

奋楫扬帆，旅游+地产协同进入大跨越时代 买入（首次）

2019年01月06日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	42,341	52,039	62,929	75,723
同比(%)	19.3%	22.9%	20.9%	20.3%
净利润(百万元)	8,643	10,320	12,249	14,413
同比(%)	25.5%	19.4%	18.7%	17.7%
每股收益(元/股)	1.05	1.26	1.49	1.76
P/E(倍)	5.82	4.87	4.11	3.49

投资要点

- **新时代、新模式缔造新的创造力。**公司在文旅业务上匠心独运，提出“文化+旅游+城镇化”的发展路径，通过打造文化 IP、设立主题公园等方式孵化旅游业务，同时切实通过旅游业务促进地区城镇化，城镇化提升进一步反哺公司旅游业务。“旅游+互联网+金融”的发展模式：将新兴方式比如互联网、金融运用到公司文旅业务中去，通过线上线下平台有效对旅游项目进行宣传，深挖客户需求。
- **文旅板块前景可观。**华侨城旗下主体乐园及欢乐海岸等拳头产品口碑较好，市占率迅速提升。2017 年华侨城集团继续蝉联全球主题乐园集团四强，紧跟国际巨头迪士尼乐园、默林集团、环球影城集团之后，入园人数达 4288 万人次，同比增长 32.9%。2017 年前公司已经在深圳、天津、成都、北京、上海、武汉六大城市开设欢乐谷乐园，未来公司还有一些老项目在不断更新迭代、滚动发展，比如武汉华侨城的东湖绿道、成都欢乐谷三期。近年来公司又推出欢乐海岸这一重磅产品，融汇主题商业、时尚娱乐、生态旅游、商务度假等多元业态，更加符合城市发展方向和居民需求，未来将成为新的增长点。
- **资源获取模式多样化，竞争对手难以复制，盈利能力强。**模式 1：“旅游+地产”拿地优势得天独厚，依托“旅游+地产”模式，与政府合作在旅游项目周边拿地，利用旅游资源改善环境、提升地价，盈利水准有所保障；模式 2：股权并购进入旧改市场；模式 3：合作拿地。得益于公司拿地方式的独特，公司销售毛利率水平远高于行业其它公司水平，毛利率水平维持在 50% 以上，2018 年上半年毛利率继续提升至 56.72%。其中，房地产板块毛利率达 66.7%。
- **土地储备量大质优，可满足多年销售需求。**公司土地储备多布局在一二线城市，截至 2017 年末，公司土地储备规划建筑面积达 1197.26 万平方米，同比增长 32.7%，可以满足公司 5 年以上的需求。从城市能级来看，公司在一二线城市土地储备建筑面积占比达 90.6%，公司土地储备质量较好。
- **投资建议：**华侨城依托集团背景，是全域旅游践行者，持续在“文化+旅游+城镇化”的发展路径上深耕。公司“旅游+地产”拿地模式难以复制，业务进入壁垒强，同时易于异地复制。土储量大质优，未来业绩释放可期。我们预计 2018 年-2020 年公司 EPS 为 1.26、1.49、1.76 元人民币，对应 PE 分别为 4.87、4.11、3.49 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业销售规模大幅下滑；按揭贷款利率大幅上行；房地产政策大幅收紧；房企资金成本大幅上行。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.13
一年最低/最高价	5.15/10.47
市净率(倍)	0.93
流通 A 股市值(百万元)	37674.07

基础数据

每股净资产(元)	6.58
资产负债率(%)	74.36
总股本(百万股)	8204.08
流通 A 股(百万股)	6145.85

相关研究

内容目录

1. 华侨城：奋楫扬帆，不可撼动的旅游地产标杆	5
1.1. 华侨城发展历程	5
1.2. 央企背景，大股东华侨城集团资源丰富	6
2. 文旅业务——全域旅游示范者	7
2.1. 旅游市场依然广阔	7
2.2. 新模式缔造文旅新生命	8
2.3. 主题公园：欢乐谷有望再落地，增厚文旅板块业绩	9
2.4. 欢乐海岸：海洋文化为主题的综合项目	13
2.5. 酒店入住率再创新高	14
3. 布局一二线，资源获取模式难复制，成长性强	16
3.1. “旅游+地产”模式拿地，尽显独特资源优势	16
3.1.1. 模式1：“旅游+地产”拿地优势得天独厚，模式不可复制	16
3.1.2. 模式2：股权并购进入旧改市场	17
3.1.3. 模式3：合作拿地，有效控制拿地成本	17
3.1.4. 拿地规模创新高，巩固一、二线城市	18
3.2. 践行快周转，销售毛利率持续高位	19
3.3. 土地储备量大质优，可满足多年销售需求	21
4. 盈利预测与估值	22
4.1. 核心假设	22
4.2. 盈利预测	22
4.3. 估值	23
4.4. 投资建议	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1: 华侨城发展历程	5
图 2: 2012 年以来公司营业收入及增速情况	5
图 3: 2012 年以来公司各业务收入占比	5
图 4: 华侨城集团及公司股权结构图 (截至 2018H1)	6
图 5: 2000 年以来国内旅游总人数及增速情况	7
图 6: 2000 年以来人均旅游花费水平情况	7
图 7: 我国旅游收入规模情况以及预测	7
图 8: 华侨城集团两大创新发展模式	8
图 9: 孙公司华侨城亚洲收购苏州万程拥有的目标公司 5.11% 股权事宜 (截至 2018H1)	9
图 10: 全球前四大主题乐园集团入园人数 (万人)	10
图 11: 全球前四大主题乐园集团的入园人数增速	10
图 12: 全球 TOP25 主题乐园参观人数情况 (万人)	10
图 13: 九大欢乐谷落定城市	12
图 14: 深圳欢乐谷门票价格	12
图 15: 深圳欢乐谷园区景观	12
图 16: 深圳欢乐谷大型都市主题情景剧《梦幻深圳》	13
图 17: 深圳欢乐谷全景式魔幻剧——《幻城》	13
图 18: 深圳欢乐海岸区内导览图	14
图 19: 华侨城洲际大酒店	15
图 20: 深圳威尼斯酒店	15
图 21: 东部华侨城茵特拉根酒店	15
图 22: 海景奥思廷酒店	15
图 23: 华侨城主要拿地方式	16
图 24: 2015 年以来华侨城新增拿地面积	18
图 25: 2017 年公司各线城市拿地面积占比	18
图 26: 2017 年公司各个城市拿地面积占比	19
图 27: 2014 年以来华侨城销售面积及增速	19
图 28: 2012 年以来华侨城预收账款金额	19
图 29: 2017 年华侨城各个城市销售面积情况	20
图 30: 2017 年华侨城各线城市销售面积占比	20
图 31: 2009 年以来公司整体毛利率及地产板块毛利率	20
图 32: 2018 年上半年主要房企销售毛利率水平情况	20
图 33: 2015 年以来华侨城土地储备建筑面积情况	21
图 34: 2017 年华侨城各线城市土地储备建筑面积占比	21
图 35: 2017 年华侨城各个城市土地储备建筑面积情况	21
表 1: 2017 年亚太地区主题公园和水公园 TOP20 景区排名	11
表 2: 主要单体主题公园接待游客人数 (万人次)	11
表 3: 2017 年公司部分待开发旅游地产项目	17
表 4: 2017 年部分待开发旧改项目	17
表 5: 2017 年公司部分待开发旅游地产项目	18

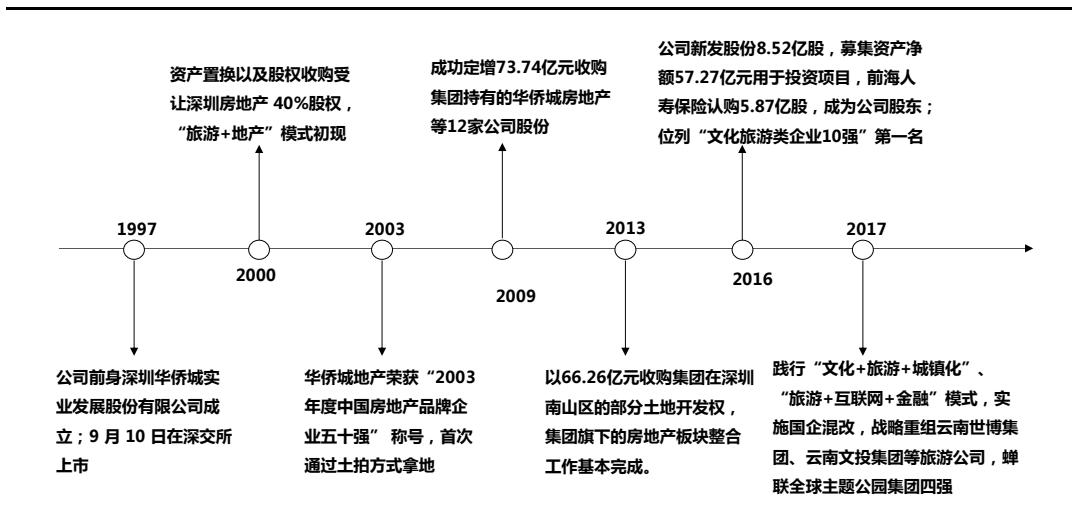
表 6: 华侨城 2018-2020 年营业收入拆分预测	22
表 7: 华侨城 2018-2020 年盈利预测	23
表 8: 可比公司估值	23

1. 华侨城：奋楫扬帆，不可撼动的旅游地产标杆

1.1. 华侨城发展历程

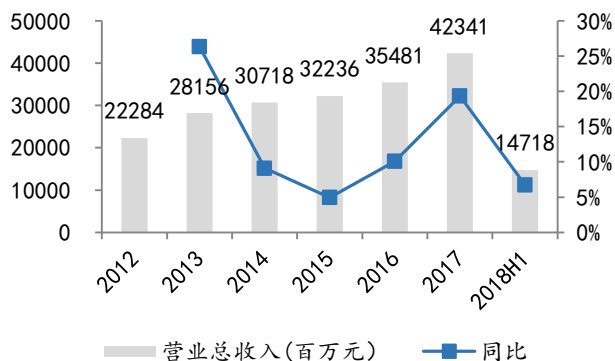
深圳华侨城股份有限公司（以下简称华侨城或公司）成立于 1997 年，是由华侨城集团整合旗下旅游及相关配套资产独家发起的，同年 9 月 10 日公司在深圳证券交易所上市。2009 年华侨城成功定增 73.74 亿元收购集团持有的华侨城房地产等 12 家公司股份，2013 年华侨城以 66.26 亿元收购集团在深圳南山区的部分土地开发权，集团旗下的房地产板块整合工作基本完成。目前公司形成以旅游开发和经营为核心，以文化产业为特色和依托的业务发展模式。2017 年，公司实现营业收入达 423.4 亿元，同比增长 19.33%，其中房地产板块收入占比 55.17%、旅游综合收入占比 43.76%。

图 1：华侨城发展历程



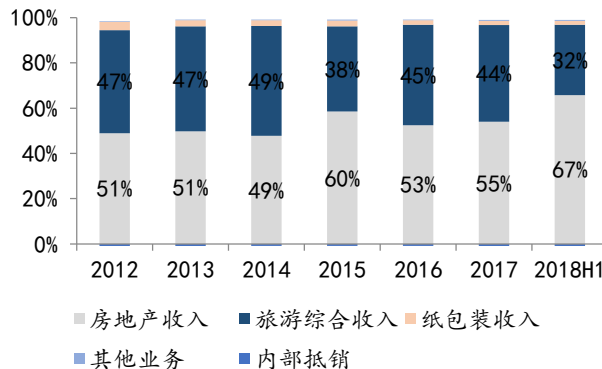
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2012 年以来公司营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2012 年以来公司各业务收入占比



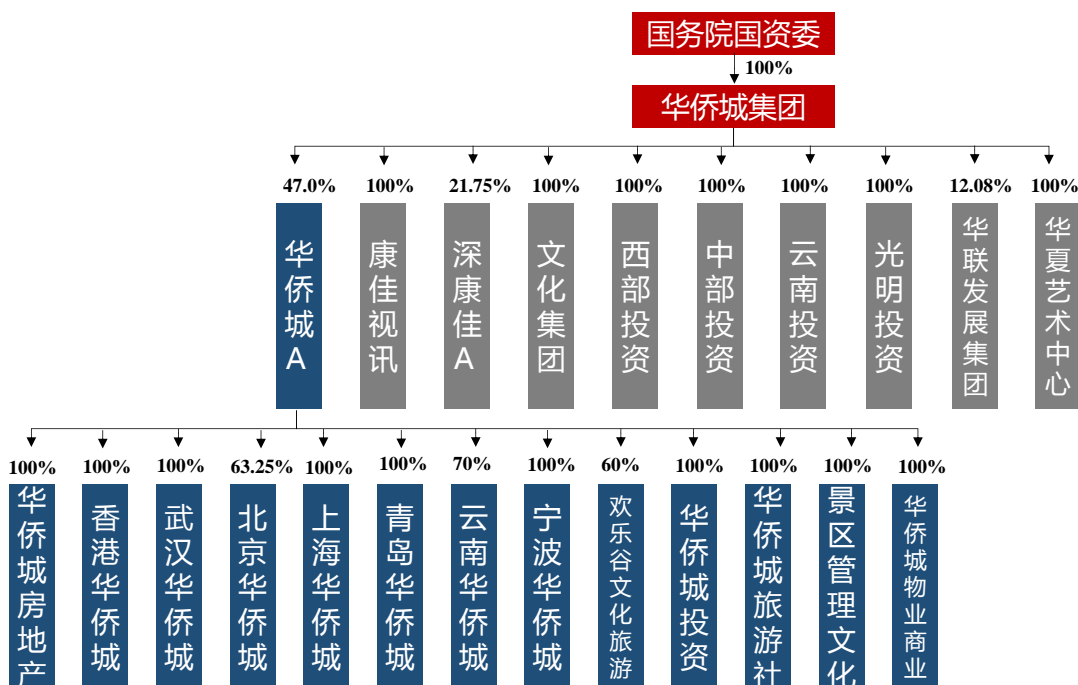
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 央企背景，大股东华侨城集团资源丰富

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 2018 年 3 季度末，华侨城集团持股占比 47.0%。

控股股东华侨城集团于 1985 年成立，已有逾 30 载发展历史。集团是由国务院国资委全资控股的大型央企，控股华侨城 A、康佳集团、华侨城亚洲、云南旅游、天视文化等多家上市公司。集团目前已经形成文化产业、旅游产业、新型城镇化、金融投资、电子产业等五大业务板块，其中康佳、欢乐谷连锁主题公园、锦绣中华民俗村、世界之窗、东部华侨城、欢乐海岸、麦鲁小城、波托菲诺小镇等均为行业领先品牌。

图 4：华侨城集团及公司股权结构图（截至 2018H1）



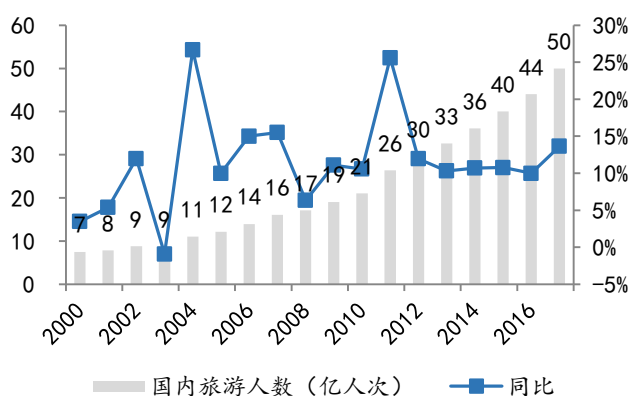
数据来源：公司官网，公司年报，天眼查，东吴证券研究所

2. 文旅业务——全域旅游示范者

2.1. 旅游市场依然广阔

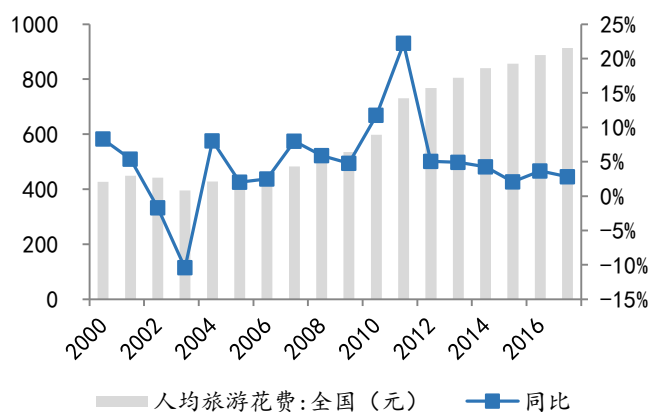
我们认为，全国旅游市场仍然非常广阔。2017年国内旅游总人数达50亿人次，同比增长14%，2013年-2017年平均复合增速11.3%。从人均消费水平看，2017年人均旅游花费约913元，同比增长3%；旅游人数以及人均消费共同提升推动2017年旅游总收入达到4.57万亿元，同比增长15.9%。2017年3月，国家旅游局发布了《“十三五”全国旅游公共服务规划》，规划指出全面建成小康社会为旅游业发展提供了重大机遇，预计到“十三五”期末，我国旅游市场总规模将达到67亿人次，若假定2018年-2020年人均旅游消费保持年均3%增速（2015-2017增速年均3%），则到2020年我国旅游收入有望达6.69万亿元，较2017年增长达46.4%，旅游市场发展潜力仍然非常庞大。

图 5：2000 年以来国内旅游总人数及增速情况



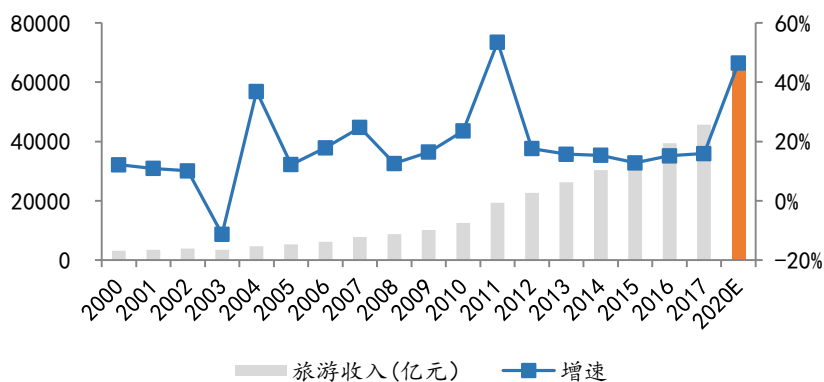
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 6：2000 年以来人均旅游花费水平情况



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 7：我国旅游收入规模情况以及预测



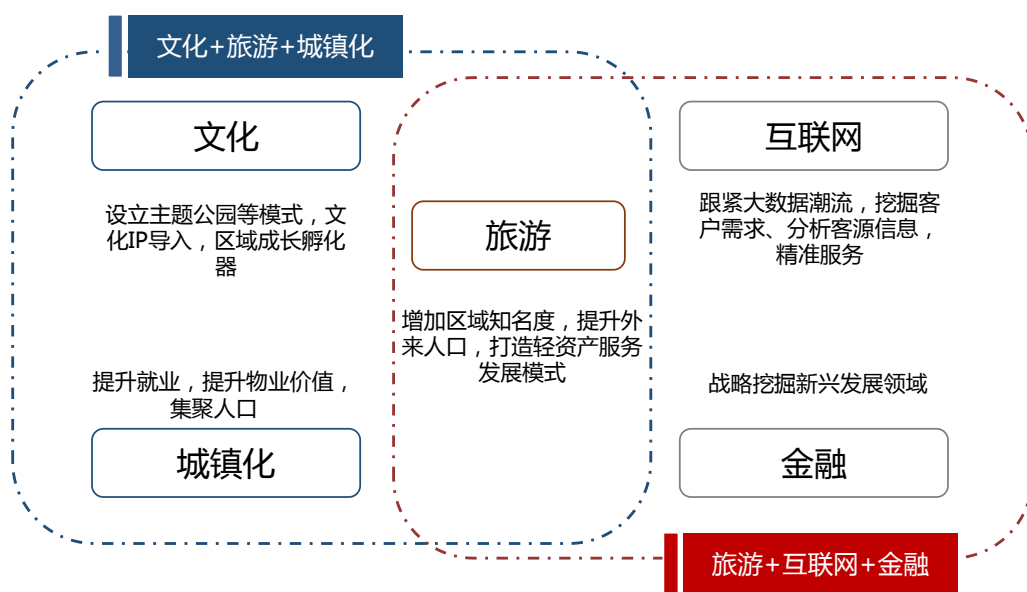
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.2. 新模式缔造文旅新生命

新时代、新模式缔造新的生产创造力。华侨城集团文化旅游业务主要可以分为主题公园及酒店两大部分。公司在文旅业务上匠心独运，开创性提出“文化+旅游+城镇化”的发展路径以及“旅游+互联网+金融”的发展模式。

在发展路径上，通过打造文化 IP、设立主题公园等方式孵化旅游业务，同时切实通过旅游业务促进地区城镇化，城镇化提升进一步反哺公司旅游业务。

图 8：华侨城集团两大创新发展模式

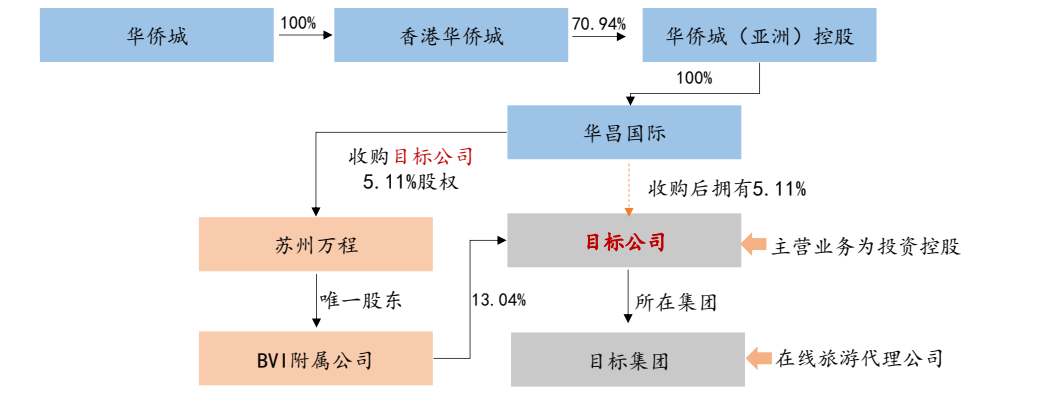


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

发展模式上，将新兴方式比如互联网、金融运用到公司文旅业务中去，通过线上线下平台有效对旅游项目进行宣传，深挖客户需求，精准服务，精准定位，通过经营模式、发展方式的大胆创新，通过线上线下的引流最大程度实现信息流、资金流、用户流的统一。以公司 2018 年 5 月实施的收购案为例：

公司旗下孙公司华侨城亚洲控股有限公司通过其全资附属公司华昌国际拟与苏州万程晟达旅游发展有限公司订立股权转让协议，以 11.76 亿元收购苏州万程持有的目标公司 5.11% 股权，该目标公司 (Tongcheng-Elong Holdings Limited) 主要业务活动为投资控股，所属集团为中国一间行业领先的在线旅游代理公司，提供一站式旅游预订服务。公司通过此次并购将有效巩固在在线旅游代理领域的重要布局。

图 9：孙公司华侨城亚洲收购苏州万程拥有的目标公司 5.11% 股权事宜（截至 2018H1）



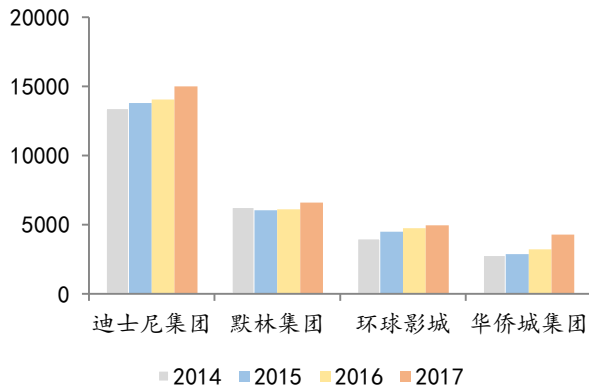
数据来源：华侨城亚洲公告，东吴证券研究所

2.3. 主题公园：欢乐谷有望再落地，增厚文旅板块业绩

我们认为公司部署的主题乐园板块前景非常可观，同时公司受益于行业景气度依旧、公司景区特色强的特点，市占率迅速提升。

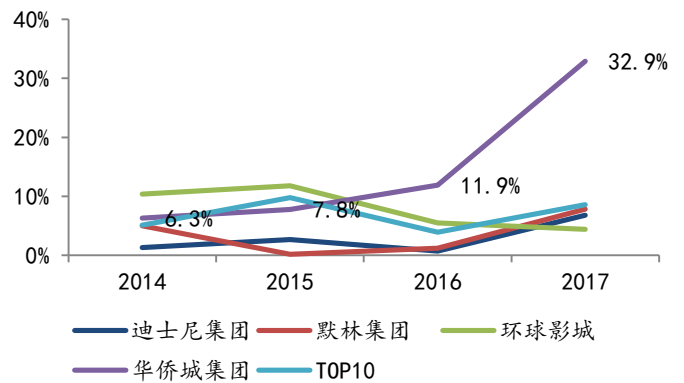
根据美国主题娱乐协会（TEA）与 AECOM 联合发布的全球主题乐园集团排行榜数据，2017 年 TOP10 主题乐园的集团入园人数达 4.76 亿人次，同比增长 8.6%；而华侨城集团继续蝉联全球主题乐园集团 4 强，紧跟国际巨头迪士尼乐园、默林集团、环球影城集团之后，2017 年华侨城集团入园人数达 4288 万人次，同比增长 32.9%，显著高于其他 TOP10 集团增速。公司在 TOP10 榜单的市占率不断提升，2017 年市占率 9.01%，较 2016 年提升 1.65 个百分点。公司主题乐园参观人数持续可观，主要受益于此前我们提到的“文化+旅游+城镇化”的发展路径以及“旅游+互联网+金融”的发展模式。同时公司文旅板块具备较好的 IP 效应，未来增长依然非常可观。

图 10: 全球前四大主题乐园集团入园人数 (万人)



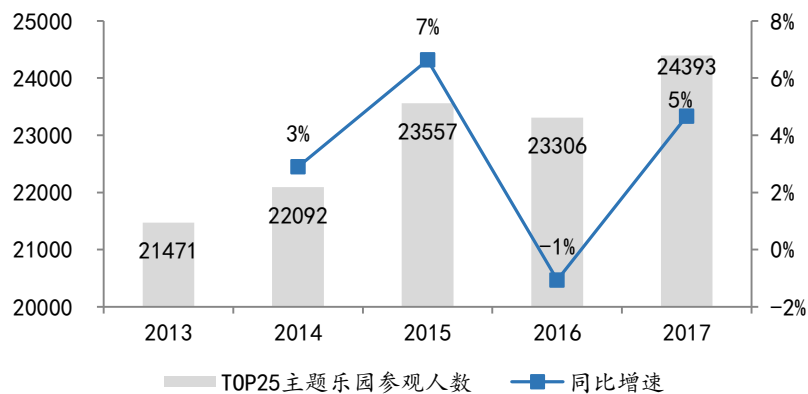
数据来源: AECOM, 东吴证券研究所

图 11: 全球前四大主题乐园集团的入园人数增速



数据来源: AECOM, 东吴证券研究所

图 12: 全球 TOP25 主题乐园参观人数情况 (万人)



数据来源: AECOM, 东吴证券研究所

公司是最早一批在中国创立主题旅游产品的佼佼者, 其中单体主题公园主要包括欢乐谷、锦绣中华和世界之窗三大系列。单体主题公园成绩显著, 深圳世界之窗、东部华侨城、北京欢乐谷、深圳欢乐谷、成都欢乐谷、上海欢乐谷上榜亚太地区主题公园 20 强; 上海玛雅水公园、武汉玛雅水公园上榜亚太地区水公园 20 强。

公司欢乐谷板块是华侨城的重心所在, 2017 年前公司已经在深圳、天津、成都、北京、上海、武汉六大城市开设欢乐谷乐园。从主要单体主题公园接待人数看, 公司 2016 年以来接待人数保持相对稳定, 2017 年单体主题公园门票收入约 22.6 亿元, 与 2016 年基本保持持平。未来公司还有一些老项目在不断更新迭代、滚动发展, 比如武汉华侨城的东湖绿道、成都欢乐谷。此外随着重庆欢乐谷顺利开业, 南京欢乐谷开工建设, 西安欢乐谷正式启动, 未来公司单体主题公园收入有望进一步提升。

表 1：2017 年亚太地区主题公园和水公园 TOP20 景区排名

类型	排名	景观	人流量 (万人)	同比
主题公园	13	深圳世界之窗	398	2%
主题公园	14	东部华侨城	396	0%
主题公园	15	北京欢乐谷	395	3%
主题公园	16	深圳欢乐谷	390	1%
主题公园	19	成都欢乐谷	297	17%
主题公园	20	上海欢乐谷	264	11%
水公园	12	上海玛雅水公园	89	2%
水公园	19	武汉玛雅水公园	70	1%

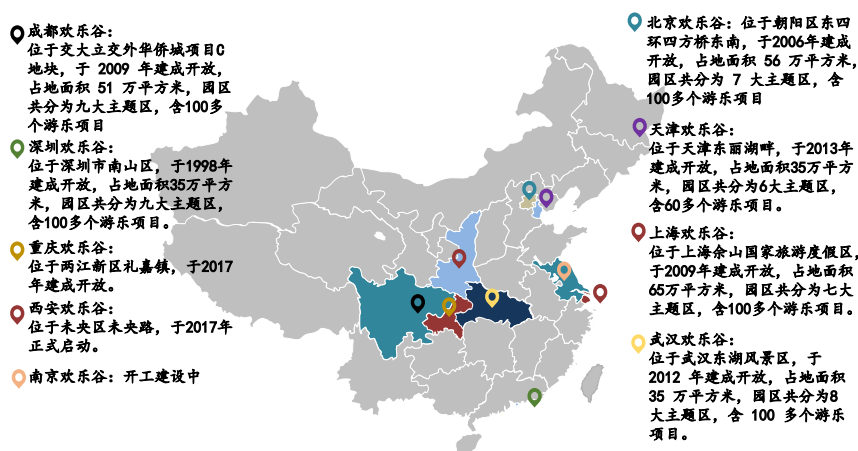
数据来源：AECOM，东吴证券研究所

表 2：主要单体主题公园接待游客人数 (万人次)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
深圳欢乐谷	330	325	311	296
天津欢乐谷	154	145	142	161
成都欢乐谷	258	259	218	208
北京欢乐谷	334	374	365	342
上海欢乐谷	289	297	292	300
武汉欢乐谷	269	261	263	276
深圳世界之窗	317	344	323	341
锦绣中华	148	165	173	187
长沙世界之窗	101	114	130	129
重庆欢乐谷	-	-	-	67
合计	2199	2284	2216	2306

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13：九大欢乐谷落定城市



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

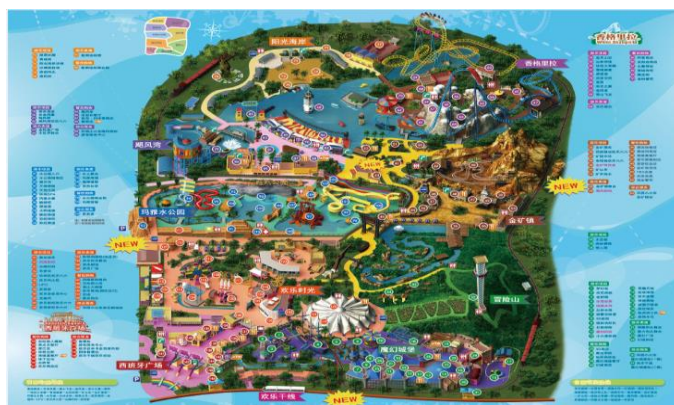
以深圳欢乐谷为例，深圳欢乐谷是首批国家5A级旅游景区，占地达35万平方米，总投资20亿元人民币。1998年开业以来，深圳欢乐谷经过五期的滚动发展，已成为国内投资规模最大、设施最先进的现代主题乐园。开业以来，深圳欢乐谷共接待海内外游客超过4000万人次，连续8年傲居国内第一，并连续四年荣膺亚太十大主题公园。

图 14：深圳欢乐谷门票价格

类型	门票价格 (元/张)
全价门票	230
儿童优惠票	120
长者优惠票	50
半价票	115
夜场门票	100

数据来源：欢乐谷官网，东吴证券研究所

图 15：深圳欢乐谷园区景观



数据来源：欢乐谷官网，东吴证券研究所

图 16: 深圳欢乐谷大型都市主题情景剧《梦幻深圳》



数据来源: 欢乐谷官网, 东吴证券研究所

图 17: 深圳欢乐谷全景式魔幻剧——《幻城》



数据来源: 欢乐谷官网, 东吴证券研究所

2.4. 欢乐海岸: 海洋文化为主题的综合项目

近年来公司又推出欢乐海岸这一重磅产品, 融汇主题商业、时尚娱乐、生态旅游、商务度假等多元业态, 更加符合城市发展方向和居民需求, 未来将成为新的增长点。坐落于深圳湾畔的欢乐海岸, 是一个以海洋文化为主题、以生态环保为理念、以创新型商业为主体的城市文化综合体。项目占地 125 万平方米, 于 2011 年 8 月 9 日正式试业, 被授予国家 5A 级旅游景区。

(1) 主题商业方面, 欢乐海岸内设总建面约为 20.3 万平方米的 PLAZA 欢乐海岸购物中心、6 万平米的曲水湾。(2) 文化娱乐方面, 水秀剧场占地面积近 1 万平方米, 拥有可容纳近 2500 人的湖畔剧场和大型 3D 激光水秀; 此外还有海洋奇梦馆、OCT 创意展示中心、欢乐海岸创展广场、欢乐海岸狂欢广场等场所。(3) 生态旅游方面, 欢乐海岸内有华侨城湿地、深圳市旅游信息中心、欢乐海岸椰林沙滩等景观。(4) 商务度假方面, 蓝汐精品酒店、蓝楹湾度假酒店、万豪行政公寓为客户提供舒适悠闲的度假环境。

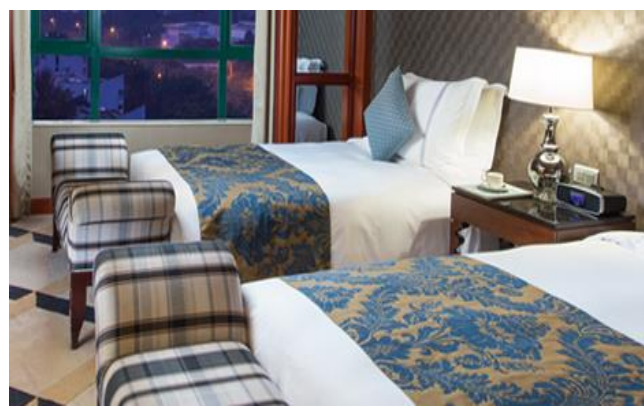
除深圳欢乐海岸以外, 宁波欢乐海岸仍处于建设期, 未来更多项目落地后, 这种依托海洋文化的城市文化综合体会持续成为公司增长的新动力。

图 19: 华侨城洲际大酒店



数据来源: 华侨城洲际大酒店官网, 东吴证券研究所

图 20: 深圳威尼斯酒店



数据来源: 深圳威尼斯酒店官网, 东吴证券研究所

图 21: 东部华侨城茵特拉根酒店



数据来源: 东部华侨城茵特拉根酒店官网, 东吴证券研究所

图 22: 海景奥思廷酒店



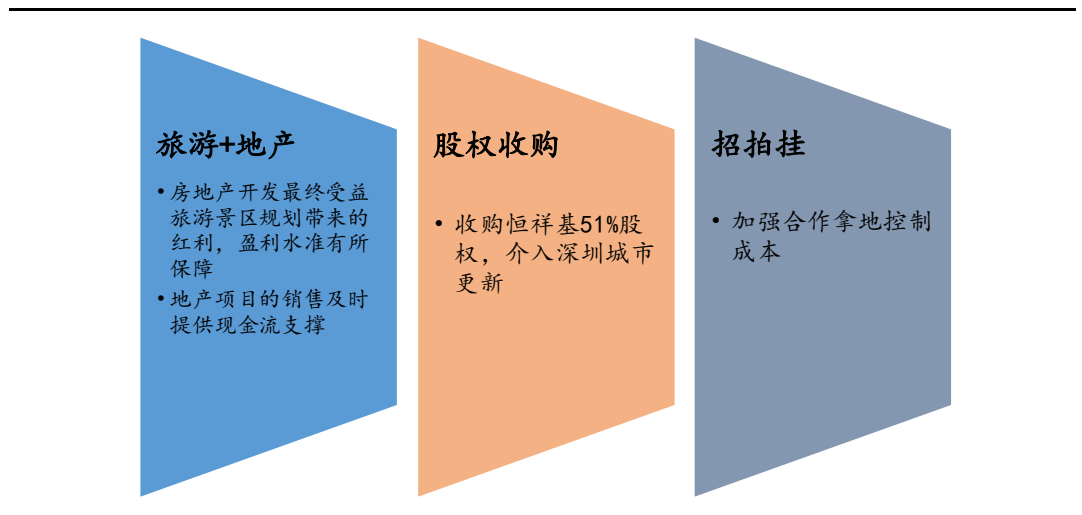
数据来源: 海景奥思廷酒店官网, 东吴证券研究所

3. 布局一二线，资源获取模式难复制，成长性强

3.1. “旅游+地产”模式拿地，尽显独特资源优势

公司坚持贯彻集团提出的“文化+旅游+城镇化”的创新发展模式，资源获取模式更加多样化。

图 23：华侨城主要拿地方式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.1. 模式 1：“旅游+地产”拿地优势得天独厚，模式不可复制

公司依托“旅游+地产”模式，与政府合作在旅游项目周边拿地，利用旅游资源改善环境、提升地价，房地产开发最终受益旅游景区规划带来的红利，盈利水准有所保障；同时，旅游业务的发展需要公司前期沉淀较多资金，周边地产项目的销售也能够及时提供现金流支撑。得益于公司旅游板块多年的发展经验，公司已经打造出多个知名文旅 IP，在旅游+地产模式的发展上有得天独厚的优势，因此这一拿地模式较难复制。目前公司已在多个城市的旅游项目周边获取大量优质资源，“旅游+地产”模式愈发成为公司拿地的重要手段之一。

表 3：2017 年公司部分待开发旅游地产项目

项目名称	区域	类别	权益比例	待开发面积 (万平方米)	待开发建面 (万平方米)
成都欢乐谷	成都	综合	100%	6.7	12.58
奉化阳光海湾项目	重庆	商业	100%	39.58	65.36
天津华侨城	天津	住宅	100%	27.19	43.24
纯水岸·东湖	武汉	住宅	100%	0	16.49
杨春湖商务区项目	武汉	商业	100%	9.95	60.63
成都欢乐谷	成都	综合	100%	6.7	12.58
欢乐滨江	南京	综合	51%	30.81	64.66
四明山谷项目	宁波	综合	100%	33.89	27.17
南昌华侨城	南昌	住宅	100%	98.82	146.08
阳宗海项目	昆明	综合	70%	72.04	49.84

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.1.2. 模式 2：股权并购进入旧改市场

其次，公司通过股权收并购方式获取土地，2015 年公司完成对恒祥基 51% 股权的收购，恒祥基的主要资产包括沙井后亭旧改项目、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，公司通过收购恒祥基参与深圳城市更新项目，是公司地产业务拿地拓展的新尝试。

表 4：2017 年部分待开发旧改项目

项目名称	区域	类别	权益比例	待开发面积 (万平方米)	待开发建面 (万平方米)
沙井后亭工改商旧改项目	深圳	商业	51%	0.63	3.7
合利坊旧改项目	上海	住宅	100%	1.91	7.93

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.1.3. 模式 3：合作拿地，有效控制拿地成本

公司通过招拍挂方式获取土地，为了有效控制拿地成本，公司积极与其他地产开发商合作拿地。

表 5：2017 年公司部分待开发旅游地产项目

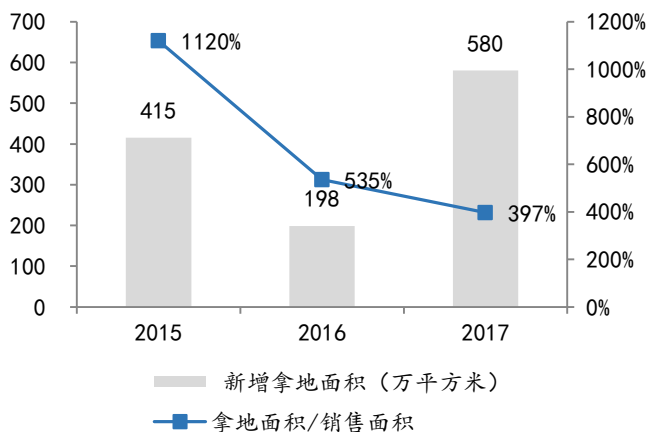
项目名称	区域	类别	权益比例	待开发面积 (万平方米)	待开发建面 (万平方米)
宝安国际会展中心	深圳	商业	50%	21.8	53.8
当代华侨城环湖中路商住项目	武汉	住宅	51%	5.7	18.89
三江口 CBD 中央商务区项目	宜宾	综合	35%	18.41	76.07
北部新区礼嘉组团 B 标准分区 B20-4/05、B20-5/05 地块项目	重庆	住宅	66%	11.38	27.67
雁塔区长安南路项目	西安	商业	70%	2.06	27.55
顺德区大良街道碧桂路项目	佛山	商业	70%	15.64	19.22

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.1.4. 拿地规模创新高，巩固一、二线城市

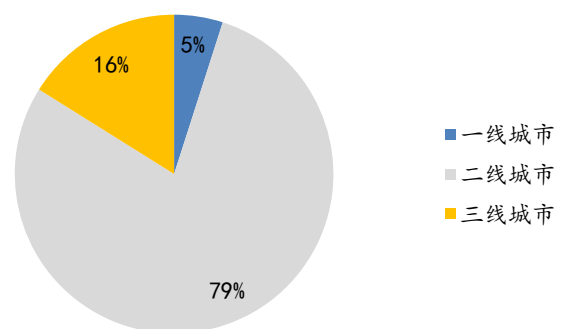
拿地积极，深耕一二线区域，挖掘三线城市潜在机会。2017 年公司新增拿地面积 580.12 万平方米，同比增加 192.33%；拿地面积达到当年销售面积的 397%。从各线城市布局来看，公司始终坚持一二线城市的市场开拓，一二线城市拿地面积占比达 84%，公司在三线城市拿地占比有所提升，主要系 2017 年公司在宜宾三江口 CBD 区域获取了一幅 76.07 万平方米的综合用地，占全年拿地面积 13.1%。2018 年上半年，公司继续在新获取 328.07 万平方米，进一步夯实公司土地储备规模。

图 24：2015 年以来华侨城新增拿地面积



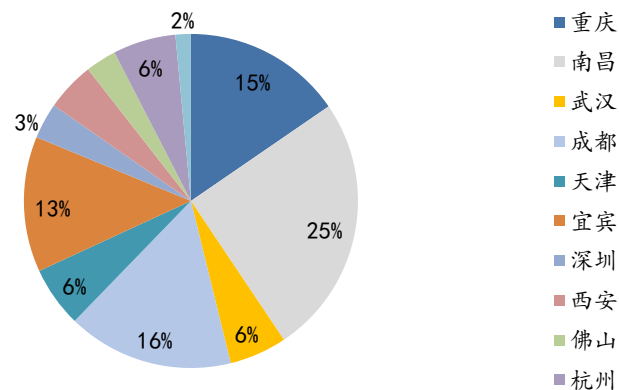
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 25：2017 年公司各线城市拿地面积占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 26：2017 年公司各个城市拿地面积占比

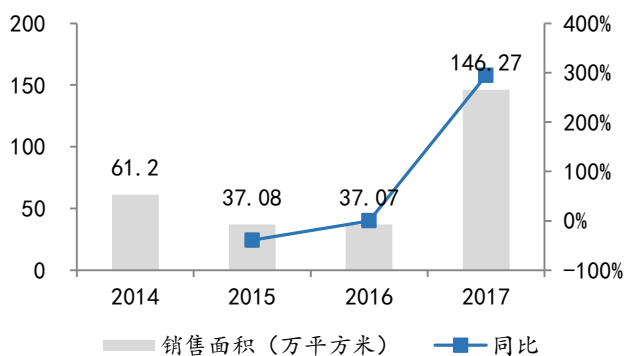


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 践行快周转，销售毛利率持续高位

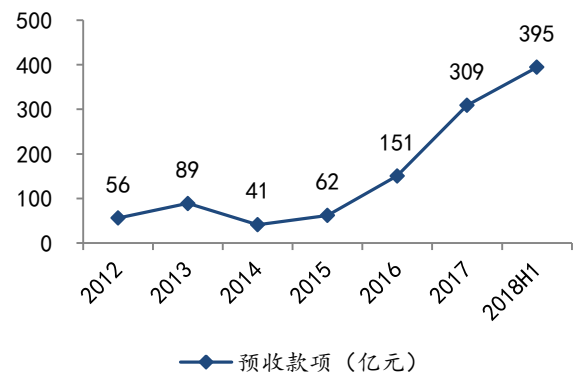
公司销售集中在一二线城市，立足中高端，走高品质、差异化路线。2017 年公司旅游综合及房地产业务实现签约面积 146.27 万平方米，其中公司在一线城市销售面积占比达 36%，二线城市占比 54%，累计销售面积占比超 9 成。从具体城市看，公司在深圳销售面积达 38.14 万平方米，销售贡献占比达 26.1%，主要系香山里花园、天鹅湖花园单个项目销售规模较大。此外，公司在武汉、佛山、上海销售贡献分别达到了 13.6%、10.0%、9.8%。从公司预收账款看，公司预收账款保持稳定提升，截至 2018 年上半年，公司预收账款达到 395 亿元，未来随着项目结转期的到来，公司业绩有所保障。

图 27：2014 年以来华侨城销售面积及增速



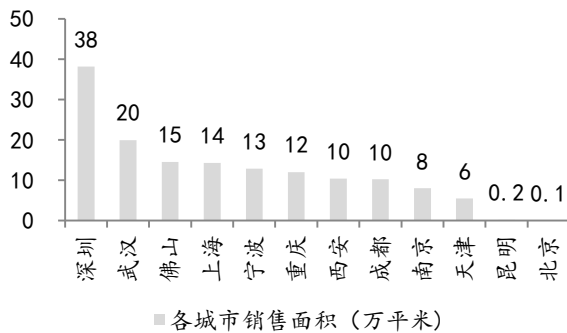
数据来源：CRIC，公司公告，东吴证券研究所（注：2014 年销售面积源于 CRIC，2014 年后数据源自年报）

图 28：2012 年以来华侨城预收账款金额



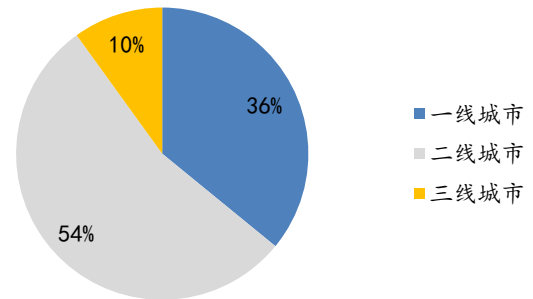
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 29：2017 年华侨城各个城市销售面积情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 30：2017 年华侨城各线城市销售面积占比

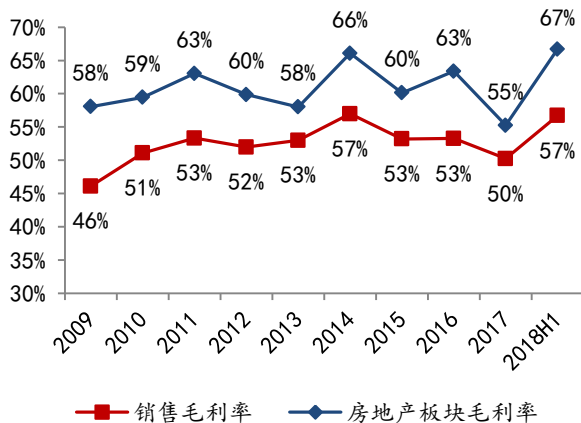


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

坚持“现金流高于一切”的方针。近年来公司不断创新工作方法，加快新盘上市速度，强化资金管理，始终坚持“现金流高于一切”的方针，制定有效的价格和销售策略，2018 年上半年公司累计实现销售回款 217 亿元，同比增长 42%。

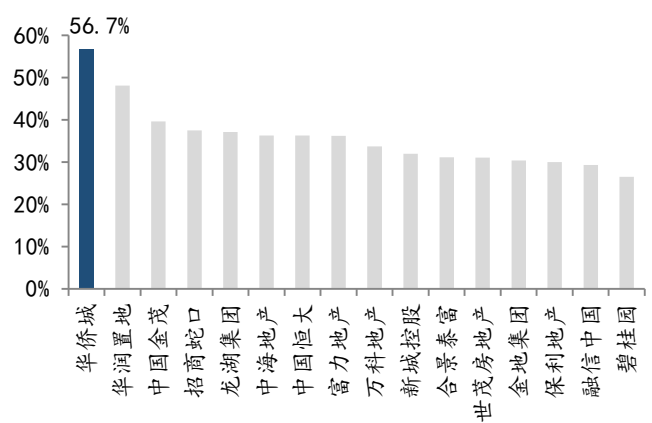
得益于公司拿地方式的独特，公司销售毛利率水平远高于行业其它公司水平。公司在一线城市尤其是深圳所获取的大量低价地推动公司盈利水平持续高位。即使在一线城市限价政策严格的背景下，公司毛利率水平仍然能够维持在 50% 以上，2010 年-2017 年公司毛利率均值达 53%，2018 年上半年毛利率继续提升至 56.72%。其中，房地产板块毛利率高于公司整体毛利率水平，2010-2017 年毛利率均值达 61%，2018 年上半年房地产板块毛利率达 66.7%。

图 31：2009 年以来公司整体毛利率及地产板块毛利率



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 32：2018 年上半年主要房企销售毛利率水平情况

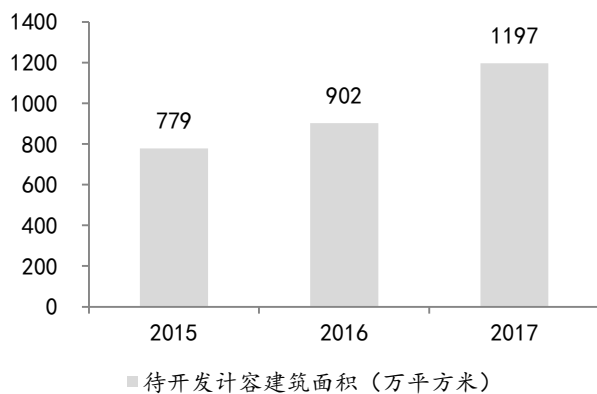


数据来源：各公司年报，东吴证券研究所

3.3. 土地储备量大质优，可满足多年销售需求

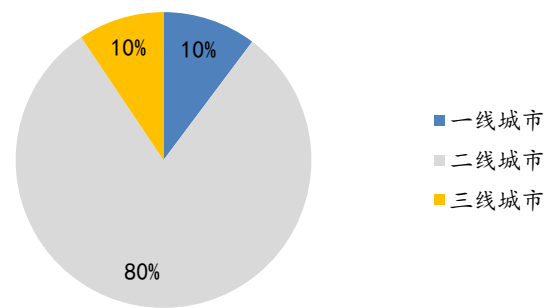
公司土地储备多布局在一二线城市，截至 2017 年末，公司土地储备规划建筑面积达 1197.26 万平方米，同比增长 32.7%；以 2017 年 146.27 万平方米的销售面积计算，公司目前土地储备可以满足 5 年以上的销售需求。从城市能级来看，公司在一二线城市土地储备建筑面积占比达 90.6%，公司土地储备能级依然很高；具体布局来看，公司主要布局在深圳、北京、上海等一线城市以及重庆、南昌、南京、武汉、成都、昆明、西安、杭州等二线省会城市，并且紧抓在天津、宁波等热点二线城市的潜在机会；同时深挖长三角、珠三角城市圈周边城市，在宜宾、佛山有 3 个项目在手。

图 33：2015 年以来华侨城土地储备建筑面积情况



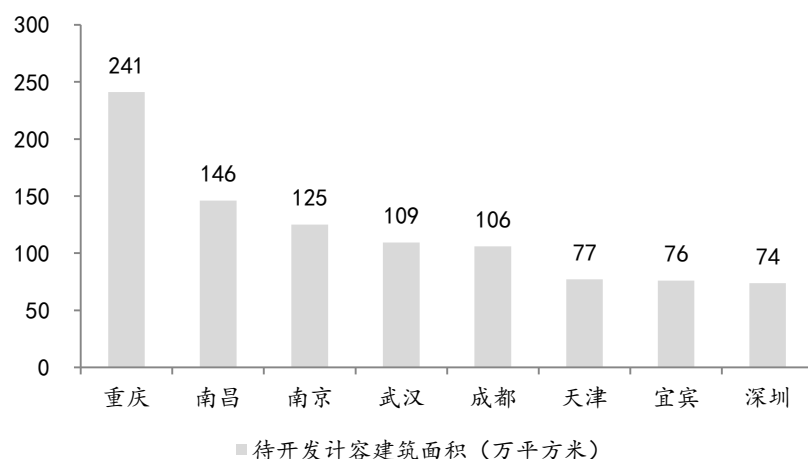
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 34：2017 年华侨城各线城市土地储备建筑面积占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 35：2017 年华侨城各个城市土地储备建筑面积情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设

我们对华侨城未来的盈利预测基于以下假设：

2018-2019 年房地产市场销售整体稳定，销售规模不会大幅下降。2017 年 12 月 25 日全国住房城乡建设工作会议召开，会上提出“针对各类需求实行差别化调控政策，满足首套刚需、支持改善需求、遏制投机炒房”。同时表态“扎实推进新一轮棚改工作，2018 年改造各类棚户区 580 万套”。我们预计 2018、2019 年房地产市场销售规模将呈现整体稳定、小幅波动的走势，销售规模不会大幅下降。

公司土地储备充足，且布局的城市基本面较好。公司在售及在建项目能够顺利竣工交付。一般房地产行业从预售到竣工入伙，周期在 1.5-2.5 年左右，华侨城 2015-2017 年签约销售项目将陆续在 2018-2019 年陆续结算。

公司文化旅游业务运营状况良好，景区全年游客接待量稳中有升，“旅游+互联网”创新模式持续推动旅游业务发展，公司优质旅游资产规模持续扩大。

4.2. 盈利预测

我们预计 2018 年-2020 年公司 EPS 为 1.26、1.49、1.76 元人民币，对应 PE 分别为 4.87、4.11、3.49 倍。

表 6：华侨城 2018-2020 年营业收入拆分预测

单位：人民币	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	42341	52039	62929	75723
同比	19.33%	22.90%	20.93%	20.33%
旅游综合业务	18530	22978	27573	33446
房地产业务	23359	28732	35196	42341
纸包装业务	770	747	752	743
内部抵消	-478	-641	-926	-1290
其他业务	159	223	333	482

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 7：华侨城 2018-2020 年盈利预测

单位：人民币	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	42341.22	52038.51	62928.66	75722.87
同比（%）	19.33%	22.90%	20.93%	20.33%
归母净利润（百万元）	8643.24	10319.93	12248.57	14413.09
同比（%）	25.48%	19.40%	18.69%	17.67%
每股收益（元/股）	1.05	1.26	1.49	1.76
P/E（倍）	5.67	4.87	4.11	3.49

数据来源：Wind 资讯，上市公司公告，东吴证券研究所（备注，公司旅游及业务及地产业务具备较强相关性，分部估值效果较差）

4.3. 估值

我们预计 2018 年-2020 年公司 EPS 为 1.26、1.49、1.76 元人民币，对应 PE 分别为 4.87、4.11、3.49 倍。

表 8：可比公司估值

代码	公司简称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000002.SZ	万科 A	24.93	3.28	4.10	4.96	7.6	6.1	5.0
600048.SH	保利地产	12.23	1.71	2.15	2.68	7.2	5.7	4.6
001979.SZ	招商蛇口	17.37	1.94	2.41	2.87	9.0	7.2	6.1
600383.SH	金地集团	9.84	1.85	2.32	2.87	5.3	4.2	3.4
601155.SH	新城控股	25.10	4.38	5.33	6.60	5.7	4.7	3.8
600606.SH	绿地控股	6.16	0.93	1.13	1.40	6.6	5.5	4.4
000961.SZ	中南建设	5.80	0.56	1.09	1.88	10.4	5.3	3.1
600340.SH	华夏幸福	26.01	3.96	5.11	6.53	6.6	5.1	4.0
000732.SZ	泰禾集团	14.14	2.03	2.28	2.67	7.0	6.2	5.3

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所（备注：华夏幸福、泰禾集团盈利预测使用 Wind 一致预期。单位均为人民币，股价数据截至 2019 年 1 月 6 日。）

4.4. 投资建议

华侨城依托集团背景，是全域旅游践行者，持续在“文化+旅游+城镇化”的发展路径上深耕。公司“旅游+地产”拿地模式难以复制，业务进入壁垒强，同时易于异地复制。土储量大质优，未来业绩释放可期。我们预计 2018 年-2020 年公司 EPS 为 1.26、1.49、1.76 元人民币，对应 PE 分别为 4.87、4.11、3.49 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 行业销售规模大幅下滑：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 按揭贷款利率大幅上行：按揭贷款利率大幅上行则购房者购房按揭还款金额将明显上升，对购买力有损伤。
- 3) 房地产政策大幅收紧：政策大幅收紧，则房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 4) 房企资金成本大幅上行：房地产企业资产负债率较高，资金成本上行将导致财务费用大幅增加，侵蚀利润。

华侨城 A 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	166,661	177,469	186,481	205,096	营业收入	42,341	52,039	62,929	75,723
现金	29,156	30,352	35,156	37,111	减:营业成本	21,064	24,661	29,579	35,819
应收账款	484	585	708	848	营业税金及附加	7,958	9,781	11,827	14,232
存货	105,458	115,718	116,276	126,563	营业费用	1,445	1,795	2,163	2,605
其他流动资产	31,562	30,814	34,340	40,573	管理费用	2,230	2,799	3,361	4,054
非流动资产	50,802	60,193	68,919	78,499	财务费用	1,598	857	287	221
长期股权投资	6,639	9,884	12,296	15,118	资产减值损失	658	809	978	1,177
固定资产	14,057	16,343	18,766	21,423	加:投资净收益	4,800	3,817	3,080	3,233
在建工程	2,133	3,321	4,201	4,828	其他收益	0	0	0	0
无形资产	6,199	6,315	6,478	6,714	营业利润	12,205	15,155	17,813	20,848
其他非流动资产	21,774	24,330	27,178	30,417	加:营业外净收支	616	583	619	670
资产总计	217,463	237,662	255,399	283,595	利润总额	12,821	15,738	18,433	21,518
流动负债	102,794	118,188	129,451	150,668	减:所得税费用	3,502	4,299	5,035	5,878
短期借款	12,758	13,395	14,065	14,769	少数股东损益	675	1,119	1,149	1,227
应付账款	11,346	13,581	14,590	16,557	归属母公司净利润	8,643	10,320	12,249	14,413
其他流动负债	78,690	91,211	100,796	119,343	EBIT	15,900	17,167	19,664	22,497
非流动负债	49,194	45,021	40,012	33,446	EBITDA	17,998	19,238	22,239	25,654
长期借款	48,198	44,499	39,253	32,806					
其他非流动负债	996	522	759	640	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	151,987	163,208	169,463	184,115	每股收益(元)	1.05	1.26	1.49	1.76
少数股东权益	13,427	14,546	15,695	16,922	每股净资产(元)	6.34	7.30	8.56	10.06
归属母公司股东权益	52,048	59,907	70,241	82,558	发行在外股份(百万股)	8204	8204	8204	8204
负债和股东权益	217,463	237,662	255,399	283,595	ROIC(%)	9.9%	9.6%	10.5%	11.3%
					ROE(%)	14.2%	15.4%	15.6%	15.7%
					毛利率(%)	50.3%	52.6%	53.0%	52.7%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	20.4%	19.8%	19.5%	19.0%
经营活动现金流	-7,700	6,233	16,953	16,712	资产负债率(%)	69.9%	68.7%	66.4%	64.9%
投资活动现金流	-9,335	-6,612	-7,031	-8,136	收入增长率(%)	19.3%	22.9%	20.9%	20.3%
筹资活动现金流	29,326	1,575	-5,118	-6,620	净利润增长率(%)	25.5%	19.4%	18.7%	17.7%
现金净增加额	12,143	1,196	4,804	1,955	P/E	5.82	4.87	4.11	3.49
折旧和摊销	2,098	2,071	2,575	3,157	P/B	0.97	0.84	0.72	0.61
资本开支	5,178	4,069	3,180	3,586	EV/EBITDA	5.50	5.40	4.38	3.60
营运资本变动	-15,498	-3,190	4,916	2,318					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

