

# 23Q1 亏损，但经营表现已在改善

华泰研究

2023 年 4 月 29 日 | 中国内地

季报点评

房地产开发

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

5.85

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
联系人	陈颖
SAC No. S0570122050022	chenying019881@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

## 23Q1 亏损，维持“增持”评级

公司 4 月 28 日发布一季报，23Q1 实现营收 69.2 亿元，同比-7%；归母净利润亏损 3.0 亿元，22Q1 为归母净利润 1.8 亿元。我们维持 23-25 年 EPS 为 0.06/0.39/0.48 元的盈利预测。可比公司平均 24PE 为 11 倍，考虑到公司文旅地产龙头地位、经营表现已在改善，我们认为合理 24PE 为 15 倍，目标价 5.85 元（前值 5.46 元，基于 14 倍 24PE），维持“增持”评级。

## 地产结转规模较少且毛利率下滑，23Q1 再次出现亏损

23Q1 公司再次出现亏损，主要因为：1、地产业务结转规模较少；2、受结转结构和行业利润率下行趋势的影响，毛利率同比-11.1pct 至 20.2%；3、财务费用率同比+3.6pct 至 8.1%；4、少数股东稀释净利润。全年来看，随着地产结转规模的释放（23Q1 合同负债 579 亿元）和旅游业务的复苏，我们预计公司归母净利润有望扭亏。

## 地产：销售重回正增长，土地储备充沛

随着房地产市场迎来弱复苏，23Q1 公司销售面积同比+14%至 51 万平，销售金额同比+5%至 86 亿元，开始出现改善。同时，公司在佛山新获取 1 宗地块，拿地建面 30 万平，拿地金额 21 亿元，权益比例 70%。公司土地储备仍然充沛，23Q1 可开发计容建面仍有 1173 万平，以 22 年销售体量估算足以支撑 3-4 年的销售去化。随着市场复苏，我们预计公司全年销售有望重回积极增长。

## 文旅：紧抓复苏趋势，23 年经营表现有望显著修复

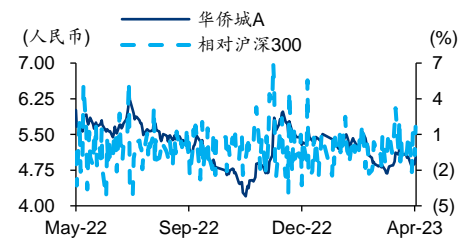
23Q1 公司紧抓旅游和消费复苏的趋势，恢复港澳游和出境游服务，推出了国风潮玩季、唐宫华彩节、次元春日纪、蝴蝶节、元宵灯会、欢乐冰雪节等丰富多彩的文旅活动，旗下文旅企业合计接待游客超 2300 万人次，同比增长约 80%。我们预计公司全年接待游客量有望实现 50%以上增长。

风险提示：疫情带来的经营风险，地产行业下行风险，盈利能力下行风险，文旅项目经营风险。

## 基本数据

目标价(人民币)	5.85
收盘价(人民币 截至 4 月 28 日)	5.01
市值(人民币百万)	41,091
6 个月平均日均成交额(人民币百万)	315.95
52 周价格范围(人民币)	4.20-6.49
BVPS(人民币)	8.37

## 股价走势图



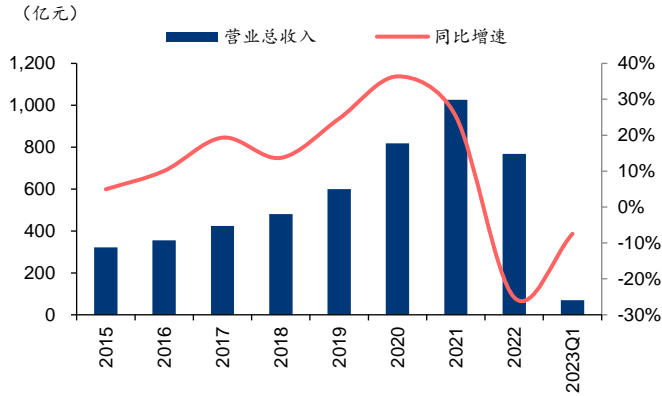
资料来源: Wind

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	102,584	76,767	70,977	85,955	97,100
+/-%	25.30	(25.17)	(7.54)	21.10	12.97
归属母公司净利润(人民币百万)	3,799	(10,905)	504.53	3,223	3,974
+/-%	(70.05)	(387.05)	104.63	538.91	23.29
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.46	(1.33)	0.06	0.39	0.48
ROE(%)	5.92	(12.69)	0.83	4.84	5.42
PE(倍)	10.82	(3.77)	81.44	12.75	10.34
PB(倍)	0.51	0.60	0.59	0.57	0.54
EV EBITDA(倍)	9.71	(42.14)	18.00	10.10	8.79

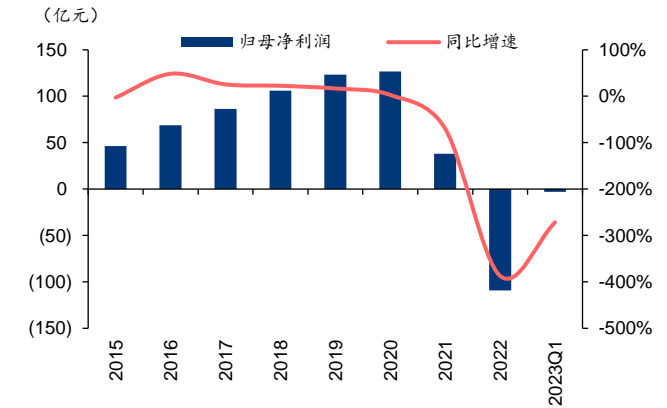
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 公司营收和同比增速



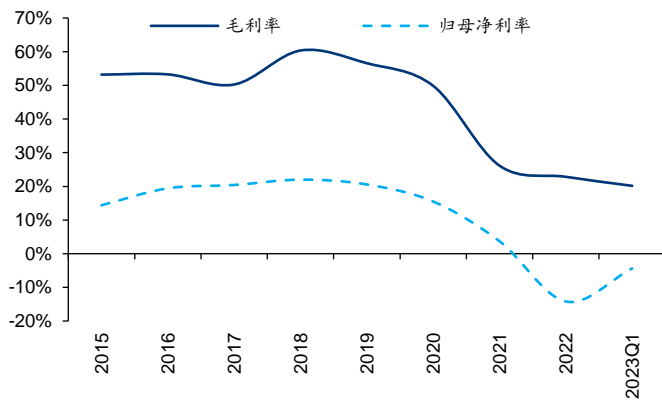
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 公司归母净利润和同比增速



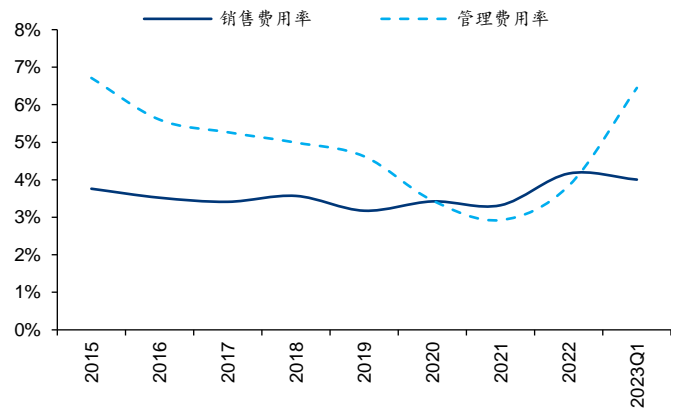
资料来源: 公司公告, 华泰研究

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: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

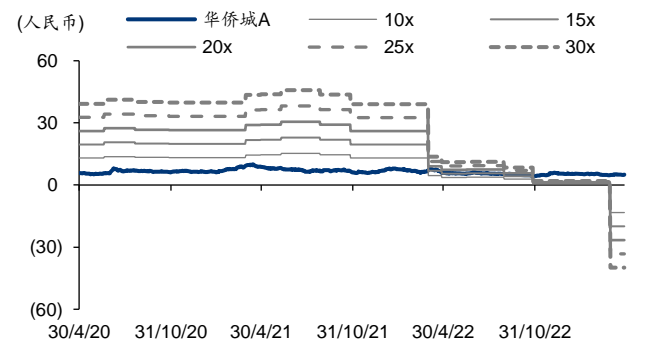
图表5: 可比公司估值表

彭博代码	股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000002 CH	万科 A	180,631	15.14	1.95	1.95	2.08	2.16	7.76	7.76	7.27	7.00
600048 CH	保利发展	166,509	13.91	1.53	1.53	2.03	2.23	9.09	9.09	6.86	6.24
001979 CH	招商蛇口	105,716	13.66	0.41	0.41	1.29	1.61	33.32	33.32	10.56	8.51
600383 CH	金地集团	36,839	8.16	1.35	2.21	2.34	-	6.04	3.70	3.49	-
300144 CH	宋城演艺	38,148	14.59	0.00	0.37	0.56	0.63	3943.24	39.56	26.07	23.07
	平均							799.89	18.69	10.85	11.21

注: 盈利预测全部来源于Wind一致预期, 更新时间为 2023 年 4 月 28 日。

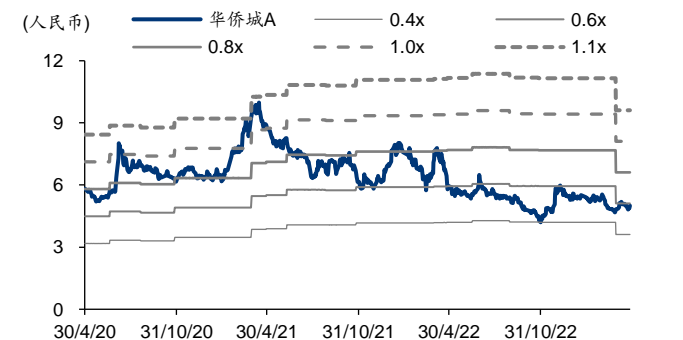
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表6: 华侨城 APE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 华侨城 APB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究



## 风险提示

**疫情带来的经营风险。**国内防控政策放开后，仍存在疫情反复、病毒变异的可能，可能对公司房地产业务的销售和施工，以及文旅项目的经营造成较大影响。

**地产行业下行风险。**房地产行业规模高峰可能已经过去，部分区域销售、拿地、新开工、投资等关键指标存在趋势性下行风险，可能导致公司销售不及预期，以及存货减值风险。

**盈利能力下行风险。**受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。

**文旅项目经营风险。**文旅行业竞争较为激烈，消费者需求更新迭代较快，若公司文旅产品无法匹配消费者需求，可能导致文旅项目经营情况不及预期。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	386,664	294,362	339,199	357,865	380,731
现金	67,573	41,621	77,876	82,770	85,797
应收账款	3,070	919.70	1,919	2,378	2,477
其他应收账款	44,240	31,721	32,803	33,316	36,041
预付账款	5,316	1,737	2,995	3,882	4,562
存货	247,772	196,026	201,907	212,002	226,842
其他流动资产	18,693	22,338	21,699	23,518	25,013
<b>非流动资产</b>	93,397	98,556	97,350	106,940	114,067
长期投资	18,563	20,289	21,515	23,741	25,968
固定投资	21,782	23,665	21,634	24,863	26,889
无形资产	11,924	11,994	12,719	13,361	13,908
其他非流动资产	41,127	42,608	41,482	44,975	47,303
<b>资产总计</b>	480,061	392,918	436,549	464,805	494,798
<b>流动负债</b>	242,241	181,177	225,461	247,945	277,598
短期借款	5,529	4,066	4,066	4,066	4,066
应付账款	35,053	34,061	38,560	41,613	46,357
其他流动负债	201,659	143,050	182,835	202,267	227,174
<b>非流动负债</b>	117,034	111,111	109,617	110,232	104,458
长期借款	101,370	100,530	99,624	98,718	91,812
其他非流动负债	15,665	10,581	9,993	11,514	12,646
<b>负债合计</b>	359,275	292,288	335,078	358,177	382,056
少数股东权益	39,584	31,769	32,105	34,039	36,179
股本	8,202	8,202	8,202	8,202	8,202
资本公积	5,128	5,406	5,406	5,406	5,406
留存公积	67,014	55,155	55,912	60,038	64,930
归属母公司股东权益	81,202	68,861	69,366	72,589	76,563
<b>负债和股东权益</b>	480,061	392,918	436,549	464,805	494,798

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	19,238	(574.64)	37,794	11,193	14,517
净利润	7,152	(12,767)	840.88	5,158	6,114
折旧摊销	3,161	3,374	3,544	4,073	4,692
财务费用	2,396	2,665	2,519	2,351	2,371
投资损失	(599.30)	2,420	451.01	(553.88)	(559.27)
营运资金变动	5,758	(9,967)	29,569	2,745	3,852
其他经营现金	1,370	13,700	869.07	(2,580)	(1,952)
<b>投资活动现金</b>	(3,945)	(6,070)	(3,713)	(10,494)	(9,294)
资本支出	(5,910)	(3,916)	(1,351)	(7,783)	(6,496)
长期投资	3,099	563.00	(1,226)	(2,226)	(2,226)
其他投资现金	(1,134)	(2,718)	(1,136)	(485.35)	(571.35)
<b>筹资活动现金</b>	(7,896)	(19,336)	2,173	4,196	(2,196)
短期借款	(7,171)	(1,463)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(6,335)	(839.56)	(906.02)	(906.02)	(6,906)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	51.73	278.06	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	5,559	(17,311)	3,079	5,102	4,710
现金净增加额	7,385	(25,973)	36,255	4,894	3,027

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	102,584	76,767	70,977	85,955	97,100
营业成本	75,763	59,237	54,466	66,143	74,775
营业税金及附加	6,620	4,144	3,831	4,640	5,241
营业费用	3,406	3,198	2,957	3,266	3,496
管理费用	3,001	2,947	2,724	3,008	3,301
财务费用	2,396	2,665	2,519	2,351	2,371
资产减值损失	(2,124)	(12,705)	(3,478)	(859.55)	(971.00)
公允价值变动收益	38.70	56.35	59.17	62.13	65.23
投资净收益	599.30	(2,420)	(451.01)	553.88	559.27
<b>营业利润</b>	10,452	(9,998)	1,104	6,794	8,055
营业外收入	187.36	210.11	190.35	195.94	198.80
营业外支出	148.81	96.71	93.30	112.94	100.98
<b>利润总额</b>	10,491	(9,885)	1,201	6,877	8,152
所得税	3,339	2,882	360.38	1,719	2,038
<b>净利润</b>	7,152	(12,767)	840.88	5,158	6,114
少数股东损益	3,353	(1,862)	336.35	1,934	2,140
归属母公司净利润	3,799	(10,905)	504.53	3,223	3,974
EBITDA	15,964	(3,845)	7,266	13,302	15,216
EPS (人民币, 基本)	0.47	(1.33)	0.06	0.39	0.48

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.30	(25.17)	(7.54)	21.10	12.97
营业利润	(51.96)	(195.66)	111.04	515.26	18.56
归属母公司净利润	(70.05)	(387.05)	104.63	538.91	23.29
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	26.15	22.84	23.26	23.05	22.99
净利率	6.97	(16.63)	1.18	6.00	6.30
ROE	5.92	(12.69)	0.83	4.84	5.42
ROIC	7.19	(7.77)	2.97	7.66	8.85
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	74.84	74.39	76.76	77.06	77.21
净负债比率 (%)	61.60	88.61	56.77	55.57	50.03
流动比率	1.60	1.62	1.50	1.44	1.37
速动比率	0.47	0.41	0.50	0.48	0.45
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.22	0.18	0.17	0.19	0.20
应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	2.40	1.71	1.50	1.65	1.70
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.46	(1.33)	0.06	0.39	0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	2.35	(0.07)	4.61	1.36	1.77
每股净资产(最新摊薄)	9.90	8.40	8.46	8.85	9.33
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	10.82	(3.77)	81.44	12.75	10.34
PB (倍)	0.51	0.60	0.59	0.57	0.54
EV EBITDA (倍)	9.71	(42.14)	18.00	10.10	8.79

## 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](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**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

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2023年华泰证券股份有限公司