

## 华侨城A (000069.SZ)

强烈推荐 (维持)

### 开发和文旅双受益潜在标的，关注可能的边际变化

(1) 关注集团年中工作会议董事长提及的几个关键词：“全面梳理业务板块”、“旅游业务...独立发展”、“房地产业务...要敢于向市场要资源”、“精准严格考核激励”等；(2) 虽然公司近期投拓较保守，但在近日房企再融资放开背景下，判断公司作为央企，或可借此增厚自身股东权益，实现扩表；(3) 疫情改善或使得未来文旅业务收入具备改善弹性；建议短期关注公司可能的边际变化，中长期看好公司文旅综合开发的差异化竞争优势，在市场触底回升及竞争格局改善背景下，行业存量土储利润有望增厚，投资回报率有望逐步改善，参考近五年公司 PB 中枢 0.91x，给予公司第一阶段目标价 9.25 元/股 (对应 22 年 PB 0.9x)，后期仍可观察文旅业务进一步恢复及扩表进度。

□ 重视集团年中工作会议的几个关键词：“全面梳理业务板块”、“旅游业务...独立发展”、“房地产业务...要敢于向市场要资源”、“精准严格考核激励”等。22 年 4 月，张振高接任段先念担任华侨城集团有限公司党委书记、董事长；22 年 7 月，张振高在年中工作会议中发表看法，强调可持续是公司发展的本质。集团要担负起央企的政治责任、经济责任和社会责任。一是要坚持主责主业不动摇，全面梳理业务板块，加大内部资源整合力度，推动主业更加聚焦，布局更成体系，资源更加集聚，合力更大发挥，实现四大主业专业化、规模化发展，全面提升集团核心竞争力，把自己的命运牢牢掌握在自己手中。(1) 文化业务要推动专业化整合，加强市场化运营，坚持规范化扶持；(2) 旅游业务要完善产权，独立发展，锻造能力，拓展规模，做好轻资产运营和品牌输出；(3) 房地产业务要理直气壮发展好，要敢于向市场要资源，锻造专业能力，积极探索新的发展模式；(4) 电子科技业务要抓住国家战略机遇期，强化科技创新和成果产业化落地，在上下游相关业务领域寻找新赛道、描绘新曲线、实现新突破。二是要坚定不移做强做优做大上市公司，以提升战略质量、发展质量、功能质量为目标，开展上市公司质量提升专项行动。三是要以精准严格考核激励推动可持续发展，坚持高质量发展的考核导向，坚持聚焦主业的考核导向，坚持现金流安全的考核导向，坚持短期目标与长远发展相统一的考核导向，坚持提高上市公司质量的考核导向。

值得注意的有：(1) 提及“全面梳理业务板块”及“旅游业务...独立发展”，或有利于公司各版块估值“能见度”提升；(2) 提及“旅游业务要做好轻资产运营和品牌输出”，值得关注公司未来较强运营能力的外延输出；(3) 提

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	81868	102584	107713	116330	125636
同比增长	36%	25%	5%	8%	8%
营业利润(百万元)	21758	10452	9327	9456	10468
同比增长	13%	-52%	-11%	1%	11%
归母净利润(百万元)	12685	3799	3896	4205	4701
同比增长	3%	-70%	3%	8%	12%
每股收益(元)	1.55	0.46	0.48	0.51	0.57
PE	3.7	12.3	12.0	11.1	10.0
PB	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5

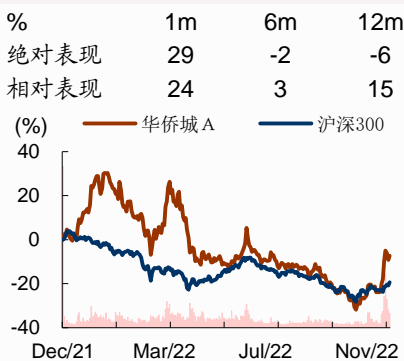
资料来源：公司数据、招商证券

总量研究/房地产  
目标估值：9.25 元  
当前股价：5.71 元

#### 基础数据

总股本(万股)	820179
已上市流通股(万股)	705640
总市值(亿元)	468
流通市值(亿元)	403
每股净资产(MRQ)	9.8
ROE(TTM)	0.6
资产负债率	74.5%
主要股东	华侨城集团有限公司
主要股东持股比例	47.01%

#### 股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《华侨城A (000069) — 开发利润回归行业平均水平，看好文旅匠心长期价值》2022-04-24
- 《华侨城A (000069) — 受项目毛利率及权益比下降等拖累 H1 业绩承压，销售稳增文旅复苏看好长期价值》2021-09-07
- 《华侨城A (000069) — 抓回款控支出下经营性现金流持续改善，地产稳增文旅复苏看好长期价值》2021-04-05

赵可 S1090513110001

✉ zhaoke@cmschina.com.cn

李盛天 研究助理

✉ lishengtian@cmschina.com.cn

及“房地产业务要敢于向市场要资源，积极探索新的发展模式”，当前房地产土地及金融红利转为管理红利的背景下，“敢于向市场要资源”表述或代表公司对未来行业格局改善的认可；（4）提及“精准严格考核激励”，或有利于进一步释放人员效能。

