

投资评级 **优于大市** 维持

短期业绩承压，但竞争格局继续优化

股票数据

08月30日收盘价(元)	5.40
52周股价波动(元)	5.24-8.55
总股本/流通A股(百万股)	8202/7056
总市值/流通市值(百万元)	44290/38105

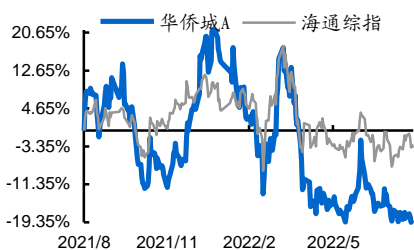
相关研究

《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

《旅游+地产协同发展，稳中求进》2021.04.08

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.4	-16.8	-3.6
相对涨幅(%)	-1.1	-7.7	-4.7

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

投资要点:

- **事件：公司公告 2022 年中报。**
- **收入利润同比下降。**公司 2022 年上半年实现营业收入 163.96 亿元，同比下降 29%。其中，旅游综合业务收入 105.49 亿元，同比降低 44%；毛利率 25%，与 2021 年同期基本持平。房地产业务收入 58.09 亿元，同比增加 44%；毛利率 24%，同比降低 49 个百分点。截至 2022 年 6 月 30 日，公司净利润和归母净利润分别为 7.5 亿元和 1.05 亿元，同比分别减少 68%和 93%。
- **聚焦营销去化，土地储备充足。**截至 2022 年 6 月 30 日，公司累计实现签约销售面积和签约销售额 128 万平方米和 273 亿，同比分别下降 42%和 38%，降幅略低于行业百强均值。期内，公司土地成交金额大于 50 亿元的在建开发项目共计 14 个，拥有土地储备总建筑面积达 3513.66 万平方米，新获取文旅综合用地 2 宗，其中 1 宗位于东莞市松山湖片区，计容面积 18.25 万平方米，权益比例 51%；1 宗位于成都市龙泉驿区，计容面积 9.79 万平方米，权益比例 60%。
- **管理规模持续扩张，稳步提升物业板块市场竞争力。**公司 2022 年上半年旗下物业集团持续践行向规模要效益、规模与口碑并重的发展理念，新增管理面积 190 万平方米，落地多个市场化项目。截至 2022 年 6 月 30 日，全国分子公司数量已达 79 家；华侨城物业智慧三大平台实现 290 个在管项目覆盖，项目运营管理能力稳步提升。
- **“三道红线”健康保绿，债务结构持续优化。**公司 2022 年上半年剔除预收账款资产负债率、净负债率、现金短债比均保持绿档水平，截至 2022 年 6 月 30 日，公司货币资金余额为 499.63 亿元，占总资产比例超过 10%；有息负债总额较 2022 年年初下降 43 亿，占总资产比例下降 0.5 个百分点；一年内到期的短期有息负债较 2022 年年初减少 72 亿。融资方面，公司 2022 年上半年新增注册 100 亿元公司债额度获批，综合运用银行融资、保债计划等多种渠道实现融资 225 亿元，平均融资成本 4.36%，较年初下降 10 个基点，处于同行业较低水平，并处于持续优化通道。我们认为公司流动性充裕，债务结构持续优化，财务状况保持稳健。
- **投资建议：“优于大市”评级。**我们预测公司 2022 年 EPS 为 0.50 元每股，给予公司 2022 年 15-17 倍 PE 估值，对应合理市值为 619-702 亿人民币，对应合理价值区间为 7.55-8.56 元人民币。

- **风险提示：房地产行业面临整体缩量风险。文旅行业存在疫情冲击。**

主要财务数据及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	81903	102584	112873	124845	142615
(+/-)YoY(%)	36.4%	25.3%	10.0%	10.6%	14.2%
净利润(百万元)	12686	3799	4131	4598	5260
(+/-)YoY(%)	2.8%	-70.1%	8.7%	11.3%	14.4%
全面摊薄 EPS(元)	1.55	0.46	0.50	0.56	0.64
毛利率(%)	49.9%	26.1%	26.3%	27.5%	28.0%
净资产收益率(%)	16.2%	4.7%	4.8%	5.1%	5.5%

