

华侨城 A (000069)

央企改革受益标的，地产文旅稳步推进

——华侨城 2015 半年报点评

	李品科 (分析师)	侯丽科 (分析师)	梁荣 (研究助理)
	010-59312815	0755-23976713	0755-23976775
	lipinke@gtjas.com	houlike@gtjas.com	liangrong@gtjas.com
证书编号	S0880511010037	S0880514030004	S0880113090015

本报告导读：

公司作为“地产+旅游+文化”稀缺标的，受益央企改革，上调目标价至 13.32 元，对应 2015 年 18 倍 PE。

投资要点：

- 维持增持评级，维持公司 2015/16 年 EPS 预测 0.74、0.87 元。我们看好公司“地产+文旅”的独特成片综合开发模式，协同效应和集群优势显著。公司为央企改革受益标的，携手阿里，线上线下全面推进，协同可期。故上调目标价至 13.32 元，对应 2015 年 18 倍 PE。
- 2015H1 收入 102 亿，归母净利润 14.1 亿，EPS0.19 元，同降 26.1%，业绩下降主要由于进度结算不均匀所致，预计不会影响全年业绩。2015H1 实现营收 102 亿，净利润 14.1 亿，分别降 25%、降 26%；毛利率 51.9%，净利率 13.9%，同降 6.9pc、降 0.2pc。
- “地产+旅游+文化”模式稳步运营，“互联网+旅游+金融”全面铺开，携手阿里，线上线下全面推进，协同效应和集群优势显著。1) 公司为国内最大、全球第三的旅游景区集团，上半年接待游客 1238 万人次，同增 2%；2) 获取南京大型文旅综合项目，用地 3947 亩，综合开发优势凸显，全国布局再落一子。3) 公司与阿里合作，利用阿里强大的线上资源优势，扩大华侨城的品牌影响力。建设支付宝收单体系和芝麻信用体系，共建景区 O2O 服务。
- 央企改革受益标的，大股东增持彰显信心，限制性股票激励助力公司长远发展。1) 大股东陆续增持公司 5000 万股股票，增持金额 4.45 亿元，彰显对公司未来发展的信心。2) 限制性股票激励计划加速推进，计划授予 1.2 亿股，价格 4.73 元/股，有效期 6 年。
- 风险提示：中高端市场改善、新业务推进等不达预期

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	28,156	30,718	33,328	41,009	44,211
(+/-)%	26%	9%	8%	23%	8%
经营利润 (EBIT)	6,718	7,725	8,083	9,472	10,764
(+/-)%	24%	15%	5%	17%	14%
净利润	4,408	4,774	5,388	6,303	7,180
(+/-)%	15%	8%	13%	17%	14%
每股净收益 (元)	0.61	0.66	0.74	0.87	0.99
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.07	0.08	0.09

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	23.9%	25.1%	24.3%	23.1%	24.3%
净资产收益率 (%)	18.5%	17.0%	16.3%	16.3%	15.9%
投入资本回报率 (%)	13.4%	12.6%	11.8%	10.9%	11.5%
EV/EBITDA	10.1	9.3	9.1	8.5	7.4
市盈率	16.4	15.2	13.4	11.5	10.1
股息率 (%)	2.0%	2.0%	0.7%	0.8%	0.9%

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**13.32**

上次预测：**10.52**

当前价格：**9.95**

2015.08.20

交易数据

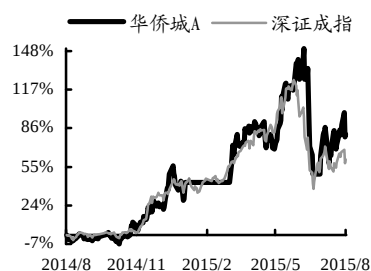
52 周内股价区间 (元)	5.12-14.78
总市值 (百万元)	72,350
总股本/流通 A 股 (百万股)	7,271/3,112
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	43%
日均成交量 (百万股)	18072.84
日均成交值 (百万元)	2048.59

