



2021 年 03 月 31 日

业绩稳步向上，文旅+地产双轮驱动

华侨城 A (000069)

评级:	买入	股票代码:	000069
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	10.64/5.78
目标价格:		总市值(亿)	835.76
最新收盘价:	10.19	自由流通市值(亿)	719.04
		自由流通股数(百万)	7,056.30

事件概述

华侨城 A 发布 2020 年年报，公司实现营收 818.7 亿元，同比+36.4%；归母净利润 126.9 亿元，同比+2.8%。

► 利润平稳增长，盈利能力保持较高水平

2020 年公司实现营业收入 818.7 亿元，同比+36.4%；归母净利润 126.9 亿元，同比+2.8%；净利润增速显著小于营收增速主要系：1) 投资收益为 34.2 亿元，同比-23.6%，2) 资产减值损失达 8.5 亿元，较上年的 0.85 亿元，大幅提高。报告期内，公司销售毛利率为 49.86%，较去年同期下降 6.72pct，净利润率为 19.21%，较去年同期下降 4.68pct，受疫情及前期高地价影响，公司盈利水平虽有下滑，但仍处于行业较高水平。

► 地产销售稳中向好，文旅业务持续复苏

2020 年公司实现销售金额 1052 亿元，同比+21.9%，销售面积 465 万平方米，同比+84.5%，均创历史新高。报告期内，公司旅游综合收入 431.75 亿元，同比+42.7%，毛利率为 42.0%，较上年同期增加 1.39pct，文旅业务在疫情影响下，各个板块仍取得了阶段性的成果，公司旗下 24 家景区、24 家酒店、1 家旅行社、4 家开放式旅游区共接待游客 4282.5 万人次，恢复至 2019 年的 82%，恢复情况远超行业平均水平。

► 杠杆率稳健，债务结构优化

报告期末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 56.43%，较上年末下降 0.1pct；净负债率为 73.35%，较上年末持平，负债风险可控。报告期末，公司有息负债总额 1414.6 亿元，较年初增加 237 亿，其中短期负债比例从 29.74%下降至 19.14%，结构得到改善，短期偿债风险下降，资金借贷周期与项目的开发周期更加匹配。

投资建议

华侨城 A 业绩稳定增长，文旅持续复苏，土储资源丰富，财务稳健，低成本融资优势凸显。我们维持预测不变，预计 21-23 年 EPS 分别为 2.08/2.42/2.69 元，对应 PE 分别为 4.9/4.2/3.9 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

销售不及预期，利润率下滑，计提存货减值准备影响业绩。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	60,025	81,868	88,180	107,447	121,312
YoY (%)	24.6%	36.4%	7.7%	21.8%	12.9%
归母净利润(百万元)	12,340	12,685	17,022	19,839	21,407
YoY (%)	16.7%	2.8%	34.2%	16.5%	7.9%
毛利率 (%)	56.6%	49.9%	55.0%	54.7%	53.8%
每股收益 (元)	1.50	1.55	2.08	2.42	2.61
ROE	18.0%	16.2%	17.7%	17.0%	15.4%
市盈率	6.77	6.59	4.91	4.21	3.90

资料来源：WIND、华西证券研究所

分析师：由于沛

邮箱：youzp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话：

研究助理：侯希得

邮箱：houxd@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

研究助理：肖峰

邮箱：xiaofeng@hx168.com.cn

SAC NO: 一

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	81,868	88,180	107,447	121,312	净利润	15,723	20,420	24,188	25,889
YoY (%)	36.4%	7.7%	21.8%	12.9%	折旧和摊销	2,293	2,862	2,892	4,544
营业成本	41,045	39,712	48,624	56,034	营运资金变动	3,897	-18,351	-15,261	-26,933
营业税金及附加	14,677	17,294	20,167	23,281	经营活动现金流	21,219	3,494	11,924	4,481
销售费用	2,802	2,557	3,062	3,488	资本开支	-6,428	-4,148	-6,517	-9,441
管理费用	2,824	3,559	4,022	4,719	投资	5,866	0	0	0
财务费用	1,932	6,074	6,638	7,383	投资活动现金流	655	3,788	563	-2,163
资产减值损失	-849	351	501	426	股权募资	9,218	0	0	0
投资收益	3,420	7,936	7,080	7,279	债务募资	135,149	14,955	17,421	20,429
营业利润	21,758	27,761	33,227	34,852	筹资活动现金流	2,693	7,975	9,603	11,608
营业外收支	139	130	132	133	现金净流量	24,409	15,256	22,090	13,927
利润总额	21,898	27,891	33,359	34,985	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	6,175	7,471	9,171	9,096	成长能力				
净利润	15,723	20,420	24,188	25,889	营业收入增长率	36.4%	7.7%	21.8%	12.9%
归属于母公司净利润	12,685	17,022	19,839	21,407	净利润增长率	2.8%	34.2%	16.5%	7.9%
YoY (%)	2.8%	34.2%	16.5%	7.9%	盈利能力				
每股收益	1.55	2.08	2.42	2.61	毛利率	49.9%	55.0%	54.7%	53.8%
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	19.2%	23.2%	22.5%	21.3%
货币资金	60,498	75,755	97,845	111,772	总资产收益率 ROA	2.8%	3.3%	3.4%	3.1%
预付款项	6,937	27,072	20,683	31,017	净资产收益率 ROE	16.2%	17.7%	17.0%	15.4%
存货	250,456	262,373	308,978	363,138	偿债能力				
其他流动资产	54,402	64,125	70,625	80,040	流动比率	1.62	1.68	1.73	1.74
流动资产合计	372,294	429,324	498,131	585,967	速动比率	0.50	0.55	0.58	0.57
长期股权投资	18,640	18,640	18,640	18,640	现金比率	0.26	0.30	0.34	0.33
固定资产	18,577	17,304	17,346	18,508	资产负债率	75.8%	74.5%	73.5%	73.3%
无形资产	10,528	12,252	14,863	17,809	经营效率				
非流动资产合计	84,294	86,659	91,580	97,779	总资产周转率	0.18	0.17	0.18	0.18
资产合计	456,588	515,984	589,711	683,747	每股指标（元）				
短期借款	12,700	15,341	16,221	17,889	每股收益	1.55	2.08	2.42	2.61
应付账款及票据	28,514	26,901	33,359	38,200	每股净资产	9.56	11.71	14.21	16.91
其他流动负债	188,929	213,964	238,963	281,097	每股经营现金流	2.59	0.43	1.45	0.55
流动负债合计	230,142	256,207	288,543	337,186	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	107,704	120,018	136,559	155,320	估值分析				
其他长期负债	8,366	8,366	8,366	8,366	PE	6.59	4.91	4.21	3.90
非流动负债合计	116,070	128,384	144,925	163,686	PB	0.74	0.87	0.72	0.60
负债合计	346,213	384,591	433,468	500,873					
股本	8,202	8,202	8,202	8,202					
少数股东权益	31,979	35,376	39,725	44,206					
股东权益合计	110,376	131,393	156,243	182,874					
负债和股东权益合计	456,588	515,984	589,711	683,747					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名，第八届Wind“金牌分析师”房地产行业第一名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

肖峰：同济大学土木工程专业学士，上海财经大学金融硕士，2020年加入华西证券任房地产行业助理分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。