

践行快周转 文旅地产领军者迎二次重估



——华侨城 A (000069)

核心观点

❖ 华侨城 A: 中国文旅地产领军者

1997 年华侨城股份公司成立并上市, 2000 年通过资产置换以及股权收购受让深圳房地产 40% 股权, “旅游+地产”的发展框架搭建完成。2009 年收购华侨城集团持有的华侨城房地产等 12 家公司全部股份, 实现主营业务整体上市。2013 年公司集团核心资产已经悉数注入。2017 年华侨城 A 已经成为名副其实的文旅地产领军者。

❖ 资源型房企践行“快周转”模式

“慢周转”一直是大家对华侨城的固有印象, 公司开发周期偏长, 制约了公司规模扩张。不过 2017 年以来公司开始践行“快周转”模式, 多个项目基本上可以控制在 1 年以内完成。近年来公司销售规模稳步增长, 预计公司 2017 年销售金额维持在 400 亿元之上, 未来继续保持 30%-40% 以上的增速。考虑到公司毛利率、净利润率水平平均维持在行业前列。公司向“快周转”切换后将显著强化资源变现能力和业绩释放预期。此外, 公司目前土地储备规模约为 1276 万方, 一、二线城市土储占比达 89%, 优质充沛的土储为业绩释放奠定了基础。

❖ 粤港澳大湾区提速 华侨城显著受益

广东省发改委主任何宁卡 1 月 26 日表示: “粤港澳大湾区的发展规划纲要已经顺利完成, 预计国务院会在近期批准实施。”这给粤港澳大湾区房企带来更大的机遇。一方面, 华侨城具有优秀的“造城”能力, 公司已参与了宝安中心区滨海文化公园项目, 作为央企, 公司有望在今后粤港澳大湾区的建设红利中分得一杯羹; 另一方面, 公司在粤港澳大湾区内的土地储备丰富, 达到 217.41 万平方米, 将显著受益于粤港澳大湾区发展的土地增值红利。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

首次覆盖给予“增持”评级。2017 年前三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 47.31 亿元, 同比增长 62.18%, 对应基本每股收益 0.58 元。我们预计 2017-2019 年公司主营业务收入分别为 458.32、527.30、687.54 亿元, 净利润有望达到 92.65、126.20、171.67 亿元, EPS 分别为 1.03、1.41、1.92 元/股, 对应 PE 分别为 8.72、6.35、4.66 倍, 公司未来几年业绩有望保持高增长, 股价具有较大的抬升空间。

风险提示: 房地产销售不及预期; 文旅项目投资确定性低等

盈利预测与估值

	2017Q3	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	19368	45832	52730	68754
+/-%	27.29	29.2	15.1	30.4
净利润(百万)	4731	9265	12620	17167
+/-%	62.18	22.4	37.3	36.3
EPS(元)	0.58	1.03	1.41	1.92
PE	15.05	8.72	6.35	4.66

资料来源: 公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	金融地产/地产
报告时间	2018/2/23
前收盘价	8.73 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

宋红欣

证书编号: S1100515060001
010-66495639
songhongxin@cczq.com

👤 联系人

徐伟平

证书编号: S1100117100001
010-66495639
xuweiping@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼, 100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼, 200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层, 518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼, 610041

正文目录

一、华侨城 A：中国文旅地产领军者	4
二、资源型房企的二次重估	6
2.1 多元化的拿地模式	6
2.2 从慢开发到快周转	8
2.3 试行跟投计划 完善员工激励	12
三、粤港澳大湾区提速 华侨城显著受益	13
3.1 粤港澳大湾区发展将提速	13
3.2 深度参与粤港澳 华侨城显著受益	15
四、旅游龙头加速外延扩张	17
4.1 产品更新：欢乐谷+欢乐海岸	17
4.2 接待游客人数稳步增长	18
给予“增持”评级	19
风险提示	20
盈利预测	21

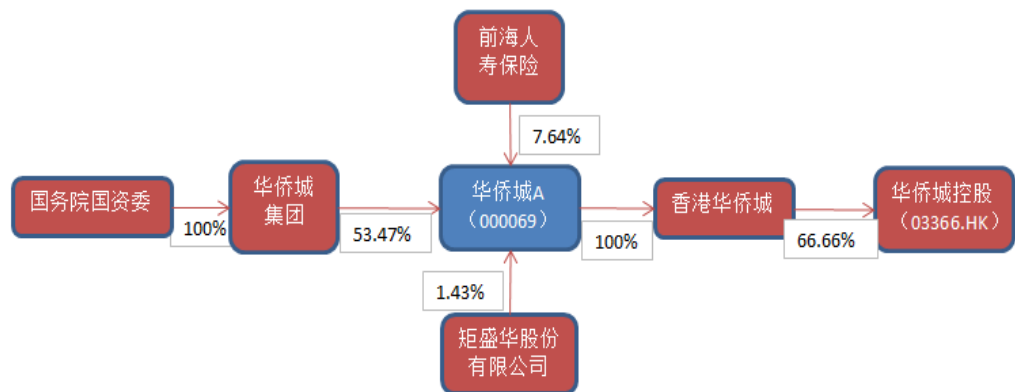
图表目录

图 1.	华侨城 A2017 年三季报股权结构图	4
图 2.	华侨城 A 成长历程	4
图 3.	华侨城 A 总资产规模变动情况 (亿元)	5
图 4.	2017 年半年报营收占比情况 (%)	5
图 5.	2009 年以来公司营收变化情况 (亿元)	5
图 6.	2009 年以来公司净利润变化情况 (亿元)	5
图 7.	华侨城 A 全国布局图	6
图 8.	华侨城 A 各城市土地储备占比.....	8
图 9.	华侨城 2017 年股权转让情况.....	9
图 10.	华侨城搭建战略发展联盟.....	10
图 11.	从拿地到开盘的流程.....	10
图 12.	主要地产公司从拿地到开盘需要时间情况	11
图 13.	华侨城销售毛利率水平 (%)	12
图 14.	华侨城销售净利率水平 (%)	12
图 15.	2013 年以来华侨城商品房销售金额 (亿元)	12
图 16.	2009 年以来华侨城预收账款规模 (%)	12
图 17.	粤港澳大湾区地理位置.....	14
图 18.	滨海文化公园分期实施示意图.....	15
图 19.	华侨城宗地位置图.....	15
图 20.	华侨城 A 深圳土地储备各项目占比.....	16
图 21.	公司旅游产业的发展情况.....	17
图 22.	公司旅游产品: 欢乐谷.....	18
图 23.	公司旅游产品: 欢乐海岸.....	18
图 24.	华侨城游客接待人次保持连续增长 (万人)	19
图 25.	国内旅游人数保持稳定增长 (亿人)	19
表 1.	2009 年以来华侨城通过主题公园模式拿地情况	7
表 2.	2017 年以来华侨城 A 新增土地储备	7
表 3.	华侨城 A 股权激励考核指标.....	12
表 4.	华侨城 A 试行跟投计划.....	13
表 5.	粤港澳大湾区政策一览	14
表 6.	宝安中心区滨海文化公园项目建设用地规划	16
表 7.	2016 年全球排名前 10 位的主题公园集团	18

