

大悦城(000031)跟踪报告

重组焕发活力，商业+产业协同拿地优势凸显

❖ 逆周期积极拿地、成本控制再优化，“商业+住宅”整合优势逐步显现

3Q19拿地面积403万方，拿地金额214亿元，分别相当于18年销售面积和销售金额的313%和54%，拿地态度积极；拿地均价5,315元/平，占比同期销售均价仅21%，并且较18年拿地均价6,433元/平下降17%，拿地成本控制优秀。其中Q3拿地面积295万方，拿地金额151亿元；拿地均价5,108元/平，较19H1拿地均价5,882元/平下降13%，较18年拿地均价6,433元/平下降21%，拿地大增同时成本控制优异，其中昆明、武汉、济南等城市拿地均有商业协同效应，拿地隐含毛利率较高持续验证“大悦城”商业地产+住宅开发的拓展模式。此外，公司与西安、青岛、武汉、长沙、郑州、成都等多地达成战略合作，积极推动项目落地。19H1末，住宅未结算面积1,082万方，权益比例53%；其中一、二线分别占比20%和67%，按照2.3万元均价估算总货值约2,453亿元；可售面积811万方，对应总货值1,837亿元，覆盖18年AH销售金额3.8倍，考虑19Q3积极拿地后，土储对销售的覆盖将更高。目前公司土储布局优质，并且可售资源充裕，料将综合推动后续销售稳增。

❖ 大悦城品牌、中粮产业协同拿地，总体/住宅楼板价较周边折价47%/38%

2017年至今，公司利用大悦城品牌与中粮产业协同在二线城市获得低价地块，总体平均拿地楼板价较周边住宅成交均价折价47%，其中我们估算分摊后住宅拿地均价较周边住宅成交价格平均折价38%。**拿地方式共三类：1) 商业综合体地块招拍挂：**重庆渝北大悦城拿地均价4,426元/平 vs. 周边宅地均价9,192元/平 vs. 周边住宅售价19,250元/平；武汉光谷大悦城拿地均价3,156元/平 vs. 周边宅地均价9,832元/平 vs. 周边住宅售价15,000元/平；成都天府大悦城拿地均价4,815元/平 vs. 周边宅地均价6,761元/平 vs. 周边住宅售价20,000元/平；济南历城大悦城住宅拿地均价5,789元/平 vs. 周边宅地均价11,160元/平 vs. 周边住宅售价15,800元/平。**2) 中粮产业协同：**2019年10月获取武汉蔡甸柏林小镇项目，其中拿地要求配套商业以及全国性食品企业总部，拿地均价较周边地块折价率38%。**3) 大悦城品牌效应：**西安大雁塔大悦城(收并购项目)开业获得圆满成功，西安市政府于今年7月与公司签订战略合作协议，锁定上塔坡城市综合体中粮千禧国际区项目，计划总投资250亿元，用地面积990亩。主要建设商业综合体、甲级写字楼、一贯制学校、创业公寓、住宅等。

❖ 投资建议：重组焕发活力，商业+产业协同拿地优势凸显，维持“强推”评级

大悦城作为内资商业地产标杆，卡位一二线核心资产，拥有极强的招商、运营和品牌力，历年租金稳定增长。AH平台整合后拿地端获得强大优势，积极拿地之后也推动销售持续快增，核心基金撬动资本赋能、轻重并举加速标准化复制。我们维持公司2019-21年每股收益预测分别为0.76、0.88、1.11元，现价对应19/20PE为9.5/8.2倍，较每股NAV14.09元折价49%，目前现价仅略高于重组价格6.84元(除息后6.73元)，优质资产低估，我们按照NAV折价30%以及20年目标PE11倍，维持目标价9.86元，维持“强推”评级。

❖ 风险提示：社零增速不及预期，公司住宅开发业务结算进度不及预期。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	14,120	29,677	39,381	49,406
同比增速(%)	1%	110%	33%	25%
净利润(百万)	1,389	2,974	3,463	4,371
同比增速(%)	47%	114%	16%	26%
每股盈利(元)	0.35	0.76	0.88	1.11
市盈率(倍)	20.4	9.5	8.2	6.5
市净率(倍)	1.7	1.6	1.4	1.2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年11月19日收盘价

强推(维持)

目标价：9.86元

当前价：7.20元

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536
 邮箱：yuanhao@hcyjs.com
 执业编号：S0360516120001

证券分析师：曹曼

电话：021-20572593
 邮箱：caoman@hcyjs.com
 执业编号：S0360519070001

公司基本数据

总股本(万股)	392,587
已上市流通股(万股)	181,372
总市值(亿元)	282.66
流通市值(亿元)	130.59
资产负债率(%)	78.9
每股净资产(元)	4.4
12个月内最高/最低价	8.05/4.71

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《大悦城(000031)2019年中报点评：业绩销售靓丽，拿地提速控价，整合优势渐显》

2019-08-29

《大悦城(000031)2019年前三季度业绩预告点评：业绩大增、拿地加速，商住协同效应凸显》

2019-10-15

《大悦城(000031)2019年三季度报点评：业绩和销量快增，商住协同后拿地优势凸显》

2019-10-31

图表 1、近年大悦城商业和产业拿地协同效应凸显

项目名称	拿地时间	楼板价 (元/平)	周边宅地平均楼板价 (元/平)	项目总建面 (平)	住宅面积占比	楼板价较周边折价率
武汉蔡甸柏林小镇*	2019/10/22	2,575	4,151	438,466	70%	38%
济南历城大悦城	2019/9/29	5,789	11,160	543,182	74%	48%
成都天府大悦城	2018/11/23	4,815	6,761	315,530	70%	29%
武汉光谷大悦城	2018/10/24	3,156	9,832	620,444	70%	68%
重庆渝北大悦城	2017/9/10	4,426	9,192	402,143	70%	52%
平均值						47%
西安上塔坡棚改城市综合体	2019/7/5	城市综合体中粮千禧国际区，主要建设商业综合体、甲级写字楼、一贯制学校、创业公寓、高端绿色住宅等。项目计划总投资 250 亿元，用地面积 990 亩。				

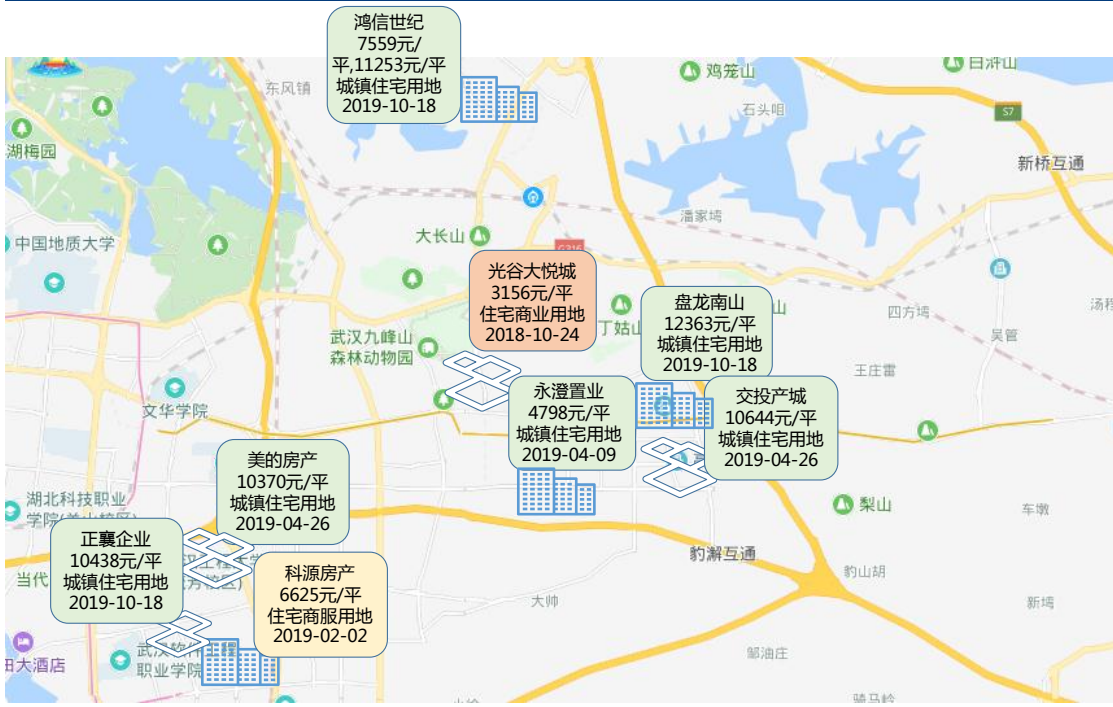
资料来源: Wind, 公司官网, 公司公告, 观点地产网, 搜狐网, 华创证券

注: 武汉蔡甸柏林小镇需引入食品企业总部。

图表 2、武汉光谷大悦城周边住宅/商业售价


资料来源: Wind, 搜房网, 华创证券

图表 3、武汉光谷大悦城周边住宅地块成交楼板价



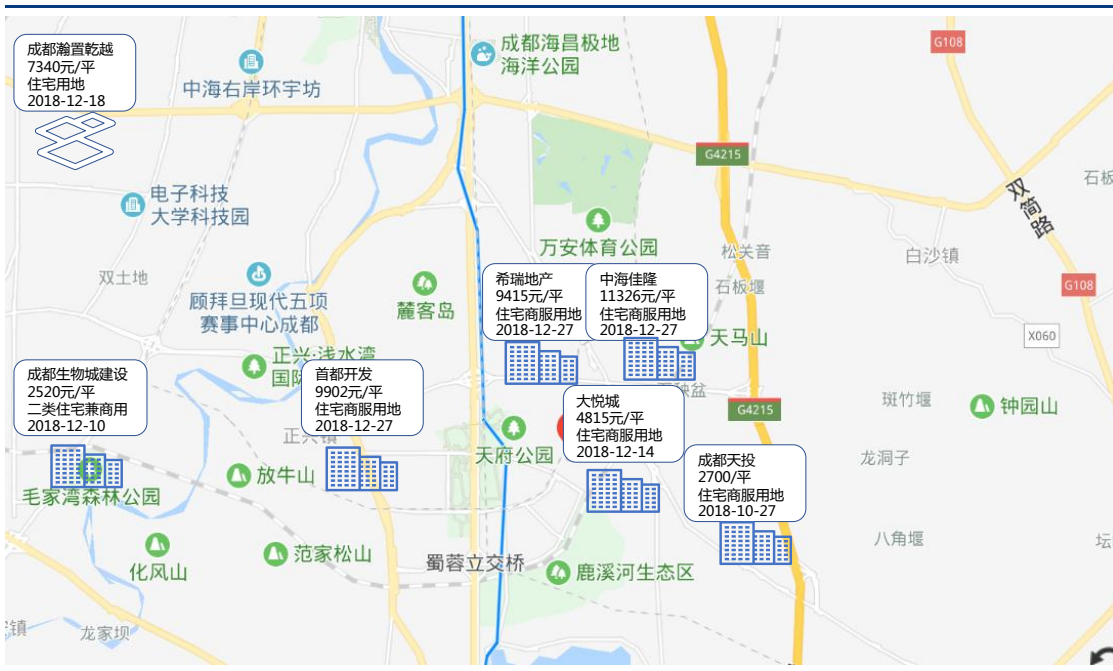
资料来源: Wind, 搜房网, 华创证券

图表 4、成都天府大悦城周边住宅/商业售价



资料来源: Wind, 搜房网, 华创证券

图表 5、成都天府大悦城周边住宅地块成交楼板价



资料来源: Wind, 搜房网, 华创证券

图表 6、济南历城大悦城周边住宅/商业售价



资料来源: Wind, 搜房网, 华创证券

图表 7、济南历城大悦城周边住宅地块成交楼板价



资料来源: Wind, 搜房网, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	12,001	25,225	33,473	41,994
应收票据	-	-	-	-
应收账款	250	-	-	-
预付账款	141	304	417	529
存货	42,835	68,258	90,576	113,633
其他流动资产	25,486	47,679	63,268	79,374
流动资产合计	80,713	141,465	187,734	235,529
其他长期投资	3,885	33,505	33,527	33,528
长期股权投资	4,415	9,709	9,709	9,709
固定资产	548	407	265	123
在建工程	-	-	-	-
无形资产	53	1,919	1,919	1,919
其他非流动资产	1,557	7,806	8,263	9,280
非流动资产合计	10,459	53,346	53,684	54,559
资产合计	91,172	194,812	241,417	290,088
短期借款	2,525	5,447	7,473	9,479
应付票据	2	5	6	8
应付账款	6,556	8,756	12,012	15,237
预收款项	22,362	46,322	69,897	97,959
其他应付款	3,732	7,927	10,405	12,961
一年内到期的非流动负债	3,748	7,342	7,598	7,850
其他流动负债	6,354	16,908	26,269	32,298
流动负债合计	45,280	92,707	133,660	175,792
长期借款	23,405	46,069	46,069	46,069
应付债券	5,877	9,962	9,962	9,962
其他非流动负债	2,851	6,906	9,096	11,264
非流动负债合计	32,132	62,937	65,127	67,295
负债合计	77,412	155,644	198,787	243,087
归属母公司所有者权益	7,861	18,098	20,522	23,581
少数股东权益	5,899	21,070	22,109	23,420
所有者权益合计	13,760	39,168	42,630	47,001
负债和股东权益	91,172	194,812	241,417	290,088

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(6,659)	(11,088)	114	4,459
现金收益	(966)	(7,371)	4,870	5,672
存货影响	(8,204)	(25,423)	(22,318)	(23,057)
经营性应收影响	(4,379)	(25,158)	(15,702)	(16,217)
经营性应付影响	3,294	33,515	31,930	36,337
其他影响	3,596	13,349	1,334	1,725
投资活动现金流	(436)	(31,860)	(752)	(720)
资本支出	51	31,956	880	880
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	(486)	(63,816)	(1,632)	(1,600)
融资活动现金流	6,128	35,574	5,506	1,928
借款增加	5,173	32,381	6,545	3,239
股利及利息支付	2,369	892	1,039	1,311
股东融资	192	0	0	0
其他影响	(1,605)	2,301	(2,078)	(2,622)

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,120	29,677	39,381	49,406
营业成本	8,118	17,512	24,024	30,474
税金及附加	1,486	3,049	4,046	5,076
销售费用	515	1,082	1,436	1,801
管理费用	613	1,289	1,711	2,146
财务费用	1,017	1,538	2,132	2,231
资产减值损失	231	-	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-
投资收益	708	849	1,019	1,223
其他收益	-	-	-	-
营业利润	2,859	6,057	7,051	8,901
营业外收入	14	-	-	-
营业外支出	16	-	-	-
利润总额	2,857	6,057	7,051	8,901
所得税	853	1,808	2,105	2,657
净利润	2,004	4,249	4,947	6,244
少数股东损益	616	1,275	1,484	1,873
归属母公司净利润	1,389	2,974	3,463	4,371
NOPLAT	2,533	4,732	5,727	6,951
EPS(摊薄) (元)	0.35	0.76	0.88	1.11

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	1%	110%	33%	25%
EBIT 增长率	12%	98%	21%	21%
归母净利润增长率	47%	114%	16%	26%
获利能力				
毛利率	43%	41%	39%	38%
净利率	10%	10%	9%	9%
ROE	18%	16%	17%	19%
ROIC	9%	12%	11%	13%
偿债能力				
资产负债率	85%	80%	82%	84%
债务权益比	5.6	4.0	4.7	5.2
流动比率	1.8	1.5	1.4	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收帐款周转天数	529.5	432.7	514.2	526.9
应付帐款周转天数	334.5	217.6	247.0	258.3
存货周转天数	1472.0	986.1	1032.6	1048.3
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.76	0.88	1.11
每股经营现金流	(3.67)	(2.82)	0.03	1.14
每股净资产	4.33	4.61	5.23	6.01
估值比率				
P/E	20.4	9.5	8.2	6.5
P/B	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	22.6	23.0	23.3	22.8

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018年金牛奖评选房地产行业第一名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理		wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500