

投资评级 优于大市 维持

报表压力集中释放，轻装上阵重塑未来

股票数据

04 月 25 日收盘价(元)	4.84
52 周股价波动(元)	4.14-6.65
总股本/流通 A 股(百万股)	8202/7056
总市值/流通市值(百万元)	39697/34153

相关研究

《结转下降拖累业绩，文旅项目有序补充》
2022.10.29

《短期业绩承压，但竞争格局继续优化》
2022.08.30

《文旅地产龙头，受益供给侧改革》
2022.04.02

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.0	-8.7	-12.2
相对涨幅(%)	1.6	-6.3	-6.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@haitong.com

证书:S0850510120001

联系人:曾佳敏

Tel:(021)23154399

Email:zjm14937@haitong.com

投资要点:

- 主营业务由盈利转为亏损。**截至 2022 年 12 月 31 日，公司实现主营业务收入 766 亿元，同比下降 25%；净利润-128 亿元，同比下降 278.52%；归母净利润-109 亿元，同比下降 387.05%。其中，旅游综合业务收入 272 亿元，同比降低 37%，毛利率 25%，同比降低 8 个百分点；房地产业务收入 494 亿元，同比降低 16%，毛利率 22%，同比持平。
- 聚焦流动性管理，资本结构进一步优化。**截至 2022 年 12 月 31 日，公司货币资金 416 亿元，占总资产比例超过 10%，现金短债比维持 1.53 较好安全边际，经营性现金流总体平衡，为公司把握地产行业投资窗口机遇，适时补仓优质项目创造了必要条件。此外，公司积极把握融资环境改善窗口机遇，推动资本结构持续优化。截至 2022 年末，公司融资成本为 4.23%，较 2022 年初下降 23BP；有息负债余额 1281 亿，较 2021 年下降 110 亿，其中短期债务 213 亿，较 2022 年初减少 60 亿，占有息负债比 17%，较 2022 年初下降 3 个百分点。2022 年，公司对短期及一年内到期债务置换超过 400 亿元，预计节省利息约 7 亿元。
- 加强精益管理，提升主营业务运营效率。**文旅业务方面，公司 2022 年旗下文旅项目共计接待游客 6184.9 万人次，为 2021 年同期 69%水平，为 2019 年同期 155%水平（含增量项目接待游客人次）。从剔除增量项目的可比口径看，接待游客人次为 2019 年同期 53%水平。与此同时，公司强化 IP 运用，持续向市场提供丰富多彩的文旅产品，为 2023 年文化旅游业务的全面复苏夯实基础。房地产业务方面，公司坚定不移推行精益管理，狠抓去化，于 2022 年累计实现签约销售面积 267 万平方米，签约销售额 553 亿元。根据公司 2022 年年报援引克而瑞行业百强企业 2022 年全口径销售金额排名中，公司从 2021 年的 50 名上升至 35 名。此外，公司将旗下物商集团重组升级为华侨城服务集团，以服务品质提升带动市场化发展，截至 2022 年末，物业集团累计新增接管项目 52 个，新增管理面积 434 万平方米，目前在管物业项目共计 316 个，管理总面积达 4680 万平方米，覆盖全国 56 个城市。
- 投资建议：维持“优于大市”评级。**考虑到公司 2022 年业绩压力充分释放，后阶段随着文旅行业逐步复苏，我们预测公司 2023 年 EPS 为 0.21 元，给予 30-35xPE，对应合理价值区间为每股 6.39-7.45 元；每股净资产为 8.61 元，给予 PB 0.6-0.7 倍，对应合理价值区间为每股 5.17-6.03 元。结合两种估值方法，我们认为合理价值区间在 6.03-6.39 元。风险提示：1) 房地产行业新房总量增速具有缩量风险；2) 市场修复不及预期。

主要财务数据及预测

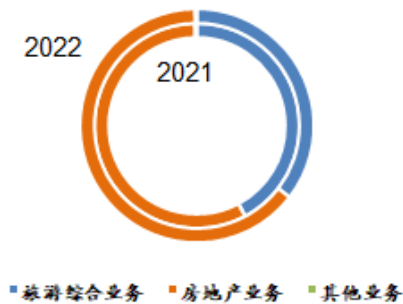
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	102584	76767	79070	83022	87171
(+/-)YoY(%)	25.3%	-25.2%	3.0%	5.0%	5.0%
净利润(百万元)	3799	-10905	1746	1884	2076
(+/-)YoY(%)	-70.1%	-387.1%	116.0%	7.9%	10.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.46	-1.33	0.21	0.23	0.25
毛利率(%)	26.1%	22.8%	23.1%	23.4%	23.7%
净资产收益率(%)	4.7%	-15.8%	2.5%	2.6%	2.8%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

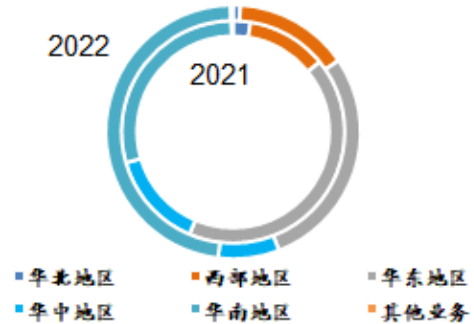
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

事件：华侨城 A 公布 2022 年全年业绩

主营业务由盈利转为亏损。截至 2022 年 12 月 31 日，公司实现主营业务收入 766 亿元，同比下降 25%；净利润-128 亿元，同比下降 278.52%；归母净利润-109 亿元，同比下降 387.05%。其中，旅游综合业务收入 272 亿元，同比降低 37%，毛利率 25%，同比降低 8 个百分点；房地产业务收入 494 亿元，同比降低 16%，毛利率 22%，同比持平。我们认为公司 2022 年业绩亏损主要有以下几个原因：1)受房地产市场下行影响，公司房地产业务签约销售金额 553 亿元，同比下降 33%，同时，因部分项目采取灵活的价格策略促进销售去化，致使公司房地产业务净利润贡献同比减少；2)公司对地产存货项目以及部分景区资产计提减值准备，减值金额同比 2021 年末有较大幅度增加；3)公司转让股权实现的投资收益同比减少；4)部分合作开发项目实现的利润减少或对资产计提减值准备增加，公司按持股比例确认的投资收益同比大幅减少。

图1 2021-2022 年华侨城按业务收入结构


资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

图2 2021-2022 年华侨城按区域收入结构


资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

聚焦流动性管理，资本结构进一步优化。截至 2022 年 12 月 31 日，公司货币资金 416 亿元，占总资产比例超过 10%，现金短债比维持 1.53 较好安全边际，经营性现金流总体平衡，为公司把握地产行业投资窗口机遇，适时补仓优质项目创造了必要条件。此外，公司积极把握融资环境改善窗口机遇，推动资本结构持续优化。截至 2022 年末，公司融资成本为 4.23%，较 2022 年初下降 23BP；有息负债余额 1281 亿，较 2021 年下降 110 亿，其中短期债务 213 亿，较 2022 年初减少 60 亿，占有息负债比 17%，较 2022 年初下降 3 个百分点。2022 年，公司对短期及一年內到期债务置换超过 400 亿元，预计节省利息约 7 亿元。

加强精益管理，提升主营业务运营效率。文旅业务方面，公司 2022 年旗下文旅项目共计接待游客 6184.9 万人次，为 2021 年同期 69%水平，为 2019 年同期 155%水平（含增量项目接待游客人次）。从剔除增量项目的可比口径看，接待游客人次为 2019 年同期 53%水平。与此同时，公司强化 IP 运用，持续向市场提供丰富多彩的文旅产品，为 2023 年文化旅游业务的全面复苏夯实基础。

房地产业务方面，公司坚定不移推行精益管理，狠抓去化，于 2022 年累计实现签约销售面积 267 万平方米，签约销售额 553 亿元。根据公司 2022 年年报援引克而瑞行业百强企业 2022 年全口径销售金额排名中，公司从 2021 年的 50 名上升至 35 名。此外，公司将旗下物商集团重组升级为华侨城服务集团，以服务品质提升带动市场化发展，截至 2022 年末，物业集团累计新增接管项目 52 个，新增管理面积 434 万平方米，目前在管物业项目共计 316 个，管理总面积达 4680 万平方米，覆盖全国 56 个城市。2022 年内落地项目中，共有 34 个市场化物业服务项目，管理业态不断丰富、业务布局进一步优化。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑到公司 2022 年业绩压力充分释放，后阶段随着文旅行业逐步复苏，我们预测公司 2023 年 EPS 为 0.21 元，给予 30-35xPE，对应合理价值区间为每股 6.39-7.45 元；每股净资产为 8.61 元，给予 PB 0.6-0.7 倍，对应合理价值区间为每股 5.17-6.03 元。结合两种估值方法，我们认为合理价值区间在 6.03-6.39 元。

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)			PEG (2023)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023PE/(2021-23 年净利润复合增速)
300144.SZ	宋城演艺	376	0.12	0.03	0.36	119.92	479.67	39.97	4.90	3.95	3.64	0.55
000002.SZ	万科 A	1775	1.94	1.94	2.04	7.67	7.67	7.29	1.00	0.89	0.70	2.87
001979.SZ	招商蛇口	1066	1.31	0.55	1.00	10.51	25.04	13.77	0.97	0.96	0.96	-1.09
均值						46.03	170.79	20.35	2.29	1.93	1.77	0.77
000069.SZ	华侨城 A	397	0.46	-1.33	0.21	10.45	-3.64	22.73	0.49	0.58	0.56	-0.71

注：收盘价为 2023 年 4 月 25 日价格，EPS 为 Wind 一致预期。
资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 公司利润表对比

单位：百万元	2021	2022	YOY%	海通分析
一、营业总收入	102584	76767	-25.17%	
二、营业总成本	93356	84926	-9.03%	
营业成本	75763	59237	-21.81%	
营业税金及附加	6620	4144	-37.40%	
销售费用	3406	3198	-6.10%	
管理费用	3001	2947	-1.82%	
财务费用	2396	2665	11.24%	
资产减值损失	-2124	-12705	498.25%	
投资净收益	599	-2420	-503.88%	
三、营业利润	10452	-9998	-195.66%	
加：营业外收入	187	210	12.14%	
减：营业外支出	149	97	-35.01%	
四、利润总额	10491	-9885	-194.22%	
减：所得税	3339	2882	-13.67%	
五、净利润	7152	-12767	-278.52%	
减：少数股东损益	3353	-1862	-155.53%	
归属母公司净利润	3799	-10905	-387.05%	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	0.47	-1.33	-381.28%	

资料来源：wind，海通证券研究所

表 3 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2021	2022	Ppt	海通分析
毛利率	26.15	22.84	-3.31	
净利率	3.70	-14.21	-17.91	
资产负债率	74.84	74.39	-0.45	
有息负债率	55.64	60.48	4.84	
三项费用占收入比	8.58	11.48	2.90	
ROE	4.68	-15.84	-20.52	
(百万元)	2021	2022	YOY%	
总资产	480061	392918	-18.15%	
净资产	120786	100630	-16.69%	
货币现金	67573	41621	-38.41%	
合同负债	92192	54667	-40.70%	
一年内到期的长期负债	22828	18746	-17.88%	
经营活动现金流净额	19238	-575	-102.99%	

资料来源: wind, 海通证券研究所

风险提示: 1) 房地产行业新房总量增速具有缩量风险; 2) 市场修复不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	76767	79070	83022	87171
每股收益	-1.33	0.21	0.23	0.25	营业成本	59237	60781	63566	66496
每股净资产	8.40	8.61	8.84	9.09	毛利率%	22.8%	23.1%	23.4%	23.7%
每股经营现金流	-0.07	2.93	2.86	3.36	营业税金及附加	4144	4349	4566	4794
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%
价值评估 (倍)					营业费用	3198	3954	4400	4699
P/E	-3.75	23.39	21.68	19.68	营业费用率%	4.2%	5.0%	5.3%	5.4%
P/B	0.59	0.58	0.56	0.55	管理费用	2947	3163	3487	3870
P/S	0.53	0.52	0.49	0.47	管理费用率%	3.8%	4.0%	4.2%	4.4%
EV/EBITDA	-331.54	9.44	8.54	7.41	EBIT	-3779	7363	7577	7893
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	2665	3534	3293	3094
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.5%	4.5%	4.0%	3.5%
毛利率	22.8%	23.1%	23.4%	23.7%	资产减值损失	-12705	-1050	-1300	-1500
净利润率	-14.2%	2.2%	2.3%	2.4%	投资收益	-2420	8	17	18
净资产收益率	-15.8%	2.5%	2.6%	2.8%	营业利润	-9998	2726	2941	3258
资产回报率	-2.8%	0.4%	0.4%	0.5%	营业外收支	113	10	10	14
投资回报率	-2.1%	2.7%	2.7%	2.8%	利润总额	-9885	2736	2951	3272
盈利增长 (%)					EBITDA	-405	13026	13502	13979
营业收入增长率	-25.2%	3.0%	5.0%	5.0%	所得税	2882	397	428	491
EBIT 增长率	-128.9%	294.8%	2.9%	4.2%	有效所得税率%	-29.2%	14.5%	14.5%	15.0%
净利润增长率	-387.1%	116.0%	7.9%	10.2%	少数股东损益	-1862	593	640	705
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-10905	1746	1884	2076
资产负债率	74.39%	75.46%	75.2%	75.1%					
流动比率	1.62	1.54	1.52	1.51	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.41	0.43	0.47	0.53	货币资金	41621	50997	58984	71964
现金比率	0.23	0.25	0.28	0.33	应收账款及应收票据	920	2572	1323	2774
经营效率指标					存货	196026	202430	194855	185648
应收账款周转天数	9.35	7.67	8.19	8.21	其它流动资产	55796	60787	64508	64312
存货周转天数	1349	1180	1125	1030	流动资产合计	294362	316786	319670	324699
总资产周转率	0.18	0.19	0.20	0.20	长期股权投资	20289	22015	23741	25268
固定资产周转率	3.38	3.22	3.17	3.16	固定资产	23666	25455	26938	28229
					在建工程	5856	5405	5099	4823
					无形资产	11994	12063	12133	12203
					非流动资产合计	98556	102774	106589	110042
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	392918	419560	426259	434741
净利润	-10905	1746	1884	2076	短期借款	4066	5066	5366	6566
少数股东损益	-1862	593	640	705	应付票据及应付账款	34064	29936	37363	34171
非现金支出	16109	6745	7257	7618	预收账款	271	250	254	276
非经营收益	6158	4678	4690	4709	其它流动负债	142776	170220	166656	174319
营运资金变动	-10075	10231	8955	12428	流动负债合计	181177	205472	209639	215333
经营活动现金流	-575	23993	23425	27536	长期借款	100530	100530	100530	100530
资产	-3912	-4855	-4954	-4950	其它长期负债	10581	10581	10581	10581
投资	-215	-6071	-6079	-6079	非流动负债合计	111111	111111	111111	111111
其他	-1943	8	17	18	负债总计	292288	316583	320750	326444
投资活动现金流	-6070	-10918	-11016	-11011	实收资本	8202	8202	8202	8202
债权募资	-11043	1000	300	1200	归属于母公司所有者权益	68861	70616	72507	74591
股权募资	864	0	0	0	少数股东权益	31769	32362	33001	33706
其他	-9156	-4700	-4721	-4746	负债和所有者权益合计	392918	419560	426259	434741
融资活动现金流	-19336	-3700	-4421	-3546					
现金净流量	-25973	9376	7987	12980					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 25 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华侨城 A,新湖中宝,碧桂园,华润置地,保利物业,碧桂园服务,天健集团,金科股份,建发股份,卓越商企服务,融创服务,万物云,保利发展,锦和商管,华发股份,金地集团,龙湖集团,中国海外发展,招商蛇口,张江高科,美的置业,远洋服务,越秀服务,首开股份,陆家嘴,万科 A,绿城中国,中国金茂,建发国际集团,新城控股

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。