一、华侨城 A：中国文旅地产领军者

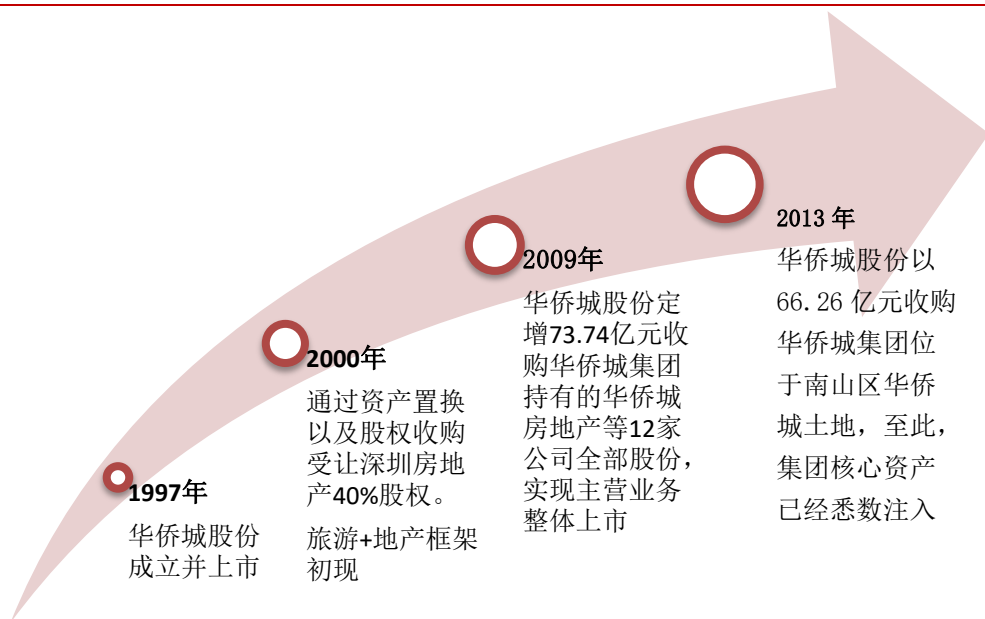
公司控股股东为华侨城集团（实际控制人为国务院国资委），截至 2017 年三季报，华侨城集团持有公司 53.47% 的股份，前海人寿持有公司 7.64% 股份，中国证券金融股份有限公司、全国社保基金 104 组合和深圳市钜盛华股份有限公司分别持有公司股份比例分别为 2.60%、1.69% 和 1.43%。华侨城集团是大型中央直属企业集团，拥有文化产业板块、旅游产业板块、新型城镇化板块、金融投资板块、电子产业板块五大产业板块。此外，华侨城股份有限公司间接持有华侨城（亚洲）控股（03366.HK）66.66% 的股份。

图1. 华侨城 A2017 年三季报股权结构图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

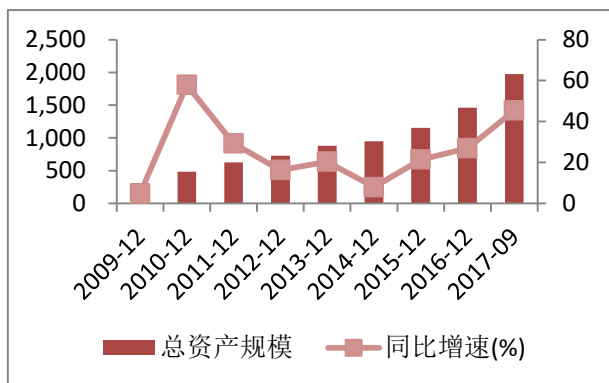
图2. 华侨城 A 成长历程



资料来源：公司公告，川财证券研究所

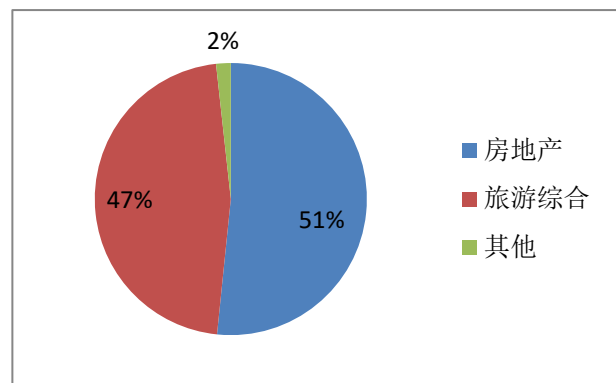
1997 年华侨城股份成立并上市，2000 年通过资产置换以及股权收购受让深圳房地产 40% 股权，“旅游+地产”的发展框架搭建完成。2009 年公司定增 73.74 亿元收购华侨城集团持有的华侨城房地产等 12 家公司全部股份，实现主营业务整体上市。2013 年公司以 66.26 亿元收购华侨城集团位于南山区华侨城土地，至此，集团核心资产已经悉数注入。2017 年华侨城已经成为名副其实的文旅地产领军者，其中房地产开发业务在营业收入占比为 51%，旅游综合体业务在营业收入中占比达到 47%。截至 2017 年 9 月 30 日，华侨城 A 总资产规模已经达到 1973.52 亿元，同比增幅高达 45.38%。公司 2017 年前三季度实现营业收入 193.68 亿元，同比增长 1.67%。实现归属于母公司股东净利润为 47.31 亿元，同比增长 62.18%。

图3. 华侨城 A 总资产规模变动情况 (亿元)



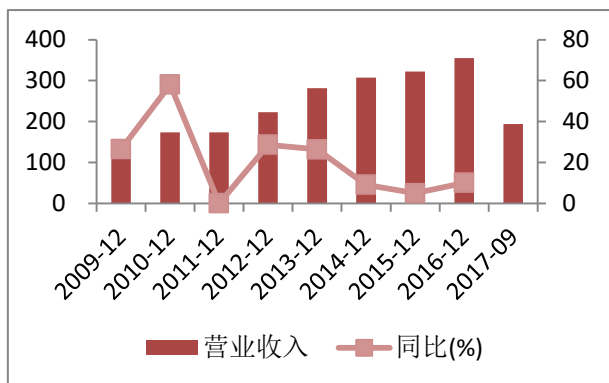
资料来源：Wind，川财证券研究所

图4. 2017 年半年报营收占比情况 (%)



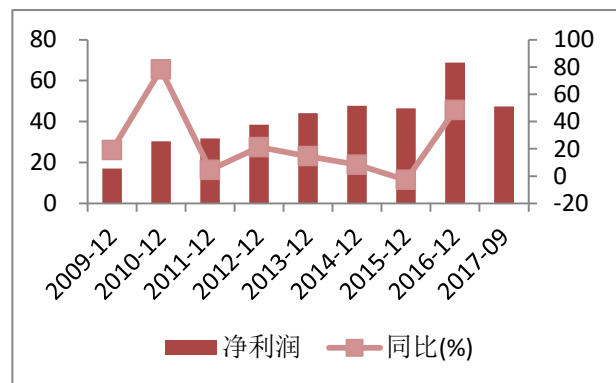
资料来源：Wind，川财证券研究所

图5. 2009 年以来公司营收变化情况 (亿元)



资料来源：wind，川财证券研究所

图6. 2009 年以来公司净利润变化情况 (亿元)



资料来源：Wind，川财证券研究所

二、资源型房企的二次重估

2009年公司定增73.74亿元收购华侨城集团持有的华侨城房地产等12家公司全部股份,实现主营业务整体上市,此后房地产业务已经成为公司的核心业务。经过多年深耕,公司以深圳本部为基柱,逐步从东部向中西部纵深迈进,切入北京、天津、成都等15个城市,布局区域所获取项目90%以上位于一、二线城市,且获取价格优势明显。公司依靠独特的“主题公园+地产开发”开发模式,公司在核心城市获取了大量低成本的土地资源,毛利率水平和净利润率水平在行业中位居前列。

图7. 华侨城 A 全国布局图



资料来源:克而瑞数据,川财证券研究所

2.1 多元化的拿地模式

如果说商品房是面包,那土地是房地产行业的面粉,拿地方式、土储规模是房企核心竞争力。近年来土地溢价率不断走高,深圳、上海等热点城市更是“地王”频出,显示房企对于优质土地资源的争夺愈发激烈。

与普通通过“招拍挂”拿地的房企不同,华侨城依靠独特的“主题公园+地产开发”开发模式,实现了规模的快速扩张。从具体操作来看,公司与政府签订主题公园建设合同,获得项目开发权,随后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,所获得土地既包括娱乐设施的建设用地,也包括住宅和商业用地。通过这种方式,公司在核心城市获取了大量低成本的

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

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。以公司 2016 年底南昌欢乐谷项目为例，当年南昌土地溢价率维持高位，但公司仍以 71.3 亿元拿下该项目，规划面积为 146.4 万平方米，拿地均价为 4869 元/平方米，当期商品房销售金额为 25000 元/平方米，拿地金额低廉保证了公司的利润水平。

此外，公司还加大了旧城改造拿地的力度。2015 年公司以 28 亿收购深圳恒祥基金公司 51% 股权，作为旗下从事旧改的专业平台，同时借此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。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。

表1. 2009 年以来华侨城通过主题公园模式拿地情况

时间	项目	规划建筑面积 (万平方米)	拿地金额(亿元)	拿地均价(元/ 平方米)	当期商品房销售 金额(元/平方米)
2009 年	武汉欢乐谷	211.2	43.0	2036	23000
2010 年	天津欢乐谷	220.9	36.6	1654	17000
2013 年	宁波欢乐海岸	48.4	9.2	1898	24000
2014 年	重庆欢乐谷	21.1	51.2	2381	10000
2015 年和 2016 年	南京欢乐谷	189.9	118.0	6212	32000
2016 年底	南昌欢乐谷	146.4	71.3	4869	25000

资料来源：公司公告，房天下，中指院，川财证券研究所

2017 年以来公司新增土地储备共计 555.95 万平方米，2016 年公司的全口径土地储备为 1200 万平方米，截至目前，公司总的土地储备约为 1276 万平方米，其中上海、北京、深圳三个一线城市土地储备占比达到 18%，南昌、天津、成都等二线城市土地储备占比为 71%，顺德和宜宾为代表的三线城市土地储备为 11%。公司聚焦核心城市，优质的土储资源为后续的业绩增长提供了基础。

表2. 2017 年以来华侨城 A 新增土地储备

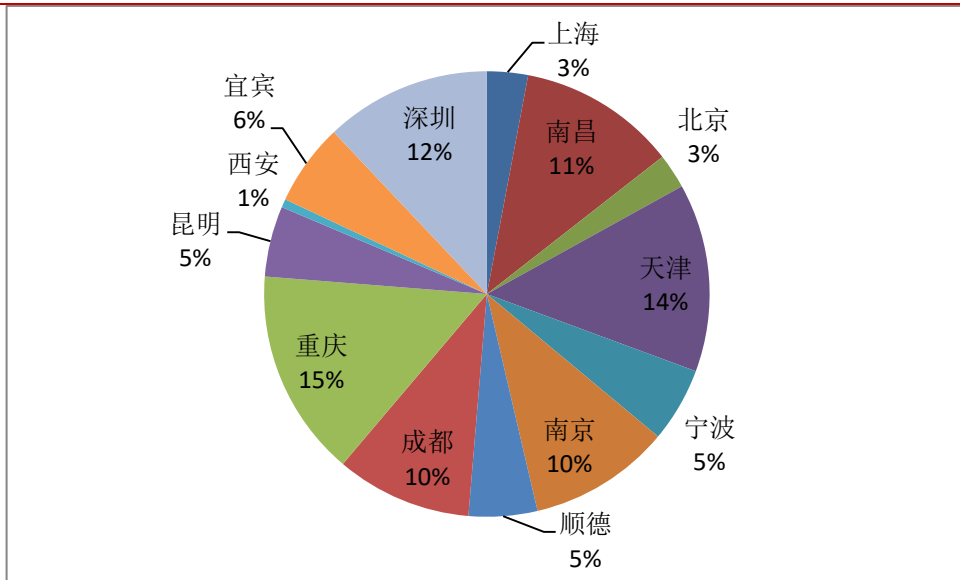
日期	项目	楼面价(元/ 平方米)	占地面积(万平 方米)	可建筑面积(万 平方米)	中标价格 (亿元)	获取方式	土地性质
2017/1/18	南昌西湖地 块	4,848.98	99.95	147	71.28	招拍挂	综合用地
2017/2/15	深圳龙华红 山地块	37,305.05	1.6	16.03	59.8	招拍挂	商业

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2017/4/7	深圳宝安滨海地块（一期）	27,995.11	10.53	11.58	45.8	招拍挂	文体娱乐
2017/5/11	成都天府正兴地块	1,105.33	7.69	30.76	3.4	招拍挂	商业
2017/6/1	佛山顺德大良地块	11,009.23	5.78	17.34	19.09	招拍挂	综合用地
2017/6/8	沙井后亭工改商		1.33	6.64		协议转让	商业
2017/6/8	重庆两江礼嘉地块	3,360.32	16.47	24.7	8.3	招拍挂	商业
2017/6/23	天津西青地块	14,940.55	19.82	33.64	50.26	招拍挂	综合用地
2017/9/7	信和置业	10,615.01	-	82.6	87.68	股权收购	-
2017/11/9	宜宾三江口	1,616.93	18.41	76.07	12.3	招拍挂	综合用地
2017/11/16	宁波奉化	649.56	39.58	54.96	3.57	招拍挂	综合用地
2018/1/19	杭州江干	18350.37	12.91	31.38	57.59	招拍挂	综合用地
合计			236.58	555.95	419.07		

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图8. 华侨城 A 各城市土地储备占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.2 从慢开发到快周转

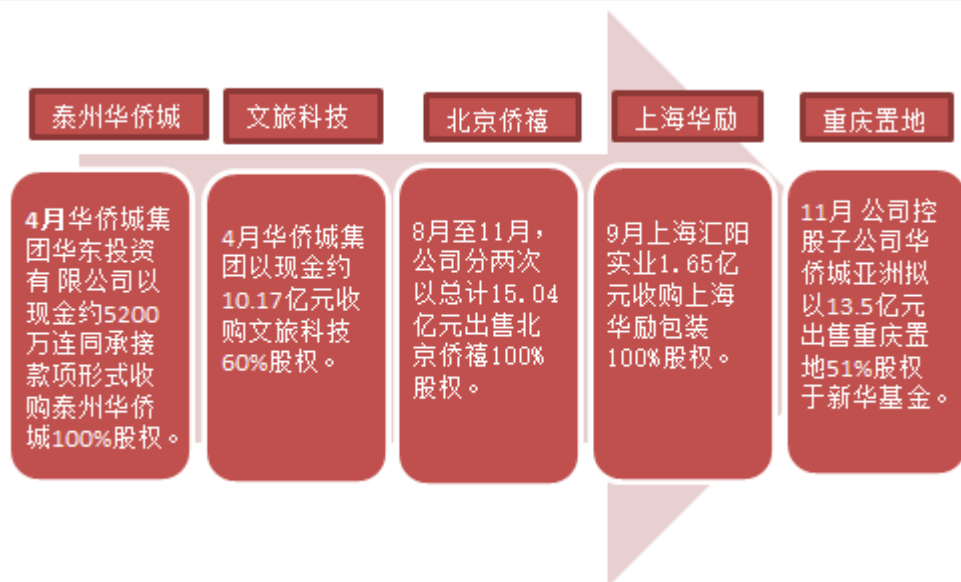
资产结构优化，搭建战略联盟。2017 年是公司股权转让动作比较大的一年，2017 年 4 月华侨城集团以现金约 10.17 亿元收购文旅科技 60% 股权。同时，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

华侨城集团华东投资有限公司以现金约 5200 万连同承接款项形式收购泰州华侨城 100% 股权, 4 月华侨城集团以现金约 10.17 亿元收购文旅科技 60% 股权。8 月-11 月, 公司分两次以总计 15.04 亿元出售北京侨禧 100% 股权。9 月上海汇阳实业 1.65 亿元收购上海华励包 100% 股权。11 月 公司控股子公司华侨城亚洲拟以 13.5 亿元出售重庆置地 51% 股权于新华基金。其中, 计入三季度报告非经常损益的有文旅科技 (10.17 亿元)、上海华励 (1.65 亿元)、传媒演艺 (0.53 亿元), 上述合计 12.35 亿元。公司表示, 新战略时期, 公司在进行土地和房地产项目开发运营时, 将通过转让股权或产权的方式加快销售周转, 并将可以将该方式作为经常性的经营手段。

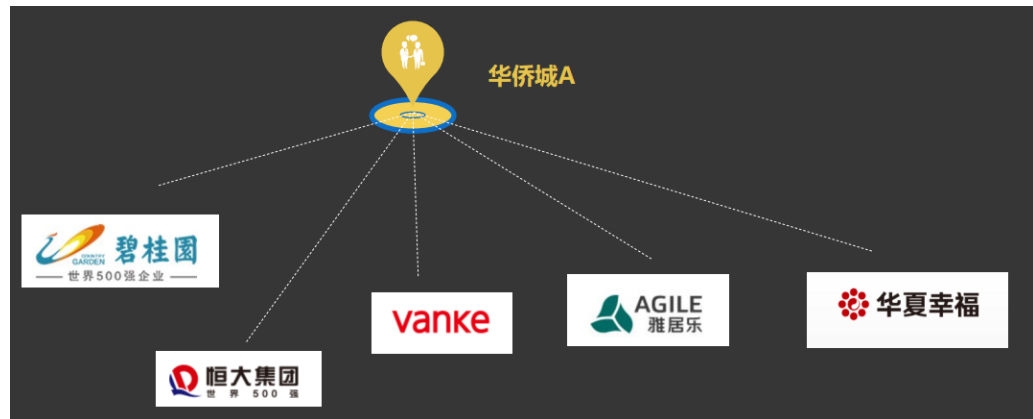
为推动项目快速落地实施, 同时推动华侨城整体战略发展目标实现, 2017 年华侨城与碧桂园、中国恒大、万科、雅居乐、华夏幸福五家知名地产公司建立了战略联盟合作关系。公司将把合作开发作为综合项目中地产业务的重要开发模式, 这将进一步发挥双方优势, 有效挖掘项目资源。选择与优秀地产公司合作开发, 一方面有利于公司快速回笼项目投资资金, 实现更高的资金周转速度, 进一步提高项目开发活力; 另一方面可以充分利用优秀地产公司的集中采购能力, 降低公司的成本, 提高收益水平。

图9. 华侨城 2017 年股权转让情况



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

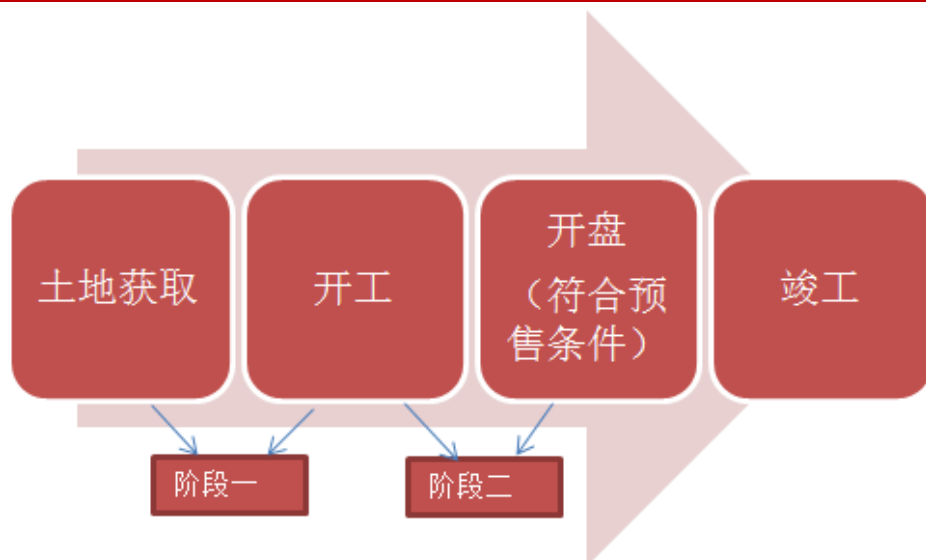
图10. 华侨城搭建战略发展联盟



资料来源：公司公告，川财证券研究所，截至2018年1月

开发周转提速。国内从拿地到开盘的流程大致可以分为两个阶段，阶段一主要工作是方案的论证、确定和设计。如万科、碧桂园等大房企已经有自己的产品开发体系，拿到施工许可证就可以开工，这一阶段完成速度比较快。阶段二主要工作是按照设计成功进行施工直到达到预售条件，这个阶段的主要差异是各地预售条件的限制，不同城市间的差异可能会超过6个月。

图11. 从拿地到开盘的流程



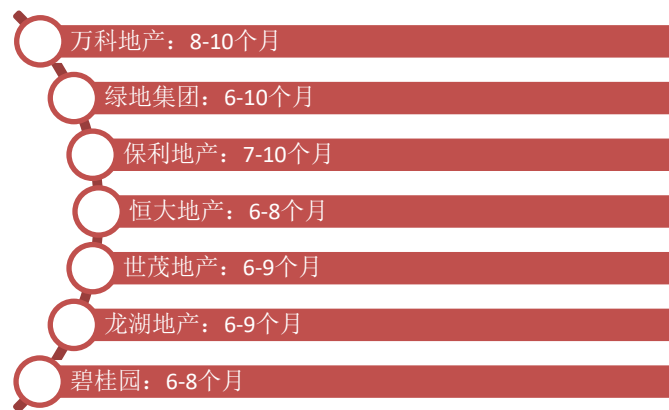
资料来源：公司公告，川财证券研究所

房地产行业内部差异较大，万科、保利、恒大等龙头房企拿地到开盘时间大体可以维持在8-10个月。碧桂园拿地到开盘速度较快，可以将时间缩短至5.7个月左右。与之相比，“慢周转”一直是大家对华侨城的固有印象，公司开发

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

周期偏长，部分项目由于前期设计阶段占时较长，从拿地到开盘的时间超过2年，过长的周转时间制约了公司规模扩张，也制约了公司业绩增速。不过2017年来这种改变正在发生，开发周期明显缩减，深圳本部新天鹅堡、红山等项目基本上可以控制在1年以内完成，顺德项目已经实现了当年拿地、当年开工，当年预售。

图12. 主要地产公司从拿地到开盘需要时间情况

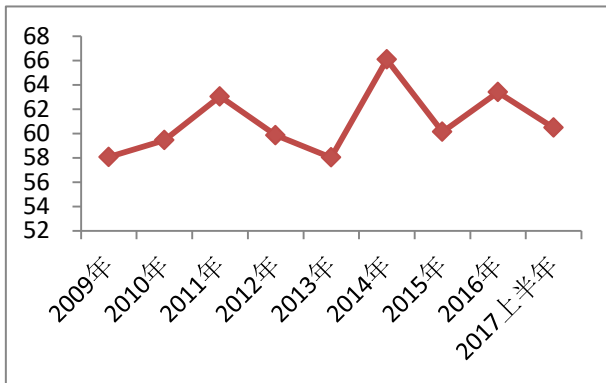


资料来源：公司公告，川财证券研究所

2010年以来华侨城的年销售毛利率维持在50%之上，2014年更是达到56.97%，2017年三季报公司的销售毛利率为49.61%，依然远高于行业30%的毛利率水平。公司净利率水平同样维持在15%的高位，2016年销售净利率已经提升至20.61%，2017年三季报公司的销售净利率已经升至24.93%。从销售规模上看，2015年公司销售金额达到175亿元，2016年销售金额275亿元，预计公司2017年销售金额维持在400亿元之上，未来公司有望继续保持30%-40%以上的增速。公司从“慢周转”向“快周转”切换后将显著强化资源变现能力和业绩释放预期。

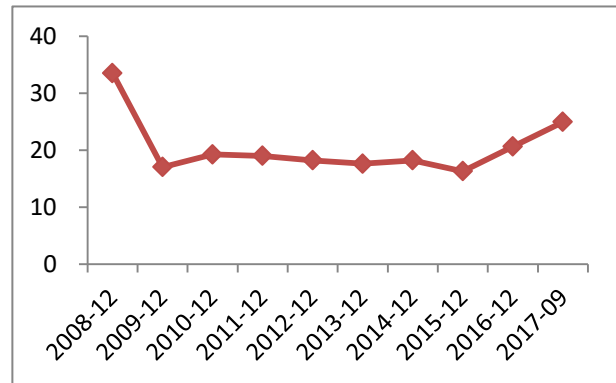
公司近年来保持了较高的销售回款，公司初步统计2017年的销售回款率为103%。2017年的去化率为62%，公司在深圳、武汉、上海等地的项目储备规模较大，也保证了公司销售去化水平维持高位。此外，公司预收账款规模保持高增长，截至2017年三季报，公司预收账款规模高达321.65亿元，同比增长54.11%，保证了公司后续业绩释放。

图13. 华侨城销售毛利率水平 (%)



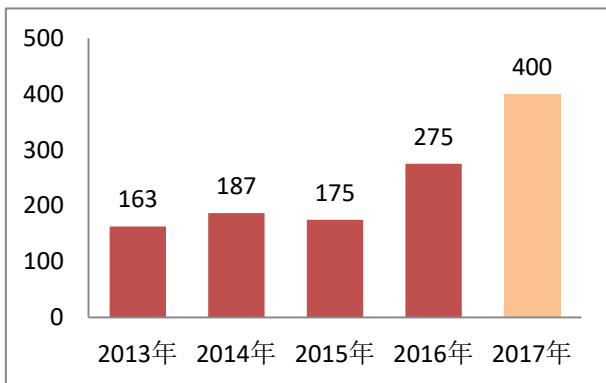
资料来源: wind, 川财证券研究所

图14. 华侨城销售净利率水平 (%)



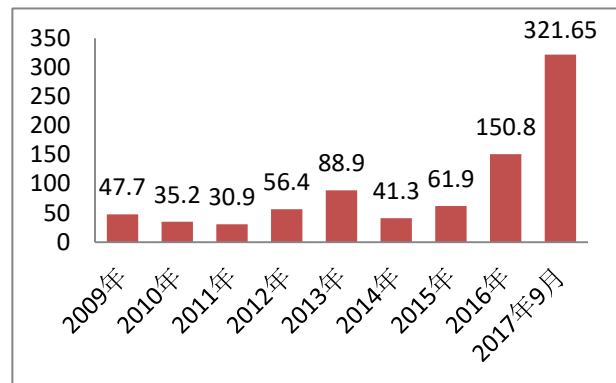
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图15. 2013年以来华侨城商品房销售金额 (亿元)



资料来源: wind, 川财证券研究所

图16. 2009年以来华侨城预收账款规模 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.3 试行跟投计划 完善员工激励

2015年10月, 华侨城实施了限制性股票激励计划。股权激励计划实施以来, 为公司吸引和留住优秀人才, 充分调动公司高级管理人员、中层管理干部及核心管理、技术骨干人员的积极性作出了重要贡献。2016年公司业绩实现了较快的发展。公司已于10月19日实施了第一期限制性股票解除限制。

表3. 华侨城A股权激励考核指标

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12.5%，	2017年不低12.5%	2018年不低12.5%	2019年不低12.5%
销售净利率	2016年不低于16%，	2017年不低于16%	2018年不低于16%	2019年不低于16%
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10%，即2016年需达到52.3亿元	2014年至2017年复合增长率不低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

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2017年公司为了完善员工激励机制，出台了跟投制度，将通过跟投方式，结合监管部门的要求，将管理骨干的目标同公司的事业目标绑定在一起，激发全员创新、创业活力。目前的跟投试点在宁波项目，跟投比例在10%以内，维持在行业平均水平之上。

表4. 华侨城A试行跟投计划

房地产公司	跟投计划	推出时间	跟投比例
万科	跟投机制 2.0	2014年3月	9%
金地集团	核心员工跟投计划	2015年2月	10%
招商蛇口	项目跟投制度	2017年6月	5%
阳光城	阳光共赢+合作共赢	2017年6月	15%
华侨城A	宁波跟投试点	2017年	10%以内

资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、粤港澳大湾区提速 华侨城显著受益

3.1 粤港澳大湾区发展将提速

粤港澳大湾区是指为由广州、佛山、肇庆、深圳、东莞、惠州、珠海、中山、江门9市和香港、澳门两个特别行政区形成的城市群。是继美国纽约湾区、美国旧金山湾区、日本东京湾区之后，世界第四大湾区。是国家建设世界级城市群和参与全球竞争的重要空间载体。作为中国改革开放的前沿和经济增长的重

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

要引擎，粤港澳大湾区覆盖广东的广州、深圳、珠海、东莞、惠州、佛山、中山、江门、肇庆九市，和香港、澳门两个特别行政区，面积 5.6 万平方公里，人口 6000 多万人。有数据统计，2016 年粤港澳大湾区 11 城的 GDP 之和为 9.35 万亿元，是旧金山湾区的两倍，接近纽约湾区水平。

图17. 粤港澳大湾区地理位置



资料来源：南方日报，川财证券研究所

在 2017 年 3 月份的全国两会上，“粤港澳大湾区”被正式写入政府工作报告，指出要推动内地与港澳深化合作，研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划，发挥港澳独特优势，提升在国家经济发展和对外开放中的地位与功能。随后粤港澳大湾区迎来了政策密集发布期。

表5. 粤港澳大湾区政策一览

时间	政策内容
2015 年 3 月	在发改委、外交部、商务部联合发布的一带一路相关文件中，首次提出要“深化与港澳台合作，打造粤港澳大湾区”。
2017 年 3 月	全国两会上，“粤港澳大湾区”被正式写入政府工作报告，指出要推动内地与港澳深化合作，研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划，发挥港澳独特优势，提升在国家经济发展和对外开放中的地位与功能。
2017 年 7 月	《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》在香港签署，粤港澳三地将在中央有关部门支持下，打造国际一流湾区和世界级城市群。
2017 年 10 月	十九大报告指出，以粤港澳大湾区建设、粤港澳合作、泛珠三角区域合作等为重点，全面推进内地同香港、澳门互利合作，制定完善便利香港、澳门居民在内地发展的政策措施。
2017 年 12 月	中央经济会议强调，要科学规划粤港澳大湾区建设

资料来源：网站信息，川财证券研究所

2018 年 1 月 26 日，广东省十三届人大一次会议首场记者会上，广东省发改

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

委主任何宁卡表示：“粤港澳大湾区的发展规划纲要已经顺利完成，预计国务院会在近期批准实施。”随着湾区的发展，各城市基础建设投资力度加大，经济发展潜力巨大，人口红利也将持续发展。这都会给粤港澳大湾区房地产上市公司带来更大的机遇。

3.2 深度参与粤港澳 华侨城显著受益

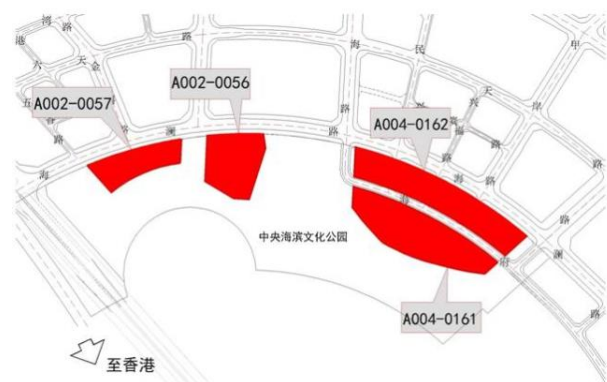
公司在2017年4月以45.8亿获得的深圳宝安中心区滨海文化公园（一期）地块，项目位于宝安中心区海澜路以南、新圳河以西、沿江高速以东，占地面积38.14万平方米。本次出让包含4宗建设用地及中央海滨文化公园用地，建设用地面积为10.53万方，规划建筑面积18.56万方，刨除文化及游乐设施用地，商业物业总建面为12.06万方。

图18. 滨海文化公园分期实施示意图



资料来源：网站新闻，川财证券研究所

图19. 华侨城宗地位置图



资料来源：网站新闻，川财证券研究所

滨海文化公园在4月19日举行了奠基仪式，计划投资100亿元，预计于2020年完工并投入使用。项目将借鉴国际知名项目的成功经验，规划布置中央海滨文化公园、演艺中心、商务办公区、大型游乐设施、休闲商业区等功能，打造集滨海休闲、文化旅游、艺术体验、商业办公、精品酒店等复合功能为一体的“国际化滨海城市新坐标、世界级滨海湾区旅游地、新型全域旅游示范区”。宝安滨海文化公园位于宝安中心区滨海片区的滨海带上，也是粤港澳大湾区重要组成部分，东接前海合作区，西连大铲湾港区，北临宝安中心区的商务办公区、核心商业区和海滨广场，总占地面积约168万平方米。从之前的大空港到滨海文化公园，华侨城深度参与粤港澳大湾区重大工程建设。作为央企，公司有望在今后粤港澳大湾区的建设红利中分得一杯羹。

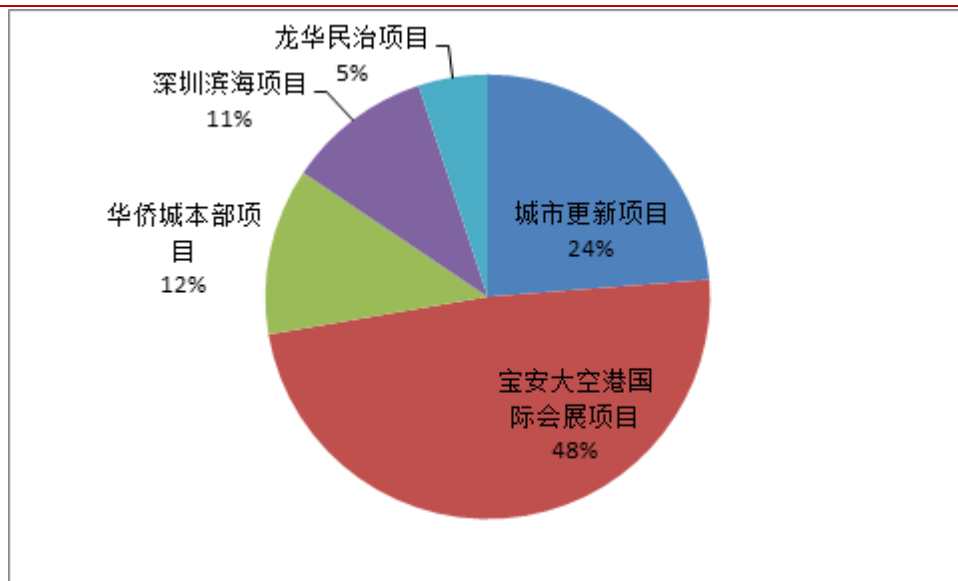
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表6. 宝安中心区滨海文化公园项目建设用地规划

位置	土地性质	土地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	年限
宝安中心区	文化设施用地	2.07	2.00	40年
宝安中心区	游乐设施用地	1.51	1.51	40年
宝安中心区	游乐设施用地	3.51	2.99	40年
宝安中心区	商业服务业用地	3.45	12.06	40年
合计		10.53	18.56	

资料来源：深圳市土规委，川财证券研究所

图20. 华侨城 A 深圳土地储备各项目占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所，截至2018年1月

公司当前在深圳市土地储备项目为城市更新项目、宝安大空港国际会展项目、华侨城本部项目、深圳滨海项目和龙华民治项目，共计为 153.88 万平方米。加上顺德区域 63.53 万平方米的土储，公司在粤港澳大湾区的土地储备达到 217.41 万平方米，将显著受益于粤港澳大湾区发展的土地增值红利。

四、旅游龙头加速外延扩张

4.1 产品更新：欢乐谷+欢乐海岸

公司目前开业运营了七家欢乐谷，未来三至五年，欢乐谷将陆续在顺德、南京、西安、郑州、太原开业。公司成立了华侨城欢乐谷文化旅游发展有限公司，将创新发展模式，积极向轻资产运营等领域拓展，进一步巩固华侨城旅游品牌在业内的领先地位。

与此同时，公司开始加快欢乐海岸综合项目的全国布局建设节奏，完成产品的更新。未来公司将在南京、南昌、西安、郑州、太原落地欢乐海岸及其升级版。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式的新思路，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。公司表示，地方政府对于引入欢乐海岸的意愿较强，希望依托欢乐海岸打造出属于自己的城市名片。

图21. 公司旅游产业的发展情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所，截至2018年1月

图22. 公司旅游产品：欢乐谷



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图23. 公司旅游产品：欢乐海岸



资料来源：公司网站，川财证券研究所

4.2 接待游客人数稳步增长

2017年6月主题娱乐协会 TEA (Themed Entertainment Association) 联合 AECOM 共同发布了《2016 全球主题公园和博物馆报告》，报告显示，尽管去年世界排名前 25 名的主题公园游客总量略降 1.1%，但排名最前的 10 大主题公园运营商旗下的公园游客量却增长 4.3%，从 4.2 亿人次增长至 4.38 亿人次。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%，华侨城仍有成长空间。

表7. 2016 年全球排名前 10 位的主题公园集团

排名	公司名称	变化 (%)	2016 年游客量 (万人)	2015 年游客量 (万人)
1	迪士尼集团	1.8	14040	13790
2	默林娱乐集团	1.2	6120	6050
3	环球影城娱乐集团	5.5	4736	4488
4	中国华侨城集团	11.9	3227	2883
5	华强方特	37.0	3164	2309
6	六旗集团	5.4	3011	2856
7	长隆集团	16.0	2736	2359
8	雪松会娱乐公司	2.7	2510	2445
9	海洋世界娱乐集团	-2.1%	2200	2247
10	团聚公园集团	-6.0	2083	2215
	合计		43827	41643

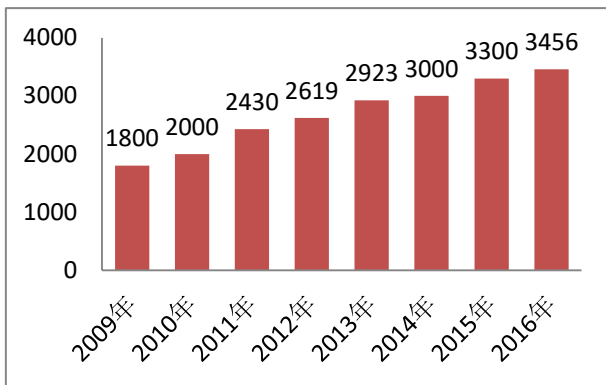
资料来源：TEA & AECOM，川财证券研究所

根据华侨城 A 公告，2016 年公司游客接待人次 3456 万，较去年增长 4.73%，近 5 年游客接待人次年复合增长率高达 7.30%，游客数量保持稳定增长，进一步巩固了“亚洲第一、世界前四”的行业地位。公司在 2016 年底提出欢乐谷本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

“百亿发展”计划，并签约“饼干警长”等国产原创动漫IP，有效巩固提高了欢乐谷品牌的社会影响力，标志着欢乐谷品牌进入新的发展阶段。

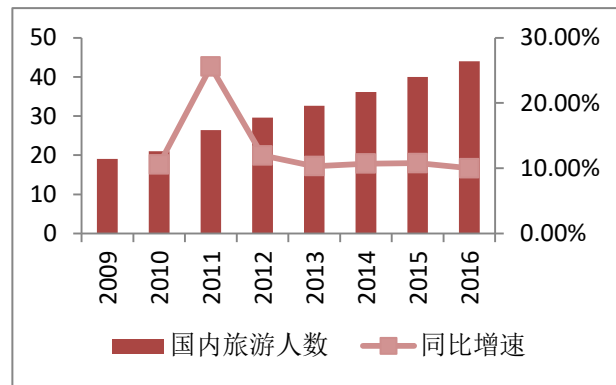
值得注意的是，2016年国内旅游人数达45.8亿人次，同比增长14%，旅游人数已保持多年高增长年复合增长率约9.9%。国内旅游市场在消费升级的背景下仍有大空间。

图24. 华侨城游客接待人次保持连续增长（万人）



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图25. 国内旅游人数保持稳定增长（亿人）



资料来源：公司网站，川财证券研究所

给予“增持”评级

首次覆盖给予“增持”评级。2017年前三季度公司实现营业收入193.68亿元，同比增长1.67%。实现归属于上市公司股东的净利润47.31亿元，同比增长62.18%，对应基本每股收益0.58元。我们预计2017-2019年公司主营业务收入分别为458.32、527.30、687.54亿元，净利润有望达到92.65、126.20、171.67亿元，EPS分别为1.03、1.41、1.92元/股，对应PE分别为8.72、6.35、4.66倍，公司土地储备充足，在践行快周转后，未来几年业绩有望保持高增长，股价具有较大的抬升空间。

风险提示

房地产销售不及预期

地产调控政策具有较大的不确定性，如果政策收紧，公司销售进度可能会受到影响，业绩释放不达预期。

文旅项目投资确定性低

文旅项目投资回收周期长，不确定性较高，如果部分项目进展不及预期可能会拖累公司业绩。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	106190	116600	130437	157669	营业收入	35481	45832	52730	68754
现金	15590	15224	21942	19904	营业成本	16584	20954	21751	27460
应收账款	386	607	671	865	营业税金及附加	6669	8979	10207	13297
其他应收款	2407	2820	3298	4336	营业费用	1249	1695	1925	2506
预付账款	17823	18405	20529	25917	管理费用	1987	2775	3171	4097
存货	67971	78460	82734	105255	财务费用	929	2544	2430	2164
其他流动资产	2013	1084	1263	1391	资产减值损失	115	103	101	104
非流动资产	40155	34710	33657	31862	公允价值变动损益	0	0	0	0
长期投资	5322	3028	3429	3611	投资净收益	623	3000	3000	3000
固定资产	14604	14673	13791	12457	营业利润	8571	11782	16146	22125
无形资产	4358	4085	3808	3532	营业外收入	910	694	731	748
其他非流动资产	15871	12924	12629	12263	营业外支出	24	27	28	27
资产总计	146345	151310	164094	189532	利润总额	9457	12449	16848	22846
流动负债	71793	68341	69241	79295	所得税	2147	3184	4229	5679
短期借款	5756	9265	5095	5143	净利润	7311	9265	12620	17167
应付账款	9945	12496	12904	16349	少数股东损益	423	836	1048	1392
其他流动负债	56092	46580	51242	57803	归属母公司净利润	6888	8429	11572	15776
非流动负债	26436	26409	26672	26274	EBITDA	11457	16140	20509	26284
长期借款	22898	23846	23969	23478	EPS (元)	0.84	1.03	1.41	1.92
其他非流动负债	3537	2562	2703	2796					
负债合计	98229	94750	95914	105568	主要财务比率				
少数股东权益	4399	5235	6283	7674	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	8206	8206	8206	8206	成长能力				
资本公积	5560	5560	5560	5560	营业收入	10.1%	29.2%	15.1%	30.4%
留存收益	30644	37560	48133	62524	营业利润	24.4%	37.5%	37.0%	37.0%
归属母公司股东权益	43717	51325	61898	76289	归属于母公司净利润	48.4%	22.4%	37.3%	36.3%
负债和股东权益	146345	151310	164094	189532	获利能力				
					毛利率(%)	53.3%	54.3%	58.8%	60.1%
					净利率(%)	4.6%	19.4%	18.4%	21.9%
					ROE(%)	15.8%	16.4%	18.7%	20.7%
					ROIC(%)	12.4%	15.0%	19.4%	20.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	67.1%	62.6%	58.5%	55.7%
					净负债比率(%)	39.45%	41.74%	37.44%	33.98%
					流动比率	1.48	1.71	1.88	1.99
					速动比率	0.53	0.56	0.69	0.66
					营运能力				
					总资产周转率	0.27	0.31	0.33	0.39
					应收账款周转率	73	82	74	80
					应付账款周转率	1.79	1.87	1.71	1.88
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.84	1.03	1.41	1.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	-0.30	1.36	-0.17
					每股净资产(最新摊薄)	5.33	6.25	7.54	9.30
					估值比率				
					P/E	10.67	8.72	6.35	4.66
					P/B	1.68	1.43	1.19	0.96
					EV/EBITDA	8	6	5	4

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	4404	-2481	11171	-1378
净利润	7311	9265	12620	17167
折旧摊销	1957	1814	1934	1995
财务费用	929	2544	2430	2164
投资损失	-623	-3000	-3000	-3000
营运资金变动	-3823	-13412	-2650	-19786
其他经营现金流	-1346	308	-162	80
投资活动现金流	-7430	6006	2391	2818
资本支出	3130	0	0	0
长期投资	3815	-3032	626	192
其他投资现金流	-485	2975	3018	3010
筹资活动现金流	3359	-3892	-6844	-3478
短期借款	1418	3509	-4170	47
长期借款	-5213	948	123	-491
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-264	0	0	0
其他筹资现金流	7418	-8348	-2797	-3034
现金净增加额	363	-366	6719	-2038

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明