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	28,633
每股净资产	3.94
市净率	2.5
净负债率	61.65%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.09	0.07
Q2	0.17	0.12
Q3	0.12	0.17
Q4	0.27	0.38
全年	0.66	0.74

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	4%	83%
相对指数	11%	18%	22%

相关报告

《地产+旅游文化稀缺标的，受益央企改革》
2015.03.22

《受益改善性需求释放，销售弹性充足》
2014.10.21

《新业务加速推进，未来或受益央企改革》
2014.08.25

《预计公司周转将提速，新业务培育将加快》
2014.03.12

《存模式之美，全国高速扩张帷幕拉开》

模型更新时间: 2015.08.19

股票研究

 金融
 房地产

华侨城 A (000069)
评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **13.32**

上次预测: 10.52

当前价格: **9.95**

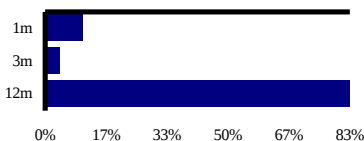
公司网址

www.octholding.com
公司简介

公司从事旅游及其关联产业的投资经营,是控股型集团公司。

投资有深圳华侨城欢乐谷旅游公司、深圳锦绣中华发展有限公司、深圳世界之窗有限公司、深圳华侨城房地产有限公司等十六家企业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

5.12-14.78

市值 (百万)

72,350

财务预测 (单位: 百万元)
损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	28,156	30,718	33,328	41,009	44,211
营业成本	13,237	13,220	15,554	19,482	20,543
税金及附加	5,120	6,637	6,166	7,792	8,267
销售费用	1,337	1,262	1,476	1,750	1,923
管理费用	1,745	1,874	2,050	2,512	2,714
EBIT	6,718	7,725	8,083	9,472	10,764
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0
投资收益	435	430	430	430	430
财务费用	501	673	691	910	989
营业利润	6,483	7,350	7,822	8,993	10,205
所得税	1,952	2,216	2,190	2,518	2,857
少数股东损益	548	816	244	171	168
净利润	4,408	4,774	5,388	6,303	7,180
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	9,441	14,314	13,331	14,763	15,474
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,896	3,406	3,406	3,406	3,406
固定资产合计	18,330	17,641	15,403	13,046	10,570
无形及其他资产	5,346	5,322	5,236	5,159	5,082
资产合计	87,879	94,875	109,485	129,366	139,878
流动负债	43,828	40,978	51,326	65,306	69,143
非流动负债	16,395	21,650	20,789	20,791	20,794
股东权益	23,862	28,166	33,046	38,772	45,276
投入资本(IC)	35,890	44,075	49,523	62,371	67,209
现金流量表					
NOPLAT	4,819	5,532	5,820	6,820	7,750
折旧与摊销	1,562	1,693	1,553	1,672	1,792
流动资金增量	1,661	-7,947	-10,667	-15,350	-7,490
资本支出	-1,927	-1,623	770	762	762
自由现金流	6,115	-2,345	-2,525	-6,095	2,813
经营现金流	7,198	-2,588	636	-5,932	3,101
投资现金流	-1,734	282	1,200	1,192	1,192
融资现金流	-5,198	6,981	-2,818	6,172	-3,582
现金流净增加额	266	4,675	-982	1,432	711
财务指标					
成长性					
收入增长率	26.4%	9.1%	8.5%	23.0%	7.8%
EBIT 增长率	23.8%	15.0%	4.6%	17.2%	13.6%
净利润增长率	14.5%	8.3%	12.9%	17.0%	13.9%
利润率					
毛利率	53.0%	57.0%	53.3%	52.5%	53.5%
EBIT 率	23.9%	25.1%	24.3%	23.1%	24.3%
净利率率	15.7%	15.5%	16.2%	15.4%	16.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	18.5%	17.0%	16.3%	16.3%	15.9%
总资产收益率(ROA)	5.0%	5.0%	4.9%	4.9%	5.1%
投入资本回报率(ROIC)	13.4%	12.6%	11.8%	10.9%	11.5%
运营能力					
存货周转天数	1120	1254	1285	1392	1598
应收账款周转天数	5	5	5	5	5
总资产周转天数	1043	1086	1119	1063	1111
净利润现金含量	1.63	-0.54	0.12	-0.94	0.43
资本支出/收入	7%	5%	-2%	-2%	-2%
偿债能力					
资产负债率	68.5%	66.0%	65.9%	66.6%	64.3%
净负债率	46.2%	53.7%	46.9%	57.9%	45.6%
估值比率					
PE	16.4	15.2	13.4	11.5	10.1
PB	3.0	2.6	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.1	9.3	9.1	8.5	7.4
P/S	2.6	2.4	2.2	1.8	1.6
股息率	2.0%	2.0%	0.7%	0.8%	0.9%

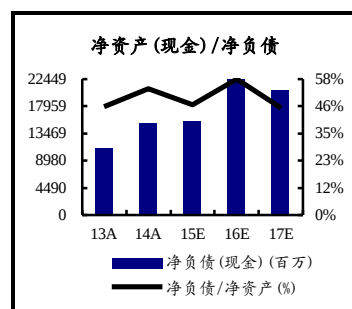
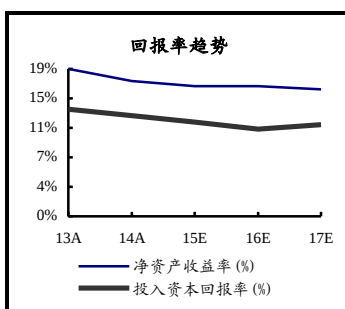
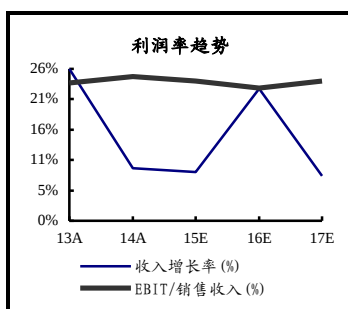


表 1: 华侨城 2015 上半年净利润同比下降 26.1%

项目	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2Q2014	2Q2015
主营业务收入增长率	58.1%	0.0%	28.6%	26.4%	9.1%	28.0%	-25.3%
净利润增长率	78.2%	4.5%	21.2%	14.5%	8.3%	5.2%	-26.1%
经常性净利润增长率	81.8%	7.3%	20.2%	7.6%	9.1%	26.6%	-33.7%
毛利率	51.1%	53.3%	52.0%	53.0%	57.0%	58.8%	51.9%
ROE	23.0%	19.5%	19.3%	18.5%	17.0%	7.6%	4.9%
三项费用率	13.0%	15.6%	14.3%	12.7%	12.4%	11.6%	13.9%
净利率	17.6%	18.3%	17.3%	15.7%	15.5%	14.1%	13.9%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 2: 2015 中期末净负债率 61.32%，资产负债表较为稳健

项目	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2Q2014	2Q2015
现金	5453	6140	9180	9409	14314	9920	12857
预收款项	3523	3087	5642	8893	4132	5750	6930
银行借款	18441	25503	23796	20440	28447	28168	29609
长期借款/总借款	74.97%	74.08%	68.96%	73.90%	69.57%	67.67%	84.12%
银行借款/负债	54.51%	57.10%	46.60%	33.94%	45.42%	46.33%	46.37%
速动比率	0.30	0.28	0.31	0.27	0.41	0.30	0.40
资产负债率	69.69%	71.17%	69.95%	68.53%	66.01%	67.72%	66.05%
真实资产负债率	62.43%	66.25%	62.22%	58.41%	61.66%	61.31%	58.88%
净负债率	98.27%	124.99%	78.39%	46.23%	53.81%	76.15%	61.32%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		