

推荐 (维持)

大悦城 (000031) 研究报告

风险评级: 中风险

定增顺利完成 提速发展值得期待

2020 年 1 月 14 日

何敏仪

SAC 执业证书编号:

S0340513040001

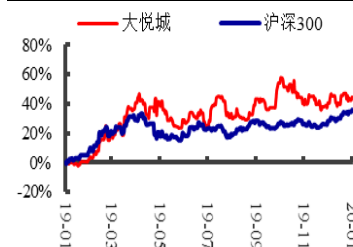
电话: 0769-23320072

邮箱: hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2020 年 1 月 13 日

收盘价(元)	7.13
总市值(亿元)	305.61
总股本(亿股)	4,286.31
流通股本(亿股)	1,813.72
ROE(TTM)	16.90%
12 月最高价(元)	8.05
12 月最低价(元)	4.82

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

■ **整合后优势更为突出 实现1+1>2。**中粮旗下两平台实现整合,发挥协同效力,提升整体优势。公司定立发展目标,力争2021年在现有32个城市基础上进一步拓展至45—50个城市;大悦城商业项目未来三年开业项目10个;住宅销售力争实现三年签约破千亿等,未来提速发展值得期待。

■ **定增募资顺利完成 太平人寿成第二大股东。**近日公司发布公告,已向太平人寿保险有限公司及工银瑞信投资管理有限公司等两名发行对象非公开发行股份360,443,001股,每股6.73元的价格,完成24.26亿配套资金募集。定增募集配套资金有利于公司资产负债结构进一步优化,降低资产负债率、提升资金实力及抗风险能力,为后续发展提供支持。太平人寿成为中粮集团后的第二大股东,后续与大悦城控股实现战略合作,协同共赢预期提升。

■ **经营销售理想 规模加速提升可期。**公司2019年前三季度实现营业收入223.32亿,同比增长68.28%;归属净利润24.35亿,同比增长达47.08%。公司前三季度业绩增幅四成七,令人满意。前三季度,公司签约销售面积209.1万平米,增长111.19%;签约销售金额达441.02亿,增长45%,销售增幅领跑行业。

■ **积极加速土储获取 发展动力充足。**公司当前累计进入城市合计32个,并且公司计划未来三年进入城市45—50个,重点进驻一二线和有产业支撑的强三线城市。公司整体区域布局良好,并且积极提速发展可期。截止2019年三季末,公司累计持有建筑面积约1600万平米,其中76%为销售型,24%为持有型;总销售货值达2700亿元。土地储备相对充裕,可支撑后续较快的开发销售增长。

■ **总结与投资建议。**公司纳入国企改革“双百企业”名单;与大悦城地产资产重组顺利落地;同时近几年积极拓展土储布局,实现发展提速。资产整合后,公司结合两个上市平台优势,提升效益及竞争力值得期待。业绩持续较快增长,并以较高的分红率水平持续回报投资者可期。预测公司2019年——2020年EPS分别为0.63元和0.71元,对应当前股价PE分别为11.5倍和10倍,给予“推荐”评级,建议关注。

■ **风险提示。**流动性收紧,房地产销售及业务发展低于预期

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	14,119.58	28,239.15	34,451.76	42,031.15
增长率(%)	0.55	100.00	22.00	22.00
归属净利润(百万)	1,388.77	2,679.66	3,060.86	3,585.35
增长率(%)	46.91	92.95	14.23	17.14
毛利率(%)	42.51	41.50	40.00	38.50
净利率(%)	9.84	9.49	8.88	8.53
ROE(%)	22.81	20.08	20.12	20.25
每股收益(元)	0.77	0.63	0.71	0.84

资料来源: 东莞证券研究所, Wind

本报告的信息均来自已公开信息,关于信息的准确性与完整性,建议投资者谨慎判断,据此入市,风险自担。请务必阅读末页声明。

目 录

1. 整合后优势更为突出 实现 1+1>2	3
2. 定增募资顺利完成 太平人寿成第二大股东	3
3. 经营销售理想 规模加速提升可期	4
4. 积极加速土储获取 发展动力充足	6
4.1 土地获取方式多元 凸显央企优势	6
4.2 土储布局区域理想 新增提速保障发展	7
5. 持有型物业持续拓展 运营能力突出	7
6. 总结与投资建议	9

插图目录

图 1: 公司业务组合	3
图 2: 非公开发行募资情况	3
图 3: 发行新增股份后公司股权结构	4
图 4: 营业收入分业态占比	4
图 5: 公司近年营业收入增长	5
图 6: 公司近年净利润增长	5
图 7: 可售货值区域分布占比	5
图 8: 粤港澳大湾区土地储备情况	6
图 9: 公司已布局区域占比情况	7
图 10: 购物中心纯租金收入分析	8
图 11: 租金结构及租售比	8
图 12: 2019 年前 6 月业态分布（按面积）	8
图 13: 2019 年前 6 月分业态销售情况（按金额）	8

表格目录

表 1: 公司盈利预测（截至 2020/1/13）	10
---------------------------------	----

1. 整合后优势更为突出 实现 1+1>2

2019 年 2 月 1 日，大悦城控股（000031.SZ）以发行股份向明毅收购其持有的大悦城地产（207.HK）64.18%普通股股份交易顺利完成，形成“A+红筹”架构。大悦城控股成为中粮集团旗下融合住宅地产与商业地产一体化的多业态房地产唯一投资管理平台，平台地位更为突出，公司发展步入新阶段。

重组完成后，大悦城控股定位为“城市运营与美好生活服务商”，坚持住宅+商业的双线“双轮双核”发展模式。以“持有+销售”双轮驱动，保障公司穿越周期，稳健发展；以“产品+服务”双核赋能，优化资产配比，不断创造新的价值增长点。

同时，公司定立发展目标，力争到 2021 年在现有 32 个城市基础上进一步拓展至 45—50 个城市；大悦城商业项目未来三年计划开业项目 10 个；住宅销售力争实现三年签约破千亿等，未来提速发展值得期待。

图1：公司业务组合



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

中粮旗下两个平台实现整合，发挥协同效力，提升整体优势。首先凭借“大悦城”强大的品牌优势，能实现低成本获取成规模的优质土储，拓展核心城市版图。借助境内外双平台优势，拓展融资渠道，并实现资源共享。大悦城控股与大悦城地产站在同一角度将更有效分配住宅及商业资源，更加充分参与外部市场竞争，形成良好协同，实现高效资源配置，扩大市场份额，提升市场地位。同时重组后能消除业务限制，加快销售规模提升。增大体量、增强信用，同时优化债务结构。重组整合后优势更为突出，实现 1+1>2。

2. 定增募资顺利完成 太平人寿成第二大股东

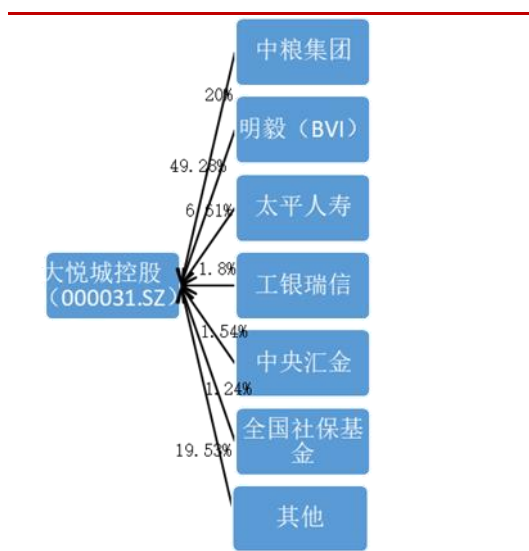
公司 2018 年发行股份购买资产并募集配套资金事项涉及 24.26 亿募集配套资金。近日公司发布公告，已向太平人寿保险有限公司及工银瑞信投资管理有限公司等两名发行对象非公开发行股份 360,443,001 股，每股 6.73 元的价格，完成 24.26 亿配套资金募集。新增股份于 2020 年 1 月 6 日上市，公司总股本增长至 42.86 亿股；而大股东中粮集团直接及间接持股比例从 75.64%下降至 69.28%。

