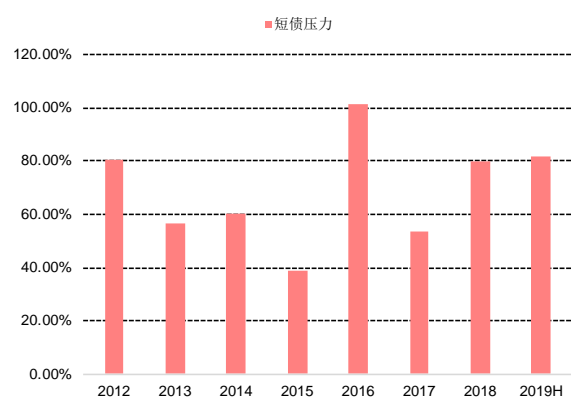
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第三，杠杆水平有所上升，融资成本改善

公司上半年加大项目布局，购买商品、劳务支付的现金流同比增长 18.72%，带动公司杠杆水平有所上升，净负债率较年初增加 22 个百分点至 106.22%，短债压力较年初提升 2 个百分点至 81.95%。虽然杠杆水平提升，但公司坚持“现金为王”策略，加速回款，货币现金较年初增加 29%至 351 亿元，为下半年投资预留资金。融资方面，19 年上半年，市场流动性宽松的影响在公司融资成本端充分体现，3 月份发行的 5 年期 25 亿公司债券票利率仅有 3.88%，较 18 年发债成本下降超 147-171BP，资金成本改善明显。

图表5： 净负债率


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表6： 短债压力


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表7： 公司发债情况

债券类型	发行日期	发行规模	票面利率	期限
一般公司债	2019年3月	25	3.88	5年
一般公司债	2018年3月	2	5.50	7年
一般公司债	2018年3月	8	5.35	5年
一般公司债	2018年2月	30	5.74	7年
一般公司债	2018年2月	20	5.54	5年
一般公司债	2018年1月	10	5.70	7年
一般公司债	2018年1月	25	5.59	5年

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第四，投资评级与盈利预测

华侨城的优质在于能够以高性价比的成本获取全国主流城市稀缺资源，而且随着华侨城集团的加速布局，近年来拿地力度加大，土地储备进一步扩充。华侨城集团作为国内“文化+地产”龙头，用创新来启动新跨越，新模式也将继续助长股份公司的成长空间。公司地产业务和文化旅游业务持续提速，也将为公司业绩增长带来保障，我们预计公司 19、20 年 EPS 分别为 1.60 和 2.01 元，对应当前估值仅 5.1 倍、4.0 倍，公司估值优势极其明显，维持“买入”评级。

财务报表及指标预测

利润表					资产负债表				
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	48,142	58,185	67,755	81,682	货币资金	27,228	24,902	29,558	43,366
减:					预付账款	10,670	11,182	11,874	12,274
营业成本	19,089	25,152	29,014	34,014	存货	160,225	171,022	184,460	197,875
毛利率	60.3%	56.8%	57.2%	58.4%	其他流动资产	35,853	35,853	35,853	35,853
营业税金及附加	10,161	10,060	11,994	14,922	流动资产	234,323	242,795	261,698	289,455
营业费用	1,718	1,693	1,989	2,233	投资性房地产	6,704	6,709	6,716	6,722
营业费用率	3.6%	2.9%	2.9%	2.7%	递延所得税资产	8,957	8,957	8,957	8,957
管理费用	2,402	2,378	2,767	3,098	非流动资产	59,844	63,839	69,718	75,959
管理费用率	5.0%	4.1%	4.1%	3.8%	资产总计	294,167	306,634	331,416	365,415
财务费用	2,065	1,157	91	399	短期借款	13,131	0	0	0
财务费用率	4.3%	2.0%	0.1%	0.5%	应付账款	14,067	15,132	16,437	17,952
资产减值损失	174	0	2	3	预收款项	42,284	55,964	72,380	85,197
营业利润	14,879	18,851	23,201	28,546	应交税费	7,186	11,208	15,840	22,615
营业利润率	31.3%	32.4%	34.2%	34.9%	其他流动负债	68,331	86,255	80,908	77,165
营业外收入	394	0	0	0	流动负债	144,999	168,560	185,565	202,929
营业外支出	50	0	0	0	长期负债	59,411	41,587	29,111	20,378
利润总额	15,391	18,851	23,201	28,546	递延所得税负债	46	1,163	2,504	4,150
所得税费用	4,097	3,727	4,288	4,824	非流动性负债	72,006	44,162	33,027	25,940
所得税率	26.6%	19.8%	18.5%	16.9%	负债合计	217,005	212,722	218,592	228,868
净利润	11,294	15,124	18,913	23,721	股本	8,203	8,203	8,203	8,203
少数股东损益	705	1,966	2,459	3,084	少数股东权益	18,039	20,005	22,464	25,548
母公司股东的净利润	10,589	13,158	16,454	20,638	股东权益合计	77,162	93,466	112,378	136,100
					负债及权益总计	294,167	306,188	330,970	364,968
					主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
现金流量表					增长率 (%)				
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E	营业收入	13.7%	20.9%	16.4%	20.6%
销售商品、提供劳务收入	66,187	71,764	84,050	94,362	营业利润	23.3%	25.3%	23.1%	23.0%
减: 购买商品、接受劳务支出	54,408	30,356	36,788	42,827	净利润	22.5%	24.3%	25.1%	25.4%
职工支出	2,705	1,099	1,319	1,491	利润率 (%)				
税费支出	12,025	11,365	13,446	14,782	毛利率	60.3%	56.8%	57.2%	58.4%
经营现金流	-9,984	28,944	32,497	35,262	EBIT Margin	30.3%	34.6%	34.6%	35.2%
取得借款	92,210	0	0	0	EBITDA Margin	29.8%	32.5%	32.5%	33.6%
发行债券	9,468	0	0	0	回报率 (%)				
偿还债务	73,576	21,738	17,823	12,476	ROE	19.1%	20.6%	21.0%	21.5%
融资现金流	23,371	-26,718	-21,513	-14,996	ROA	3.8%	4.9%	5.7%	6.5%
现金及现金等价物净增加额	-3,367	-2,326	4,656	13,808					

分析师介绍

江宇辉：中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，2015 年加入中信建投房地产研究团队，曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

研究助理 尹欢科 18616396058 yinhuanke@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859