

大悦城 (600383)

证券研究报告

2019年10月31日

持有销售双双高增长，优质资产受益利率下行

事件：公司2019年三季报披露，本期实现营业收入40.62亿元，同比下降4.85%，本期实现归属于上市公司股东的净利润5.04亿元，同比增长70.64%。2019年前三季度，公司实现营业收入223.32亿元，同口径同比上升68.28%，实现归属于上市公司股东的净利润24.35亿元，同口径同比增长47.08%。

营业收入保持高增长态势，持有型物业提升毛利率

2019年第三季度净利润大幅增长，毛利率有所提升。2019年前三季度，公司实现营业收入223.32亿元，同比重组后上升68.28%，实现归属于上市公司股东的净利润24.35亿元，同比重组后增长47.08%。公司毛利率同比提升6.4个PCT至48.4%，净利率同比下降0.4个PCT至16.8%，环比18年末攀升2.6%；**财务费率明显下降，销售、管理费用率稳定**，2019前三季度公司财务费用达13.66亿，同比增加240.82%，主要系利息支出大幅增加所致，但财务费用率同比下降2.5个PCT至6.1%，此外，销售费用率和管理费用率分别同比上涨0.4%和0.1%至3.2%、4.4%。

销售物业结转加快，持有物业稳步增长

业绩实现主要依赖于商业地产租金及销售住宅收入两方面，截至2019上半年，公司销售住宅签约面积为112万平方米，金额达253.98亿元，同比增长62.86%。高销售增速下公司结算加快同比提升138.78%至148.85亿元，截至2019前三季度，公司账面预收账款达到317.00亿元，对地产业务业绩锁定比率较高，可供结算业绩较为充裕，预计全年结转收入维持大幅增长；持有物业方面2019年H1租金收入共计26.64亿元，同比增长26.9%，其中购物中心收入合计16.01亿元，写字楼等收入合计3.34亿元，产业园等收入合计2.22亿元，线性外推下预计下半年也将维持20%以上的租金收入增速。在产品布局方面，以在建的“春风里”项目为代表的社区商业构建将深化显现商住协同效应。**市场布局方面，公司在稳固核心城市群的商业地产经营之外，继续攻向准一线及二线城市**，与西安、武汉、成都等城市均达成了战略合作意向，从而更好控制了拿地成本。

长短期偿债压力尚可，现金流改善明显

公司**短期负债与19年年初相比提升明显**，但由于持有现金数量水平较高，总体偿债压力并未明显增大。同时由于资产增厚，公司资产负债率78.92%，扣预资产负债率74.32%，环比年初分别变动-5.99、-5.69个PCT。报告期末持有货币资金226.81亿元，环比年初增加18.6%，现金覆盖短期债务的倍数较高，达到1.32。

投资建议：公司作为拥有央企背景的商业地产龙头，预计19年公司销售型物业同比大幅加快结算，积极销售回流现金，而持有型物业租金保持稳定增长，中长期来看，公司未来将积极新增购物中心（大悦城及春风里项目），持有型物业收入长期增长可期，且公司优质资产价值将长期受益利率下行。考虑到公司三季报营收及业绩超出预期，我们将19-20年营收由304.44亿元、386.15亿元上调至309.27亿元、392.11亿元，归母净利润分别由27.07亿元、31.86亿元调整为29.29亿元、36.89亿元，对应EPS分别调整为0.75元、0.94元，对应PE分别为10.3X、8.17X倍，维持“买入”评级。

风险提示：销售物业结转不及预期，商业地产竞争加剧

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,042.36	14,119.58	30,926.81	39,210.98	46,007.16
增长率(%)	(22.10)	0.55	119.04	26.79	17.33
EBITDA(百万元)	3,419.05	4,049.92	8,870.61	11,457.64	12,134.64
净利润(百万元)	945.33	1,388.77	2,928.62	3,689.46	4,094.23
增长率(%)	31.27	46.91	110.88	25.98	10.97
EPS(元/股)	0.24	0.35	0.75	0.94	1.04
市盈率(P/E)	31.89	21.71	10.30	8.17	7.36
市净率(P/B)	4.55	3.84	2.49	2.02	1.68
市销率(P/S)	2.15	2.14	0.97	0.77	0.66
EV/EBITDA	8.62	7.80	14.75	10.37	12.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.35元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,925.87
流通A股股本(百万股)	1,813.72
A股总市值(百万元)	28,855.15
流通A股市值(百万元)	13,330.86
每股净资产(元)	4.39
资产负债率(%)	78.92
一年内最高/最低(元)	8.05/4.78

作者

陈天诚 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《大悦城-持有开发双轮驱动，轻重并举价值典范》2019-09-11

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	10,282.56	12,001.29	26,287.79	3,136.88	3,680.57
应收票据及应收账款	179.36	250.27	566.26	541.86	763.07
预付账款	164.90	140.93	250.93	347.72	402.22
存货	34,630.66	42,835.07	117,107.96	119,240.54	135,926.09
其他	19,958.03	24,088.44	50,988.56	43,373.30	75,248.46
流动资产合计	65,215.51	79,316.01	195,201.51	166,640.31	216,020.40
长期股权投资	3,363.88	4,414.94	4,414.94	4,414.94	4,414.94
固定资产	568.45	548.56	552.82	577.92	602.87
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	54.35	53.32	11.89	0.00	0.00
其他	6,549.28	5,441.95	36,980.49	41,981.41	46,773.72
非流动资产合计	10,535.96	10,458.78	41,996.13	47,043.88	51,863.29
资产总计	75,751.48	91,171.93	237,663.36	214,305.14	268,711.64
短期借款	4,625.00	2,525.00	100,903.67	75,524.98	109,879.03
应付票据及应付账款	4,844.23	6,557.87	11,462.42	13,128.64	17,491.29
其他	38,950.77	36,196.83	52,479.69	55,308.02	57,446.91
流动负债合计	48,419.99	45,279.70	164,845.77	143,961.64	184,817.23
长期借款	12,158.35	23,404.94	47,449.82	40,000.00	47,435.80
应付债券	1,987.47	5,876.88	3,880.85	3,915.07	4,557.60
其他	1,441.08	2,850.62	1,892.57	2,061.42	2,268.20
非流动负债合计	15,586.89	32,132.45	53,223.24	45,976.49	54,261.61
负债合计	64,006.89	77,412.14	218,069.01	189,938.13	239,078.83
少数股东权益	5,114.10	5,899.08	7,476.03	9,462.66	11,667.25
股本	1,813.73	1,813.73	3,925.87	3,925.87	3,925.87
资本公积	0.00	0.33	(37.52)	(18.60)	(28.06)
留存收益	4,757.62	6,033.84	8,192.45	10,978.47	14,039.68
其他	59.13	12.81	37.52	18.60	28.06
股东权益合计	11,744.59	13,759.79	19,594.35	24,367.00	29,632.80
负债和股东权益总	75,751.48	91,171.93	237,663.36	214,305.14	268,711.64

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,734.84	2,004.36	2,928.62	3,689.46	4,094.23
折旧摊销	225.78	194.13	61.19	33.18	22.89
财务费用	934.85	1,084.35	2,376.90	3,591.07	3,418.28
投资损失	(522.96)	(707.84)	(500.00)	(400.00)	(200.00)
营运资金变动	(849.86)	(2,045.40)	(82,790.81)	9,310.99	(41,127.79)
其它	195.14	(2,393.46)	1,576.95	1,986.63	2,204.59
经营活动现金流	1,717.80	(1,863.86)	(76,347.16)	18,211.33	(31,587.80)
资本支出	1,408.67	(193.23)	1,018.05	(88.85)	(156.78)
长期投资	1,318.53	1,051.06	0.00	0.00	0.00
其他	(13,295.03)	(3,305.87)	(30,608.77)	(4,765.31)	(4,890.74)
投资活动现金流	(10,567.83)	(2,448.04)	(29,590.72)	(4,854.16)	(5,047.52)
债权融资	26,550.99	35,555.32	156,827.60	124,814.03	166,444.34
股权融资	(1,015.62)	(1,050.25)	(303.70)	(3,560.09)	(3,415.70)
其他	(20,074.72)	(28,376.90)	(36,299.52)	(157,762.01)	(125,849.63)
筹资活动现金流	5,460.65	6,128.16	120,224.38	(36,508.08)	37,179.01
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3,389.39)	1,816.26	14,286.50	(23,150.91)	543.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,042.36	14,119.58	30,926.81	39,210.98	46,007.16
营业成本	8,941.26	8,117.79	15,994.30	20,258.44	24,527.88
营业税金及附加	1,215.71	1,486.41	3,711.22	4,416.58	5,182.08
营业费用	532.16	514.70	1,127.38	1,429.37	1,677.11
管理费用	462.41	613.36	1,484.49	1,882.13	2,208.34
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	950.44	1,016.63	2,376.90	3,591.07	3,418.28
资产减值损失	216.51	231.40	300.00	200.00	500.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	522.96	707.84	500.00	400.00	200.00
其他	(1,190.53)	(1,427.29)	(1,000.00)	(800.00)	(400.00)
营业利润	2,391.45	2,858.73	6,432.52	7,833.40	8,693.47
营业外收入	17.96	14.23	17.30	16.50	16.01
营业外支出	14.62	15.67	13.31	14.53	14.50
利润总额	2,394.79	2,857.28	6,436.52	7,835.36	8,694.98
所得税	659.96	852.92	1,930.96	2,159.27	2,396.16
净利润	1,734.84	2,004.36	4,505.56	5,676.10	6,298.82
少数股东损益	789.51	615.59	1,576.95	1,986.63	2,204.59
归属于母公司净利润	945.33	1,388.77	2,928.62	3,689.46	4,094.23
每股收益(元)	0.24	0.35	0.75	0.94	1.04

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-22.10%	0.55%	119.04%	26.79%	17.33%
营业利润	7.53%	19.54%	125.01%	21.78%	10.98%
归属于母公司净利润	31.27%	46.91%	110.88%	25.98%	10.97%
获利能力					
毛利率	36.33%	42.51%	48.28%	48.33%	46.69%
净利率	6.73%	9.84%	9.47%	9.41%	8.90%
ROE	14.26%	17.67%	24.17%	24.75%	22.79%
ROIC	15.34%	12.59%	20.15%	7.34%	8.47%
偿债能力					
资产负债率	84.50%	84.91%	91.76%	88.63%	88.97%
净负债率	138.52%	171.18%	666.21%	499.35%	549.27%
流动比率	1.35	1.78	1.19	1.16	1.17
速动比率	0.63	0.84	0.48	0.33	0.44
营运能力					
应收账款周转率	71.55	65.73	75.75	70.77	70.51
存货周转率	0.43	0.36	0.39	0.33	0.36
总资产周转率	0.20	0.17	0.19	0.17	0.19
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.35	0.75	0.94	1.04
每股经营现金流	0.44	-0.47	-19.45	4.64	-8.05
每股净资产	1.69	2.00	3.09	3.80	4.58
估值比率					
市盈率	31.89	21.71	10.30	8.17	7.36
市净率	4.55	3.84	2.49	2.02	1.68
EV/EBITDA	8.62	7.80	14.75	10.37	12.95
EV/EBIT	9.22	8.18	14.85	10.40	12.97

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com