图2：非公开发行募资情况

序号	发行对象	发行数量（股）	募集资金（亿元）
1	太平人寿保险有限公司	283,417,532	19.07
2	工银瑞信投资管理有限公司	77,025,469	5.18
合计		360,443,01	24.26

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图3：发行新增股份后公司股权结构



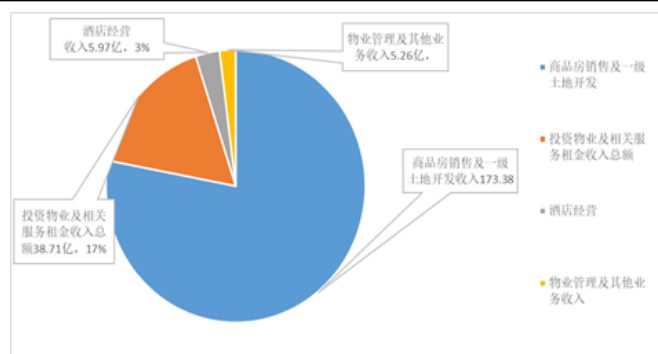
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

这是 2018 年至 2019 年 A 股房地产股权融资成功足额发行的唯一案例；同时本次募集资金获超额认购 1.41 倍，均彰显公司作为央企的实力及融资优势。定增募集配套资金将用于标的公司中粮·置地广场项目、杭州大悦城-购物中心项目的建设，有利于公司资产负债结构进一步优化，降低资产负债率、提升资金实力及抗风险能力，为后续发展提供支持。另外，太平人寿成为中粮集团后的第二大股东，后续与大悦城控股实现战略合作，协同共赢预期提升。

3. 经营销售理想 规模加速提升可期

公司 2019 年前三季度实现营业收入 223.32 亿，同比增长 68.28%；实现净利润 37.49 亿，同比增长 29.36%；归属净利润 24.35 亿，同比增长达 47.08%，基本每股收益 0.62 元。公司前三季度业绩增幅四成七，令人满意。截止三季末，公司归属股东权益 172.5 亿，同比增长 11.64%；前三季度加权平均净资产收益率 14.87%，同比增加 3.69 个百分点。

图4：营业收入分业态占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

前三季度，公司签约销售面积 209.1 万平方米，增长 111.19%；签约销售金额达 441.02 亿，增长 45%，销售增幅领跑行业。其中上半年公司累计签约销售面积及签约销售金额分别为 112.05 万平方米及 253.98 亿元，三季度销售增长明显。根据克尔瑞销售统计，公司 2019 年全年实现签约销售金额 481.1 亿，行业排名 58 位。公司当前也提出三年内跨入千亿目标，未来销售维持高速增长，行业排名进一步上升值得期待。

图5：公司近年营业收入增长



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

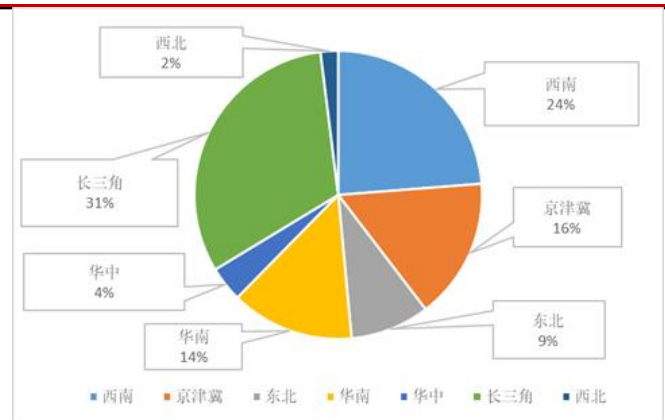
图6：公司近年净利润增长



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

另外，大悦城控股 2019 年下半年主要可售货值分布于京津冀（北京天悦壹号、北京祥云赋、天津中北祥云等项目）、大湾区（深圳 25 区大悦城、深圳云景国际等）、长三角等地区（上海首创禧瑞祥云、南京悦江府、苏州中粮天悦等），截止 2019 年末可售货值约 1624 亿元，可售面积约 577 万平方米。而公司整体土储中，可销售货值测算约 2700 亿，可销售面积达 1200 万平方米，土储相对充裕，为后续销售提升奠定基础。

图7：可售货值区域分布占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

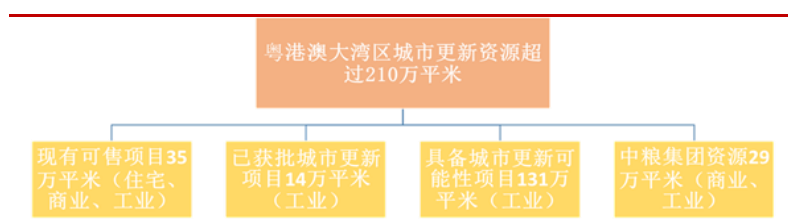
4. 积极加速土储获取 发展动力充足

4.1 土地获取方式多元 凸显央企优势

公司土地拓展主要通过两种方式，第一是利用大悦城品牌带动，实现片区化开发。利用大悦城品牌优势获取成规模的大悦城综合体及其他优质土储，如西安大悦城、武汉大悦城、成都天府大悦城等经典案例。另外，项目开发以商业为起点，带动区域价值提升，随后开发住宅、配套写字楼、公寓、创新产业园等业态，构建业态类型丰富、城市布局完善、集人民美好生活场景于一体的“大悦”生态圈。实现商、产、文、旅、科、居的片区开发，发挥中粮在商业和居住一头一尾两个业态优势，带动中间产业、文化、旅游及科技板块的发展。打造可持续实心之城，顺应城市经济及城市实心化发展要求，打造中粮活力城。

第二，通过盘活集体存量，实心产业整合获取土地，以及参加城市更新项目获取土地资源。中粮集团拥有大量港口、码头和园区资源，土地储备丰富，集团系统内土地资源的盘活将能提供大量优质土储；另外公司拥有丰富和成功的产业整合经验，将能持续利用产业整合能力获取土地；大悦城控股在大湾区核心城市深圳、广州等拥有众多城市更新项目，未来通过城市更新方式也将能获取大体量优质土地储备。

图8：粤港澳大湾区土地储备情况

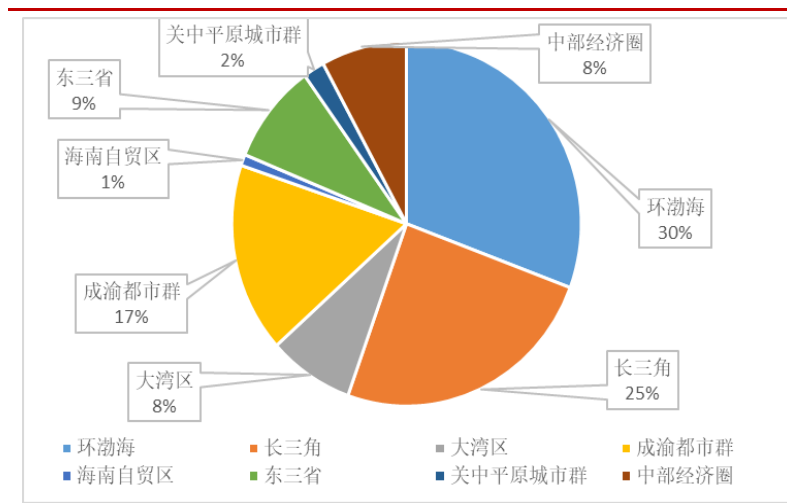


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4.2 土储布局区域理想 新增提速保障发展

公司当前已布局城市主要位于环渤海、长三角、大湾区、成渝都市群、海南自贸区等，环渤海区域占比达 31%；长三角及成渝都市群占比分别为 25%、17%；大湾区占比 8%。累计进入城市合计 32 个，并且公司计划未来三年进入城市 45—50 个，重点进驻一二线和有产业支撑的强三线城市。公司整体区域布局良好，并且积极提速发展可期。

图9：公司已布局区域占比情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司前三季度累计新进入城市 7 个，新增土地储备 397 万平米，累计拿地金额约 214 亿，平均成本为 5395 元/平，占 2019 年销售均价 22667 元的 23.8%；土地成本较去年下降 38%。其中第三季度拿地速度提升，新增土储达 294 万平方米左右。公司前三季拿地面积及拿地金额占 2018 年整体销售分别为 3 倍和 53.7%；占 2019 年前三季销售分别达 1.9 倍和 48.52%。截止 2019 年三季度末，公司累计持有建筑面积约 1600 万平米，其中 76% 为销售型，24% 为持有型；总销售货值达 2700 亿元。土地储备相对充裕，可支撑后续较快的开发销售增长。

5. 持有型物业持续拓展 运营能力突出

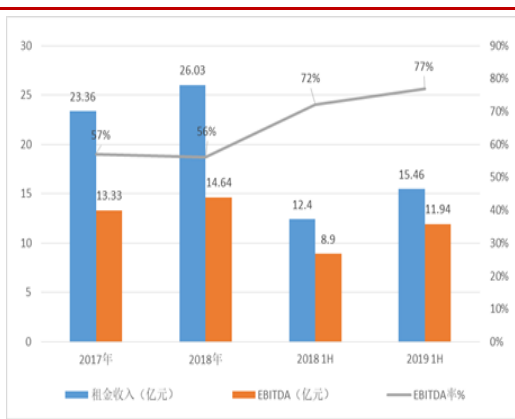
商业地产领域，大悦城控股成功打造了大悦城、大悦春风里、祥云小镇三条产品线，品牌定位时尚、潮流，以年轻中产、成熟中产为核心客群，通过不断创新线下场景体验和大数据系统，实现精细化运营。现已在全国 10 余个城市布局，在运营、在建项目总数超 20 个，已经成为引领城市居民消费和生活方式升级的明星力量。另外公司持有中粮广场、中粮置地广场等写字楼品牌，以及北京华尔道夫、亚龙湾瑞吉酒店等高端酒店产品，能带来稳定的租金收入。

2019 年前三季度，大悦城控股持有型物业收入近 45 亿，其中投资物业及相关服务租金收入总额 38.71 亿，酒店经营 5.97 亿。公司通过开发型物业的高周转实现现金回流，保

障持有型物业的稳定发展并享有其带来的长期稳定收益和升值红利。通过大悦城综合体开发，也能带动城市商业升级及区域价值的提升。总的来看，大悦城控股形成了多业态立体联动，持续提升持有型物业运营效率，提高持有型物业回报率。

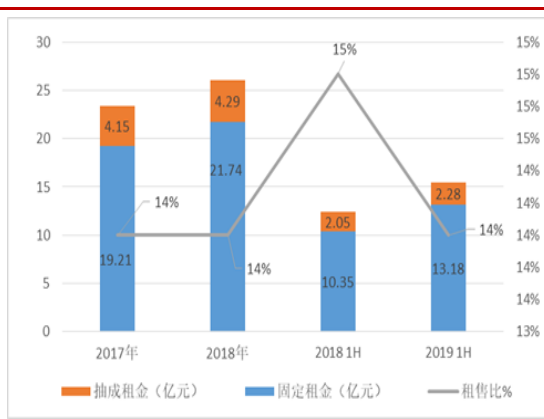
前9月大悦城购物中心商户销售金额达157.2亿元，同比增长19%；大悦城纯租金收入23.43亿元，增长23%；客流量1.4亿人次，增幅为29%；会员数达594万人，增幅高达82%。大悦城独有的“悦·云”大数据系统，模拟出消费图谱，精准定位，助力商业运营；同时大数据累积多年，竞争对手单靠资金难以追赶、弥补差距。大悦城为中国商业地产百强前5名，重组后大悦城品牌优势进一步释放，效益提升显著。

图10：购物中心纯租金收入分析



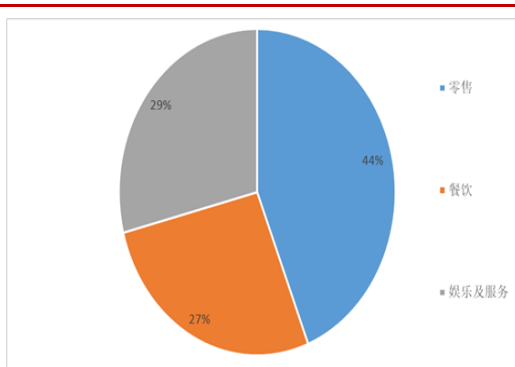
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图11：租金结构及租售比



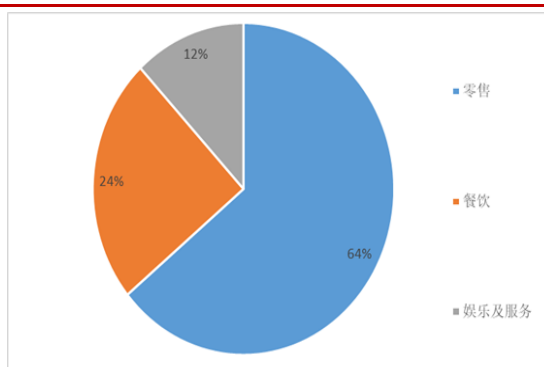
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图12：2019年前6月业态分布（按面积）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图13：2019年前6月分业态销售情况（按金额）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

另外，公司也顺应行业趋势，不断完善产品结构，实现多渠道扩展。

大悦城控股及大悦城地产共持有及管理13个已开业大悦城和祥云小镇项目，拥有在建大悦城及大悦城春风里项目10个；布局北方、长三角、西部、三亚及南方等五大区域15个核心一二线城市。未来三年公司也拟在核心一二线城市继续布局20—30个大悦城及其他持有型项目。

在存量商业项目方面，共采取并购等资本运作手段。2017年8月，大悦城地产与投资者成立股权投资基金，用于收购、改造国内一线及核心二线城市商业存量项目。同时公司布局轻资产输出+资产管理模式，在行业增速明显下滑，市场竞争白热化，商业地产加速进入存量改造是的背景下，大悦城的商业管理价值将愈发被市场认可。

公司积极扩大商业布局，拓展商业版图。未来三年计划开业大悦城购物中心6个，总建筑面积预计289万平米，购物中心建面合计约93万平米。拟开业大悦春风里购物中心4个，总建筑面积及购物中心建面分别为104万平米及52万平米。

6. 总结与投资建议

公司纳入国企改革“双百企业”名单；与大悦城地产资产重组顺利落地；同时近几年积极拓展土储布局，实现发展提速。资产整合后，公司结合两个上市平台优势，提升效益及竞争力值得期待。业绩持续较快增长，并以较高的分红率水平持续回报投资者可期。

预测公司2019年——2020年EPS分别为0.63元和0.71元，对应当前股价PE分别为11.5倍和10倍，给予“推荐”评级，建议关注。

表 1：公司盈利预测（截至 2020/1/13）

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	14119.58	28239.15	34451.76	42031.15
营业总成本	11980.30	23079.69	28416.89	35135.08
营业成本	8117.79	16519.90	20671.06	25849.16
营业税金及附加	1486.41	2993.35	3651.89	4455.30
销售费用	514.70	1039.20	1274.72	1555.15
管理费用	613.36	1186.04	1446.97	1765.31
财务费用	1016.63	1200.00	1200.00	1300.00
其他经营收益	707.84	400.00	450.00	700.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	707.84	400.00	450.00	700.00
营业利润	2847.12	5559.46	6484.87	7596.07
加营业外收入	14.23	0.00	0.00	0.00
减营业外支出	15.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	2845.67	5559.46	6484.87	7596.07
减所得税	852.92	1656.72	1932.49	2263.63
净利润	1992.76	3902.74	4552.38	5332.44
减少数股东损益	615.59	1223.08	1491.52	1747.10
归母公司所有者的净利润	1388.77	2679.66	3060.86	3585.35
基本每股收益(元)	0.77	0.63	0.71	0.84

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn