

投资评级 优于大市 维持
股票数据

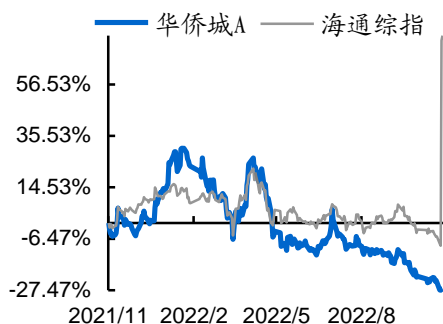
10月28日收盘价(元)	4.28
52周股价波动(元)	4.27-8.55
总股本/流通A股(百万股)	8202/7056
总市值/流通市值(百万元)	35104/30201

相关研究

 《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

 《主营业务齐发力，金融支撑主业发展》
 2021.08.28

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.8	-20.5	-25.3
相对涨幅(%)	-5.3	-6.7	-9.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

联系人:曾佳敏

Tel: (021)23154399

Email:zjm14937@haitong.com

结转下降拖累业绩，文旅项目有序补充

投资要点:

● **结转收入下降拖累经营业绩。**公司 2022 年 1-3Q 实现营业收入 292.8 亿元，较 2021 年同期下降 40.78%；实现净利润 8.8 亿元，较 2021 年同期下降 83.82%；实现归母净利润 1.26 亿元，较 2021 年同期下降 96.31%；稀释每股收益为 0.02 元，较 2021 年同期下降 96.35 %。我们认为结转收入同比下降以及受疫情影响造成景区、酒店、租赁的收入大幅下降是导致公司净利润和归母净利润下降的主要原因。

2022 年 1-3Q，公司毛利率和归母净利率分别为 19.59%和 3.02%，较 2021 年同期分别下降 10.4 个百分点和 8.04 个百分点。2022 年 1-3Q，公司三项费用占收入比为 13.12%，较 2021 年同期增加 4.00 个百分点。

● **销售不畅，出租率小幅回升。**2022 年 1-3Q，公司主要 53 个项目单季度销售金额共计人民币 429.7 亿元，较 2021 年同期下降 35.23%；单季度销售面积共计 201.2 万平方米，较 2021 年同期下降 36.00%。出租项目方面，公司截至 2022 年 3Q 底的出租率较 2021 年同期的 85%小幅上升至 87%。

● **持续拿地，土储充足。**2022 年 1-3Q，公司累计土地储备项目 63 个，土地面积合计 2115.41 万平方米；新增土地储备项目 4 个，其中有 2 个为文旅综合项目；新增土地面积合计 36.83 万平方米，全口径地价为人民币 24.38 亿元，权益地价为人民币 13.08 亿元。根据公司 2022 年三季报显示，4 个项目分别位于成都市、南昌市和东莞市。

● **负债率维稳，销售下行影响经营现金流。**2022 年 1-3Q，公司资产负债率为 74.45%，较 2021 年同期下降了 1.14 个百分点；持有货币资金为 468.6 亿元，较 2021 年同期下降 3.64%，主要是由于支付应付工程款及为降低债务风险，持续减少有息负债所致；一年内到期的长期负债为 180.9 亿元，较 2021 年同期增加 30.35%。2022 年 1-3Q，公司经营活动现金流净额为-22.68 亿元，较 2021 年同期下降 266.30%，主要是销售回款下降明显所致。

● **维持“优于大市”评级。**我们认为公司虽然结算业绩短期承压，但中长期资产特点和价值已经明显，公司文旅业务的龙头地位和区域优势更加明显。我们预计公司 2022-2023 年 EPS 分别为 0.39 元、0.43 元。给予公司 2022 年 15-17 倍动态市盈率，对应合理价值区间为每股 5.79-6.56 元，维持“优于大市”评级。

● **风险提示。**房地产销售和价格下跌风险；公司多元化业务拓展不顺风险等。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	81903	102584	83392	92122	106619
(+/-)YoY(%)	36.4%	25.3%	-18.7%	10.5%	15.7%
净利润(百万元)	12686	3799	3165	3498	3996
(+/-)YoY(%)	2.8%	-70.1%	-16.7%	10.5%	14.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.55	0.46	0.39	0.43	0.49
毛利率(%)	49.9%	26.1%	27.7%	28.0%	28.5%
净资产收益率(%)	16.2%	4.7%	3.8%	4.0%	4.3%

资料来源：公司年报(2020-2021)，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

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	1-3Q2021	1-3Q2022	Ppt	2021	海通分析
毛利率	29.99	19.59	-10.40	26.15	
净利率	11.06	3.02	-8.04	6.97	
资产负债率	75.59	74.45	-1.14	74.84	
有息负债率	54.06	53.18	-0.88	55.60	
三项费用占收入比	9.12	13.12	4.00	8.58	
ROE	4.30	0.74	-3.56	4.76	
(人民币亿元)	3Q2021	3Q2022	YOY%	2021	
总资产	481214.43	465906.23	-3.18%	480061.02	
净资产	117442.75	119024.82	1.35%	120786.02	
货币现金	48625.37	46856.95	-3.64%	67573.01	主要是支付应付工程款及为降低债务风险,持续减少有息负债
预收账款	362.46	277.36	-23.48%	183.06	
合同负债	103246.96	98834.69	-4.27%	92191.91	
一年内到期的长期负债	13877.11	18088.74	30.35%	22828.20	
经营活动现金流净额	1363.72	-2267.83	-266.30%	19237.91	主要是销售回款下降明显

资料来源: 公司 2021 年三季度报和年报、2022 年三季度报, 海通证券研究所

表 2 公司利润表情况

单位: 人民币亿元	3Q2021	3Q2022	YOY%	海通分析
一、营业总收入	49444.78	29281.46	-40.78%	主要是销售不畅, 结转量下降
二、营业总成本	42975.82	28579.44	-33.50%	
营业成本	34616.29	23546.22	-31.98%	
营业税金及附加	3779.86	1124.18	-70.26%	
销售费用	1919.31	1455.26	-24.18%	
管理费用	1818.21	1590.34	-12.53%	
财务费用	771.82	795.42	3.06%	
资产减值损失	-71.87	-67.33	-6.32%	
投资收益	276.86	241.80	-12.66%	
三、营业利润	7403.35	1409.70	-80.96%	
加: 营业外收入	113.39	99.21	-12.51%	
减: 营业外支出	49.00	34.18	-30.24%	
四、利润总额	7467.74	1474.73	-80.25%	
减: 所得税	2000.03	590.18	-70.49%	
五、净利润	5467.71	884.55	-83.82%	
减: 少数股东损益	2048.43	758.51	-62.97%	
归属母公司净利润	3419.28	126.04	-96.31%	主要是结转收入同比下降, 另外受疫情影响造成景区、酒店、租赁的收入下降较大
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	0.43	0.02	-95.35%	

资料来源: 公司 2021 年三季度报、2022 年三季度报, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG (2022)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022PE/(2023-21年净利 润复合增速)
300144.SZ	宋城演艺	304	0.12	0.07	0.37	96.75	165.86	31.38	2.19
000002.SZ	万科 A	1668	1.94	2.18	2.45	7.39	6.58	5.85	0.53
001979.SZ	招商蛇口	1087	1.31	1.41	1.53	10.72	9.96	9.18	1.23
	均值					38.29	60.80	15.47	1.32
000069.SZ	华侨城 A	351	0.46	0.39	0.43	9.24	11.09	10.04	-2.74

注：收盘价为 2022 年 10 月 28 日价格

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	102584	83392	92122	106619
每股收益	0.46	0.39	0.43	0.49	营业成本	75763	60302	66354	76279
每股净资产	9.90	10.29	10.71	11.20	毛利率%	26.1%	27.7%	28.0%	28.5%
每股经营现金流	2.35	-13.25	-3.88	-2.31	营业税金及附加	6620	5087	5619	6397
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	6.5%	6.1%	6.1%	6.0%
价值评估 (倍)					营业费用	3406	2760	2764	3305
P/E	9.24	11.09	10.04	8.79	营业费用率%	3.3%	3.3%	3.0%	3.1%
P/B	0.43	0.42	0.40	0.38	管理费用	3001	2427	2681	2879
P/S	0.34	0.42	0.38	0.33	管理费用率%	2.9%	2.9%	2.9%	2.7%
EV/EBITDA	8.22	17.56	17.96	16.46	EBIT	13075	12816	14704	17759
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	2396	6098	8734	9921
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.3%	7.3%	9.5%	9.3%
毛利率	26.1%	27.7%	28.0%	28.5%	资产减值损失	-2124	0	0	0
净利润率	3.7%	3.8%	3.8%	3.7%	投资收益	599	584	1566	853
净资产收益率	4.7%	3.8%	4.0%	4.3%	营业利润	10452	8219	8918	10291
资产回报率	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	营业外收支	39	121	134	50
投资回报率	3.4%	2.3%	2.4%	2.6%	利润总额	10491	8340	9052	10341
盈利增长 (%)					EBITDA	16236	12816	14704	17759
营业收入增长率	25.3%	-18.7%	10.5%	15.7%	所得税	3339	2585	2806	3206
EBIT 增长率	-36.7%	-2.0%	14.7%	20.8%	有效所得税率%	31.8%	31.0%	31.0%	31.0%
净利润增长率	-70.1%	-16.7%	10.5%	14.2%	少数股东损益	3353	2590	2748	3139
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	3799	3165	3498	3996
资产负债率	74.8%	77.7%	78.8%	79.9%					
流动比率	1.60	1.46	1.42	1.37	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.55	0.38	0.33	0.30	货币资金	67573	65670	64579	66345
现金比率	0.28	0.20	0.17	0.15	应收账款及应收票据	3170	2232	2516	2944
经营效率指标					存货	247772	346942	402124	462060
应收账款周转天数	10.92	9.40	9.50	9.70	其它流动资产	68149	58961	62730	70149
存货周转天数	1194	2100	2212	2211	流动资产合计	386664	473805	531950	601499
总资产周转率	0.21	0.15	0.15	0.15	长期股权投资	18563	18563	18563	18563
固定资产周转率	4.71	3.83	4.23	4.89	固定资产	21783	21783	21783	21783
					在建工程	5484	5484	5484	5484
					无形资产	11924	11924	11924	11924
					非流动资产合计	93397	93397	93397	93397
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	480061	567201	625346	694895
净利润	3799	3165	3498	3996	短期借款	5529	117868	155869	185779
少数股东损益	3353	2590	2748	3139	应付票据及应付账款	35393	28104	34355	37383
非现金支出	5331	0	0	0	预收账款	183	100	203	245
非经营收益	997	5593	7229	9214	其它流动负债	201136	177554	185099	214532
营运资金变动	5758	-119997	-45338	-35280	流动负债合计	242241	323626	375525	437939
经营活动现金流	19238	-108649	-31863	-18930	长期借款	101370	101370	101370	101370
资产	-5849	121	134	50	其它长期负债	15665	15665	15665	15665
投资	4431	0	0	0	非流动负债合计	117034	117034	117034	117034
其他	-2528	584	1566	853	负债总计	359275	440661	492560	554974
投资活动现金流	-3945	705	1700	903	实收资本	8202	8202	8202	8202
债权募资	-350	112339	38001	29911	归属于母公司所有者权益	81202	84367	87865	91861
股权募资	8016	0	0	0	少数股东权益	39584	42173	44921	48061
其他	-15562	-6298	-8929	-10117	负债和所有者权益合计	480061	567201	625346	694895
融资活动现金流	-7896	106041	29072	19793					
现金净流量	7385	-1903	-1091	1766					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 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： 光大嘉宝, 华侨城 A, 中国国贸, 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, 旭辉控股集团, 锦和商管, 华发股份, 金地集团, 融创中国, 龙湖集团, 中国海外发展, 招商蛇口, 东方雨虹, 美的置业, 远洋服务, 越秀服务, 陆家嘴, 万科 A, 绿城中国

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; 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。	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。
	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。