同时，近期证监会主席易会满提及建设中国特色现代资本市场，探索建立具有中国特色估值体系，上交所提及服务推动央企估值回归合理水平推动打造一批旗舰型央企上市公司，华侨城集团表述或与其“不谋而合”。

- **疫情改善或使得未来文旅业务收入具备改善弹性。**之前报告中我们测算出公司非开发业务收入规模或超百亿；公司 22 年 1-10 月份累计接待游客 5485.7 万人次，较去年同期-28%，受各地疫情影响，多个欢乐谷项目要求临时闭园，导致接待游客数量出现明显下滑；结合历史来看，20 年受疫情影响游客同比-18%，21 年疫情阶段性好转后游客同比+82%，由此判断未来疫情改善，文旅业务收入或具备向上弹性。
- **销售增速优于行业可比公司，市场下行、较高土储背景下公司拿地当前较为审慎。**公司 22 年 1-10 月份实现合同销售金额/面积分别为 472 亿元/223 万方，同比-33%/-35%，受市场影响销售有所下滑，但仍高于克而瑞 TOP31-50 房企累计销售额增速-52%，优于行业可比公司。

公司 22 年 1-10 月份新增项目 4 个，其中 2 个为招拍挂获取的文旅综合用地，2 个为有偿划拨的公共设施用地，全口径拿地金额/建面为 24.4 亿元/33.9 万方，同比分别-91%/-91%，全口径拿地力度较去年同期下降 32pct 至 5%，市场持续下行背景下，公司在拿地上相对审慎，主动控制拿地节奏，应对市场下行带来的风险。

土储方面，22Q3 待开发土储 1729 万方（其中 22 城占比约 45%），参考年滚动销售面积 286 万方，估算静态货值可售周期在 6 年左右，货值储备充足。

- **受结转节奏影响前三季度营收增速出现较大幅度下滑。**公司 22 年前三季度营业收入/营业利润/归母净利分别为 292.8 亿元/14.1 亿元/1.3 亿元，同比分别-40.8%/-80.7%/-96.3%；营业收入大幅下滑或是受结转节奏影响；营业利润增速远低于营业收入，主因是毛利率下滑以及三费率上升，税前毛利率较去年同期下降 10.4pct 至 19.6%，三费率较去年同期上升 4.0pct 至 13.1%；归母净利润增速略低于营业利润，主因是受税费预缴及结转结构影响所得税率及少数股东损益占比有所提高，所得税率升高 13.2pct 至 40.0%，少数股东损益占比升高 48.3pct 至 85.8%。

往后看，当前 22Q3 预收账款保障倍数（预收账款/年滚动营收）为 120%，较 21Q3 高 14pct，较 21 年末高 30pct，待结算货值处于相对高位，同时再看结算的领先指标销售回款，21 年/20 年增速分别为-9%/19%，据此，预计 22 年全年营收增速或较前三季度收窄。

- **稳健投拓下，有息负债规模略有收缩。**估算有息负债 1313 亿元（较 22H1 减少 3%，较 21 年末减少 6%），债务规模略有收缩；货币资金 469 亿元（较 22H1 减少 6%），在手货币资金较为稳定；三道红线方面，估算剔除预资产负债率为 67.5%，估算净负债率为 71.0%，估算非受限现金短债比为 1.5，均满足绿档要求。
- **投资建议：**（1）关注集团年中工作会议董事长提及的几个关键词：“全面梳理业务板块”、“旅游业务...独立发展”、“房地产业务...要敢于向市场要资源”、“精准严格考核激励”等；（2）虽然公司近期投拓较保守，但在近日房企再融资放开背景下，判断公司作为央企，或可借此增厚自身股东权益，实现扩表；（3）疫情改善或使得未来文旅业务收入具备改善弹性；建议短期关注公司可能的边际变化，中长期看好公司文旅综合开发的差异化竞争优势，在市场触底回升及竞争格局改善背景下，行业存量土储利润有望增厚，投资回报率有望逐步改善，参考近五年公司 PB 中枢 0.91x，给予公司第一阶段目标价 9.25 元/股（对应 22 年 PB 0.9x），后期仍可观察文旅业务进一步恢复及扩表进度。

- **风险提示：**结算规模低于预期、毛利率下滑超预期、存货减值超预期、疫情改善不及预期、政策落地不及预期等。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	372294	386664	509610	551158	589382
现金	60498	67573	162805	186822	195899
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	127	100	105	113	122
应收款项	1144	3070	3223	3481	3760
其它应收款	38789	45919	51702	51185	55280
存货	250456	247772	268043	283845	306552
其他	21280	22231	23731	25711	27768
<b>非流动资产</b>	84294	93397	96265	97905	99231
长期股权投资	18640	18563	19119	18546	18546
固定资产	18577	21782	24827	27565	30028
无形资产商誉	10604	11990	10791	9712	8741
其他	36474	41062	41528	42083	41916
<b>资产总计</b>	<b>456588</b>	<b>480061</b>	<b>605875</b>	<b>649063</b>	<b>688613</b>
<b>流动负债</b>	230142	242241	358361	391022	419857
短期借款	12700	5529	6082	6690	7359
应付账款	28514	35393	79137	86549	93473
预收账款	88574	92375	161677	181475	201018
其他	100354	108944	111465	116308	118007
<b>长期负债</b>	116070	117034	120728	124867	128475
长期借款	107704	101370	104749	108240	111848
其他	8366	15665	15979	16627	16627
<b>负债合计</b>	<b>346213</b>	<b>359275</b>	<b>479089</b>	<b>515889</b>	<b>548333</b>
股本	8202	8202	8202	8202	8202
资本公积金	4843	7187	7187	7187	7187
留存收益	65352	65814	68890	72121	75770
少数股东权益	31979	39584	42508	45665	49122
归属于母公司所有者权益	78397	81202	84278	87509	91159
<b>负债及权益合计</b>	<b>456588</b>	<b>480061</b>	<b>605875</b>	<b>649063</b>	<b>688613</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	21219	19238	107101	27863	13230
净利润	12685	3799	3896	4205	4701
折旧摊销	2271	2660	3649	3783	3909
财务费用	2809	3067	3968	4013	4159
投资收益	(3420)	(599)	(1123)	(1253)	(1434)
营运资金变动	4803	8471	93787	13959	(1563)
其它	2070	1840	2925	3156	3457
<b>投资活动现金流</b>	655	(3945)	(5394)	(4170)	(3801)
资本支出	(6439)	(5910)	(5235)	(5235)	(5235)
其他投资	7094	1966	(160)	1064	1434
<b>筹资活动现金流</b>	2693	(7896)	(6475)	324	(351)
借款变动	13561	(11782)	(2001)	4663	4859
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(339)	2343	0	0	0
股利分配	(2461)	(3281)	(820)	(974)	(1051)
其他	(8070)	4823	(3654)	(3365)	(4159)
<b>现金净增加额</b>	<b>24566</b>	<b>7398</b>	<b>95232</b>	<b>24017</b>	<b>9078</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	81868	102584	107713	116330	125636
营业成本	41045	75763	85093	93064	100509
营业税金及附加	14677	6620	4797	5180	5595
营业费用	2802	3406	3038	3281	3543
管理费用	2824	3001	2613	2589	2796
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1932	2396	3968	4013	4159
资产减值损失	(872)	(2170)	(1500)	(500)	0
公允价值变动收益	(9)	39	0	0	0
其他收益	632	632	632	632	632
投资收益	4052	1186	1123	1253	1434
<b>营业利润</b>	21758	10452	9327	9456	10468
营业外收入	174	187	187	187	187
营业外支出	34	149	149	149	149
<b>利润总额</b>	21898	10491	9366	9494	10506
所得税	6175	3339	2546	2133	2348
少数股东损益	3038	3353	2925	3156	3457
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12685</b>	<b>3799</b>	<b>3896</b>	<b>4205</b>	<b>4701</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	36%	25%	5%	8%	8%
营业利润	13%	-52%	-11%	1%	11%
归母净利润	3%	-70%	3%	8%	12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.9%	26.1%	21.0%	20.0%	20.0%
净利率	15.5%	3.7%	3.6%	3.6%	3.7%
ROE	16.2%	4.7%	4.6%	4.8%	5.2%
ROIC	6.3%	3.3%	3.6%	3.8%	3.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	75.8%	74.8%	79.1%	79.5%	79.6%
净负债比率	29.5%	27.0%	21.1%	20.4%	19.9%
流动比率	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	105.1	46.2	33.2	33.6	33.6
应付账款周转率	0.3	2.4	1.5	1.1	1.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.55	0.46	0.48	0.51	0.57
每股经营净现金	2.59	2.35	13.06	3.40	1.61
每股净资产	9.56	9.90	10.28	10.67	11.11
每股股利	0.40	0.10	0.12	0.13	0.14
<b>估值比率</b>					
PE	3.7	12.3	12.0	11.1	10.0
PB	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	13.3	22.7	19.9	19.6	18.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**赵可：**招商证券研究发展中心房地产行业（不动产与综合服务）首席分析师、REITs 研究组执行组长，董事，主要从事不动产及不动产综合服务研究，宏观策略研究；招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，深圳市高层次人才，高级经济师；

**刘畅：**2018 年加入招商证券，4 年房地产行业研究经验，山东大学物理学学士，曼彻斯特大学物理学硕士。

**李盛天：**2022 年加入招商证券，同济大学建筑与土木工程本硕。

**区宇轩：**2022 年加入招商证券，南开大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士。

**孔嘉庆：**2022 年加入招商证券，香港大学经济金融学学士，乔治城大学经济学硕士。

**团队荣誉：**多次获新财富、水晶球、金牛奖、金牛奖最具价值分析师、Wind 金牌分析师、新浪金麒麟最佳分析师、21 世纪金牌分析师等相关荣誉。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。