# 华侨城 A（000069.SZ）

## 集团战略核心，存量资源加速周转

| 公司评级 | 买入 |
|---|---|
| 当前价格 | 8.61 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2017-06-06 |

### 基本数据

| | |
|---|---|
| 总股本/流通股本（百万股） | 8,206/6,124 |
| 流通 A 股市值（百万元） | 64,415 |
| 每股净资产（元） | 5.33 |
| 资产负债率（%） | 67.12 |
| 一年内最高/最低（元） | 8.37/6.33 |

### 相对市场表现

分析师： 乐加栋 S0260513090001
021-60750620
lejiadong@gf.com.cn
分析师： 郭 镇 S0260514080003
010-59136622
guoz@gf.com.cn

### 相关研究：

| | |
|---|---|
| 文化旅游+城市更新，积极布局新一轮扩张 | 2016-09-02 |
| 华侨城 A（000069.sz）：盈利模式转型中 | 2012-03-19 |
| 华侨城 A（000069.sz）：报告副标题 | 2011-10-26 |

## 核心观点：

- **华侨城集团，追求跨越式发展**

华侨城集团在 17 年初的集团年会上提出了“跨越式发展”的经营计划，**17 年将营业收入提升至 800 亿，增速达到 49.3%，利润额从 95.2 亿元提升至 120 亿元，同比增长 26.1%。**上市公司华侨城 A 作为集团主要的经营主体，过去几年平均**收入和利润贡献率分别为 61%和 93%，**集团的利润成长势必会带动华侨城 A 加速提高业绩的释放速度。

- **华侨城 A，优质资源储备，释放事半功倍**

华侨城 A 通过“主题乐园”的打包拿地方式，在核心一二线城市取得了大量的土地储备，随着房价的不断上涨，**公司地产业务毛利率维持在 50%以上。**16 年公司实现销售金额 **275 亿提速意愿明显，规模跨上了新的台阶，**百强房企排名 62 位，布局进入了 14 个城市，其中 3 个一线城市，9 个二线城市和 2 个三线城市；土地端公司拿地方式更加多样化，**旧改+合作的模式引入，既保证公司长期资产质量，也有能力盘活短期存量土地资源**，为整体周转提速贡献助力。

- **预计 17、18 年的业绩分别为 1.12 和 1.43 元，维持为“买入”评级。**

华侨城目前在手地产项目总储备建筑面积 2204 万方，未结算面积达到了 1608 万方，权益未结算面积 1173 万方，而权益货值将近 4000 亿。其中现房占比较高，且主要布局在深圳、上海等一线城市，对于收入的支撑较强。业绩方面，预计公司 17、18 年归母净利润规模为 92.1 亿、117.2 亿元，**PE 倍数为 7.67x，6.03x。**

- **风险提示**

现房比例较高业绩释放受实际售影响较大，旅游项目投资确定性低。

### 盈利预测：

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 32,236 | 35,481 | 53,343 | 70,806 | 99,050 |
| *增长率(%)* | 4.94% | 10.07% | 50.34% | 32.74% | 39.89% |
| EBITDA(百万元) | 9098 | 10813 | 17147 | 21891 | 27279 |
| 净利润(百万元) | 4641 | 6888 | 9206 | 11716 | 14346 |
| *增长率(%)* | -2.80% | 48.44% | 33.64% | 27.26% | 22.45% |
| EPS（元/股） | 0.57 | 0.84 | 1.12 | 1.43 | 1.75 |
| 市盈率（P/E） | 15.22 | 10.26 | 7.67 | 6.03 | 4.92 |
| 市净率（P/B） | 1.86 | 1.62 | 1.32 | 1.08 | 0.89 |
| EV/EBITDA | 8.18 | 6.03 | 5.35 | 5.00 | 3.71 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

# 目录索引

独特的脚步，走好自己的路 ..... 4
华侨城 A：建立“欢乐”王朝 ..... 6
地产业务综述：资源丰富，周转加速 ..... 8
三大拿地模式支持储备扩张：主题公园、旧城改造、合作参股 ..... 11
园区运营收入稳定，产品更新换代 ..... 14
剥离非核心资产，稳定的融资支持 ..... 17
依托优势资源，同集团共同跨越 ..... 19
新班组、新模式：“文化+旅游+城镇化”，“旅游+互联网+金融” ..... 21
收购云南旅游，助力跨越发展 ..... 23
公司估值及业绩预测—集团跨越式增长的发动机 ..... 25
风险提示 ..... 28

# 图表索引

图 1：华侨城股份总资产规模（亿元） ..... 4
图 2：华侨城股份净资产规模（亿元） ..... 4
图 3：华侨城股份及华侨城集团发展历程 ..... 6
图 4：华侨城 A 主营业务收入（亿元）及增速 ..... 7
图 5：华侨城 A 归母净利润规模（亿元）及增速 ..... 7
图 6：华侨城 A 主营业务收入结构分拆 ..... 7
图 7：华侨城 A 综合毛利水平变化 ..... 8
图 8：16 年不同口径各业务毛利率情况 ..... 8
图 9：华侨城房地产开发业务全国布局情况 ..... 8
图 10：华侨城商品房销售金额（亿元） ..... 9
图 11：华侨城未结算项目各线城市分布 ..... 9
图 12：华侨城股份预收帐款规模（亿元） ..... 9
图 13：华侨城股份预收帐款分布 ..... 9
图 14：16 年华侨城存货结构 ..... 10
图 15：16 年华侨城存货开发产品城市分布 ..... 10
图 16：华侨城 A09 年以来土地投资金额（亿元） ..... 11
图 17：华侨城 A09 年以来土地投资平均成本 ..... 11
图 18：华侨城 A 主题园区投资占总投资比例以及旅游地产配建面积 ..... 12
图 19：华侨城景区运营总收入（亿元） ..... 14
图 20：华侨城股份接待游客人数（万人） ..... 14
图 21：华侨城集团主题公园分布 ..... 15
图 22：华侨城 A 投资固定资产及在建工程（亿元） ..... 16
图 23：华侨城 A 计提折旧规模（亿元） ..... 16
图 24：华侨城 A 直接及间接融资情况 ..... 18
图 25：华侨城取得借款收到现金（亿元） ..... 18
图 26：华侨城集团总资产及净资产总规模（亿元） ..... 20

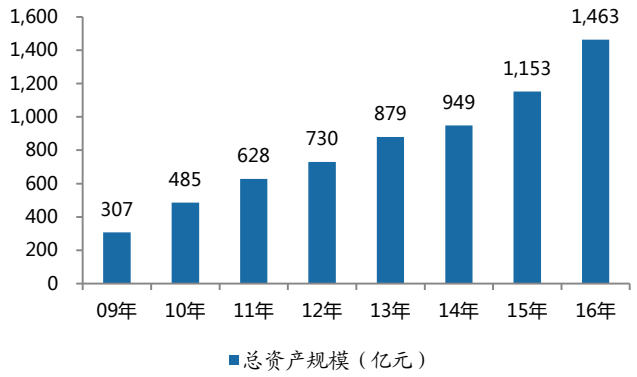
图 27: 华侨城集团营业收入及净利润情况（亿元）.....20
图 28: 华侨城集团主营收入构成（亿元）.....20
图 29: 华侨城集团主营业务毛利率.....20
图 30: 华侨城集团战略全景图.....21
图 31: 华侨城集团产业版图.....21
图 32: 华侨城集团“文化+旅游+城镇化”战略.....21
图 33: 华侨城集团“旅游+互联网+金融” 战略.....21
图 34: 深圳甘坑新镇 IP“小凉帽”.....23
图 35: 深圳甘坑新镇小凉帽乐园规划图.....23
图 36: 云南旅游主营收入及净利润（亿元）.....24
图 37: 云南旅游主营构成及毛利率.....24
图 38: 华侨城 A 占集团收入及利润规模比例.....25
图 39: 华侨城集团及华侨城 A 税前利润规模及计划.....25
图 40: 地产行业公司 NAV 估值和折价水平.....27
图 41: 华侨城股份投资收益规模（亿元）.....28
图 42: 华侨城股份销售费用率和管理费用率.....28

表 1: 华侨城股份股本规模变化.....4
表 2: 华侨城 A 目前项目储备规模以及项目状态.....10
表 3: 09 年以来华侨城通过“主题公园”模式获取土地的成本和销售价格对比.11
表 4: 华侨城主题乐园投资金额以及目前工程进度情况.....12
表 5: 华侨城旧城改造项目情况.....13
表 6: 华侨城通过合作方式拿地信息一览.....13
表 7: 华侨城集团主题公园发展情况.....15
表 8: 华侨城集团旅游地产发展模式.....16
表 9: 华侨城股份 17 年剥离企业财务状况（亿元）.....17
表 10: 华侨城股份 2015 年非公开发行流程.....18
表 11: 华侨城集团资产整合运作以及注入项目公司计划整理.....19
表 12: 华侨城集团 16 年以来签约协议和项目.....22
表 13: 华侨城集团战略入滇.....24
表 14: 华侨城子公司以及项目信息汇总.....25
表 15: 华侨城 A 未来几年收入预计及利润测算（亿）.....27

# 独特的脚步，走好自己的路

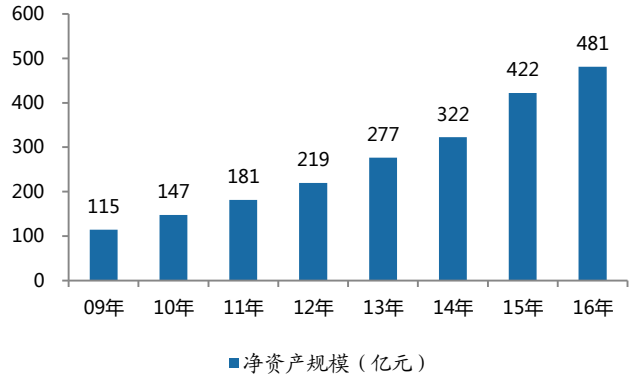
深圳华侨城股份有限公司1997年9月2日由国务院国资委直属的华侨城集团公司独家发起募集设立，1997年9月10日公司5000万社会公众股在深交所挂牌上市。2009年公司成为控股型集团公司，从事旅游及其关联产业的投资经营。截至16年末，公司总资产规模1463亿元，净资产规模481亿元。

**图1：华侨城股份总资产规模（亿元）**




数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

**图2：华侨城股份净资产规模（亿元）**




数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

股本方面，公司1997年上市时总股本为1.92亿股。1997年至今，公司实施了多次股本转增、送股转债转股、股证行权、定增等一系列股本扩张措施。2007年、2015年两次股权激励分别发行新股5000万股和9100万股，2009年、2016年两次定增分别增发4.86亿股和8.52亿股。公司目前股本为82.06亿股。

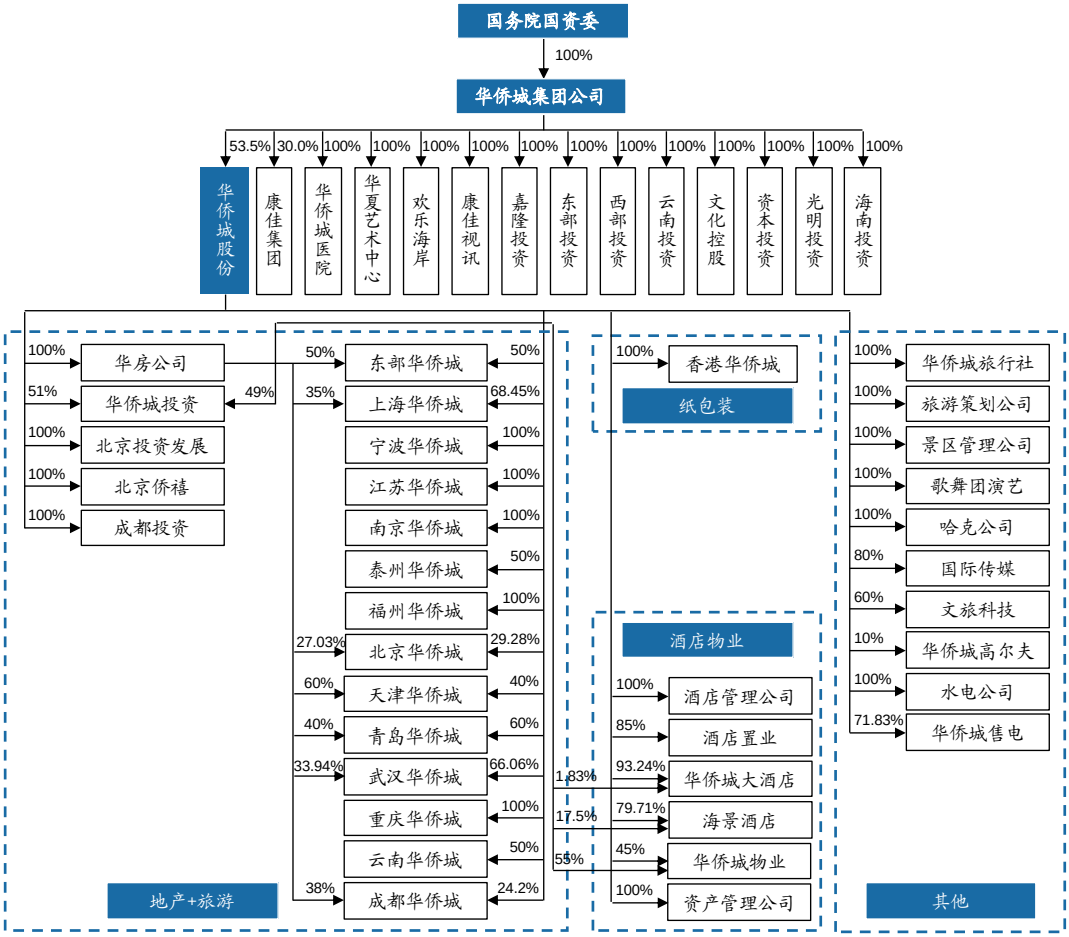
**表1：华侨城股份股本规模变化**

| 时间 | 股本变化 |
|---|---|
| **1997.09** | A 股上市交易，总股本 19200 万股 |
| **1998.10** | 每 10 股送 2 股红股、转增 6 股，总股本增至 34560 万股 |
| **2000.09** | 每 10 股配 3 股，总股本增至 37260 万股 |
| **2001.05** | 每 10 股转增 2 股，总股本增至 44712 万股 |
| **2003.04** | 每 10 股送 6 股红股、转增 2 股，总股本增至 80481.6 万股 |
| **2003.10** | 每 10 股转增 3 股，总股本增至 104626.1 万股 |
| **2005.04** | 公司债侨城转债转股，总股本增至 111120.5 万股 |
| **2007.10** | 股权激励，发行 5000 万股，授予价 7 元/股，总股本增至 116120.5 万股 |
| **2007.11** | “侨城 HQC1”认购权证行权，总股本增至 131054.4 万股 |
| **2008.04** | 每 10 股转增 10 股，总股本增至 262108.8 万股 |
| **2009.11** | 定增 48639.0 万股，发行价 1 元/股，总股本增至 310747.8 万股 |
| **2011.04** | 每 10 股送红股 5 股、转增 3 股，总股本增至 559346 万股 |
| **2012.05** | 每 10 股送 3 股红股，总股本增至 727149.9 万股 |

| | |
|---|---|
| **2014.05** | 回购注销 155844 股，回购价 1.865 元/股，总股本减至 717134.3 万股 |
| **2015.11** | 股权激励，发行 9100 万股，授予价 4.66 元/股，总股本增至 735399.3 万股 |
| **2016.01** | 定增 85168.9 万股，发行价 6.81 元/股，总股本增至 820568.1 万股 |

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

**图3：华侨城股份股权结构**



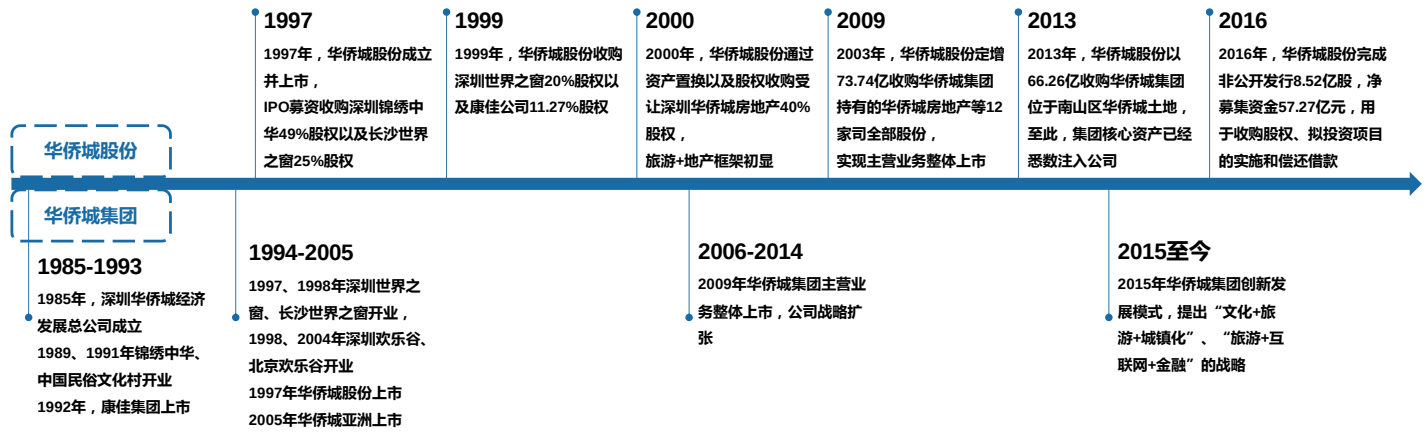

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司第一大股东为华侨城集团，持股53.5%，实际控制人为国务院国资委。公司控股股东华侨城集团1985年成立，作为隶属于国务院国资委的大型央企，集团培育了旅游及相关文化产业经营、电子及配套包装产品制造、房地产及酒店开发经营等国内领先的主营业务，旗下拥有华侨城股份、华侨城（亚洲）控股、康佳集团三家境内外上市公司以及民俗文化村、世界之窗、锦绣中华、欢乐谷等一系列著名的企业和产品品牌。截至17年1季度末，集团总资产规模1969亿元，净资产规模573亿元。公司围绕集团的“文化+旅游+城镇化”、“旅游+互联网+金融”的创新发展模式，拓展优质项目，产融结合，稳健发展。

华侨城A发展的历史，是旅游+地产业务协同发展的历史，公司凭借独特的项目开发模式，满足在大城市发展的过程中对于主体公园等设施的需求，捆绑投资旅游园区项目，获取整片区域的土地开发权。伴随着一个个区域项目建设开发，公司资产规模逐步扩张。在2009年华侨城集团将主要的资产注入上市之后，华侨城A便成

为通过旅游地产项目建设的主体。

**图3：华侨城股份及华侨城集团发展历程**




数据来源：官方网站，公司公告，广发证券发展研究中心

2016年是华侨城突破变化的一年，从集团到上市公司对于华侨城在在未来5年内的发展确立了清晰的发展计划，上市公司开拓进取，兼容包并。在进一步落实原有旅游地产的开发模式的同时，积极进入核心城市获取土地资源，并将强与万科、华润、中铁置地、招商蛇口、首开股份、中国金茂等大型企业的合作，展示出公司积极的发展态度和意愿。

2017年开始，华侨城的将从资产规模和利润水平的多个方面加快发展，凭借模式优势，公司积累了大量的优质资源，为公司的错层次的协调发展提供了充足的资本。华侨城股份将华侨城集团未来三到五年实现跨越式发展的有效助力。

# 华侨城 A：建立“欢乐”王朝

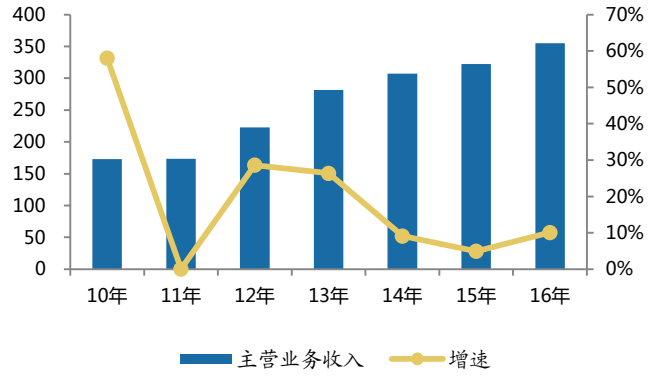
2016年华侨城股份全年营业收入首次跨过350亿大关，同比增长10.07%，净利润规模73.11亿元。从2009年华侨城集团注入大量资产后，上市公司归母净利润规模从17.06亿增长到68.88亿元，复合增长率达到了22.7%，高于主营业务收入的复合增速18.3%。说明在过去7年，尽管地产行业遭遇了多轮调控，行业普遍利润率水平都出现明显下降的情况下，公司维持了稳定的毛利率和净利率水平。

依靠独特的“主题公园+地产开发”开发模式，公司与政府签订主题公园建设合同，以较低的价格成片获取周边可开发土地资源作为主体公园建设的补偿。在核心城市获取了大量低成本的土地资源，这些项目储备在房价上涨过程中，收益水平不断增厚，提高了公司抵抗地产行业波动和风险的能力。

从华侨城目前的主营业务收入，根据子公司的业务性质进行划分，包括旅游综合业务、房地产业务和其他业务（纸包装等）。旅游综合业务包含了主体园区运营收入、旅游地产收入两部分，16年收入规模160亿，占总收入比例的45%，而地产业务则是其他的纯地产业务子公司的房地产开发收入，16年规模为189占收入比例

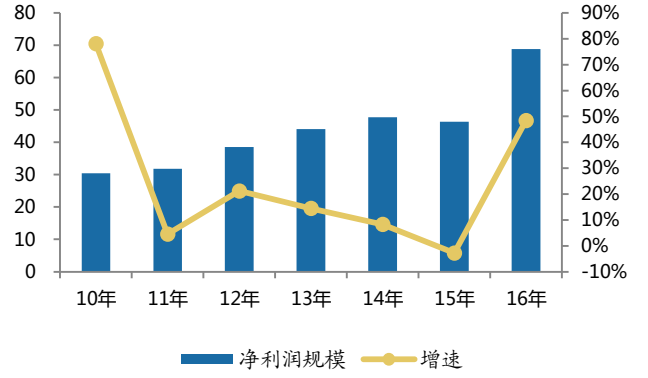
的53%。因此从实际运营口径来看，房地产开发业务由旅游地产（主题公园附近项目）和普通地产两部分组成，按照16年的财报口径来计算，总规模为300亿元，占总收入比例的84%，为华侨城主要的营业和利润核心。

**图4：华侨城A主营业务收入（亿元）及增速**



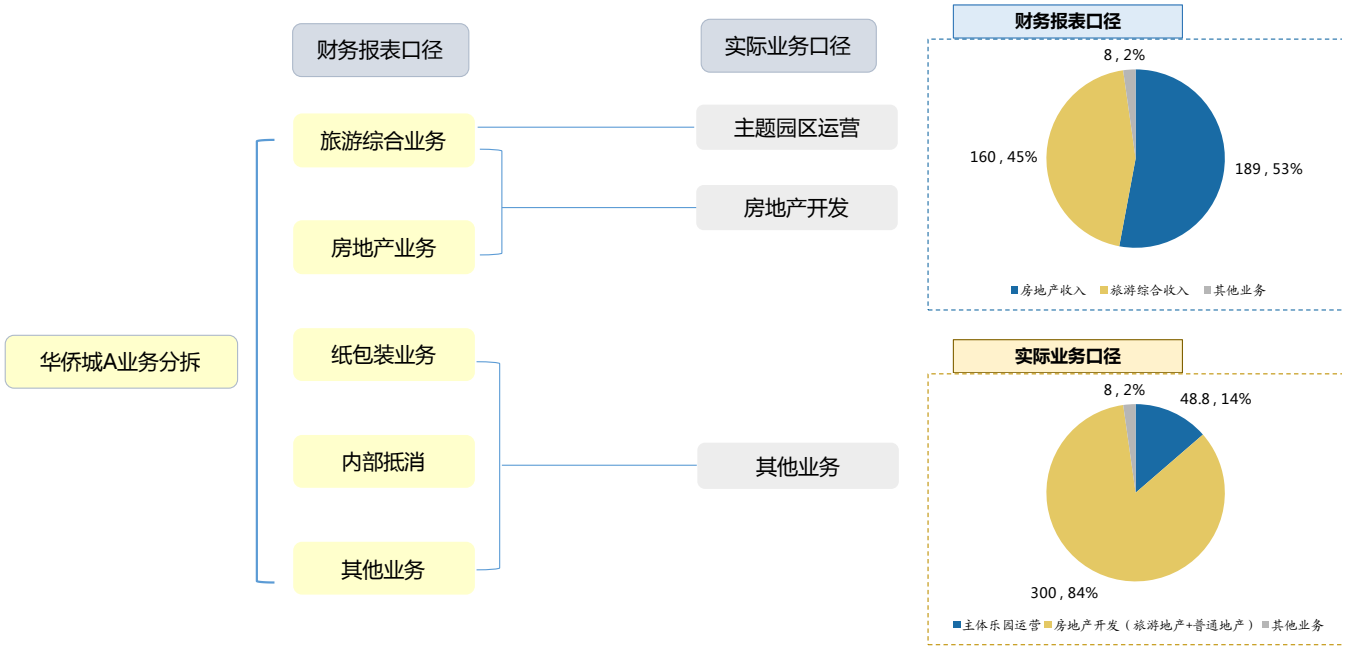

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

**图5：华侨城A归母净利润规模（亿元）及增速**




数据来源：广发证券发展研究中心

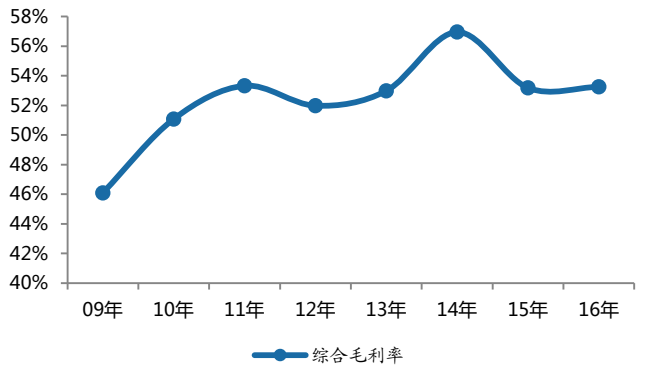
**图6：华侨城A主营业务收入结构分拆**




数据来源：公司年报，集团公开资料，广发证券发展研究中心

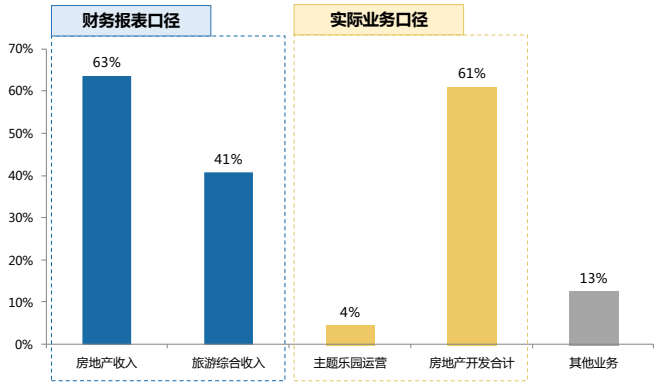
华侨城整体的利润率水平明显高于地产行业的其他公司，这主要是受益于公司的拿地价格优势以及在深圳区域大量的土地储备。09年-16年公司旅游综合和地产开发的平均毛利率水平为56.7%，即便在行业受到政策调控，价格出现回落的时期，公司的结算毛利率也可以维持在50%以上。极高的资产质量和丰富的储备规模使公司具备较好的业绩弹性，配合适当的开发和销售策略，公司土地资源的变现能力极强。

**图7：华侨城A综合毛利水平变化**




数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

**图8：16年不同口径各业务毛利率情况**

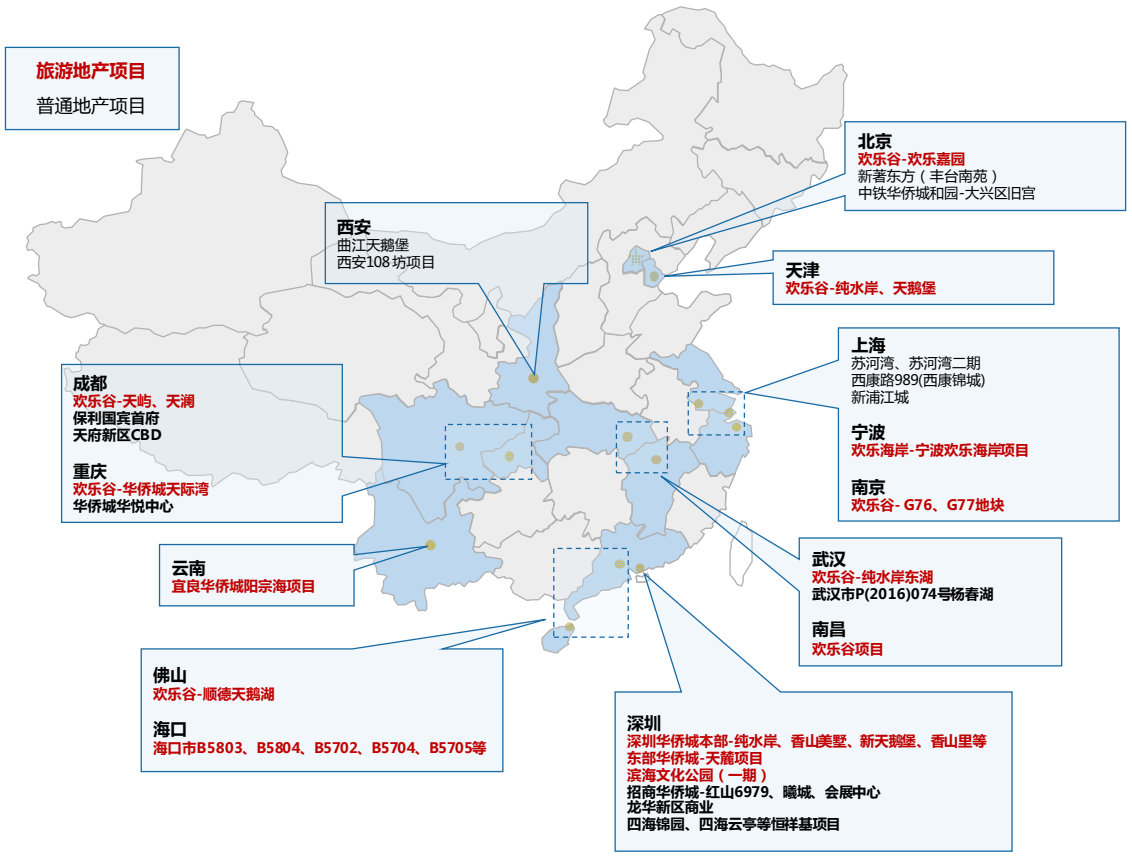



数据来源：公司年报，集团资料，广发证券发展研究中心

## 地产业务综述：资源丰富，周转加速

华侨城A的核心业务是房地产开发，借助独特的开发模式，公司在核心城市大量获取优质的土地资源，深耕开发，梳理品牌形象。从开发策略才来，由于资源相对集中，公司更倾向于大盘资源型企业，受益于整体房价的上涨以及城市规模的扩张。

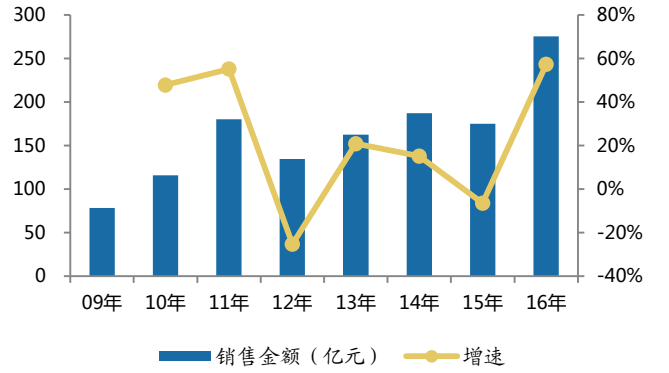
**图9：华侨城房地产开发业务全国布局情况**




数据来源：公司公告及各地国土局网站，广发证券发展研究中心

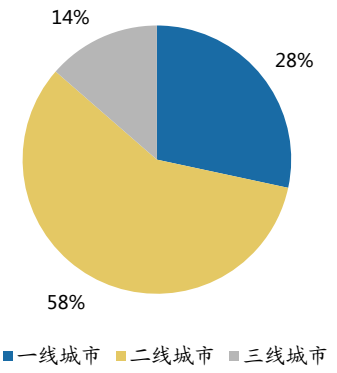
2016年，公司房地产签约销售规模达到275亿元，百强房企排名62位，布局进入了14个城市，其中3个一线城市，9个二线城市和2个三线城市。截止到17年6月，公司参与开发的项目合计规划建筑面积为1977万方，而未结算建筑面积为1371万方，权益未结算面积为1031万方，权益货值3792亿。从公司的资源储备规模和年度销售规模来看，整体开发节奏较慢，过去几年销售规模维持在150亿左右的水平，若整体开发效率提升，未来的销售和业绩增长都有强大的资源保障。

**图10：华侨城商品房销售金额（亿元）**




数据来源：年报、克尔瑞、中指院，广发证券发展研究中心

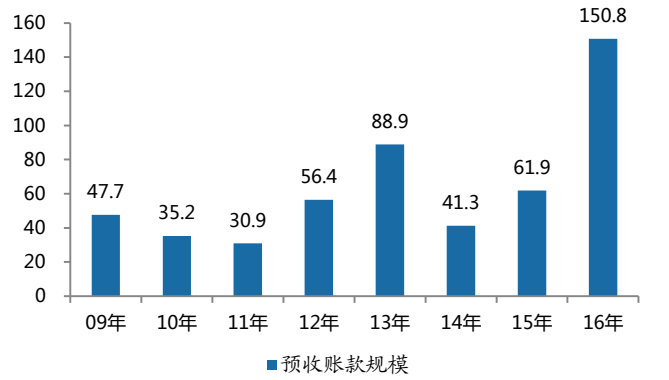
**图11：华侨城未结算项目各线城市分布**




数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

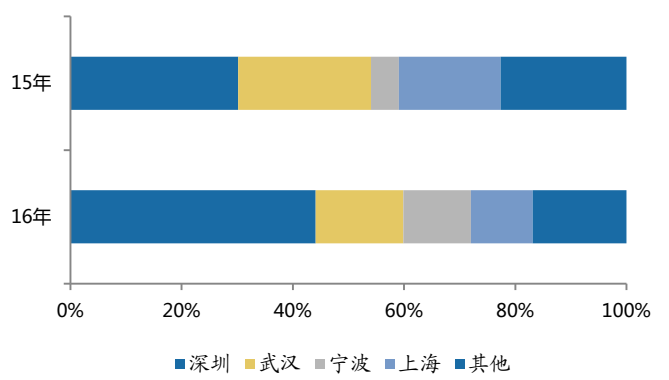
16年在行业高景气度的带动下，公司取得了近年来最好的销售回款成绩，深圳本部、上海苏河湾和西安天鹅堡等项目贡献较大，而大量深圳、武汉、上海等地的项目储备规模，也保证了公司销售去化水平维持高位。截止到16年末，公司在手预收账款规模为150.79亿元，同比增加88.88亿元，主要系16年销售规模大幅增加所致，从预收账款结构来看，深圳、武汉、宁波和上海项目占比超过80%。

**图12：华侨城股份预收帐款规模（亿元）**




数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

**图13：华侨城股份预收帐款分布**




数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

17年前5月根据克尔瑞统计华侨城完成签约销售金额73.9亿元，与16年同期销售水平基本持平。根据17年一季度公司预收账款171亿元，同比增加125,%，提升了公

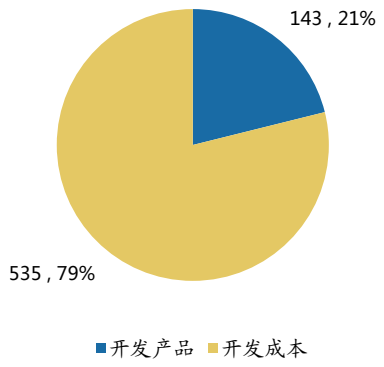
司未来业绩确定性的同时，也显示出在行业进入调控期后，公司依旧维持了比较积极的销售策略。从16年开始，借助市场景气度提升，华侨城的销售规模登上了新的台阶，作为华侨城集团多年运营的上市平台，公司具备进一步扩大规模的能力。优质的项目储备加上积极的销售态度，华侨城未来几年将会全面提速。

**表2：华侨城A目前项目储备规模以及项目状态**

| 城市 | 城市等级 | 未结算面积（万方） | 状态 | 平均价格（元/平米） | 货值（亿元） |
|---|---|---|---|---|---|
| 深圳 | 1 | 239.6 | 期房+现房 | 72897 | 1747 |
| 上海 | 1 | 91.4 | 期房+现房 | 117114 | 1070 |
| 北京 | 1 | 35.3 | 期房+现房 | 65464 | 231 |
| 成都 | 2 | 61.6 | 期房+现房 | 11004 | 68 |
| 佛山 | 3 | 72.3 | 期房 | 17000 | 123 |
| 海口 | 2 | 42.5 | 期房 | 8500 | 36 |
| 南昌 | 2 | 146.4 | 期房 | 25000 | 366 |
| 昆明 | 2 | 164.0 | 期房 | 8000 | 131 |
| 南京 | 2 | 112.3 | 期房 | 32000 | 359 |
| 宁波 | 3 | 151.3 | 期房 | 24000 | 363 |
| 天津 | 2 | 117.1 | 期房 | 17000 | 199 |
| 武汉 | 2 | 84.6 | 期房 | 25400 | 215 |
| 西安 | 2 | 29.5 | 期房+现房 | 15860 | 47 |
| 重庆 | 2 | 170.0 | 期房 | 9738 | 166 |
| 合计 | | **1518** | | | **5121** |

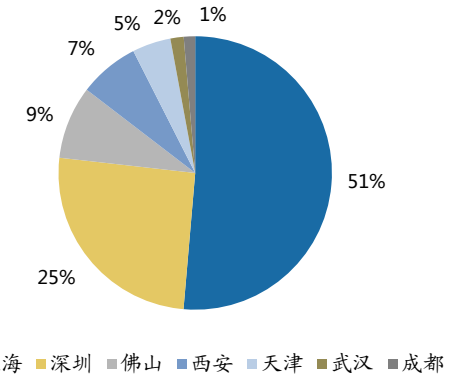
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

**图14：16年华侨城存货结构**




数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

**图15：16年华侨城存货开发产品城市分布**




数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

由于公司部分项目储备相对集中，且整体开发模式和思路更加注重资源的价值提升，华侨城很多项目特别是一些高端别墅项目，是以现房的形式进行销售。在实现现金流回款的同时，可以为公司直接贡献业绩。截止到16年末，公司资产负债表库存分项中的开发产品（现房项目成本）规模为143亿元，主要分布在深圳、上海和

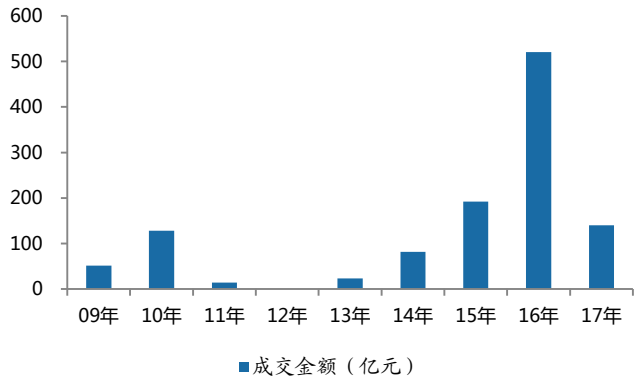
佛山按照16年地产开发项目平均毛利率水平折算对应货值规模为357亿元，可贡献毛利214亿元。显著提升的预收账款及充足的现房储备，配合逐步提速的销售计划，华侨城地产业务从17年开始的2-3年将会为公司的收入规模以及业绩水平的提升提供稳定的保障。

## 三大拿地模式支持储备扩张：主题公园、旧城改造、合作参股

土地是一切房地产开发企业的原材料，也是企业之间竞争最激烈的市场。由于我国独特的招拍挂拿地模式的影响下，地产行业的景气度提升，势必会进一步推高土地成本。久而久之，虽然房价高涨，但土地价格的涨幅却令很多开发商的投资收益水平逐年下降。

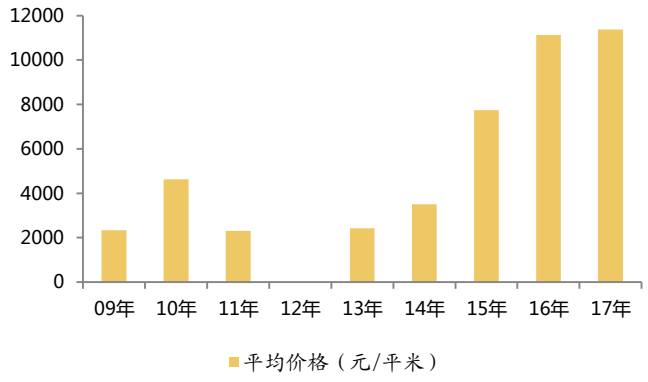
而华侨城地产业务的优势源自于公司独特的“主题公园打包拿地”模式，获得公园低于市场平均价格的土地资源。根据中国指数研究院数据显示，完成资产注入后的2009年以来，累计获取项目规划建筑面积1737万方，土地投资金额1157亿元，平均土地成本6662元/平米，而公司目前项目平均市场销售价格为33741元/平米，资产升值幅度极大。

**图16：华侨城A09年以来土地投资金额（亿元）**




数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

**图17：华侨城A09年以来土地投资平均成本**




数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

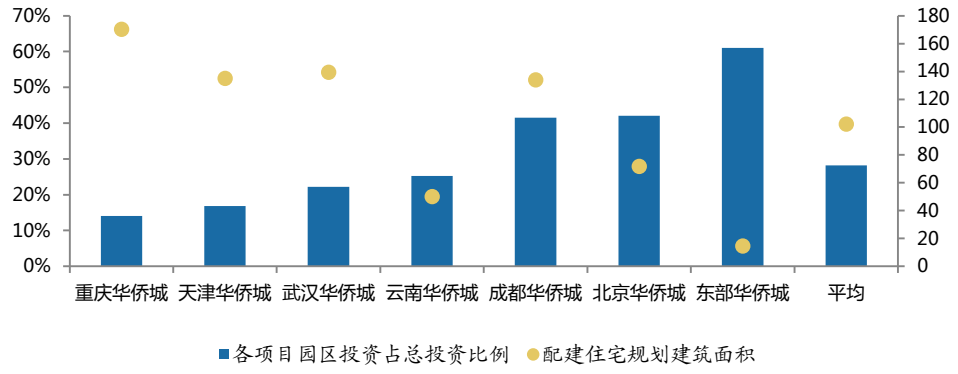
**表 3：09 年以来华侨城通过“主题公园”模式获取土地的成本和销售价格对比**

| 时间 | 项目 | 土地宗数 | 规划建筑面积（万方） | 拿地金额（亿元） | 拿地均价（元/平米） | 当年同城市土地成本（元/平米） | 当前商品房销售价格（元/平米） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 09 年 | 武汉欢乐谷 | 1 | 211.2 | 43.0 | 2036 | 1162 | 23000 |
| 10 年 | 天津欢乐谷 | 14 | 220.9 | 36.6 | 1654 | 1852 | 17000 |
| 13 年 | 宁波欢乐海岸 | 5 | 48.4 | 9.2 | 1898 | 3486 | 24000 |
| 14 年 | 重庆欢乐谷 | 6 | 215.1 | 51.2 | 2381 | 1482 | 10000 |
| 15 年、16 年 | 南京欢乐谷 | 3 | 189.9 | 118.0 | 6212 | 14105 | 32000 |
| 16 年底 | 南昌欢乐谷 | 6 | 146.4 | 71.3 | 4869 | 7658 | 25000 |

数据来源：房天下，中指院，公司公告，广发证券发展研究中心

“主题公园打包”开发的项目模式，具体操作来看，公司首先参加政府主题公园项目整体建设招标，获取项目开发权。之后再通过招拍挂获取公园建设所需土地，除了建设主题乐园所需的娱乐设施用地之外，还包括住宅及商业项目。根据公司过去几个项目的园区投资占总投资比例平均为28%，园区投资占比越低对于公司而言项目整体收益越高；而地产平均配建面积为102万方。

**图18：华侨城A主题园区投资占总投资比例以及旅游地产配建面积**




数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

主题园区开发在为公司储备低价土地的同时，还将承担主题乐园的投资建设任务，目前公司累计投资以及计划投资的“欢乐谷”及“欢乐海岸”项目数量为11个，单个项目的平均投资金额为32亿元。如果将主题乐园投资额视为整体开发的成本，目前核心二线城市的华侨城可售项目平均销售价格已经超过2万/平米，平均成本3190元/平米，约18万方的项目销售可以收回园区投资。获取土地所在城市房价上涨速度越快，可售资源带来的整体收益越高。

**表 4：华侨城主题乐园投资金额以及目前工程进度情况**

| 项目名称 | 总投资额（亿元） | 工程进度 | 开工时间 | 计划完工时间 | 未来投资计划 | | | 批文号 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 2016 | 2017 | 2018 | |
| 北京华侨城 | 24.4 | 80% | 2004.03 | 2019.04 | 0.8 | 1.8 | 2.2 | 京发改[2003]1823 号 |
| 成都华侨城 | 57.7 | 63% | 2007.12 | 2018.1 | 10.4 | 7.7 | 12.0 | 成发改审批函[2009145 号] |
| 东部华侨城 | 61.6 | 96% | 2008.07 | 2017.12 | 2.6 | 2.0 | 2.0 | 深发改函[2008]69 号 |
| 上海华侨城 | 34.7 | 73% | 2007 | 2018 | 5.3 | 1.0 | 2.2 | 沪发改社（2006）029 号 |
| 深圳欢乐谷 | 17.9 | 76% | 1997.01 | 2017.12 | 3.3 | 1.1 | 1.0 | 深外资办复 1996[0321] |
| 天津华侨城 | 5.0 | 32% | 2013.1 | 2018.07 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 土地证号 110051300024 |
| 武汉华侨城 | 36.9 | 65% | 2010.04 | 2020.12 | 2.5 | 1.9 | 4.7 | 武东景办[2010]141 号 |
| 云南华侨城 | 20.2 | 55% | 2009.01 | 2018.12 | 3.3 | 1.0 | 0.1 | 昆发改审批办[2008]81 号 |
| 重庆华侨城 | 29.0 | 10% | 2015.07 | 2018.06 | 14.3 | 5.9 | 0.2 | 《北部新区管委会专题会议纪要》2015 年第 92 期 |

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

在传统主题园区拿地的基础之上，公司从15年开始明显加大了土地投资的金额，方式也更加多样，加大了旧城改造和合作拿地的力度。15年，公司以28亿收购深圳恒祥基公司51%股权，作为旗下从事旧改的专业平台，同时借此获得深圳6个旧改项目。15年底由5000万增资至6亿元。目前沙井后亭村旧改项目和水门拆迁返还地项目已完成，四海云亭、四海锦园项目期房在售，销售均价分别为3.8万元/平米和3.4万元/平米。

**表 5：华侨城旧城改造项目情况**

| 时间 | 项目 | 区域 | 占地面积（万平米） | 总投资（亿元） | 计容建筑面积（万平米） | 进度 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **2015 年 6 月** | 水门项目 | 龙岗区 | 1.5 | 3.6 | 5.8 | 公寓销售阶段 |
| **2015 年 6 月** | 龙胜项目 | 龙岗区 | 5.5 | 41.4 | 39.2 | 施工阶段，预计 10 月底预售 |
| **2015 年 6 月** | 新木新村 | 龙岗区 | | 6.4 | 9.7 | 准备申报实施主体，拆迁进度约 90% |
| **2015 年 6 月** | 珠光二期 | 南山区 | 13.6 | 16.9 | 20.6 | 专项规划指标分配阶段 |
| **2015 年 6 月** | 沙井工改商项目 | 宝安区 | 1.3 | 4.1 | 6.6 | 沟通专项规划及拆迁谈判阶段 |
| **2015 年 6 月** | 沙井项目 | 宝安区 | 2.2 | 8.2 | 12.4 | 申报实施主体及准备拆迁事宜，预计今年底开工 |
| **2016 年 11 月** | 光明新区华发工业旧改项目 | 光明新区 | 7.8 | | 45.8 | |

数据来源：公司公告，房天下，广发证券发展研究中心

而凭借优秀的项目开发能力和品牌优势，公司也在加强与其他地产公司的合作力度。一方面，强强联合获得更多的开发项目，项目数量的增加可以在短期内为公司提供更好的销售弹性。公司在15、16年合作项目数量不断增加，在北京与中铁、在武汉与首开和金茂、在成都与保利、在上海与华润以及在深圳大本营与招商蛇口的合作。从过去的项目合作中可以发现，公司所有北京的项目几乎都是采用这种方式运作，而在深圳和招商和合作也有很长时间的历史。

**表 6：华侨城通过合作方式拿地信息一览**

| 子公司 | 合作公司 | 项目名称 | 华侨城占比 | 区域 | 产品类型 | 土地（万方） | 总建面（万方） | 取得时间 | 售价（元/平米） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **招商华侨** | 招商地产 | 招华曦城 | 50% | 深圳 | 别墅 | | 37.5 | | 53440 |
| | | 招华曦城商业 | 50% | 深圳 | 商业 | | 3.5 | | 41829 |
| | | 红山 6979 | 50% | 深圳 | 商业、公寓 | 11.0 | 17.6 | 2014 年 | 65000 |
| | | 会展中心 | 50% | 深圳 | 会展、综合 | 52.8 | 154.2 | 2016 年 | 60000 |
| **北京侨禧** | 招商华润退出 | 新著东方-丰台南 | 100% | 北京丰台 | 商住 | 11.8 | 23.9 | 2015 年 | 78000 |
| **中铁华兴** | 中铁置地 | 中铁华侨城和园 | 50% | 北京大兴 | 住宅 | 7.8 | 16.6 | 2015 年 | 52000 |
| **上海华合** | 华润置地 | 苏河湾二期 | 50% | 上海静安 | 住宅 | 1.5 | 8.2 | 2016 年 | 170000 |
| **保鑫泉盛** | 保利地产 | 保利国宾首府 | 42% | 成都金牛 | 住宅 | 5.8 | 17.5 | 2016 年 | 13000 |
| **首茂城置业** | 首开、金茂 | 杨春湖商务区 C | 33% | 武汉洪山 | 住宅、综合 | 11.2 | 50.8 | 2016 年 | 27000 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

另一方面，华侨城也在寻求通过合作的模式提升自有优质资产的周转和运营效

率。通过“主题公园”打包开发的模式，公司获得大量土地储备，但由于开发能力和市场接纳能力等问题，去化速度较慢。引入新的合作者一方面可以提前确认土地增值部分收益，提升投资回报率，同时也可以尽快扩大销售规模。目前已经采取进入外部合作方的项目为宁波华侨城的“华侨城万科欢乐海岸项目”，通过和万科的合作来提升项目整体的周转率，同时利用万科的集中采购渠道，降低成本。未来公司的其他项目也将考虑同样的方法寻求外部合作。

华侨城地产业务从2016年以来的变化，是反应在方方面面的，销售端更加积极，加大存量项目的推货力度，提升货值的变现能力；供给端通过传统主题乐园的传统模式结合旧城改造、引入合作方这三种方式，平衡资源规模、成本以及开发速度，为销售增长提供保障的同时，维持资产质量。

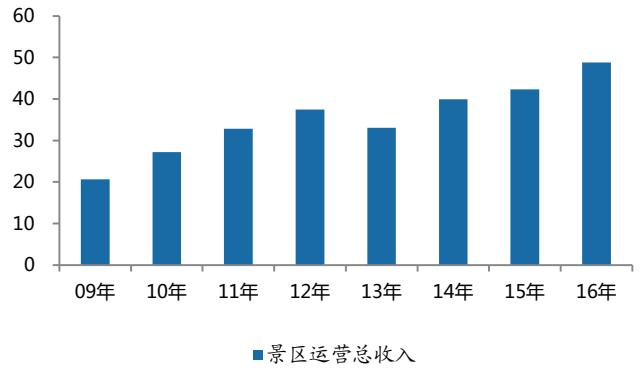
## 园区运营收入稳定，产品更新换代

华侨城园区运营业务主要包括门票收入和其他收入，在上市公司的年报中并未披露具体旅游综合收入的具体细则，但在华侨城集团的中期票据募集说明中，展示了华侨城集团整体的旅游综合收入。对比两个口径的数据，我们发现华侨城集团的旅游综合收入全部来自上市公司华侨城A，而在华侨城集团的收入结构分拆中我们可以找到收入结构。

2000 年以来，华侨城股份开始实施扩张战略，以“欢乐谷”为品牌进行连锁经营，在深圳、北京、上海、成都、武汉建成了主题公园，2013 年公司天津欢乐谷、上海玛雅海滩水公园和云南华侨城温泉水公园建成开园，进一步丰富了公司产品线，巩固了在中国主题公园业的行业领袖地位。未来几年南京、重庆、顺德等项目还将逐步落地。

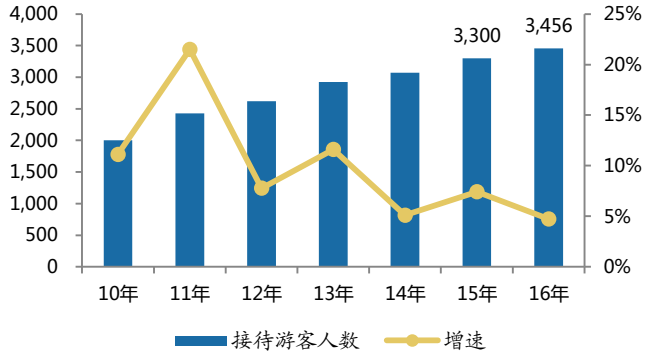
16年公司景区运营总收入约为48.8亿元，根据上市公司年报披露，接待游客人数突破3456万人，同比增加4.73%，近5年客流量年复合增长率为7.30%，游客数量增长平稳。据AECOM报告，公司大股东华侨城集团练3年位列世界主题公园集团第四、亚洲第一，公司控股的东部华侨城、北京欢乐谷、深圳世界之窗、深圳欢乐谷分列亚洲前20的主题公园的第14、15、17、19名。

**图19：华侨城景区运营总收入（亿元）**




数据来源：集团募资报告，广发证券发展研究中心

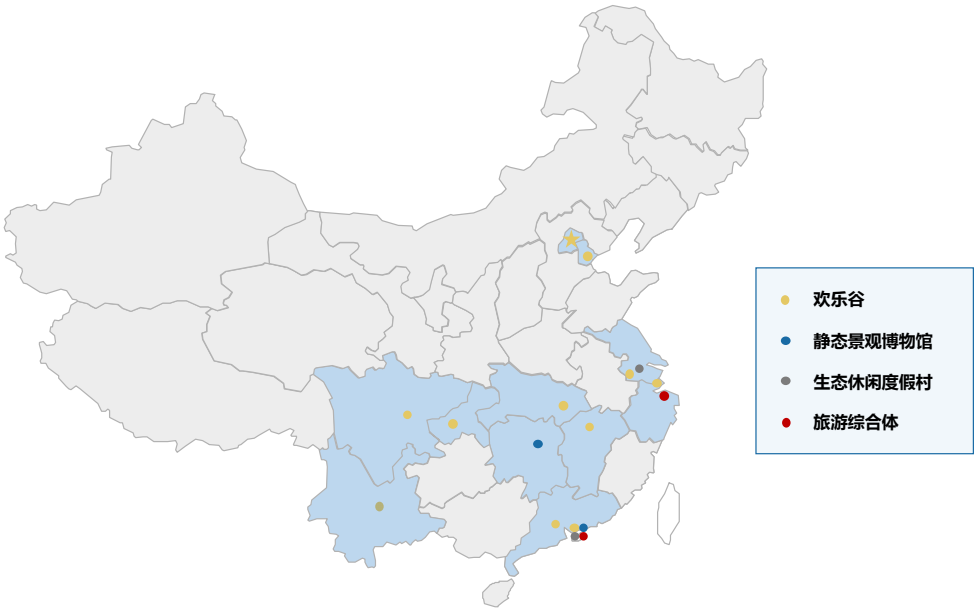
**图20：华侨城股份接待游客人数（万人）**




数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

华侨城主题公园的发展经历了四个阶段，由简单观光型向互动娱乐型转变，游客定位趋于精细化。1987年，华侨城将发展方向定位为“旅游+地产”模式。1989年推出第一代旅游产品深圳锦绣中华，是我国第一个大型主题公园、第一年接待游客逾300万。1997年，华侨城A股上市。次年，推出第二代主题公园产品欢乐谷，并迈出北上京津、东进上海、西向成都、中落武汉的步伐。2007年，推出第三代旅游产品生态旅游度假区，以深圳东部华侨城旅游度假区为代表。2011年，推出第四代旅游产品，即以欢乐海岸为代表的大型综合体。

**图21：华侨城集团主题公园分布**




数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

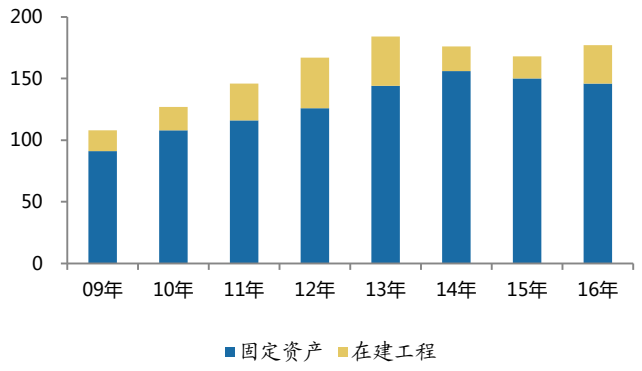
**表7：华侨城集团主题公园发展情况**

| 主题公园类型 | 开业时间 | 主题公园产品 | 占地面积（万平米） | 总投资（亿元） |
|---|---|---|---|---|
| 静态景观博物馆 | 1989 | 锦绣中华 | 30 | 20 |
| | 1991 | 中国民俗文化村 | 20 | |
| | 1994 | 深圳世界之窗 | 48 | |
| | 1997 | 长沙世界之窗 | 40 | |
| 欢乐谷 | 1998 | 深圳欢乐谷 | 35 | 20 |
| | 2004 | 北京欢乐谷 | 56 | 20 |
| | 2009 | 成都欢乐谷 | 47 | 22 |
| | 2009 | 上海欢乐谷 | 65 | 40 |
| | 2012 | 武汉欢乐谷 | 35 | 19 |
| | 2013 | 天津欢乐谷 | 35 | 27 |
| | 2017 | 重庆欢乐谷 | 53 | 29 |
| | 2019 | 顺德欢乐谷 | 69 | 106 |
| 生态休闲度假村 | 2007 | 东部华侨城 | 90 | 42 |
| | 2011 | 泰州华侨城 | 150 | 25 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 2012 | 武汉华侨城 | 211 | 50 |
| | 2013 | 云南华侨城 | 467 | 40 |
| | 2013 | 天津华侨城 | 400 | 80 |
| 旅游综合体 | 2011 | 深圳欢乐海岸 | 120 | 35 |
| | | 宁波欢乐海岸 | 100 | |
| | 2019 | 顺德欢乐海岸 | | 120 |
| | | 南京欢乐海岸 | | |

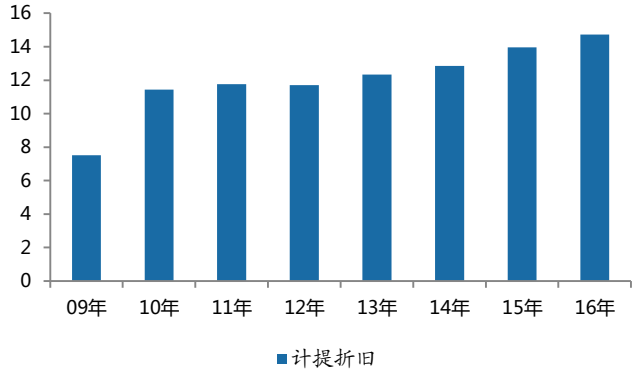
数据来源：互联网信息，广发证券发展研究中心

**图22：华侨城A投资固定资产及在建工程（亿元）**




数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

**图23：华侨城A计提折旧规模（亿元）**




数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

华侨城通过发展旅游综合业务，包括主题公园综合规划和开发运营、景区管理、文化建设，目的是提升城市功能片区价值，带动配套地产溢价，利用配套地产开发资金回流反哺文化旅游业务，并最终实现“文化+旅游+城镇化”的战略发展目标。华侨城因地制宜，形成了相对固定的旅游品牌和住宅产品，和旅游-文化全产业链，主题地产、主题酒店、文化旅游等区域关联产业成为新的盈利增长点。

**表 8：华侨城集团旅游地产发展模式**

| | 1985-1992 | 1993-1997 | 1998-2005 | 2006-2009 | 2009 至今 |
|---|---|---|---|---|---|
| 战略规划 | 开拓创业，从经济开发区发展成企业集团 | 产业整合，电子产业、地产业、旅游业三大主业 | 提升文化品位，确立“旅游+地产”开发模式 | 自主创新，强化中国旅游主题地产第一品牌优势，区域关联产业新盈利点 | “旅游+地产”转向“旅游+地产+文化服务”，全产业链服务开发运营商 |
| 模式 | 地产、旅游平衡发展 | 以多业并举、功能复合的方式融入城市 | 欢乐谷模式 | 三州田模式 | 欢乐海岸模式 |
| 旅游业态 | 主题公园 | 主题公园 | 主题公园 | 生态旅游、休闲度假 | 开放式、公众性生态旅游休闲地 |
| 旅游项目 | 锦绣中华、民俗文化村 | 世界之窗 | 深圳欢乐谷、何香凝美术馆及下属 OCT 当代艺术中心、当代雕塑艺术展、华侨城旅游狂欢节 | 深圳东部华侨城 | 深圳欢乐海岸、华侨城演艺公司、华侨城文化科技公司、麦鲁小城、哈克儿童职业 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 体验馆 |
| 房地产业态 | 普通住宅 | 普通住宅 | 高档住宅、商业、酒店 | 别墅或高档住宅、商业、酒店 | 商业、酒店 |
| 房地产项目 | 东方花园 | 湖滨花园、海景花园、芳华苑、中旅广场 | 锦绣花园、波托菲诺 | 波托菲诺 6、7 期，东方花园的 m3+p1 区 | |

数据来源：集团公开资料，广发证券发展研究中心

16年欢乐谷商标被认定为年被认定为中国主题公园行业唯一的全国驰名商标。公司成立了欢乐谷集团，进一步统筹管理公司旗下各欢乐谷景区。16年末公司推出欢乐谷百亿计划。其中，公司第七家欢乐谷重庆欢乐谷将于17年6月开业；位于深圳、成都、北京、武汉、天津的欢乐谷将更新升级；上海欢乐谷西班牙主题度假酒店也将于17年开业；同时南京欢乐谷等项目在有序推进之中。同时，公司在产品多样化方面也进行了尝试，努力打造公司自有的IP资源，实现由经典大器械项目为主，向“小器械、高科技、满足家庭出游、儿童诉求”项目为主的转变。公司目前已在欢乐谷签约国产原创IP“饼干警长”。

## 剥离非核心资产，稳定的融资支持

16年12月，公司通过董事会预案以1409.74万元转让哈克公司100%股权给大股东华侨城集团。哈克公司主营文化产业，截至16年9月30日总资产1.56亿元，资产负债率91.03%，累计亏损-0.66亿元。剥离哈克公司有利于公司集中主业发展。

17年4月，公司以5196.5万元对价转让亏损企业泰州华侨城的100%股权给华侨城集团全资子公司华侨城华东，以10.2亿元对价转让非主业企业文旅科技的60%股权给华侨城集团。泰州华侨城是公司所属特困企业，目前每年亏损近2亿元，处于严重资不抵债状态，转让后可以提高公司整体经营状况，充分保障股东权益，集团通过探索养老等创新业务组合也有助于实现泰州华侨城的脱困。文旅科技经营状况良好，主营游乐项目技术开发、数码影视及动画设计、制作等高科技文化产品，是高新技术企业，占公司整体比重较小，转让后可以使公司更加集中精力发展主业，如能独立主板上市更能促进该公司专业化、跨越式发展，与华侨城股份各自在资本市场上形成不同的专业化形象和预期。

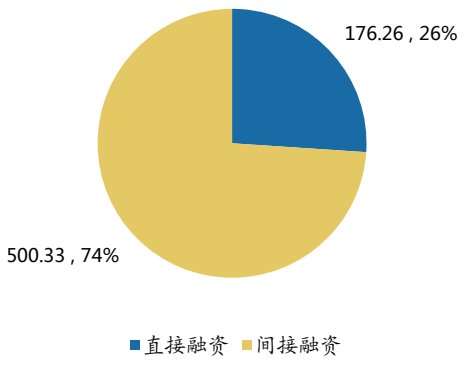
**表9：华侨城股份17年剥离企业财务状况（亿元）**

| 泰州华侨城 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|---|---|---|
| 营业收入 | 0.9 | 0.6 | 0.6 |
| 净利润 | -1.8 | -1.9 | -2.0 |
| 净资产 | -1.4 | -3.3 | -0.3 |
| 文旅科技 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 营业收入 | 2.4 | 2.4 | 3.3 |
| 净利润 | 0.6 | 0.7 | 0.9 |
| 净资产 | 1.0 | 1.7 | 2.6 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

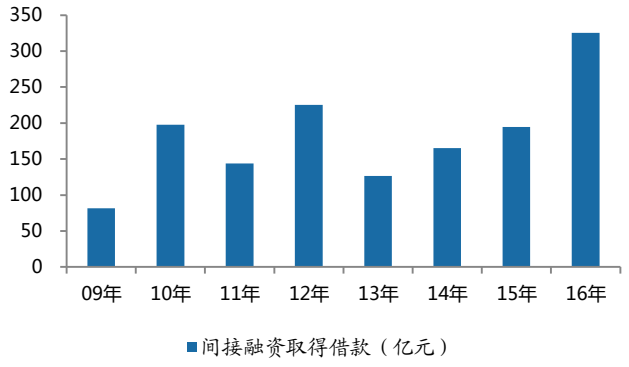
融资方面，公司上市以来，通过IPO、配股、发行可转换公司债券、发行认股权证、发行限制性股票，直接融资176.26亿元。16年1月6日，公司完成非公开发行8.52亿股，发行价格6.81元/股，净募集资金57.27亿元，用于收购股权、拟投资项目的实施和偿还借款，有效配置公司现有的项目资源，加快了优质项目的开发速度和周转速度，有利于提高公司主营业务的整体运作效益。

**图24：华侨城A直接及间接融资情况**



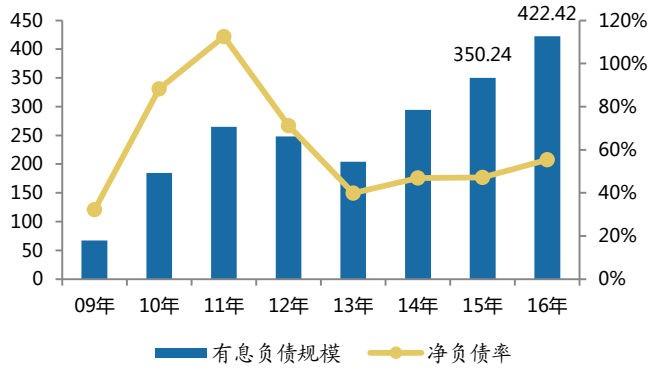

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

**图25：华侨城取得借款收到现金（亿元）**



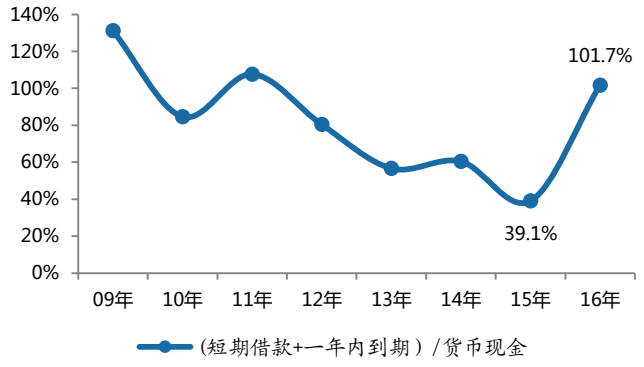

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**图22：华侨城股份有息负债规模及净负债率**




数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**图23：华侨城股份短债+一年内到期/货币现金**




数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**表 10：华侨城股份 2015 年非公开发行流程**

| 时间 | 增发流程 |
|---|---|
| 2015年3月19日 | 第六届董事会第八次临时会议通过《关于公司符合非公开发行A股股票条件的议案》 |
| 2015年4月15日 | 国务院国资委原则同意发行人本次非公开发行股票方案 |
| 2015年4月24日 | 2015年第一次临时股东大会通过《关于公司符合非公开发行A股股票条件的议案》 |
| 2015年10月28日 | 第六届董事会第十八次临时会议通过《关于调整公司本次非公开发行A股股票方案的议案》 |
| 2015年12月9日 | 中国证监会核准通过发行人本次非公开发行股票方案 |
| 2015年12月22日 | 北京兴华会计师事务所确认发行对象已将认购资金58.00亿元缴付至主承销商中金公司指定账户内并出具《验资报告》 |
| 2015年12月23日 | 瑞华会计师事务所确认募集资金到帐出具《深圳华侨城股份有限公司验资报告》 |
| 2015年12月29日 | 公司向中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提交相关登记材料 |

| | |
|---|---|
| 2016年1月6日 | 本次非公开发行股票上市，限售期为自新增股份上市之日起36个月，可上市流通时间为2019年1月6日。 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

16年公司的净负债率由15年的47.2%增加至55.4%，趋于稳定，公司短期负债+一年内到期长期负债规模占货币现金比例由15年的39%，增加至102%，现金流安全性存在一定风险。16年4月，公司发行公司债“16侨城01”、“16侨城02”，总发行规模35亿元，有利于降低公司融资成本。

# 依托优势资源，同集团共同跨越

华侨城股份背靠国务院国资委直属大型央企华侨城集团。1985年5月，华侨城集团前身“深圳华侨城经济发展总公司”成立于深圳，系根据国务院侨务办公室和国务院特区办公室（85）侨秘会字002号文等文件有关规定成立的外向型经济开发区全民所有制企业。1997年10月更名为华侨城集团公司，2003年3月起隶属于国务院国资委。经多次国有资本注资、资本公积等转增实收资本，截至16年底公司实收资本113亿元。

集团整合华东、北方和西部三大战区，成立深圳东部、西部、光明投资集团，云南、海南投资集团，成立文化集团、资本投资公司、旅游景区投资管理公司，构建“1+N”扁平化新格局，打造“服务+管控”型区域公司。

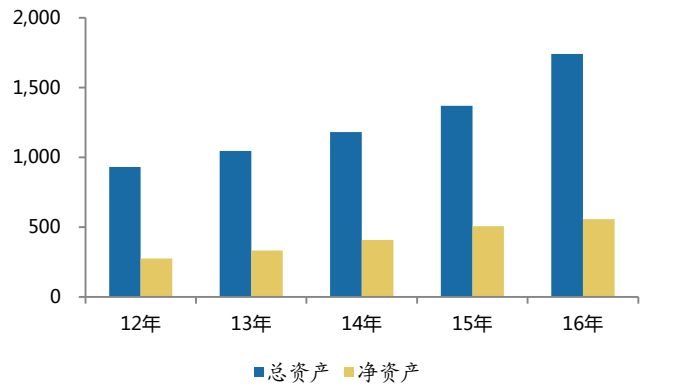
**表 11：华侨城集团资产整合运作以及注入项目公司计划整理**

| 首次披露日 | 交易标的 | 交易买方 | 交易总价值(万元) | 进度 |
|---|---|---|---|---|
| 1997-12-26 | 深康佳 15.44%股权 | 香港华侨城 | -- | 完成 |
| 1999-06-18 | 深圳世界之窗有限公司 20%股权 | 华侨城(000069.SZ) | 0.9 | 完成 |
| 2002-04-11 | 深圳华力包装贸易有限公司 70%股权 | 香港华侨城 | 1.2 | 完成 |
| 2004-04-23 | 深圳华侨城欢乐干线旅游有限公司 75%股权 | 深圳华侨城欢乐谷旅游发展有限公司 | 0.2 | 完成 |
| 2005-04-28 | 华联发展集团有限公司 12.09%股权 | 华侨城 | | 完成 |
| 2008-04-16 | 深圳华侨城国际传媒有限公司 20%股权 | 华侨城(000069.SZ) | | 失败 |
| 2008-04-16 | 深圳市华侨城物业管理有限公司 45%股权 | 华侨城(000069.SZ) | | 失败 |
| 2008-04-16 | 深圳市华中发电有限公司 71.83%股权 | 华侨城(000069.SZ) | | 失败 |
| 2008-04-16 | 泰州华侨城投资发展有限公司 20%股权 | 华侨城(000069.SZ) | | 失败 |
| 2008-04-16 | 上海华侨城投资发展有限公司 25%股权 | 华侨城(000069.SZ) | | 失败 |
| 2008-04-16 | 深圳市华侨城国际酒店管理有限公司 20%股权 | 华侨城(000069.SZ) | | 失败 |
| 2009-06-09 | 华侨城集团所持有的 12 家标的公司全部股权 | 华侨城(000069.SZ) | 73.7 | 完成 |
| 2009-09-24 | 天津华侨城投资有限公司 40%股权 | 东方财信 | 4.0 | 完成 |
| 2010-12-09 | 深圳市华侨城酒店集团有限公司 18%股权 | 华侨城(000069.SZ) | 1.8 | 完成 |
| 2011-08-27 | 云南华侨城实业有限公司 30%股权 | 云南城投(600239.SHN,600239.SH) | 5.6 | 完成 |
| 2012-01-13 | 华侨城(上海)置地 50.5%股权 | -- | 22.3 | 完成 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **2012-12-12** | 北京广盈 33%股权 | 华侨城(亚洲)(3366.HK) | 0.4 | 完成 |
| **2014-05-24** | 视讯工程 100%股权 | 华侨城 | 2.5 | 完成 |
| **2014-06-06** | 重庆北部新区礼嘉商务区土地使用权 | 华侨城(000069.SZ) | 51.2 | 完成 |
| **2015-03-21** | 武汉华侨城、上海华侨城、及酒店管理公司 38.78%股权 | 华侨城(000069.SZ) | 9.9 | 完成 |
| **2015-06-19** | 恒祥基公司 51%股权 | 华侨城(000069.SZ) | 0.1 | 完成 |
| **2016-12-05** | 世博集团 51%股权 | 华侨城云南 | 74.6 | 国资委批准 |
| **2016-12-20** | 哈克公司 100%股权 | 华侨城 | 0.1 | 董事会预案 |
| **2017-03-31** | 云南旅游 100 股股份 | 华侨城云南 | 0.0 | 完成 |
| **2017-04-12** | 泰州华侨城 100%股权;文旅科技 60%股权 | 华侨城；华侨城华东 | 10.7 | 董事会预案 |

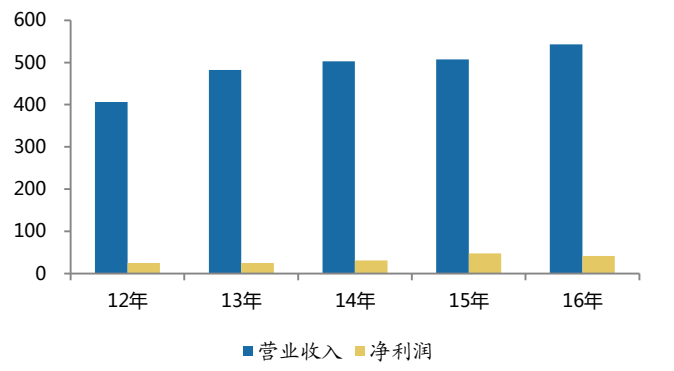
数据来源：集团资料，广发证券发展研究中心

**图26：华侨城集团总资产及净资产总规模（亿元）**



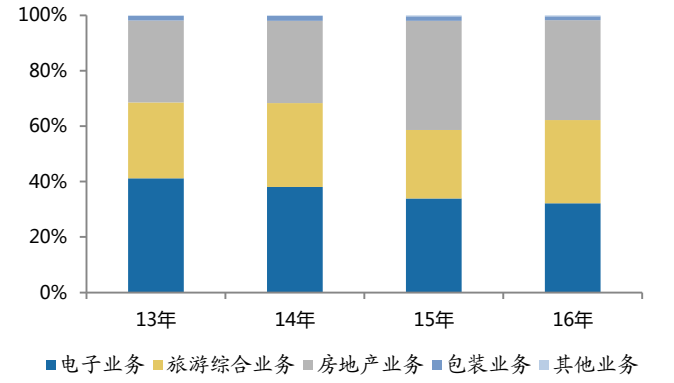

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

**图27：华侨城集团营业收入及净利润情况（亿元）**



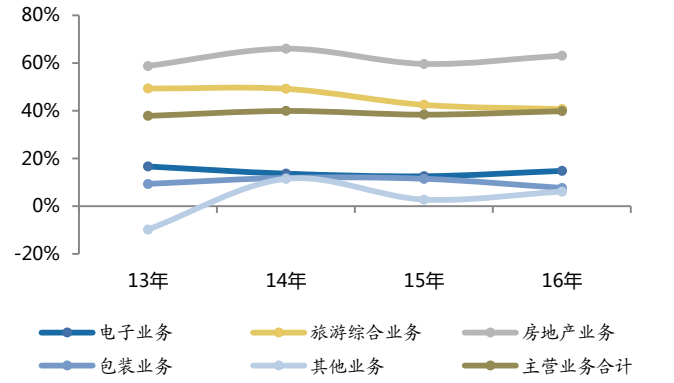

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

**图28：华侨城集团主营收入构成（亿元）**




数据来源：wind，广发证券发展研究中心

**图29：华侨城集团主营业务毛利率**




数据来源：wind，广发证券发展研究中心

截止16年底，集团总资产规模1741亿元，所有者权益为558亿元，归属母公司所有者权益为294亿元。2016年集团实现总营收542.6亿元，同比增长7.03%，实现净利润41.8亿元，同比下降13.05%。公司主营业务构成方面，电子业务持续下降，近4年占比分别为41.19%、38.03%、33.91%和32.16%，主要是康佳集团受行业竞争激烈，彩电内销管理层频繁变动，家电行业优惠补贴资金的扣回以及汇率波动等

综合因素影响，收入下滑所致，16年电子业务实现收入171.67亿元，同比增加1.69%。旅游综合业务波动较大，16年旅游综合业务实现收入160.06亿元，同比增加29.91%，主要是由于旅游地产结转收入增加所致。

16年房地产业务占比有所下降，实现收入192.77亿元，同比减少1.55%。毛利率方面，16年合计毛利率39.88%、同比增加1.47%，分业务电子业务毛利率增加2.25%，旅游综合毛利率减少-1.80%，房地产业务毛利率增加3.50%。

## 新班组、新模式："文化+旅游+城镇化"，"旅游+互联网+金融"

14年2月，段先念接替任克雷担任集团总经理。段先念曾任西安曲江文化产业投资（集团）有限公司董事长、总经理，西安市副市长，是中国省会城市中唯一出身地产商的副市长，曾连续3年被评为"中国房地产十大风云人物"，曾推出闻名全国的"曲江模式"，即以"文化+旅游+城市"为核心、以策划-规划-环境建设-招商为开发流程的发展方式。

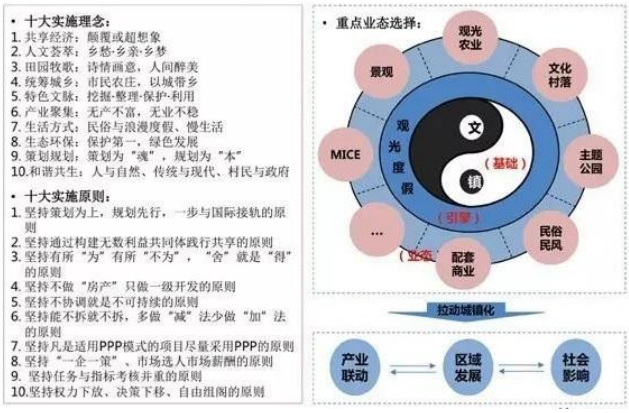
**图30：华侨城集团战略全景图**

数据来源：集团公众平台，广发证券发展研究中心

**图31：华侨城集团产业版图**

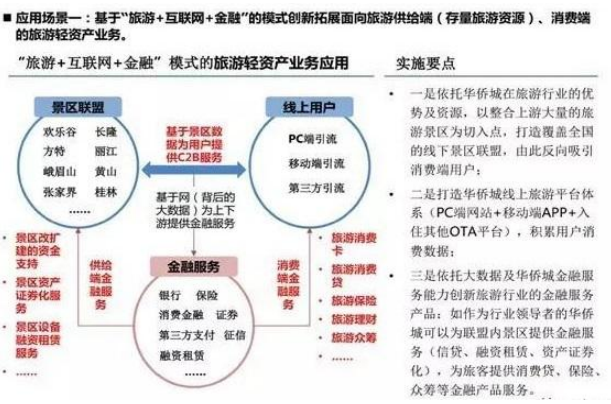
数据来源：集团公众平台，广发证券发展研究中心

**图32：华侨城集团"文化+旅游+城镇化"战略**




数据来源：集团公众平台，广发证券发展研究中心

**图33：华侨城集团"旅游+互联网+金融" 战略**




数据来源：集团公众平台，广发证券发展研究中心

15年8月，段先念借鉴"曲江模式"提出华侨城转型框架：一是继续推进"旅游

+地产”的创业模式；二是创新“旅游+互联网+金融”的补偿模式；三是深耕“文化+旅游+城镇化”的发展模式。17年3月《华侨城集团中长期发展战略规划摘要》明确公司战略定位为“中国文化产业的领跑者、中国新型城镇化的引领者、中国全域旅游的示范者”，通过搭建“文化产业体系、旅游产业体系、新型城镇化、金融投资、电子产业体系”的五大产业格局，形成产融双擎的发展局面，实现集团公司产业组合模式、整体盈利模式和发展驱动模式的创新。15年，集团实现了净利润近6年来的最高增幅。16年集团产业发展布局全国近40个城市，在文化相关产业的投资额达近260亿元，占全年投资总额的65%。

15年9月段先念正式接任华侨城股份董事长。新战略期，华侨城股份的战略角色进一步明晰，盈利能力进一步增强，进一步增强旅游属性。旅游业务方面，公司将通过并购整合加快旅游业务发展，并借助于轻资产运营的方式加快向华侨城以外的业务扩张。地产业务方面，借助于强强合作、战略联盟，公司将进一步加快项目的周转速度；同时，承接华侨城集团城镇化业务中的短平快项目，承担土地价值实现者的战略角色。

**表 12：华侨城集团 16 年以来签约协议和项目**

| 日期 | 协议方 | 合作协议/项目 | 交易总价值 |
|---|---|---|---|
| 2016/5/10 | 深圳龙岗区政府 | 甘坑新镇项目 | 300 亿 |
| 2016/5/29 | 成都市各区县政府 | 文化北城核心区项目、安仁项目、黄龙溪项目 | 合计 1200 亿 |
| 2016/6/14 | 云南省德宏州、普洱市等地 | “昆大丽”“昆玉红”“昆腾瑞”三条精品旅游线路及景区 | 逾千亿元 |
| 2016/9/21 | 深圳坪山新区 | 坪山新区两带两基地 | / |
| 2016/10/26 | 河北秦皇岛市抚宁区政府 | 南戴河国际娱乐中心项目整体改造提升 | / |
| 2016/10/27 | 深圳大鹏新区管委会 | 文化旅游战略合作框架协议 | 300 亿元 |
| 2016/11/3 | 深圳光明新区管委会 | 光明小镇项目，约 11 平方公里 | / |
| 2016/11/9 | 四川广元市政府 | 《推进广元市全域旅游，建设国家级旅游度假区战略合作协议》 | / |
| 2016/11/11 | 深圳南山区 | 水源三村项目 | / |
| 2016/11/23 | 深圳宝安区 | 凤凰文化小镇战略合作框架协议 | / |
| 2016/12/2 | 四川阿坝州政府 | 《推进阿坝州全域旅游》战略合作协议 | 100 亿元 |
| 2016/12/12 | 河北山海关区第一关旅游发展 | 市场调研、创意策划、委托管理服务合同 | / |
| 2016/12/16 | 江苏南京 | 获取 NO2016G76、NO2016G76 地块，定位全域文化旅游综合项目 | 35 亿元 |
| 2016/12/20 | 郑州市中原新区管委会 | 中原华侨城大型文化旅游项目 | 500 亿元 |
| 2016/12/21 | 北京门头沟区政府 | 门头沟区斋堂文化旅游小镇综合开发项目 | 逾 100 亿元 |
| 2016/12/28 | 江西南昌 | 竞得土地共 1500.709 亩，整体定位大型文化旅游综合项目 | / |
| 2017/1/9 | 深圳龙岗城投公司 | 绿色低碳发展示范项目 | / |
| 2017/2/12 | 四川甘孜 | 海螺沟项目 | / |
| 2017/2/19 | 天津市西青区人民政府 | 京杭大运河（西青）华侨城大型文旅综合项目意向合作协议 | 500 亿元 |
| 2017/2/24 | 江西央企入赣投资合作洽谈会 | 庐山规划进程 | / |
| 2017/2/27 | 河南郑州市政府 | 郑州市二七区金水河源文化旅游综合开发项目投资合作协议 | / |
| 2017/3/28 | 深圳宝安区政府 | 升级凤凰文化旅游科技小镇 | / |
| 2017/4/19 | 深圳宝安区 | 中标宝安滨海文化公园一期项目 | 45.8 亿元 |
| 2017/4/20 | 海南海口 | 竞得 5 宗国有建设用地共 16.68 万平方米 | 12.3 亿元 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 2017/5/18 | 保定市政府 | 华侨城涿州文化旅游项目战略合作协议 | / |

数据来源：集团官网新闻，广发证券发展研究中心

城镇化是集团升级的载体。集团探索PPP模式，提出“100个美丽乡村”计划，开发建设100座具有中国传统民俗文化特色小镇，创造20万个创业就业岗位。16年，集团新型城镇化项目纷纷突破落地，与四川签订安仁古镇、天回古镇、黄龙溪古镇、海螺沟合作协议；在深圳启动滨海华侨城、甘坑新镇、国际低碳示范城、大鹏项目、坪山文化旅游带、凤凰古镇、光明小镇、西丽水源三村、深圳国际会展中心、龙华红山文化商业项目等十大文化产业重点项目；在华北和长江中下游地区打造北京斋堂小镇、南京欢乐谷、武汉杨春湖城市副中心、南昌象湖之滨等特色项目；在海南布局了三亚天涯小镇、文门村以及中廖村，琼文化和海洋文化特色显著。为保证现金流，16年11月，国开行与华侨城签订战略合作框架协议，授信1200亿额度，为华侨城提供投、贷、债、租、证等长期稳定的金融支持和全方位的金融服务。双方将针对华侨城目前与各地政府、合作机构已签署的4000多亿元合作协议项目进行梳理，组建华侨城“十三五”投融资规划合作小组，共同制定华侨城“十三五”投融资整体规划方案。16年12月，中保投与华侨城集团签订战略合作协议，双方意向合作融资总量预计为1000亿元人民币。

**图34：深圳甘坑新镇IP“小凉帽”**

数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

**图35：深圳甘坑新镇小凉帽乐园规划图**

数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

文化旅游产业核心的盈利模式是IP运营，华侨城文化集团以文化新镇和文创科技产业园区开发与运营、IP内容文化产业投资与运营、城镇公共文化服务策划与运营为三大核心业务。深圳甘坑新镇是华侨城构建“IP+VR”模型的实验。此外，华侨城文化旅游科技股份推出了新一代文化科技型和虚拟现实型的“卡乐”系列主题公园，位于广西柳州的“卡乐星球”主题公园不久将建成开放。

## 收购云南旅游，助力跨越发展

云南是华侨城在中国西南的核心市场，08年，阳宗海项目落地，占地7平方公里。16年6月，集团与云南省国资委、云南世博、云南文投、云南城投签订战略合作协议；16年11月，通过全资子公司华侨城云南公司以74亿元增资获得云南世博集团51%股权，间接控股云南旅游（持股比例49.52%）；17年2月，华侨城集团全额认购云南

旅游6.68亿定增，获取云南旅游9.43%的股权；17年3月，华侨城集团出资31.4亿要约收购云南旅游；17年4月，集团计划把第二总部落户云南，并在十三五期间投资2000亿元以上深度参与云南全域旅游开发，实现云南世博集团千亿资产规模和云南文投集团五百亿资产规模，助推实现云南年接待游客量突破5亿人次的目标。华侨城集团战略入滇，利用云南旅游上市公司平台整合云南省旅游资源。

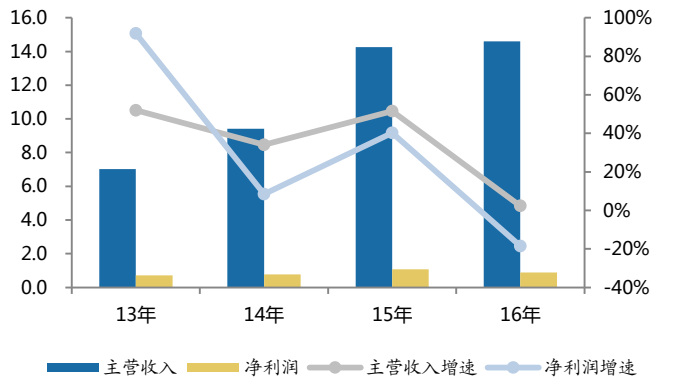
云南旅游的控股股东为云南世博集团，实际控制人为云南省国资委，是云南省国资委控制下的唯一一家旅游业上市公司。16年公司实现主营收入14.6亿元，主营业务毛利率26.8%，同比增加2.38%。其中园艺及物业服务配套板块营收占比最大为53.8%、毛利率23.5%，房地产板块营收占比8.4%、毛利率最大高达56.9%。16年公司归母净利润0.67亿元，同比减少19.28%。

**表 13：华侨城集团战略入滇**

| 时间 | 重大事件 |
|---|---|
| 2016年6月 | 华侨城集团与云南省国资委签订战略合作协议，通过央企参与地方国企改革，与云南世博、云南文投、云南城投三大文化旅游集团全面合作。 |
| 2016年11月 | 华侨城集团通过全资子公司华侨城云南公司对云南世博集团增资74亿元，增资完成后华侨城云南公司控股云南世博集团51%股份、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。 |
| 2017年2月 | 华侨城集团通过华侨城投资管理有限公司全额认购云南旅游6.68亿定增，获取云南旅游9.43%的股权。 |
| 2017年3月 | 华侨城集团出资31.4亿要约收购云南旅游。 |

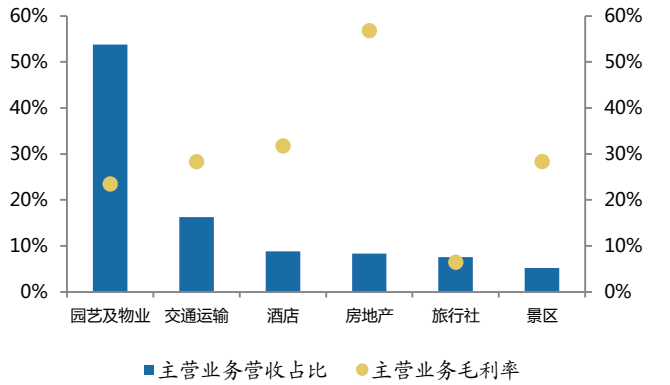
数据来源：集团公开资料，广发证券发展研究中心

**图36：云南旅游主营收入及净利润（亿元）**




数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**图37：云南旅游主营构成及毛利率**




数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

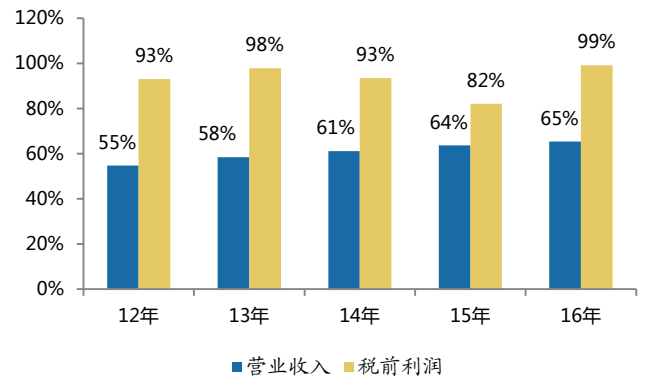
集团计划在云南发展全域旅游，深入推动城镇化扩张模式。以PPP模式，联手国开行、中建、中铁、中铁建、中冶等大型央企，投资完善云南文化旅游、交通、基础设施和公共服务，包括景区观光公路、通用机场、大型游客中心、旅游城镇以及旅游配套服务设施等项目。同时，挖掘云南文化特色，打造特色小镇和特色景点，在昆明、大理、丽江、腾冲、德宏州、普洱等地，通过古镇、古村、自然风光、民俗体验、休闲度假、特色商品等内容的塑造，构建和完善若干条旅游精选路线，将华侨城“100个美丽乡村”计划与线路结合，在云南选择适合的村落实施。通过云南智慧旅游项目——“云南旅游E卡通”，统筹二十多个4A级以上景区及其市场运营，

并以旅游资产证券化手段，构建产融结合的平台。

## 公司估值及业绩预测—集团跨越式增长的发动机

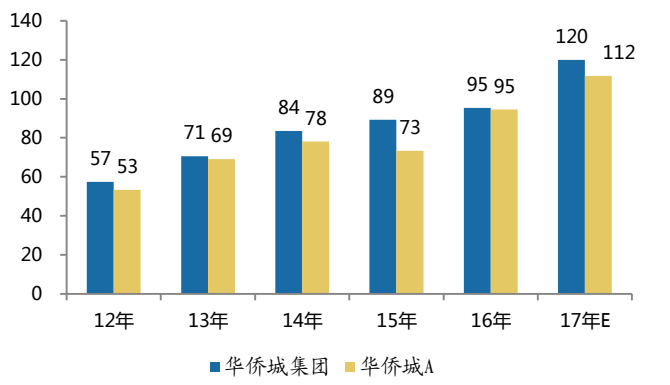
在华侨城集团2017年度工作会议上，集团党委书记段先念提出了集团的十三五计划业绩目标。计划在17年将集团的营业收入提升至800亿，增速达到49.3%，利润额从95.2亿元提升至120亿元，同比增长26.1%。从过去几年集团的收入和利润结构比例来看，华侨城A平均贡献占比分别达到了61%和93%，在集团的发展提速的诉求下，华侨城A需要成为利润增长核心，从2016年公司在销售和拿地端的积极表现可以看出，运营开发节奏在都有显著提升。

**图38：华侨城A占集团收入及利润规模比例**




数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**图39：华侨城集团及华侨城A税前利润规模及计划**




数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

华侨城目前在手地产项目总储备建筑面积1977万方，未结算面积达到了1371万方，权益未结算面积1031万方，而权益货值将近3792亿，目前在手项目的结算可以为上市公司以及华侨城集团提供稳定的业绩支撑。

**表 14：华侨城子公司以及项目信息汇总**

| 子公司名称 | 项目名称 | 权益比例 | 区域 | 类型 | 土地面积 | 可售面积 | 未结算 | 17 结算价格 | 总货值 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 万方 | 万方 | 万方 | | 亿元 |
| 华侨城房地产项目 | 纯水岸 | 100% | 深圳 | 住宅 | | 12.9 | 0.5 | 62000 | 3 |
| | 深圳香山美墅花园 | 100% | 深圳 | 住宅 | 9.2 | 20.0 | 4.9 | 90000 | 44 |
| | 深圳天鹅湖花园 | 100% | 深圳 | 住宅 | 2.9 | 16.0 | 16.0 | 138000 | 221 |
| | 燕晗山苑 | 100% | 深圳 | 住宅 | 0.6 | 4.8 | 1.1 | 63000 | 7 |
| | 深圳香山里 | 100% | 深圳 | 住宅 | 3.1 | 14.9 | 2.9 | 36500 | 11 |
| | 其他项目 | 100% | 深圳 | 住宅 | | | 64.3 | 90000 | 579 |
| | 龙华新区民治地块 | 100% | 深圳 | 商业 | 1.6 | 16.0 | 16.0 | 53000 | 85 |
| 恒祥基项目 | 宝亭锦园（四海云亭） | 51% | 深圳 | 商住 | 2.1 | 13.3 | 13.3 | 38000 | 26 |

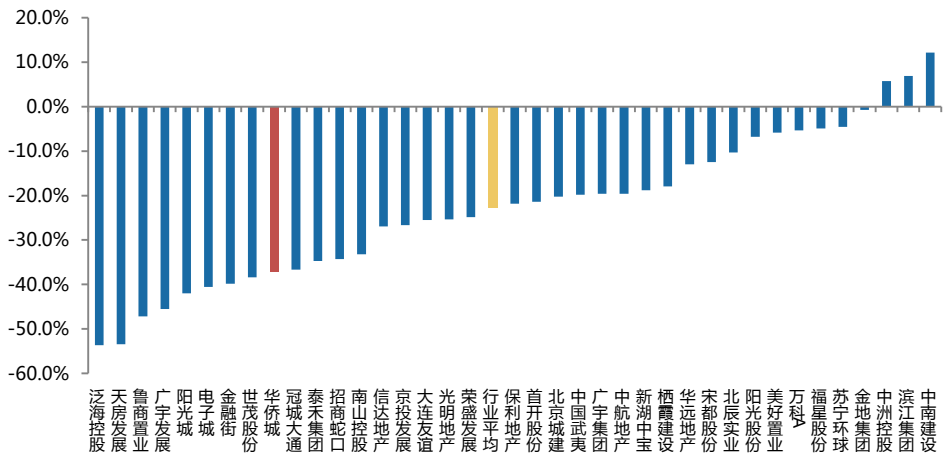
| | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 水门逸欣园（四海锦园） | 51% | 深圳 | 商住 | 1.5 | 5.8 | 0.6 | 34000 | 1 |
| **酒店置业** | 华寓项目 | 100% | 深圳 | 公寓 | 4.8 | 19.3 | 0.0 | | 0 |
| **招商华侨城** | 招华曦城 | 50% | 深圳 | 别墅 | | 37.5 | 0.3 | 53440 | 1 |
| | 招华曦城商业 | 50% | 深圳 | 商业 | | 3.5 | 0.5 | 41829 | 1 |
| | 红山 6979 | 50% | 深圳 | 商业 | 11.0 | 17.6 | 17.6 | 65000 | 57 |
| | 会展中心 | 50% | 深圳 | 综合 | 52.8 | 154.2 | 77.2 | 60000 | 232 |
| **北京侨禧项目** | 新著东方 | 100% | 北京丰台 | 商住 | 11.8 | 23.9 | 18.2 | 78000 | 142 |
| **中铁华兴** | 中铁华侨城和园 | 50% | 北京大兴 | 住宅 | 7.8 | 16.6 | 16.6 | 52000 | 43 |
| **上海华合项目** | 苏河湾二期 | 50% | 上海静安 | 住宅 | 1.5 | 8.2 | 8.2 | 170000 | 69 |
| **上海置地项目** | 苏河湾 | 83% | 上海静安 | 商住 | 7.1 | 28.4 | 22.8 | 170000 | 323 |
| **上海万锦项目** | 西康路 989(西康锦城) | 100% | 上海普陀 | 商住 | 4.0 | 16.5 | 9.5 | 90000 | 86 |
| **天祥华侨城** | 新浦江城（在建） | 86% | 上海闵行 | 别墅 | 20.4 | 39.1 | 39.1 | 90000 | 303 |
| | 新浦江城 | 86% | 上海闵行 | 别墅 | | 67.7 | 11.4 | 90000 | 88 |
| | 新浦江城院邸 | 86% | 上海闵行 | 别墅 | | 1.9 | 0.4 | 75000 | 2 |
| **重庆置地项目** | 华侨城云溪别院 | 67% | 重庆渝北 | 住宅 | 6.6 | 24.6 | 24.6 | 9400 | 15 |
| **南京置地项目** | G76、G77 地块 | 51% | 南京栖霞 | 商住 | 48.1 | 112.3 | 112.3 | 32000 | 183 |
| **西安华侨城** | 西安 108 坊项目 | 92% | 西安曲江 | 别墅 | | 20.1 | 4.4 | 35000 | 14 |
| **曲江华侨城** | 天鹅堡 | 60% | 西安曲江 | 住宅 | 11.4 | 45.7 | 25.1 | 12500 | 19 |
| **保鑫泉盛** | 保利国宾首府 | 42% | 成都金牛 | 住宅 | 5.8 | 17.5 | 17.5 | 13000 | 9 |
| **成都体产** | 体育馆及停车场 | 41% | 成都青阳 | 综合体 | 9.6 | | | | 0 |
| **首茂城置业** | 杨春湖商务区 C 地块 | 33% | 武汉洪山 | 商住 | 11.2 | 50.8 | 50.8 | 27000 | 45 |
| **海南华侨城** | 海口市五地块 | 100% | 海口 | 商住 | 16.7 | 42.5 | 42.5 | 8500 | 36 |
| **普通地产合计** | | | | | | **957** | **708** | | **2646** |
| **东部华侨城** | 东部华侨城天麓一至九区 | 100% | 深圳盐田 | 别墅 | | 19.6 | 6.0 | 120000 | 72 |
| | 宝安中心区滨海文化公园 | 100% | 深圳宝安 | 综合 | 10.5 | 18.6 | 18.6 | 50000 | 93 |
| **北京华侨城** | 欢乐谷园区 | 63% | 北京朝阳 | 游乐园 | 51.7 | | | | 0 |
| | 北京欢乐嘉园 | 63% | 北京朝阳 | 住宅 | | 71.7 | 0.5 | 70000 | 2 |
| **成都华侨城** | 欢乐谷园区 | 83% | 成都金牛 | 游乐园 | 171.8 | | | | 0 |
| | 华侨城天屿、华侨城天澜 | 83% | 成都金牛 | 综合 | 95.0 | 133.9 | 13.4 | 13000 | 14 |
| **重庆华侨城** | 欢乐谷园区 | 100% | 重庆渝北 | 游乐园 | | | | | 0 |
| | 华侨城天际湾 | 100% | 重庆渝北 | 住宅 | 7.7 | 37.9 | 37.9 | 9400 | 36 |
| | 华侨城华悦中心 | 100% | 重庆渝北 | 商业 | | 22.1 | 22.1 | 12000 | 27 |
| | 其他储备 | 100% | 重庆渝北 | 综合 | | 85.5 | 85.5 | 9400 | 80 |
| | 天府新区 CBD | 100% | 成都 | 商业 | | 30.8 | 30.8 | 9000 | 28 |
| **天津华侨城** | 欢乐谷园区 | 100% | 天津东丽 | 游乐园 | 205.0 | | | | 0 |
| | 旅游地产（天津纯水岸） | 100% | 天津东丽 | 住宅 | 211.8 | 135.0 | 117.1 | 17000 | 199 |
| **武汉华侨城** | 欢乐谷园区 | 100% | 武汉武昌 | 游乐园 | | | | | 0 |
| | 旅游地产（纯水岸东湖） | 100% | 武汉武昌 | 高层+别墅 | 212 | 139.3 | 33.8 | 23000 | 78 |
| **宁波华侨城** | 欢乐海岸 | 100% | 宁波 | | | | | | 0 |
| | 旅游地产（宁波欢乐海岸） | 50% | 宁波 | 板楼 | 390 | 46.0 | 33.9 | 24000 | 182 |
| **云南华侨城** | 旅游项目 | 70% | 昆明宜良 | | | | | | 0 |
| | 地产项目 | 70% | 昆明宜良 | | 69 | 50.0 | 45.0 | 8000 | 92 |

| | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **顺德华侨城** | 欢乐谷园区 | 70% | 佛山顺德 | 游乐园 | | | | | 0 |
| | 旅游地产（顺德天鹅湖） | 70% | 佛山顺德 | | 100 | 84.0 | 72.3 | 17000 | 86 |
| **南昌华侨城** | 地产项目 | 100% | 江西南昌朝阳新城 | 地产 | | 146.4 | 146.4 | 25000 | 366 |
| **上海华侨城** | 欢乐谷园区 | 100% | 上海松江 | 游乐园 | 66 | | | | |
| **深圳欢乐谷** | 欢乐谷园区 | 100% | 深圳南山 | 游乐园 | 35 | | | | |
| **旅游地产合计** | | | | | | **1020** | **663** | | **608** |
| **总和** | | | | | | **1977** | **1371** | | **3792** |

数据来源：公司年报公告，集团融资资料，房天下，广发证券发展研究中心

依靠央企的背景，在集团的融资支持下，按照公司当前项目储备测算，旅游地产项目以及普通地产项目合计可以带来项目权益净增加值566亿，加上16年末的归属母公司净资产437亿，公司合计NAV规模为1004亿，资源储备丰富。

**图40：地产行业公司NAV 估值和折价水平**




数据来源：广发证券发展研究中心

业绩方面，华侨城A的实际收入来源为地产开发、景区运营以及其他业务。景区运营增速稳定，16年总收入规模约为48.8亿元，目前公司运营景区累计固定资产规模为146亿元，每年计提折旧14.7亿元，加上较为刚性的运营成本，每年景区项目的运营利润为3亿元左右。地产业务方面，目前拥有较多的现房项目以及预售的期房项目对于公司17年和未来几年的业绩增长能够提供极强的支撑，预计17年公司可售现房贡献收入规模为285亿元和期房项目结算规模为193亿元，实际地产贡献收入规模为478亿元，再加上景区及其他业务，合计收入规模为534亿元。

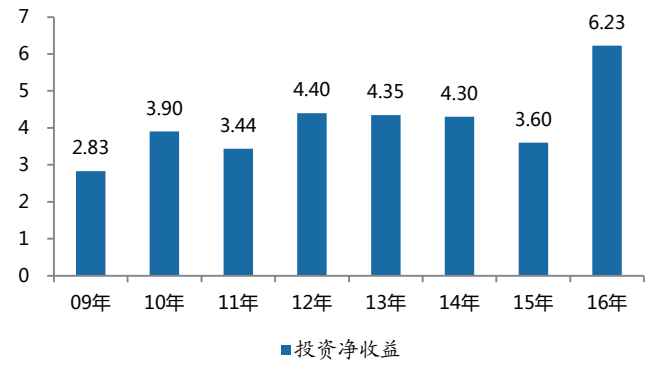
**表 15：华侨城 A 未来几年收入预计及利润测算（亿）**

| 指标 | | 14 年 | 15 年 | 16 年 | 17 年 E | 18 年 E | 19 年 E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **旅游综合收入** | 景区运营 | 152 | 123 | 160 | 50 | 52 | 53 |
| | 旅游地产项目 | | | | 109 | 153 | 229 |
| **房地产收入** | 普通地产项目 | 149 | 192 | 189 | 370 | 498 | 703 |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 现房项目 | | | | 285 | 262 | 154 |
| | 期房项目 | | | | 193 | 389 | 777 |
| **其他收入** | | 9 | 10 | 8 | 5 | 6 | 6 |

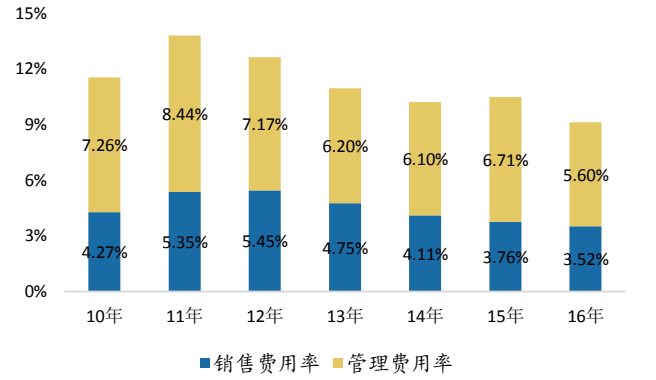
数据来源：广发证券发展研究中心

**图41：华侨城股份投资收益规模（亿元）**




数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**图42：华侨城股份销售费用率和管理费用率**




数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

此外，公司近几年参股项目和股权投资能够贡献较稳定的投资收益，16年为6.23亿元。目前公司在手参股项目包括北京、武汉以及成都四个处于开发状态；而股权投资已经是渤海证券第三大股东（持股9.14%），参与设立西银租赁股份有限公司，并投资了远致富海等4只产业基金，将会进一步增厚公司整体业绩。

管理费用方面，公司近年管理及销售费用水平基本维持稳定，占主营业务收入比例在9%左右。而随着合作项目数量的不断提升，未来几年公司少数股东权益规模将逐步下降。预计公司17、18年归母净利润规模为92.1亿、117.2亿元，每股收益1.12元、1.43元/股，按照目前股价水平测算，PE倍数为7.67x，6.03x，低于行业目前平均水平。

## 风险提示

现房比例较高，业绩释放受到实际销售影响较大，旅游项目投资确定性低。

## 资产负债表

单位：百万元

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | **81,926** | **106,190** | **147,113** | **194,180** | **226,438** |
| 货币资金 | 15,129 | 15,590 | 19,250 | 24,500 | 31,675 |
| 应收及预付 | 15,605 | 20,727 | 24,900 | 26,112 | 25,386 |
| 存货 | 51,192 | 67,971 | 101,061 | 141,667 | 167,476 |
| 其他流动资产 | 0 | 1,902 | 1,902 | 1,902 | 1,902 |
| **非流动资产** | **33,340** | **40,155** | **44,517** | **49,028** | **53,619** |
| 长期股权投资 | 843 | 5,322 | 6,334 | 7,442 | 8,661 |
| 固定资产 | 15,015 | 14,604 | 15,334 | 16,254 | 17,230 |
| 在建工程 | 1,833 | 3,142 | 5,895 | 8,556 | 11,147 |
| 无形资产 | 5,280 | 5,239 | 5,239 | 5,239 | 5,239 |
| 其他长期资产 | 10,369 | 11,848 | 11,716 | 11,537 | 11,344 |
| **资产总计** | **115,266** | **146,345** | **191,630** | **243,208** | **280,057** |
| **流动负债** | **43,523** | **71,793** | **94,915** | **119,795** | **133,149** |
| 短期借款 | 4,338 | 5,756 | 11,254 | 14,540 | 12,451 |
| 应付及预收 | 37,610 | 55,939 | 76,792 | 95,382 | 107,244 |
| 其他流动负债 | 1,575 | 10,098 | 6,870 | 9,873 | 13,454 |
| **非流动负债** | **29,567** | **26,436** | **36,681** | **48,915** | **54,523** |
| 长期借款 | 28,111 | 22,898 | 32,910 | 44,847 | 50,069 |
| 应付债券 | 1,000 | 3,490 | 3,490 | 3,490 | 3,490 |
| 其他非流动负债 | 455 | 48 | 281 | 579 | 964 |
| **负债合计** | **73,090** | **98,229** | **131,596** | **168,711** | **187,671** |
| 股本 | 8,206 | 8,206 | 8,206 | 8,206 | 8,206 |
| 资本公积 | 5,823 | 5,560 | 7,401 | 9,744 | 12,613 |
| 留存收益 | 24,329 | 30,644 | 38,008 | 47,380 | 58,857 |
| 归属母公司股东权 | 38,086 | 43,717 | 53,614 | 65,330 | 79,676 |
| 少数股东权益 | 4,090 | 4,399 | 6,420 | 9,168 | 12,710 |
| **负债和股东权益** | **115,266** | **146,345** | **191,630** | **243,208** | **280,057** |

## 利润表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **32,236** | **35,481** | **53,343** | **70,806** | **99,050** |
| 营业成本 | 15,090 | 16,584 | 17,525 | 27,307 | 45,572 |
| 营业税金及附加 | 6,375 | 6,669 | 15,717 | 17,255 | 19,209 |
| 销售费用 | 1,212 | 1,249 | 1,782 | 2,291 | 3,421 |
| 管理费用 | 2,164 | 1,987 | 2,846 | 3,737 | 5,243 |
| 财务费用 | 795 | 929 | 1,221 | 1,671 | 2,502 |
| 资产减值损失 | 71 | 115 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 360 | 623 | 639 | 633 | 633 |
| **营业利润** | **6,888** | **8,571** | **14,890** | **19,178** | **23,735** |
| 营业外收入 | 482 | 910 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 39 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | **7,332** | **9,457** | **14,890** | **19,178** | **23,735** |
| 所得税 | 2,088 | 2,146 | 3,664 | 4,715 | 5,847 |
| **净利润** | **5,243** | **7,311** | **11,226** | **14,464** | **17,888** |
| 少数股东损益 | 603 | 423 | 2,021 | 2,748 | 3,542 |
| **归属母公司净利润** | **4,641** | **6,888** | **9,206** | **11,716** | **14,346** |
| EBITDA | 9,098 | 10,813 | 17,147 | 21,891 | 27,279 |
| EPS（元） | 0.57 | 0.84 | 1.12 | 1.43 | 1.75 |

## 现金流量表

单位：百万元

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | **-1,872** | **4,404** | **-3,099** | **-4,717** | **9,710** |
| 净利润 | 5,243 | 7,311 | 11,226 | 14,464 | 17,888 |
| 折旧摊销 | 1,704 | 1,822 | 1,675 | 1,675 | 1,675 |
| 营运资金变动 | -10,600 | -3,535 | -16,410 | -23,227 | -13,221 |
| 其它 | 1,781 | -1,194 | 409 | 2,372 | 3,369 |
| **投资活动现金流** | **-4,826** | **-7,430** | **-2,472** | **-4,215** | **-4,310** |
| 资本支出 | -1,773 | -3,130 | -2,093 | -3,744 | -3,738 |
| 投资变动 | **-3,263** | **-2,145** | **-379** | **-471** | **-572** |
| 其他 | 211 | -2,155 | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | **7,705** | **3,359** | **9,231** | **14,182** | **1,774** |
| 银行借款 | 19,475 | 32,534 | 28,134 | 36,350 | 31,128 |
| 债券融资 | -15,268 | -26,412 | -15,854 | -18,123 | -24,413 |
| 股权融资 | 6,124 | 238 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -2,625 | -3,000 | -3,049 | -4,045 | -4,940 |
| **现金净增加额** | **985** | **363** | **3,660** | **5,250** | **7,175** |
| **期初现金余额** | **14,018** | **15,003** | **15,366** | **19,026** | **24,276** |
| **期末现金余额** | **15,003** | **15,366** | **19,026** | **24,276** | **31,451** |

## 主要财务比率

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力(%)** | | | | | |
| 营业收入增长 | 4.9% | 10.1% | 50.3% | 32.7% | 39.9% |
| 营业利润增长 | -6.3% | 24.4% | 73.7% | 28.8% | 23.8% |
| 归属母公司净利润增长 | -2.8% | 48.4% | 33.6% | 27.3% | 22.5% |
| **获利能力（%）** | | | | | |
| 毛利率 | 53.2% | 53.3% | 67.1% | 61.4% | 54.0% |
| 净利率 | 16.3% | 20.6% | 21.0% | 20.4% | 18.1% |
| ROE | 12.2% | 15.8% | 17.2% | 17.9% | 18.0% |
| ROIC | 8.6% | 10.0% | 13.1% | 13.2% | 14.6% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 63.4% | 67.1% | 68.7% | 69.4% | 67.0% |
| 净负债比率 | 47.2% | 55.4% | 58.8% | 64.8% | 51.7% |
| 流动比率 | 1.88 | 1.48 | 1.55 | 1.62 | 1.70 |
| 速动比率 | 0.40 | 0.28 | 0.26 | 0.25 | 0.28 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.31 | 0.27 | 0.32 | 0.33 | 0.38 |
| 应收账款周转率 | 63.88 | 81.49 | 121.00 | 125.13 | 136.37 |
| 存货周转率 | 0.31 | 0.28 | 0.21 | 0.23 | 0.29 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 0.57 | 0.84 | 1.12 | 1.43 | 1.75 |
| 每股经营现金流 | -0.23 | 0.54 | -0.38 | -0.57 | 1.18 |
| 每股净资产 | 4.64 | 5.33 | 6.53 | 7.96 | 9.71 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 15.2 | 10.3 | 7.7 | 6.0 | 4.9 |
| P/B | 1.9 | 1.6 | 1.3 | 1.1 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 8.2 | 6.0 | 5.6 | 5.2 | 3.8 |

## 广发房地产行业研究小组

乐加栋: 首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
郭 镇: 分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013 年加入广发证券发展研究中心。
金 山: 分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
李 飞: 研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|---|---|---|---|---|
| 地址 | 广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401 | 深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼 | 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼 |
| 邮政编码 | 510620 | 518000 | 100045 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | |
| 服务热线 | | | | |

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。