安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 04 月 27 日

公司快报

证券研究报告

景区

华侨城 A（000069.SZ）

旅游文化大跨进、资源优势强释放

——2017 年年报及一季报点评

投资评级 买入-A

首次评级

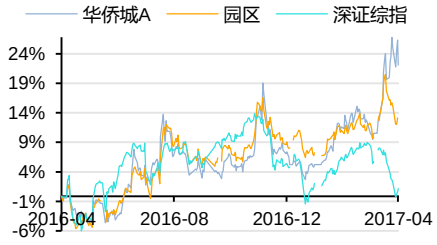
6 个月目标价： 14.74 元

股价（2017-04-27） 8.06 元

交易数据

总市值（百万元）	66,137.79
流通市值(百万元)	49,360.64
总股本（百万股）	8,205.68
流通股本(百万股)	6,124.15
12 个月价格区间	6.33/8.37 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	21.1	20.9	21.77
绝对收益	13.93	20.0	22.73

陈天诚 分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

chentc@essence.com.cn

021-35082325

相关报告

事件：4 月 8 日，公司公布 2016 年报：16 年全年实现营业收入 354.81 亿元，同比增长 10.07%；归母净利润 68.88 亿元，同比增长 48.44%；基本 EPS0.83，同比增长 31.79%。4 月 25 日，公司 2017 年一季报发布，披露首季实现营业收入 61.55 亿元，同比增长 11.91%；实现归属于上市公司股东净利润 7.51 亿元，同比增长 25.98%。

收入规模上台阶，盈利能力历史高位：据 16 年年报，公司 2016 年房地产结算收入与上年持平，旅游收入增长同比+29.91%，与地产收入各占半壁江山：**1）土地成本优势明显，结算毛利率上升：**公司凭借“文化+旅游+城镇化”的独特模式，掌握优于同行的土地议价能力。虽然 2016 年公司结算均价下降了 4.98%，结算规模略降，但由于营业成本同比下降 9.38%，2016 年全年房地产结算毛利率高达到了 63.39%（+3.25 个 pct），基本是同规模房企最高水平。**2）盈利能力强劲：**公司 2016 年末净利率 20.61%（+4.34 个 pct），达到历史最高水平。2016 年报 ROE16.84%，同比上升 1.49 个 pct。

把握三四线消费升级，旅游板块驱动力强。1）入园人数稳定增长，拓展三四线消费市场：2016 年实现旅游业务驱动下的收入规模提升，收入和业绩均创下历史新高。2016 年公司游客接待人次 3456 万，同比+5.4%，年报披露公司接待游客规模亚洲排名第一。**2）华侨城集团要约收购云南旅游，业务协作值得探讨：**根据云南旅游（002059.SZ）公告，目前华侨城集团已经触发对云南旅游的全面要约收购义务。作为央企与地方企业围绕重点产业重点合作示范，若本次收购成功有望成为整合云南国资旗下大量旅游资源的契机。公司作为集团旅游+地产板块的重要上市平台，在发展混改方面已经跑在前列（引入前海人寿），未来与集团同业关系及业务整合值得探讨。

2016 年拿地规模减半，优质项目精准斩获。公司控股的旅游综合及房地产业务累计规划总建面 902.24 万方（15.85%），2016 年新增权益土地储备 105.66 万方（-49.30%），新增规划建筑面积 198.45 万方（-52.22%），均比 2015 年减半。

销售均价大幅跃升，业绩放量可期。根据克而瑞数据，公司全年签约销售面积 37.07 万方，同比+-0.03%；销售金额 275.3 亿元，同比+57.31%，销售均价 74,264.9 元/平方米，同比+57.36%。签约地区主要位于深圳、上海、西安三地。报告期期末，公司未售面积 61.85 万平方米。2017 年一季度公司账上预收款 171 亿元，比 2016 年末增加 20 亿，是上年同期一倍以上。

投资建议：公司目前预收款 171 亿，上年销售均价大幅增长，为今年业绩有望持续放量。我们预计公司 17-19 年公司 EPS 为 1.13、1.52、1.84，首次覆盖，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 14.74 元。

风险提示：央企体制僵化，业务推进缓慢，资源获取能力低于预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	32,236.3	35,481.1	46,480.2	61,446.9	79,881.0
净利润	4,640.7	6,888.4	9,306.2	12,469.4	15,121.3
每股收益(元)	0.57	0.84	1.13	1.52	1.84
每股净资产(元)	4.64	5.33	6.15	7.47	9.02

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	14.3	9.6	7.1	5.3	4.4
市净率(倍)	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9
净利润率	14.4%	19.4%	20.0%	20.3%	18.9%
净资产收益率	12.2%	15.8%	18.4%	20.3%	20.4%
股息收益率	0.9%	0.0%	4.3%	2.9%	3.5%
ROIC	13.5%	14.4%	18.7%	28.2%	33.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

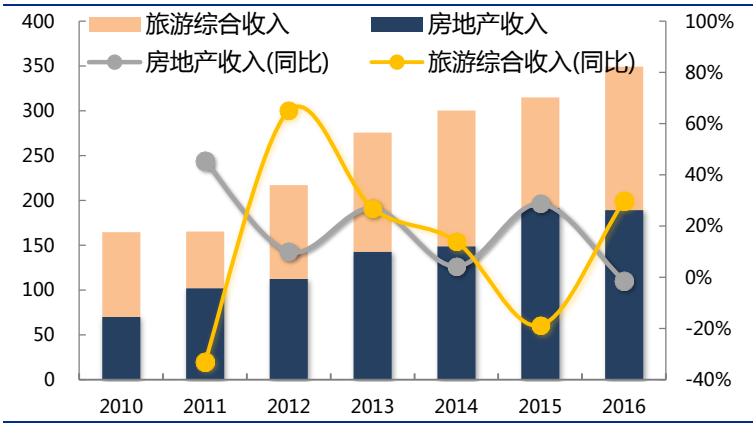
各项声明请参见报告尾页。

1. 地产业务：收入规模上台阶，盈利水平优良

土地成本优势明显，结算毛利率上升：公司凭借“文化+旅游+城镇化”的独特模式，掌握优于同行的土地议价能力。虽然 2016 年公司结算均价下降了 4.98%，结算规模略降，但由于营业成本同比下降 9.38%，2016 年全年房地产结算毛利率高达到了 63.39%（+3.25 个 pct），基本是同规模房企最高水平。

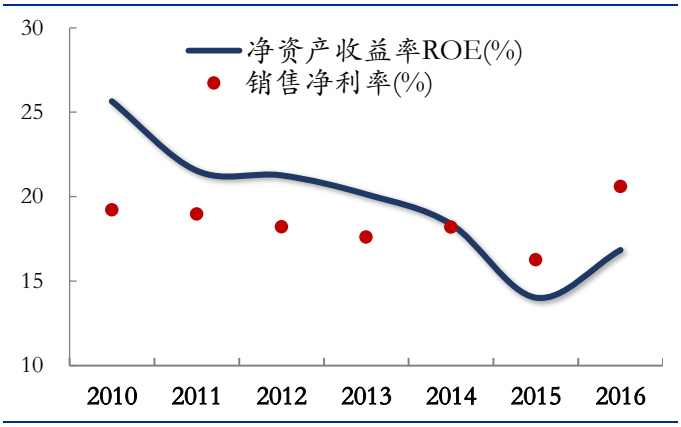
盈利能力强劲，位于大型房企前列：公司盈利能力在大型房企中位于前列。2016 年末净利率 20.61%（+4.34 个 pct），达到历史最高水平。2016 年报 ROE16.84%，同比上升 1.49 个 pct。

图 1：公司分业务收入情况（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：2016 年公司土地投资分布



资料来源：wind，安信证券研究中心

2016 年拿地规模减半，优质项目精准斩获。公司控股的旅游综合及房地产业务累计权益土地储备 641.17 万方（6.14%），规划总建面 902.24 万方（15.85%），其中房地产业务规划总建面 469.28 万方；2016 年公司拿地谨慎，2016 年新增权益土地储备 105.66 万方（-49.30%），新增规划建筑面积 198.45 万方（-52.22%），均比 2015 年减半。新增区域主要为武汉、南昌西湖区、上海闸北及深圳会展中心项目（与招商蛇口各占一半权益）、北京大兴旧宫项目（中铁置地合作），拿地金额约 300 亿。其中，会展中心项目对于公司进一步拓宽业务领域具有重要意义。

图 1：公司土地投资情况（万平方米）

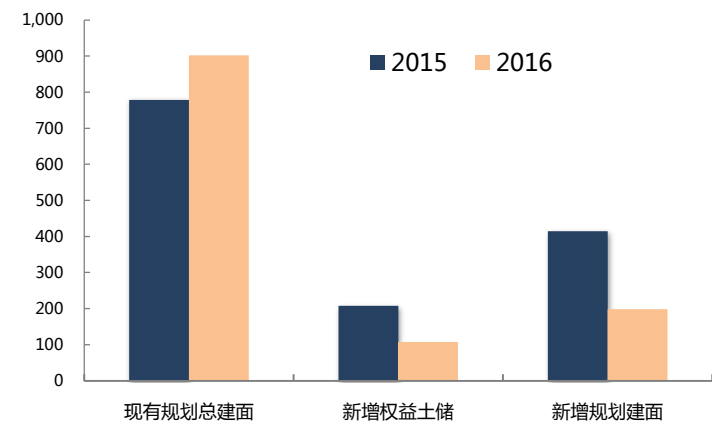
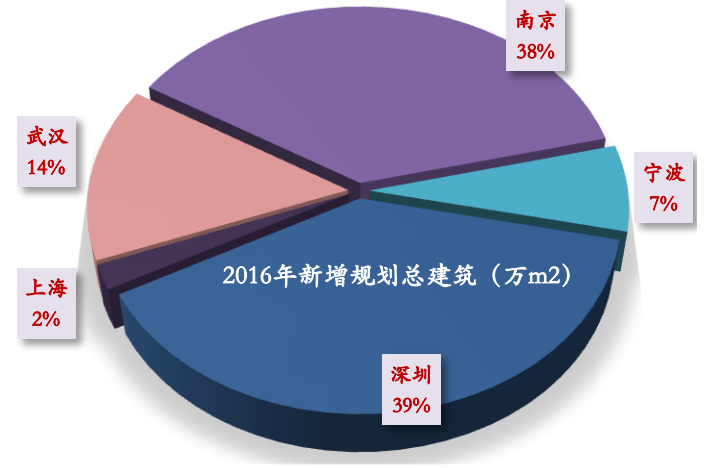


图 2：2016 年公司土地投资分布



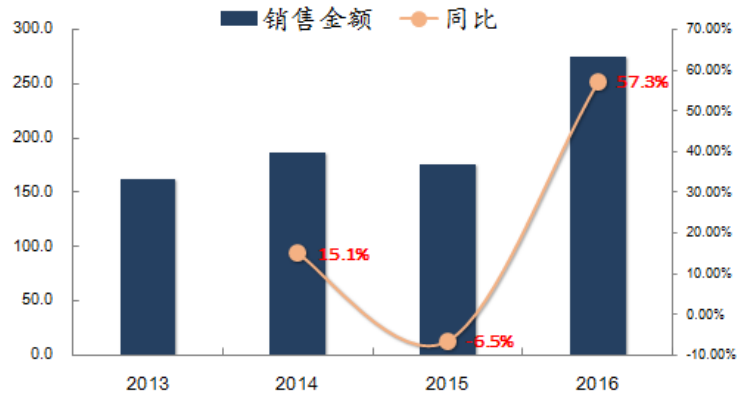
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

资料来源：wind，安信证券研究中心

资料来源：wind，安信证券研究中心

销售均价大幅跃升，业绩放量可期。根据克而瑞数据，公司全年签约销售面积 37.07 万方，同比+-0.03%；销售金额 275.3 亿元，同比+57.31%，销售均价 74,264.9 元/平方米，同比+57.36%。签约地区主要位于深圳、上海、西安三地。报告期期末，公司未售面积 61.85 万平方米。2017 年一季度公司账上预收款 171 亿元，比 2016 年末增加 20 亿，是上年同期一倍以上。

图 5：公司近年销售金额增长（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：2016 年公司销售分布

城市	项目	权益比例	签约面积（万 m2）	结算面积（万 m2）
深圳	本部	100%	16.13	11.37
	曦城	50%	0.25	0.36
	水门逸欣园	51%	1.35	2.88
上海	苏河湾	83.16%	5.08	3.80
	西康路 989	100%	0.62	0.39
	新浦江城	86.12%	3.15	2.91
西安	108 坊	91.73%	1.79	1.96
	天鹅堡	60%	8.70	10.16
	合计	—	37.07	33.84

资料来源：wind，安信证券研究中心

2. 旅游板块：把握三四线消费升级，旅游板块驱动力强

旅游业务收入占比提高至 45%，成为 2016 年主要驱动力。公司 2016 年房地产结算收入 189.44 亿元，同比-1.34%；结算面积 33.84 万平方米，同比+3.84%；旅游综合收入 160.06 亿元，同比+29.91%，在收入中的占比提高了近 7 个百分点，达到历史最高水平；

入园人数稳定增长，拓展三四线消费市场：据 16 年年报披露，公司 2016 年实现旅游业务驱动下的收入规模提升，收入和业绩均创下历史新高。2016 年公司游客接待人次 3456 万，同比+5.4%，规模亚洲排名第一。公司第 7 家欢乐谷将于今年中在重庆开业，另外北京、南京、南昌四家欢乐谷有望今年完工或开园。

3. 央企混改先锋，业务整合值得探讨

混改先锋，前海人寿。2015 年，公司通过非公开发行引入前海人寿，发行价格为 6.81 元，同时推出限制性股票激励计划，授予占总股本 1.15%的限制性股票。调整后定增价格为 6.74 元，股权激励解锁要求为 16-19 年扣非后 ROE 不低于 12.5%、净利率不低于 16%、扣非净利润 3 年年复合增长率不低于 10%，为央企地产混改的先锋，目前前海人寿及钜盛华合计持有公司 9.89%的股份。

华侨城集团要约收购云南旅游，业务协作值得探讨：根据云南旅游（002059.SZ）公告，华侨城集团通过全资子公司华侨城云南公司参与对云南世博集团的增资，增资完成后，华侨城云南公司成为持有云南世博集团 51%股份的控股股东，通过云南世博集团间接控制云南旅游已发行股份的 49.52%而触发全面要约收购义务。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

作为央企与地方企业围绕重点产业重点合作示范，若本次收购成功有望成为整合云南国资旗下大量旅游资源的契机，包括云南旅游及云南世博集团。公司作为集团旅游+地产板块的重要上市平台，在发展混改方面已经跑在前列（引入前海人寿），未来与集团同业关系及业务整合值得探讨。

4. 投资建议

公司已经确立构建四大业务板块。1）**旅游：**以欢乐谷品牌为核心，以周边微度假游景区、大型目的游景区运营业务为两翼；2）**住宅销售：**加大合作并购、拓展旧改获取项目，探索“地产+养老、教育、社区金融”的新领域；3）**融服务业务体系：**增资渤海证券，成为其第三大股东，参与西银租赁设立，并作为 LP 投资了远致富海等产业基金，探索“旅游+互联网+金融”模式下的大金融生态体系；4）**对优质公司的财务性投资业务。**公司目前预收款 171 亿，上年销售均价大幅增长，为今年业绩有望持续放量。我们预计公司 17-19 年公司 EPS 为 1.13、1.52、1.84，首次覆盖，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 14.74 元。

■风险提示：央企体制僵化，业务推进缓慢，资源获取能力低于预期。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	32,236.3	35,481.1	46,480.2	61,446.9	79,881.0
减:营业成本	15,090.2	16,584.5	20,218.9	27,171.8	35,866.5
营业税费	6,375.1	6,668.6	8,412.9	11,269.4	14,570.3
销售费用	1,212.3	1,249.5	1,585.0	2,255.1	2,476.3
管理费用	2,163.9	1,987.4	2,370.5	2,765.1	3,754.4
财务费用	795.2	928.5	969.1	815.2	896.5
资产减值损失	70.8	114.6	78.0	54.0	110.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	359.6	623.0	988.0	1,130.0	672.0
营业利润	6,888.3	8,571.0	13,833.8	18,246.3	22,878.9
加:营业外净收支	443.2	886.4	1,024.3	1,402.6	1,104.4
利润总额	7,331.5	9,457.4	14,858.1	19,649.0	23,983.4
减:所得税	2,088.2	2,146.5	3,209.4	4,126.3	5,220.1
净利润	4,640.7	6,888.4	9,306.2	12,469.4	15,121.3

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	15,129.2	15,590.0	19,056.9	25,869.1	43,934.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	2,268.5	2,792.5	3,899.5	4,829.0	6,585.0
应收票据	78.7	111.4	171.7	174.1	280.5
预付帐款	13,257.0	17,822.9	12,564.0	33,314.6	23,916.9
存货	51,191.8	67,971.2	58,396.9	81,990.8	97,342.0
其他流动资产	1.2	1,901.7	634.3	845.7	1,127.3
可供出售金融资产	1,396.3	1,355.2	940.7	1,230.7	1,175.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	843.4	5,322.3	5,367.3	6,985.6	9,033.0
投资性房地产	3,346.3	4,245.2	4,945.2	5,652.7	6,421.5
固定资产	15,014.6	14,604.1	12,976.6	10,957.3	9,035.8
在建工程	1,833.0	3,142.2	3,142.8	3,143.3	3,580.1
无形资产	4,491.0	4,358.3	4,268.6	4,145.1	4,013.1
其他非流动资产	6,415.2	7,127.9	5,792.6	4,612.0	2,418.7
资产总额	115,266.2	146,344.9	132,157.1	183,750.2	208,863.9
短期债务	4,338.4	5,756.4	15,418.2	14,864.6	18,423.8
应付帐款	28,180.9	35,779.2	37,001.5	58,702.3	71,866.5
应付票据	152.8	124.2	762.1	160.2	969.3
其他流动负债	10,851.1	30,133.4	15,663.7	35,945.4	24,642.9
长期借款	28,111.4	22,898.4	3,829.8	-	2,952.7
其他非流动负债	1,455.5	3,537.4	2,284.0	2,978.7	2,518.1
负债总额	73,090.1	98,228.9	74,959.3	112,651.2	121,373.4
少数股东权益	4,090.2	4,398.9	6,741.4	9,794.8	13,436.7
股本	8,205.7	8,205.7	8,205.7	8,205.7	8,205.7
留存收益	30,152.2	36,203.0	42,250.7	53,098.6	65,848.1
股东权益	42,176.1	48,116.0	57,197.8	71,099.0	87,490.5

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	4.9%	10.1%	31.0%	32.2%	30.0%
营业利润增长率	-6.3%	24.4%	61.4%	31.9%	25.4%
净利润增长率	-2.8%	48.4%	35.1%	34.0%	21.3%
EBITDA 增长率	-2.3%	20.6%	47.1%	25.6%	22.5%
EBIT 增长率	-4.2%	23.6%	55.8%	28.8%	24.7%
NOPLAT 增长率	-4.4%	33.6%	58.0%	29.8%	23.5%
投资资本增长率	25.5%	21.6%	-14.3%	4.2%	9.4%
净资产增长率	30.8%	14.1%	18.9%	24.3%	23.1%
利润率					
毛利率	53.2%	53.3%	56.5%	55.8%	55.1%
营业利润率	21.4%	24.2%	29.8%	29.7%	28.6%
净利润率	14.4%	19.4%	20.0%	20.3%	18.9%
EBITDA/营业收入	29.1%	31.9%	35.8%	34.0%	32.1%
EBIT/营业收入	23.8%	26.8%	31.8%	31.0%	29.8%
运营效率					
固定资产周转天数	171	150	107	70	45
流动营业资本周转天数	267	324	242	176	160
流动资产周转天数	822	954	778	708	722
应收帐款周转天数	25	26	26	26	26
存货周转天数	536	605	489	411	404
总资产周转天数	1,173	1,327	1,079	925	885
投资资本周转天数	513	575	448	319	262
投资回报率					
ROE	12.2%	15.8%	18.4%	20.3%	20.4%
ROA	4.5%	5.0%	8.8%	8.4%	9.0%
ROIC	13.5%	14.4%	18.7%	28.2%	33.5%
费用率					
销售费用率	3.8%	3.5%	3.4%	3.7%	3.1%
管理费用率	6.7%	5.6%	5.1%	4.5%	4.7%
财务费用率	2.5%	2.6%	2.1%	1.3%	1.1%
三费/营业收入	12.9%	11.7%	10.6%	9.5%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	63.4%	67.1%	56.7%	61.3%	58.1%
负债权益比	173.3%	204.2%	131.1%	158.4%	138.7%
流动比率	1.88	1.48	1.38	1.34	1.49
速动比率	0.71	0.53	0.53	0.59	0.65
利息保障倍数	9.66	10.23	15.27	23.38	26.52
分红指标					
DPS(元)	0.07	-	0.35	0.23	0.28
分红比率	12.4%	0.0%	30.6%	15.3%	15.3%
股息收益率	0.9%	0.0%	4.3%	2.9%	3.5%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	5,243.3	7,310.9	9,306.2	12,469.4	15,121.3
加:折旧和摊销	1,787.7	1,957.2	1,854.1	1,854.9	1,855.4
资产减值准备	70.8	114.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	906.7	971.5	969.1	815.2	896.5
投资损失	-359.6	-623.0	-988.0	-1,130.0	-672.0
少数股东损益	602.7	422.5	2,342.6	3,053.3	3,641.9
营运资金的变动	-11,815.4	-4,844.4	8,541.5	-4,828.6	-6,715.7
经营活动产生现金流量	-1,872.3	4,403.9	22,025.5	12,234.2	14,127.5
投资活动产生现金流量	-4,826.3	-7,430.0	510.0	419.8	-280.2
融资活动产生现金流量	7,705.4	3,359.0	-19,068.6	-5,841.7	4,218.1

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.57	0.84	1.13	1.52	1.84
BVPS(元)	4.64	5.33	6.15	7.47	9.02
PE(X)	14.3	9.6	7.1	5.3	4.4
PB(X)	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9
P/FCF	-399.5	21.8	25.1	9.7	3.8
P/S	2.1	1.9	1.4	1.1	0.8
EV/EBITDA	9.1	6.7	4.1	2.9	2.1
CAGR(%)	43.6%	36.9%	27.7%	43.6%	36.9%
PEG	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1
ROIC/WACC	1.7	1.9	2.4	3.7	4.3
REP	1.0	0.7	0.5	0.3	0.2

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

陈天诚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。