

## 坚持稳健经营，文旅持续创新

### 投资要点

- 归母净利润下滑，资本结构稳中向好。**2021年公司实现营业收入1026亿元(+25%)，实现归母净利润37.99亿元(-70%)，公司归母净利润的下滑主要因为结算毛利率的下降和少数股东损益占比的提高。公司文化旅游业务营收433亿元，较往年基本持平，业务毛利率32%，同比下降10pp，房地产业务营收590亿元(+58%)，业务毛利率21%，同比下降38pp。公司“三道红线”指标保绿向优，账面货币资金676亿元，资金流动性充裕，融资成本4.46%，保持行业低位水平。
- 文旅产品不断创新，业务恢复远超行业平均。**2021年，公司旗下27家景区、28家酒店、1家旅行社、7家开放式旅游区、1台旅游演艺共接待游客7,798万人次(+18%)，剔除2021年新增加项目，同比增长17%，恢复至2019年的96%，恢复情况远超行业平均水平。公司不断创新文旅产品供给，“湾区之光”摩天轮开业仅八个月收入破亿，打破国内单体游乐项目年度营收记录。同时公司对原有项目升级改造，北京欢乐谷两个月内接待人数较2019年同期增长近40%，营收增长近50%；重庆欢乐谷二期超级飞侠实景主题区开园开园后，6月游客接待量超30万人次，园内二销突破1000万元，较2019年同期分别增长101%、137%。
- 销售有所下滑，土地投资量入为出。**公司销售有所下滑，累计实现签约销售面积399万平米(-14.2%)、签约销售额825亿元(-21.6%)。公司“以收定投”推进优质项目获取，2021年内新获取项目23个，新增土地面积258万平方米，计容建面435万平方米，其中15个项目以底价或接近底价摘牌。
- 推进数字化转型，强化物业管理水平。**2021年末公司累计新增物业储备管理面积442万平方米，新增物业管理面积373万平方米，在管建筑面积超2000万平方米，本年落地项目中共有28个市场化物业服务项目。公司物业管理业务已完成全国布局，物业板块全国布局分、子公司74家，业务范围覆盖超50个城市。2021年公司着力打造数字化平台，旗下花橙旅游平台销售额同比增长超60%，注册用户数突破1100万。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为42.5%，考虑到公司文旅业务加速布局，土储充足且财务良好，维持“买入”评级。
- 风险提示：**竣工交付低于预期、销售及回款不及预期、文旅项目恢复不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	102583.65	114604.75	132146.10	148195.37
增长率	25.30%	11.72%	15.31%	12.15%
归属母公司净利润(百万元)	3799.11	9018.87	10087.38	10998.21
增长率	-70.05%	137.39%	11.85%	9.03%
每股收益EPS(元)	0.46	1.10	1.23	1.34
净资产收益率ROE	5.92%	10.46%	0.24%	9.84%
PE	16.8	7.1	6.3	5.8
PB	0.53	0.47	0.42	0.38

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

联系人: 刘洋

电话: 18019200867

邮箱: ly21@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)	5.84-10.63
总市值(亿元)	636.46
总资产(亿元)	4,800.61
每股净资产(元)	9.52

### 相关研究

- 华侨城A(000069):盈利表现有所承压，文旅业务强劲恢复 (2021-08-28)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1: 2022-2024 年由于公司销售结算节奏影响, 结算金额增速分别为 13%/12%/10%, 毛利率分别为 47%/46%/45%;

假设 2: 2022-2024 年公司旅游综合业务收入增速分别为 10%/20%/15%, 毛利率分别为 32%/32%/32%;

假设 3: 2022-2024 年其他收入增速分别为 8%/5%/3%, 毛利率为 50%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
房地产	收入	58961	66626	74621	82084
	增速	58.3%	13.0%	12.0%	10.0%
	毛利率	21.4%	47.0%	46.0%	45.0%
旅游综合	收入	43317	47649	57178	65755
	增速	0.3%	10.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	32.4%	32.0%	32.0%	32.0%
其他	收入	306	330	346	357
	增速	-79.0%	8.0%	5.0%	3.0%
	毛利率	69.0%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	102584	114605	132146	148195
	增速	25.3%	11.7%	15.3%	12.1%
	毛利率	26.1%	40.8%	40.0%	39.2%

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 预测与评级:

预计公司 2022-2024 年归母净利润复合增速为 42.5%, 考虑到公司文旅业务加速布局, 土储充足且财务良好, 维持“买入”评级。

### 风险提示:

竣工交付低于预期、销售及回款不及预期、文旅项目恢复不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	102583.65	114604.75	132146.10	148195.37	净利润	7151.82	14091.98	15519.04	16663.96
营业成本	75762.88	67877.89	79349.98	90037.75	折旧与摊销	2659.63	1899.55	2070.55	2253.55
营业税金及附加	6619.96	19482.81	22464.84	25193.21	财务费用	2395.93	2361.63	2641.53	3033.29
销售费用	3406.07	3896.56	4360.82	4890.45	资产减值损失	-2123.77	-1019.39	-1330.78	-1491.31
管理费用	3001.28	3438.14	3964.38	4445.86	经营营运资本变动	5084.71	-28327.27	856.12	2877.52
财务费用	2395.93	2361.63	2641.53	3033.29	其他	4069.60	-465.61	-364.22	-308.69
资产减值损失	-2123.77	-1019.39	-1330.78	-1491.31	经营活动现金流量净额	19237.91	-11459.11	19392.24	23028.33
投资收益	599.30	1505.00	1715.00	1820.00	资本支出	-5603.74	-3500.00	-3700.00	-3900.00
公允价值变动损益	38.70	0.00	0.00	0.00	其他	1659.03	3853.43	3649.23	3451.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-3944.71	353.43	-50.77	-448.21
<b>营业利润</b>	<b>10452.02</b>	<b>20072.10</b>	<b>22410.32</b>	<b>23906.11</b>	短期借款	-7171.16	12171.10	5000.00	-3000.00
其他非经营损益	38.55	62.77	54.72	58.95	长期借款	-6334.75	15000.00	15350.00	13650.00
<b>利润总额</b>	<b>10490.58</b>	<b>20134.87</b>	<b>22465.05</b>	<b>23965.06</b>	股权融资	51.73	0.00	0.00	0.00
所得税	3338.76	6042.89	6946.01	7301.10	支付股利	0.00	-804.78	-1925.94	-2114.66
<b>净利润</b>	<b>7151.82</b>	<b>14091.98</b>	<b>15519.04</b>	<b>16663.96</b>	其他	5558.61	-13044.53	2032.07	969.21
少数股东损益	3352.70	5073.11	5431.66	5665.75	筹资活动现金流量净额	-7895.56	13321.78	20456.13	9504.55
归属母公司股东净利润	3799.11	9018.87	10087.38	10998.21	<b>现金流量净额</b>	<b>7384.67</b>	<b>2216.10</b>	<b>39797.59</b>	<b>32084.66</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>财务分析指标</b>	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	67573.01	69789.11	109586.71	141671.37	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	51047.31	58183.37	62910.89	63732.69	销售收入增长率	25.30%	11.72%	15.31%	12.15%
存货	247772.21	339369.46	357034.93	369094.79	营业利润增长率	-51.96%	92.04%	11.65%	6.67%
其他流动资产	20271.96	19831.14	18918.46	19753.93	净利润增长率	-54.51%	97.04%	10.13%	7.38%
长期股权投资	18562.57	18662.57	18762.57	18862.57	EBITDA 增长率	-40.27%	56.91%	11.46%	7.63%
投资性房地产	13645.16	13334.16	13345.66	13441.66	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	27266.68	27899.73	28606.78	29375.83	毛利率	26.15%	40.77%	39.95%	39.24%
无形资产和开发支出	11989.88	13087.16	14139.44	15146.72	三费率	8.58%	8.46%	8.30%	8.35%
其他非流动资产	21932.23	23767.04	24521.76	25493.57	净利润率	6.97%	12.30%	11.74%	11.24%
<b>资产总计</b>	<b>480061.02</b>	<b>583923.76</b>	<b>647827.21</b>	<b>696573.14</b>	ROE	5.92%	10.46%	10.24%	9.84%
短期借款	5528.90	17700.00	22700.00	19700.00	ROA	1.49%	2.41%	2.40%	2.39%
应付和预收款项	45210.39	81337.17	93012.65	107711.12	ROIC	4.58%	7.35%	7.31%	7.62%
长期借款	101369.65	116369.65	131719.65	145369.65	EBITDA/销售收入	15.12%	21.23%	20.52%	19.70%
其他负债	207166.06	233794.14	248879.02	254477.18	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>359275.00</b>	<b>449200.96</b>	<b>496311.32</b>	<b>527257.95</b>	总资产周转率	0.22	0.22	0.21	0.22
股本	8201.79	8201.79	8201.79	8201.79	固定资产周转率	5.08	5.19	5.80	6.30
资本公积	5128.06	5128.06	5128.06	5128.06	应收账款周转率	48.68	61.00	196.01	236.45
留存收益	67013.67	75227.75	83389.18	92272.73	存货周转率	0.30	0.23	0.23	0.25
归属母公司股东权益	81202.43	87066.09	95427.53	104561.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.42%	—	—	—
少数股东权益	39583.59	47656.70	56088.37	64754.11	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>120786.02</b>	<b>134722.80</b>	<b>151515.89</b>	<b>169315.19</b>	资产负债率	74.84%	76.93%	76.61%	75.69%
负债和股东权益合计	480061.02	583923.76	647827.21	696573.14	带息债务/总负债	32.67%	32.63%	34.09%	34.57%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	1.60	1.55	1.59	1.66
EBITDA	15507.58	24333.28	27122.40	29192.96	速动比率	0.57	0.47	0.56	0.63
PE	16.75	7.06	6.31	5.79	股利支付率	0.00%	8.92%	19.09%	19.23%
PB	0.53	0.47	0.42	0.38	<b>每股指标</b>				
PS	0.62	0.56	0.48	0.43	每股收益	0.46	1.10	1.23	1.34
EV/EBITDA	4.82	3.69	2.72	1.86	每股净资产	14.73	16.43	18.47	20.64
股息率	0.00%	1.26%	3.03%	3.32%	每股经营现金	2.35	-1.40	2.36	2.81
					每股股利	0.00	0.10	0.23	0.26

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

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

### 行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf @swsc.com.cn
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn