

增持 (维持)

华侨城 A (000069)

2022 年报及 2023 一季报点评：业绩短期承压，整合改革推动高质量发展

2023 年 5 月 7 日

市场数据

日期	2023/5/5
收盘价(元)	4.92
总股本(百万股)	8202
流通股本(百万股)	7056
净资产(百万元)	65545
总资产(百万元)	394802
每股净资产(元)	7.99

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师：

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

S0190520080003

洪波

hongbo@xyzq.com.cn

S0190523040002

投资要点

- 归母净利润有所亏损，全面启动专业化整合工作。2022 年公司实现营业收入 767.7 亿元，同比-25.2%；实现归母净利润-109.1 亿元，同比-387.1%。归母净利润亏损的主要原因为：1) 旅游综合业务毛利率下行；2) 资产减值损失；3) 投资净收益亏损。一季度业绩仍旧承压。2023 年一季度公司实现营业收入 69.2 亿元，同比-7.4%；实现归母净利润-3.0 亿元，同比-271.7%。归母净利润亏损的主要原因为销售毛利率下行、少数股东损益影响。2022 年全面启动专业化整合工作，随着专业化整合全面落实，各业务专业化、市场化发展能力将稳步提升。
- 地产销售排名提升，文旅紧抓市场消费新趋势。地产方面，2022 年公司累计实现签约销售面积 267 万方，同比-33%；签约销售额 553 亿元，同比-33%，公司行业排名从 2021 年的 50 名上升至 35 名。2023 年一季度公司累计实现合同销售面积 51 万平方米，同比+14%；合同销售金额 86 亿元，同比+5%，恢复正增长。未来公司房地产业务将向“市”而生，践行“一体两翼三功能”发展模式。文旅方面，2022 年公司旗下文旅项目共计接待游客 6184.9 万人次，为去年同期 69%水平，为 2019 年同期 155%水平，剔除增量项目的可比口径为 2019 年同期 53%水平。2023 年一季度公司旗下文旅企业合计接待游客超 2300 万人次，较去年同比增长约 80%。未来公司旅游业务将向“市”图强，加快构建“两核三维多点”发展格局。
- 拿地谨慎，土储较为充沛。2022 年公司新增土地储备 5 宗，其中开发用地 3 宗，分别位于成都、东莞、深圳，土地建面 31.1 万方，拿地总价 26.1 亿元，权益比例 53.1%，拿地力度 4.7%，拿地谨慎。2023 年一季度新获取顺德欢乐海岸 PLUS 二期，新增土地建面 30.1 万方，拿地金额 21.1 亿元，权益比例 70.0%，拿地力度 24.5%。截至 3 月 31 日，公司剩余可开发计容面积 1173.1 万方，剩余可开发计容面积/2022 年公司销售面积为 4.4 年。
- 资本结构稳定，经营风险可控。2022 年公司有息负债余额 1281 亿，较上年下降 110 亿。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。同时，公司综合融资成本不断优化，截至 2022 年末为 4.23%，较年初下降 23BP。
- 投资建议：业绩压力充分释放，央企背景优势下，地产业务受益供给侧改革，文旅业务作为行业领军者，受益复苏趋势。我们预测公司 23-24 年 EPS 分别为 0.05、0.27 元，BPS 分别为 8.44、8.72 元，以 2023 年 5 月 5 日收盘价计算，对应的 PB 为 0.6 倍和 0.6 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：地产销售不及预期，疫情不确定性，地产政策调控超预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	76767	70227	84293	98412
同比增长	-25.2%	-8.5%	20.0%	16.8%
归母净利润(百万元)	-10905	382	2225	3645
同比增长	-387.1%	103.5%	481.9%	63.8%
毛利率	22.8%	21.0%	23.0%	25.0%
ROE	-15.8%	0.6%	3.1%	4.9%
每股收益(元)	-1.33	0.05	0.27	0.44
市盈率	-3.7	105.6	18.1	11.1

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

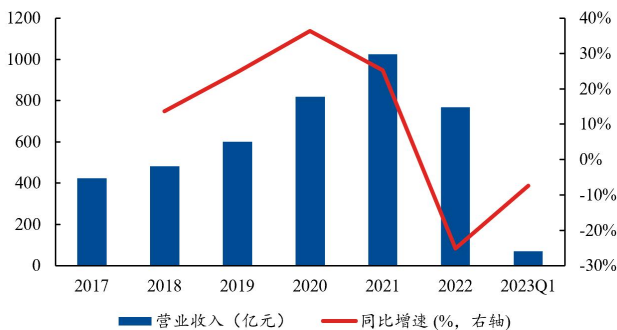
1. 归母净利润有所亏损，全面启动专业化整合工作

受旅游综合业务毛利率下行及资产减值影响，导致归母净利润亏损。2022 年公司实现营业收入 767.7 亿元，同比-25.2%；实现归母净利润-109.1 亿元，同比-387.1%，扣非归母净利润同比-606.9%。归母净利润亏损的主要原因为：1) 旅游综合业务毛利率下行：行业结算毛利率下行大趋势下，公司亦有所回落。2022 年公司销售毛利率 22.8%，同比下降 3.3 个百分点，其中旅游综合业务毛利率为 24.5%，同比下降 7.9 个百分点，房地产业务毛利率为 21.9%，同比增长 0.5 个百分点；2) 资产减值损失：2022 年公司资产减值损失 127.1 亿元，主要为受行业不确定性影响，公司对存货计提了减值准备，同时受效益下滑或更新改造等因素影响，公司对部分景区资产计提减值；3) 投资净收益亏损：2022 年公司投资净收益亏损 24.2 亿元，主要受行业下行影响，公司股权转让收入减少、合联营公司业绩下滑影响。

一季度业绩仍旧承压。2023 年一季度公司实现营业收入 69.2 亿元，同比-7.4%；实现归母净利润-3.0 亿元，同比-271.7%。归母净利润亏损的主要原因为销售毛利率下行、少数股东损益影响，2023 年一季度公司销售毛利率 20.2%，同比下降 11.0 个百分点。

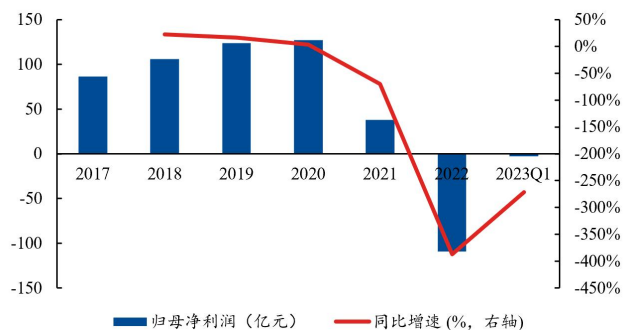
2022 年全面启动专业化整合工作。2022 年公司一是基于“开发与运营”分离原则，剥离各事业部的存量非地产开发类产品的运营职能，推动其聚焦地产开发销售业务，并通过城市公司组建提升其开发效率；其二是形成旅游、商业、酒店项目的专业化运作二级平台，与事业部形成对等关系，聚焦存量运营业务的分类管理，推动产品条线实现专业化运作。随着专业化整合全面落实，公司各业务将逐步实现“一业一企、一企一业”运作，各业务板块独立自主经营能力与效益水平将在市场竞争中得到充分检验，各业务专业化、市场化发展能力将稳步提升。

图 1、2022 年营业收入同比减少 25%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2022 年归母净利润亏损 109 亿元



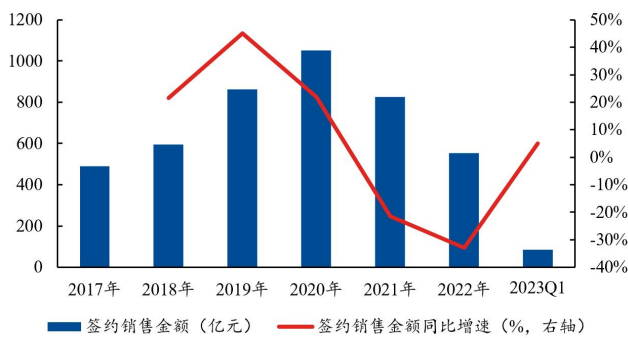
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 地产销售排名提升，文旅紧抓市场消费新趋势

地产销售排名提升，一季度恢复正增长。2022年公司累计实现签约销售面积267万方，同比-33%；签约销售额553亿元，同比-33%，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。2023年一季度公司累计实现合同销售面积51万平方米，同比+14%；合同销售金额86亿元，同比+5%，恢复正增长。未来公司房地产业务将向“市”而生，践行“一体两翼三功能”发展模式，在市场竞争中苦练内功，强身健体，成为房地产行业的专业化开发商。

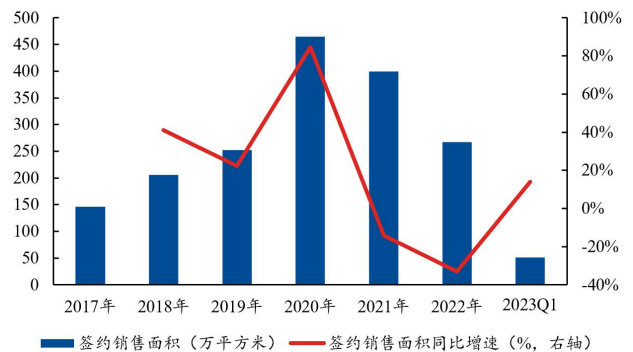
文旅紧抓市场消费新趋势，一季度接待游客大增。2022年公司紧抓市场消费新趋势，持续向市场提供丰富多彩的文旅产品，为2023年文化旅游业务的全面复苏夯实基础。公司旗下文旅项目共计接待游客6184.9万人次，为去年同期69%水平，为2019年同期155%水平（含增量项目接待游客人次）。从剔除增量项目的可比口径看，接待游客人次为2019年同期53%水平。2023年一季度公司围绕汉服文化、二次元、趣味科普等主题，推出了国风潮玩季、唐宫华彩节、次元春日纪、蝴蝶节等丰富多彩的文旅活动。1-3月，公司旗下文旅企业合计接待游客超2300万人次，较去年同比增长约80%。未来公司旅游业务将向“市”图强，加快构建“两核三维多点”发展格局，强化面向市场的盈利模式。

图3、2022年实现合约销售金额553亿元



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2022年实现合约销售面积267万方



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 拿地谨慎，土储较为充足

拿地谨慎，文旅综合地块为主。公司秉持“优中选优”理念，聚焦核心城市热点板块，按照“以收定投”原则稳妥推进新项目投资。2022年公司新增土地储备5宗（2宗为中小学、公交场站用地），其中开发用地3宗，分别位于成都、东莞、深圳，土地建面31.1万方，拿地总价26.1亿元，权益比例53.1%，拿地力度4.7%，拿地谨慎。公司拿地以文旅综合为主，占2022年拿地金额的91.0%，拿地均价8474元/平。整体拿地均价占销售均价比重为40.5%。2023年一季度新获取顺德欢乐海

岸 PLUS 二期，新增土地建面 30.1 万方，拿地金额 21.1 亿元，权益比例 70.0%，拿地力度 24.5%。

土储较为充沛，剩余可开发计容面积去化周期超 4 年。截至 3 月 31 日，公司剩余可开发计容面积 1173.1 万方，剩余可开发计容面积/2022 年公司销售面积为 4.4 年。分结构来看，一线城市占比 1.8%，二线城市占比 39.3%，三四线占比 58.9%。其中面积占比较高的城市为茂名（12.3%）、章丘（11.8%）、襄阳（11.7%）、武汉（10.5%）、合肥（7.7%）。

4. 资本结构稳定，经营风险可控。

资本结构稳定，经营风险可控。公司积极把握融资环境改善窗口机遇，与金融机构主动沟通，通过长短期债务置换、债务规模管控等措施，推动公司资本结构持续优化、融资成本不断下降。截至 2022 年末，估算公司剔除预收账款资产负债率 70.2%、净负债率 87.4%、现金短债比 1.53。公司有息负债余额 1281 亿，较上年下降 110 亿，其中公司短期债务 213 亿，较年初减少 60 亿，占有息负债比 17%，较年初下降 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。同时，公司综合融资成本不断优化，截至 2022 年末为 4.23%，较年初下降 23BP。

投资建议：业绩压力充分释放，央企背景优势下，地产业务受益供给侧改革，文旅业务作为行业领军者，受益复苏趋势。我们预测公司 23-24 年 EPS 分别为 0.05、0.27 元，BPS 分别为 8.44、8.72 元，以 2023 年 5 月 5 日收盘价计算，对应的 PB 为 0.6 倍和 0.6 倍，维持“增持”评级。

风险提示：地产销售不及预期，疫情不确定性，地产政策调控超预期。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	294362	320938	324507	332913
货币资金	41621	96160	97747	98886
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	920	1157	1428	1709
预付款项	1737	3673	3542	4003
存货	196026	169662	166962	167296
其他	54059	50287	54828	61019
非流动资产	98556	97984	95691	92321
长期股权投资	20289	19439	19576	19649
固定资产	23666	25405	24188	22135
在建工程	5856	2928	1464	732
无形资产	11994	12343	12561	12729
商誉	63	64	64	64
长期待摊费用	1591	1640	1670	1700
其他	35097	36165	36168	35312
资产总计	392918	418922	420198	425234
流动负债	181177	207353	207724	210492
短期借款	4066	5993	5273	5312
应付票据及应付账款	34064	31060	35723	41153
其他	143047	170300	166728	164027
非流动负债	111111	110472	108279	105764
长期借款	100530	97859	95798	93534
其他	10581	12613	12481	12230
负债合计	292288	317825	316003	316257
股本	8202	8202	8202	8202
资本公积	5406	5406	5406	5406
未分配利润	50234	50604	52569	55469
少数股东权益	31769	31887	32694	34343
股东权益合计	100630	101097	104196	108978
负债及权益合计	392918	418922	420198	425234

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	-10905	382	2225	3645
折旧和摊销	2851	3153	3376	3480
资产减值准备	12705	-6121	948	-311
资产处置损失	-5	-4	-4	-4
公允价值变动损失	-56	-40	-40	-40
财务费用	3481	2866	1642	1463
投资损失	2420	-2003	-2038	-2965
少数股东损益	-1862	118	807	1648
营运资金的变动	-9967	30370	1538	-1751
经营活动产生现金流量	-575	45695	5624	4411
投资活动产生现金流量	-6070	10221	42	1443
融资活动产生现金流量	-19336	-1378	-4080	-4715
现金净变动	-25973	54539	1587	1139
现金的期初余额	67285	41621	96160	97747
现金的期末余额	41312	96160	97747	98886

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	76767	70227	84293	98412
营业成本	59237	55479	64906	73809
税金及附加	4144	8329	10081	11770
销售费用	3198	2728	3353	3884
管理费用	2947	2696	2655	3100
研发费用	0	0	0	0
财务费用	2665	2866	1642	1463
其他收益	520	542	534	376
投资收益	-2420	2003	2038	2965
公允价值变动收益	56	40	40	40
信用减值损失	-30	-34	-35	-34
资产减值损失	-12705	-87	-70	-67
资产处置收益	5	4	4	4
营业利润	-9998	595	4166	7670
营业外收入	210	196	199	200
营业外支出	97	104	109	105
利润总额	-9885	688	4257	7765
所得税	2882	188	1225	2472
净利润	-12767	500	3032	5293
少数股东损益	-1862	118	807	1648
归属母公司净利润	-10905	382	2225	3645
EPS(元)	-1.33	0.05	0.27	0.44

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-25.2%	-8.5%	20.0%	16.8%
营业利润增长率	-195.7	106.0%	599.9%	84.1%
归母净利润增长率	-387.1	103.5%	481.9%	63.8%
盈利能力				
毛利率	22.8%	21.0%	23.0%	25.0%
归母净利率	-14.2%	0.5%	2.6%	3.7%
ROE	-15.8%	0.6%	3.1%	4.9%
偿债能力				
资产负债率	74.4%	75.9%	75.2%	74.4%
流动比率	1.62	1.55	1.56	1.58
速动比率	0.48	0.69	0.72	0.75
营运能力				
资产周转率	17.6%	17.3%	20.1%	23.3%
应收帐款周转率	3721%	6475%	6343%	6061%
存货周转率	25.9%	28.8%	36.9%	42.1%
每股资料(元)				
每股收益	-1.33	0.05	0.27	0.44
每股经营现金	-0.07	5.57	0.69	0.54
每股净资产	8.40	8.44	8.72	9.10
估值比率(倍)				
PE	-3.7	105.6	18.1	11.1
PB	0.6	0.6	0.6	0.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyq.com.cn	邮箱:research@xyq.com.cn	邮箱:research@xyq.com.cn