

从地产到旅游

-这次我们说的不是趋势而是一家企业

核心提示

在我们先前的报告中，我们提示了目前市场在地产相关消费和后地产时代消费中徘徊的原因是对于 2017 年房地产投资增速难以形成一致预期。也正是基于上述原因，我们提出了有可能将房地产投资增速作为变量，去平衡原有投资逻辑和新兴投资逻辑的权重以取得超额收益。这里面原有投资逻辑指的是维持家电白酒板块的投资主线，然后关注三四线城市消费升级带来的二线品牌机会。新兴投资逻辑值得是关注例如旅游航空此等先前与地产无关的消费行业以期待其补涨。简而言之：**以地产投资增速为指标平衡新旧消费投资逻辑**

而本篇报告我们将从一家企业的角度出发：在过去数年的发展中，华侨城自身从地产转型旅游给了我们上述论据以最坚实的支撑，另一方面，其跨界特性使得其在地产减速消费换挡的时间点具有极其独特的投资价值。**市场在以低于纯地产估值水平定价一家增速超预期的半旅游半地产公司。**

陈大鹏

021-3383 0502

dapengch@cebm.com.cn

金文曦

021-3383 0502

wxjin@cebm.com.cn

内容摘要

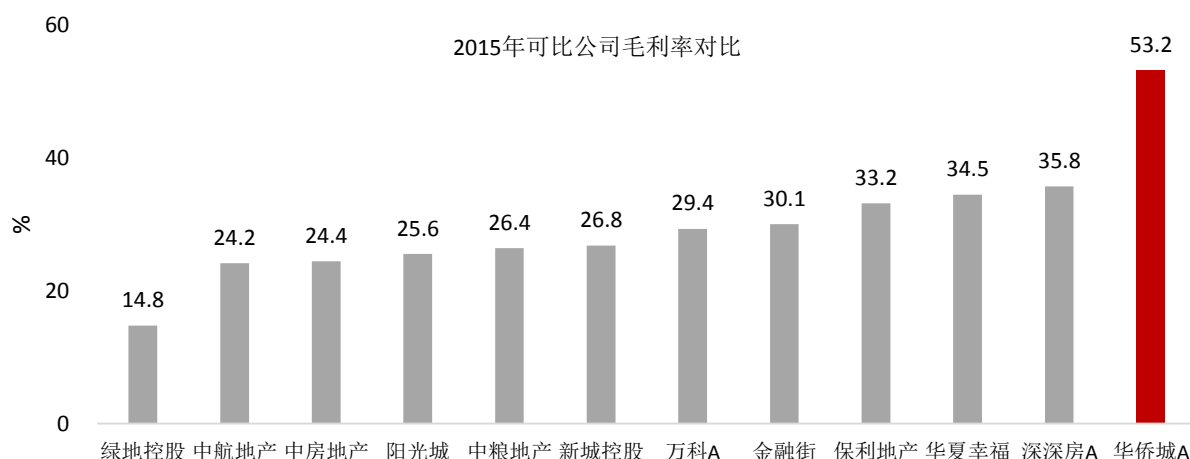
- 地产借力旅游在新时期有新的含义：旅游收入和利润占比的提高是公司转型的因和果
- 低估值带来的是高安全边际：在旧投资逻辑中，地产和旅游的混搭让公司难以形成面向投资者的一致预期。在压低公司估值水平的同时给了未来更大的想象空间
- 高安全边际后是两种期待：如果地产投资增速可以维持，公司在房地产行业中的相对较低估值将迎来修复的可能。如果房地产投资难以维持，公司在旅游板块中极低的估值将迎来更大的修复可能
- 合理的管理层团队给了实现上述展望的可能性

公司解析

华侨城是一家中国市场少有的跨界运营旅游与地产的公司，其收入占比重旅游业务与地产业务对半开的态势让投资者很难确认其主营属性。一般来说，由于其之前一直采用旅游文化发展带动地产销售的战略。市场仍然将其定义为房地产企业。并以地产公司的估值水平对其股价进行判断。

过往公司发展战略为通过打造“欢乐谷”“东部华侨城”此类全域旅游主题公园，以较低的价格获得公园附近的土地开发权，之后再以旅游，文化为主题提高地产议价水平。利用在这个过程中形成的“剪刀差”，公司在经营规模不及行业龙头企业时，取得了业内领先的毛利率水平。

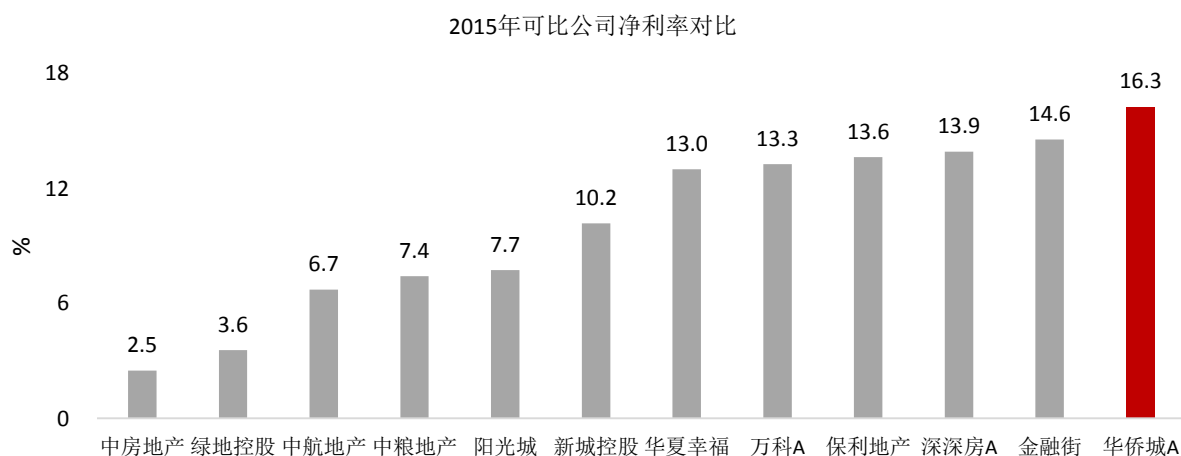
图表一：可比公司毛利率对比



数据来源：万得咨询，莫尼塔研究

从净利润的角度来说，华侨城在可比公司中依然较高，但差距已然不明显。这体现了公司在大型地产公司对比时运营管理能力上的差距。

图表二：可比公司净利率对比

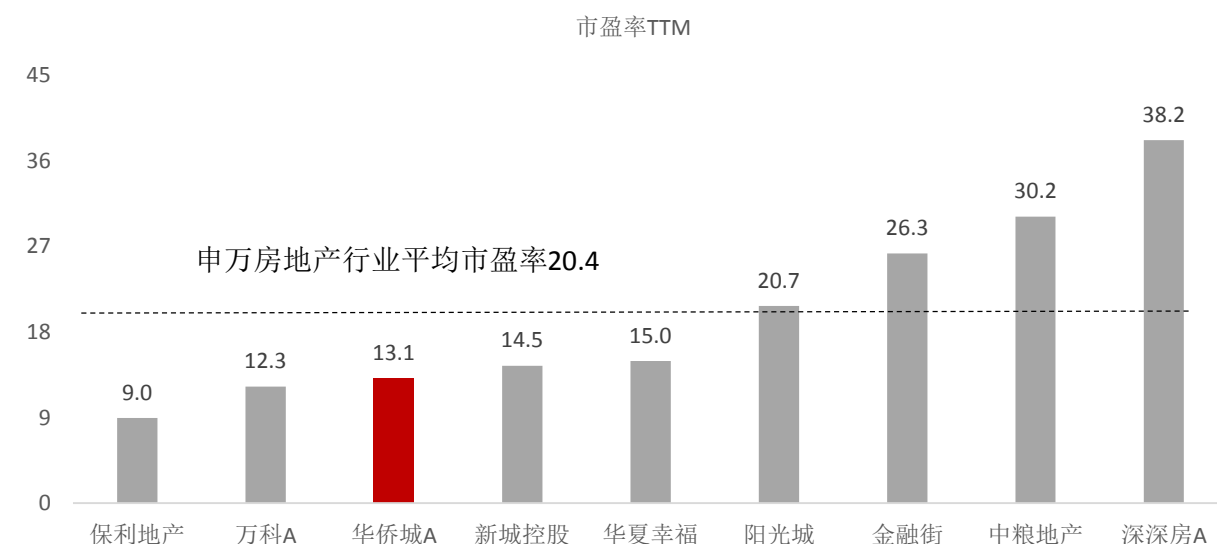


数据来源：万得咨询，莫尼塔研究

通过上面两张图，我们对于这个旅游地产复合型国有企业就有了一个初步的认知：这是一家特点鲜明的房地产企业，长期致力于打造旅游与地产之间的联动。在过往发展中，利用坐标深圳，特色拿地方式和央企的低廉资金成本获得了高企的毛利率。但同样由于国有企业的性质，在运营能力和成本管控上稍逊一筹。

而颇具讽刺意义的是，华侨城在运营能力上与大型地产公司有较大的差距，而市场却按照大型地产公司的估值水平对其进行了估值。证明市场对其盈利的增长能力持保留态度。

图表三：可比公司估值对比



数据来源：万得咨询，莫尼塔研究

事实上低估值并非毫无根据可循。华侨城运营模式的本质是通过高周转高毛利率的地产销售去反哺长周期的旅游行业。在2015年多家大型企业进军主题公园的环境下，投资者很难不把上述行为视为无效的投资。而管理层的更换无疑加剧了自2015年起对于公司未来发展预期的疑虑。

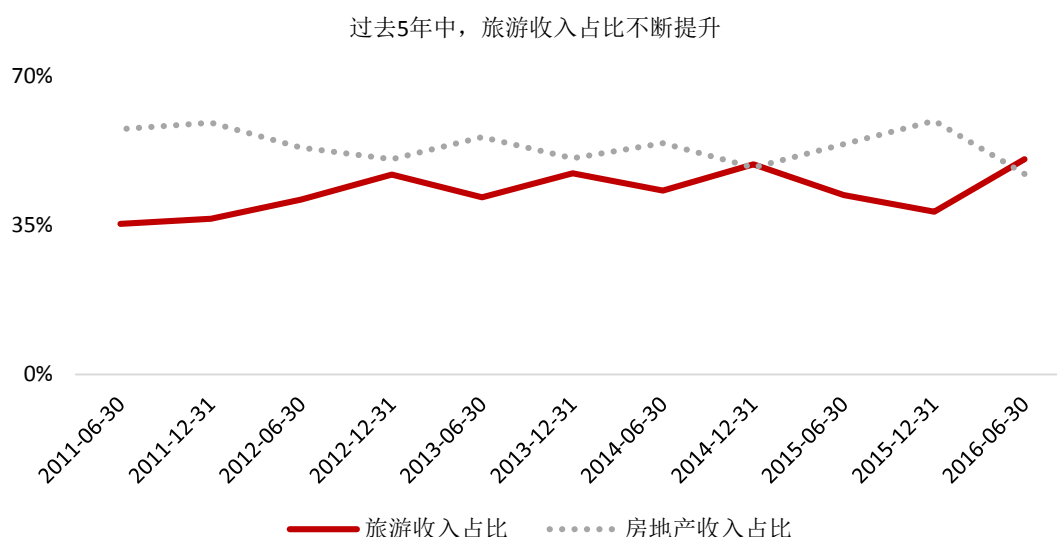
但我们认为上述顾虑有几点是值得推敲的，首先以房地产市场的快速获益反哺长周期行业是在地产投资增速下滑之后，主流地产公司的一致选择。万达对于影视，主题公园的投资是如此的，融创对于乐视的投资虽然有短期获利的趋势，但从大的角度来看依然是投资了一个消费品牌。正如我们在之前的报告中所提到的，当与地产高度相关的消费行业难免会受到地产投资增速下滑的影响，此时那些与地产无关的消费行业将得到更大的发展空间。这点从华侨城的年报数据中也可以得到体现，即便是在利润下滑的2015年，游客数量依然维持了增长的态势。

其次旅游行业的竞争某种程度上可谓是一个伪命题，从07年-16年，人均可支配收入每年都维持了超过7%的增速，M2的增速更是一直超过10%，而与此同期的城镇居民年均旅游花费在9年中累积只增长了10%。市场的空间无疑是十分广阔的。而旅游行业CR4按照统计口径的不同有所

浮动，但都在30%以下。行业远未达到饱和的竞争格局。因此我们认为，在2017年房地产投资增速放缓之后，以房地产行业的预热培育旅游行业是可行且可期的商业举措。

在2016年业绩预告中，华侨城的收入增长约10%，利润总额增长约30%。虽然依据其之前的公告内容，这部分超额收益有可能是从关联交易中获得，但如果我们在年报中观测到了旅游板块的复苏迹象，那么在2017年母公司将工作目标定在“云南全域旅游”的情况下，其旅游业绩的增长将非常可期。

图表四：旅游收入占比逐渐提高，旅游行业在公司战略中地位也随即提升



数据来源：万得咨询，莫尼塔研究

而在公司的整体战略上，2015年旅游利润和利润率的下滑让企业面临双向的选择，要么可以重回地产主业，要么继续推进旅游业务。值得庆幸的是，具有丰富旅游文化地产联营经验的管理层选择了“旅游+文化+地产”的综合发展路径。

其效果我们可以引用其母公司董事长段先念在2017年2月内部讲话中的一段表述来佐证：“中央确定了许多中心城市，要求服务业占比在50%以上，这就使得大城市需要发展文化旅游业、金融业、物流业等现代服务业。我们的产业选择恰好契合了这种需求，所以各地方政府到华侨城来招商，我们忙得不亦乐乎。这是形势所迫，是政府转型和调整产业结构的需要，没有这个需要地方政府是不会找上门的。对我们来说，这就是机遇。”

公司预计将在2017年4月份公布年报，届时市场将对这家半地产半旅游的老牌央企有更明确的认知。届时其旅游收入增速，旅游板块盈利能力和超额利润的来源将成为关注的热点。同时市场也期待其是否会在年报中是否会更详细阐述旅游行业的发展路径。

我们认为：在地产与地产消费逐渐承压的大环境下，华侨城这样的复合型地产企业极具观察价值。做为地产发展最直接的受益群体，其如何利用地产积累的财富进行转型和升级，不仅对于个体企业有参考价值，甚至对于整个行业的转型也颇具代表意义，这可能也就是为什么人民日报会在去年底对其转型进行专题报道的原因所在。

近期报告

- 2017年02月22日 简评青岛啤酒股份归属
- 2017年02月15日 线上消费月度报告-线上消费高增速逐步回落
- 2017年01月25日 际华集团（601718）调研纪要：定增助力央企混改，现代服务业布局协同主业发展
- 2017年01月13日 线上消费月度报告-2016年线上销售额同比增速和价格齐降
- 2017年01月10日 空气净化器专题研究：新国标推动行业健康成长，普及率低内需广阔
- 2017年01月05日 12月PMI暗示消费行业成本压力
- 2016年12月21日 嘉欣丝绸（002404）公司调研纪要：仓储基地助力供应链金融，智能工厂集联动外贸服务平台
- 2016年12月13日 11月线上销售同比增速减、价格升
- 2016年11月25日 电魂网络（603258）新股调研报告：精品研发和爆款运营结合，资源整合出海
- 2016年11月17日 电商专题研究系列：“双十一”消费新趋势开启新零售征程
- 2016年11月9日 10月线上消费出现分化：电器服装升、酒类降
- 2016年11月1日 电商专题研究系列：“双十一”常态化演进——新零售变革
- 2016年10月8日 消费热点迭出，地产相关消费全面升温

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海 (总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号
东亚银行大厦702室
电话：+86 21 3383 0502
传真：+86 21 5093 3700

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方
广场E1座1803室
电话：+86 10 8518 8170
传真：+86 10 8518 8173

纽约

地址：纽约市曼哈顿区麦迪逊大道295
号12楼1232单元
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801

<http://www.cebm.com.cn>

Email: cebm-service@cebm.com.cn