

投资评级 **优于大市** 维持

旅游+地产协同发展，稳中求进

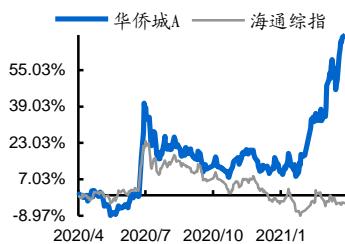
股票数据

04月07日收盘价(元)	10.49
52周股价波动(元)	5.78-10.76
总股本/流通A股(百万股)	8202/7056
总市值/流通市值(百万元)	86037/74021

相关研究

《文旅先驱资源禀赋高，聚焦高能城市》
 2020.06.10

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	30.0	46.3	56.3
相对涨幅(%)	33.0	53.2	63.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:杨凡

Tel:(010)58067828

Email:yf11127@htsec.com

证书:S0850518070003

投资要点:

- **经营业绩持续提升，稳中求进。**2020年公司累计实现签约销售面积465万平、签约销售额1052亿元，均创历史新高。业绩方面，公司实现全年营业收入818.68亿元，同比上涨36.39%。毛利率达到50.03%，同比下滑6.72个百分点。其中旅游综合收入431.75亿元，同比增长42.67%，毛利率42.02%，同比增长1.39%；房地产业务收入372.39亿元，同比增长27.82%，毛利率59.32%。公司经营活动产生的现金流量净额为212.86亿元，自2017年以来首次“由负转正”，较上年同期的-51.87亿元，增加约264亿。经过公司努力，公司2020年报“三道红线”实现“绿档”，保持着较好的资产质量，我们认为这为公司后续高质量可持续发展奠定了坚实的基础。
- **主营业务创新发展，效果显著。**1) **旅游**：2020年，公司文化旅游业务在克服疫情影响的前提下，各个版块朝着既定目标稳步发展。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。2) **房地产**：公司在资源获取、合作开发、推盘销售及物业管理等各方面持续发力，并取得较好的效果。2020年项目推盘、销售、回款同比2019年均实现较大幅度增长，销售回款1032亿元，同比增长24%。3) **物业管理**：物业公司全年新增管理建筑面积312万平方米、储备管理面积431万平方米，整体管理项目占地面积超过200平方公里，在管建筑面积近2000万平方米，业务范围覆盖深圳、北京、上海、成都、南京、武汉等超50个城市，初步完成了在全国发展的战略布局。
- **金融支撑主业，作用明显。**公司坚定贯彻“金融服务主业”的总体指导原则，突出金融支撑作用：1) 积极拓展融资渠道，综合运用直接融资、发行债券、REITs、权益融资等多种手段实现融资989.87亿元，平均融资成本4.48%；2) 持续深化产融结合，公司旗下香港华侨城配合公司北方事业部、华东事业部、西部事业部等落地项目，助力解决各事业部资金需求；3) 充分发挥产业基金撬动社会资本的功能，参与管理或出资的基金11只，总规模超过69.25亿元，实缴到位69.25亿元，服务公司主业发展。
- **投资建议：“优于大市”。**公司旅游+地产模式土储利润率仍然较高，财务保持稳健且融资成本优势明显。我们预计公司2021年EPS为1.71元，给予公司2021年7-8倍PE估值，对应合理市值为983-1124亿元，对应合理价值区间为11.99-13.70元每股，对应2021年PEG为0.66-0.75。
- **风险提示**：因同业竞争导致旅游业客流减少。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	60025	81868	93633	107320	123269
(+/-)YoY(%)	24.6%	36.4%	14.4%	14.6%	14.9%
净利润(百万元)	12340	12685	14048	15530	17043
(+/-)YoY(%)	16.7%	2.8%	10.7%	10.6%	9.7%
全面摊薄EPS(元)	1.50	1.55	1.71	1.89	2.08
毛利率(%)	56.6%	49.9%	49.1%	47.5%	45.6%
净资产收益率(%)	18.0%	16.2%	15.5%	15.1%	14.7%

资料来源：公司年报(2019-2020)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2019	2020	Ppt
毛利率	57%	50%	-6.72
净利率	21%	15%	-5.24
资产负债率	75%	76%	0.85
有息负债率	31%	31%	0.03
三项费用占收入比	11%	9%	-1.55
(百万元)	2019	2020	YOY%
总资产	379620	456588	20%
净资产	94993	110376	16%
货币现金	37487	60498	61%
预收账款	70025	88574	26%
一年内到期的非流动负债	11771	14372	22%
经营活动现金流净额	-5188	21219	-

资料来源：公司 2020 年报、海通证券研究所

表 2 公司利润表对比

单位：百万元	2019	2020	YOY%
一、营业总收入	60025	81868	36%
二、营业总成本			
营业成本	26061	41045	57%
营业税金及附加	12783	14677	15%
销售费用	1906	2802	47%
管理费用	2775	2824	2%
财务费用	1794	1932	8%
资产减值损失和信用损失	-102	-872	756%
投资净收益	4679	4052	-13%
其他	-53	-9	-83%
三、营业利润	19231	21758	13%
加：营业外净收入	-11	139	-1321%
四、利润总额	19219	21898	14%
减：所得税	4877	6175	27%
五、净利润	14342	15723	10%
减：少数股东损益	2002	3038	52%
归属母公司净利润	12340	12685	3%
六、每股收益			
全面摊薄每股收益(元)	1.50	1.56	4%

资料来源：公司 2020 年报、海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (人民币元)			PE (倍)			PEG (2021)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2021PE/(2020-22 年净利润复合增速)
300144.SZ	宋城演艺	554	-0.17	0.5	0.68	-126.12	42.88	31.53	-
000002.SZ	万科 A	3450	3.57	4.12	4.55	8.40	7.28	6.59	0.56
001979.SZ	招商蛇口	975	1.55	1.90	2.18	7.92	6.46	5.63	0.35
	均值					-36.60	18.87	14.58	0.46
000069.SZ	华侨城 A	860	1.55	1.71	1.89	6.59	5.95	5.38	0.56

注：收盘价为 2021 年 4 月 7 日价格，除华侨城外其余 EPS 预测为 WIND 一致预期
资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	81868	93633	107320	123269
每股收益	1.55	1.71	1.89	2.08	营业成本	41045	47633	56376	67021
每股净资产	9.56	11.05	12.50	14.10	毛利率%	49.9%	49.1%	47.5%	45.6%
每股经营现金流	2.59	3.57	3.73	2.50	营业税金及附加	14677	16667	18781	20956
每股股利	0.30	0.39	0.44	0.48	营业税金率%	17.9%	17.8%	17.5%	17.0%
价值评估 (倍)					营业费用	2802	3184	3542	3945
P/E	6.78	6.12	5.54	5.05	营业费用率%	3.4%	3.4%	3.3%	3.2%
P/B	1.10	0.95	0.84	0.74	管理费用	2824	3184	3542	3945
P/S	1.05	0.92	0.80	0.70	管理费用率%	3.4%	3.4%	3.3%	3.2%
EV/EBITDA	6.10	5.72	4.54	3.87	EBIT	20519	22966	25080	27403
股息率%	4.2%	3.9%	4.3%	4.7%	财务费用	1932	3887	3707	3728
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.4%	4.2%	3.5%	3.0%
毛利率	49.9%	49.1%	47.5%	45.6%	资产减值损失	849	0	0	0
净利润率	15.5%	15.0%	14.5%	13.8%	投资收益	3420	3591	3771	3959
净资产收益率	16.2%	15.5%	15.1%	14.7%	营业利润	21758	22971	25443	27935
资产回报率	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	营业外收支	139	120	120	120
投资回报率	7.7%	9.2%	10.3%	10.7%	利润总额	21898	23091	25563	28055
盈利增长 (%)					EBITDA	22812	25278	27574	30078
营业收入增长率	36.4%	14.4%	14.6%	14.9%	所得税	6175	5773	6391	7014
EBIT 增长率	24.4%	11.9%	9.2%	9.3%	有效所得税率%	28.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	2.8%	10.7%	10.6%	9.7%	少数股东损益	3038	3290	3643	3998
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	12685	14048	15530	17043
资产负债率	75.8%	74.8%	74.4%	74.2%					
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	货币资金	60498	86782	112170	127056
现金比率	0.3	0.3	0.4	0.4	应收账款及应收票据	1271	898	1029	1182
经营效率指标					存货	250456	261005	278019	312151
应收账款周转天数	3.5	3.5	3.5	3.5	其它流动资产	60069	62182	69293	77656
存货周转天数	1937.7	2000.0	1800.0	1700.0	流动资产合计	372294	410867	460510	518045
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	长期股权投资	18640	21640	24640	27640
固定资产周转率	4.7	5.2	6.2	7.5	固定资产	18577	17728	16850	15812
					在建工程	5031	5780	6397	7058
					无形资产	10528	11493	12396	13249
					非流动资产合计	84326	88691	92834	96810
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	456620	499559	553344	614855
净利润	12685	14048	15530	17043	短期借款	12700	13131	13131	13131
少数股东损益	3038	3290	3643	3998	应付票据及应付账款	28514	28711	35525	44068
非现金支出	3165	2312	2494	2674	预收账款	391	468	537	616
非经营收益	-1566	949	1003	1044	其它流动负债	188538	209273	234575	264341
营运资金变动	3897	8720	7929	-4260	流动负债合计	230142	251582	283768	322157
经营活动现金流	21219	29318	30599	20500	长期借款	107704	112704	117704	122704
资产	-6428	-3057	-3017	-3030	其它长期负债	8407	9407	10407	11407
投资	5866	-3500	-3500	-3500	非流动负债合计	116112	122112	128112	134112
其他	1217	3891	4071	4259	负债总计	346254	373694	411879	456269
投资活动现金流	655	-2665	-2446	-2271	实收资本	8202	8202	8202	8202
债权募资	23030	1431	1000	6000	归属于母公司所有者权益	78388	90595	102553	115676
股权募资	9218	0	0	0	少数股东权益	31979	35270	38912	42910
其他	-29556	-1800	-3766	-9343	负债和所有者权益合计	456620	499559	553344	614855
融资活动现金流	2693	-369	-2766	-3343					
现金净流量	24566	26284	25387	14886					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
杨凡 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 城建发展,光大嘉宝,浦东金桥,我爱我家,世茂股份,华侨城 A,中国国贸,新湖中宝,碧桂园,中国恒大,华润置地,恒大物业,保利物业,大悦城,中华企业,光明地产,金科股份,雅生活服务,融创服务,三湘印象,旭辉控股集团,世茂服务,中骏集团控股,锦和商业,华发股份,金地集团,金融街,融创中国,龙湖集团,中国海外发展

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。