

2017年09月08日

证券研究报告·公司研究报告

华侨城 A (000069) 房地产

买入 (首次)

当前价: 9.05 元

目标价: 13.40 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

文化旅游标杆，引领行业资源整合

投资要点

- **集团助力，公司成为集团新型城镇化的价值实现者。**公司控股股东为华侨城集团，实际控制人为国务院国资委。公司的创业模式“旅游+地产”已形成品牌效应、资源获取能力与经营收益的良性循环。公司将贯彻集团“文化+旅游+城镇化”、“旅游+互联网+金融”的两大战略，承接集团短平快项目成为新型城镇化价值实现者，并通过输出管理、并购整合加快行业整合，成为旅游产业领军者。公司员工积极性强，股权激励、跟投机制、董事长履新等多因素激发公司内部活力。公司作为领跑文旅地产的龙头，千亿市值可期。
- **房地产业务模式独特难复制，布局核心城市为公司生长提供空间。**公司已经形成可持续的并且是难以复制的资源获取方式，截至目前公司未结算项目建面约 1170 万方，未结货值约 4800 亿元，保证公司房地产业务稳步增长无忧。16 年销售均价为 74265 元/方，同比大幅增长 57%，预计公司房地产业务 17 年毛利率将显著改善。截至 17 年上半年末，公司持有预收账款 204.4 亿元，同比增加 85.3%，已锁定 17 年三分之一的业绩。16 年积极获取项目，强势扩张奠定业绩高持续增长基础。公司 16 年拿地金额超过 350 亿元，远超当年销售金额 275 亿元，投资强度达 1.27，领先其他核心房企。
- **内生外延高效扩张，旅游综合业务获得新的盈利空间。**公司培育主题公园品牌“欢乐谷”已成为国内首屈一指的旅游度假产品，未来旅游业务将通过内生外延的增长方式稳固市场地位。内生方面，公司将从培育 IP（签约饼干警长），融合互联网（开发在线营销平台 OTM、入驻京东等多渠道获得客源），园区升级更新（探索传媒演艺业务、增加娱乐设施）等方式提升单客贡献、入园人数，提高文化衍生收入；外延方面，公司将通过输出管理、培育新的产品线等方式扩大市场规模。华侨城集团将投资建设一百座具有中国传统民俗文化特色小镇，公司作为集团土地价值实现者，将成为特色小镇直接受益标的。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.04、1.34、1.56 元，归母净利润复合增速约 23%，我们认为合理的目标价与 RNAV 相当，给予公司 6 个月目标价 13.4 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**因销售、结算进度减慢致业绩或释放不达预期，房地产调控再次收紧，银根收紧或致融资成本上升的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	35481.10	45791.60	54804.84	62994.05
增长率	10.07%	29.06%	19.68%	14.94%
归属母公司净利润(百万元)	6888.42	8541.88	10960.40	12809.00
增长率	48.44%	24.00%	28.31%	16.87%
每股收益 EPS(元)	0.84	1.04	1.34	1.56
净资产收益率 ROE	15.19%	16.47%	17.66%	17.70%
PE	11	9	7	6
PB	1.54	1.31	1.11	0.94

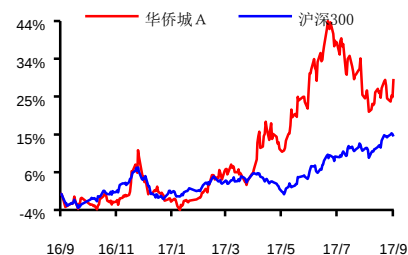
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn

分析师: 王立洲
执业证号: S1250514080001
电话: 023-67914902
邮箱: wanglzhou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	82.06
流通 A 股(亿股)	61.24
52 周内股价区间(元)	6.78-10.08
总市值(亿元)	742.61
总资产(亿元)	1755.14
每股净资产(元)	5.50

相关研究

目 录

1 领跑文化旅游地产，品牌优势无可撼动	1
1.1 公司概况和股权控制关系	1
1.2 文化旅游行业地位无可撼动	2
1.3 股权激励焕发新生	4
2 模式独特难复制，布局核心城市为公司生长提供空间	6
2.1 资源获取模式独特且难复制	6
2.2 聚焦核心城市，16 年销售均价大幅提升，预期毛利率将改善	7
3 轻资产助高效扩张，内生外延获得新的盈利空间	10
3.1 主题公园入园人数保持高增长，国内旅游市场仍有大空间	10
3.2 内生方面：提升单客贡献、入园人数，提高文化衍生收入	11
3.3 外延方面：输出管理、培育新的旅游产品	12
3.4 粤港澳大湾区、特色小镇受益标的	14
4 营收稳步增长，地产旅游两分天下	16
5 盈利预测与估值	19
6 风险提示	21

图 目 录

图 1: 公司股权结构图	1
图 2: 集团“文化+旅游+城镇化”、“旅游+互联网+金融”两大战略示意图	1
图 3: 集团两大战略与公司承担角色示意图	2
图 4: 公司发展历程	3
图 5: 公司四大业务领域	3
图 6: 公司房地产、旅游综合业务营业收入占比	4
图 7: 公司房地产、旅游综合业务毛利润占比	4
图 8: 公司“旅游+地产”、股权并购拿地模式示意图	6
图 9: 各城市项目计容建面	8
图 10: 可供出租建面	8
图 11: 各年新开工、竣工、结算面积	8
图 12: 结算收入与销售收入	8
图 13: 各年结算均价及销售均价	9
图 14: 土地储备及权益建面	9
图 15: 全球前五大主题公园集团入园人数增长率	10
图 16: 全球前五大主题公园集团入园人数	10
图 17: TOP10 主题公园集团参观人数	10
图 18: TOP25 主题公园参观人数	10
图 19: 国内旅游人数年复合高增长	11
图 20: 人均国内旅游花费	11
图 21: 华侨城在线订票	12
图 22: 《极·力·道》演艺产品	12
图 23: 欢乐谷项目图	13
图 24: 欢乐谷目前落子 8 城	13
图 25: 饼干警长卡通形象	13
图 26: 深圳欢乐谷	13
图 27: 营业收入与归母净利润	16
图 28: EPS 以及同比增速	16
图 29: 盈利能力	17
图 30: 三费水平	17
图 31: 营业税金及附加与所得税税率	17
图 32: 债务结构	17
图 33: 短期债务偿债能力	17
图 34: 偿债比率	17
图 35: 各项业务营业收入	18
图 36: 各项业务营业成本	18
图 37: 营业收入构成	18
图 38: 毛利润构成	18
图 39: 各项业务毛利率	18
图 40: 各项业务占比	18

表 目 录

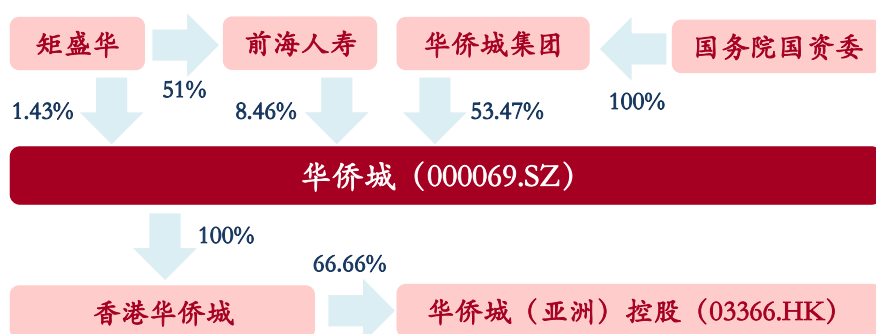
表 1: 集团新型城镇化项目布局	2
表 2: 投资的产业基金项目	3
表 3: 华侨城领跑国内文旅行业	4
表 4: 股权激励主要考核指标	4
表 5: 主要合作拿地项目列表	7
表 6: 2016 年核心房企指标对比	7
表 7: 公司销售、结算详情	8
表 8: 特色小镇重要政策一览表	14
表 9: 公司房地产业务拆分预测	19
表 10: 公司旅游综合业务拆分预测	20
表 11: 公司纸包装业务拆分预测	20
表 12: 公司地产板块重估净资产测算	21
表 13: 可比公司 PE 均值表	21
附表: 财务预测与估值	22

1 领跑文化旅游地产，品牌优势无可撼动

1.1 公司概况和股权控制关系

公司控股股东为华侨城集团，实际控制人为国务院国资委，持有公司 53.47% 的股份。华侨城集团是大型中央直属企业集团，拥有的文化产业板块、旅游产业板块、新型城镇化板块、金融投资板块、电子产业板块五大产业板块均属国内领先。此外，公司间接持有华侨城（亚洲）控股（03366.HK）66.66% 的股份。

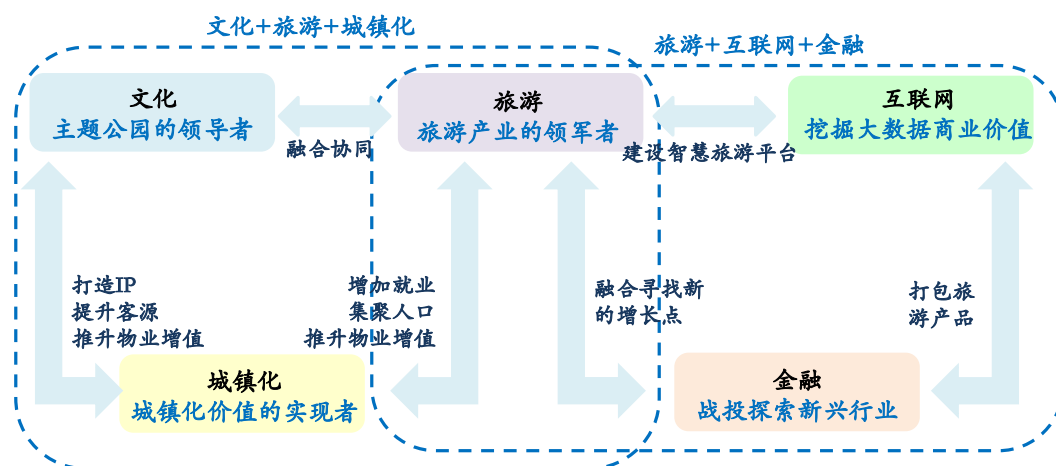
图 1：公司股权结构图



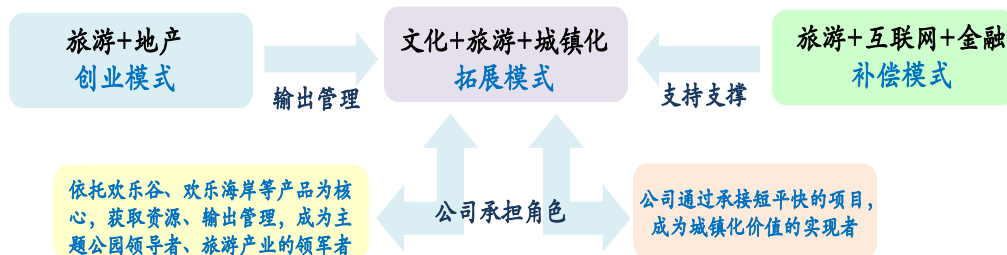
数据来源：wind、西南证券整理

新战略时代，新发展模式。集团提出“文化+旅游+城镇化”、“旅游+互联网+金融”的创新发展模式，在推进文化旅游、城镇化项目的同时，在资本市场通过并购加大产业投资力度，并通过进入保险业、证券业，创建和运营产业基金，构建城镇化业务发展的金融保障体系。公司将全力贯彻集团战略，在文化旅游业务方面，公司将通过并购整合加快行业整合，输出管理借助于轻资产运营的方式加快扩张。地产业务方面，借助于强强合作、战略联盟，进一步加快项目的周转速度，并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。

图 2：集团“文化+旅游+城镇化”、“旅游+互联网+金融”两大战略示意图



数据来源：wind、西南证券整理

图 3：集团两大战略与公司承担角色示意图


数据来源：wind、西南证券整理

表 1：集团新型城镇化项目布局

城市/省份	主要项目
深圳	甘坑新镇、大鹏所城、凤凰小镇、光明小镇、滨海华侨城、国际低碳示范城、坪山文化旅游带、西丽水源三村、深圳国际会展中心、龙华红山
四川	安仁、天回、黄龙溪三大名镇
海南	三亚天涯小镇、文门村、中廖村
北京	斋堂小镇项目、昌平十三陵项目
天津	京杭大运河（天津西青）项目
河南郑州	中原新区起步区文化旅游综合开发项目

数据来源：集团官网、西南证券整理

1.2 文化旅游行业地位无可撼动

华侨城以 30 年的深厚积淀，培育出旅游文化产业、房地产、纸包装三项领跑中国的主营业务。作为中国主题公园产业的开创者和领跑者，公司旅游业务在经营规模、产业链布局、市场影响力均处于行业龙头，独树一帜。根据公司 2016 年度报告显示，2016 年公司游客接待人次为 3456 万人，位居亚洲第一，全球第四，旗下品牌“欢乐谷”是中国主题公园行业唯一的全国驰名商标。

面向未来，公司定位为主题公园的领导者、旅游产业的领军者、城镇化价值的实现者，将在全国建设更多的欢乐谷项目，承接一定数量的城镇化项目，成批的轻资产运营的旅游景区和特色小镇，并在一线城市大手笔开发地产项目。公司将通过搭建“旅游综合业务、房地产综合业务、支撑性金融及投资业务”的四大业务领域，形成产融互动的发展局面。

文化旅游综合业务在营业收入以及毛利率的占比均超 30%，营业收入方面文化旅游业务占比已达 47%，毛利率占比达 34%。我们认为在营业收入以及毛利率占比超过 30%的业务将对公司的估值产生显著影响。公司目前在文化旅游可比公司中估值极具竞争力，PE(TTM) 仅有 10.6 倍，以主题公园为主营业务的华强方特 PE(TTM) 约 19.9 倍。

图 4：公司发展历程

1997年9月10日	华侨城A顺利在深圳证券交易所实现上市
2007年-2009年	公司推进集团业务整体上市事宜，奠定了华侨城集团价值实现者这一战略角色
2009年	华侨城A首次实现营业收入上百亿
2012年	华侨城A营业收入突破两百亿
2013年	文化旅游业务发力，游客接待量2923万人次，创出历史新高
2014年	营业收入首破 300 亿元，总市值超过600 亿元，荣登全球景区集团排行榜第四
2015年	总资产首次突破千亿大关，资产负债率为整体上市以来的最低值
2016年	明确了新的发展战略，营业收入首次跨过 350 亿元大关

数据来源：wind、西南证券整理

图 5：公司四大业务领域

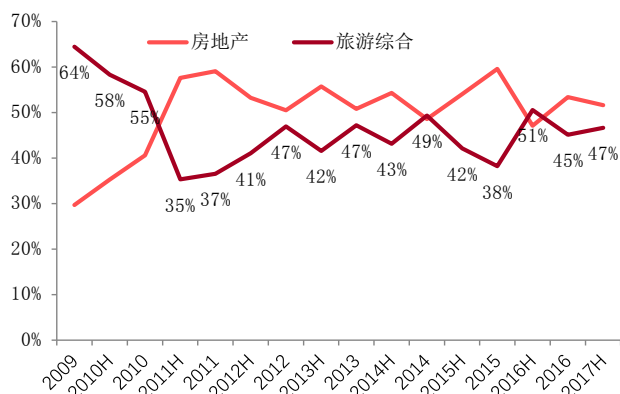


数据来源：wind、西南证券整理

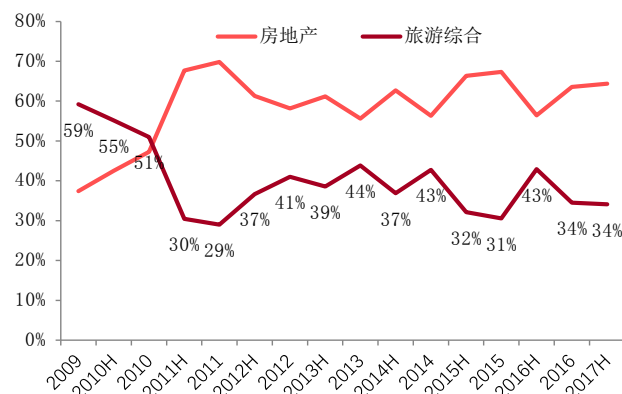
表 2：投资的产业基金项目

日期	投资方	投资主体	身份	出资金额 (亿元)	合伙企业出资 总额(亿元)	投资方向
2016-9-30	全资子公司华亚公司之下属 子公司华友投资	深圳远致富海新兴产业 投资企业（有限合伙）	LP	1.43	10	新能源汽车、医疗健康、 移动互联网、节能环保等 新兴产业
2016-12-19	全资子公司华亚公司之下属 子公司华友投资	深圳远致富海十号投资 企业（有限合伙）	LP	1	2.06	国内证券公司股权项目
2016-12-28	全资子公司华亚公司之下属 子公司华昌国际	新华创新基金		0.5 亿美元	1.2 亿美元	国内某科技公司股权项目
2017-3-18	全资子公司华亚公司之下属 子公司华友投资	上海利保华辰投资中心 （有限合伙）	LP	0.3	4	大文化产业

数据来源：wind、西南证券整理

图 6：公司房地产、旅游综合业务营业收入占比


数据来源：wind、西南证券整理

图 7：公司房地产、旅游综合业务毛利润占比


数据来源：wind、西南证券整理

表 3：华侨城领跑国内文旅行业

公司名称	当前市值(亿元)	2016 年 ROE	市盈率(TTM)	主营业务
华侨城 A	716	16.8%	10.6	旅游综合、房地产以及纸包装
凯撒旅游	130	12.1%	44.1	旅游服务以及航空配餐
宋城演艺	284	15.0%	28.6	旅游服务以及文化艺术
华强方特	148	12.3%	19.9	文化科技主题公园及服务

数据来源：WIND、西南证券整理

1.3 股权激励焕发新生

股权激励充分调动员工积极性，激发创新活力。2015 年 10 月，公司实施限制性股票激励计划，向 271 名激励对象定向发行的华侨城 A 普通股股票，授予总量为 8,265 万股限制性股票，约当前总股本 1.15%，授予价格为 4.66 元/股，授予日为 2015 年 10 月 19 日。

每一个解锁期需完成公司的考核指标，并且满足考核指标不低于同行业可比公司同期指标的 75 分位值及其他相关合规要求。假设第一批解锁指标全部符合，在 2017 年 10 月 19 日至 2018 年 10 月 19 日间，将有 2048.75 万股解锁，以目前价值估算约 1.8 亿元市值，约占总市值 0.2%，对公司影响较小。

表 4：股权激励主要考核指标

考核指标	第一批解锁	第二批解锁	第三批解锁	第四批解锁
解锁股数(万股)	2048.75	2048.75	2048.75	2048.75
解锁比例	25%	25%	25%	25%
解锁期	2017 年 10 月 19 日--2018 年 10 月 19 日	2018 年 10 月 20 日--2019 年 10 月 19 日	2019 年 10 月 20 日--2020 年 10 月 19 日	2020 年 10 月 20 日--2021 年 10 月 19 日
归母扣非加权平均净资产收益率	2016 年不低于 12.5%，实际 15.02%已达标	2017 年不低于 12.5%	2018 年不低于 12.5%	2019 年不低于 12.5%
销售净利率	2016 年不低于 16%，实际 20.6%已达标	2017 年不低于 16%	2018 年不低于 16%	2019 年不低于 16%

考核指标	第一批解锁	第二批解锁	第三批解锁	第四批解锁
归母扣非净利润 三年复合增长率	2013年至2016年复合增长率 不低于10%，即2016年需达 到52.3亿元，实际61.4亿元 已达标	2014年至2017年复合增长率 不低于10%，即2017年需达 到56.7亿元	2015年至2018年复合增长 率不低于10%，即2018年 需达到57.0亿元，	2016年至2019年复合增长 率不低于10%，即2019年 需达到81.8亿元

数据来源：wind、西南证券整理

建立项目公司跟投机制，助推公司长远持续发展。除了实施股权激励外，公司在激励政策方面实施项目公司跟投机制，激励与约束并重，推动项目公司有效控制项目周期，提高运作效率；针对公司内部的新业务企业，根据企业实际情况推进实施员工持股、灵活的考核激励分配等方案，为混合所有制改革提供有益的探索和尝试。此外董事长履新后，公司内部干劲足，内部活力得到充分激发。

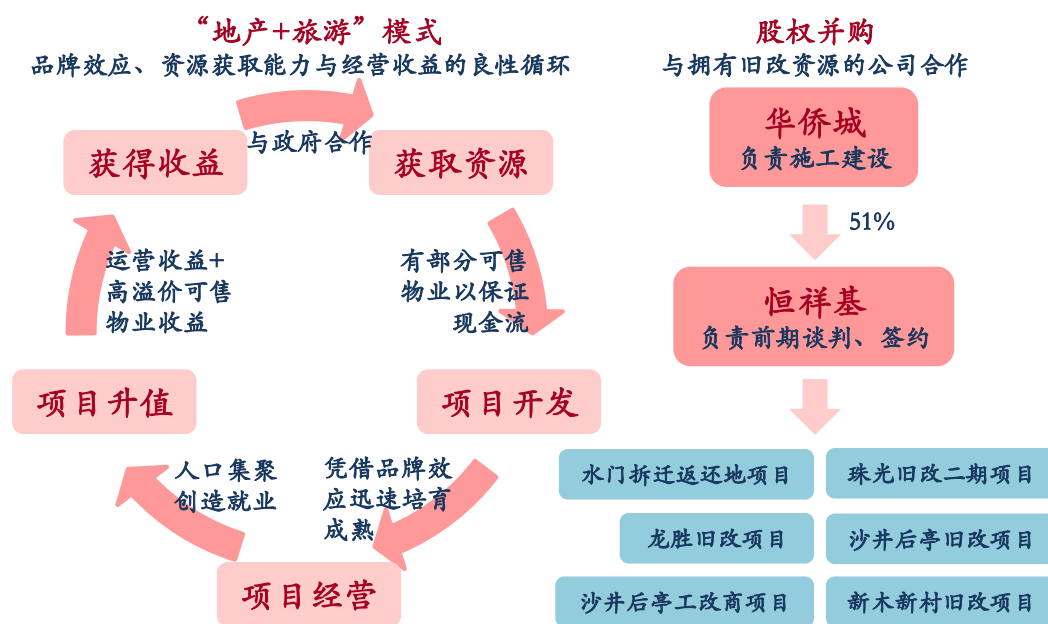
2015年，公司通过非公开发行方式引入战略投资者前海人寿以及钜盛华，实现了公司混合所有制改革的重要突破。2016年12月华侨城集团通过全资子公司华侨城云南公司参与对云南世博集团的增资，增资完成后，华侨城云南公司成为持有云南世博集团51%股份的控制股东，通过云南世博集团间接控制云南旅游已发行股份的49.52%，云南旅游的实际控制人由云南省国资委变更为国务院国资委，集团承诺五年内解决公司与云南旅游的同业竞争问题。2017年以来，市场再度聚焦央企混改，作为央企混改先锋，公司将在股权层面、项目公司层面与非国有企业进行全方位合作，以开放姿态捕捉新的合作机会。

2 模式独特难复制，布局核心城市为公司生长提供空间

2.1 资源获取模式独特且难复制

资源获取模式独特且难复制，多城市布局为公司提升市场占有率、推进“文化+旅游+城镇化”、“旅游+互联网+金融”模式奠定基础。公司目前获得资源的渠道主要有以下几种：第一，独特的“旅游+地产”模式，凭借该模式公司率先实现全国多点布局。公司于 2000 年后开始走出深圳，目前已在北京、上海、天津等十余个核心城市开发建设文化旅游综合项目，欢乐谷主题公园已实现了八个重点城市的连锁经营，布局数量名列前茅。公司通过与地方政府合作获得优质廉价土地资源，公司按照协议文化旅游综合项目，随着项目培育成熟，人口聚集效应形成，配套商品房物业的价值也将逐渐升高，公司除了运营项目的受益外也将获得部分高溢价的可售物业，这是公司品牌效应、资源获取能力与经营收益的良性循环，也是公司区别于其他地产公司最特别的一点，由于品牌效应具有极强的不可替代性。第二，通过股权并购，2015 年 6 月公司收购恒祥基公司 51% 股权，间接获得沙井后亭旧改项目、水门拆迁返还地项目、龙胜旧改项目、沙井后亭工改商项目、新木新村旧改项目和珠光旧改二期项目。第三，强强联合优势互补，随着地价走高，公司加大与优质公司的合作力度，开辟了获取资源的新通道，公司先后与华润联合摘下上海苏河湾二期地块、与中铁置地合作开发北京大兴旧宫项目，与招商蛇口联合竞得深圳空港国际会展中心项目等。

图 8：公司“旅游+地产”、股权并购拿地模式示意图



数据来源: wind、西南证券整理

表 5：主要合作拿地项目列表

成交日期	城市	区域	宗地名称	土地用途	土地面积 (万方)	规划建筑 面积(万方)	成交总价 (亿元)	竞得人
2016-8-26	深圳市	宝安区	深圳市宝安区大空港地块	商业	52.82	154.3	310.0	招商蛇口、华侨城联合体
2016-1-20	上海市	静安区	闸北区天目社区地块	商办住宅	2.49	18.2	69.3	华侨城、华润置地
2015-11-2	北京市	丰台区	北京市丰台区南苑乡槐房村和新宫村地块	二类居住	11.76	23.9	83.4	华侨城、招商蛇口和北京 华润曙光联合体
2014-12-10	深圳市	宝安区	龙华新区民治办事处辖区地块	商业用地	10.99	17.6	30.4	招商蛇口、华侨城联合体

数据来源：wind、西南证券整理

2.2 聚焦核心城市，16 年销售均价大幅提升，预期毛利率将改善

优质低成本项目储备丰富，战略布局瞄准一二线城市。截至目前，公司开发储备项目主要集中在一线城市、二线核心城市，其中一线城市计容建面 459 万方，占比达 37%，剩余 800 万方分布在各个核心二线城市。租赁物业方面，可供出租物业主要集中在深圳和上海，分别为 45.3、7.9 万方，占比分别为 79%、14%。考虑到城市发展和聚集效应会对一线城市房价形成持续支撑，一线及二线核心城市房价未来仍有上升空间，公司未来仍将主要在一线及二线核心城市获取土地资源。截至 2016 年末，公司旅游综合及房地产业务累计权益土地储备 641.17 万方（同比增加 6%），规划总建筑面积 902.24 万方（同比增加 16%），其中，新增权益土地储备 105.66 万方（同比减少 49%），新增规划建筑面积 198.45 万方（同比减少 52%）。截至目前，公司全口径土地储备约为 1200 万方（包含新增权益土地储备、非并表项目土地储备）。

未结算货值高，业务持续发展无忧。公司 16 年新开工面积 72 万方（同比增加 62.3%），竣工面积 41 万方（同比增加 363.1%），结算面积 34 万方（同比增加 3.8%）。公司目前销售状态良好，在售项目去化率高，我们假设竣工面积为已售已结算面积，截至目前公司未结算项目建面约 1170 万方，未结货值约 4800 亿元，保证公司房地产业务稳步增长无忧。

强势扩张奠定业绩高持续增长基础。公司 16 年拿地金额超过 350 亿元，远超当年销售金额 275 亿元，投资强度达 1.27，领先其他核心房企。销售均价大幅提升，预期毛利率将改善。公司 16 年销售均价为 74265 元/方，同比大幅增长 57%，当年结算均价为 55982 元/方，受结算项目的影响同比小幅下降 5%。17 年结算项目主要集中在武汉、上海、深圳、顺德、重庆，预计公司房地产业务 17 年毛利率将显著改善。

表 6：2016 年核心房企指标对比

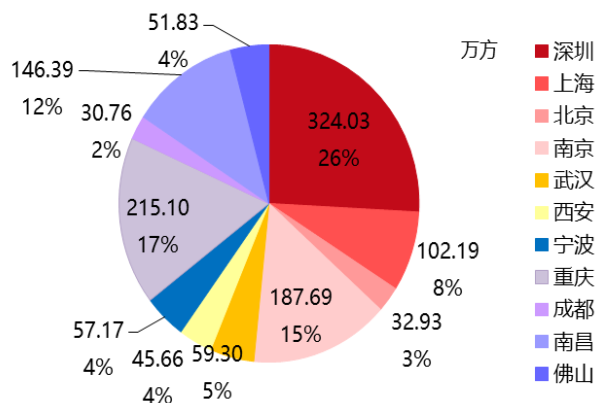
指标	万科 A	保利地产	金地集团	招商蛇口	碧桂园	华侨城
销售额(亿元)/增速	3648/48%	2101/36%	1006/63%	739/28%	3088/120%	275/57%
销售面积(万方)	2765	1599	658	471	3747	37
销售单价(元每方)	13193	13139	15289	15690	8241	74324
拿地面积(万方)	3184	2404	533	702	8752	198
拿地金额(亿元)	1335	1214	399	842	1775	350
拿地单价(元每方)	4193	5050	7486	11994	2028	17677
投资强度	0.37	0.58	0.40	1.14	0.57	1.27
拿地单价/销售单价	0.32	0.38	0.49	0.76	0.25	0.24

数据来源：wind、西南证券整理

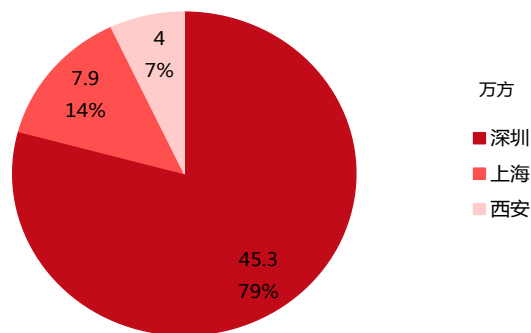
表 7：公司销售、结算详情

	2012	2013	2014	2015	2016
销售面积 (万方)	39.53	35.74	26.18	37.08	37.07
销售金额 (亿元)	144.68	146.3	122.05	175	275
销售单价 (元/平)	36600	40935	46620	47195	74265
销售单价增长率	--	12%	14%	1%	57%
结算面积 (万方)	30	38	26	33	34
结算金额 (亿元)	112.56	143	149	192	189
结算单价 (元/平)	37470	37588	57746	58917	55982
结算单价增长率	--	0%	54%	2%	-5%

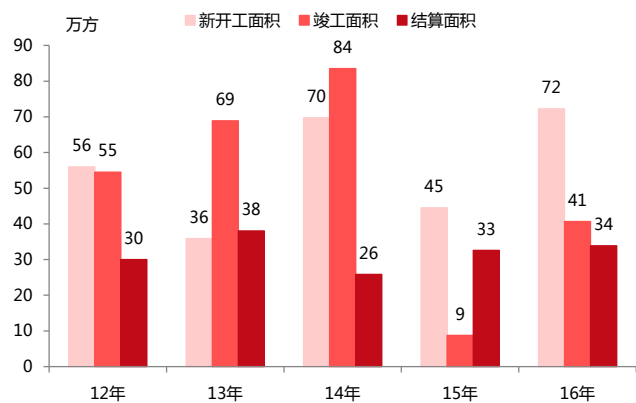
数据来源：wind、西南证券整理

图 9：各城市项目计容建面


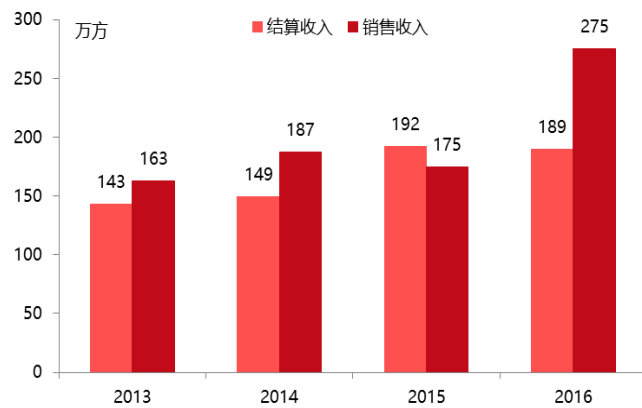
数据来源：wind、西南证券整理

图 10：可供出租建面


数据来源：wind、西南证券整理

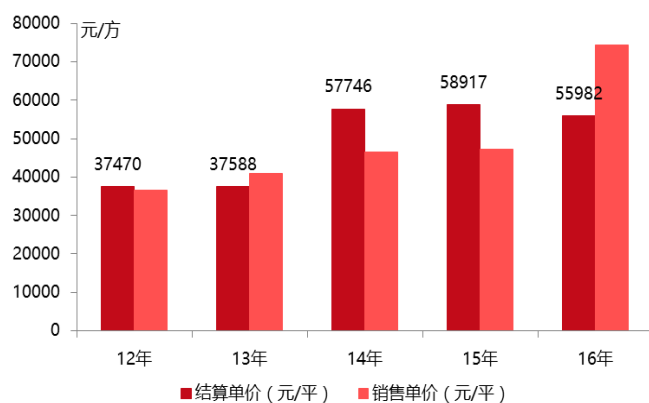
图 11：各年新开工、竣工、结算面积


数据来源：wind、西南证券整理

图 12：结算收入与销售收入


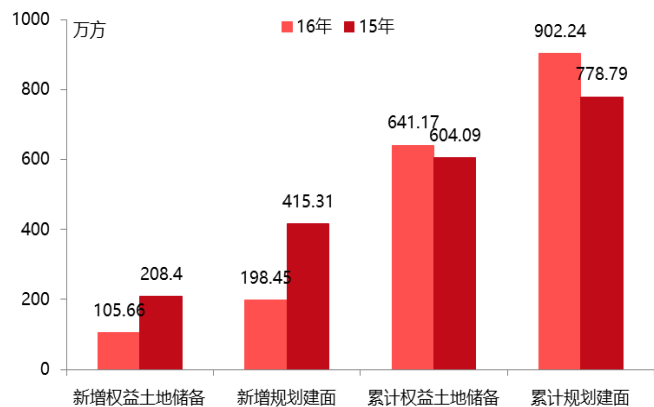
数据来源：wind、克而瑞研究、西南证券整理

图 13: 各年结算均价及销售均价



数据来源: wind、西南证券整理

图 14: 土地储备及权益建面



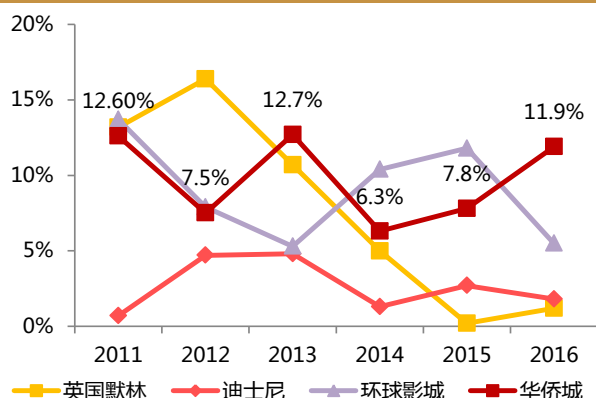
数据来源: wind、西南证券整理

3 轻资产助高效扩张，内生外延获得新的盈利空间

3.1 主题公园入园人数保持高增长，国内旅游市场仍有大空间

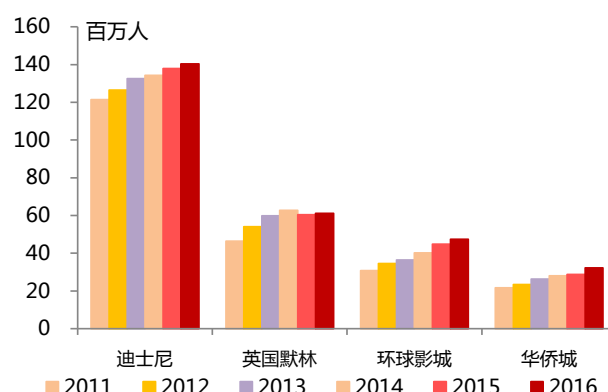
目前，根据 AECOM 公布的咨询报告显示，华侨城位列全球主题公园系列第四位，亚洲第一，2016 年入园人数达 3227 万人次，同比增长 11.9%，6 年年复合增长率 8.2%。2016 年全球前十大主题公园集团参观人数约 4.36 亿人次，同比增长 4.3%，华侨城占比约 7.3%，排名第一的迪士尼占比为 32.1%，距龙头仍有成长空间。

图 15：全球前五大主题公园集团入园人数增长率



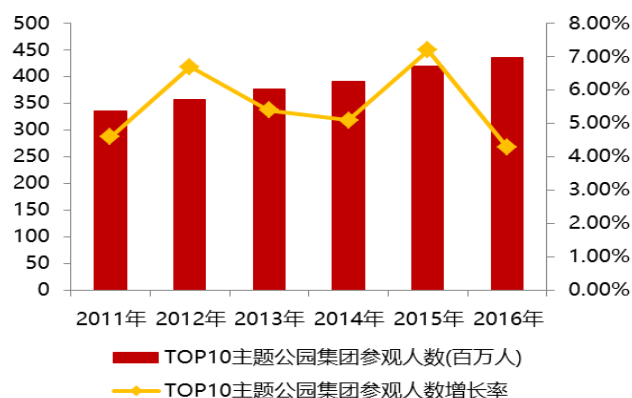
数据来源：AECOM、西南证券整理

图 16：全球前五大主题公园集团入园人数



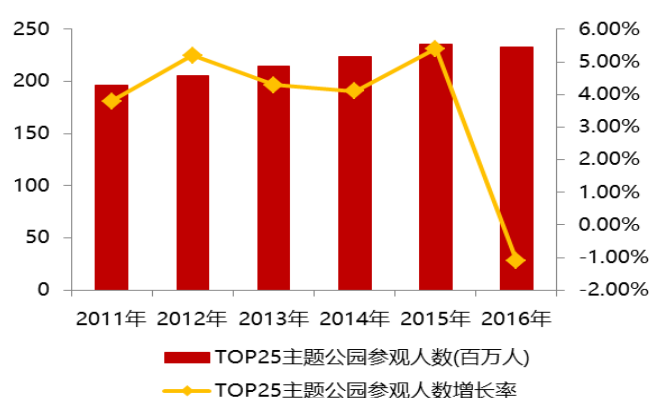
数据来源：AECOM、西南证券整理

图 17：TOP10 主题公园集团参观人数



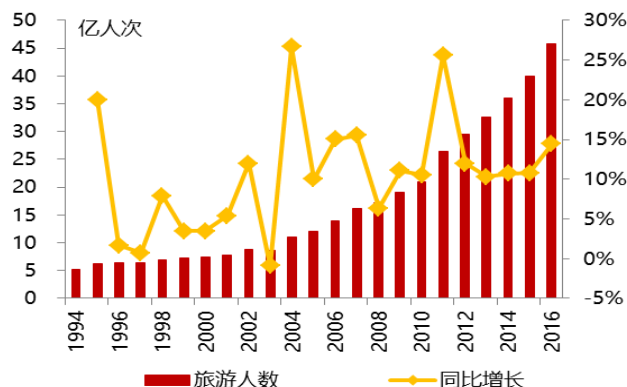
数据来源：AECOM、西南证券整理

图 18：TOP25 主题公园参观人数

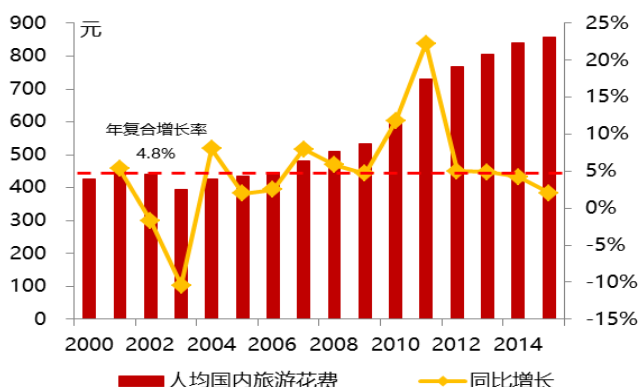


数据来源：AECOM、西南证券整理

国内旅游市场在消费升级的背景下仍有大空间。2016 年国内旅游人数达 45.8 亿人次，同比增长 14%，旅游人数已保持多年高增长年复合增长率约 9.9%。随着旅游人数的上升，旅游花费也在以 4.8% 的年复合增长率稳步上升，2015 年人均国内旅游花费 857 元/人，同比上升 2%。

图 19: 国内旅游人数年复合高增长


数据来源: wind、西南证券整理

图 20: 人均国内旅游花费


数据来源: wind、西南证券整理

公司旅游业务将通过内生外延的增长方式稳固市场地位。内生方面，公司将从培育 IP，融合互联网，园区升级更新等方式提升单客贡献、入园人数，提高文化衍生收入；外延方面，公司将通过输出管理、培育新的产品等方式扩大市场规模。

3.2 内生方面：提升单客贡献、入园人数，提高文化衍生收入

积极践行“旅游+互联网+金融”的创新发展模式，加快旅游业务与互联网融合，通过各种互联网手段来满足游客日益增长的个性化需求，提升单客贡献。公司提出“智慧华侨城体系”的概念，将互联网与主营业务相融合，实现创新发展。智慧景区是公司主营业务与互联网相融合最成熟的一个板块，公司利用 APP 系统平台、景区项目二维码、全日游园规划来解决游客从用户注册、购买门票、游园规划、互动平台、支付系统、园区二次消费、餐饮住宿等需求，并引导游客在园区配套的餐饮、购物等设施进行二次消费，提升单客贡献并提升游客满意度。针对渠道分销商，公司搭建了华侨城旅游营销平台 OTM，实现了为旅行社、渠道商和散客用户提供在线分销、预订、购票和支付等功能。针对游客个体，景区已实现免费 WIFI 全覆盖，并开设淘宝旅行旗舰店、微信智慧服务。目前华侨城旅游的统一在线营销平台 OTM 上线景区共 19 家，实现游客 O2O 无缝连接，上线以来在线销售额突破 1 亿元。

入驻京东，在线旅游业务的又一次重要布局。近期，华侨城在线旅游运营中心与京东旅行签订合作协议，成为首批入驻京东电商平台的旅游商家。这也是继华侨城与阿里未来景区合作后，在线旅游业务的又一次重要布局。京东作为国内最大的自营式电商平台，在线上运营方面经验丰富、资源丰富。双方资源共享，将实现 1+1>2 的效果，实现合作共赢。

文旅科技业务、传媒演艺业务将探索文化衍生收入的新空间。文旅科技业务将以游乐技术为核心，以设计服务为依托，以城市旅游信息中心、主题景区及场馆为展示平台，包含大型文化旅游科技综合体和室内主题场馆项目总体服务集成供应，打造全新多维度互动发展产品链条，进一步完善公司主题公园产业链能力。传媒演艺业务正在积极探索市场化的运作方式，其中《极·力·道》是公司探索“驻场+巡演”演艺产品，是实现稳定收益的一次积极尝试，该演出在 2014 年完成深圳站首演的基础上，2015 年已启动广州巡演，并于 4-5 月在广州加演。

图 21：华侨城在线订票



数据来源：华侨城集团官网、西南证券整理

图 22：《极·力·道》演艺产品



数据来源：西南证券整理

3.3 外延方面：输出管理、培育新的旅游产品

以轻资产的方式实现高效率、低风险的市场扩张。公司于 2013 年成立全资子公司华侨城旅游景区管理有限公司，主要进行旅游景区管理输出业务，对外输出项目建设顾问咨询服务和派驻管理团队。管理输出方面的业务拓展。景区管理公司借助华侨城人才和管理经验优势，已完成湖南常德欢乐水世界公园的前期建设和后期管理提供了全程咨询服务及运营服务，本次合作标志着公司在旅游管理业务以轻资产方式进行拓展方面取得了重要突破。

欢乐谷品牌价值无以替代，“百亿发展”计划开创新纪元。经过近 20 年的运营发展，欢乐谷已成为国内具有较大影响力的主题公园品牌，拥有良好的品牌效应。2016 年 12 月，欢乐谷依托华侨城“文化+旅游+城镇化”的战略，正式启动连锁发展新战略，推出“百亿发展”品牌整体提升计划。借鉴迪士尼以家庭文化为主的产品优势，公司将通过嵌入 IP，尝试和摸索新模式。2017 年 1 月，公司新签约了国产原创动漫 IP “饼干警长”，标志着欢乐谷“百亿发展”计划正式迈进全新阶段。公司将成立欢乐谷集团，进一步实现公司旗下各欢乐谷景区的统筹管理；同时公司将借助于兼并收购等资本运作方式，加强优质资源的获取，积极推进旅游业务管理输出，在规划建设、运营管理方面推进标准化，为主题公园类业务轻资产运营打下坚实基础。

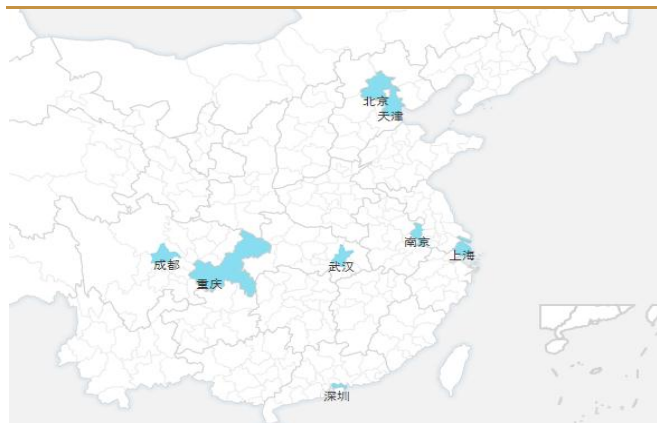
落子 8 城，稳步推进。公司第七家欢乐谷重庆欢乐谷已于 2017 年 7 月正式开业；位于深圳、成都、北京、武汉、天津的欢乐谷将更新升级，上海欢乐谷西班牙主题度假酒店也将于 2017 年开门迎客，同时南京欢乐谷等项目在有序推进之中。

图 23: 欢乐谷项目图



数据来源: 华侨城集团官网、西南证券整理

图 24: 欢乐谷目前落子 8 城



数据来源: 西南证券整理

图 25: 饼干警长卡通形象



数据来源: 西南证券整理

图 26: 深圳欢乐谷



数据来源: 西南证券整理

新一代旅游欢乐海岸产品仍在培育。欢乐海岸将主题商业与滨海旅游、休闲娱乐和文化创意融为一体, 代表了公司丰富商业模型的新思路, 整合零售、餐饮、娱乐、办公、公寓、酒店、湿地公园等多元业态, 形成独一无二的商业+娱乐+文化+旅游+生态的全新商业模式, 目前宁波和顺德欢乐海岸项目的建设正在稳步推进, 深圳欢乐海岸已开业。

标准化酒店管理服务, 择机输出。公司将适时成立酒店管理集团, 在酒店领域推进管理服务的标准化工作, 为酒店业务的管理输出创造良好条件。此外, 酒店业务的现金流相对稳定, 公司不排除资产证券化, 以实现公司运营的产融互动。

儿童职业体验乐园麦鲁小城已转让给集团公司。麦鲁小城是华侨城集团旗下的新型儿童职业体验乐园, 由深圳华侨城哈克文化有限公司进行开发, 目前已经布局深圳、成都、武汉三地。其中深圳、成都麦鲁小城于 2012 年陆续开业, 武汉麦鲁小城于 2013 年春节期间隆重推出。目前已落子八城: 深圳、成都、武汉、东莞、天津、淄博、苏州、赣州。2016 年 12 月, 公司与华侨城集团控股子公司深圳文化签订股权转让协议, 以人民币 1409.76 万元的价格转让哈克公司 100% 股权, 于 2017 年 1 月 19 日完成工商变更手续。

旅游综合业务未来发展规划将紧密链接房地产业务。第一, 坚持“造城”, 打造成片综合开发新优势。公司仍将以文化旅游或引入其他产业作为先导, 通过土地一级开发和二级开发相结合、房产经营和地产经营相结合、独立开发和合作开发相结合等手段, 进一步探索新

形势下的“造城”模式，保持在成片综合开发方面的领先地位；第二，坚持贯彻“文化+旅游+城镇化”战略，以文化旅游产业为核心，继续深化和创新商业模式，通过把资产经营、资本经营和产品经营相结合，加强收购兼并、资产处置等手段的运用，使资源快速向优势领域和战略性领域集中，为公司赢得更好的发展空间。

3.4 粤港澳大湾区、特色小镇受益标的

盘踞深圳，受益粤港澳大湾区稳步推进。目前公司在深圳、佛山等粤港澳核心区域开发类项目计容建面分别约 330、50 余万方，分别占 26%、4% 左右。公司在战略布局上依然聚焦深圳，丰富的资源储备将为公司在粤港澳大湾区稳步推进的过程中取得先发优势。

契合“特色小镇、雄安新区”等热点主题。自 2016 年 2 月国务院提出加快特色镇的发展后，16 年 7 月住建部、发改委、财政部联合发文要求到 2020 年培育 1000 个左右特色小镇，培育进展符合预期。2017 年 6 月底将完成第二批 300 个特色小镇的报送工作，并要求以房地产为单一产业的特色小镇不得推荐，以旅游文化产业为主导的特色小镇推荐比例不超过 1/3。

华侨城集团近期表示未来将通过 PPP 模式，建成若干个大型新型城镇化示范项目，并以“100 个美丽乡村”计划，投资建设一百座具有中国传统民俗文化特色小镇。其中，“100 个美丽乡村”计划也将在云南选择适合的村落实施，着力打造特色州县、特色景区和景点，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。公司作为新型城镇化的价值实现者将承接集团短平快项目，完成价值变现。

表 8：特色小镇重要政策一览表

日期	部门	文件名称	主要内容
2016 年 2 月	国务院	《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》	加快特色镇发展。因地制宜、突出特色、创新机制，充分发挥市场主体作用，推动小城镇发展与疏解大城市中心城区功能相结合、与特色产业发展相结合、与服务“三农”相结合。
2016 年 7 月	住建部 发改委 财政部	《关于开展特色小镇培育工作的通知》	要求到 2020 年，培育 1000 个左右各具特色，富有活力的休闲旅游、商贸物流、现代制造、教育科技、传统文化、美丽宜居等特色小镇。
2016 年 8 月	住建部	《关于做好 2016 年特色小镇推荐工作的通知》	全国范围推荐 159 个特色小镇
2016 年 12 月	住建部	《住建部关于公布第一批中国特色小镇名单的通知》	认定北京市房山区长沟镇等 127 个镇为第一批中国特色小镇
2017 年 5 月	住建部	《住建部关于做好第二批全国特色小镇推荐工作的通知》	全国推荐 300 个特色小镇，对存在以房地产为单一产业的特色小镇不得推荐，以旅游文化产业为主导的特色小镇推荐比例不超过 1/3

数据来源：各部委网站、西南证券整理

集团助力，公司仍以轻资产运营为主。华侨城集团将充分发挥央企效应及孵化平台的作用，优先抓住利于集团和公司发展的资源与机遇，并承担项目前期重资产、高投入、低回报的基础建设任务，培育低效率、低收益、持有期长的项目进行和开发；公司将继续轻资产运营、实现高周转，并在未来陆续接棒孵化成熟、收益率达标的的项目。

以“文化产业+旅游产业+城镇化”模式布局，积极参与中国新型城镇化建设。为贯彻集团“文化+旅游+城镇化”战略，公司将把握销售利好窗口，灵活调整推盘节奏和策略；借助于并购整合、强强联盟，获取资源并加快周转；并承接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。

4 营收稳步增长，地产旅游两分天下

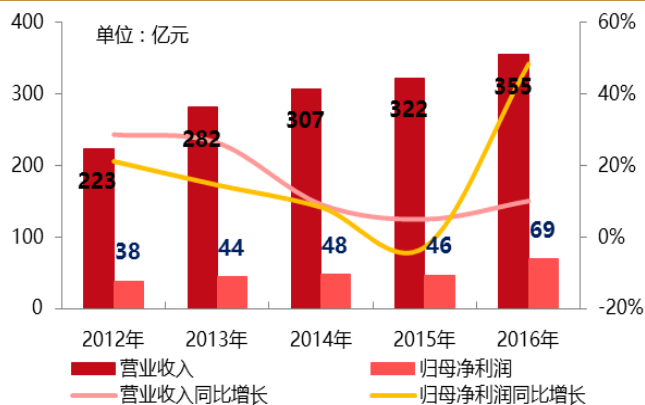
营收稳步增长。2016 年公司实现营业收入 355 亿元（同比增加 10%，连续五年保持稳步增长，年复合增长率 12.3%），实现归母净利润 69 亿元（同比增加 48%，主要由于三费率由 13% 下滑至 12% 以及企业所得税占营业利润比例由 28% 下降至 23%），毛利率 53.3%（较去年同比持平，遥遥领先行业平均）。2017 年上半年，公司实现营业收入 137.9 亿元（同比增加 20%），实现归母净利润 17.3 亿元（同比增加 10%），毛利率 48.5%（同比提升 2.6 个百分点）。

短期负债偿还无忧。截至 2016 年年末，公司在手资金 155.9 亿元，短期借款与一年内到期的非流动负债总和为 158.5 亿元，现金基本覆盖短期有息负债。公司目前净负债率 55.4%，同比提升 8 个百分点；资产负债率 49.1%，同比提升 11.3 个百分点。债务结构发生变化，长期借款 229 亿元，同比降低 18.5%，占比短期借款、一年内到期的非流动负债与长期借款总和的比例降低至 59.1%，同比降低 23.5 个百分点；短期借款 58 亿元，同比增长 32.7%，占比提升至 14.9%，同比提升 2.1 个百分点；一年内到期的非流动负债 101 亿元同比增长 541.2%，占比提升至 26.1%，同比提升 21.5 个百分点。一年内到期的非流动负债的大幅提升主要由于一年内到期的长期借款以及应付债券增长 74.8、10.1 亿元。公司目前主要通过银行贷款、股东借款为房地产项目融资，且多数为 3-5 年的中长期借款，利率区间主要按央行同期贷款基准利率进行浮动。

地产旅游两分天下。公司营业收入主要由房地产、旅游、纸包装三个板块构成。2016 年房地产收入占比 53.4%，同比下滑 6.2 个百分点，而旅游综合业务收入则由 2015 年的 38.2% 提升至 45.1%，纸包装业务体量较小相对稳定，由去年的 2.6% 下滑至 2.1%。2016 年，房地产业务营业收入 189.4 亿元，同比下滑 1.3%，毛利率 63.4%，同比提升 3.3 个百分点；旅游综合业务营业收入 160.1 亿元，同比增加 29.9%，毛利率 40.7%，同比下滑 1.8 个百分点；纸包装业务营业收入 7.4 亿元，同比下滑 10.2%，毛利率 7.6%，同比下滑 3.8 个百分点。

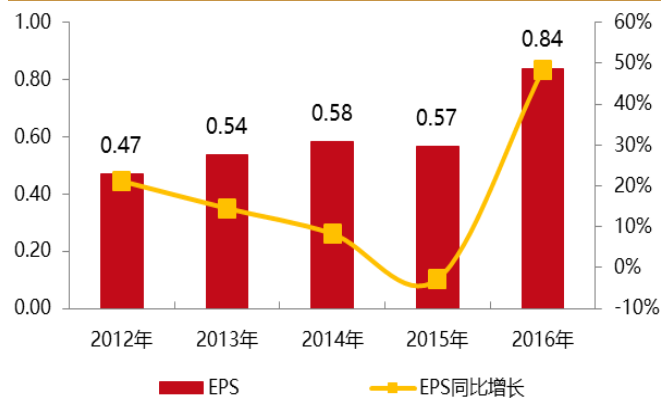
预收账款大幅增长，锁定 17 年三分之一业绩。截至 2016 年年末，公司持有预收账款 150.8 亿元，同比增加 42.5%，去年同期仅为 61.9 亿元，预收账款大幅增加主要由于 16 年销售金额大幅提升 57.1% 至 275 亿元。随着项目逐渐进入结算周期，预计锁定 17 年三分之一的业绩。

图 27：营业收入与归母净利润



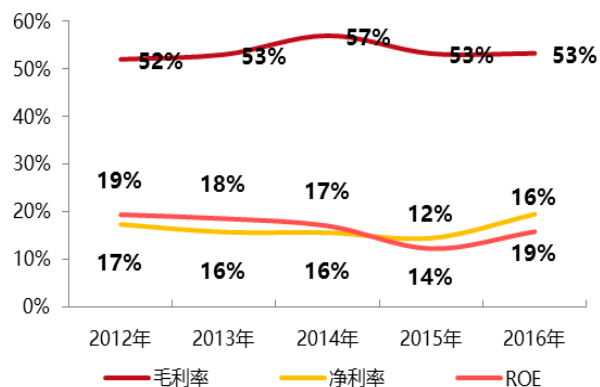
数据来源：wind、西南证券整理

图 28：EPS 以及同比增速



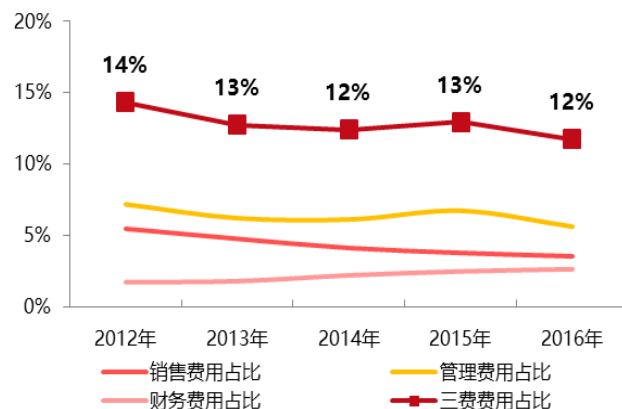
数据来源：wind、西南证券整理

图 29: 盈利能力



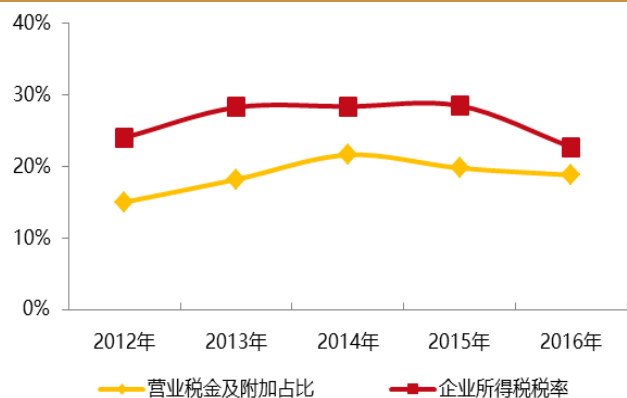
数据来源: wind、西南证券整理

图 30: 三费水平



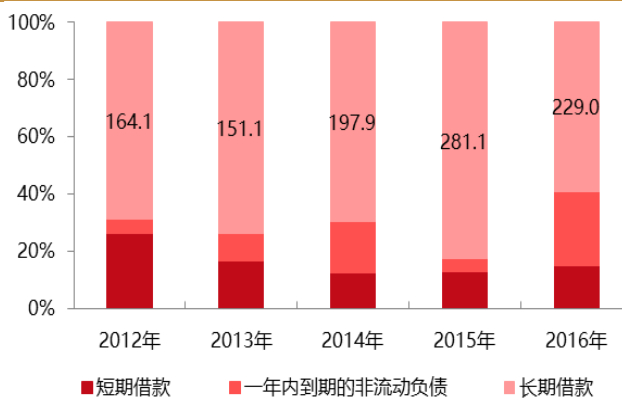
数据来源: wind、西南证券整理

图 31: 营业税金及附加与所得税税率



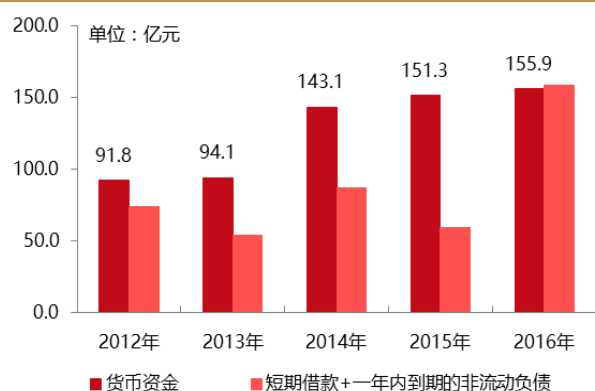
数据来源: wind、西南证券整理

图 32: 债务结构



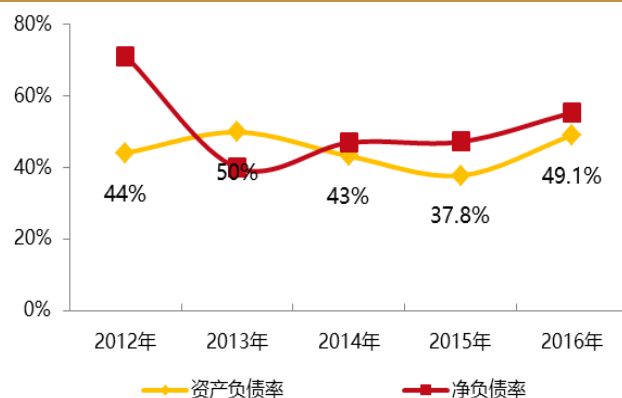
数据来源: wind、西南证券整理

图 33: 短期债务偿债能力



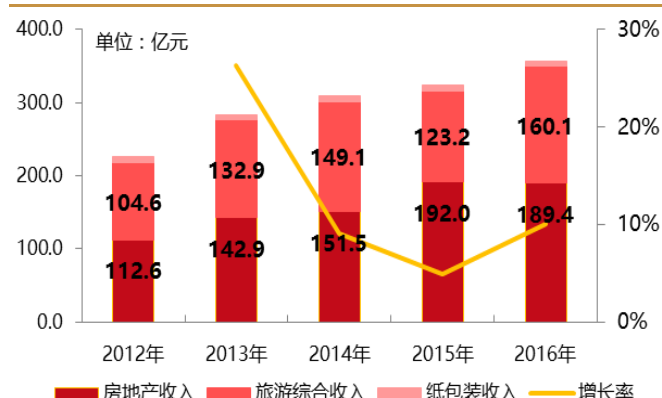
数据来源: wind、西南证券整理

图 34: 偿债比率



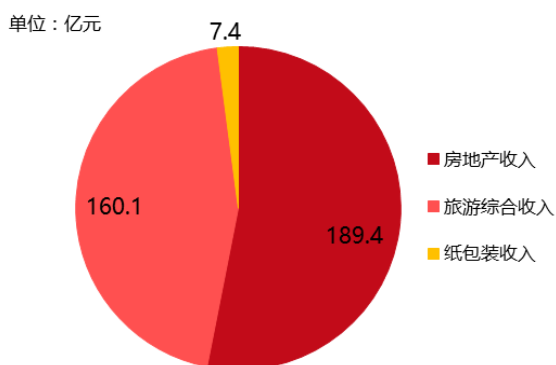
数据来源: wind、西南证券整理

图 35: 各项业务营业收入



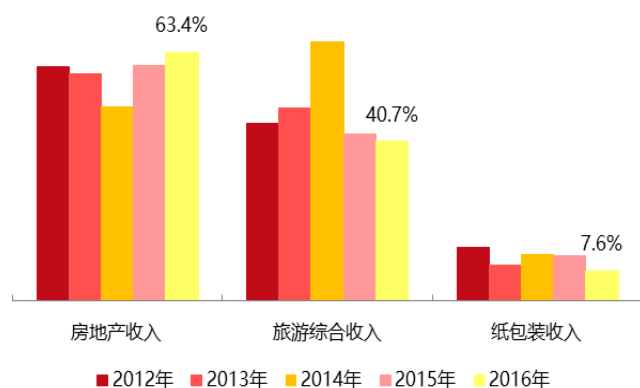
数据来源: wind、西南证券整理

图 37: 营业收入构成



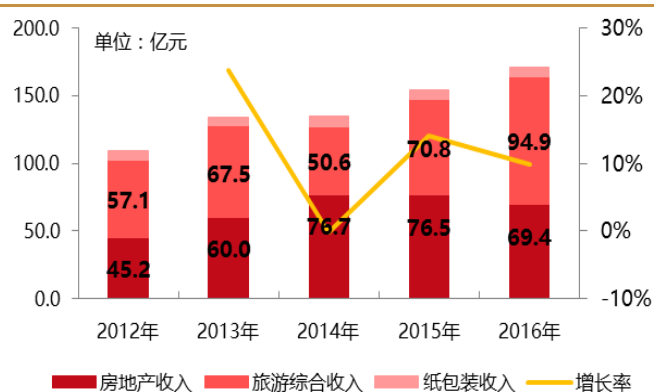
数据来源: wind、西南证券整理

图 39: 各项业务毛利率



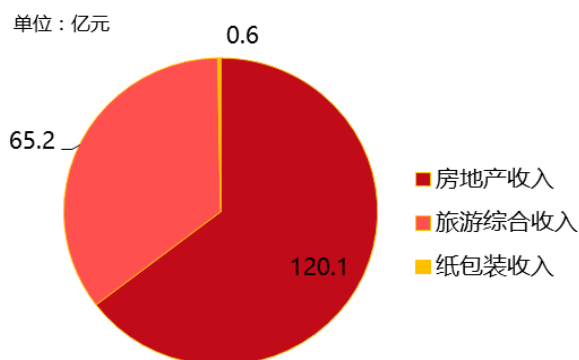
数据来源: wind、西南证券整理

图 36: 各项业务营业成本



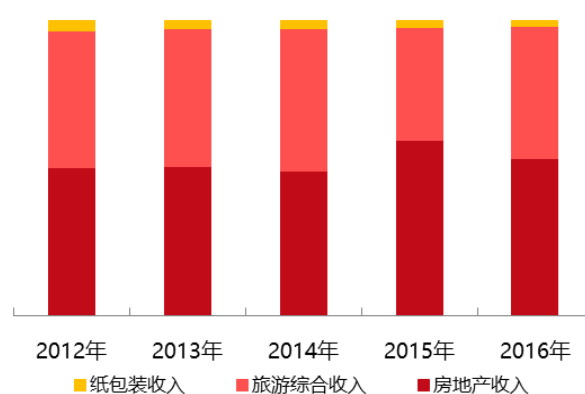
数据来源: wind、西南证券整理

图 38: 毛利润构成



数据来源: wind、西南证券整理

图 40: 各项业务占比



数据来源: wind、西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着公司 16 年销售项目逐渐结算，各区域未结完的地产项目的结算毛利率相比之前不会出现显著变化，房地产项目毛利率从 2017 到 2019 年提升 1.1、1.1、0.3 个百分点；

假设 2：旅游综合业务仍保持较高的成长性，假设未来三年园区接待人数增长率为 10%、9%、8%，人均创收增长率假设为国内人均旅游花费的年复合增长率 5%上浮 100 个基点，旅游综合业务毛利率逐年上浮 1 个百分点；

假设 3：纸包装业务假设营业收入的增长率为 5%，并假定毛利率不变。

我们将公司三块业务拆分进行盈利预测。

房地产业务我们假设营业收入主要由本年度结算项目的建筑面积以及项目的结算均价决定，由于 2015、2016 年的销售势头旺盛致量价齐升，因此 2017-2019 年将是项目的结算高峰，由此赋予结算建面及均价较高的增长率。由于公司大量储备获取成本价较低，因此公司未来三年有毛利率的修复空间。由此预测未来三年房地产业务的营业收入为 264、324、375 亿元。

表 9：公司房地产业务拆分预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
结算建面(万方)	25.82	32.59	33.84	43.99	50.59	55.65
增长率	-32.11%	26.22%	3.84%	30.00%	15.00%	10.00%
结算均价(元/方)	57745.93	58916.93	55982.25	59901.00	64094.07	67298.78
增长率	53.63%	2.03%	-4.98%	7.00%	7.00%	5.00%
房地产业务营业收入(亿元)	149.10	192.01	189.44	263.52	324.26	374.52
增长率	4.30%	28.78%	-1.34%	39.10%	23.05%	15.50%
房地产业务毛利润(亿元)	98.53	115.46	120.08	169.93	212.55	246.79
增长率	50.57%	17.18%	4.00%	41.51%	25.08%	16.11%
房地产业务毛利率	66.08%	60.13%	63.39%	64.49%	65.55%	65.90%
变动百分点(个)	8.06	-5.95	3.25	1.10	1.07	0.34

数据来源：wind、西南证券

旅游综合业务我们假设营业收入主要由本年度园区接待人数以及人均创收决定，我们给予未来三年园区接待人数 10%、9%、8% 的增长率，参考公司之前的接待人数年复合增长率 8.4%；人均创收则是参考国内人均旅游花费的年复合增长率 5%上浮 100 个基点假定；假设毛利率逐年提升 1 个百分点。由此预测未来三年旅游综合业务的营业收入为 187、216、247 亿元。

表 10：公司旅游综合业务拆分预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
景区接待人数(百万人)	27.99	28.83	32.27	35.50	38.69	41.79
增长率	6.34%	3.00%	11.93%	10.00%	9.00%	8.00%
人均创收(元/人)	541.26	427.37	496.00	525.76	557.31	590.75
增长率	7.20%	-21.04%	16.06%	6.00%	6.00%	6.00%
旅游综合业务营业收入	151.50	123.21	160.06	186.63	215.63	246.86
增长率	14.00%	-18.67%	29.91%	16.60%	15.54%	14.48%
旅游综合业务毛利润	74.83	52.37	65.16	83.98	97.03	111.09
增长率	14.35%	-30.01%	24.42%	28.89%	15.54%	14.48%
旅游综合业务毛利率	49.39%	42.50%	40.71%	41.7%	42.7%	43.7%
变动百分点(个)	0.15	-6.89	-1.79	1.00	1.00	1.00

数据来源：wind、AECOM、西南证券

纸包装业务假设未来三年保持稳步发展，并假定毛利率不变。由此预测未来三年纸包装业务的营业收入为 7.76、8.15、8.55 亿元。

表 11：公司纸包装业务拆分预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
纸包装业务营业收入(亿元)	8.32	8.23	7.39	7.76	8.15	8.55
增长率	9.47%	-1.08%	-10.21%	5.00%	5.00%	5.00%
纸包装业务毛利润(亿元)	0.98	0.94	0.56	0.59	0.62	0.65
增长率	38.03%	-4.08%	-40.43%	5.00%	5.00%	5.00%
纸包装业务毛利率	11.78%	11.42%	7.58%	7.58%	7.58%	7.58%
变动百分点(个)	2.44	-0.36	-3.84	0.00	0.00	0.00

数据来源：wind、西南证券

出售泰州华侨城、文旅科技，轻装上阵并带来丰厚投资收益。2017 年 4 月，公司公告称拟转让公司及控股子公司东部华侨城所持有的泰州华侨城股权给华侨城集团的全资子公司华侨城华东投资，现金对价 5196.49 万元，并承接公司委托贷款 10.8 亿元。华侨城集团 10.17 亿元收购公司持有的文旅科技 60% 的股权。交易完成后，公司不再持有文旅科技以及泰州华侨城股权。泰州华侨城是公司所属特困企业，泰州华侨城目前每年亏损近 2 亿元，公司出售泰州华侨城可以提高公司整体经营状况。文旅科技相关业务占公司整体比重较小，出售对公司主营业务影响较小，此外文旅科技初始投资仅 1800 万元，交易将为公司带来近 10 亿元投资收益，预计将在第三季度确认投资收益。

开发类项目增值高，提供高安全边际。根据我们对公司有溢价开发类项目的计算，公司开发类物业每股增值 8.09 元，加上每股净资产可知 RNAV 为 13.4 元/股，为公司股价提供高安全边际。

表 12：公司地产板块重估净资产测算

项目	数据
WACC	7%
开发类物业增值(百万元)	66,367.87
总股本(百万股)	8,205.68
开发类物业每股增值(元)	8.09
账面每股净资产(元)	5.33
RNAV(元/股)	13.42
股价	8.72
折价率	35.0%

数据来源：wind、西南证券

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.04、1.34、1.56 元，未来三年归母净利润将保持 23%的复合增长率。从相对估值角度，目前股价对应 2017-2019 年的 PE 倍数分别为 9X、7X 和 6X。从绝对估值角度，根据我们测算，截止到 2016 年末公司有 1171 万方计容建面的项目储备（包括短期不准备出售的），地产板块重估净资产为每股 13.4 元，当前股价较之折让 35%。

公司属于“房地产+旅游综合+纸包装”的多元化企业，我们按照分部估值法，将房地产、旅游综合、纸包装业务进行拆分估值，根据我们对公司业务拆分预测，预计 17 年房地产、旅游综合、纸包装业务分别贡献归母净利润占比 68.4%、31.3%、0.3%，参考可比公司 PE 均值，我们给予房地产、旅游综合、纸包装业务 PE 倍数分别为 10.3X、22.0X、39.3X，由此计算相应市值，并根据公司最新股本算出公司的合理价格约为 14.6 元/股。我们建议采取绝对估值法，当前公司地产项目主要集中在核心城市，在调控限价的背景下，地产项目变现价格带来的不确定风险很小，无需对 RNAV 进行折价估值，我们认为合理的目标价与 RNAV 相当，给予 13.4 的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：可比公司 PE 均值表

房地产可比公司	PE(TTM)	旅游综合可比公司	PE(TTM)	纸包装可比公司	PE(TTM)
保利地产	9.9	华强方特	19.9	合兴包装	40.4
新城控股	12.6	宋城演艺	28.6	裕同科技	29.9
荣盛发展	8.3	迪士尼	17.4	美盈森	47.6
均值	10.3	均值	22.0	均值	39.3
房地产 17 年 归母净利润预测 (亿元)	58.4	旅游综合 17 年 归母净利润预测 (亿元)	26.8	纸包装 17 年 归母净利润预测 (亿元)	0.2
房地产开发市值 (亿元)	600.0	旅游综合市值 (亿元)	588.1	纸包装市值 (亿元)	8.0
所有业务总市值 (亿元)	1196.1	公司股本 (亿股)	82.1	合理价格 (元/股)	14.6

数据来源：wind、西南证券整理

6 风险提示

因销售、结算进度减慢致业绩或释放不达预期，房地产调控再次收紧，银根收紧或致融资成本上升的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	35481.10	45791.60	54804.84	62994.05	净利润	7310.94	9349.35	11811.78	13911.08
营业成本	16584.46	20954.84	24277.37	27459.41	折旧与摊销	1957.19	1692.83	1696.98	1701.61
营业税金及附加	6668.58	8606.41	10300.43	11839.57	财务费用	928.54	974.17	945.63	885.99
销售费用	1249.47	1612.56	1929.96	2218.34	资产减值损失	114.60	34.38	34.38	34.38
管理费用	1987.44	2564.97	3069.84	3528.55	经营营运资本变动	-5629.56	3947.25	-18085.17	-9218.94
财务费用	928.54	974.17	945.63	885.99	其他	-277.86	-688.56	-721.27	-755.62
资产减值损失	114.60	34.38	34.38	34.38	经营活动现金流净额	4403.85	15309.42	-4317.66	6558.50
投资收益	623.03	654.18	686.89	721.24	资本支出	-864.37	-70.00	-70.00	-75.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-6565.59	-10.31	-24.12	-39.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7429.96	-80.31	-94.12	-114.54
营业利润	8571.04	11698.45	14934.13	17749.04	短期借款	1417.98	-2188.38	-107.04	-103.83
其他非经营损益	886.40	767.35	814.92	799.06	长期借款	-5212.99	-60.00	-30.00	30.00
利润总额	9457.44	12465.80	15749.05	18548.10	股权融资	-263.82	0.00	0.00	0.00
所得税	2146.50	3116.45	3937.26	4637.03	支付股利	-573.73	-1377.68	-1708.38	-2192.08
净利润	7310.94	9349.35	11811.78	13911.08	其他	7991.53	-5380.19	-945.63	-885.99
少数股东损益	422.52	807.47	851.39	1102.07	筹资活动现金流净额	3358.96	-9006.26	-2791.04	-3151.90
归属母公司股东净利润	6888.42	8541.88	10960.40	12809.00	现金流量净额	362.55	6222.85	-7202.82	3292.06
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	15590.02	21812.88	14610.05	17902.11	成长能力				
应收和预付款项	20726.72	19222.30	26116.94	29849.84	销售收入增长率	10.07%	29.06%	19.68%	14.94%
存货	67971.25	75983.23	89980.93	104647.09	营业利润增长率	24.43%	36.49%	27.66%	18.85%
其他流动资产	1901.73	2454.36	2937.45	3376.38	净利润增长率	39.43%	27.88%	26.34%	17.77%
长期股权投资	5322.30	5322.30	5322.30	5322.30	EBITDA 增长率	20.96%	25.39%	22.35%	15.70%
投资性房地产	4245.22	4245.22	4245.22	4245.22	获利能力				
固定资产和在建工程	17746.32	16680.34	15612.10	14541.61	毛利率	53.26%	54.24%	55.70%	56.41%
无形资产和开发支出	4536.94	4050.26	3561.68	3075.72	三费率	11.74%	11.25%	10.85%	10.53%
其他非流动资产	8304.38	8898.71	9539.55	10230.16	净利率	20.61%	20.42%	21.55%	22.08%
资产总计	146344.89	158669.59	171926.23	193190.44	ROE	15.19%	16.47%	17.66%	17.70%
短期借款	5756.38	3568.00	3460.96	3357.13	ROA	5.00%	5.89%	6.87%	7.20%
应付和预收款项	29867.17	34004.07	32071.09	36687.74	ROIC	12.75%	16.13%	18.21%	17.84%
长期借款	22898.41	22838.41	22808.41	22838.41	EBITDA/销售收入	32.29%	31.37%	32.07%	32.28%
其他负债	39706.92	41479.84	46703.09	51705.49	营运能力				
负债合计	98228.88	101890.32	105043.56	114588.77	总资产周转率	0.27	0.30	0.33	0.35
股本	8205.68	8205.68	8205.68	8205.68	固定资产周转率	2.40	3.25	4.21	5.28
资本公积	5559.52	5559.52	5559.52	5559.52	应收账款周转率	81.49	93.34	87.48	89.13
留存收益	30643.51	37807.71	47059.73	57676.65	存货周转率	0.28	0.29	0.29	0.28
归属母公司股东权益	43717.13	51572.91	60824.93	71441.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	130.95%	—	—	—
少数股东权益	4398.88	5206.35	6057.74	7159.81	资本结构				
股东权益合计	48116.01	56779.26	66882.67	78601.67	资产负债率	67.12%	64.22%	61.10%	59.31%
负债和股东权益合计	146344.89	158669.59	171926.23	193190.44	带息债务/总负债	32.72%	29.34%	28.33%	25.91%
					流动比率	1.48	1.58	1.70	1.77
					速动比率	0.53	0.58	0.55	0.58
					股利支付率	8.33%	16.13%	15.59%	17.11%
					每股指标				
					每股收益	0.84	1.04	1.34	1.56
					每股净资产	5.86	6.92	8.15	9.58
					每股经营现金	0.54	1.87	-0.53	0.80
					每股股利	0.07	0.17	0.21	0.27
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	11456.77	14365.46	17576.74	20336.64					
PE	10.78	8.69	6.78	5.80					
PB	1.54	1.31	1.11	0.94					
PS	2.09	1.62	1.36	1.18					
EV/EBITDA	7.03	4.62	4.14	3.37					
股息率	0.77%	1.86%	2.30%	2.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn