

公司研究/季报点评

2019年11月01日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 7.35
合理价格区间(元): 9.11~9.80

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

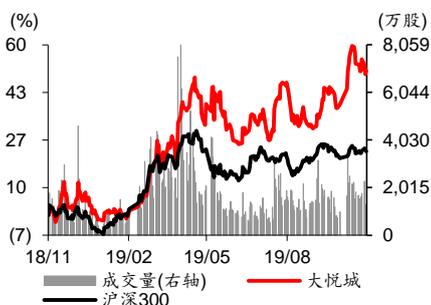
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1 《大悦城(000031 SZ,买入): 跨越之年, 双轮驱动下的商业运营标杆》2019.10
- 2 《大悦城(000031 SZ,买入): 业绩兑现高成长, 租金亦迎收获期》2019.08
- 3 《大悦城(000031,买入): 协同驱动高增长, 开启大悦新篇章》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩高增长, 逆周期扩张

大悦城(000031)

核心观点

2019 前三季度营业收入 223.3 亿, 较调整后同比+68%, 归母净利润约 24.4 亿元, 较调整后同比+47%, EPS0.62 元, 其中第三季度盈利 5.0 亿元, 符合预期, 主要源于报告期商品房销售收入结转增加。维持 2019-2021 年 EPS 0.69、0.82、1.02 元的盈利预测, 维持“买入”评级。

业绩延续高增长, 销售突破 500 亿

三季报业绩维持高速增长, 核心在于结转体量提升, 推动营业收入大幅增长 68.3%。因高毛利项目深圳天悦壹号以及上海前滩壹号处于结转期, 整体毛利率维持 48.4% 的高位, 第四季度公司还将北京长阳半岛项目的 50% 股权转让给万科, 公司预计对利润总额影响约 1.56 亿, 进一步增厚未来业绩。2019 上半年公司跻身行业 TOP50, 第三季度加快推货节奏, 截止到三季度全口径销售额突破 500 亿, 预计全年销售额有望向 700 亿迈进。

以“大资管”模式实现存量盘活, 拓宽管理边界

作为内地四大购物中心品牌之一的大悦城, 一直是科技赋能下的创新者, 在智慧平台、大资管布局层面均走在行业前列。三季度公司将上海长风大悦城以及西安大悦城成功注入境外并购改造基金, 为公司带来总计 8.7 亿投资收益。对于商业地产运营而言, 高沉淀低周转一直是行业痛点, 大悦城在“大资管”战略下得以实现存量盘活, 通过金融化拓宽管理边界, 为未来的延展性加码。此外, 公司商业地产产品线也日趋完善, 更具备社区商业特征的“春风里”体系明年将有两个项目入市, 进一步强化公司“住宅+商业”协同效应。

三季度加大拓展力度, 央企背景与商业地产品牌为融资优势背书

第三季度公司逆势扩张, 新增土储面积 295 万方, 较上半年新增储备增长 187%, 拿地总额约 151 亿, 拿地强度约 60%。目前公司储备建面总计逾 1200 万方, 对应可售货值逾 2600 亿, 倚赖集团存量资源盘活、大湾区城市更新机遇以及产业整合能力, 公司未来拓展具备空间。尽管加大扩张力度, 净负债率较中期仅+7pct 至 125%。在融资集中度持续提升的大环境下, 央企背景背书以及商业地产运营为公司带来的融资优势凸显。与此同时, 通过基金等模式实现持有物业轻资产管理输出层面, 大悦城亦是走在行业前端, 我们认为这些都将强化公司的融资优势, 占得先机。

商业地产陌上花开, 维持公司“买入”评级

商业地产正面临如下改善: 促消费政策红利、线上饱和、供需改善、管理溢价提升等提升 NOI(运营净收入), 资本化率下行带来重估机遇, 资产证券化打开管理半径。我们认为公司资源整合的协同效应对盈利空间的改善有望持续, 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.69、0.82、1.02 元, 参考可比公司 2019 年平均 12.2 倍 PE 估值, 给予公司 2019 年 13.2-14.2 倍 PE 估值, 目标价 9.11 - 9.80 元 (前值 9.45-10.14 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 一二线城市销售结转不及预期; 商业地产竞争激烈。

公司基本资料

总股本(百万股)	3,926
流通 A 股(百万股)	1,814
52 周内股价区间(元)	4.83-7.78
总市值(百万元)	28,855
总资产(百万元)	177,063
每股净资产(元)	4.39

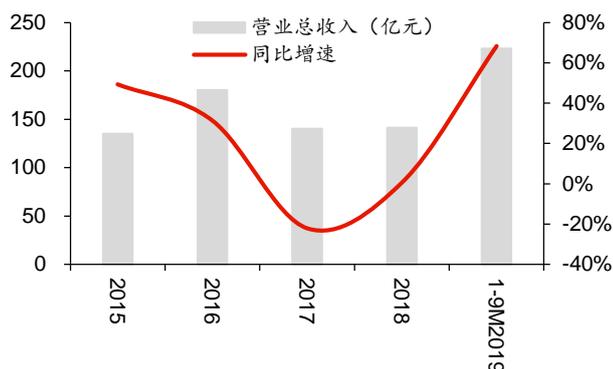
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,042	14,120	32,208	40,936	51,652
+/-%	(22.10)	0.55	128.11	27.10	26.18
归属母公司净利润(百万元)	945.33	1,389	2,717	3,216	4,008
+/-%	31.27	46.91	95.64	18.37	24.64
EPS (元, 最新摊薄)	0.24	0.35	0.69	0.82	1.02
PE (倍)	30.52	20.78	10.62	8.97	7.20

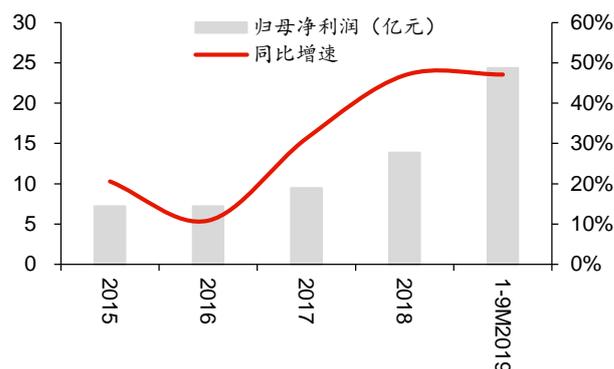
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2015-2019 前三季度公司营业收入



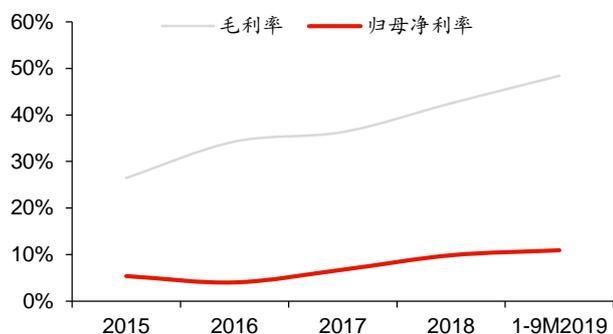
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 2015-2019 前三季度公司归母净利润



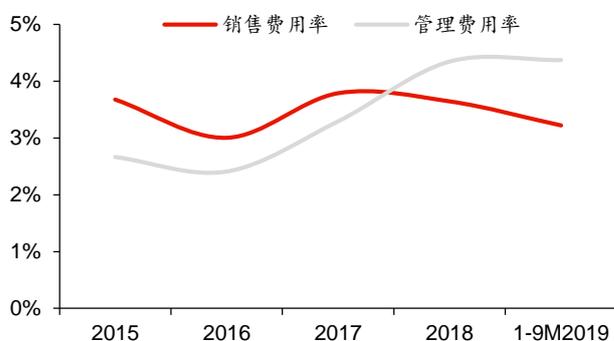
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 2015-2019 前三季度公司毛利率、净利率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 2015-2019 前三季度公司销售、管理费用率



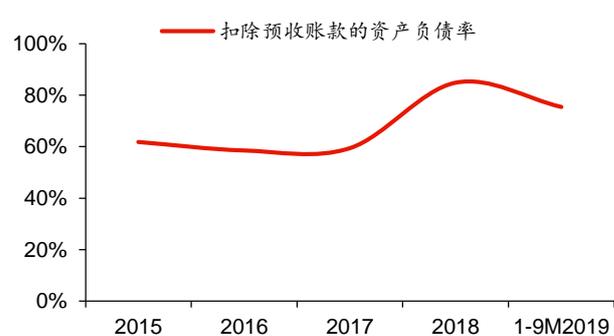
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 2015-2019 前三季度公司净负债率



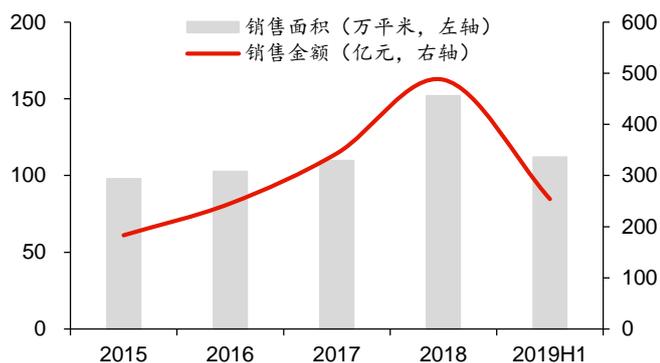
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 2015-2019 前三季度公司扣除预收款的资产负债率