资料来源：公司年报(2020A-2021A)，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

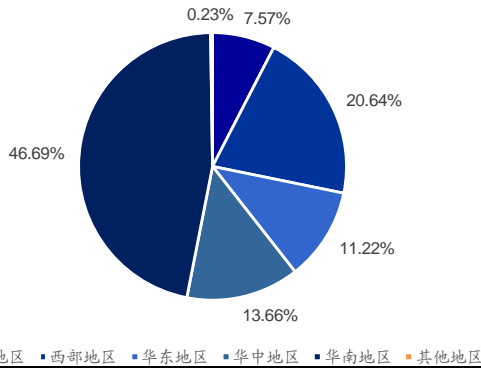
事件：公司公告 2022 年中报。

点评：

2022 年公司中期业绩情况：

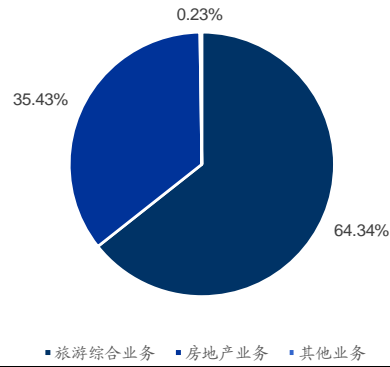
收入利润同比下降。公司 2022 年上半年实现营业收入 163.96 亿元，同比下降 29%。其中，旅游综合业务收入 105.49 亿元，同比降低 44%；毛利率 25%，与 2021 年同期基本持平。房地产业务收入 58.09 亿元，同比增加 44%；毛利率 24%，同比降低 49 个百分点。

图1 公司 1H2022 营业收入构成占比情况（按地区）



资料来源：公司 2022 年中报，海通证券研究所

图2 公司 1H2022 营业收入构成占比情况（按产品）



资料来源：公司 2022 年中报，海通证券研究所

截至 2022 年 6 月 30 日，公司净利润和归母净利润分别为 7.5 亿元和 1.05 亿元，同比分别减少 68%和 93%。我们认为公司经营效益对比 2021 年同期大幅下降有以下几个主要原因：

- 1) 房地产市场持续低迷，公司上半年销售量下降幅度较大；
- 2) 行业毛利率持续下行，公司上半年实现的毛利总额减少；
- 2) 受疫情影响，公司上半年结转金额低于去年同期；公司部分重要结转区域项目工期受疫情影响有所调整，大部分结转预计安排在下半年；
- 4) 公司结转结构变化，上半年结转项目的股权占比不高，少数股东权益占比高于去年同期；
- 5) 受疫情影响，部分景区收益不及预期，如上海欢乐谷、北京欢乐谷。

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

(%)	1H2021	1H2022	Ppt	2021	海通分析
毛利率	33.32	24.70	-8.62	26.15	
净利率	6.88	0.64	-6.24	3.70	
资产负债率	76.32	74.26	-2.06	74.84	
有息负债率	76.24	74.20	-2.04	74.80	
三项费用占收入比	11.05	15.51	4.46	8.58	
ROE	3.32	0.21	-3.11	8.29	
(百万元)	1H2021	1H2022	%	2021	海通分析
总资产	482157.22	473372.74	-1.82	480061.02	
净资产	78822.75	80172.68	1.71	81202.43	
货币现金	53215.01	49962.64	-6.11	67573.01	
预收账款	382.55	258.47	-32.43	183.06	
合同负债	110942.50	99830.67	-10.02	92191.91	
一年内到期的非流动负债	12435.03	17639.87	41.86	22828.20	
经营活动现金流净额	988.24	-6202.01	-727.58	19237.91	销售回款下降

资料来源：公司 2022 年中报、Wind，海通证券研究所

表 2 公司利润表情况

单位: 百万元	1H2021	1H2022	YOY%	海通分析
一、营业总收入	23013.99	16395.57	-28.76	地产结转金额下降
二、营业总成本	20434.64	15928.71	-22.05	
营业成本	15345.87	12345.79	-19.55	地产结转金额下降
营业税金及附加	2535.82	972.52	-61.65	
销售费用	990.36	950.01	-4.07	
管理费用	1000.22	1063.63	6.34	
财务费用	552.58	529.39	-4.20	
资产减值损失	0.00	-67.33		
投资净收益	128.72	137.67	6.95	
三、营业利润	3124.72	1020.65	-67.34	
加: 营业外收入	25.62	56.07	118.89	
减: 营业外支出	43.27	11.34	-73.80	
四、利润总额	3107.06	1065.39	-65.71	
减: 所得税	741.18	315.12	-57.48	利润同比降低
五、净利润	2365.88	750.27	-68.29	
减: 少数股东损益	781.74	644.81	-17.52	
归属母公司净利润	1584.15	105.46	-93.34	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	0.20	0.01	-93.35	

资料来源: 公司 2022 年中报、Wind、海通证券研究所

聚焦营销去化, 土地储备充足。截至 2022 年 6 月 30 日, 公司累计实现签约销售面积和签约销售额 128 万平方米和 273 亿, 同比分别下降 42% 和 38%, 降幅略低于行业百强均值。期内, 公司土地成交金额大于 50 亿元的在建开发项目共计 14 个, 拥有土地储备总建筑面积达 3513.66 万平方米, 新获取文旅综合用地 2 宗, 其中 1 宗位于东莞市松山湖片区, 计容面积 18.25 万平方米, 权益比例 51%; 1 宗位于成都市龙泉驿区, 计容面积 9.79 万平方米, 权益比例 60%。

管理规模持续扩张, 稳步提升物业板块市场竞争力。公司 2022 年上半年旗下物业集团持续践行向规模要效益、规模与口碑并重的发展理念, 新增管理面积 190 万平方米, 落地多个市场化项目。截至 2022 年 6 月 30 日, 全国分子公司数量已达 79 家; 华侨城物业智慧三大平台实现 290 个在管项目覆盖, 项目运营管理能力稳步提升。

“三道红线”健康保绿, 债务结构持续优化。公司 2022 年上半年剔除预收账款资产负债率、净负债率、现金短债比均保持绿档水平, 截至 2022 年 6 月 30 日, 公司货币资金余额为 499.63 亿元, 占总资产比例超过 10%; 有息负债总额较 2022 年年初下降 43 亿, 占总资产比例下降 0.5 个百分点; 一年内到期的短期有息负债较 2022 年年初减少 72 亿。融资方面, 公司 2022 年上半年新增注册 100 亿元公司债额度获批, 综合运用银行融资、保债计划等多种渠道实现融资 225 亿元, 平均融资成本 4.36%, 较年初下降 10 个基点, 处于同行业较低水平, 并处于持续优化通道。我们认为公司流动性充裕, 债务结构持续优化, 财务状况保持稳健。

表 3 公司截至 2022 年 6 月 30 日融资情况 (单位: 万元)

融资途径	期末融资余额	融资成本区间/平均融资成本	期限结构			
			1 年之内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行贷款	10364116	2%-6.98%	1043515	3951034	4027712	1341855
债券	1050000	3.2%-5.74%	424000	376000		250000
非银行类贷款	1102700	4.24%-6.5%	564700	0	28000	510000
基金融资	636000	6.00%				636000
其他	434255	4.04%-7.2%	86015	3920	310000	34320
合计	13587071		2118230	4330954	4365712	2772175

资料来源: 公司 2022 年中报, 海通证券研究所

投资建议：“优于大市”评级。

本轮文旅地产行业分别受到疫情和房地产行业调控双重冲击，行业竞争格局和后阶段龙头公司优势均将明显体现。我们认为公司属于文旅行业央企龙头公司，有望把握市场机会抢占潜在先机。

我们预测公司 2022 年 EPS 为 0.50 元每股，给予公司 2022 年 15-17 倍 PE 估值，对应合理市值为 619-702 亿人民币，对应合理价值区间为 7.55-8.56 元人民币。

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	329	0.12	0.12	0.4	104.83	104.83	31.45	1.27
000002.SZ	万科 A	1848	1.94	2.18	2.45	8.19	7.29	6.49	0.59
001979.SZ	招商蛇口	1142	1.31	1.41	1.53	11.26	10.46	9.64	1.30
	均值					41.43	40.86	15.86	1.05
000069.SZ	华侨城 A	443	0.46	0.50	0.56	11.66	10.72	9.63	1.13

注：收盘价为 2022 年 8 月 30 日价格

资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：房地产行业面临整体缩量风险。文旅行业存在疫情冲击。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	102584	112873	124845	142615
每股收益	0.46	0.50	0.56	0.64	营业成本	75763	83179	90511	102700
每股净资产	9.90	10.40	10.96	11.61	毛利率%	26.1%	26.3%	27.5%	28.0%
每股经营现金流	2.35	-22.70	-5.03	-2.61	营业税金及附加	6620	6885	7616	8557
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	3623	3883	4278
P/E	11.66	10.72	9.63	8.42	营业费用率%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%
P/B	0.55	0.52	0.49	0.47	管理费用	3001	3172	3371	3851
P/S	0.43	0.39	0.35	0.31	管理费用率%	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%
EV/EBITDA	8.22	19.54	18.69	17.11	EBIT	13075	16014	19465	23229
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	2396	7476	11695	13185
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.3%	6.6%	9.4%	9.2%
毛利率	26.1%	26.3%	27.5%	28.0%	资产减值损失	-2124	0	0	0
净利润率	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	投资收益	599	790	2122	1141
净资产收益率	4.7%	4.8%	5.1%	5.5%	营业利润	10452	10570	11766	13325
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%	2.4%	2.6%	2.8%	利润总额	10491	10691	11900	13375
盈利增长 (%)					EBITDA	16236	16014	19465	23229
营业收入增长率	25.3%	10.0%	10.6%	14.2%	所得税	3339	3314	3689	4146
EBIT 增长率	-36.7%	22.5%	21.6%	19.3%	有效所得税率%	31.8%	31.0%	31.0%	31.0%
净利润增长率	-70.1%	8.7%	11.3%	14.4%	少数股东损益	3353	3246	3613	3968
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	3799	4131	4598	5260
资产负债率	74.8%	82.0%	82.7%	83.3%	资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动比率	1.60	1.32	1.30	1.28	货币资金	67573	65670	64579	66345
速动比率	0.55	0.29	0.26	0.24	应收账款及应收票据	3170	3021	3410	3939
现金比率	0.28	0.14	0.12	0.11	存货	247772	478563	548519	622106
经营效率指标					其它流动资产	68149	73336	78449	87600
应收账款周转天数	10.92	9.40	9.50	9.70	流动资产合计	386664	620590	694957	779989
存货周转天数	1194	2100	2212	2211	长期股权投资	18563	18563	18563	18563
总资产周转率	0.21	0.16	0.16	0.16	固定资产	21783	21783	21783	21783
固定资产周转率	4.71	5.18	5.73	6.55	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)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产总计	480061	713986	788353	873386
净利润	3799	4131	4598	5260	短期借款	5529	196581	246371	281774
少数股东损益	3353	3246	3613	3968	应付票据及应付账款	35393	38766	46862	50331
非现金支出	5331	0	0	0	预收账款	183	135	275	328
非经营收益	997	6764	9634	12190	其它流动负债	201136	233307	241438	278317
营运资金变动	5758	-200332	-59092	-42865	流动负债合计	242241	468789	534946	610750
经营活动现金流	19238	-186191	-41247	-21446	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	790	2122	1141	负债总计	359275	585824	651980	727784
投资活动现金流	-3945	911	2256	1191	实收资本	8202	8202	8202	8202
债权募资	-350	191052	49790	35402	归属于母公司所有者权益	81202	85333	89931	95192
股权募资	8016	0	0	0	少数股东权益	39584	42829	46442	50410
其他	-15562	-7676	-11890	-13381	负债和所有者权益合计	480061	713986	788353	873386
融资活动现金流	-7896	183377	37900	22021					
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 08 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 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, 保利发展, 旭辉控股集团, 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, 世茂集团, 美的置业, 远洋服务, 越秀服务, 陆家嘴, 万科 A, 绿城中国, 中国金茂

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。