2021 年 03 月 14 日
证券研究报告•公司研究报告
华侨城 A（000069）房地产

买入（维持）
当前价：9.01 元
目标价：11.56 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

文旅业务量质齐升，独特模式铸造龙头

投资要点

- **推荐逻辑：**（1）公司“文化+旅游+新型城镇化”的独特模式，造就国内文旅龙头低位，疫情后业务加速恢复，规模持续放量；（2）多元化拿地保持低地价优势，周转提速叠加城市布局增加，助力公司销售大幅增至千亿，充沛土地资源保证公司持续竞争力。（3）央企背景负债状况健康，融资成本位居行业低位。
- **财务状况健康，文旅地产双轮驱动。**公司业务由文旅地产双轮驱动，2020H1 公司文旅业务和地产业务分别贡献营收 58%和 40%，2020Q1-Q3 公司营收逆势增长 12%至 334 亿元，归母净利润微降 13%至 52 亿元。作为央企，公司负债状况健康，截止 2020Q3 现金短债比/扣预资产负债率/净负债率分别为 1.1/96%/70%，三道红线全部达标，公司融资成本仅 4.6%，位居行业低位。
- **打造“文化+旅游+新型城镇化”模式，文旅规模持续放量。**公司文旅规模位居亚太第一，全球 Top3，2015-2019 年公司文旅营收由 123 亿元增至 303 亿元，2020H1 文旅营收在疫情影响下营收达 99 亿元；同期文旅参观量由 3018 万人次增至 5397 万人次，2020H1 受疫情影响降至 830 万人次，目前正加速恢复。业务强劲发展主要源于：**1）独特的“文旅+地产”模式**，通过文化与旅游产品融合，依靠文旅勾地方式获取低价土地，并以地产销售反哺文旅业务，形成业务协同效应，与同行错位竞争；**2）成熟产品线的持续迭代**，其中互动娱乐型“欢乐谷”和“商业文旅型”欢乐海岸已具备较强的复制性及盈利性，已初步完成全国性布局，2018-2020 年公司景区数由 13 个增至 24 个，开放式旅游区由 0 个增至 4 个。
- **多元化拿地保持地价优势，周转提速&布局延伸助力销售跨越千亿。1）销售额大幅增长，跨越千亿：**2016-2020 年公司销售额由 342 亿元增至 1052 亿元，CAGR 达 32%，主要由于项目周转效率提升以及城市布局加速。**2）多元化拿地保持地价优势，土储优质充沛：**截止 2020Q3 公司新增土地建面 1000 万方，其中 70%为文旅综合用地，文旅勾地为主的拿地方式保证地价持续走低，土地楼面价由 2016 年的 9805 元/平降至 2020Q3 的 3512 元/平，模式优势提升公司盈利能力，57%的毛利率大幅领先其他房企。截止 2020Q3 公司累计土储建面 2879 万方，一二线占比近 80%，布局优质，可开发年限远高于其他房企。
- **盈利预测与投资建议。**充分考虑疫情的影响，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润年复合增速为 17.7%；EPS 分别为 1.86/2.24/2.45 元，考虑到公司文旅业务疫情后加速恢复及地产销售金额的快速提升，维持“买入”评级，2021 年目标价 11.56 元，相当于每股 RNAV17.04 元折让 32.2%。
- **风险提示：**竣工交付低于预期、销售及回款不及预期、文旅项目恢复不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	60025	77900	102903	128471
增长率	24.68%	29.78%	32.10%	24.85%
归属母公司净利润（百万元）	12340	15292	18359	20101
增长率	16.54%	23.92%	20.06%	9.49%
每股收益 EPS（元）	1.50	1.86	2.24	2.45
净资产收益率 ROE	15.10%	15.18%	15.70%	15.12%
PE	6.0	4.8	4.0	3.7
PB	0.78	0.67	0.58	0.51

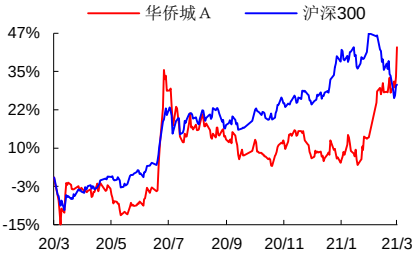
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：沈猛
执业证号：S1250519080004
电话：021-58351679
邮箱：smg@swsc.com.cn

联系人：池天惠
电话：13003109597
邮箱：cth@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)	82.02
流通 A 股(亿股)	70.57
52 周内股价区间(元)	5.62-9.01
总市值(亿元)	738.98
总资产(亿元)	4,326.91
每股净资产(元)	8.58

相关研究

1. 华侨城 A（000069）：销售持续向好，文旅逐步恢复 (2020-11-24)
2. 华侨城 A（000069）：产品迭代资源上量，文旅巨头再出发 (2020-09-25)

目 录

1 央企赋能财务健康，文旅地产驱动业绩 1

1.1 央企背景赋能，财务状况健康 1

1.2 文旅地产双轮驱动，疫情不改增长轨道 4

2 打造“文化+旅游+新型城镇化”模式，规模持续放量 6

2.1 文旅市场空间广阔，疫情控制行业复苏在即 6

2.2 业务协同发展，开创“文化+旅游+新型城镇化”模式 7

2.3 产品迭代升级，异地复制规模放量 11

3 文旅勾地降低地价，销售规模跨越千亿 16

3.1 周转效率提升叠加布局延伸，销售规模跨越千亿 16

3.2 文旅勾地降低成本，盈利能力领跑行业 18

3.3 土储资源丰富，布局核心城市 20

3.4“文旅+地产”案例解析-顺德欢乐海岸 PLUS 21

4 盈利预测与估值 23

4.1 关键假设 23

4.2 绝对估值 23

4.3 相对估值 24

5 风险提示 24

图 目 录

图 1：公司发展历程 1
图 2：公司股权结构集中 2
图 3：2020H1 公司融资中银行贷款占比达 69% 3
图 4：2020H1 公司融资中 1 年内到期债务占比仅 15.2% 3
图 5：华侨城融资成本 4.56%处于行业低位 3
图 6：2020Q3 公司现金短债比为 1.1 3
图 7：2020Q3 公司净负债率和扣预资产负债率为 70%和 96% 3
图 8：公司升级战略为“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融” 4
图 9：公司 2015-2020H1 业务营收结构 4
图 10：公司 2015-2020H1 业务毛利结构 4
图 11：2020Q3 总资产增长 18.7%至 4327 亿元 5
图 12：2020Q3 净资产增长 22.9%至 703 亿元 5
图 13：2020Q3 营收 11.8%至 334 亿元 5
图 14：2020Q3 归母净利润下滑 13.3%至 52 亿元 5
图 15：2015-2019 年中国旅游人数 CAGR 高达 10.8% 6
图 16：2019 年中国人均旅游费用达 935 元 6
图 17：2015-2019 年中国旅游市场规模 CAGR 达 13.8% 6
图 18：2019 年国内演出观众达 12.3 亿人次 6
图 19：2021 年春节国内旅游人次恢复至疫情前 75% 7
图 20：2021 年春节国内旅游收入恢复至疫情前 6 成 7
图 21：“文化+旅游+新型城镇化”商业模式 7
图 22：公司“文化 +”战略整合资源及兑现载体 8
图 23：公司通过外部引入获取二次元文化 IP 8
图 24：公司通过原创孵化得到客家文化 IP 8
图 25：公司文化 IP 赋能旅游产品-卡乐儿童王国 8
图 26：公司深耕云南全域旅游 9
图 27：花橙云南双双卡 9
图 28：国内文旅企业不同的经营策略 10
图 29：2020H1 华侨城文旅 99 亿元营收位居国内首位 10
图 30：2020H1 华侨城文旅 37.5 亿元毛利位居国内首位 10
图 31：2020H1 文旅业务毛利率为 38%位于板块中游 11
图 32：2019 年华侨城主题公园参观人数位居全球第三 11
图 33：2020 年文化和旅游企业品牌价值排名（仅列前 20 名） 11
图 34：华侨城文旅产品体系 12
图 35：第一代主题公园-静态游览型（世界之窗） 13
图 36：第二代主题公园-互动游乐型（欢乐谷） 13
图 37：第三代主题公园-生态旅游型（东部华侨城） 13
图 38：第四代主题公园-商业文娱型（欢乐海岸） 13
图 39：公司文旅业务初步完成全国布局 14

图 40：2020 年上半年文旅业务增长 73.8%至 99 亿元 14
图 41：2020H1 公司文旅项目参观人数短期下滑 14
图 42：2018-2020 公司各类项目数量持续放量 14
图 43：春节期间武汉欢乐谷营收同比增长高达 205% 15
图 44：春节期间武汉欢乐谷入园人数同比增长高达 142% 15
图 45：2020 年公司销售金额增长 22%至 1052 亿元 16
图 46：2020 年公司销售面积同比增长 85%至 465 万方 16
图 47：2020Q3 一二线城市销售额占比达 92% 16
图 48：2020Q3 销售额珠三角和长三角占比合计达 80% 16
图 49：华侨城 2019 年销售布局大幅拓宽 17
图 50：华侨城近年布局城市大幅增加 17
图 51：华侨城 2019 年城均销售额提升 13%至 34.5 亿元 17
图 52：华侨城原布局城市成交均价 3 年 CAGR 17
图 53：2019 年华侨城“快周转”战略 18
图 54：华侨城南京项目拿地到开盘时间不断缩短 18
图 55：“文旅+地产”模式具有多种优势 18
图 56：2020Q3 新增土地拿地方式建面结构 18
图 57：2020H1 公司新增土地建面增长 4%至 642 万方 19
图 58：2016-2020H1 公司新增土地楼面价持续降低 19
图 59：公司 2020Q3 新增土地城市布局结构 19
图 60：公司 2020Q3 新增土地区域布局 19
图 61：公司净利率和毛利率均稳步提升 20
图 62：2020Q1-Q3 房企毛利率对比 20
图 63：2020Q3 土储一二线城市占比达 77% 20
图 64：2020Q3 土储集中于中西部、珠三角和成渝地区 20
图 65：2020Q3 公司累计土储建面达 2879 万方 21
图 66：2020Q3 华侨城开发年限 11.8 年领先同行 21
图 67：顺德欢乐海岸 PLUS 及周边华侨城项目 21
图 68：华侨城拿地价格相比竞品更低 22
图 69：华侨城住宅售价较周边略有溢价 22
图 70：华侨城公寓售价较周边有明显价差 22
图 71：华侨城促进所在片区价值快速提升 22

表 目 录

表 1：公司股权激励措施已落地 2
表 2：主题公园参观人数（万人次） 13
表 3：2021 年 2 月中国旅游景区欢乐指数（THI）现代娱乐景区 TOP20 15
表 4：分业务收入及毛利率 23
表 5：公司每股净资产价值估算 23
表 6：房地产业务可比公司估值 24
附表：财务预测与估值 25

1 央企赋能财务健康，文旅地产驱动业绩

1.1 央企背景赋能，财务状况健康

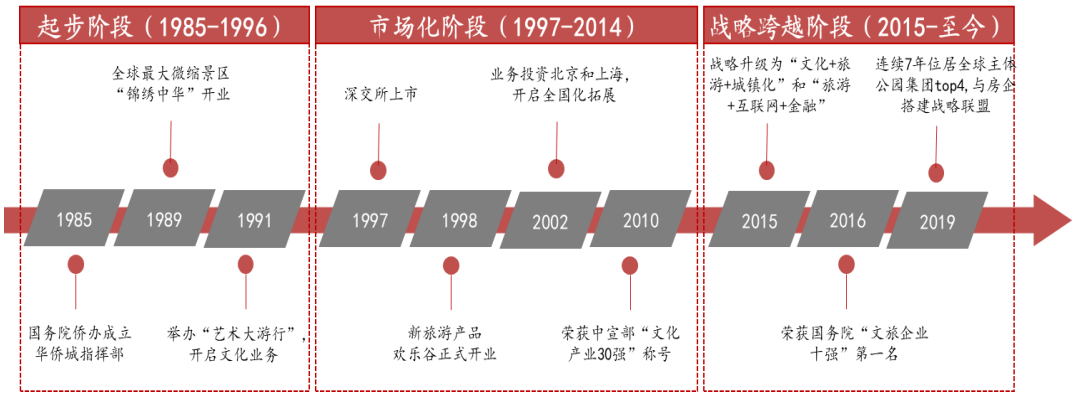
深圳华侨城股份有限公司(“华侨城”)成立于 1985 年，经过 30 余年的发展，业务布局遍及 60 多个城市，致力于成为“主题公园领导者、旅游产业领军者和城镇化价值实现者”，是国内文旅龙头企业，公司发展主要经历了 3 个阶段：

（1）起步阶段（1985-1996 年）：1985 年国务院侨办成立深圳特区华侨城建设指挥部；1986 年华侨城房地产公司成立，奠定未来地产业务基石；1989 年世界上最大的微缩景区“锦绣中华”正式开园；1991 年锦绣中华推出大型表演“艺术大游行”，华侨城文化业务正式启动；1994 年深圳世界之窗正式开业。

（2）市场化阶段（1997 年-2014 年）：1997 年华侨城酒店集团成立，正式开启酒店业务，同年华侨城 A 股在深圳交易所上市；1998 年华侨城新一代旅游产品欢乐谷正式开业，标志着全国最大规模的主题公园集团正式形成；2000 年华侨城举办首届旅游狂欢节，开创旅游节日先河；2002 年公司分别投资北京和上海，业务开始迈向全国；2006 年深圳欢乐谷成为国内首个进入“亚太地区 top10 主题公园”的项目；2010 年公司首次荣获中国中宣部“文化产业 30 强”称号；2011 年公司都市娱乐项目深圳欢乐海岸开业。

（3）战略跨越阶段（2015 年-至今）：2015 年华侨城战略升级，将“旅游+地产”战略调整为“文化+旅游+新型城镇化”和“旅游+互联网+金融”战略；2016 年荣获国务院研究中心“文旅企业 10 强”第一名；2017 年公司成立欢乐谷集团，标志着欢乐谷连锁经营迈向新阶段；2019 年公司已连续 7 年位居全球主体公园集团 4 强，同年与万科等房企搭建战略联盟，整合跨界资源；2020 年公司获得“中国文化和旅游企业品牌价值榜前三强”，在文化旅游行业中排名第一。

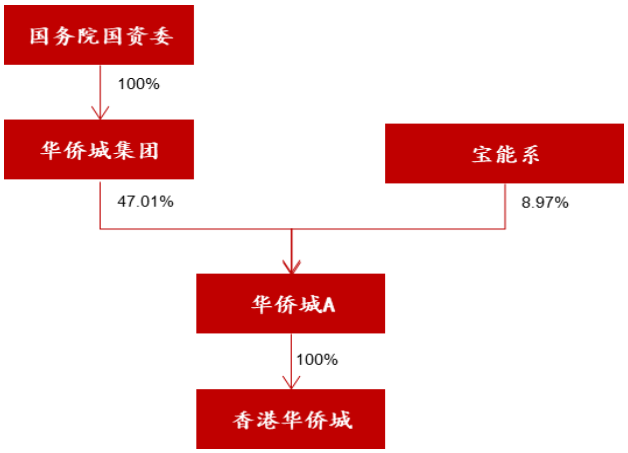
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

背靠央企，股权集中。华侨城的大股东为央企华侨城集团有限公司(华侨城集团)，持股比例为 47.01%，股权较为集中。2015 年华侨城发起 80 亿定增方案，引入宝能系成为公司第二大股东，加速公司落实混合所有制改造，截止 2020Q3 末宝能系通过前海人寿及钜盛华持有 8.97%的股份。

图 2：公司股权结构集中



数据来源：Wind，西南证券整理

落实股权激励，激发员工积极性。公司于 2015 年设置了股权激励机制，以鼓励公司干部提高公司业绩。截至最近，该股权激励机制计划授予 7775 万股，分四次授予，要求公司在 2016-2019 年的 4 年间在 ROE、销售净利率和扣非归母净利润上有所要求，每次解锁的股份均约仅占总股本的 0.24%。目前，四期解锁条件均已达成，股权激励措施得到落地，也带动了公司业绩飞速提升。

表 1：公司股权激励措施已落地

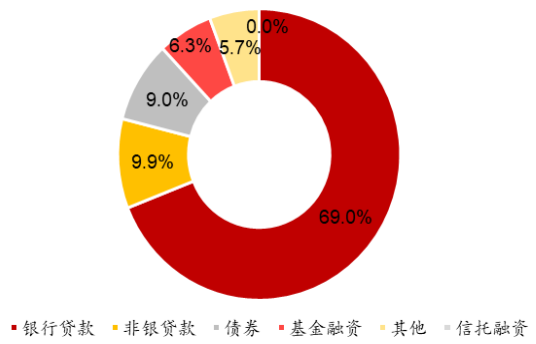
解锁安排	解锁期	解锁比例	解锁股份	解锁条件		
				加权平均 ROE	销售净利率	扣非净利润 3 年 CAGR
第一次	2017~2018	25%	2026.25	2016 年>12.5%	2016 年>16%	2013~2016 年>10%
第二次	2018~2019	25%	1962.50	2017 年>12.5%	2017 年>16%	2014~2017 年>10%
第三次	2019~2020	25%	1943.75	2018 年>12.5%	2018 年>16%	2015~2018 年>10%
第四次	2020~2021	25%	1943.75	2019 年>12.5%	2019 年>16%	2016~2019 年>10%

数据来源：公司公告、西南证券整理

央企背景赋能，融资成本位居行业低位。公司凭借“文旅+地产”的独特模式以及央企背景，拥有处于行业低位的融资成本，在 2019 年公司的融资成本为 4.56%，低于大多竞争对手，和融创、恒大等公司相比拥有 4%左右的融资差优势。

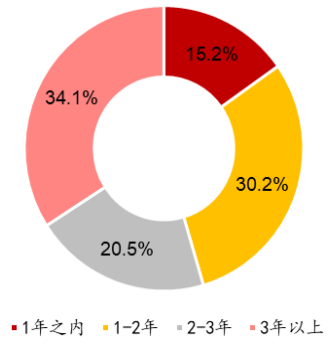
融资渠道多样化，融资结构合理。融资渠道方面，公司通过可直接融资、债券、REITs、权益融资等多种方式进行融资，2019 年实现外部融资 558 亿元。公司 2020H1 的融资余额中大部分是融资成本较低的银行贷款，占比 69%。从期限结构上看，2020 年上半年末，华侨城的债务以长期债务为主，其中 3 年以上的债务占比达 34.1%，而 1 年内到期的债务仅占 15.2%，因此公司拥有较为良好的融资期限结构。

图 3：2020H1 公司融资中银行贷款占比达 69%



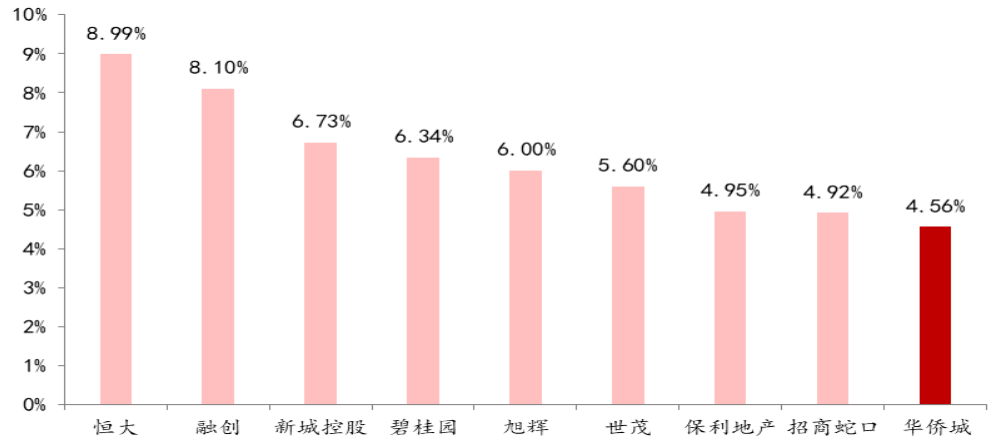
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 4：2020H1 公司融资中 1 年内到期债务占比仅 15.2%



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

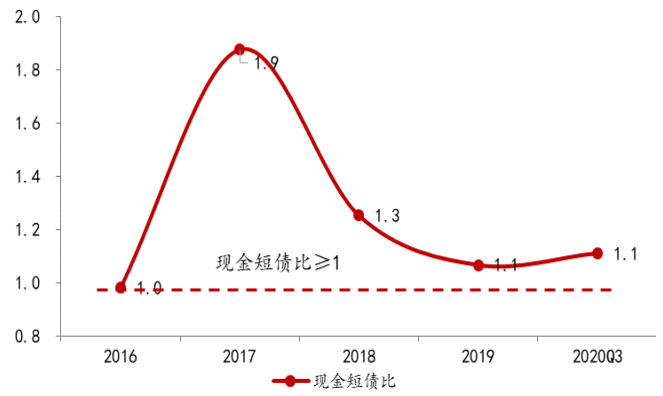
图 5：华侨城融资成本 4.56%处于行业低位



数据来源：克而瑞，公司网站，西南证券整理

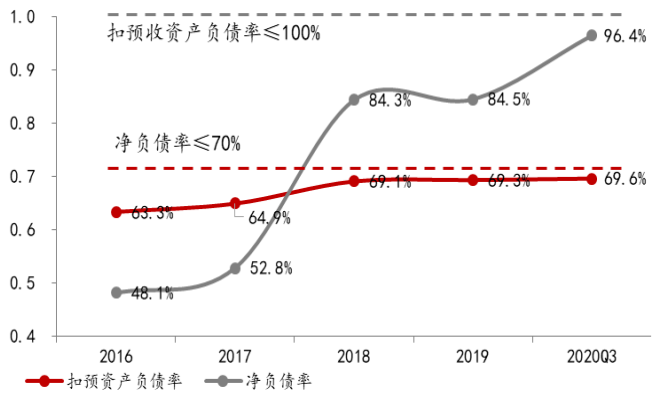
三道红线均为绿档，公司负债状况良好。根据 2020 年 8 月出台的房企“三道红线”规定，公司三大指标均为绿档，负债状况良好，奠定未来发展基调。2016-2020Q3 现金短债比始终保持在 1.0 以上，2020Q3 为 1.1 左右；同期由于公司业务加快拓展，净负债率由 48.1%提升至 96.4%，仍在红线之下；同期公司扣预资产负债率仅由 63.3%增至 69.6%，保持良好状况。

图 6：2020Q3 公司现金短债比为 1.1



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 7：2020Q3 公司净负债率和扣预资产负债率为 70%和 96%

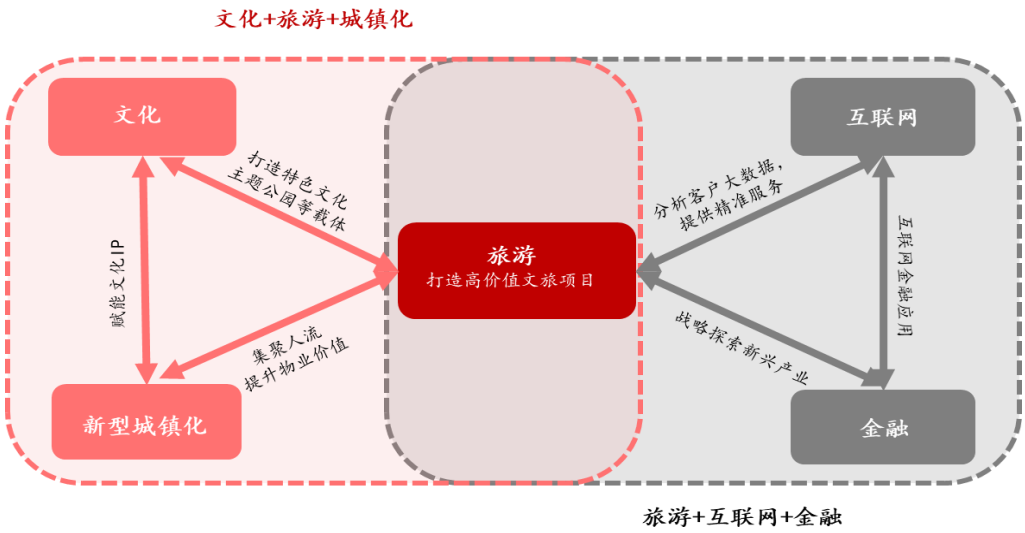


数据来源：克而瑞，公司公告，西南证券整理

1.2 文旅地产双轮驱动，疫情不改增长轨道

公司业务战略升级，以“文化+旅游+新型城镇化”为核心抓手。华侨城在“文旅+地产”的成功创业基础上，于 2015 年推行“文化+旅游+新型城镇化”和“旅游+互联网+金融”的战略升级，公司致力于成为中国文化产业领跑者、中国新型城镇化引领者和中国全域旅游示范者，在三大核心领域成为龙头。公司“文化+旅游+城镇化”是核心抓手，以文化为核心，提升旅游价值和影响力，打造高价值旅游产品项目，进而提升城镇化价值，而城镇化能够带来区域的人口和产业集聚，反哺文旅业务，三大板块相辅相成，协同发展。

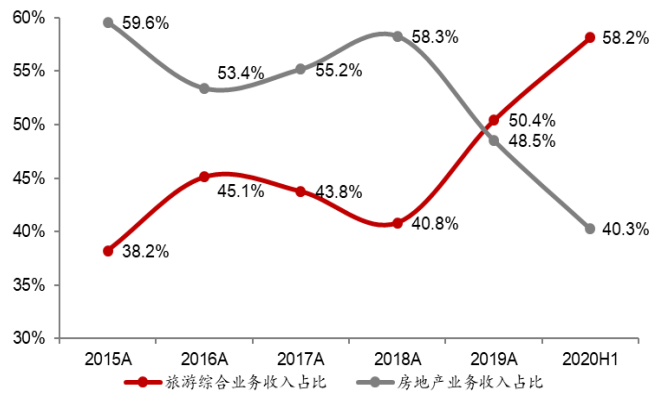
图 8：公司升级战略为“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”



数据来源：Wind，西南证券整理

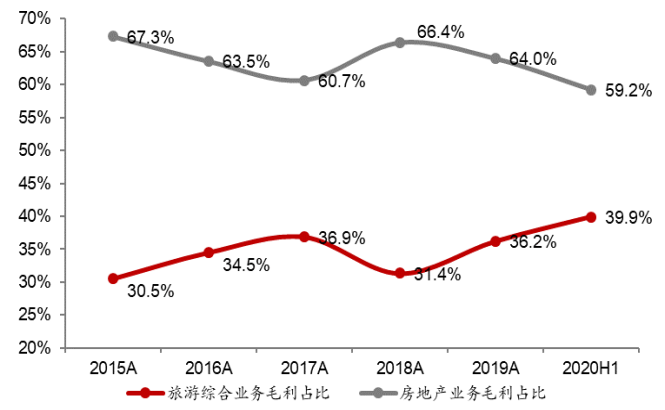
文旅、地产业务双轮驱动，长期业绩稳固发展。文旅业务（包含文旅项目的配套住宅业务营收）加速发展，从营收结构上看，2015-2020H1 文旅业务营收占比由 38.2%提升至 58.2%，地产业务营收则从 59.6%降至 40.3%；从毛利结构上看，2015-2020H1 文旅业务毛利占比由 30.5%提升至 39.9%，地产业务毛利占比则由 67.3%降至 59.2%。公司业务上目前呈现双轮驱动势头，未来文旅业务将得到更加持续的提升。

图 9：公司 2015-2020H1 业务营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司 2015-2020H1 业务毛利结构

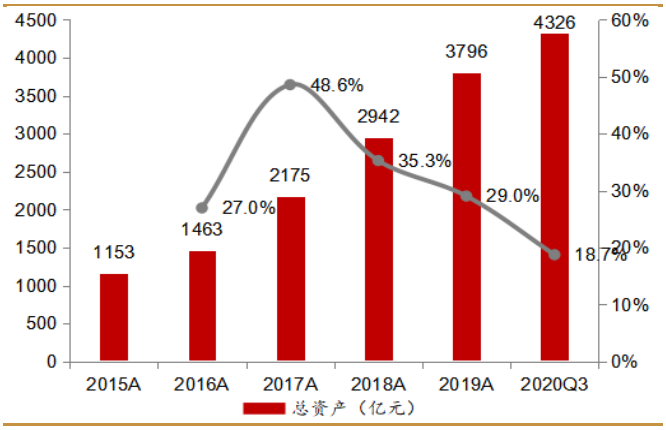


数据来源：公司公告，西南证券整理

营收及归母净利润短期承压，不改长期提升趋势。公司 2015-2019 年营收由 322 亿元提升至 600 亿元，5 年 CAGR 达 16.8%且增速呈现加速趋势，2019 年增速达 24.7%，2020 年前三季度即使受到疫情的影响，公司仍实现总营收 334 亿元，同比上涨 11.8%。公司 2015-2019 年归母净利润由 46 亿元提升至 123 亿元，5 年 CAGR 达 27.7%，2020 前三季度由于疫情影响，公司业绩短期承压，归母净利润下滑 13.3%至 52 亿元，四季度预计将加速恢复，长期提升趋势不改。

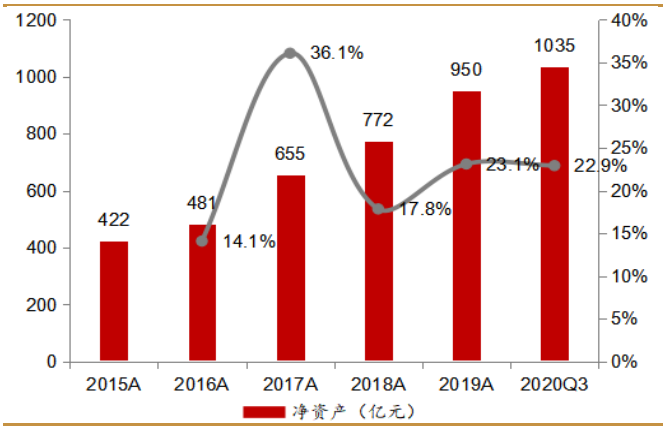
资产总量不断扩大。公司 2015-2020Q3 总资产由 1153 亿元提升至 4327 亿元，提升 3.8 倍。公司 2015-2020Q3 年净资产由 422 亿元提升至 1035 亿元，提升 2.5 倍，公司资产规模持续扩大。

图 11：2020Q3 总资产增长 18.7%至 4327 亿元



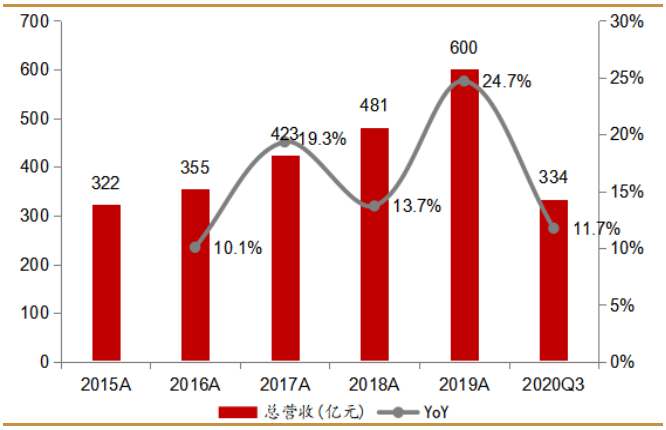
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2020Q3 净资产增长 22.9%至 703 亿元



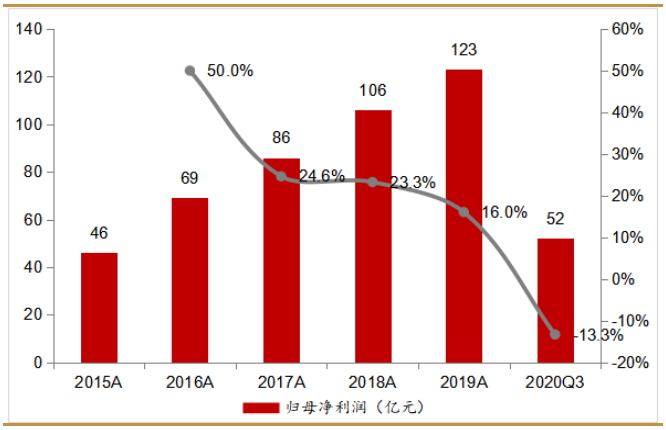
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：2020Q3 营收 11.8%至 334 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2020Q3 归母净利润下滑 13.3%至 52 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

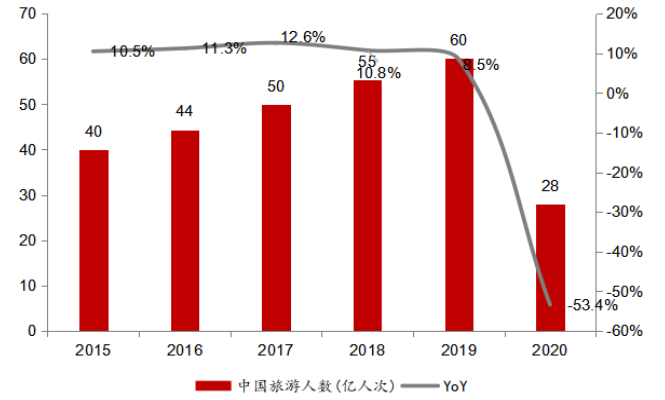
2 打造“文化+旅游+新型城镇化”模式，规模持续放量

2.1 文旅市场空间广阔，疫情控制行业复苏在即

国内旅游人数和人均旅游费用持续增长，市场规模达万亿规模。中国旅游人数近 6 年来持续增长，2015-2019 年中国旅游人数由 40 亿人次增长至 60 亿人次，4 年 CAGR 达 10.8%，2020 年受疫情影响，增速下滑 53.4%至 28 亿人次；2015-2019 年中国人均旅游费用由 857 元提高至 953 元，4 年 CAGR 为 2.5%，保持稳健增长，2020 年受疫情影响，增速下滑 16%至 796 元；2015-2019 旅游行业营收规模由 3.42 万亿提升至 5.73 万亿，4 年 CAGR 达 13.8%，2020 年受疫情影响，则增速下滑 61%至 2.23 万亿。随着疫情防控逐渐取得成效，叠加疫情期间人们旅游需求释放，市场空间处于快速增长势头中，未来市场空间有望突破十万亿。

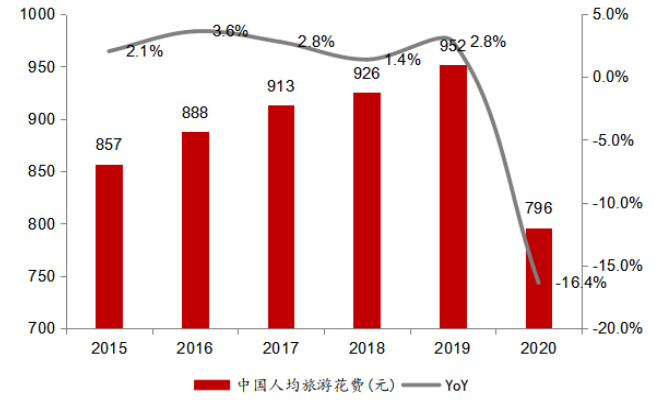
“文化+旅游”将成为旅游新趋势。2018 年 3 月，国务院机构推行改革，将文化部和国家旅游局进行权责整合，组建文化和旅游部，预示着“文化+旅游”成为未来旅游新趋势，未来文旅企业将加大文化产业挖掘力度，在打造旅游项目时注入更多文化内涵和文化 IP 以重构旅游全产业体系，既把握居民消费升级的需求，又解决旅游项目开发中文化软件和旅游硬件相结合的痛点，引领文旅经济进入良性循环。2015-2019 年国内艺术表演团体国内演出观众人次由 9.6 亿人次提高至 12.3 亿人次，演出收入由 94 亿元提升至 128 亿元。

图 15：2015-2019 年中国旅游人数 CAGR 高达 10.8%



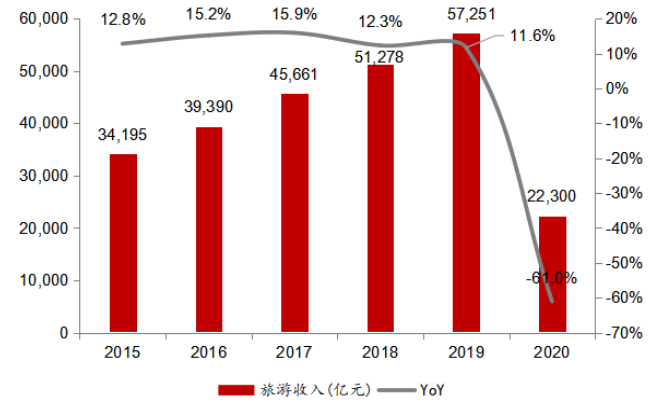
数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：2019 年中国人均旅游费用达 935 元



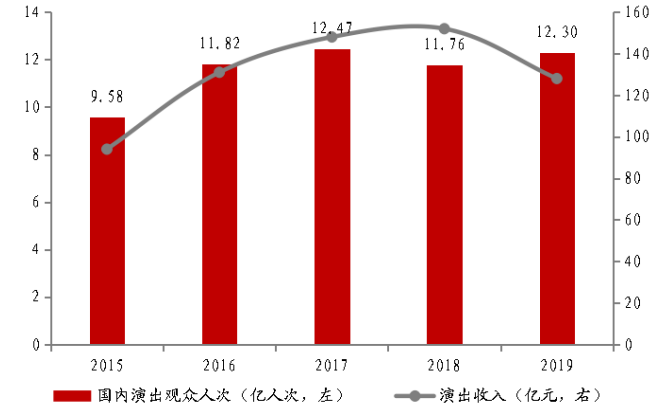
数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：2015-2019 年中国旅游市场规模 CAGR 达 13.8%



数据来源：Wind，西南证券整理

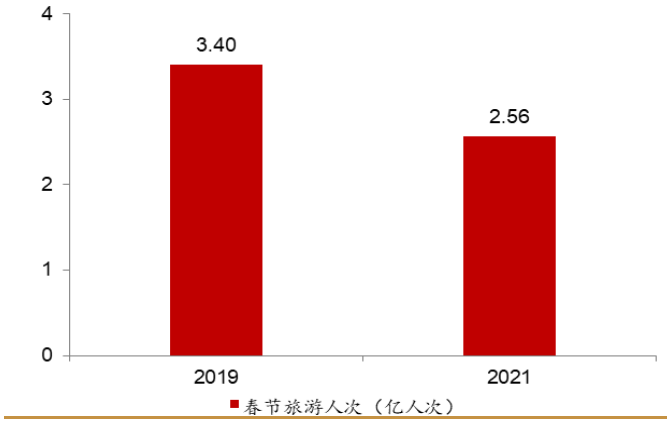
图 18：2019 年国内演出观众达 12.3 亿人次



数据来源：全国文化和旅游部，西南证券整理

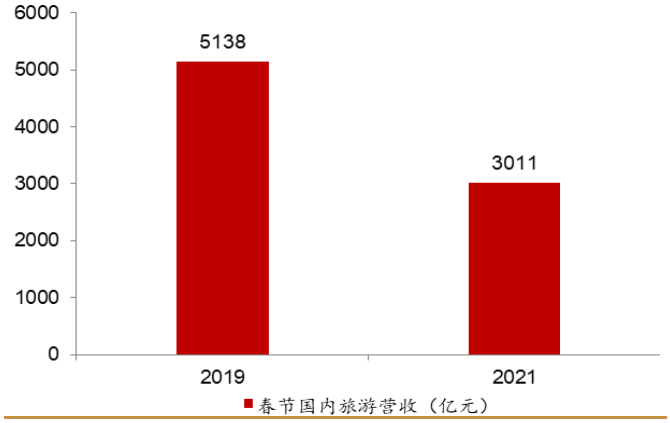
疫情控制行业复苏在即，春节国内旅游大幅恢复。2021 年春节文旅市场统计数据显示，假期七天我国国内游达到 2.56 亿人次，同比增长 15.7%，恢复至 2019 年同期的 75.3%。实现国内旅游收入 3011 亿元，同比增长 8.2%，恢复至 2019 年同期的 58.6%，该恢复数据为国内“就地过年”的大指导方向下状况，未来随着疫苗的普及，全球疫情的逐步控制，国内外旅游将会得到进一步的复苏。

