

跟投出台，资源周转再提速

——华侨城跟投点评报告

✍️ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002 联系人: 陈立
☎️ : 021-80105911
✉️ : chenli@stocke.com.cn

华侨城发布公告称，为推动项目快速落地实施，促进科学决策，强化项目现金流管理，实现管理团队激励与项目中长期运营结果的绑定，从而推动华侨城整体战略目标实现，特制定项目跟投管理办法。该办法于2019年11月25日经公司第七届董事会第十九次临时会议审议通过。

投资要点

□ 跟投管理办法出台，实施跟投项目范围扩大

公司审议通过项目跟投管理办法，原则上所有项目必须实施跟投，在公司近两年拿地推盘提速明显，跟投机制出台再度强化公司周转提速策略。

公司跟投机制的修订显示出公司加速周转的战略意图，跟投管理办法的推出有利于将项目公司层面核心员工的利益与公司利益绑定，在公司周转提速进入快速成长期时，共同分享企业的成长，同时能够进一步的帮助公司提升房地产项目的推盘及周转。

□ 拿地扩张维持高位，低成本拓储优势明显

公司2019年拿地维持高位，低成本拿地优势持续凸显。根据Wind中国土地大全数据库，前11月公司合计拿地项目50个，拿地面积784.29万方，拿地总价492.5亿，平均楼面价6280元每平方米，拿地均价上升主要由一二线城市拿地占比上升，推升整体拿地均价。除福州、南京、武汉少量项目外，主要新增土地为底价成交，低成本逆周期拓储优势显著。

□ 盈利预测及估值

预计公司2019年至2021年实现营业收入579.87亿、702.26亿、825.31亿，同比分别增长20.45%、21.11%、17.52%；2019年至2021年实现归属母公司净利润128.87亿、150.39亿及179.88亿，同比分别增长21.48%、16.89%及19.61%。

目前公司相对重估净资产折价约60%，在2014年至今的房地产小周期中，公司股价平均在对重估净资产折价15%水平交易。当前股本下，预计2019年至2021年EPS为1.57、1.83、2.19，目前股价对应PE为4.46倍、3.81倍、3.19申万房地产指数在PE8.9倍交易，鉴于公司优质的资产储备，维持“买入”评级。

风险提示: 1. 房地产调控政策超预期收紧；

财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	48,142	57,987	70,226	82,531
(+/-)	13.70%	20.45%	21.11%	17.52%
净利润	10,591	12,866	15,039	17,988
(+/-)	22.53%	21.48%	16.89%	19.61%
每股收益(元)	1.29	1.57	1.83	2.19
P/E	5.41	4.46	3.81	3.19

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥6.89

单季度业绩

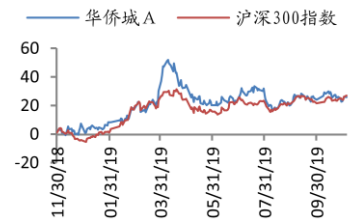
元/股

4Q/2018 0.67

3Q/2018 0.38

2Q/2018 0.15

1Q/2018 0.13



相关报告

1 《20190425 周转提速预收高增长，零溢价拿地土储低成本扩张——华侨城Q1点评》2019.04.26

2 《20190404 业绩稳健增长，规模扩张提速——华侨城2018年报点评》2019.04.08

3 《20190314 当强资源与快周转双击——华侨城A深度报告》2019.03.22

报告撰写人: 张海涛

数据支持人: 陈立

正文目录

1. 跟投管理办法出台，实施跟投项目范围扩大	3
2. 拿地扩张维持高位，低成本拓储优势明显	3
3. 投资建议	4

图表目录

图 1: 公司拿地总价及数量	3
图 2: 公司拿地面积及平均楼面价	3
表 1: 公司新跟投管理办法主要内容	3
表附录: 三大报表预测值	5

1. 跟投管理办法出台，实施跟投项目范围扩大

公司审议通过项目跟投管理办法，原则上所有项目必须实施跟投，在公司近两年拿地推盘提速明显，跟投机制出台再度强化公司周转提速策略。具体修订内容包括：1. 扩大跟投项目范围；2. 变更跟投项目最高权力机构；3. 调整跟投项目投资资金上限；4. 强制跟投人员与不可跟投人员范围调整；5. 跟投本金及返还时间细则调整；6. 跟投收益考核标准变更为净利润；7. 增加风险保障机制。

公司跟投机制的修订显示出公司加速周转的战略意图，跟投管理办法的推出有利于将项目公司层面核心员工的利益与公司利益绑定，在公司周转提速进入快速成长期时，共同分享企业的成长，同时能够进一步的帮助公司提升房地产项目的推盘及周转。

表 1：公司新跟投管理办法主要内容

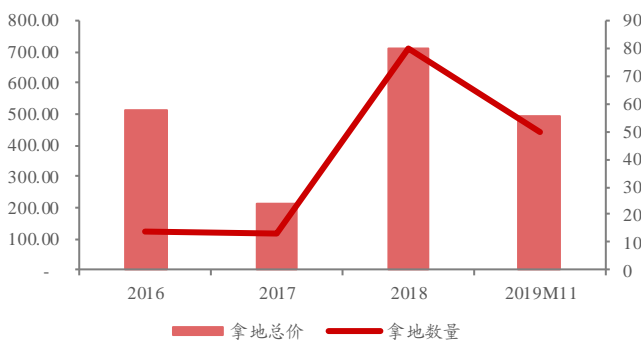
内容	详情
一、跟投项目范围	跟投办法适用项目范围扩宽，原则上所有投资项目原则上所有投资项目必须实施跟投
二、跟投管理机制	项目跟投工作最高权力机构由公司党委会变更为公司董事会
三、跟投额度	跟投资金上限调整由预计投资峰值的 10% 降至 5%，每个项目跟投资金最低不得低于 200 万
四、跟投人员	项目公司层面，必须跟投人员范围扩大至二级单位，自愿跟投范围同样扩大至二级单位员工，不可跟投人员增加持有型物业运营单位人员
五、跟投本金的进入及返还	跟投本金进入时间变更为项目土地成本缴纳超过 50% 时点，本金返还时间为项目经营资金峰值开始回落，在保证资金存量富余的前提下逐渐返还
六、跟投收益分配	收益分配考核标准由 IRR 更改为项目净利润
七、风险保障	新增风险保障条件，在项目亏损时，以跟投人员每年奖励年薪的 10% 作为项目跟投的风险担保金

资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

2. 拿地扩张维持高位，低成本拓储优势明显

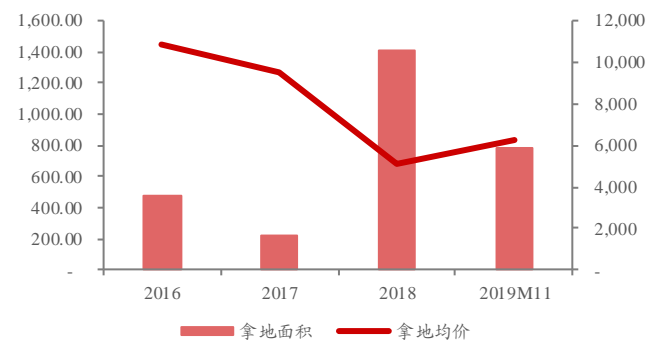
公司 2019 年拿地维持高位，低成本拿地优势持续凸显。根据 Wind 中国土地大全数据库，前 11 月公司合计拿地项目 50 个，拿地面积 784.29 万方，拿地总价 492.5 亿，平均楼面价 6280 元每平方米，拿地均价上升主要由一二线城市拿地占比上升，推升整体拿地均价。除福州、南京、武汉少量项目外，主要新增土地为底价成交，低成本逆周期拓储优势显著。

图 1：公司拿地总价及数量



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 2：公司拿地面积及平均楼面价



资料来源：Wind、浙商证券研究所

3. 投资建议

预计公司 2019 年至 2021 年实现营业收入 579.87 亿、702.26 亿、825.31 亿，同比分别增长 20.45%、21.11%、17.52%；2019 年至 2021 年实现归属母公司净利润 128.87 亿、150.39 亿及 179.88 亿，同比分别增长 21.48%、16.89% 及 19.61%。

目前公司相对重估净资产折价约 60%，在 2014 年至今的房地产小周期中，公司股价平均在对重估净资产折价 15% 水平交易。当前股本下，预计 2019 年至 2021 年 EPS 为 1.57、1.83、2.19，目前股价对应 PE 为 4.46 倍、3.81 倍、3.19 申万房地产指数在 PE8.9 倍交易，鉴于公司优质的资产储备，维持“买入”评级。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	234,323	270,671	337,647	410,388
现金	27,228	35,824	62,407	101,575
交易性金融资产	-	-	-	-
应收账款	399	478	492	473
其它应收款	30,779	18,740	28,672	37,711
预付账款	10,670	19,962	21,070	23,303
存货	160,225	192,270	221,110	243,221
其他	5,022	3,397	3,896	4,105
非流动资产	59,844	54,782	57,847	58,462
金额资产类	1,185	1,485	1,529	1,400
长期投资	11,062	9,588	10,079	9,915
固定资产	14,553	14,187	13,760	13,442
无形资产	7,583	8,775	9,951	11,120
在建工程	3,140	2,860	2,404	2,346
其他	22,321	17,887	20,123	20,238
资产总计	294,167	325,453	395,494	468,850
流动负债	144,999	152,806	192,648	234,660
短期借款	13,131	10,548	12,146	11,942
应付款项	14,206	15,462	18,498	22,338
预收账款	42,284	57,987	77,249	99,037
其他	75,378	68,808	84,756	101,343
非流动负债	72,006	83,402	99,201	113,000
长期借款	59,411	69,844	85,492	99,087
其他	12,595	13,559	13,709	13,913
负债合计	217,005	236,209	291,850	347,660
少数股东权益	18,039	18,896	19,898	21,096
归属母公司股东权益	59,123	70,348	83,747	100,093
负债和股东权益	294,167	325,453	395,494	468,850
现金流量表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(9,984)	838	14,146	27,888
净利润	11,296	13,723	16,040	19,186
折旧摊销	1,979	1,241	1,284	1,334
财务费用	2,065	2,464	2,688	3,045
投资损失	(2,346)	(3,573)	(2,959)	(3,266)
营运资金变动	21,434	15,795	27,653	29,543
其它	(44,413)	(28,813)	(30,561)	(21,954)
投资活动现金流	(16,828)	4,435	354	1,268
资本支出	(1,503)	(282)	(76)	(620)
长期投资	(4,939)	2,410	(943)	153
其他	(10,386)	2,307	1,373	1,735
筹资活动现金流	23,371	3,322	12,083	10,012
短期借款	373	(2,583)	1,597	(204)
长期借款	14,704	10,433	15,648	13,595
其他	8,294	(4,528)	(5,163)	(3,379)
现金净增加额	(3,441)	8,596	26,583	39,168

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	48,142	57,987	70,226	82,531
营业成本	19,089	24,530	28,990	33,297
营业税金及附加	10,161	11,345	13,920	16,642
营业费用	1,718	2,030	2,454	2,907
管理费用	2,402	3,065	3,638	4,252
研发费用	-	-	-	-
财务费用	2,065	2,464	2,688	3,045
资产减值损失	174	100	100	100
公允价值变动损益	3	0	0	0
投资净收益	2,346	3,573	2,959	3,266
其他经营收益	167	62	82	104
营业利润	15,049	18,086	21,477	25,659
营业外收支	344	344	344	344
利润总额	15,393	18,430	21,821	26,003
所得税	4,097	4,708	5,781	6,817
净利润	11,296	13,723	16,040	19,186
少数股东损益	705	857	1,002	1,198
归属母公司净利润	10,591	12,866	15,039	17,988
EBITDA	21,137	24,038	28,005	32,920
EPS (最新摊薄)	1.29	1.57	1.83	2.19
主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	13.70%	20.45%	21.11%	17.52%
营业利润增长率	23.30%	20.18%	18.75%	19.47%
归属于母公司净利润	22.53%	21.48%	16.89%	19.61%
获利能力				
毛利率	60.35%	57.70%	58.72%	59.66%
净利率	23.46%	23.67%	22.84%	23.25%
ROE	ROE	14.85%	15.46%	15.59%
ROIC	10.02%	10.75%	10.47%	10.67%
偿债能力				
资产负债率	73.77%	72.58%	73.79%	74.15%
净负债比率	37.39%	37.07%	35.57%	34.04%
流动比率	1.62	1.77	1.75	1.75
速动比率	0.51	0.51	0.60	0.71
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.19	0.19	0.19
应收账款周转率	115.90	151.83	152.21	150.14
应付账款周转率	1.50	1.67	1.72	1.64
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	1.29	1.57	1.83	2.19
每股经营现金流 (最)	-1.22	0.10	1.72	3.40
每股净资产 (最新摊)	7.21	8.58	10.21	12.20
估值比率				
P/E	5.41	4.46	3.81	3.19
P/B	0.97	0.82	0.68	0.57
EV/EBITDA	5.87	5.33	4.24	2.89

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>