

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

## 欢乐华侨城, 优质生活创想家

### 报告摘要:

**“文化+旅游+城镇化”，战略清晰，兑现价值。**公司 2017 营业收入 423 亿元，同比增长近 20%，公司房地产业务和文旅业务协同发展。区别于一般的开发商，公司的核心竞争力在于卓越的“造城”能力，公司打造综合型城市旅游主题社区，旨在提高片区的价值和城市的竞争力，使城市长期受益，深受地方政府的欢迎，能够在热点二三线城市较低成本获取项目，具备较强的抗地产周期波动能力。

**协同效应助力公司高毛利。**公司拿地优势显著，2017 年公司的毛利率为 55.24%，处于行业绝对高位。其核心原因在于公司通过“欢乐海岸”、“欢乐谷”两大品牌，不仅实现了低价拿地，更帮助项目在销售端获取一定溢价。2017 年末，公司房地产业务土储总建面约 1200 万平方米，总货值约 3000 亿元，足以支撑未来 3-5 年的房地产开发。公司深化体制改革，实行“断崖式考核”，以释放管理层活力。公司通过出售项目公司股权以及合作拿地等方式加快周转和资金回笼，一方面使得公司提前确认土地增值带来的收入，另一方面使公司的优质土储能够更快面市，转化成销售收入。

**享受旅游产业红利，筑“华侨城模式”护城河。**公司旗下“欢乐谷”品牌号召力强，园区客流量及客均消费金额稳步提升，为公司带来稳定收益。公司主题公园全年游客接待量超过 3500 万人次，位列全球景区业四强，亚洲第一。公司加大在二三线城市的拓展力度，未来开业项目大多位于中西部地区，进一步挖掘区域性蓝海市场，享受中西部消费升级带来的红利。

**维持公司“买入”评级。**预计 2018、2019 和 2020 年 EPS 分别为 1.31 元、1.59 元和 1.78 元。当前股价对应 2018、2019 和 2020 年 PE 分别为 4.95 倍、4.07 倍和 3.64 倍。

**风险提示：**一二线房地产调控政策进一步收紧；市场流动性进一步趋紧；旅游项目受迪士尼、方特乐园等冲击而营收下降

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	35,481	42,341	53,715	67,494	80,993
(+/-)%	10.07%	19.33%	26.86%	25.65%	20.00%
归属母公司净利润	6,888	8,643	10,747	13,050	14,620
(+/-)%	48.44%	25.48%	24.34%	21.43%	12.03%
每股收益 (元)	0.84	1.05	1.31	1.59	1.78
市盈率	7.72	6.15	4.95	4.07	3.64
市净率	1.11	0.81	0.72	0.63	0.55
净资产收益率 (%)	15.76%	16.61%	18.05%	18.89%	18.25%
股息收益率 (%)	1.54%	4.63%	6.02%	6.62%	6.79%
总股本 (百万股)	8,206	8,204	8,204	8,204	8,204

### 股票数据

2018/7/17

6 个月目标价 (元)	10.48
收盘价 (元)	6.32
12 个月股价区间 (元)	6.02 ~ 10.96
总市值 (百万元)	51,850
总股本 (百万股)	8,204
A 股 (百万股)	8,204
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	14

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-18%	-16%	-28%
相对收益	-10%	-8%	-22%

### 相关报告

- 《华侨城 A (000069): 战略清晰, 兑现价值》  
--20180503
- 《销售增长符合预期, 投资贯彻小盘策略》  
--20180710

### 证券分析师: 高建

执业证书编号: S0550511020011

### 研究助理: 张云凯

执业证书编号: S0550117090050

### 联系人: 沈路遥

执业证书编号: S0550118070032  
021-20363213 shenly@nesc.cn

### 联系人: 马雪薇

执业证书编号: S0550118060011

## 目录

<b>1. 发展历程</b> .....	<b>6</b>
1.1. 出生于改革开放，争做排头兵.....	6
1.2. 股权结构清晰，管理层经验丰富.....	6
1.3. 战略目标明确，股权激励提升公司效能.....	8
<b>2. 盈利能力优秀，房地产、文旅业务携手并进</b> .....	<b>9</b>
2.1. 营收增长提速，各项业务均衡发展.....	9
2.2. 毛利率高于同业水平.....	10
2.3. 剥离不良资产，投资收益大幅提升.....	11
<b>3. 地产板块差异化路线，细分市场处于领先地位</b> .....	<b>13</b>
3.1. 上半年销售金额创新高，全年有望高速增长.....	13
3.2. 土地储备以中西部核心城市为主，价值巨大.....	14
3.3. 业务共振，实现超平均利润水平.....	16
3.3.1. 两大业务协调发展，实现造城模式.....	16
3.3.2. 低价获取土地能力.....	16
3.3.3. 依托自有配套，销售溢价能力强.....	17
3.4. 商业模式持续更迭，保持吸引力.....	18
3.4.1. 第四代商业综合体“欢乐海岸”.....	18
3.4.2. 在建欢乐海岸类项目选址分析.....	18
<b>4. 文旅业务欣欣向荣，贡献稳定收益</b> .....	<b>20</b>
4.1. 中国主题公园发展前景.....	20
4.2. 公司文化旅游业务发展.....	21
4.2.1. 主题公园龙头，积极开拓新模式.....	21
4.2.2. 深化区位优势、多种形态集中布局.....	22
4.3. 欢乐谷品牌持续发酵.....	23
4.3.1. 发展历程.....	23
4.3.2. 优势布局与票价优势.....	23
4.3.3. 特色园区与节日庆典提高客流量.....	24
4.3.4. 科技加持，提升游客体验.....	25
4.4. 主题乐园营收持续增长，持续增长可期.....	26
<b>5. 融资利率地位，周转逐步提速</b> .....	<b>27</b>
5.1. 负债低位，融资顺畅.....	27
5.2. 开发提速，加快周转速度.....	28
<b>6. 投资建议</b> .....	<b>29</b>
6.1. 盈利预测.....	29

图目录

图 1: 公司历史沿革	6
图 2: 股权结构图	6
图 3: 华侨城集团管理构架	7
图 4: 段先念先生履历	7
图 5: 战略转变	8
图 6: 2015 年出台的新一轮股权激励方案	9
图 7: 营业收入构成及同比增速	9
图 8: 房地产收入及同比增速	9
图 9: 房地产业务收入及同比增速	10
图 10: 旅游业务收入及同比增速	10
图 11: 营业利润构成及变化	10
图 12: 营业利润&净利润变化情况	10
图 13: 主营业务分项毛利率变化	11
图 14: 房地产业务毛利率同业对比	11
图 15: 三费占比	11
图 16: 投资净收益及同比增速	12
图 17: 投资净收益与归母净利润占比	12
图 18: 流量销售金额	13
图 19: 销售均价	13
图 20: 2017 年权益销售面积分区域	14
图 21: 2017 年权益销售面积分城市	14
图 22: 预收账款/房地产业务营业收入	14
图 23: 存货/总资产	14
图 24: 总土储分区域	15
图 25: 总土储分城市	15
图 26: 2017 年新增土储分地区	15
图 27: 2017 年新增土储分城市	15
图 28: 总土储分性质	16
图 29: 2017 年新增土储分性质	16
图 30: 华侨城天际湾对比龙湖两江新宸森屿位置	17
图 31: 顺德华侨城对比畔海御峰花园位置	17
图 32: 深圳欢乐海岸全景图	18
图 33: 蓝楹湾度假酒店	18
图 34: 红山 6979 项目对比 A811-0319 地块位置	19
图 35: 红山 6979 项目规划图	19
图 36: 欢乐滨江项目对比 NO.2016G97 地块位置	20
图 37: 欢乐滨江项目规划图	20
图 38: 旅游产品发展	22
图 39: 在建及待建欢乐谷、欢乐海岸项目	23
图 40: 欢乐谷品牌发展轨迹	23

图 41: 欢乐时光区.....	25
图 42: 上海滩区.....	25
图 43: 玛雅水公园.....	25
图 44: 甜品王国.....	25
图 45: 万圣节活动.....	25
图 46: 动漫文博节.....	25
图 47: 旅游业务客流量及同比增长.....	26
图 48: 人均旅游营收及同比增长.....	26
图 49: 旅游综合收入及同比增长.....	26
图 50: 旅游业务毛利率.....	26
图 51: 综合折旧率.....	27
图 52: 固定资产折旧/旅游综合业务成本.....	27
图 53: 2017 年固定资产折旧分项目.....	27
图 54: 资产负债率、剔除预收账款的资产负债率、净负债率.....	28
图 55: 有息负债余额及同比增速.....	28
图 56: 有息负债结构.....	28
图 57: 2018Q1 净负债率同业比较.....	28

## 表目录

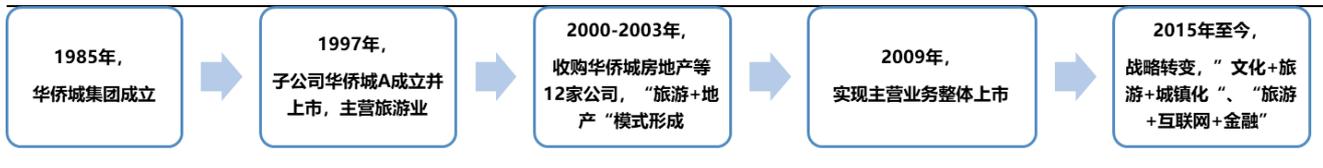
表 1: 管理层构架 .....	7
表 2: 处置亏损子公司 .....	12
表 3: 处置业务相关性较低子公司 .....	12
表 4: 处置房地产项目公司股权 .....	13
表 5: 华侨城在建住宅项目 .....	16
表 6: 华侨城在建住宅项目拿地折价比例 .....	17
表 7: 华侨城在建住宅项目售价溢价比例 .....	17
表 8: 深圳欢乐海岸设计 .....	18
表 9: 红山 6979 项目 与 A811-0319 对比 .....	19
表 10: 欢乐滨江项目与 NO.2016G11 对比 .....	19
表 11: 亚太地区排名前 20 位的娱乐/主题公园 .....	20
表 12: 参与类主题公园 .....	21
表 13: 主题公园集聚效应 .....	21
表 14: 区位以及门票价格比较 .....	24
表 15: 欢乐谷园区设计 .....	24
表 16: 2018 年债券融资明细 .....	28
表 17: 公司部分合作开发项目 .....	29
表 18: 公司盈利预测 .....	29
表 19: 可比地产公司估值表 .....	30
表 20: 可比文旅公司估值表 .....	30

## 1. 发展历程

### 1.1. 出生于改革开放，争做排头兵

1985 年，华侨城集团于深圳成立。1997 年子公司深圳华侨城股份有限公司成立并于深交所上市，主要经营范围包括旅游组团观光、酒店经营管理、景区管理技术服务、旅游商品设计等。2000-2003 年，公司陆续收购华侨城房地产等 12 家公司，依托锦绣中华、世界之窗、欢乐谷等旅游资源，通过独特的“旅游+地产”发展模式，产生协同效应，并由深圳向全国拓展。2009 年公司实现主营业务整体上市。2015 年，公司提出，发展战略要由“旅游+地产”向“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”转变。

图 1: 公司历史沿革

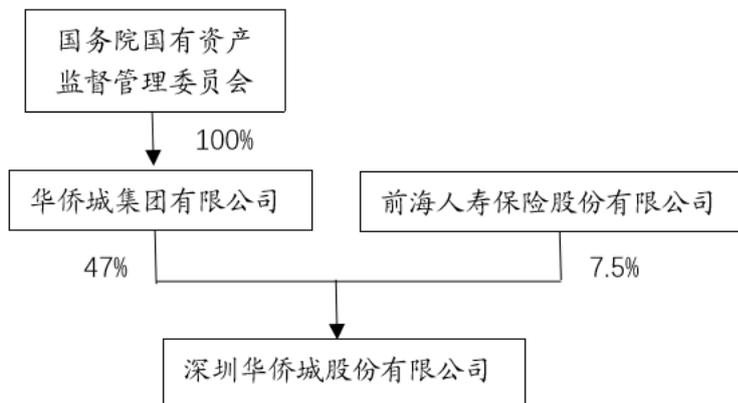


数据来源：东北证券，公司公告

### 1.2. 股权结构清晰，管理层经验丰富

公司股权结构稳定。目前，公司的控股股东为华侨城集团有限公司，持股比例 47%；第二大股东为前海人寿保险股份有限公司，持股比例为 7.5%。

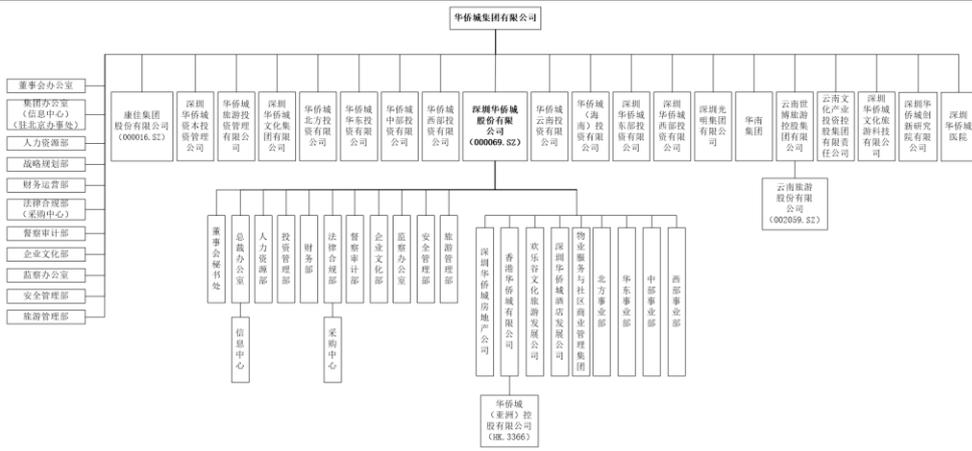
图 2: 股权结构图



数据来源：东北证券，公司公告

公司控股股东华侨城集团是由国务院国有资产监督管理委员会 100% 持股的大型央企，集团拥有旅游、文化、电子及配套包装产品制造、房地产及酒店开发经营等主营业务，旗下有用华侨城股份、华侨城（亚洲）控股、康佳集团、云南旅游四家境内外上市企业，同时拥有锦绣中华、欢乐谷、欢乐海岸等一系列著名品牌。

图 3: 华侨城集团管理构架

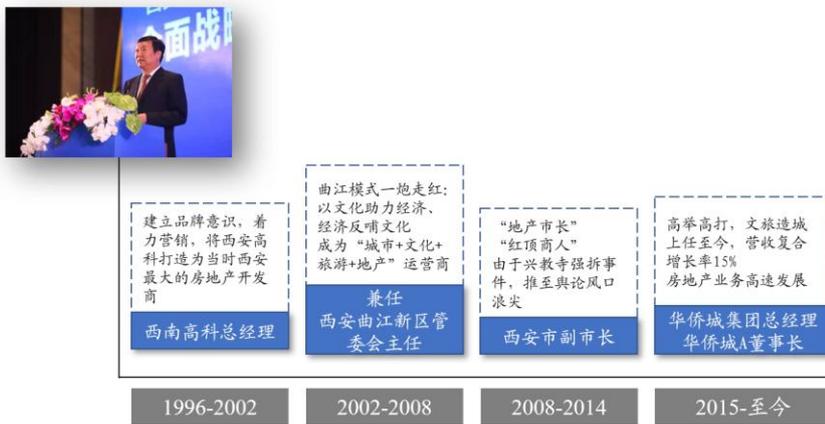


数据来源: 东北证券, 公司公告

公司董事长及代表法人为段先念先生。段先念先生和王石等人一并被称为中国地产十大风云人物, 在西安从政期间, 一手缔造了曲江模式: 通过文化包装、提升基础设施建设, 使曲江新区土地、房价大幅升值, 打造了大雁塔北广场、大唐芙蓉园等如今西安著名的旅游景点。段先念先生的过往经历有助于帮助公司发挥自身特长, 业务发展方向更好的符合未来城市的发展方向。

另外, 管理层都曾在集团公司旗下的多家子公司任职, 全面了解集团公司业务, 管理经验丰富。

图 4: 段先念先生履历



数据来源: 东北证券, 公司公告

表 1: 管理层构架

姓名	职务	任职时间	从业背景
段先念	董事长	2015	曾任西安高科总经理, 西安曲江文化董事长/总经理, 西安市副市长, 陕西文化产业投资党委书记/董事长, 现任华侨城集团总经理
姚军	副董事长	2018	曾任华侨城旅行社总经理, 曲阜孔子国际旅游有限公司董事长, 锦绣中华董事长, 深圳世界之窗副董事长, 北京华侨城总经理/副董事长, 云南华侨城总经理/董事长, 深圳华侨城股份有限公司副总裁

**王晓雯** 董事/总经理 2015 曾任华侨城实业发展股份有限公司财务总监/董事,华侨城集团财务金融部副总经理,总裁办公室行政总监,财务部总监,总裁助理,华侨城房地产董事,华侨城酒店集团董事长,华侨城股份公司副总裁,现任华侨城集团党委常委

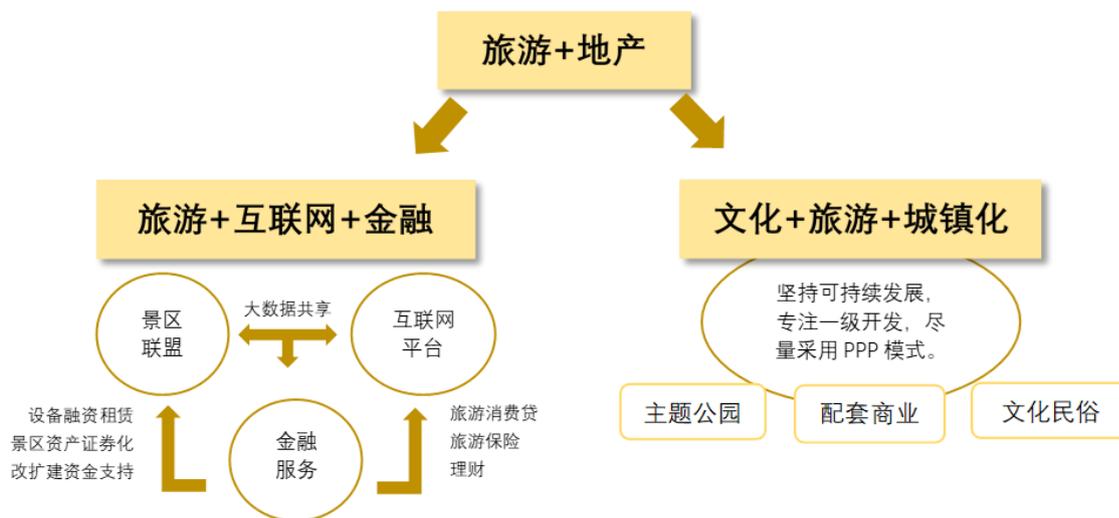
数据来源: 东北证券, 公司公告

### 1.3. 战略目标明确, 股权激励提升公司效能

2015 年, 公司提出, 发展战略要由“旅游+地产”向“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”转变, 未来将打造资源型+平台型公司, 输出先进的主题公园管理模式。华侨城积极发挥公司的造城优势, 大力发展“文化+旅游+城镇化”。以东部华侨城地块为例, 该项目囊括主题公园、文化创意园、商业综合体、剧场、写字楼、酒店、社区、教育等, 目标打造综合性城市旅游社区。2017 年 6 月, 华侨城提出了“100 个美丽乡村计划”, 拟通过 PPP 模式等进行开发投资, 建设一百座具有中国传统民俗文化的特色小镇, 通过提升当地能级实现城镇化。

“旅游+互联网+金融”是指公司通过建立景区联盟, 实现大数据共享, 在提升管理效率以及游客满意度方面提供支持; 通过金融业务为园区建设提供融资支持。在互联网科技方面, 公司重点推进智慧旅游平台建设及应用, 公司旗下所有景区均已上线智慧营销平台, 2017 年线上销售累计 19.2 亿元。

图 5: 战略转变



数据来源: 东北证券, 公司公告

公司于 2015 年出台新一轮的限制性股票激励授予方案, 共计授予 9100 万股, 授予价格为每股 4.73 元, 其中分配给中层管理干部的数量达到 7325 万股, 占比超 80%, 并要求达到加权平均净资产收益率不低于 14%; 销售净利率 14%; 净利润增长率不低于 8%; 2015 年 10 月, 公司完成激励股票的授予。

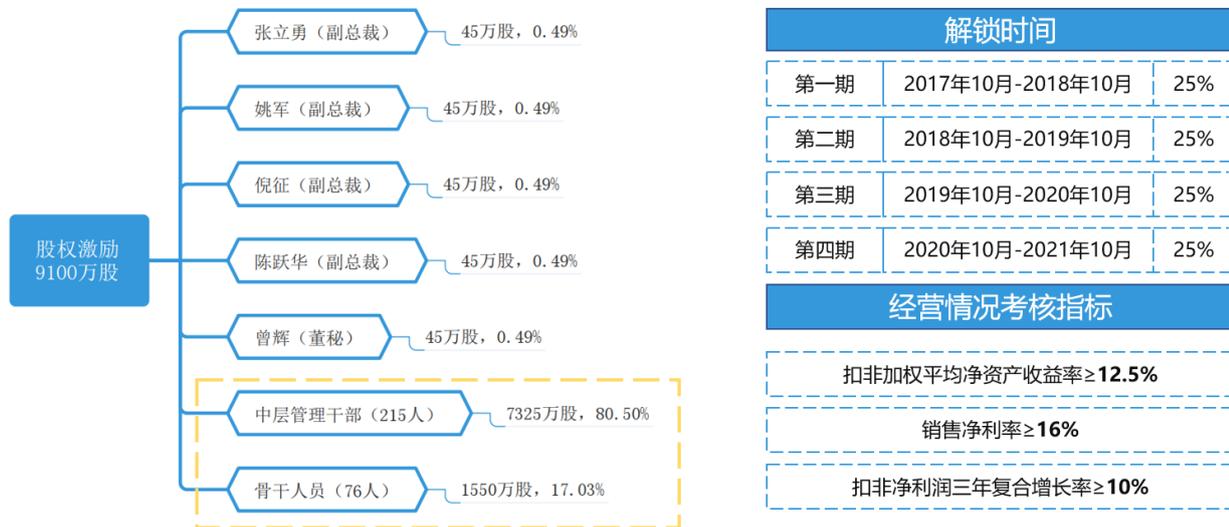
本次股权激励计划锁定期为 24 个月, 其后分 4 期, 每年解锁 25%, 同时解锁需满足以下业绩要求:

- 1、前一财年中归属上市公司股东的扣非加权平均资产收益率不低于 12.5%;
- 2、前一财年中销售净利率不低于 16%;
- 3、前一财年归属上市公司股东的扣非净利润三年复合增长率不低于 10%;

由于业绩达标, 公司限制性股票第一期已正式解除限售, 第二期也顺利完成业绩指标, 将能够顺利解锁。通过新一轮股权激励, 公司将核心骨干、中高层管理人员利

润与公司捆绑，为公司战略目标及中期发展打下稳定基础，有效提升了公司的效能。

图 6: 2015 年出台的新一轮股权激励方案



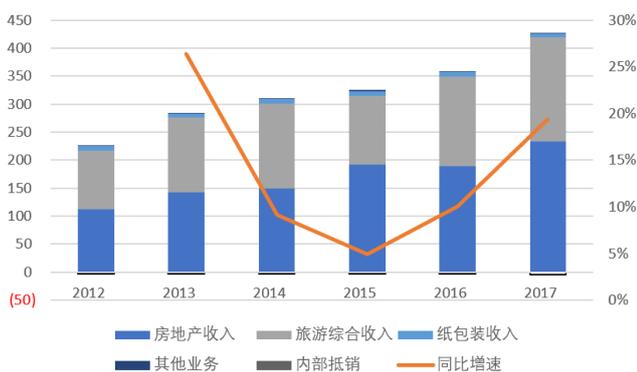
数据来源: 东北证券, 公司公告

## 2. 盈利能力优秀, 房地产、文旅业务携手并进

### 2.1. 营收增长提速, 各项业务均衡发展

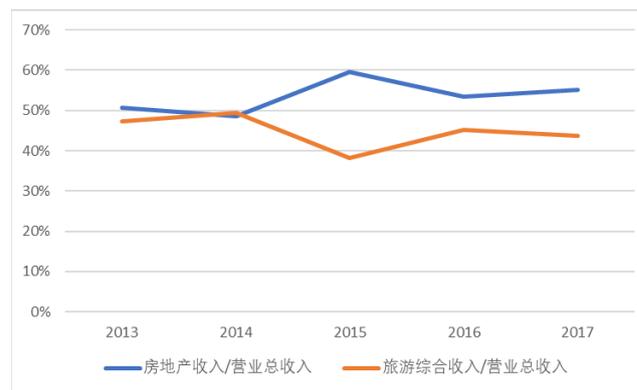
2017 年, 公司实现营业收入 423.41 亿元, 同比增长 19.3%, 近三年复合增长率为 9.51%。2015 年自段先念先生担任董事长一职后, 公司营收增速提升明显, 由 2015 年的 4% 跃升至 20%, 主要原因是房地产业务及旅游综合收入共同驱动提升。

图 7: 营业收入构成及同比增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 8: 房地产收入及同比增速



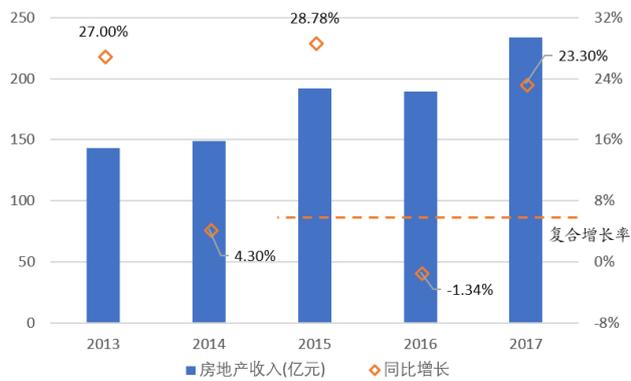
数据来源: 东北证券, 公司公告

近几年, 房地产营收占比略有提升, 已超公司营收的半数, 2017 年占比已达 55.17%。房地产业务营业收入增长波动性较大, 以两年为一个台阶的节奏稳步增长, 2017 年实现营业收入 233.59 亿元, 同比增长 23.3%, 近三年复合增长率为 6.75%, 总体保持稳定的增长。

旅游综合业务收入 185.3 亿元，占比 43.76%，同比增长 15.77%，近三年复合增长率为 14.57%，保持较高的增速。

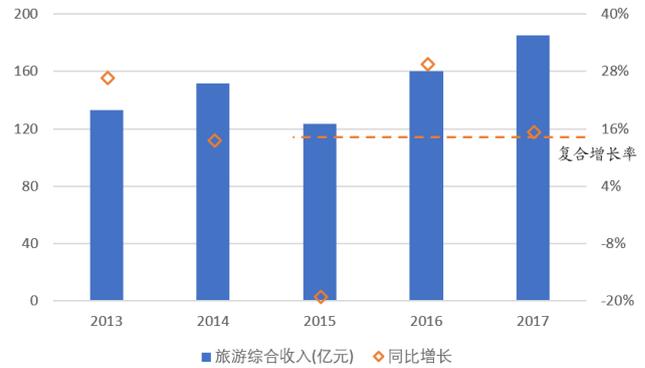
由公司营收情况增速来看，自 2015 年段先念先生担任董事长一职以来公司的营收情况持续好转，近几年各主要业务营收不断提速，公司基本面不断向好。

图 9: 房地产业务收入及同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

图 10: 旅游业务收入及同比增速

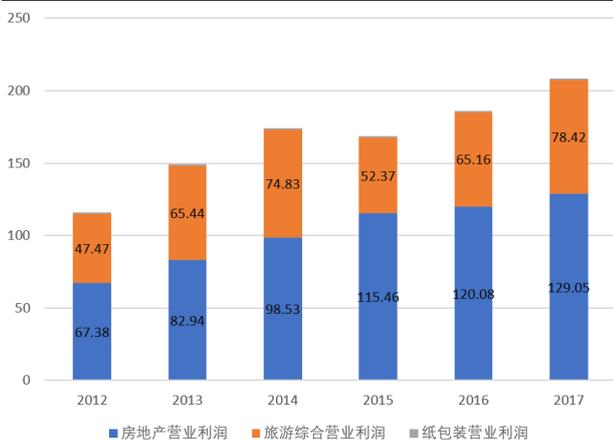


数据来源：东北证券，公司公告

## 2.2. 毛利率高于同业水平

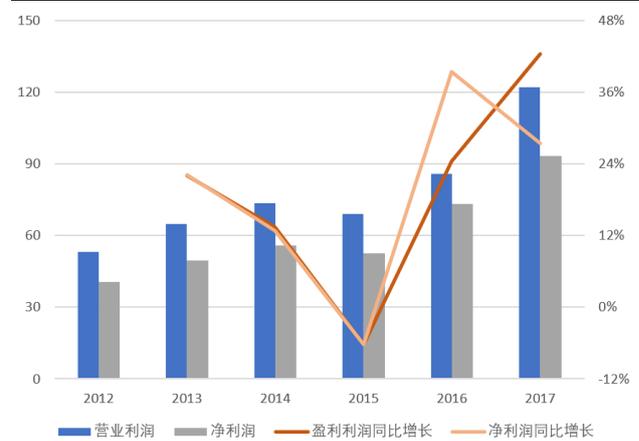
2017 年，华侨城实现营业利润 122 亿元，同比增长 42%，其中房地产业务贡献了较多的营业利润，占比 61.9%；净利润 93.18 亿元，同比增长 27%，营业利润增长速度再创新高。2017 年，公司销售毛利率为 50.25%，较去年末下降 3.01 个百分点；销售净利率为 22.01%，较去年末上升 1.4 个百分点。

图 11: 营业利润构成及变化



数据来源：东北证券，公司公告

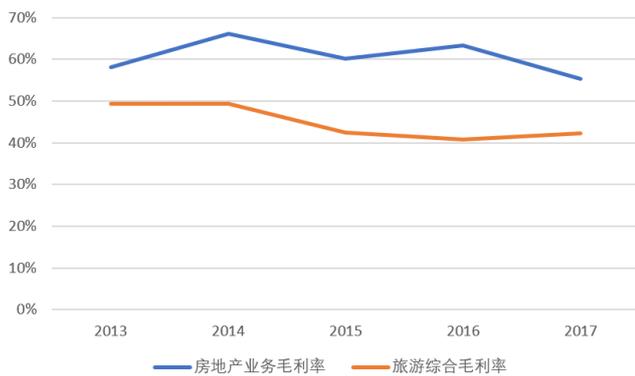
图 12: 营业利润 & 净利润变化情况



数据来源：东北证券，公司公告

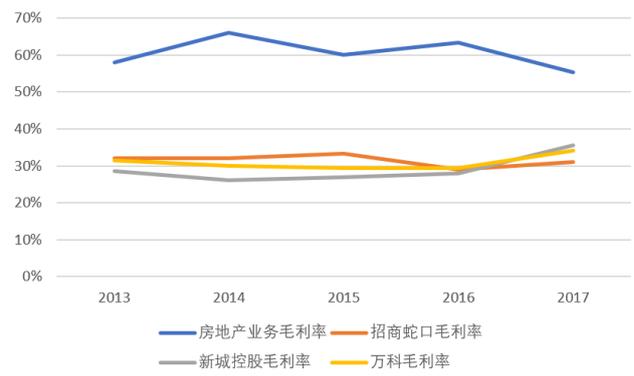
分项来看，房地产业务毛利率为 55.24%，同比略有下滑，但依然保持行业绝对高位，远高于房地产行业平均值。同业比较来看，其毛利率远高于行业龙头企业万科、招商蛇口、新城控股等；旅游综合业务毛利率为 42.32%。

图 13: 主营业务分项毛利率变化



数据来源: 东北证券, 公司公告

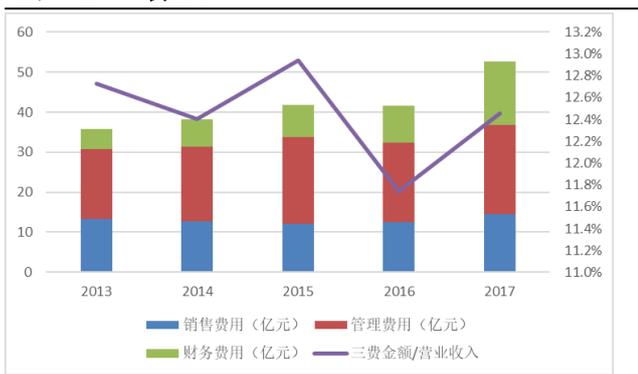
图 14: 房地产业务毛利率同业对比



数据来源: 东北证券, 公司公告

随着销售的高速增长, 公司的三费逐年递增, 三费占营业收入呈波动趋势。三费中, 管理费用占比较高, 为 42.29%, 这是由于旅游综合业务管理成本较高。

图 15: 三费占比



数据来源: 东北证券, 公司公告

### 2.3. 剥离不良资产, 投资收益大幅提升

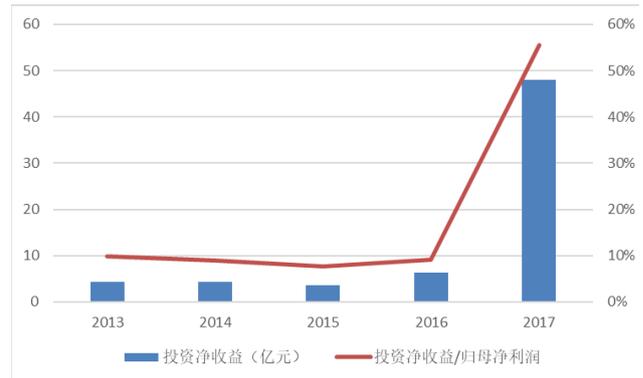
2017 年公司净利润中超过一半是由投资净收益带来, 当年投资净收益达到 48 亿元, 同比增长 670.38%。投资净收益占归母净利润的 55.53%, 上升 46.49 个百分点。投资净收益主要来源于联营、合营公司及出售股权确认的投资收益, 其中, 处置长期股权投资产生收益占比 70%, 对联营企业和合营企业的投资收益为 2.19 亿元, 占 4.56%。

图 16: 投资净收益及同比增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 17: 投资净收益与归母净利润占比



数据来源: 东北证券, 公司公告

公司转让处置的子公司可分为处置经营状况较差子公司、与核心业务相关性不大的子公司和含有优质土地储备的子公司。

哈克公司与泰州华侨城属于公司旗下经营状况较差的企业。哈克公司主营文化产业, 截止 2017 年 9 月 30 日累计亏损 0.66 亿元, 将其剥离能够使公司集中精力发展主力与减少损失; 泰州华侨城则是公司旗下特困企业, 目前每年亏损接近 2 亿元, 本次转让能够有效提升公司效益。

表 2: 处置亏损子公司

	股权处置价款 (元)	股权处置比例 (%)	亏损情况 (亿元)
哈克公司	14,097,600.00	100	0.66 (2016Q3)
泰州华侨城	51,964,900.00	100	2(2016)

数据来源: 东北证券, 公司公告

对于与房地产、文旅业务关联性不大的子公司, 公司考虑其未来独立发展性与公司自身业务聚焦的因素, 也做出一定的转让处置, 其中不乏一些盈利状况良好的企业。

表 3: 处置业务相关性较低子公司

	股权处置价款 (元)	股权处置比例 (%)	主营业务
国际传媒	53,058,100.00	100	文娱
歌舞团演艺	572,900.00	100	文娱
文化旅游科技	1,016,931,600.00	60	游乐项目开发、动画设计
上海华励	164,673,100.00	100	纸制品

数据来源: 东北证券, 公司公告

为了加快房地产板块业务的周转速度和公司资金的使用效率, 一方面公司学习行业内标杆公司开发模式, 与行业一流开发商合作拿地开发项目; 一方面, 公司通过转让部分项目的股权, 可以提前确认土地的部分增值收益, 相当于把未来的收益提前兑现。公司将北京侨禧的股权于 2017 年 9 月 20 日转让 49% 于泰禾集团后, 于 18 年年初将剩余的 51% 股权也转让予泰禾集团, 共计获得 15.04 亿元的投资收益。

表 4: 处置房地产项目公司股权

	股权处置价款(元)	股权处置比例(%)	旗下土地储备
北京侨禧	734,160,000.00	49	北京市丰台区南苑乡槐房村和新官村 1404-669、670、665、666、668 地块, 建筑面积共计 23.94 万平米
资汇控股公司	728,057,669.50	51	重庆华侨城置地项目, 建筑面积合计 44.89 万平米

数据来源: 东北证券, 公司公告

### 3. 地产板块差异化路线, 细分市场处于领先地位

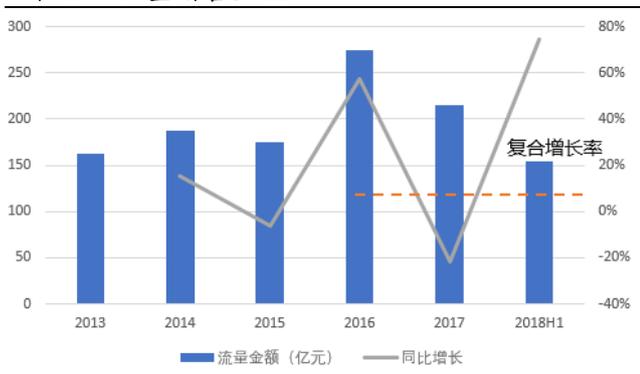
#### 3.1. 上半年销售金额创新高, 全年有望高速增长

2017 年公司销售金额为 215.3 亿元, 同比 2016 年的 275.3 亿元下滑了 21.79%, 降幅明显。主要原因是公司项目大多布局在一线、二线城市, 且多为高端豪宅项目, 由于 2017 年市场调控政策不断深化, 部分一线、二线热点城市销售规模受较大影响, 公司项目的取证情况与去化率和周转率都相对较低。

2018 年上半年, 由于多个项目取证进度良好, 实现现房或期房销售, 公司实现流量销售金额 154.8 亿元, 同比增长 74.52%, 1-6 月销售金额已占 2017 年全年销售金额的 72%, 2018 年全年销售规模有望创新高。

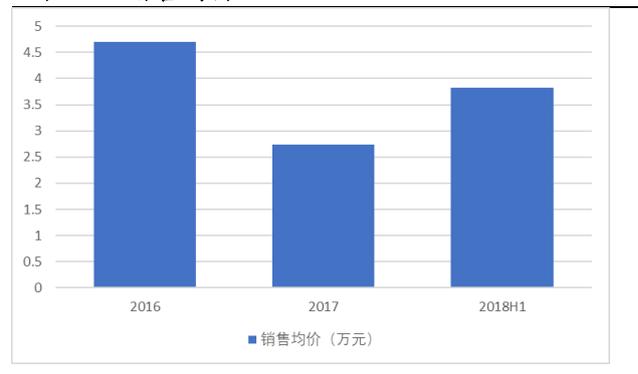
由于公司项目布局在一、二线城市, 公司销售均价维持在较高水平。根据克尔瑞的统计, 公司 2018 年上半年销售均价达 3.83 万元/平方米。

图 18: 流量销售金额



数据来源: 东北证券, 克而瑞

图 19: 销售均价

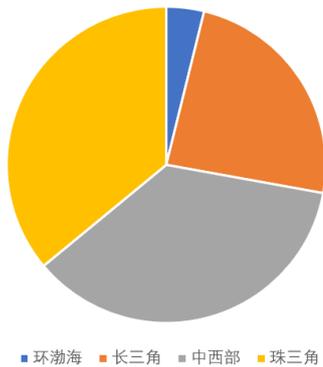


数据来源: 东北证券, 克尔瑞

分地区来看, 对公司销售贡献最大的是中西部和珠三角地区, 销售面积分别占 36.1% 和 36.04%, 另外长三角地区贡献了 24.04% 的销售面积, 由于公司位于珠三角、长三角地区的布局城市是上海与深圳, 整体销售均价远高于中西部, 因此在销售金额占比方面珠三角地区和长三角地区应占据较大比例。

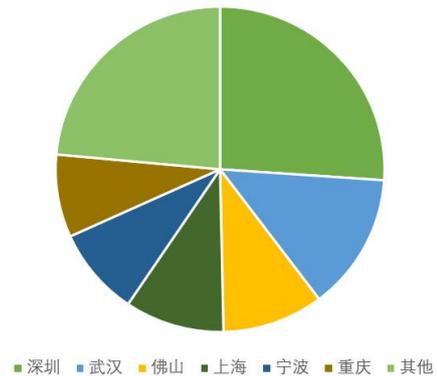
从城市来看, 华侨城 2017 年的销售集中在一、二线城市, 其中深圳占比最高, 达 26%, 紧跟其后的为武汉、佛山、上海、重庆, 占比分别为 14%、10%、10%、9%, 均为区域内重点城市。

图 20: 2017 年权益销售面积分区域



数据来源: 东北证券, Wind

图 21: 2017 年权益销售面积分城市

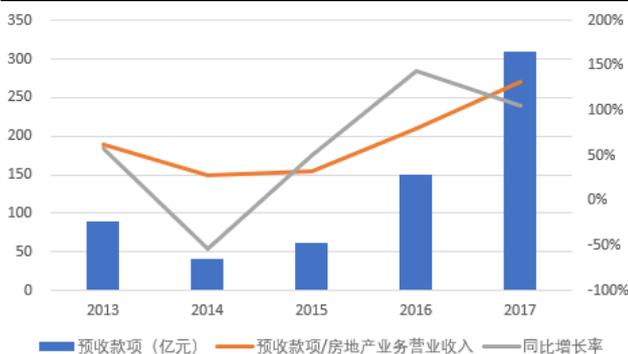


数据来源: 东北证券, Wind

2017 年, 公司预收款项为 309 亿元, 同比大幅上升 105%, 占同年房地产业务营业收入的 132%, 未来业绩有所保障; 公司存货为 1054 亿元, 同比增长 55%, 其占总资产 48.49%, 上升 2.05 个百分点, 这表明公司在积极获取资源, 保证未来充足的销售货值, 为公司销售规模进一步增长打下坚实基础。

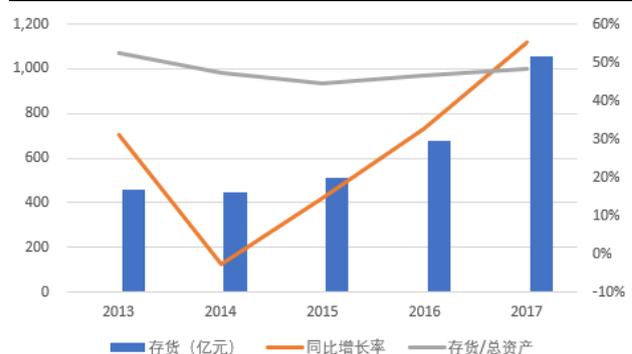
充足的预收账款与存货, 为公司未来销售和业绩增长打下了良好的基础。

图 22: 预收账款/房地产业务营业收入



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 23: 存货/总资产

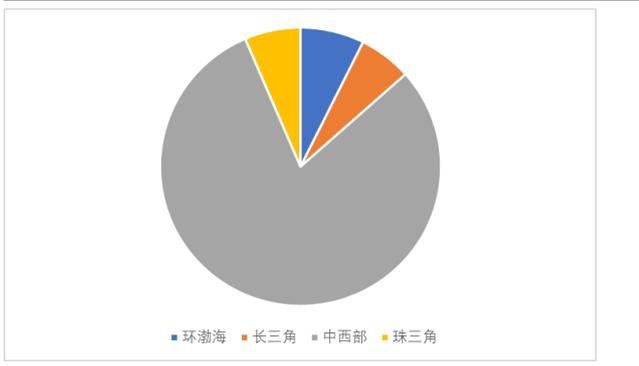


数据来源: 东北证券, 公司公告

### 3.2. 土地储备以中西部核心城市为主, 价值巨大

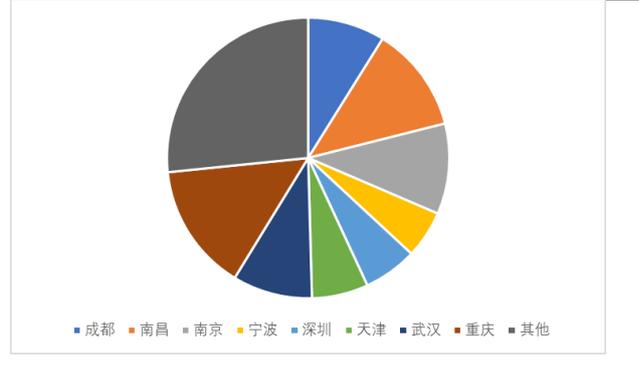
截至 2017 年底, 公司总土储规划总建筑面积约 1200 万平方米, 总货值约 3000 亿元。2017 年, 公司重点布局一二线城市, 且其中约 80% 土储面积位于成都、重庆、武汉等中西部重点城市, 从城市来看, 重庆、南昌、南京占比较大, 分别占比 14.67%、12.2%、10.44%。

图 24: 总土储分区域



数据来源: 东北证券, Wind

图 25: 总土储分城市

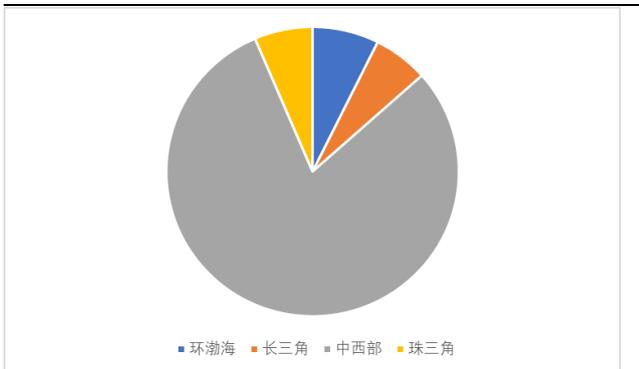


数据来源: 东北证券, Wind

2017 年, 公司共计新增土地储备 16 幅, 权益计容建筑面积 580.12 万平方米。公司的新增土储权益计容建筑面积仍以中西部区域为主, 占比 80.11%, 新增土储面积中, 南昌、成都、宁波占比较大, 分别占比额 25.18%、16.08%、11.27%, 均布局在区域重点城市及未来欢乐谷以及欢乐海岸所在城市, 未来潜力较大。

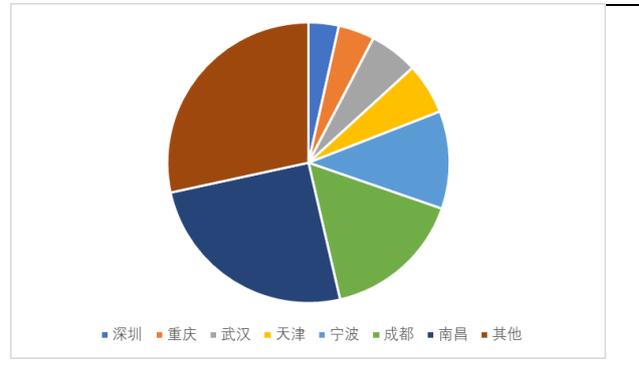
2017 年公司新增土储的权益比例约为 68%, 较在手土储的权益比例 77.3% 略有下滑, 主要是出于合作开发、提升周转速度的考虑。随着公司的高速发展, 预计未来公司将通过合作拿地开发、转让在手土地储备部分股权引入合作开发商等方式, 保持土地储备权益比例的下降态势, 以提振整体开发速度, 以此更快的开盘销售、结转。

图 26: 2017 年新增土储分地区



数据来源: 东北证券, Wind

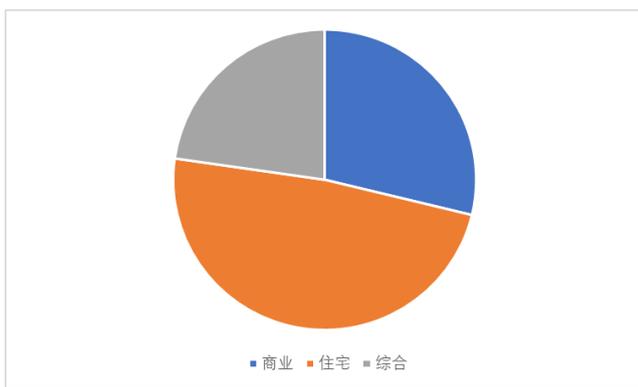
图 27: 2017 年新增土储分城市



数据来源: 东北证券, Wind

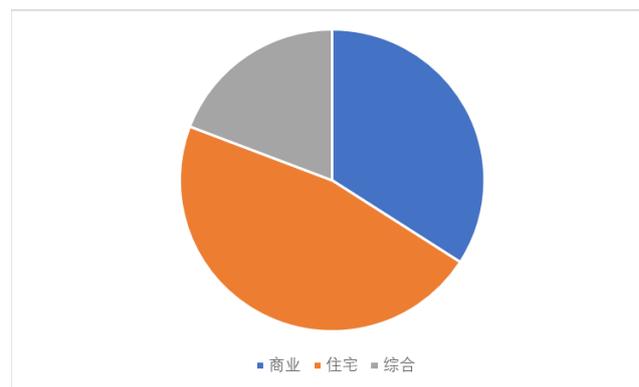
2017 年新增土储性质分布中, 住宅用地占比 46.69%, 商业用地占比 34.11%, 综合用地占比 19.2%。公司土地购置中商业用地比例在上升。

图 28: 总土储分性质



数据来源: 东北证券, Wind

图 29: 2017 年新增土储分性质



数据来源: 东北证券, Wind

### 3.3. 业务共振, 实现超平均利润水平

#### 3.3.1. 两大业务协调发展, 实现造城模式

华侨城以综合开发模式低价获取成片土地, 以旅游文化业务进行主题公园等项目的开发、建设基础设施以及周边配套设施、改善环境、提升房价, 然后以房地产业务回收资金支持土储获取和旅游业务的发展。公司的两大主营业务紧密联系, 形成显著的协同优势。公司一般成片大规模拿地, 住宅项目大多分布在主题公园等项目周边, 具备较好的溢价能力。

表 5: 华侨城在建住宅项目

项目名称	城市	位置
天鹅湖 4 号地	深圳	距欢乐谷 1 公里
香山里花园	深圳	距华侨城高尔夫俱乐部 500 米, 距欢乐谷 1.5 公里
天鹅湖花园	深圳	距欢乐谷 1 公里
天津华侨城	天津	距欢乐谷 1 公里
北部新区礼嘉项目	重庆	距欢乐谷 1 公里
北部新区礼嘉组团	重庆	距欢乐谷 1 公里
武汉华侨城生态住宅社区	武汉	距欢乐谷 2 公里
保鑫泉盛项目	成都	-
成华区迎晖路项目	成都	-
栖霞区林江南路东侧地块项目	南京	近在建欢乐谷
天鹅堡	西安	距拟建商业中心 2 公里
鄞州新城区钟公庙街道项目	宁波	距欢乐海岸 1 公里
顺德新城创智城项目	佛山	距拟建欢乐海岸 1 公里

数据来源: 东北证券, 公司公告

#### 3.3.2. 低价获取土地能力

华侨城的主题公园龙头品牌以及提升整区块能级的能力, 对地方政府具有极大的吸引力, 使公司能够在土地资源获取上享受更高折价。与当地同期土地售出楼面价相比, 华侨城拿地折价比例一般在 16.99%-33.96%。

表 6: 华侨城在建住宅项目拿地折价比例

位置	项目名称	开发商	拿地价格 (亿元)	拿地时间	计容建面 (万平方米)	楼面价	拿地折价比例
重庆欢乐谷	重庆北部新区礼嘉项目	华侨城	41.36	2014.6	170.33	2428.23	-25.55%
周边	重庆北部新区礼嘉组团	华侨城	9.86	2014.6	44.91	2195.50	-32.69%
竞品	北部新区礼嘉 F02-7/03、 F02-8/03、F02-9/03、F02-10/03	融创	4.12	2014.1	12.6315	3261.69	/
在建南京欢乐谷周边	南京栖霞区林江南路东侧地块	华侨城	35	2016.12	74.61	4691.06	-33.96%
竞品	NO.2014G07	新城	30	2014.7	37.46	8008	/
欢乐海岸周边	顺德新城创智城项目	华侨城	14.54	2013.1	64.4	2257.76	-16.99%
竞品	顺德大良云近东区地块	敏捷	13.6	2012.7	50	2720	/

数据来源：东北证券，地方国土资源局

### 3.3.3. 依托自有配套，销售溢价能力强

公司凭借其住宅项目离自身文旅项目距离更近，配套更完善，以及产品品质、定位相对更高，使得旗下布局在欢乐谷、欢乐海岸等旅游商业项目周边的项目价格有所增幅。在重庆欢乐谷附近的华侨城天际湾售价高出竞品项目 16.07%，在顺德欢乐海岸附近的顺德华侨城售价高出竞品项目 25%。通过低价拿地、溢价售出的模式，华侨城房地产业务的毛利率高于其他房企。

表 7: 华侨城在建住宅项目售价溢价比例

位置	项目名称	拿地楼面价 (元/平方米)	套内面积	售价 (元/平方米)	售价溢价比例
重庆欢乐谷周边	华侨城天际湾	2196	58-107 m <sup>2</sup>	10200	16.07%
竞品	龙湖两江新宸森屿	2125	66-111 m <sup>2</sup>	8788	/
欢乐海岸周边	顺德华侨城	2258	联拼叠拼双拼别墅/洋房	15000	25.00%
竞品	畔海御峰花园	2720	洋房	12000	/

数据来源：东北证券，地方国土资源局

图 30: 华侨城天际湾对比龙湖两江新宸森屿位置



数据来源：东北证券整理

图 31: 顺德华侨城对比畔海御峰花园位置



数据来源：东北证券整理

### 3.4. 商业模式持续更迭，保持吸引力

#### 3.4.1. 第四代商业综合体“欢乐海岸”

“欢乐海岸”为公司第四代商业综合体产品。首发为深圳欢乐海岸，打造了商业+娱乐+文化+旅游+生态的全新商业模式，并计划向全国布局。公司采取商业住宅协同拿地的方式，一方面有效的降低了土地的成本，另一方面依靠着欢乐海岸的设施配套，能够有效提升自身项目的销售均价。

欢乐海岸特点是注重设计与生态。深圳欢乐海岸项目与多个国际知名设计师合作，在总体规划、建筑设计、灯光设计、室内设计、景观设计等方面都别具一格。欢乐海岸拥有近 4 万平方米红树林湿地，区域内设有生态教育展厅、生态教育亲水平台和观鸟屋等生态设施，建成了集生态游憩与自然教育功能于一体的“城市生态博物馆”。目前，深圳欢乐海岸的总投资预算为 42.87 亿元，可出租面积为 11.26 万平米，目前出租率达 98%。

表 8: 深圳欢乐海岸设计

	项目	设计方
主题商业	O'PLAZA 购物中心、曲水湾餐饮街区	美国 LLA
办公及公寓	万豪行政公寓、蓝楹国际商务中心	室内设计: MQ
剧场	水秀剧场、中城国际影城	-
会所	华会所	理查德 迈耶(RICHARD MEIER) + 深圳市建筑设计研究总院
酒店	蓝楹湾度假酒店	室内设计: 澳大利亚 LAYAN
文化中心	OCT 创意展示中心	朱锺
生态	红树林湿地	-

数据来源: 东北证券

图 32: 深圳欢乐海岸全景图



数据来源: 东北证券, 公司官网

图 33: 蓝楹湾度假酒店



数据来源: 东北证券, 公司官网

#### 3.4.2. 在建欢乐海岸类项目选址分析

##### ➢ 红山 6979 文化综合体

华侨城与招商蛇口合作，建设红山 6979 文化综合体。华侨城权益比例为 50%，拿地楼面价为 1.56 万元/平方米，与临近的 A811-0319 项目相比，其拿地价格约为 80%。一期商务公寓备案价格为 57024 元/平米，二期办公产品备案价 79251 元/平米。项目于 2017 年 11 月 16 日和 12 月 12 日分别获取预售证，共计 8.83 万平米，其中一期的 4.5 万平米，全部 471 套商务公寓与商业用房在一天内即完成清盘，创深圳

楼市最快签约速度；而二期的办公部分仅剩余十余套裙楼办公未曾出售。  
公司通过与招商蛇口进行合作，加快周转速度，项目于 2017 年 6 月开始施工，耗时 5 个月时间就达到一期预售条件，同时凭借其过硬的产品力，快速回款。

**表 9: 红山 6979 项目 与 A811-0319 对比**

项目	权益比例	占地面积 (万平方米)	计容建筑面积 (万平方米)	容积率	开工时间	拿地价格 (亿元)	拿地时间	拿地楼面价 (万/平方米)
红山 6979	50%	10.99	19.46	1.77	2017.6	30.4	2014.12	1.56
A811-0319	-	8.70	57.79	6.64	-	112.5	2015.9	1.95

数据来源：东北证券，地方国土资源局

**图 34: 红山 6979 项目对比 A811-0319 地块位置**



数据来源：东北证券整理

**图 35: 红山 6979 项目规划图**



数据来源：东北证券整理

➤ **南京欢乐滨江**

南京欢乐滨江项目华侨城权益比例为 51%，拿地楼面价为 7394 元/平方米，相较 NO.2016G97 地块，该项目区位更佳，位于一线滨江，且拿地价格低于 NO.2016G97 13%，充分凸显华侨城品牌对于政府的吸引力。项目总投资为 240 亿元，已于 2017 年 8 月开工。

**表 10: 欢乐滨江项目与 NO.2016G11 对比**

项目	权益比例	用途	计容建筑面积 (万平方米)	容积率	开工时间	拿地价格 (亿元)	拿地时间	拿地楼面价 (万/平方米)
欢乐滨江	51%		112.25	2.33	2017.8	83	2015.12	0.7394
NO.2016G9	-		86.4	<6.12	-	73.4	2016.5	0.8495

数据来源：东北证券，南京市规划局

图 36: 欢乐滨江项目对比 NO.2016G97 地块位置



数据来源: 东北证券整理

图 37: 欢乐滨江项目规划图



数据来源: 东北证券整理

## 4. 文旅业务欣欣向荣，贡献稳定收益

### 4.1. 中国主题公园发展前景

2017 年我国旅游接待总量 50.01 亿人次，同比增长 12.8%；旅游总收入 4.57 万亿元，同比增长 15.9%，旅游产业对 GDP 的综合贡献为 9.13 万亿元，我国正大步进入文化娱乐消费快速增长阶段。

根据 TEA 以及 AECOM 的联合统计，2017 年全球主题公园的游客量已接近 50 亿人次，全球十大主题公园集团的游客总量增幅达 8.6%，其中中国主题公园集团游客总量增幅近 20%，贡献了最大的增长。目前中国主题公园集团游客总量占全球游客总量约四分之一。华侨城集团的游客量连续六年排名全球第四、亚洲第一。

亚太地区排名前 20 位的娱乐/主题公园中，华侨城集团共有 6 个主题公园在榜，其中成都欢乐谷、上海欢乐谷的客流量增幅最大，分别为 16.5% 和 10.5%。

表 11: 亚太地区排名前 20 位的娱乐/主题公园

排名	主题公园	2017 年游客量 (万人次)	2016 年游客量 (万人次)	变化
1	东京迪士尼乐园	1660	1654	0.4%
2	日本环球影城	1493.5	1450	3.0%
3	东京迪士尼海洋公园	1350	1346	0.3%
4	上海迪士尼乐园	1100	560	96.4%
5	长隆海洋王国	978.8	847.4	15.5%
6	乐天世界	671.4	815	-17.6%
7	爱宝乐园	631	697	-9.5%
8	香港迪士尼乐园	620	610	1.6%
9	长岛温泉公园	593	585	1.4%
10	香港海洋公园	580	599.6	-3.3%
11	新加坡环球影城	422	410	2.9%
12	长隆欢乐世界	418.1	383.6	9.0%
13	世界之窗	398	391	1.8%
14	东部华侨城	396	396	0.0%
15	北京欢乐谷	395	383	3.1%
16	深圳欢乐谷	390	386	1.0%

17	方特东方神画	382.7	344.1	11.2%
18	方特欢乐世界	381.9	350.9	8.8%
19	成都欢乐谷	297	255	16.5%
20	上海欢乐谷	264	239	10.5%

数据来源：东北证券，TEA/AECOM

主题公园类型众多，主要分为机械科技型、影视娱乐型以及水上乐园型。

根据 2017 年中国主题公园调查报告显示，中国的主题公园主要集中在长三角、珠三角及京津冀地区，全国主题公园多达 2700 个，主题公园最多的是江苏省，约 295 个。中西部地区大型主题公园较少，旅游潜力有待挖掘。

**表 12: 参与类主题公园**

类型	主题公园	特点
机械科技型	欢乐谷、方特、六旗	突出刺激感，游乐设施种类齐全
影视娱乐型	迪士尼、环球影城	以影视 IP 为出发点，营造场景与文化
水上乐园型	水魔方、玛雅水公园	水上设施为主，夏季受欢迎程度高

数据来源：东北证券整理

**表 13: 主题公园集聚效应**

京津冀地区	长三角地区	珠三角地区	中西部地区
北京欢乐谷	上海欢乐谷	深圳欢乐谷	郑州方特欢乐世界
天津欢乐谷	上海迪士尼	东部华侨城	大同方特欢乐世界
天津方特欢乐世界	南通方特探险王国	长隆欢乐世界	重庆方特欢乐世界
通州恐龙主题公园	杭州宋城景区	长隆野生动物世界	成都海昌极地海洋公园
石家庄天山海洋世界	常州中华恐龙园	香港迪士尼	西双版纳万达乐园
欢乐岛恐龙主题公园	无锡三国城	香港海洋公园	南昌万达主题乐园
天津海昌极地海洋世界	苏州乐园	世界之窗	常德欢乐水世界
石景山游乐园	春秋淹城乐园	锦绣中华	
梦东方 未来世界	宁波方特东方神画		
滨海航母主题公园	芜湖方特欢乐世界		
米立方海世界	宁波凤凰山主题乐园		
天津凯旋王国	南京欢乐水魔方		
北京环球影城（在建）	海昌海洋（即将开业）		

数据来源：东北证券整理

## 4.2. 公司文化旅游业务发展

### 4.2.1. 主题公园龙头，积极开拓新模式

1989 年，华侨城集团的实景微缩景区“锦绣中华”在深圳建成开业，开创了我国主题公园的历史。“锦绣中华”与“世界之窗”一起，构成了华侨城以静态游览为主的第一代旅游产品。

“欢乐谷”品牌是华侨城第二代旅游产品，参与体验型游乐场为主，是中国第一个自主创新的主题公园连锁品牌。目前全国已有 7 家“欢乐谷”主题公园，分布在深圳、北京、成都、上海、天津、武汉、重庆。未来 3-5 年，“欢乐谷”将陆续在顺德、南京、西安、郑州、太原开业。

以“华侨城”为代表的大型综合性生态旅游产品是华侨城第三代旅游产品。“华侨城”集休闲度假、观光旅游、户外运动、科普教育、生态探险等主题于一体，已经成为深圳的城市名片。

第四代旅游产品为“欢乐海岸”，是融合了主题商业、时尚娱乐、生态旅游、商务度假等多元业态为一体的城市商业文化综合体。未来欢乐海岸及其升级版也将陆续落地顺德、南京、西安、郑州、太原、南昌。

由于四代产品在定位、项目类型方面各不相同，因此更多的是同时存在，小步进化更迭。目前公司的主力项目类型为欢乐谷与欢乐海岸，两者分别定位于文旅项目和商业综合体。

图 38: 旅游产品发展



数据来源：东北证券，网络

#### 4.2.2. 深化区位优势、多种形态集中布局

公司在深化自身于京津冀、长三角、珠三角城市群区位优势的同时，逐步向中西部热点二线城市布局，以填补其文旅项目的空白，挖掘蓝海市场。公司未来在顺德、南京、西安、郑州、太原同时布局欢乐谷以及欢乐海岸项目，公司目前战略发展倾向于在一个城市同时落子欢乐海岸+欢乐谷项目，一方面寻求低价土地储备的机会，深耕城市，挖掘价值；另一方面提升公司在该城市、区域内影响力，发挥协同效应。

图 39: 在建及待建欢乐谷、欢乐海岸项目



数据来源：东北证券，公司公告

### 4.3. 欢乐谷品牌持续发酵

#### 4.3.1. 发展历程

华侨城在国内主题公园领域有着先发优势，在机械科技型主题公园中更是凭借欢乐谷品牌独占鳌头，是最早涉足机械类主题公园品牌的公司。自 1998 年深圳欢乐谷成立以来，欢乐谷品牌经历了 20 年的发展历程。公司在园区设计、设备采购、园区管理及更新维护方面有着丰富的经验。未来，公司将输出自己的主题公园管理模式，由重资产向轻资产方向转变。

图 40: 欢乐谷品牌发展轨迹



数据来源：东北证券，公司官网

#### 4.3.2. 优势布局与票价优势

欢乐谷给机械类主题公园带来了很高的准入门槛，目前竞争对手仅有方特，以及以 IP 为主导的迪士尼。未来环球影城和六旗公园进驻中国市场或许会增加市场竞争。与国内的竞争对手相比，欢乐谷在区位布局更加合理。欢乐谷主要布局在一线城市以及热点二线城市，当地人口、人均收入以及消费能力较其他二三线城市更高，发展主题公园更加有优势。从国外的竞争对手看，迪士尼以及在建的环球影城仅布局在一个城市，难以发挥集群效应，不能挖掘旅游消费潜力。

欢乐谷在门票价格上更有竞争优势，门票均价为 210.71 元，远低于上海迪士尼 575

元的票价，同时也低于方特门票均价。

**表 14: 区位以及门票价格比较**

欢乐谷	成人票	面积(万平方米)	附近 100km 人口(万人)	方特	成人票	迪士尼	成人票
深圳欢乐谷	220	35	6446.31	天津方特欢乐世界	240	上海迪士尼	575
北京欢乐谷	255	56	4018.22	郑州方特梦幻王国/东方神画	260		
成都欢乐谷	230	50.7	2994.04	青岛方特梦幻王国	260		
上海欢乐谷	220	65	4682.83	厦门方特梦幻王国/东方神画	280		
武汉欢乐谷	190	35	2714.95	泰安方特欢乐世界	240		
天津欢乐谷	170	20	5563.41	济南方特东方神话	240		
重庆欢乐谷	190	66	3400.16	重庆方特欢乐世界	120		
				沈阳方特欢乐世界	260		
				宁波方特东方神画	260		
				芜湖方特欢乐世界	220		
				大同方特欢乐世界	240		
				汕头方特欢乐世界	200		
				嘉峪关方特欢乐世界	240		
<b>均价</b>	<b>210.71</b>			<b>均价</b>	<b>235.71</b>	<b>均价</b>	<b>575</b>

数据来源：东北证券，公司官网

#### 4.3.3. 特色园区与节日庆典提高客流量

各地欢乐谷园区主题丰富、设施完善，是国内机械类主题公园中设备覆盖度最齐全的主题公园品牌。另外，欢乐谷会根据当地特色设计独特文化园区，例如在上海欢乐谷开设上海滩区，打造民国时期风情。玛雅水公园也是欢乐谷近年打造的新型水上乐园项目，通过大型户外水上游乐设施吸引游客。同时，欢乐谷通过参股江通动画强化 IP 链条，以“饼干警长”系列动画打造甜品王国园区，目前已在武汉、北京欢乐谷开始营业。丰富的节庆设计也是欢乐谷一大特色。欢乐谷全年都有各类节日庆典活动贯穿，通过特色设施、节日游行、主题展会等形式带来额外的客流量。

**表 15: 欢乐谷园区设计**

	传统园区	当地特色	水上公园	IP 主题	其他
上海欢乐谷	欢乐时光区、飓风湾	上海滩区			香格里拉、阳光港区、欢乐海洋区、金矿镇区
武汉欢乐谷	欢乐时光区、飓风湾	欢乐江城		甜品王国	欢乐海洋、梦想大道、极速世界、羽落天堂、渔光岛
成都欢乐谷	欢乐时光区	巴蜀迷情			阳光港区、飞跃地中海、加勒比旋风、魔幻城堡、飞行岛、欢乐光年、丝路传奇
重庆欢乐谷	欢乐时光区、飓风湾	老重庆	玛雅海滩		梦幻岛、河谷矿山小镇、恐龙森林
北京欢乐谷	欢乐时光区			甜品王国	香格里拉、奇幻海洋馆、峡湾森林、亚特兰蒂斯、爱琴港、失落玛雅

深圳欢乐谷	欢乐时光区、飓风湾	玛雅水公园	香格里拉、西班牙广场、魔幻城堡、冒险山、金矿镇、阳光海岸、欢乐干线
天津欢乐谷	欢乐时光区	玛雅海滩	演艺中心、维京海港、圣诞村

数据来源：东北证券

图 41: 欢乐时光区



数据来源：网络图片，东北证券整理

图 42: 上海滩区



数据来源：网络图片，东北证券整理

图 43: 玛雅水公园



数据来源：网络图片，东北证券整理

图 44: 甜品王国



数据来源：网络图片，东北证券整理

图 45: 万圣节活动



数据来源：网络图片，东北证券整理

图 46: 动漫文博节



数据来源：网络图片，东北证券整理

#### 4.3.4. 科技加持，提升游客体验

2017 年，公司推进了智慧旅游平台建设的搭建，完成了旅游营销平台以及景区票务

系统的优化升级。截止到 2017 年底，公司旗下所有景区均已上线智慧营销平台，线上销售累计 19.2 亿元。游客可以通过微信、官网等渠道购票，并获得优惠。并且，欢乐谷全国实现 wifi 免费覆盖，并且为游客提供电子导览、智能排队等人性化服务，旨在提升游客满意度。

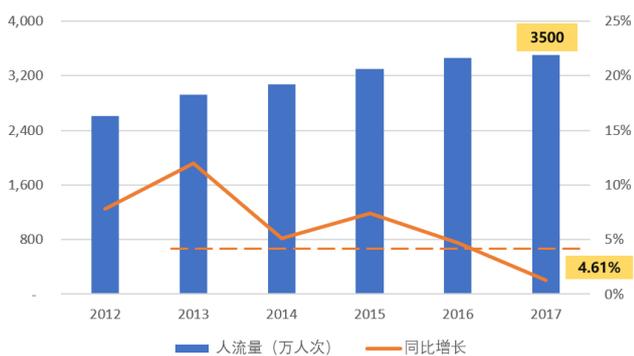
2018 年，华侨城集团与同程旅游集团实现战略合作，总投资额度超过 20 亿元。这为华侨城“旅游+互联网”的战略发展方向增添新的基石，有助于欢乐谷等旅游品牌实现旅游信息化以及游客的消费升级。

#### 4.4. 主题乐园营收持续增长，持续增长可期

2017 年，华侨城旅游综合收入达 185.3 亿元，同比增长 15.77%，增速下降 14.14 个百分点。旗下主题公园全年游客接待量超过 3500 万人次，同比增长 1.27%，近五年复合增速为 4.61%，增速同比略有下滑，但是客均旅游营收近三年稳步增加。

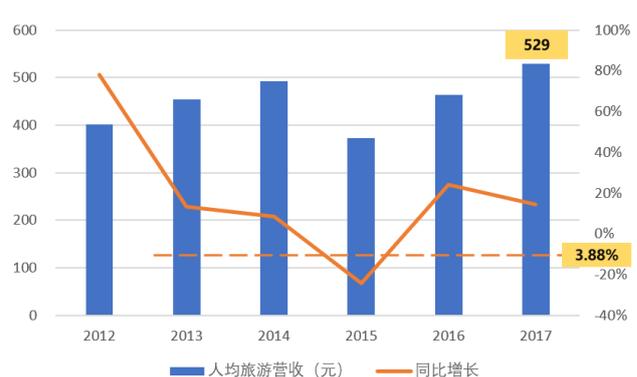
2017 年，客均旅游营收 529.44 元，同比增长率为 15.77%，近五年复合增长率为 8.67%，其中门票收入占比小于 30%，营业收入的主要来源为游客的二次消费，包括主题公园内部的餐饮、周边、酒店等销售。旅游业务毛利率为 42.43%，上升 1.72 个百分点，近几年均保持在 40% 以上，较为稳定。

图 47: 旅游业务人流量及同比增长



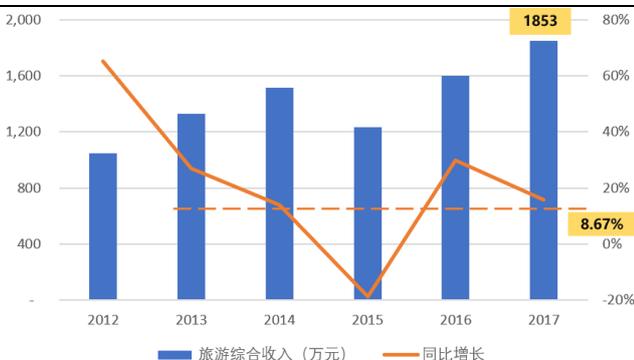
数据来源：东北证券，wind

图 48: 人均旅游营收及同比增长



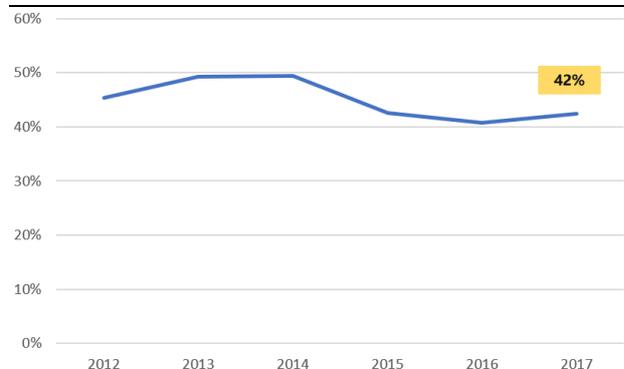
数据来源：东北证券，wind

图 49: 旅游综合收入及同比增长



数据来源：东北证券，wind

图 50: 旅游业务毛利率

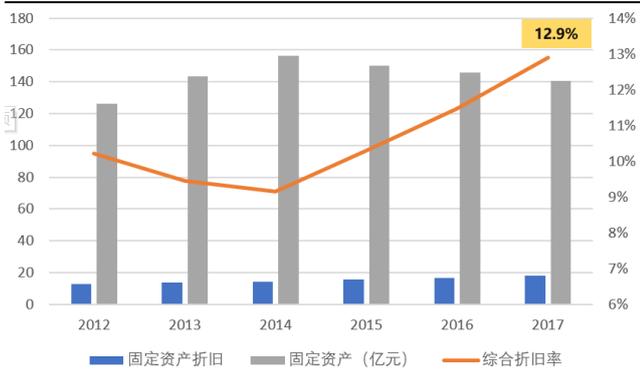


数据来源：东北证券，wind

主题公园类旅游产品属于重资产型业务，固定资产占比较大，以固定资产折旧作为固定营业成本。2017 年，华侨城的综合折旧率为 12.9%，上升 1.43%，仍低于同类

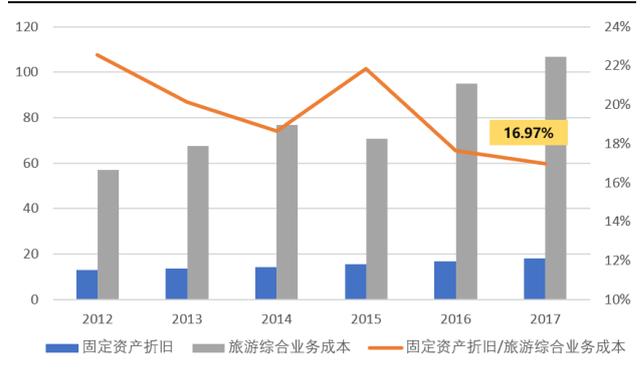
主题公园公司；固定资产折旧占旅游综合业务成本 16.97%。

图 51: 综合折旧率



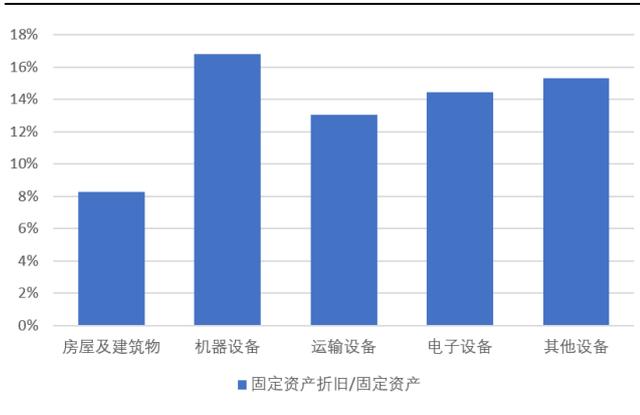
数据来源：东北证券，wind

图 52: 固定资产折旧/旅游综合业务成本



数据来源：东北证券，wind

图 53: 2017 年固定资产折旧分项目



数据来源：东北证券，wind

由于重庆项目步入正轨以及其他项目节庆活动额外带动的游客流量，我们预计主题公园游客接待量增速将维持在 5%。随着消费升级，游客的二次消费比重将会增加，甜品王国园区将带动 IP 周边的销售，我们预计人均旅游营收增速将达 20%。

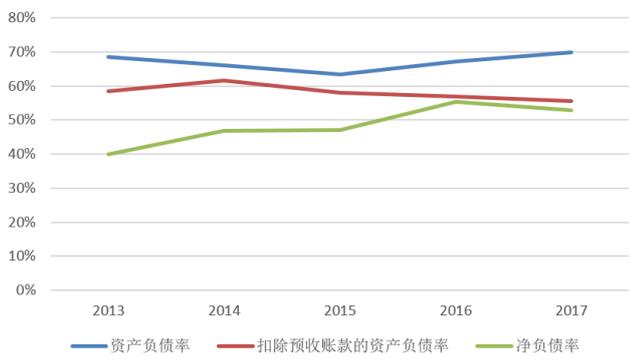
## 5. 融资利率地位，周转逐步提速

### 5.1. 负债低位，融资顺畅

随着段先念先生 2015 年入主公司后，公司进入高速扩张期，公司负债规模及负债率都同比略有提升，但依然处于可控程度，同业比较而言，公司负债状况较为健康。截止 2018 年一季度，公司有息负债余额为 798 亿元，有息负债中以长期借款为主，占比 70.13%，公司短期内偿还压力不大。短债现金覆盖比为 1.88，整体来看短期、长期偿债压力均尚可。

2017 年，公司扣除预收账款的资产负债率为 55.68%，净负债率为 52.83%，负债水平在房企中位于低位。

图 54: 资产负债率、剔除预收账款的资产负债率、净负债率



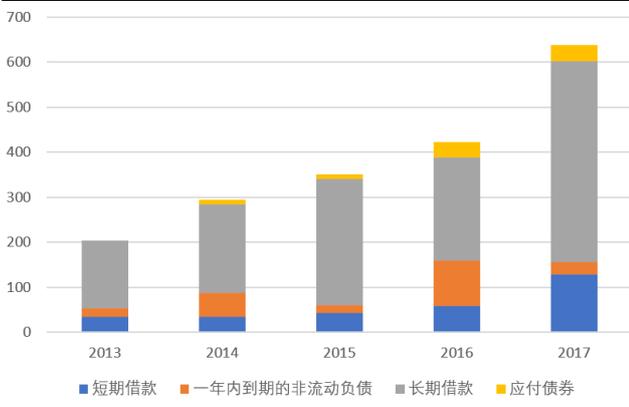
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 55: 有息负债余额及同比增速



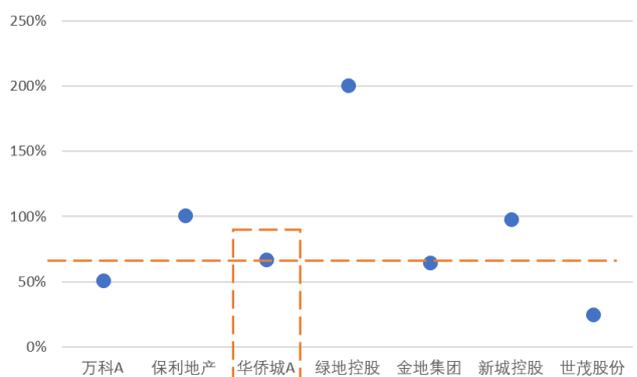
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 56: 有息负债结构



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 57: 2018Q1 净负债率同业比较



数据来源: 东北证券, 公司公告

公司下属企业华侨城(亚洲)控股有限公司在境外成功定价了8亿美元永续债券, 永续债2017-2020年的票面利率为4.3%。公司2016年通过核准的130亿债券发行计划已经全部完成。公司2018年发行的债券的加权平均融资成本仅5.62%, 在行业资金面偏紧的背景下, 仍能维持行业低位。

表 16: 2018 年债券融资明细

	金额(亿元)	起息日	期限(年)	票面利率
18 侨城 06	2.00	2018 年 3 月 12 日	6.72	5.50%
18 侨城 05	8.00	2018 年 3 月 12 日	4.71	5.35%
18 侨城 04	30.00	2018 年 2 月 5 日	6.62	5.74%
18 侨城 03	20.00	2018 年 2 月 5 日	4.62	5.54%
18 侨城 02	10.00	2018 年 1 月 18 日	6.57	5.70%
18 侨城 01	25.00	2018 年 1 月 18 日	4.57	5.59%

数据来源: 东北证券, 公司公告

## 5.2. 开发提速, 加快周转速度

华侨城部分项目从拿地到开盘的时间超过1年, 开发节奏较慢, 制约了公司的周转速度。公司通过出售股权的方式, 加快资金回笼和周转。同时, 公司与业内龙头企

业合作开发项目，加快开发节奏。例如，华侨城与绿地合作开发欢乐滨江项目，华侨城权益占比 51%。未来，南昌华侨城项目地产将以项目托管的方式与万科进行形式合作。值得一提的是，公司合作对象均选择行业前二十龙头企业，在提升整体周转速度的同时，也保证了项目的开发品质。

公司 2017 年以来，实行断崖式考核制度，以激发管理层活力，提高运营效率。我们预计 2018 年周转情况将改善。

**表 17: 公司部分合作开发项目**

项目名称	合作方	权益比例
红山 6979	招商蛇口	50%
沙井后亭工改商旧改项目	花伴里	51%
苏河湾	华润	83.16%
保鑫泉盛项目	保利	50%
欢乐滨江	绿地	51%

数据来源：东北证券，公司公告

## 6. 投资建议

### 6.1. 盈利预测

华侨城 A 的营收主要由地产开发业务、旅游综合业务构成。

地产业务方面，公司 2017 年大幅增长的预收账款及 2018 年上半年同比大幅上升的合同销售金额有效保障了公司未来的营收增长，与此同时中西部地区重点城市，如重庆等城市的房价快速上涨使得公司的毛利率维持在较高水准，我们预计 2018、2019、2020 年公司房地产业务营收将保持 30% 左右的增速，毛利率将维持 55-60% 的高位。

旅游综合业务方面，考虑到旅游项目现金流的稳定性，随着重庆项目步入正轨及新开发项目的陆续投入运营，我们预计公司旅游业务将保持每年 25% 的增长率，毛利率将维持在 42% 左右。

**表 18: 公司盈利预测**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入 (百万)	35,481	42,341	53,715	67,494	80,993
同比 %	10.07%	19.33%	26.86%	25.65%	20.00%
归属母公司净利润 (百万)	6,888	8,643	10,747	13,050	14,620
同比 %	48.44%	25.48%	24.34%	21.43%	12.03%
每股净收益 (元)	0.84	1.05	1.31	1.59	1.78
市盈率	7.72	6.15	4.95	4.07	3.64
市净率	1.11	0.81	0.72	0.63	0.55
净资产收益率 (ROE)	15.76%	16.61%	18.05%	18.89%	18.25%
股息收益率	1.54%	4.63%	6.02%	6.62%	6.79%
总股本	8,206	8,204	8,204	8,204	8,204

数据来源：东北证券，公司公告

2017 年公司房地产销售高增长，2018 年房地产业务营业收入增长有保障，旅游业务收入亦稳健增长。公司地产板块，参考可比公司华夏幸福、荣盛发展 2018 年 PE 水平，保守角度考量，给予 6 倍的 PE；旅游板块方面，考虑其现金流稳定性，给予

12 倍的 PE，考虑到两个业务板块的收入占比，综合给予公司 8 倍的 PE。

**表 19: 可比地产公司估值表**

重点公司	现价	EPS			PE		
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
华侨城 A	6.48	1.05	1.31	1.59	6.15	4.95	4.07
华夏幸福	26.63	2.97	3.94	5.11	8.97	6.76	5.21
荣盛发展	7.85	1.32	1.75	2.24	5.95	4.49	3.50

数据来源：东北证券，公司公告，股价为 2018 年 7 月 13 日收盘价

**表 20: 可比文旅公司估值表**

重点公司	现价	EPS			PE		
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
华侨城 A	6.48	1.05	1.31	1.59	6.15	4.95	4.07
华强方特	13.38	0.77	0.84	0.9	17.38	15.93	14.87
宋城演艺	25.53	0.73	0.91	1.07	34.97	28.05	23.86

数据来源：东北证券，公司公告，股价为 2018 年 7 月 13 日收盘价

公司 2018 年房地产销售有望实现高增长。公司低价获取土地的能力以及旅游综合业务协同作用带来销售高溢价，保证了公司房地产板块的高毛利。旅游综合业务方面，公司客流量持续稳定在亚洲第一，世界第四的位置，随着重庆欢乐谷客流量的增加以及旅游消费升级，2018 年旅游综合收入增速有望提高。公司财务指标优质，融资能力优越，融资成本位于行业低位。

公司的核心竞争力在于卓越的“造城”能力，公司打造综合型城市旅游主题社区，旨在提高片区的价值和城市的竞争力，使城市长期受益，深受地方政府的欢迎，能够在热点二三线城市较低成本获取项目，具备较强的抗地产周期波动能力，旅游业务有望受益于消费升级红利的释放，“旅游+地产”共同支撑公司未来的稳健发展。维持公司买入评级，给予公司目标价 10.48 元/股。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	29,156	32,917	28,970	27,938
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	484	563	723	855
存货	105,458	129,444	163,676	200,672
其他流动资产	3,248	3,410	3,581	3,760
<b>流动资产合计</b>	<b>166,661</b>	<b>196,907</b>	<b>236,091</b>	<b>280,192</b>
可供出售金融资产	1,915	1,915	1,915	1,915
长期投资净额	14,897	16,989	19,347	21,887
固定资产	14,057	16,768	19,446	21,899
无形资产	6,199	7,577	8,701	9,934
商誉	115	115	115	115
<b>非流动资产合计</b>	<b>50,802</b>	<b>55,468</b>	<b>58,817</b>	<b>57,649</b>
<b>资产总计</b>	<b>217,463</b>	<b>252,376</b>	<b>294,908</b>	<b>337,841</b>
短期借款	12,758	11,758	11,258	10,758
应付款项	11,346	12,654	16,585	20,135
预收款项	30,910	39,212	49,271	59,125
一年内到期的非流动负债	2,790	5,580	6,138	6,752
<b>流动负债合计</b>	<b>102,794</b>	<b>123,167</b>	<b>152,680</b>	<b>181,445</b>
长期借款	44,706	47,706	49,206	50,206
其他长期负债	777	1,010	1,111	1,222
<b>长期负债合计</b>	<b>49,194</b>	<b>55,146</b>	<b>57,291</b>	<b>58,950</b>
<b>负债合计</b>	<b>151,987</b>	<b>178,312</b>	<b>209,971</b>	<b>240,394</b>
归属于母公司股东权益合计	52,048	59,556	69,087	80,097
少数股东权益	13,427	14,507	15,851	17,349
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>217,463</b>	<b>252,376</b>	<b>294,908</b>	<b>337,841</b>

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>42,341</b>	<b>53,715</b>	<b>67,494</b>	<b>80,993</b>
营业成本	21,064	25,992	32,830	40,344
营业税金及附加	7,958	10,183	12,741	15,300
资产减值损失	658	628	608	607
销售费用	1,445	1,884	2,347	2,816
管理费用	2,230	3,018	3,711	4,455
财务费用	1,598	1,749	1,821	1,877
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	4,800	5,040	5,292	5,556
<b>营业利润</b>	<b>12,205</b>	<b>15,299</b>	<b>18,727</b>	<b>21,151</b>
营业外收支净额	616	677	692	674
<b>利润总额</b>	<b>12,821</b>	<b>15,976</b>	<b>19,418</b>	<b>21,825</b>
所得税	3,502	4,149	5,024	5,707
净利润	9,318	11,827	14,394	16,119
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8,643</b>	<b>10,747</b>	<b>13,050</b>	<b>14,620</b>
少数股东损益	675	1,080	1,344	1,498

现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>9,318</b>	<b>11,827</b>	<b>14,394</b>	<b>16,119</b>
资产减值准备	658	628	608	607
折旧及摊销	2,098	2,334	2,611	3,017
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	<b>1,799</b>	<b>1,895</b>	<b>1,986</b>	<b>2,022</b>
投资损失	-4,800	-5,040	-5,292	-5,556
运营资本变动	-18,551	-11,118	-14,003	-16,579
其他	-3,054	161	119	255
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>-10,754</b>	<b>-277</b>	<b>-706</b>	<b>-1,377</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-9,335</b>	<b>-1,538</b>	<b>-214</b>	<b>4,161</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>29,326</b>	<b>5,576</b>	<b>-3,026</b>	<b>-3,817</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-10,354</b>	<b>-3,448</b>	<b>-2,292</b>	<b>1,286</b>

财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	1.05	1.31	1.59	1.78
每股净资产 (元)	7.98	9.03	10.35	11.88
每股经营性现金流量 (元)	-1.31	-0.03	-0.09	-0.17
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	19.33%	26.86%	25.65%	20.00%
净利润增长率	25.48%	24.34%	21.43%	12.03%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	50.25%	51.61%	51.36%	50.19%
净利率	20.41%	20.01%	19.34%	18.05%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数 (天)	3.75	3.83	3.91	3.86
存货周转天数 (天)	1502.62	1800.00	1805.00	1803.33
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	69.89%	70.65%	71.20%	71.16%
流动比率	1.62	1.60	1.55	1.54
速动比率	0.60	0.55	0.47	0.44
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	3.41%	3.51%	3.48%	3.48%
管理费用率	5.27%	5.62%	5.50%	5.50%
财务费用率	3.77%	3.26%	2.70%	2.32%
<b>分红指标</b>				
分红比例				
股息收益率	4.63%	6.02%	6.62%	6.79%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	6.15	4.95	4.07	3.64
P/B (倍)	0.81	0.72	0.63	0.55
P/S (倍)	1.26	0.99	0.79	0.66
净资产收益率	16.61%	18.05%	18.89%	18.25%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

张云凯，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，三年半信托公司一线业务从业经验，2017年加入东北证券研究咨询分公司，现任房地产行业研究助理。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准 -5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
袁颖 (总监)	021-20361100	13621693507	yuanying@nesc.cn
王博	021-20361111	13761500624	wangbo@nesc.cn
李寅	021-20361229	15221688595	liy in@nesc.cn
杨涛	021-20361106	18601722659	y angtao@nesc.cn
阮敏	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
李喆莹	021-20361101	13641900351	lizy@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	y inlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengy g@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	y anwei@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
邱晓星 (总监)	0755-33975865	18664579712	qiuxx@nesc.cn
刘璇	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn