

业绩下滑，静待改善

华泰研究

2022年9月01日 | 中国内地

中报点评

房地产开发

投资评级(下调):

增持

目标价(人民币):

6.00

研究员	陈慎
SAC No. S0570519010002	chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834	+(86) 21 2897 2228
研究员	刘璐
SAC No. S0570519070001	liulu015507@htsc.com
SFC No. BRD825	+(86) 21 2897 2118
研究员	林正衡
SAC No. S0570520090003	linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046	+(86) 21 2897 2087

22H1 扣非归母净利润出现亏损，下调至“增持”评级

公司8月29日公布半年报，与此前预告相符：22H1实现营收164.0亿元，同比-29%；实现归母净利润1.1亿元，同比-93%；扣非归母净利润亏损2.1亿元。考虑到疫情和地产下行的影响，我们下调公司营收和毛利率，下调公司22-24年EPS至0.37/0.40/0.43元（前值0.57/0.69/0.84元）。由于疫情影响下旅游板块2022E PE出现大幅波动，我们采用2023E PE作为公司的估值参考，可比公司平均2023E PE为12倍（Wind一致预期），考虑到公司文旅地产龙头地位，给予15倍2023E PE，下调目标价至6.00元（前值9.12元，基于16倍2022E PE），下调至“增持”评级。

疫情、盈利下行、结转结构等因素导致22H1业绩同比下滑

由于疫情对文旅运营和房地产交付的不利影响，22H1公司营收出现下滑。归母净利润同比下滑幅度更大，主要因为：1、行业利润率下行和深圳高毛利项目减少，导致地产业务毛利率同比-48.7pct至24.4%，拖累公司整体毛利率同比-8.6pct至24.7%；2、结转项目股权比例较低，导致少数股东损益占比同比+52.9pct至85.9%；3、营收减少导致报表口径销售管理费用率同比+3.6pct至12.3%。22H1扣非归母净利润出现亏损，主要因为剔除了3.9亿元政府补助。

地产业务：销售拿地放缓，融资保持优势

受地产下行影响，1-7月公司销售面积同比-42%至148万平，销售金额同比-37%至314亿元。回款下滑叠加市场判断更为谨慎，公司拿地力度大幅降低，22H1拿地总价同比-88%至24亿元，金额口径拿地强度同比-37.6pct至8.9%，权益比例为53.6%。截至22H1，公司剩余可开发计容建面为1798万平，土储依然充裕。公司凭借央企背景，保持融资优势，22H1新增融资225亿元，平均融资成本较年初-10bp至4.36%。

文旅业务：推陈出新，客流量同比下滑6%

22H1公司克服疫情影响，新开业成都龙泉驿欢乐田园、襄阳奇幻谷等文旅项目，共接待游客2677.7万人次，同比下滑6%。公司积极通过IP与节庆赋能、科技助力等方式，推动文旅业务高质量发展。截至22H1，公司运营中的文旅项目包括32家景区、29家酒店、1家旅行社、8家开放式旅游区、1台旅游演艺。

风险提示：疫情发展不确定性，地产政策和行业下行风险，盈利能力下行风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	81,868	102,584	90,190	92,843	97,470
+/-%	36.39	25.30	(12.08)	2.94	4.98
归属母公司净利润(人民币百万)	12,685	3,799	3,031	3,265	3,563
+/-%	2.80	(70.05)	(20.22)	7.72	9.12
EPS(人民币,最新摊薄)	1.55	0.46	0.37	0.40	0.43
ROE(%)	14.24	5.92	4.04	4.20	4.41
PE(倍)	3.44	11.49	14.40	13.36	12.25
PB(倍)	0.56	0.54	0.52	0.51	0.49
EV EBITDA(倍)	6.02	9.87	11.66	10.18	9.55

资料来源：公司公告、华泰研究预测

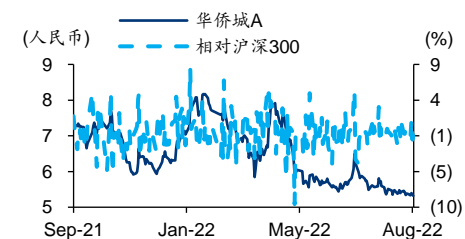
点击查阅华泰证券研究团队介绍和观点



基本数据

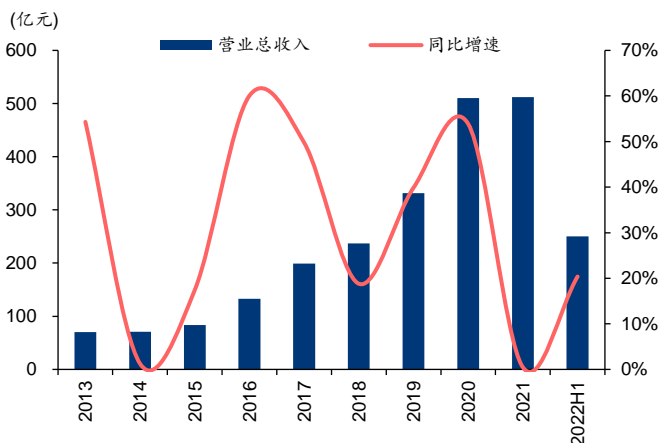
目标价(人民币)	6.00
收盘价(人民币 截至9月1日)	5.32
市值(人民币百万)	43,634
6个月平均日成交额(人民币百万)	452.70
52周价格范围(人民币)	5.32-8.17
BVPS(人民币)	9.78

股价走势图



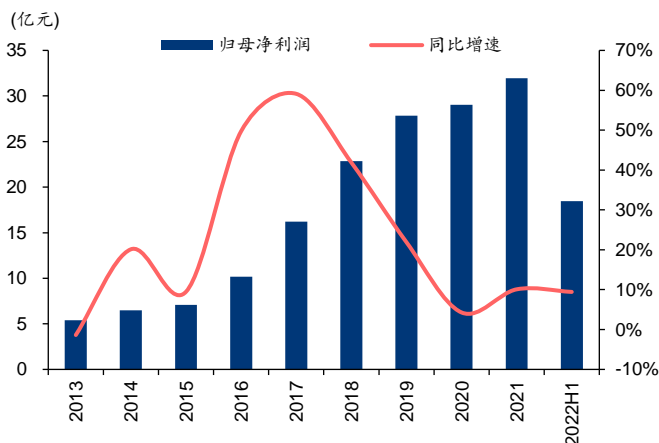
资料来源：Wind

图表1：公司营收和同比增速



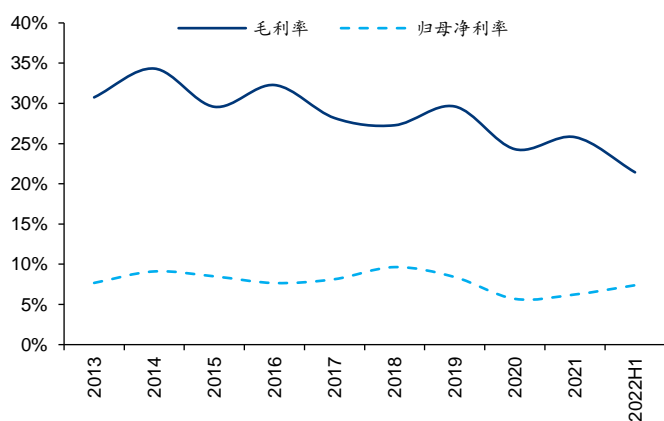
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：公司归母净利润和同比增速



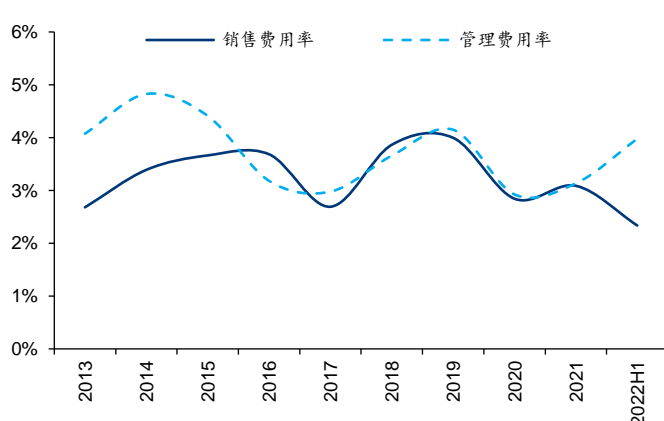
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：公司毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：公司销售和管理费用率



资料来源：公司公告，华泰研究

我们将公司 22-24 年预测归母净利润下调 35%/42%/49%，主要调整包括：1、考虑到疫情和房地产下行的影响，且公司 22H1 结转节奏放缓、销售金额同比下滑，我们下调旅游综合业务和房地产业务的营收；2、考虑到房地产利润率下行的趋势，以及疫情对文旅项目的影响，我们进一步下调旅游综合业务的毛利率。

图表5：关键假设表 (单位：百万元，特殊注明除外)

	原预测			新预测		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营收	110,646	121,680	139,886	90,190	92,843	97,470
调整幅度				-18%	-24%	-30%
旅游综合业务	45,483	50,031	57,536	36,819	36,819	38,660
房地产业务	64,857	71,343	82,045	53,065	55,718	58,504
其他业务	306	306	306	306	306	306
毛利率	24.24%	24.23%	25.22%	22.21%	22.14%	22.14%
调整幅度				-2.03pct	-2.09pct	-3.08pct
旅游综合业务	30.00%	30.00%	31.00%	25.00%	25.00%	25.00%
房地产业务	20.00%	20.00%	21.00%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	68.51%	68.51%	68.51%	68.51%	68.51%	68.51%
归母净利润	4,693	5,644	6,923	3,031	3,265	3,563
调整幅度				-35%	-42%	-49%

资料来源：公司公告，华泰研究

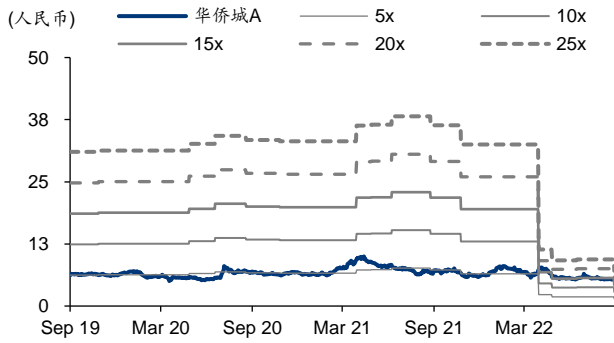
图表6: 可比公司估值表

彭博代码	股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000002 CH	万科 A	195,861.15	16.84	1.94	2.18	2.38	2.59	8.68	7.73	7.07	6.50
600048 CH	保利发展	207,208.38	17.31	2.29	2.41	2.59	2.83	7.56	7.19	6.68	6.12
001979 CH	招商蛇口	113,455.18	14.66	1.16	1.40	1.54	1.71	12.64	10.44	9.50	8.59
600383 CH	金地集团	52,820.63	11.70	2.08	2.18	2.34	2.51	5.63	5.37	4.99	4.66
300144 CH	宋城演艺	31,820.83	12.17	0.12	0.10	0.39	0.56	101.00	121.94	31.58	21.90
	平均							27.10	30.54	11.96	9.55

注: 盈利预测全部来源于 Wind 一致预期, 更新时间为 2022 年 9 月 1 日。

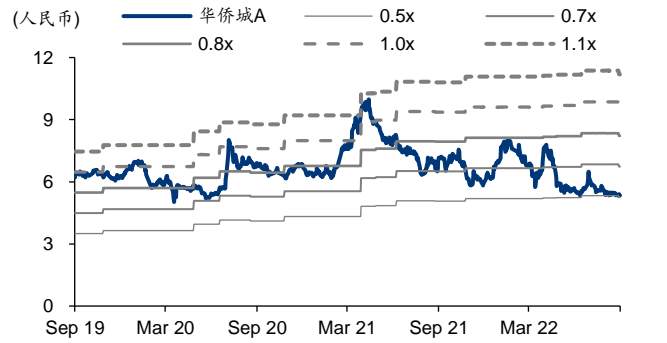
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表7: 华侨城 APE-Bands



资料来源: Wind 华泰研究

图表8: 华侨城 APB-Bands



资料来源: Wind 华泰研究

风险提示

疫情发展不确定性: 疫情发展存在不确定性, 可能对公司销售、施工、文旅项目的经营造成较大影响。

房地产行业政策风险: 宏观流动性的变化, 因城施策的调控政策, 土地、金融、财税、住房制度等相关领域政策存在不确定性, 可能导致公司销售不及我们预期。

房地产行业下行风险: 若宏观流动性和调控政策未出现较大力度放松, 部分区域销售、拿地、新开工、投资等关键指标存在快速下行风险, 可能导致公司销售不及我们预期, 以及存货减值风险。

盈利能力下行风险。 受房地产行业利润率下行和深圳高毛利结转项目减少的影响, 公司利润率仍然面临下行压力。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	372,294	386,664	377,351	411,781	411,263
现金	60,498	67,573	71,123	83,050	83,821
应收账款	1,144	3,070	2,943	3,689	3,273
其他应收账款	37,527	44,240	34,186	46,547	38,209
预付账款	6,937	5,316	4,705	6,218	5,249
存货	250,456	247,772	247,772	255,205	262,862
其他流动资产	15,731	18,693	16,622	17,072	17,849
非流动资产	84,294	93,397	95,825	99,592	103,936
长期投资	18,640	18,563	20,663	22,773	24,894
固定投资	18,577	21,782	22,875	22,691	22,936
无形资产	10,528	11,924	12,969	13,928	14,850
其他非流动资产	36,550	41,127	39,319	40,201	41,256
资产总计	456,588	480,061	473,176	511,373	515,199
流动负债	230,142	242,241	233,698	272,826	276,849
短期借款	12,700	5,529	5,529	5,529	5,529
应付账款	28,020	35,053	28,732	36,982	32,013
其他流动负债	189,422	201,659	199,437	230,315	239,307
非流动负债	116,070	117,034	114,461	108,908	103,594
长期借款	107,704	101,370	100,296	94,422	88,548
其他非流动负债	8,366	15,665	14,165	14,486	15,046
负债合计	346,213	359,275	348,159	381,734	380,443
少数股东权益	31,979	39,584	41,604	43,781	46,156
股本	8,202	8,202	8,202	8,202	8,202
资本公积	5,076	5,128	5,128	5,128	5,128
留存公积	66,743	67,014	70,550	74,359	78,515
归属母公司股东权益	78,397	81,202	83,413	85,858	88,601
负债和股东权益	456,588	480,061	473,176	511,373	515,199

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	21,219	19,238	13,340	21,728	9,819
净利润	15,723	7,152	5,052	5,442	5,938
折旧摊销	2,293	3,161	3,617	4,184	4,847
财务费用	1,932	2,396	2,510	2,344	2,220
投资损失	(3,420)	(599.30)	(1,517)	(1,668)	(1,835)
营运资金变动	3,897	5,758	2,116	11,868	(644.97)
其他经营现金	793.64	1,370	1,563	(440.63)	(707.14)
投资活动现金	654.86	(3,945)	(6,152)	(5,880)	(6,686)
资本支出	(6,439)	(5,910)	(4,797)	(4,382)	(4,949)
长期投资	(8.63)	3,099	(2,100)	(2,110)	(2,121)
其他投资现金	7,103	(1,134)	744.78	611.69	384.17
筹资活动现金	2,693	(7,896)	(3,638)	(3,921)	(2,362)
短期借款	(10,649)	(7,171)	0.00	0.00	0.00
长期借款	38,067	(6,335)	(1,074)	(5,874)	(5,874)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(105.22)	51.73	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(24,620)	5,559	(2,565)	1,953	3,512
现金净增加额	24,409	7,385	3,550	11,927	770.63

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	81,868	102,584	90,190	92,843	97,470
营业成本	41,045	75,763	70,163	72,285	75,895
营业税金及附加	14,677	6,620	4,915	5,060	5,312
营业费用	2,802	3,406	3,265	3,361	3,528
管理费用	2,824	3,001	3,274	3,370	3,538
财务费用	1,932	2,396	2,510	2,344	2,220
资产减值损失	(849.18)	(2,124)	(901.90)	(928.43)	(974.70)
公允价值变动收益	(9.05)	38.70	42.57	44.70	46.93
投资净收益	3,420	599.30	1,517	1,668	1,835
营业利润	21,758	10,452	7,266	7,752	8,426
营业外收入	173.58	187.36	164.12	175.02	175.50
营业外支出	34.39	148.81	108.68	97.29	118.26
利润总额	21,898	10,491	7,321	7,830	8,483
所得税	6,175	3,339	2,270	2,388	2,545
净利润	15,723	7,152	5,052	5,442	5,938
少数股东损益	3,038	3,353	2,021	2,177	2,375
归属母公司净利润	12,685	3,799	3,031	3,265	3,563
EBITDA	26,242	15,964	13,357	14,264	15,453
EPS (人民币, 基本)	1.56	0.47	0.37	0.40	0.43

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	36.39	25.30	(12.08)	2.94	4.98
营业利润	13.14	(51.96)	(30.49)	6.69	8.69
归属母公司净利润	2.80	(70.05)	(20.22)	7.72	9.12
获利能力 (%)					
毛利率	49.86	26.15	22.21	22.14	22.14
净利率	19.21	6.97	5.60	5.86	6.09
ROE	14.24	5.92	4.04	4.20	4.41
ROIC	13.63	7.19	5.71	6.65	7.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	75.83	74.84	73.58	74.65	73.84
净负债比率 (%)	74.58	61.60	56.43	44.63	42.87
流动比率	1.62	1.60	1.61	1.51	1.49
速动比率	0.43	0.47	0.46	0.49	0.45
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.22	0.19	0.19	0.19
应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	1.82	2.40	2.20	2.20	2.20
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.55	0.46	0.37	0.40	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	2.59	2.35	1.63	2.65	1.20
每股净资产(最新摊薄)	9.56	9.90	10.17	10.47	10.80
估值比率					
PE (倍)	3.44	11.49	14.40	13.36	12.25
PB (倍)	0.56	0.54	0.52	0.51	0.49
EV EBITDA (倍)	6.02	9.87	11.66	10.18	9.55

免责声明

分析师声明

本人, 陈慎、刘璐、林正衡, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司