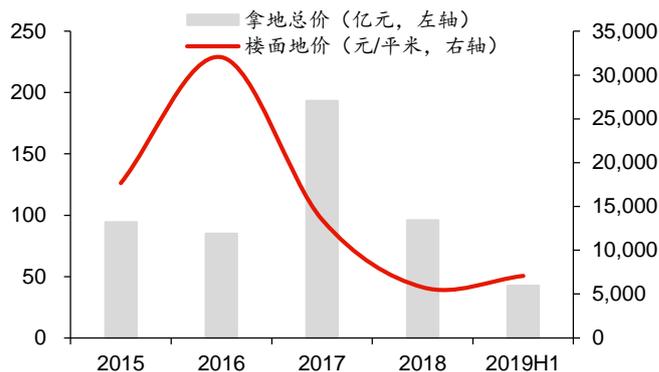
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 2015-2019 前三季度公司销售



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 2015-2019 前三季度公司拿地金额



资料来源: Wind 土地大全, 华泰证券研究所

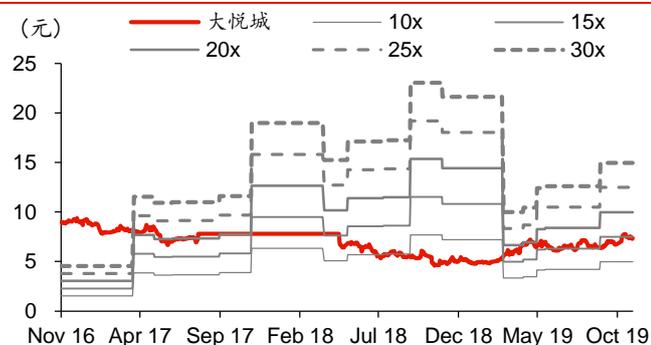
图表9: 可比公司估值表 (截至 2019 年 10 月 30 日, 盈利预测数据来自 Wind 一致预期)

股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
中国国贸	171.24	17.00	0.77	0.85	0.94	1.05	22.11	19.91	18.18	16.25
陆家嘴	551.07	13.66	0.83	0.95	1.04	1.23	16.45	14.36	13.17	11.06
招商蛇口	1,506.05	19.03	1.93	2.39	2.90	3.48	9.88	7.97	6.57	5.46
金融街	237.92	7.96	1.09	1.22	1.37	1.53	7.28	6.52	5.80	5.19
平均							13.93	12.19	10.93	9.49

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

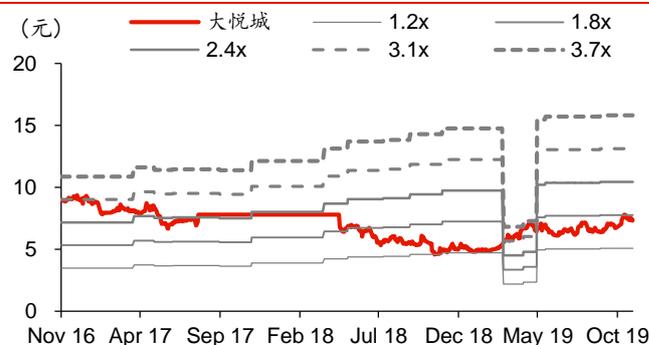
PE/PB- Bands

图表10: 大悦城历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 大悦城历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

- (1) 一二线核心城市房地产调控政策放松可能性较低。公司房地产开发项目主要位于北京、天津、杭州、南京、上海等一二线核心城市, 可能受供给端预售证管制、需求端限购限贷限售政策等因素影响, 销售和结算进度可能不及预期。
- (2) 一二线核心城市商业地产竞争激烈。尽管大悦城城市综合体地理位置优越、运营能力较强, 仍有可能受竞争对手影响, 租金收入增长不及预期。此外, 新项目拓展也可能因为激烈竞争, 使得项目开业数量、开业初期租金收入不及预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	65,216	80,713	132,424	145,574	160,119
现金	10,283	12,001	29,884	33,470	37,487
应收账款	179.36	250.27	412.91	467.82	521.95
其他应收账款	18,102	22,434	27,720	31,045	34,771
预付账款	164.90	140.93	407.11	455.96	510.68
存货	34,631	42,835	67,911	73,317	79,192
其他流动资产	1,856	3,052	6,089	6,819	7,637
非流动资产	10,536	10,459	57,174	62,134	67,439
长期投资	3,364	4,415	11,165	12,840	14,766
固定投资	568.45	548.56	846.75	1,019	1,065
无形资产	54.35	53.32	22.19	(11.95)	(46.60)
其他非流动资产	6,549	5,442	45,140	48,287	51,655
资产总计	75,751	91,172	189,598	207,709	227,558
流动负债	48,420	45,280	102,321	112,153	122,206
短期借款	4,625	2,525	27,655	28,740	28,918
应付账款	4,844	6,556	9,725	10,405	11,134
其他流动负债	38,951	36,199	64,942	73,008	82,154
非流动负债	15,587	32,132	68,961	72,400	75,966
长期借款	12,158	23,405	53,405	55,405	57,405
其他非流动负债	3,429	8,728	15,556	16,995	18,561
负债合计	64,007	77,412	171,283	184,552	198,172
少数股东权益	5,114	5,899	7,937	10,377	13,563
股本	1,814	1,814	3,926	3,926	3,926
资本公积	0.00	0.33	(2,112)	(2,112)	(2,112)
留存公积	4,758	6,034	8,564	10,965	14,009
归属母公司股东权益	6,630	7,861	10,378	12,779	15,823
负债和股东权益	75,751	91,172	189,598	207,709	227,558

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,718	(1,864)	(9,368)	4,289	6,025
净利润	1,735	2,004	4,755	5,657	7,195
折旧摊销	225.78	194.13	238.03	367.85	494.34
财务费用	950.44	1,017	1,468	2,032	2,402
投资损失	(522.96)	(707.84)	(1,416)	(1,699)	(2,039)
营运资金变动	(345.85)	(4,440)	(10,263)	(1,834)	(1,736)
其他经营现金	(324.46)	69.13	(4,150)	(234.73)	(291.41)
投资活动现金	(10,568)	(2,448)	(40,435)	(3,346)	(3,467)
资本支出	36.42	50.68	500.00	500.00	500.00
长期投资	1,610	2,012	40,945	4,330	4,767
其他投资现金	(8,921)	(384.87)	1,010	1,484	1,800
筹资活动现金	5,461	6,128	67,685	2,643	1,459
短期借款	(500.00)	(2,100)	25,130	1,084	178.54
长期借款	(866.84)	11,247	30,000	2,000	2,000
普通股增加	0.00	0.00	2,112	0.00	0.00
资本公积增加	(121.92)	0.33	(2,112)	0.00	0.00
其他筹资现金	6,949	(3,019)	12,555	(440.99)	(719.99)
现金净增加额	(3,390)	1,817	17,883	3,586	4,016

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,042	14,120	32,208	40,936	51,652
营业成本	8,941	8,118	17,592	22,538	28,320
营业税金及附加	1,216	1,486	3,391	4,309	5,438
营业费用	532.16	514.70	1,868	2,456	3,202
管理费用	462.41	613.36	2,029	2,661	3,409
财务费用	950.44	1,017	1,468	2,032	2,402
资产减值损失	216.51	231.40	486.00	558.90	642.74
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	1,416	1,699	2,039
营业利润	2,392	2,859	6,790	8,080	10,277
营业外收入	17.11	14.23	15.96	15.57	15.48
营业外支出	14.62	15.67	13.93	14.63	14.57
利润总额	2,395	2,857	6,792	8,081	10,278
所得税	659.96	852.92	2,038	2,424	3,083
净利润	1,735	2,004	4,755	5,657	7,195
少数股东损益	789.51	615.59	2,038	2,440	3,186
归属母公司净利润	945.33	1,389	2,717	3,216	4,008
EBITDA	3,569	4,069	8,496	10,480	13,173
EPS (元, 基本)	0.52	0.77	0.69	0.82	1.02

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(22.10)	0.55	128.11	27.10	26.18
营业利润	7.63	19.50	137.53	18.99	27.20
归属母公司净利润	31.27	46.91	95.64	18.37	24.64
获利能力 (%)					
毛利率	36.33	42.51	45.38	44.94	45.17
净利率	6.73	9.84	8.44	7.86	7.76
ROE	14.26	17.67	26.18	25.17	25.33
ROIC	12.20	9.69	15.38	17.96	21.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	84.50	84.91	90.34	88.85	87.09
净负债比率 (%)	38.38	38.34	54.08	52.49	50.62
流动比率	1.35	1.78	1.29	1.30	1.31
速动比率	0.63	0.83	0.63	0.64	0.66
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.17	0.23	0.21	0.24
应收账款周转率	61.04	50.72	76.80	73.01	82.25
应付账款周转率	1.80	1.42	2.16	2.24	2.63
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.24	0.35	0.69	0.82	1.02
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.44	(0.47)	(2.39)	1.09	1.53
每股净资产 (最新摊薄)	1.69	2.00	2.64	3.26	4.03
估值比率					
PE (倍)	30.52	20.78	10.62	8.97	7.20
PB (倍)	4.35	3.67	2.78	2.26	1.82
EV_EBITDA (倍)	14.01	12.29	5.89	4.77	3.80

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com