图 19：2021 年春节国内旅游人次恢复至疫情前 75%



数据来源：全国文化和旅游部，西南证券整理

图 20：2021 年春节国内旅游收入恢复至疫情前 6 成

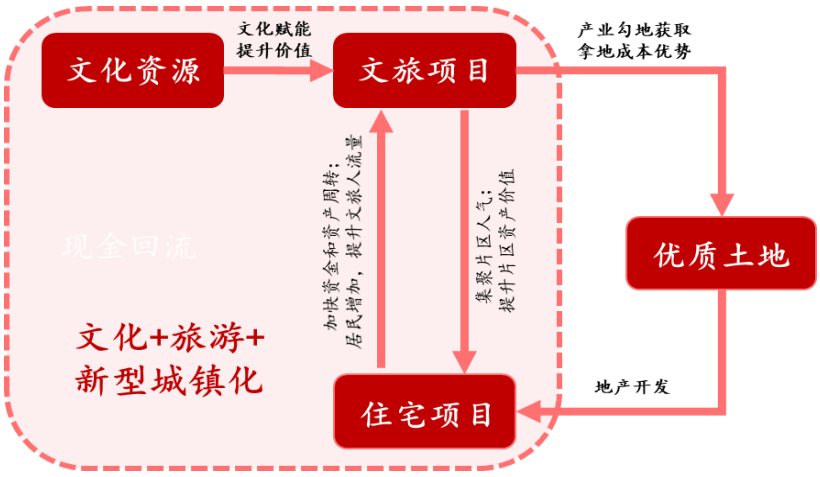


数据来源：全国文化和旅游部，西南证券整理

2.2 业务协同发展，开创“文化+旅游+新型城镇化”模式

华侨城实施“文化+旅游+新型城镇化”模式，推动文化、旅游和地产开发三大业务产生协同效应。公司商业模式从业务流角度上看：1）将文化软件和旅游硬件相结合，提升文旅项目的价值和客户吸引力；2）通过文旅项目去获取低成本的优质土地及提升片区价值；3）将低成本土地进行开发，通过住宅销售等方式获取快速的现金回流，加快项目整盘的资产周转效率；4）随着成熟居住片区的形成，片区的人群集聚效应又进一步提升文旅项目的人流量。由此文化、旅游和地产开发产生良性的协同效应。而“旅游+互联网+金融”则是将互联网和金融等新兴方式应用到公司文旅业务中，推动其高效发展。

图 21：“文化+旅游+新型城镇化”商业模式



数据来源：西南证券整理

以“文化+”战略整合资源，以文化 IP 赋能旅游产品。公司以“文化+”战略整合文化演艺、文化创意、艺术展示等资源，并通过影视、音乐、VR 科技等载体积极兑现文化资源的市场价值。华侨城引进和孵化一系列文化 IP，并将 IP 与旅游产品进行结合：1）公司引进二次元 IP “十万个冷笑话”吸引 95 后、00 后等主题公园主力游客，充分结合该类 IP 的特性和粉丝势能，积极研发落地园区内的高科技互动体验项目；2）公司引进亲子类型的 IP，并应用亲子 IP 在少儿游乐、教育培训等的优势，孵化出一系列线上动画内容与线下场景体验深度结合的儿童商业业态品牌，并打造出集互动体验、主题游乐、教育培训、玩具售卖等为一体的室内外组合式儿童娱乐中心“卡乐儿童王国”；3）公司孵化客家文化 IP“小凉帽”，公司将 IP 应用至深圳甘坑客家小镇，开展了“小凉帽之家酒店体验官”、“小凉帽农场”等丰富多彩的活动，吸引了大量游客前来游玩参观，已成为“网红打卡景点”。公司通过外部引进和原创孵化等多种方式，积极打造文化 IP，并将文化 IP 与旅游产品相结合，打造出独特的华侨城文旅产品。

图 22：公司“文化 +”战略整合资源及兑现载体



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 23：公司通过外部引入获取二次元文化 IP



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 24：公司通过原创孵化得到客家文化 IP



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 25：公司文化 IP 赋能旅游产品-卡乐儿童王国

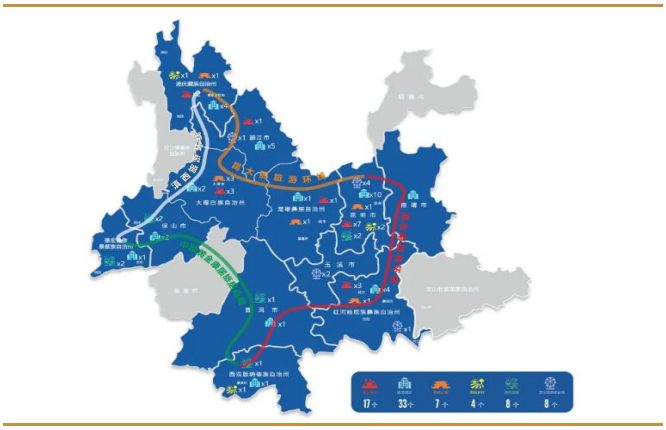


数据来源：公司官网，西南证券整理

集团深耕全域旅游，与公司协同发展。华侨城集团计划沿“昆明-西双版纳-普洱-德宏-腾冲”世界级黄金康养走廊，重点打造 8 个延边国门工程和康旅业态，构建西双版纳雨林新城、华侨城普洱茶康养小镇、华侨城德宏生态田园康养新城等多元化康养产品矩阵。华侨城结合云南当地特色，打造全域旅游：1）将普洱 IP 融入华侨城康养小镇，以“茶旅融合、观

光度假、城市休闲、宜居康养”为建设主线，规划打造茶溪谷、花兮谷、温泉社区、山地运动公园、云海生态公园等十大茶旅康养示范产品，推动云南茶文化走出国门；2）向世界递出云南文化名片，华侨城聚焦云南民族文化与旅游的高度融合，打造特色文化产业；3）扬长补短，赋能云南全域旅游高质量发展，作为云南省仅有的两家“一机游”线下运输服务供应商之一，集团以“交旅融合”作为转型方向，充分发挥旅游交通的纽带作用，将云南景区、景点、酒店等资源进行有效串联，助力云南全域旅游发展。2020 年华侨城文化旅游节期间，花橙旅游推出涵盖“吃住游娱”的“花橙云南双双卡”，网罗昆明、建水、腾冲、香格里拉、丽江等 10 个热门目的地，成为本届文化旅游节销售明星产品之一。

图 26：公司深耕云南全域旅游



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 27：花橙云南双双卡



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司经营模式与宋城演艺等文旅企业形成错位竞争，未牺牲毛利率的基础上，实力规模保持国内领先。国内文旅企业多采取侧重点不用的经营模式。**1）华强方特：**坚持推进“科技+文化+主题公园”的模式，业务分为文化内容产品和文化科技乐园两大类，打造“方特欢乐世界”、“方特梦幻王国”等产品；**2）宋城演艺：**推行“演艺主题公园”，以“演艺”为核心竞争力，打造除“宋城”和“千古情”产品，采取轻重资产结合的模式；**3）复星旅游文化：**以“度假村+旅游目的地”的开发与运营为主，打造 Club Med 度假村品牌；**4）云南旅游：**以云南为核心，打造“科技+文旅”模式，优化原有的单一景区产品的结构；**5）融创文旅：**推行“居住+商业+酒店+乐园”的综合项目，起源于曾经的万达文旅；**6）华侨城：**推行“文化+旅游+新型城镇化”模式，2019 年以 303 亿元的文旅营收领跑行业，毛利润上也以 123 亿元大幅领先其他国内文旅企业。公司在实力规模领先同行的情况下，并未牺牲业务毛利率，2019 年公司文旅业务毛利率达 40.6%，稳居行业中游。而在 2020 年上半年，华侨城文旅业务的营收为 99 亿元，同比增长 74%，仍然领先同行；而毛利率为 38%，较去年同期增长 5.0pp。

图 28：国内文旅企业不同的经营策略

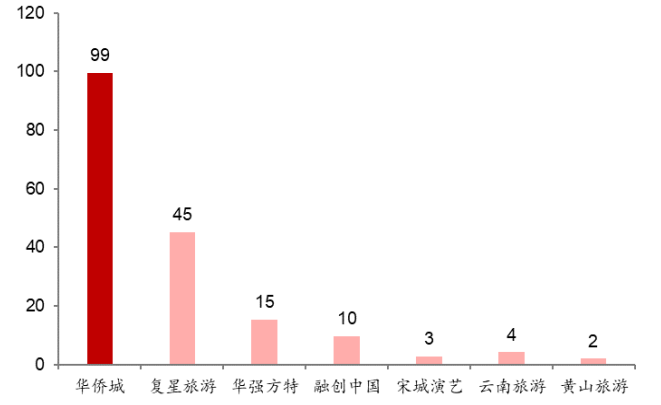


数据来源：西南证券

核心主题公园参观人数高居亚太第一，世界第三。根据 TEA 和 AECOM 联合发布的《全球主题公园和博物馆报告》，2019 年华侨城主题公园的参观人数达 5397 万人，超越环球影城，高居世界第三，稳居亚太第一。同时，华侨城主题公园的参观人数亦保持领先于其他三大主题公园的增速，参观人数近 5 年 CAGR 更是达到了 15.6%，远超其他三大主题公园，尽管如此，华侨城的参观人数仅为行业龙头迪士尼乐园的 30%，公司未来提升空间广阔。

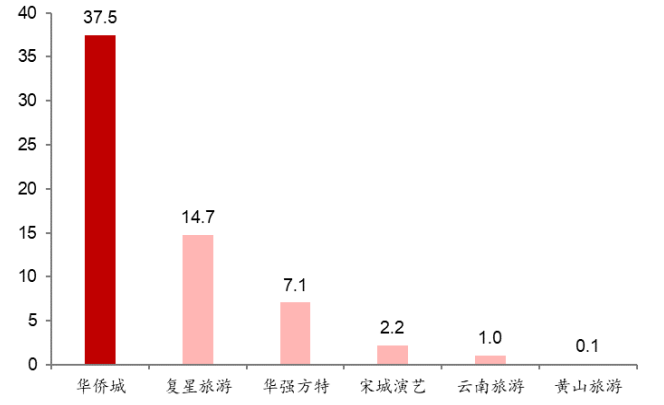
品牌稳居文化和旅游企业前三名，文化旅游行业榜首。根据 2020 年中国文化和旅游企业品牌价值 Top50 排名，华侨城稳居价值榜前三强，在文化旅游行业中排名第一，华侨城以创造美好生活为主方向，紧跟国家战略聚品牌势能，持续提升品牌价值。

图 29：2020H1 华侨城文旅 99 亿元营收位居国内首位



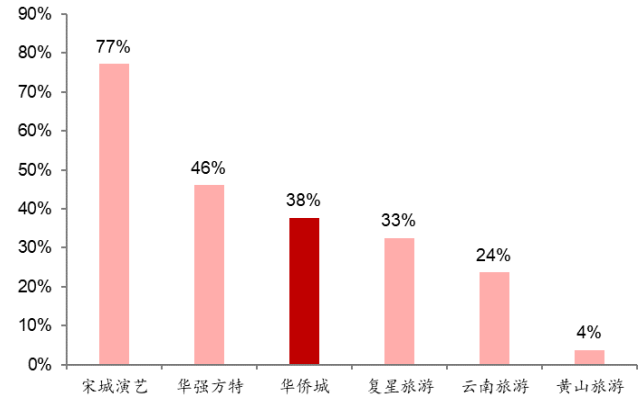
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：2020H1 华侨城文旅 37.5 亿元毛利位居国内首位



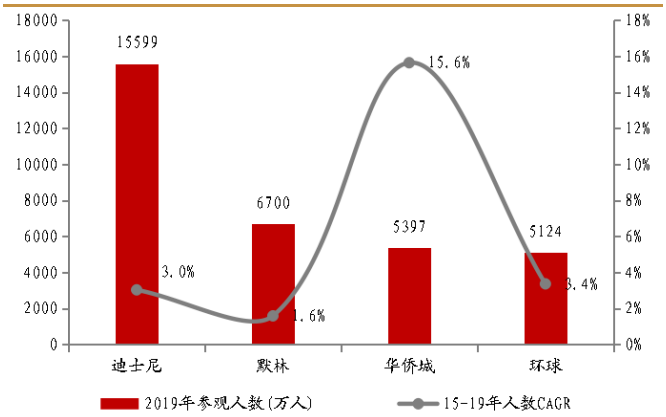
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：2020H1 文旅业务毛利率为 38%位于板块中游



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：2019 年华侨城主题公园参观人数位居全球第三



数据来源：TEA & AECOM，西南证券整理

图 33：2020 年文化和旅游企业品牌价值排名（仅列前 20 名）

TOP50 排名

排名	企业名称	品牌价值（百万元）	行业类别
1	腾讯	414330.18	数字文化
2	网易	54287.44	数字文化
3	华侨城	35715.83	文化旅游
4	中国中免	15103.43	文化旅游
5	东方明珠	11922.11	广播影视
6	美团	9651.73	文化旅游
7	凤凰传媒	8596.11	新闻出版
8	浙数文化	7445.62	数字文化、新闻出版
9	宋城演艺	6792.01	文化旅游
10	完美世界	6351.08	数字文化
11	芒果超媒	6268.31	数字文化、广播影视
12	复星旅游文化	5956.29	文化旅游
13	老凤祥	5865.25	工艺美术
14	三七互娱	5716.84	数字文化
15	蓝色光标	5603.69	数字文化
16	新华文轩	5438.61	新闻出版
17	中文传媒	5404.98	新闻出版
18	利亚德	5146.60	文化装备制造、文化旅游
19	华强方特	5130.95	数字文化、文化旅游
20	腾讯音乐	4980.39	数字文化

数据来源：公司官网，西南证券整理

2.3 产品迭代升级，异地复制规模放量

文旅产品品类齐全，持续迭代创新。公司包含文化主题酒店、文化艺术场馆、文化主题景区和文创产业园 4 大类，产品品类齐全，形成互补。其中文化主题景区为核心产品且不断保持迭代创新：**1）第一代主题公园产品是“静态游览型”**：1989 年世界上内容最丰富、规模最大的微缩景区“锦绣中华”开业，之后与“世界之窗”共同组成该产品系；**2）第二代主题公园产品是以“欢乐谷”和“玛雅乐园”为代表的互动游乐型**：目前已在全国多地全面

落地，是中国首个自主创新的主题公园连锁品牌，突出游乐性质；**3）第三代主题公园产品是以“东部华侨城”为代表的生态旅游型**：突出生态景色，是集观光旅游、户外运动、生态体验等多主题为一体的综合旅游产品；**4）第四代主题公园产品是以“欢乐海岸”为代表的商业文娱型**：产品是融合主题商业、文化旅游、时尚娱乐等多元业态的都市商业文娱综合体，欢乐海岸目前在全国多地全面落地。四代产品相辅相成，目前公司核心主题景区产品是欢乐谷和欢乐海岸，定位上有所差异。

图 34：华侨城文旅产品体系



数据来源：西南证券整理

欢乐谷打造器械乐园模式，初步布局核心城市。自 1998 年深圳欢乐谷开园以来，欢乐谷已经进驻深圳、天津、成都、北京、上海、武汉以及重庆这 7 个城市，今年在南京又有新项目开业。其中，根据 AECOM 的数据，已有 4 家欢乐谷主题公园的参观人数连续 5 年排进亚太地区主题公园前 20，分别是北京、深圳、成都和上海欢乐谷(同时，世界之窗也连续 5 年排进亚太地区前 20)。而参观人数增幅最大的是北京欢乐谷，2019 年参观人数同比增加 14.3%，3 年 CAGR 达 29.6%。

欢乐海岸打造“乐园+商业”模式，具有“场景流量+商业变现”的优势，未来异地复制性强。自 2011 年的深圳欢乐海岸落地以来，欢乐海岸成功进驻顺德、宁波、南京这些重点城市，未来还将落地郑州、中山等地。欢乐海岸具有“主题乐园+商业”模式，拥有更多“场景流量+商业变现”优势。一方面由于综合体项目具有特色的主题，主题性有效地避免了综合体同质化的问题，对消费者具有强大吸引力，能够在短时间内通过场景聚集大量流量，有效提升综合体聚客能力；另一方面，主题乐园作为目的地型体验式消费场所，满足客户餐饮、购物和娱乐等多样化需求，促使巨量客流通过商业的成熟运营进行变现，与传统商业综合体对比，欢乐海岸这种“乐园+商业”在流量获取和商业变现上效率更高、盈利能力更强。

图 35：第一代主题公园-静态游览型（世界之窗）



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 36：第二代主题公园-互动游乐型（欢乐谷）



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 37：第三代主题公园-生态旅游型（东部华侨城）



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 38：第四代主题公园-商业文娱型（欢乐海岸）



数据来源：公司官网，西南证券整理

特色酒店与主题公园产品相辅相成，规模快速提升。截止至 2020 年末，华侨城共拥有 50 余家酒店，并在 2019 年进入“2018 年度中国饭店 60 强”榜单。旗下知名酒店有“深圳华侨城洲际大酒店”、“威尼斯睿途酒店”、“海景嘉途酒店”等。而华侨城旗下的部分酒店位于其主题公园项目周边，如“蓝楹湾度假酒店”位于深圳欢乐海岸周边；“茵特拉根酒店”位于东部华侨城周边，因此，华侨城未来主题公园的增长也会为其酒店业务带来增长。

表 2：主题公园参观人数（万人次）

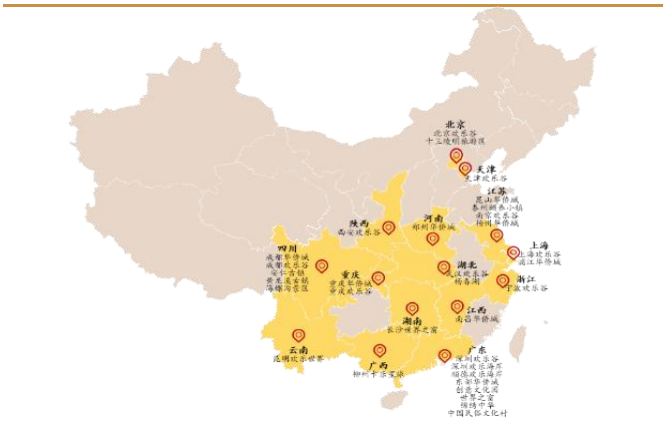
	上海迪士尼	北京欢乐谷	深圳欢乐谷	成都欢乐谷	上海欢乐谷
2015	新开张	374	325	259	234
2016	560	383	386	255	239
2017	1,100	395	390	297	264
2018	1,180	398	391	310	280
2019	1,121	516	398	358	339

数据来源：TEA & AECOM、西南证券整理

文旅产品完成全国布局，异地复制规模放量。公司文旅产品遍布全国，布局主要集中在华东、华南和西南区域。文旅业务营收规模和游览人次快速提升，15-19 年文旅业务营收由 123 亿元提升至 303 亿元，CAGR 高达 25.2%，2019 年增速高达 54%，业绩呈爆发性增长。尽管文旅行业在 2020 年上半年受疫情影响，但公司的文旅业务实现营收 99 亿元，同比增速 73.8%。2018-2020 年华侨城产品项目熟持续放量，其中景区数由 13 个激增至 24 个，开放式旅游区由 0 个增至 4 个。

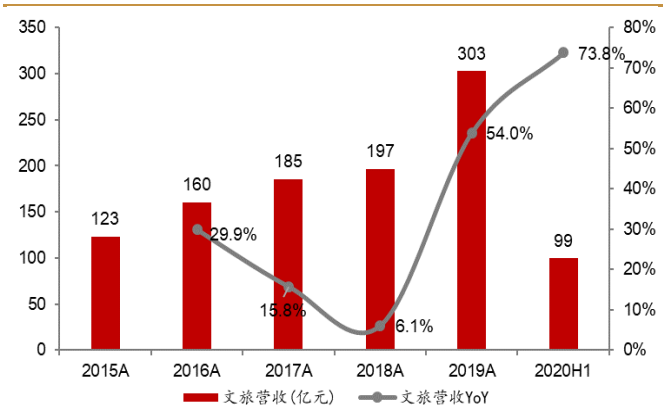
文旅参观人数短期承压，疫情难阻长期客户吸引力。由于疫情影响，2020H1 华侨城的文旅参观人数下滑 53%至 830 万人，但疫情难阻长期发展，伴随着公司文旅项目的快速落地，2015-2019 年参观人数呈现加速上升的趋势，由 3300 万人提升至 5209 人，2015-2019 年 CAGR 高达 12.1%，截止 2020H1 末，公司旅游景区和酒店开业率均达到 100%，“五一”期间接待游客 164.5 万人次，文旅业务快速恢复，疫情难阻公司文旅项目长期的客户吸引力。

图 39：公司文旅业务初步完成全国布局



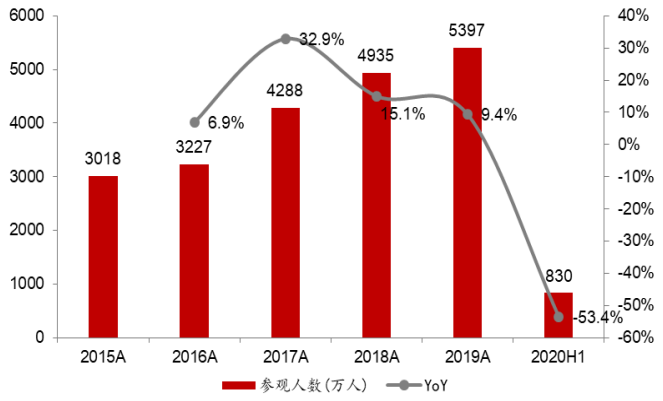
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 40：2020 年上半年文旅业务增长 73.8%至 99 亿元



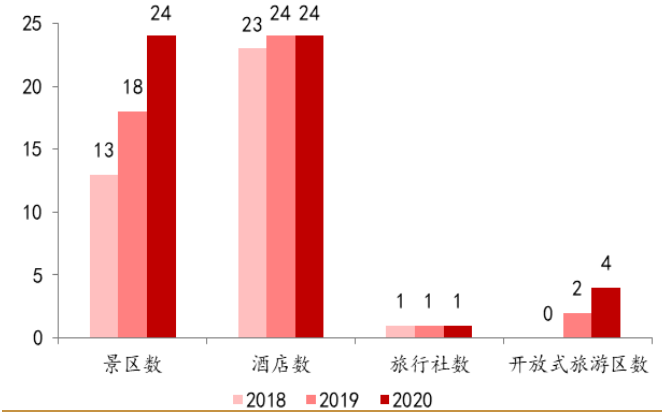
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：2020H1 公司文旅项目参观人数短期下滑



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：2018-2020 公司各类项目数量持续放量

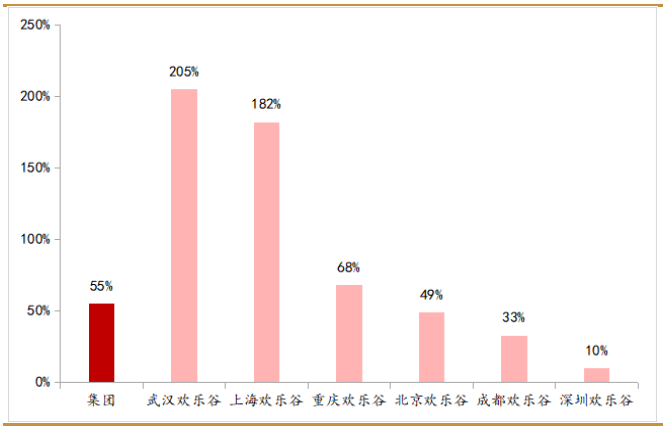


数据来源：公司公告，西南证券整理

积极响应“就地过年”，欢乐谷佳节再创佳绩。2021 年春节华侨城积极响应“就地过年”的倡议，各地欢乐谷坚守岗位，春节 7 天创造佳绩，欢乐谷集团入园人数达 54.3 万人次，同比增长 30%，营收同比增长 55%。西安欢乐谷、乐清欢乐公园等在建项目节日不停工，全力以赴保障项目工程进度。

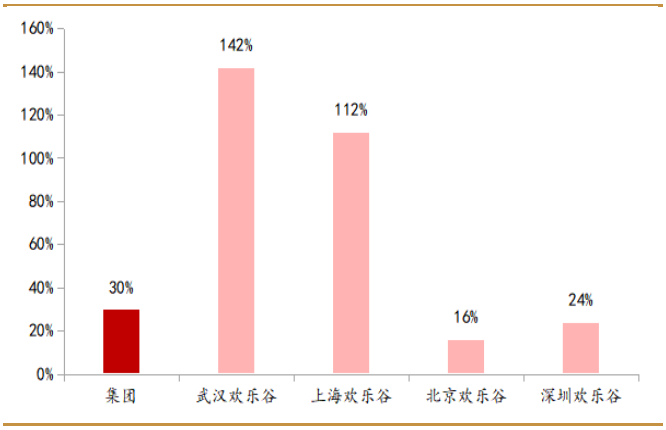
现代娱乐景区欢乐指数大幅增长，多地欢乐谷上榜前 20。根据 2021 年 2 月中国旅游景区欢乐指数（THI）研究，现代娱乐类景区新增 228 家，其中进入 TOP100 榜单的数量达 39 家，该类 TOP20 欢乐指数 THI 均值较上月环比增长 87.08%。在现代娱乐景区 TOP20 的榜单中，6 家华侨城主题公园上榜，其中顺德欢乐海岸 PLUS 以欢乐指数 THI103.51 位列 TOP3，同时，欢乐谷系列的武汉欢乐谷、上海欢乐谷、重庆欢乐谷、成都欢乐谷和北京欢乐谷分别位列榜单第 3/5/6/7/10/20 名。

图 43：春节期间武汉欢乐谷营收同比增长高达 205%



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 44：春节期间武汉欢乐谷入园人数同比增长高达 142%



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：2021 年 2 月中国旅游景区欢乐指数（THI）现代娱乐景区 TOP20

排名	旅游景区名称	THI 指数
1	上海东方明珠广播电视塔	139.07
2	上海迪士尼度假区	104.33
3	**顺德欢乐海岸 PLUS**	**103.51**
4	广州长隆欢乐世界	86.95
5	**武汉欢乐谷**	**85.83**
6	**上海欢乐谷**	**79.30**
7	**重庆欢乐谷**	**77.37**
8	广州长隆野生动物世界	73.88
9	西安大唐芙蓉园	72.32
10	**成都欢乐谷**	**69.35**
11	广州融创乐园	67.50
12	郑州方特欢乐世界	65.19
13	常州中华恐龙园	63.26
14	温州乐园景区	62.96
15	成都海昌极地海洋公园	59.18
16	广州融创雪世界	55.39
17	德州泉城欧乐堡梦幻世界景区	55.02
18	绵阳方特东方神话	52.27
19	昆明七彩云南欢乐世界	47.45
20	**北京欢乐谷**	**44.85**

数据来源：华侨城创新研究院、西南证券整理

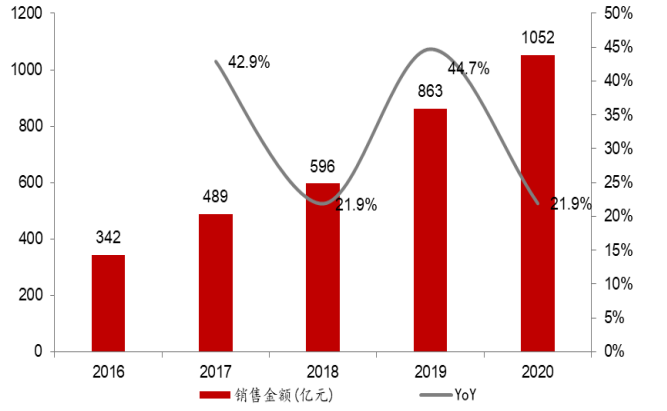
3 文旅勾地降低地价，销售规模跨越千亿

3.1 周转效率提升叠加布局延伸，销售规模跨越千亿

销售额增至千亿，5 年 CAGR 高达 32%。2016-2020 年销售额由 342 亿元提升至 1052 亿元，CAGR 达 32%，公司迅速从疫情中恢复，2020 年销售金额逆势提升 22%至 1052 亿元；同期销售面积由 59 万方提升至 465 万方，CAGR 达 68%，公司处于高速发展阶段。

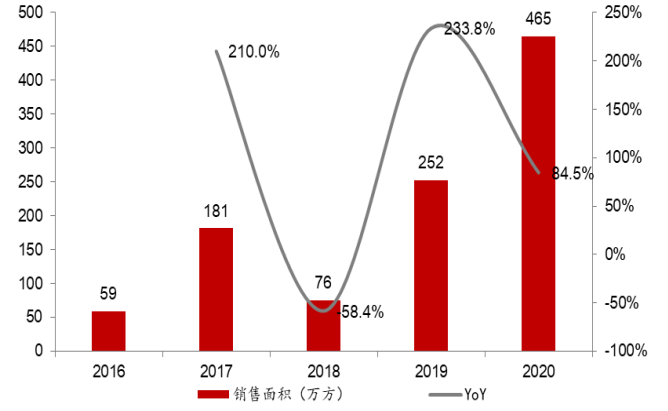
销售布局核心区域，聚焦一二线及强三线城市。从城市能级分布上看，华侨城 2020 年 Q3 销售主要分布在一线城市，占比 66.1%。按地区划分，长三角地区对公司的销售面积贡献最大，占 42.6%，其次是珠三角和中西部地区。从细分城市看，南京的销售面积占比最大，为 12.3%，其次是重庆和惠州(二线)。同时，华侨城还积极布局强三线城市，如顺德，销售面积占 6.5%。

图 45：2020 年公司销售金额增长 22%至 1052 亿元



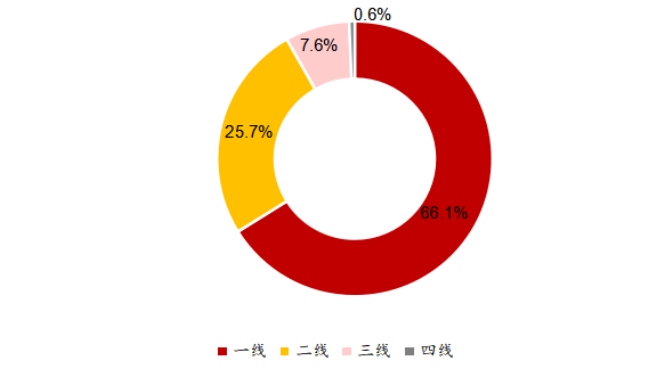
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46：2020 年公司销售面积同比增长 85%至 465 万方



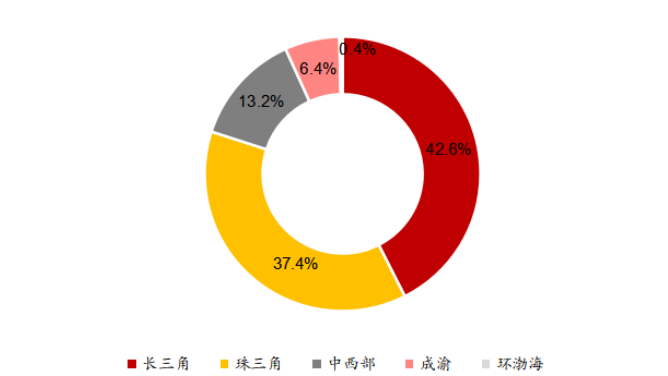
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 47：2020Q3 一二线城市销售额占比达 92%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：2020Q3 销售额珠三角和长三角占比合计达 80%

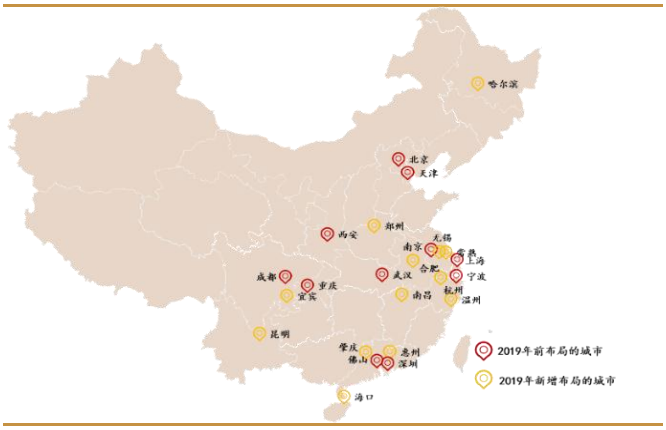


数据来源：公司公告，西南证券整理

销售金额提升的第一个原因在于公司城市布局广度的提升。2019 年前，华侨城的销售布局集中在北京、上海、深圳、成都等核心城市，每年新增布局城市较少，16-18 年布局城市数仅从 11 个提升至 13 个；而在 2019 年，公司的销售布局新增 11 个城市，占总布局城

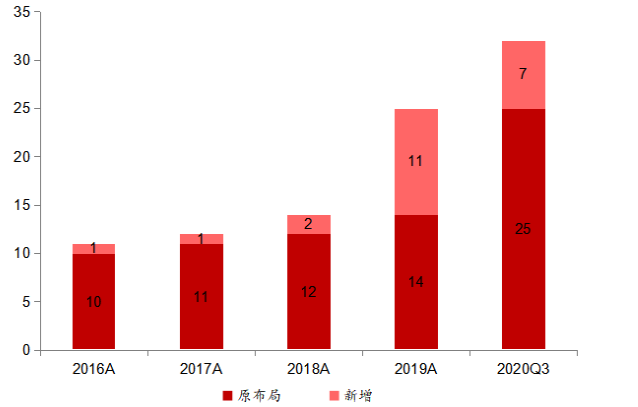
市数量的 44%，其中包括杭州、南京、无锡等重点一二线城市。在 2020 年前三季度，公司新增布局的城市为 7 个，公司正处于布局广度大幅提升的阶段。

图 49：华侨城 2019 年销售布局大幅拓宽



数据来源：公司公告，西南证券整理

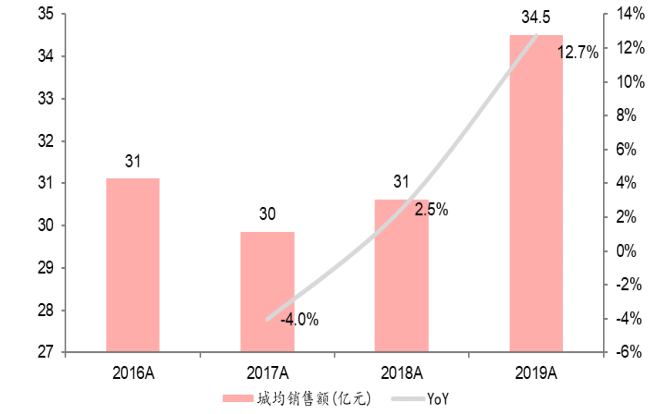
图 50：华侨城近年布局城市大幅增加



数据来源：公司公告，克而瑞，西南证券整理

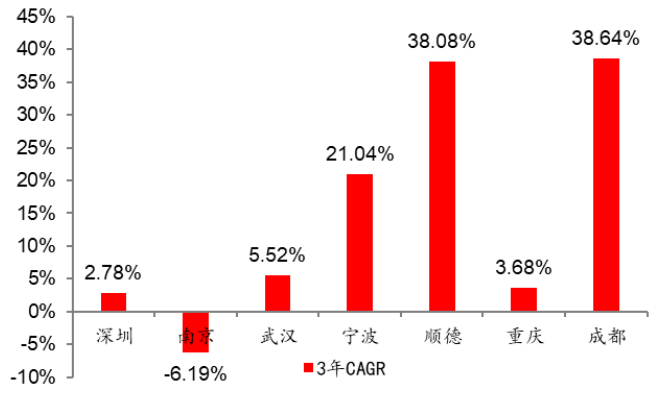
销售金额提升的第二个原因在于公司城市深耕程度的提升。由于华侨城 2019 年销售额前十的城市中有大部分是原布局的城市（如：深圳、南京、武汉等），因此深耕城市也有可能是华侨城销售增长的另一大来源，16-18 年公司城均销售额基本保持在 31 亿元左右，19 年则大幅提升 12.7%至 34.5 亿元，背后是城市深耕程度的提升。其中销售前十的原布局城市中，除南京之外所有城市的成交均价都有正向的 3 年 CAGR，而顺德和成都的 CAGR 更是超过了 30%。这说明通过深耕城市，华侨城均能带动但城市的销售额增长，从而提高销售业绩。

图 51：华侨城 2019 年城均销售额提升 13%至 34.5 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 52：华侨城原布局城市成交均价 3 年 CAGR



数据来源：公司公告，西南证券整理

销售金额提升的第三个原因在于项目周转效率的提升。在 2016 年，公司首度提出要通过“提高销售周转速度，加快项目开发节奏、加快获取新资源的速度”这三个方面来提高周转速度。到 2019 年，华侨城已经发展出多种手段以加快周转速度；且在报告期内，潮州纯水岸、肇庆纯水岸等项目已实现当年拿地、当年开工、当年回款的快周转目标。

“快周转”战略初见成效，公司逐步缩短项目拿地到开盘时间。以华侨城在南京的项目为例。华侨城在 2015 及 2016 年分别在南京市的建邺区和栖霞区获取土地以开发住宅项目，而这两个项目分别在 2017 年末及 2018 年初才能开盘，从拿地到开盘均相隔一年以上。在

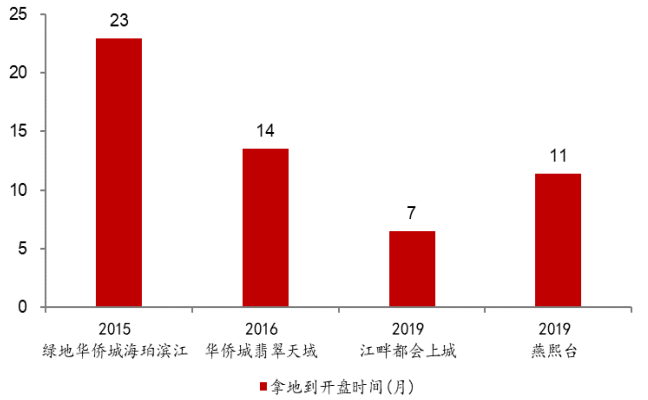
2019 年，也就是华侨城提出“快周转”战略后的 3 年，公司先后在浦口区和栖霞区获取两块土地用作住宅项目开发，这个项目分别在 2019 年末和 2020 年中开盘，从拿地到开盘均相隔一年内，其中位于浦口区的项目更是约半年的时间完成拿地到开盘。2019 年公司合计 13 个地产项目实现一年内拿地并开盘，华侨城“快周转”战略得到显著的成效。

图 53：2019 年华侨城“快周转”战略



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 54：华侨城南京项目拿地到开盘时间不断缩短



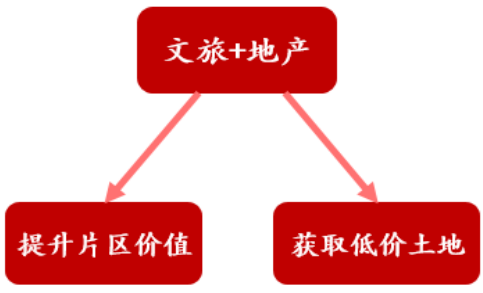
数据来源：克而瑞，西南证券整理

3.2 文旅勾地降低成本，盈利能力领跑行业

文旅勾地具有多种优势，新增土地以文旅综合用地为主。华侨城践行“文化+旅游+城镇化”的发展路径，发展出独特的文旅勾地方式，模式具有多种优势。一方面公司与政府合作获得物美价廉的土地资源，并按照与政府的协议开发文旅项目；另一方面随着项目的成熟，人口聚集效应形成，项目周边的商品房物业价值也随之提高，该模式使得华侨城形成资源获得，项目开发和资金回流的良性循环。2020Q1-Q3 新增土地中，文旅综合用地成为核心，建面达 694 万方，建面占比达 70%，拿地金额 199 亿元，金额占比 57%；住宅及商住用地建面 293 万方，建面占比 29%，拿地金额 116 亿元，金额占比 33%；商业及商办用地建面 13 万方，建面占比 1%，拿地金额 36 亿元，金额占比 10%。

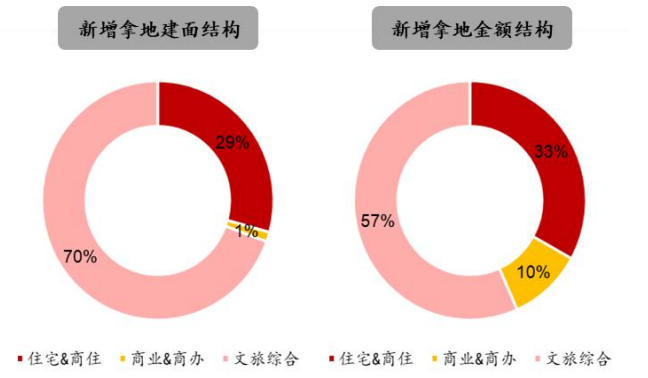
公司还通过股权收购等多元化方式进行拿地。合作拿地有利于加强华侨城获取土地，股权收购获取土地拥有成本低、周转快等多种优势，多样化拿地方式凸显华侨城优势。

图 55：“文旅+地产”模式具有多种优势



数据来源：公司官网，西南证券整理

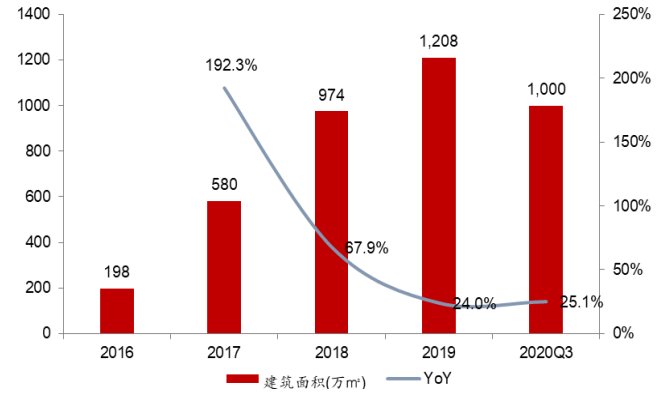
图 56：2020Q3 新增土地拿地方式建面结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

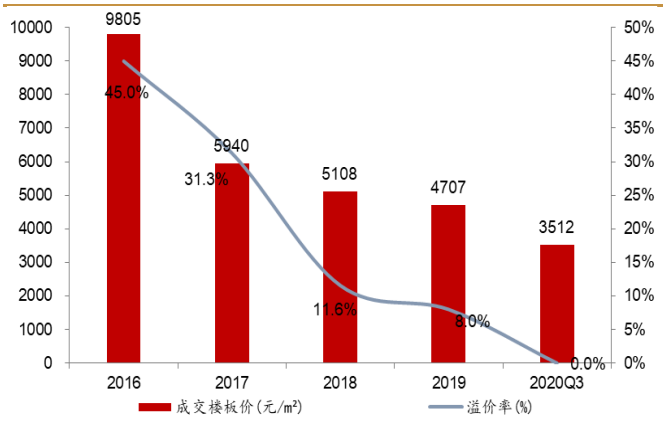
新增土地规模稳健增加，多元化拿地方式推动地价下降。2016-2019 年华侨城新增土储不断增加，由 198 万方提升至 1208 万方，4 年 CAGR 高达 82.6%，公司 2020Q3 新增土地建面同比增长 25%至 1000 万方，疫情影响下公司拿地仍稳健增长。得益于“文旅+地产”及股权收购等多元化的拿地方式，华侨城的成交楼面价却能逐步下降，由 2016 年高峰的 9805 元/平快速降低至 2020Q3 的 3512 元/平，其中占核心业态的新增文旅综合用地楼面价仅 2863 元/平，溢价率也在 2016 年高峰的 45%下降至 2020Q3 的 0%，土地成本的下降为后续的盈利带来了广阔的空间。

图 57：2020H1 公司新增土地建面增长 4%至 642 万方



数据来源：公司公告，西南证券整理

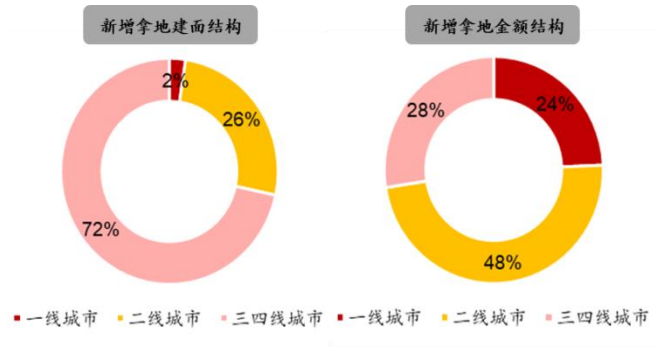
图 58：2016-2020H1 公司新增土地楼面价持续降低



数据来源：克而瑞，公司公告，西南证券整理

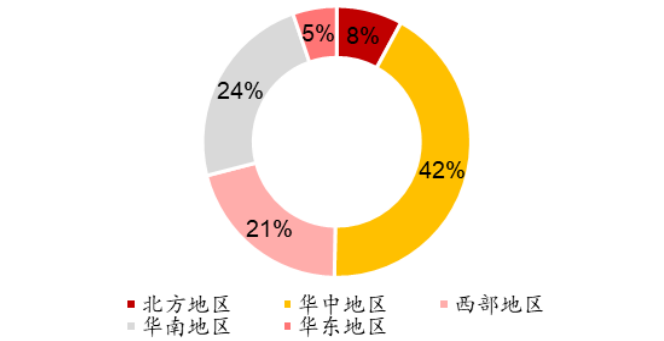
拿地城市布局均衡，区域以华中和西部地区为主。从城市能级上看，公司城市布局较为均衡，2020Q3 新增土地建面中一线、二线及三四线城市占比分别为 2%、26%和 72%，新增土地金额占比上则分别为 24%、48%和 28%，可看出公司加大强三线城市的资源配置。从区域上看，公司布局核心城市群，2020Q3 新增土地建面中，华中地区、西部地区和华南地区分别占比达 42%、21%和 24%。

图 59：公司 2020Q3 新增土地城市布局结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

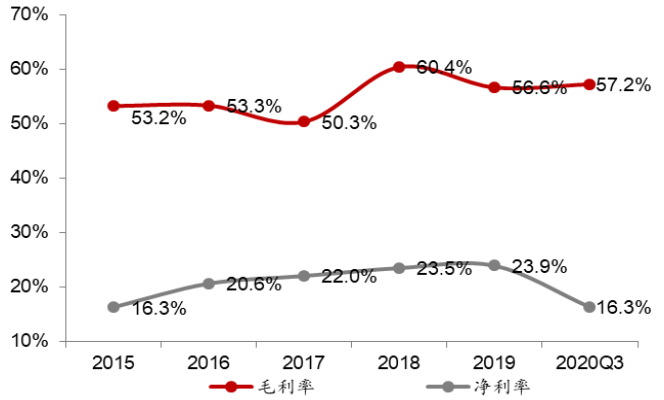
图 60：公司 2020Q3 新增土地区域布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

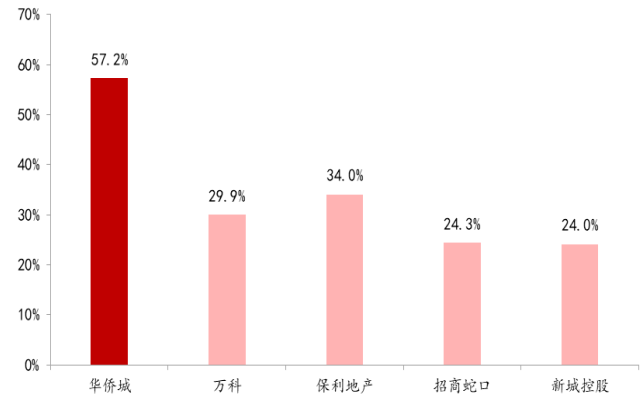
得益于“文旅+地产”模式以及其带来的持续性收入，公司在近 5 年的盈利能力上均超过同行。公司 2015-2019 年毛利率波动上升，由 53.2%上升至 56.6%，2020 Q1-Q3 在疫情影响下仍保持 57.2%的水平；同期净利率由 16.3%增至 23.9%，由于结算节奏原因，2020 Q1-Q3 为 16.3%。尽管受新冠疫情影响，公司 2020Q1-Q3 的利润以及利率均有所下降，但其毛利率(54.9%)仍均高于同行，而净利率(16.3%)也处于行业中游。

图 61：公司净利率和毛利率均稳步提升



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 62：2020Q1-Q3 房企毛利率对比



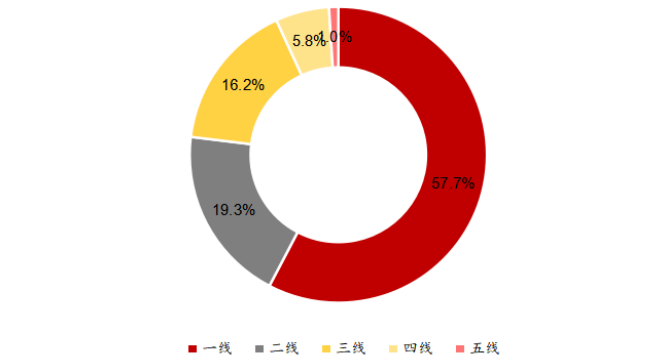
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

3.3 土储资源丰富，布局核心城市

公司土地聚焦重点区域，一二线城市占比近 8 成。华侨城 2020 年前三季度累计建筑面积为 5698 万平方米，新增 1000 万平方米。按城市能级划分，公司大部分土储位于一线城市，占比 57.7%；其次是二线城市，占比 19.3%，一二线城市占比近 8 成。尽管华侨城今年的新增土储仍以一线城市为主(占比 43.8%)，但近年来公司加大了二三线城市如中山、肇庆、潮州、顺德等地的土地储备(二线城市占比 6.5%；三线城市占比 53.0%)，这说明公司在持续扩张一线城市的同时还积极布局二三线城市。

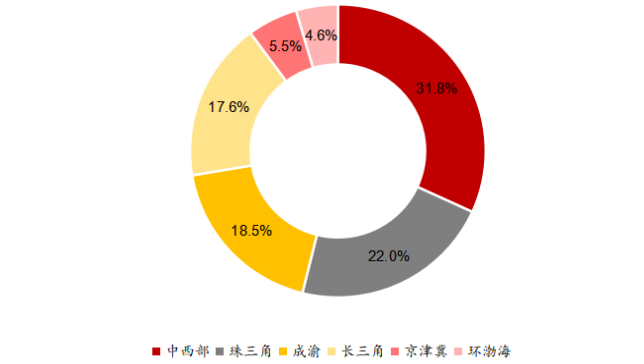
公司土储聚焦核心城市群。按地区划分，华侨城在土地储备主要分布在中西部地区，占比 31.8%；同时公司在珠三角、成渝、长三角地区都有较多的土储，分别为 18.5%、17.5%、5.5%。在 2019 年，华侨城加大了珠三角地区的拿地，占比 40.7%；尽管 2020 年前三季度公司主要拿地还是在中西部地区，但公司在珠三角地区的拿地仅次于中西部，占 17.5%，这说明公司在积极响应粤港澳大湾区的发展机会的同时也在积极布局其他地区。

图 63：2020Q3 土储一二线城市占比达 77%



数据来源：公司公告，西南证券整理

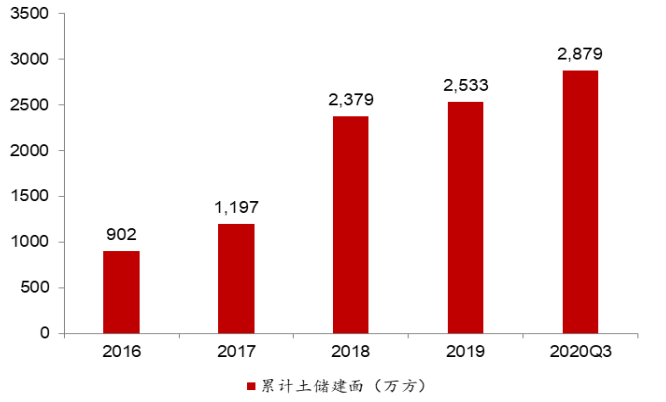
图 64：2020Q3 土储集中于中西部、珠三角和成渝地区



数据来源：公司公告，西南证券整理

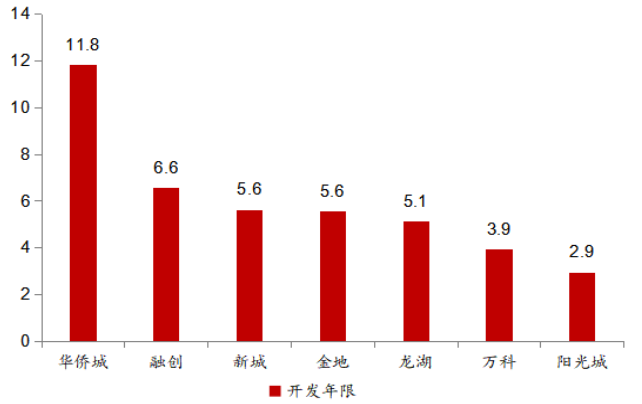
公司累积土储快速提升，充沛程度远高于同行。公司累积未开发土储建面持续快速提升，由 2016 年的 902 万方提升至 2020Q3 的 2879 万方，土储增长超过 3 倍。以 2020H1 房企土地储备建面/2019 年销售面积来衡量开发周期，华侨城的可开发年限为 11.8 年，远高于其他房企，主要是由于“文旅+地产”的模式，公司相比于其他房企更易获得土地资源，同时，得益于央企背景，华侨城的资金来源得到充足的保障。

图 65：2020Q3 公司累计土储建面达 2879 万方



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 66：2020Q3 华侨城开发年限 11.8 年领先同行



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4“文旅+地产”案例解析-顺德欢乐海岸 PLUS

华侨城顺德欢乐海岸 PLUS 是华侨城继深圳欢乐海岸之后推出的第二款欢乐海岸系列的文旅产品。该项目占地面积 33.6 万平方米，位于佛山市顺德区大良街道的创智城片区，于 2019 年 9 月 13 日对外开放。除主打机动设施的主题乐园外，该项目周边还有商业街以及华侨城旗下的“蓝楹湾”、“天鹅堡”、“天鹅湖”以及“玛雅海滩水公园”等，公司顺德欢乐海岸项目，具有三大显著优势。

图 67：顺德欢乐海岸 PLUS 及周边华侨城项目



数据来源：克而瑞，公司网站，西南证券整理

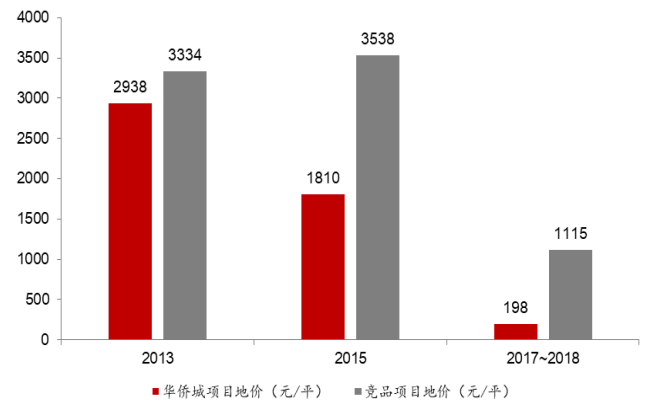
第一、沿用“文旅+地产”模式，与政府合作获取低价土地。华侨城在 2013 年 4 月 25 日与佛山市顺德区人民政府在佛山市顺德区签署《顺德华侨城文化旅游综合项目战略框架协议》，拟打造文化旅游综合体项目。2013 年 10 月 31 日，公司竞得顺德新城创智城片区的 3 块宗地，并计划打造“欢乐谷+欢乐海岸”的模式。这三块宗地的楼板价均为 2938 元/平方米，均低于同一时间其他企业的楼板价，且溢价率为 0%。在 2015 年 12 月 14 日，华侨城在附近竞得另一块宗地，楼板价为 1810 元/平方米，同样是低于其他企业的楼板价。同样地，在 2018 年 4 月，华侨城以 198 元/平方米的价格获取一块商服用地，远低于竞争对手。

第二、华侨城文旅项目提高项目本身溢价。靠近顺德欢乐海岸 PLUS 的物业多为华侨城旗下的物业，如“天鹅湖”、“天鹅堡”。通过对比顺德欢乐海岸 PLUS 周边华侨城住宅物业以及其他竞品的均价，我们发现华侨城住宅物业的均价不仅年年攀升，在多数年份，华侨城住宅均价均远高于周边竞品均价；而物业溢价这一点在公寓均价上体现得更为明显。

第三、华侨城的文旅项目亦能发带动片区物业升值。华侨城顺德欢乐海岸 PLUS 于 2016 年 1 月奠基，而所在的顺德区大良板块的物业成交均价在 2016 年起便超过佛山市的成交均价。自 2016-2019 年，顺德区大良板块的成交均价 CAGR 达 22.6%，远高于佛山市的 13.8%。

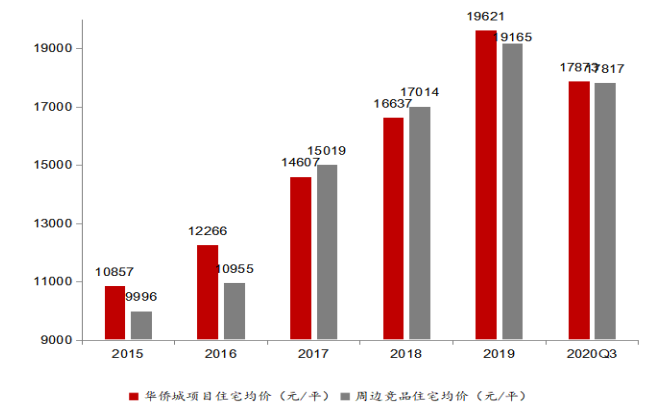
欢乐海岸是公司新型文商旅产品，其模式的显著优势在未来项目复制中将更为凸显。

图 68：华侨城拿地价格相比竞品更低



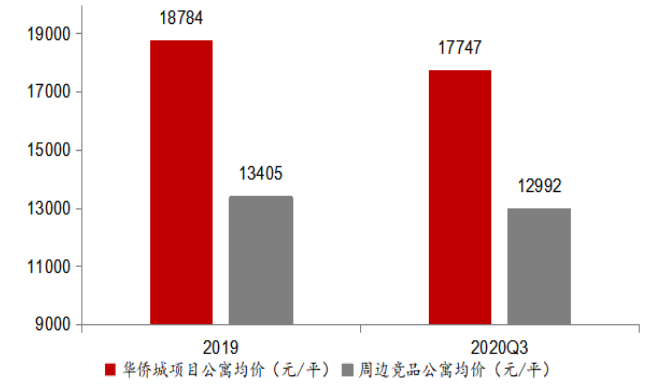
数据来源：克而瑞，西南证券整理

图 69：华侨城住宅售价较周边略有溢价



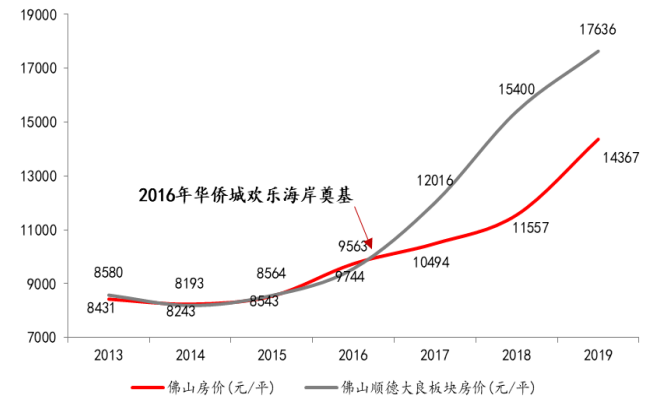
数据来源：克而瑞，西南证券整理

图 70：华侨城公寓售价较周边有明显价差



数据来源：克而瑞，西南证券整理

图 71：华侨城促进所在片区价值快速提升



数据来源：克而瑞，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 关键假设

假设 1：公司房地产业务 2020-2022 年结算销售金额增速分别为 25%/35%/25%，毛利率分别为 72%/68%/64%。

假设 2：公司文旅综合业务 2020-2022 年年参观人次增速分别为-15%/20%/15%，文旅配套住宅结算金额增速为 35%/30%/25%，毛利率分别为 40%/39%/38%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	营业收入	60025	77900	102903	128471
	增速	24.7%	29.8%	32.1%	24.8%
	营业成本	26061	35275	48696	63850
	毛利率	56.6%	54.7%	52.7%	50.3%
房地产	收入	29134	36417	49163	61454
	增速	3.9%	25.0%	35.0%	25.0%
	成本	7401	10197	15732	22124
	毛利率	74.6%	72.0%	68.0%	64.0%
旅游综合	收入	30263	40855	53111	66389
	增速	54.0%	35.0%	30.0%	25.0%
	成本	17968	24513	32398	41161
	毛利率	40.6%	40.0%	39.0%	38.0%
其他	收入	629	629	629	629
	增速	54.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	566	566	566	566
	毛利率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 绝对估值

仅考虑可售类存货的增值，我们估算公司的每股 NAV 为 17.04 元，当前股价折让 47.2%。

表 5：公司每股净资产价值估算

NAV 估算明细		
DATE	2021/3/13	
YEAR（最新年报）	2019/12/31	
WACC	6.56%	
出售类项目增值	721	亿元
总股本	82	亿股

NAV 估算明细		
每股增值	8.79	元
账面每股净资产	8.25	元
每股 NAV	17.04	元
股价	9.01	元
折让比率	47.2%	

数据来源：西南证券

4.3 相对估值

预计 2020-2022 年公司的归母净利润分别为 153/184/201 亿元；EPS 分别为 1.86/2.24/2.45 元。考虑到华侨城作为文旅龙头企业，并且“文旅+地产”业务模式相辅相成，选取具有特色业务模式的房企作为可比公司，包括华润置地、新城控股和融创中国，根据可比公司 2021 年平均 PE 5.16 倍，华侨城目标价 11.56 元。

表 6：房地产业务可比公司估值

代码	可比公司	股价	每股收益 EPS(元人民币)				市盈率 PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
1109.HK	华润置地	30.16	-	4.01	4.60	5.20	8.64	7.48	6.52	5.78
601155.SH	新城控股	45.99	5.61	6.88	8.38	9.86	6.91	6.69	5.49	4.66
1918.HK	融创中国	27.22	5.92	7.74	7.79	8.78	7.12	3.15	3.48	3.09
平均值							7.56	5.77	5.16	4.51

数据来源：Wind，西南证券整理（截止日期 2021 年 3 月 13 日）

5 风险提示

1）房地产竣工交付低于预期；

2）销售及回款不及预期；

3）文旅业务恢复不如预期等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	60025.03	77900.42	102902.85	128471.43
营业成本	26061.19	35275.26	48695.63	63850.17
营业税金及附加	12783.49	15544.01	20569.43	25987.28
销售费用	1905.72	2637.46	3474.74	4255.52
管理费用	2774.94	4236.69	5334.26	6552.37
财务费用	1793.79	2487.39	3257.56	3999.29
资产减值损失	-85.21	150.00	150.00	150.00
投资收益	4476.80	4924.48	5416.92	5958.62
公允价值变动损益	-52.79	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	19230.74	22494.07	26838.16	29635.41
其他非经营损益	-11.40	199.32	142.87	139.42
利润总额	19219.34	22693.40	26981.03	29774.83
所得税	4876.99	5899.58	6930.39	7694.28
净利润	14342.35	16793.81	20050.63	22080.55
少数股东损益	2002.24	1502.23	1691.35	1979.88
归属母公司股东净利润	12340.10	15291.58	18359.28	20100.67

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	14342.35	16793.81	20050.63	22080.55
折旧与摊销	2029.02	1858.55	1861.75	1865.19
财务费用	1793.79	2487.39	3257.56	3999.29
资产减值损失	-85.21	150.00	150.00	150.00
经营营运资本变动	-11656.96	-32111.00	-51862.59	-65052.97
其他	-11610.76	-5074.48	-5566.92	-6108.62
经营活动现金流净额	-5187.77	-15895.72	-32109.57	-43066.56
资本支出	-4457.84	-70.00	-70.00	-75.00
其他	-366.72	1735.33	-3410.88	-3450.82
投资活动现金流净额	-4824.56	1665.33	-3480.88	-3525.82
短期借款	10217.70	30043.64	55651.45	68339.90
长期借款	10227.13	-60.00	-30.00	30.00
股权融资	-316.15	0.00	0.00	0.00
支付股利	-2442.47	-2343.24	-3022.10	-3715.51
其他	3596.99	-8051.64	-3257.56	-3999.29
筹资活动现金流净额	21283.21	19588.76	49341.79	60655.09
现金流量净额	11290.16	5358.37	13751.34	14062.72

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	37486.86	42845.23	56596.57	70659.28
应收和预付款项	67726.30	78599.15	105908.44	141680.20
存货	185344.15	250907.38	346400.69	454233.64
其他流动资产	7725.89	8949.77	12371.45	15067.69
长期股权投资	14288.38	14288.38	14288.38	14288.38
投资性房地产	13299.64	8487.58	9497.22	10428.15
固定资产和在建工程	20574.50	19345.03	18113.31	16879.34
无形资产和开发支出	9021.28	8545.39	8068.56	7595.54
其他非流动资产	24152.97	32227.69	39949.49	48349.19
资产总计	379619.97	464195.60	611194.10	779181.41
短期借款	23348.66	53392.30	109043.75	177383.65
应付和预收款项	89157.79	118228.99	157261.60	198634.54
长期借款	69637.64	69577.64	69547.64	69577.64
其他负债	102482.52	112345.81	147661.72	187541.16
负债合计	284626.61	353544.75	483514.72	633136.99
股本	8201.79	8201.79	8201.79	8201.79
资本公积	5181.55	5181.55	5181.55	5181.55
留存收益	56460.49	69408.82	84746.00	101131.15
归属母公司股东权益	68636.91	82792.17	98129.34	114514.50
少数股东权益	26356.45	27858.68	29550.04	31529.92
股东权益合计	94993.36	110650.85	127679.38	146044.42
负债和股东权益合计	379619.97	464195.60	611194.10	779181.41

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	24.68%	29.78%	32.10%	24.85%
营业利润增长率	27.80%	16.97%	19.31%	10.42%
净利润增长率	26.99%	17.09%	19.39%	10.12%
EBITDA 增长率	20.75%	16.42%	19.07%	11.08%
获利能力				
毛利率	56.58%	54.72%	52.68%	50.30%
三费率	10.79%	12.02%	11.73%	11.53%
净利率	23.89%	21.56%	19.49%	17.19%
ROE	15.10%	15.18%	15.70%	15.12%
ROA	3.78%	3.62%	3.28%	2.83%
ROIC	10.75%	10.43%	9.75%	8.32%
EBITDA/销售收入	38.41%	34.45%	31.06%	27.63%
营运能力				
总资产周转率	0.18	0.18	0.19	0.18
固定资产周转率	3.94	5.10	7.32	10.02
应收账款周转率	189.76	207.14	201.96	200.34
存货周转率	0.15	0.16	0.16	0.16
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	154.36%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	74.98%	76.16%	79.11%	81.26%
带息债务/总负债	37.23%	38.45%	39.62%	41.06%
流动比率	1.49	1.42	1.30	1.24
速动比率	0.56	0.48	0.44	0.41
股利支付率	19.79%	15.32%	16.46%	18.48%
每股指标				
每股收益	1.50	1.86	2.24	2.45
每股净资产	11.58	13.49	15.57	17.81
每股经营现金	-0.63	-1.94	-3.91	-5.25
每股股利	0.30	0.29	0.37	0.45

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	23053.54	26840.02	31957.47	35499.89
PE	5.99	4.83	4.03	3.68
PB	0.78	0.67	0.58	0.51
PS	1.23	0.95	0.72	0.58
EV/EBITDA	3.94	4.28	4.57	5.32
股息率	3.31%	3.17%	4.09%	5.03%

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn