

盈利表现有所承压，文旅业务强劲恢复

投资要点

- **营收大幅提升，毛利率和少数股东损益压制盈利表现。**2021H1 公司实现营收 230.1 亿元 (+34.4%)，实现利润总额 23.6 亿元 (+15.1%)，归母净利润 15.8 亿元 (-25.9%)，增收不增利原因在于：第一、受结算结构及行业利润下行影响，公司毛利率同比下降 21.6pp 至 33.3%；第二、合作项目结算放量，少数股东损益由 2020H1 的 -0.8 亿元大幅增至 7.8 亿元，净利润占比达 33%。从结构上看，公司旅游综合业务营收 189 亿元，同比增加 90%，毛利率为 24.8% (-12.9pp)；房地产业务营收 40 亿元，同比下降 41%，毛利率为 73.1% (-7.6pp)。
- **销售金额大幅增长，“优中选优”土地充沛。**2021H1 公司地产销售金额 447 亿元，销售面积 226 万平方米，分别同比增长 41% 和 58%。2021H1 公司累计获取项目 14 个，新增土地建面达 315 万平方米，公司“优中选优”稳妥布局，在苏州、宁波、南京等地持续获取土地，拿地总价 208 亿，同比微降 6.2%，2021H1 期末土储达 2491 万方，土地资源充沛。此外，物管集团期内新增在管面积 104 万方，总在管面积近 2000 万方，覆盖全国 66 个城市，基本完成全国布局。
- **文旅恢复速度强于行业均值，欢乐谷经营业绩亮眼。**2021H1 公司拥有 26 家景区、25 家酒店、1 家旅行社、6 家开放式旅游区、1 台旅游演艺公司，共接待游客 2848 万人次，较 2019 年大幅增长 160%；剔除期间新开项目（西安欢乐谷玛雅海滩水公园、襄阳奇趣童年亲子乐园、顺德欢乐海岸 PLUS、深圳欢乐港湾、宁波欢乐海岸、扬州梦幻之城），客流人次已恢复至 2019 年同期的 84%，恢复情况优于行业平均水平。2021H1 欢乐谷集团经营业绩亮眼，9 家欢乐谷接待游客 771 万人次，较 2019 年同期增长 6%，营收较 2019 年同期增长 29%，门票和二消分别增长 16%/30%。
- **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，截止到 2021H1 公司三道红线指标实现“保绿”目标。经营性现金流较去年同期扭负为正，达 9.9 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 379.5 亿元，平均融资成本 4.38% 保持行业低位。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2021-2023 年公司归母净利润年复合增速为 11.3%；考虑到公司文旅业务加速恢复及地产销售稳定增长，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。

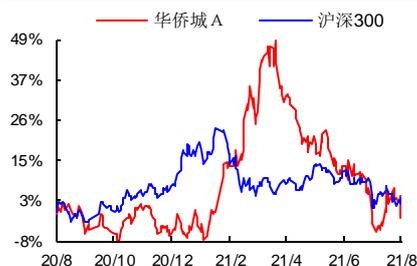
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	81868.09	105662.01	131221.87	157578.81
增长率	36.39%	29.06%	24.19%	20.09%
归属母公司净利润(百万元)	12685.36	14024.31	15753.63	17480.09
增长率	2.80%	10.56%	12.33%	10.96%
每股收益EPS(元)	1.55	1.71	1.92	2.13
净资产收益率ROE	14.24%	13.51%	12.95%	12.51%
PE	4.4	3.9	3.5	3.2
PB	0.50	0.43	0.37	0.33

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)	6.45-10.63
总市值(亿元)	551.16
总资产(亿元)	4,821.57
每股净资产(元)	9.23

相关研究

1. 华侨城A(000069):经营业绩逆势提升,产品迭代文旅复苏 (2021-03-31)
2. 华侨城A(000069):文旅业务量质齐升,独特模式铸造龙头 (2021-03-16)
3. 华侨城A(000069):销售持续向好,文旅逐步恢复 (2020-11-24)

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 23%/20%/18%，毛利率分别为 50%/47%/45%。

假设 2：公司文旅综合业务 2021-2023 年参观人次平稳恢复，景区收入及文旅配套住宅结算金额合计增速分别为 35%/28%/22%，毛利率分别为 40%/38%/36%。

假设 3：公司其他业务 2021-2023 年收入增速分别为 8%/5%/3%，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
合计	营业收入	81868	105662	131222	157579
	增速	36.4%	29.1%	24.2%	20.1%
	营业成本	41052	58864	76460	95064
	毛利率	49.9%	44.3%	41.7%	39.7%
房地产	收入	37239	45804	54965	64858
	增速	27.8%	23.0%	20.0%	18.0%
	成本	15148	22902	29131	35672
	毛利率	59.3%	50.0%	47.0%	45.0%
旅游综合	收入	43176	58288	74608	91022
	增速	42.7%	35.0%	28.0%	22.0%
	成本	25035	34973	46257	58254
	毛利率	42.7%	40.0%	38.0%	36.0%
其他	收入	1454	1570	1649	1698
	增速	131.3%	8.0%	5.0%	3.0%
	成本	870	989	1072	1138
	毛利率	40.2%	37.0%	35.0%	33.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预测与评级：

预计 2021-2023 年公司归母净利润年复合增速为 11.3%；考虑到公司文旅业务加速恢复及地产销售稳定增长，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	105662.01	131221.87	157578.81	净利润	15722.91	17313.96	19095.31	21060.35
营业成本	41045.25	58863.91	76460.19	95064.12	折旧与摊销	2271.14	2508.24	2679.24	2862.24
营业税金及附加	14676.73	17645.56	20601.83	23636.82	财务费用	1932.49	2075.36	2653.02	3068.19
销售费用	2802.47	3592.51	4461.54	5200.10	资产减值损失	-849.18	-400.00	150.00	150.00
管理费用	2824.19	3592.51	4461.54	5200.10	经营营运资本变动	-14003.58	-6968.42	-10898.75	-8521.32
财务费用	1932.49	2075.36	2653.02	3068.19	其他	16144.83	-2810.76	-3912.39	-3654.75
资产减值损失	-849.18	-400.00	150.00	150.00	经营活动现金流净额	21218.61	11718.38	9766.42	14964.71
投资收益	3420.28	3230.76	3782.39	3524.75	资本支出	-4660.69	-3500.00	-3700.00	-3900.00
公允价值变动损益	-9.05	0.00	0.00	0.00	其他	5315.55	6028.08	3124.38	5479.56
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	2528.08	-575.62	1579.56
营业利润	21758.36	23522.92	26216.14	28784.22	短期借款	-10648.60	4999.94	5000.00	-3000.00
其他非经营损益	139.18	125.71	119.40	120.78	长期借款	38066.75	15000.00	15350.00	13650.00
利润总额	21897.55	23648.63	26335.53	28905.00	股权融资	-105.22	0.00	0.00	0.00
所得税	6174.63	6334.67	7240.23	7844.65	支付股利	-2460.53	-2653.52	-3016.01	-3421.51
净利润	15722.91	17313.96	19095.31	21060.35	其他	-22159.88	-4535.80	106.76	1165.41
少数股东损益	3037.56	3289.65	3341.68	3580.26	筹资活动现金流净额	2692.52	12810.63	17440.74	8393.90
归属母公司股东净利润	12685.36	14024.31	15753.63	17480.09	现金流量净额	24409.27	27057.09	26631.55	24938.17
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	87555.11	114186.66	139124.84	成长能力				
应收和预付款项	44473.35	53011.30	62120.67	67673.67	销售收入增长率	36.39%	29.06%	24.19%	20.09%
存货	250455.97	293727.35	343458.66	389130.71	营业利润增长率	13.14%	8.11%	11.45%	9.80%
其他流动资产	16866.53	18060.28	18467.29	20599.84	净利润增长率	9.63%	10.12%	10.29%	10.29%
长期股权投资	18639.83	18739.83	18839.83	18939.83	EBITDA 增长率	12.62%	8.26%	12.25%	10.04%
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	23611.40	23688.62	23827.85	毛利率	49.86%	44.29%	41.73%	39.67%
无形资产和开发支出	10603.73	11687.48	12726.22	13719.96	三费率	9.23%	8.76%	8.82%	8.55%
其他非流动资产	18384.97	20440.47	22466.07	23577.79	净利率	19.21%	16.39%	14.55%	13.36%
资产总计	456588.25	537853.80	628413.32	708773.66	ROE	14.24%	13.51%	12.95%	12.51%
短期借款	12700.06	17700.00	22700.00	19700.00	ROA	3.44%	3.22%	3.04%	2.97%
应付和预收款项	40447.81	72544.30	91063.96	114190.48	ROIC	9.88%	9.49%	9.48%	9.45%
长期借款	107704.40	122704.40	138054.40	151704.40	EBITDA/销售收入	31.71%	26.60%	24.04%	22.03%
其他负债	185360.47	196728.63	229139.19	254834.17	营运能力				
负债合计	346212.73	409677.32	480957.54	540429.05	总资产周转率	0.20	0.21	0.23	0.24
股本	8201.79	8201.79	8201.79	8201.79	固定资产周转率	4.75	5.69	7.05	8.41
资本公积	5076.33	5076.33	5076.33	5076.33	应收账款周转率	114.46	118.83	203.43	244.99
留存收益	66742.64	78113.43	90851.04	104909.62	存货周转率	0.19	0.22	0.24	0.26
归属母公司股东权益	78396.97	89908.27	102845.88	117154.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	135.22%	—	—	—
少数股东权益	31978.56	38268.21	44609.89	51190.15	资本结构				
股东权益合计	110375.52	128176.48	147455.77	168344.61	资产负债率	75.83%	76.17%	76.54%	76.25%
负债和股东权益合计	456588.25	537853.80	628413.32	708773.66	带息债务/总负债	36.71%	36.39%	35.71%	34.19%
					流动比率	1.62	1.64	1.63	1.65
					速动比率	0.53	0.57	0.59	0.61
					股利支付率	19.40%	18.92%	19.14%	19.57%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	25962.00	28106.53	31548.39	34714.65	每股收益	1.55	1.71	1.92	2.13
PE	4.35	3.94	3.50	3.16	每股净资产	13.46	15.63	17.98	20.53
PB	0.50	0.43	0.37	0.33	每股经营现金	2.59	1.43	1.19	1.82
PS	0.67	0.52	0.42	0.35	每股股利	0.30	0.32	0.37	0.42
EV/EBITDA	3.06	2.62	2.00	1.50					
股息率	4.46%	4.81%	5.46%	6.20%					

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情范围内，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
	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
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn