

经营业绩逆势提升, 产品迭代文旅复苏

投资要点

- **经营业绩逆势提升, 文旅地产双轮驱动。**2020年公司实现营业收入818.7亿元(+36%), 实现利润总额219.0亿元(+14%), 归母净利润126.9亿元(+3%)。公司的毛利率和净利率略有下滑, 毛利率下降6.7pp至49.9%, 净利率下降4.7pp至19.2%, 主要原因是结算项目的区域和结构影响, 未来有望回升。公司业务形成文旅地产双轮驱动, 房地产业务营收372亿元(+27.8%), 营收占比达45.5%; 旅游综合业务营收432亿元(+42.7%), 营收占比达52.7%。
- **经营性现金由负转正, 三道红线实现绿档。**公司财务状况持续良好, 2020年末公司三道红线指标实现“保绿”目标, 经营性现金流3年来首次由负转正, 达213亿元, 标志着公司实现了发展速度、效率和质量的平衡。公司拓宽融资渠道, 实现融资990亿元, 平均融资成本4.48%保持行业低位。公司负债结构有所优化, 短期负债比例由29.7%降至19.1%。
- **产品创新迭代, 文旅项目加速落地。**面对疫情影响, 公司举办第三届文化旅游节, 联动60城, 历时135天, 加速文旅业务复苏, 全年接待游客4283万人, 已恢复至2019年的82%, 恢复状况远超行业平均水平。公司文旅项目持续落地, 2018-2020年公司景区数由13个增至24个, 开放式旅游区由0个增至4个, 此外还拥有24家酒店和1家旅行社。公司产品持续迭代, 打造6类文旅产品体系, 包括欢乐休闲、民俗文化、自然康养、艺术展演、美食潮玩和履行服务, 公司年内多个项目持续落地, 如深圳欢乐港湾、南京欢乐谷和襄阳奇梦海滩水公园等, 开业效果较好, 公司利用独特的文旅地产结合模式, 形成业务协同效应, 预计未来将有大量核心产品欢乐系持续落地(目前已落地8个欢乐谷, 4个欢乐海岸/欢乐港湾)。公司控股股东华侨城集团继续领跑亚洲, 位居全球主题公园集团三强, 公司将世界一流文化旅游企业作为企业愿景全力以赴。
- **文旅勾地保持成本优势, 销售回款跨越千亿。**公司2020年销售金额和回款金额双双突破千亿, 分别达到1052亿元和1032亿元, 销售突飞猛进主要源于项目周转效率提升以及近年大量获取土地进入收获期。销售布局核心区域, 华东区域和粤港澳大湾区金额占比合计高达81%。公司通过文旅勾地方式保持土地成本优势, 2020年公司新增土地建面达1033万方, 其中文旅综合用地建面占比达86%, 金额占比达65%, 2016-2020年土地楼面价由9805元/平降至3471元/平。公司土储未开发建面高达2369万方, 可开发年限达5.1年, 储备充沛, 处于行业较高水平。此外, 公司发挥兵种优势, 如物管集团持续发展在管面积达2000万方, 覆盖全国50余个城市, 欢乐谷集团持续开展产品与活动等。
- **盈利预测与投资建议:**充分考虑疫情的影响, 我们预计2021-2023年公司归母净利润年复合增速为26%; EPS分别为1.90/2.42/3.06元, 考虑到公司文旅业务加速恢复及地产结算金额的提升, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**年度业绩结算不及预期、文旅运营恢复不及预期等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	81868.09	104048.80	130435.53	158849.90
增长率	36.39%	27.09%	25.36%	21.78%
归属母公司净利润(百万元)	12685.36	15607.99	19863.43	25111.20
增长率	2.80%	23.04%	27.26%	26.42%
每股收益EPS(元)	1.55	1.90	2.42	3.06
净资产收益率ROE	14.24%	14.55%	16.15%	17.40%
PE	6.5	5.2	4.1	3.3
PB	0.74	0.65	0.56	0.47

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@swsc.com.cn
联系人: 池天惠
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

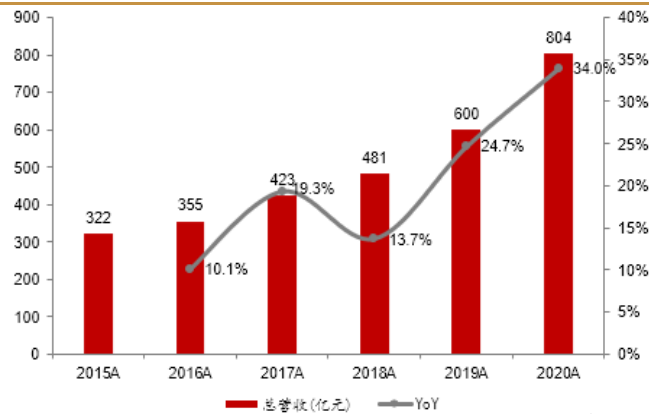
基础数据

总股本(亿股)	82.02
流通A股(亿股)	70.56
52周内股价区间(元)	5.82-9.99
总市值(亿元)	819.36
总资产(亿元)	4,565.88
每股净资产(元)	9.46

相关研究

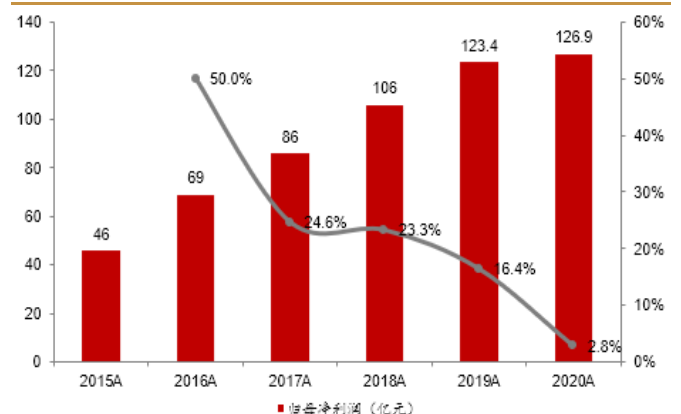
1. 华侨城A(000069): 文旅业务量质齐升, 独特模式铸造龙头 (2021-03-16)
2. 华侨城A(000069): 销售持续向好, 文旅逐步恢复 (2020-11-24)
3. 华侨城A(000069): 产品迭代资源上量, 文旅巨头再出发 (2020-09-25)

图 1：公司 2020 年营收同比大增 34% 至 804 亿元



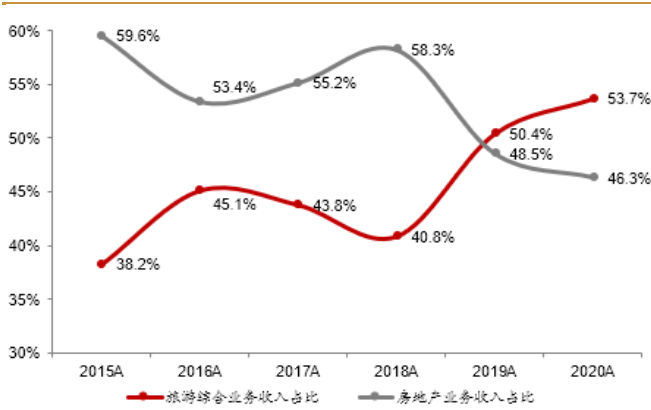
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2020 年归母净利润小幅上涨 2.8% 至 126.9 亿元



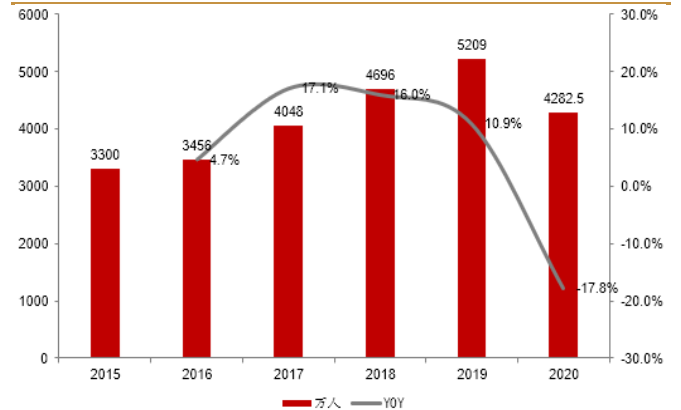
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2020 年旅游综合业务营收占比达 54%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：旗下景区接待游客人次已恢复至 2019 年的 8 成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：华侨城六大文旅产品体系



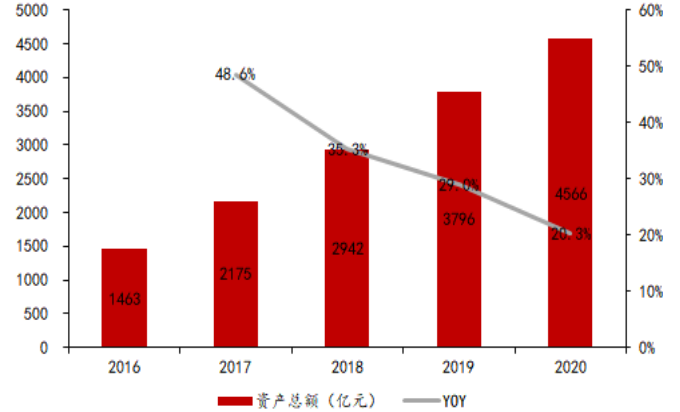
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6: 文旅复苏领跑, 位居世界三强



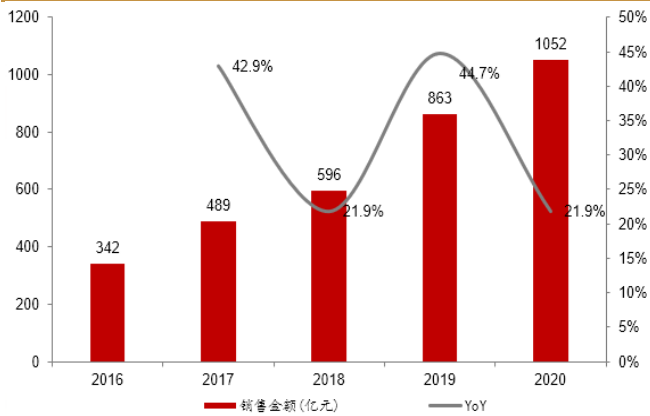
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 7: 公司资产总额五年 CAGR 达 31.69%



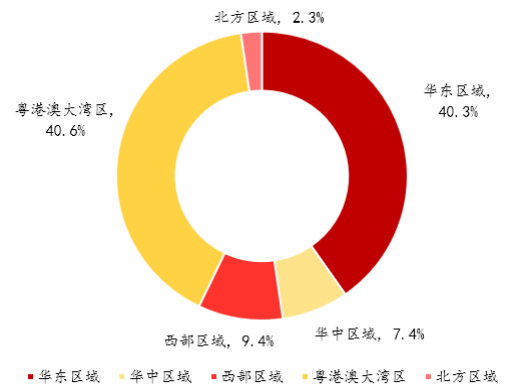
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 公司 2020 年销售金额首次突破千亿



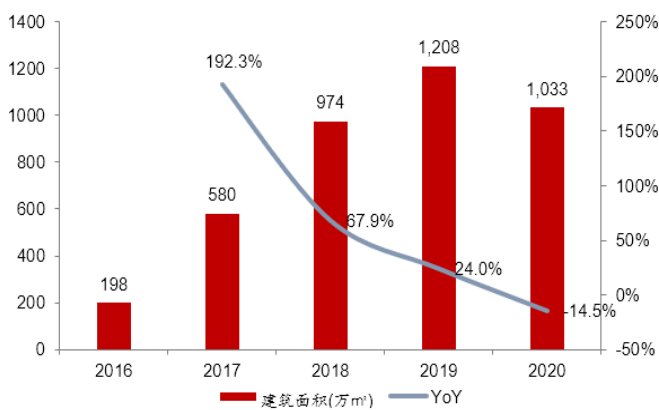
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 公司销售聚焦大湾区和长三角地区



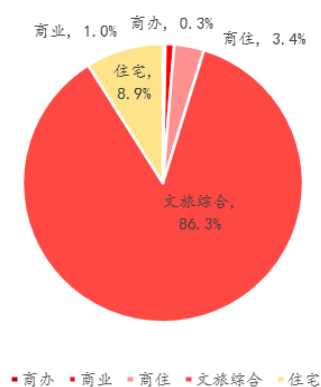
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 10: 新拿地面积同比下降 14.5%, 节奏有所放缓

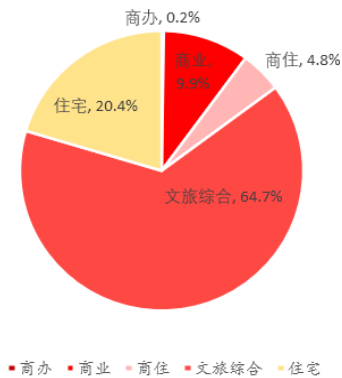


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

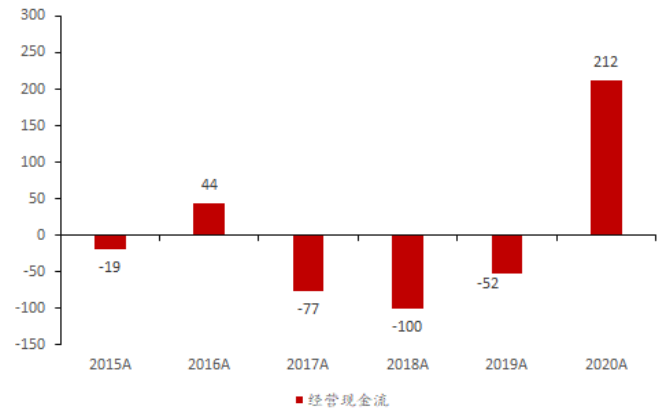
图 11: 文旅综合用地占比新增土储建面 86.3%



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 文旅综合用地占比新增土储总地价 64.7%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 经营性现金流近三年来首次回正


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

盈利预测

关键假设:

假设 1: 公司房地产业务 2021-2023 年结算销售金额增速分别为 24%/26%/24%, 毛利率分别为 58%/59%/60%。

假设 2: 公司文旅综合业务 2021-2023 年参观人次增速分别为 30%/25%/20%, 文旅配套住宅结算金额增速为 30%/25%/20%, 毛利率分别为 42.0%/42.5%/43.0%。

假设 3: 公司其他业务 (主要为物管业务) 2021-2023 年在管面积增速为 20%, 毛利率分别为 37%/35%/33%。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
地产开发	收入	37239	46176	58182	72145
	增速	27.8%	24.0%	26.0%	24.0%
	毛利率	59.3%	58.0%	59.0%	60.0%
文旅综合	收入	43176	56128	70160	84192
	增速	42.7%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	42.7%	42.0%	42.5%	43.0%
其他	收入	1454	1745	2094	2512
	增速	131.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	40.2%	37.0%	35.0%	33.0%
合计	收入	81868	104049	130436	158850
	增速	36.4%	27.1%	25.4%	21.8%
	毛利率	49.9%	49.0%	49.7%	50.6%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预测与评级：

充分考虑疫情的影响，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润年复合增速为 26%；EPS 分别为 1.90/2.42/3.06 元，考虑到公司文旅业务加速恢复及地产结算金额的提升，维持“买入”评级。

风险提示：

年度业绩结算不及预期、文旅运营恢复不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	81868.09	104048.80	130435.53	158849.90	净利润	15722.91	18439.16	23772.47	30094.81
营业成本	41045.25	53047.39	65557.47	78530.98	折旧与摊销	2271.14	1433.31	1436.51	1439.95
营业税金及附加	14676.73	18208.54	22434.91	27004.48	财务费用	1932.49	3223.56	3954.71	4772.65
销售费用	2802.47	3526.43	4342.30	5369.88	资产减值损失	-849.18	215.00	215.00	215.00
管理费用	2824.19	4530.39	5402.97	6325.43	经营营运资本变动	-13431.38	-10004.65	7618.43	-4473.91
财务费用	1932.49	3223.56	3954.71	4772.65	其他	15572.63	-3977.31	-4353.54	-4767.39
资产减值损失	-849.18	215.00	215.00	215.00	经营活动现金流净额	21218.61	9329.07	32643.58	27281.10
投资收益	3420.28	3762.31	4138.54	4552.39	资本支出	-4660.69	-70.00	-70.00	-75.00
公允价值变动损益	-9.05	0.00	0.00	0.00	其他	5315.55	3384.84	1795.31	3490.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	654.86	3314.84	1725.31	3415.89
营业利润	21758.36	25059.80	32666.70	41183.87	短期借款	-10648.60	-7779.86	-4920.20	0.00
其他非经营损益	139.18	125.71	119.40	120.78	长期借款	38066.75	-60.00	-30.00	30.00
利润总额	21897.55	25185.51	32786.10	41304.65	股权融资	-105.22	0.00	0.00	0.00
所得税	6174.63	6746.35	9013.63	11209.85	支付股利	0.00	-2653.52	-3356.60	-4314.11
净利润	15722.91	18439.16	23772.47	30094.81	其他	-24620.42	-5421.72	-2962.53	-4504.54
少数股东损益	3037.56	2831.17	3909.04	4983.61	筹资活动现金流净额	2692.52	-15915.10	-11269.33	-8788.66
归母净利润	12685.36	15607.99	19863.43	25111.20	现金流量净额	24409.27	-3271.19	23099.56	21908.33
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	60498.03	57226.84	80326.41	102234.74	成长能力				
应收和预付款项	44473.35	93211.44	109971.72	132065.66	销售收入增长率	36.39%	27.09%	25.36%	21.78%
存货	250455.97	265236.94	262229.88	274858.43	营业利润增长率	13.14%	15.17%	30.35%	26.07%
其他流动资产	16866.53	17177.22	24113.91	27780.12	净利润增长率	9.63%	17.28%	28.92%	26.60%
长期股权投资	18639.83	18639.83	18639.83	18639.83	EBITDA 增长率	12.62%	14.46%	28.07%	24.54%
投资性房地产	13057.67	11020.58	12459.30	12179.18	获利能力				
固定资产和在建工程	23608.18	22821.09	22031.74	21240.15	毛利率	49.86%	49.02%	49.74%	50.56%
无形资产和开发支出	10603.73	10122.72	9640.76	9162.62	三费率	9.23%	10.84%	10.50%	10.37%
其他非流动资产	18384.97	20773.50	21595.97	22837.99	净利率	19.21%	17.72%	18.23%	18.95%
资产总计	456588.25	516230.16	561009.52	620998.71	ROE	14.24%	14.55%	16.15%	17.40%
短期借款	12700.06	4920.20	0.00	0.00	ROA	3.44%	3.57%	4.24%	4.85%
应付和预收款项	40447.81	55384.64	68946.56	83603.67	ROIC	9.88%	10.48%	12.59%	15.01%
长期借款	107704.40	107644.40	107614.40	107644.40	EBITDA/销售收入	31.71%	28.56%	29.18%	29.84%
其他负债	185360.47	221529.24	237281.00	256802.39	营运能力				
负债合计	346212.73	389478.47	413841.96	448050.46	总资产周转率	0.20	0.21	0.24	0.27
股本	8201.79	8201.79	8201.79	8201.79	固定资产周转率	4.75	5.72	7.50	9.57
资本公积	5076.33	5076.33	5076.33	5076.33	应收账款周转率	114.46	98.18	104.43	99.45
留存收益	66742.64	79697.11	96203.94	117001.03	存货周转率	0.19	0.21	0.25	0.29
归属母公司股东权益	78396.97	91941.95	108448.79	129245.87	劳务获取现金/营业收入	135.22%	—	—	—
少数股东权益	31978.56	34809.73	38718.77	43702.38	资本结构				
股东权益合计	110375.52	126751.68	147167.55	172948.25	资产负债率	75.83%	75.45%	73.77%	72.15%
负债和股东权益合计	456588.25	516230.16	561009.52	620998.71	带息债务/总负债	36.71%	30.62%	27.62%	25.52%
					流动比率	1.62	1.58	1.60	1.62
					速动比率	0.53	0.61	0.72	0.79
					股利支付率	0.00%	17.00%	16.90%	17.18%
					每股指标				
					每股收益	1.55	1.90	2.42	3.06
					每股净资产	13.46	15.45	17.94	21.09
					每股经营现金	2.59	1.14	3.98	3.33
					每股股利	0.00	0.32	0.41	0.53
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	25962.00	29716.67	38057.93	47396.47					
PE	6.46	5.25	4.12	3.26					
PB	0.74	0.65	0.56	0.47					
PS	1.00	0.79	0.63	0.52					
EV/EBITDA	4.09	3.45	1.85	1.02					
股息率	0.00%	3.24%	4.10%	5.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn