

大悦城 (000031. SZ) 业绩扭亏为盈，积极布局整装待发

核心观点

在 2019 年完成“A 控红筹”资产重组后，公司成为央企中粮集团旗下唯一的地产业务平台，住宅商业双轮驱动的协同性更强：2021 年，公司营业收入为 426 亿元，同比增长 11%。其中销售物业收入为 356 亿元，同比增长 9%，占比为 84%；投资物业收入为 50.5 亿元，同比增长 14%，占比为 12%。

业绩扭亏为盈，留存利润暂不分红：2021 年实现净利润 7.7 亿元，同比降低 32%；归母净利润则转正，为 1.1 亿元；归母净利率微升，但仍仅为 0.3%，主要因为（1）毛利率下降 4.0 个百分点至 27.4%，主要是开发结算毛利率下降 5.7 个百分点至 22.0%；（2）计提资产减值准备导致净利润减少 21.3 亿元；（3）投资收益损失 14.4 亿元。为保障后续经营需要，2021 年不分红。

签约销售稳增，拿地强度保持：2021年，公司销售金额为727亿元，同比增长5%；销售面积虽同比下降8%至287万m²，销售均价同比增长14%至25331元/m²；设定2022年销售目标为800亿元。2021年，公司新增土储计容建面327万m²，新增土储覆盖率为114%，拿地金额316亿元，拿地强度为44%，彰显公司逆势投资能力；截至2021年末，公司土储可售货值约2230亿元。

保持商业地产领先优势，坚持“轻重并举”拓展模式：公司在购物中心领域耕耘多年，专注于打磨运营能力，现已构筑“2+X”产品线。2021年公司获取1个重资产项目，落地7个轻资产项目，新开业4个项目。截至2021年末已开业24个项目，商业总建面294万m²；储备项目20个，商业总建面约179万m²。公司计划2022年拓展不低于7个轻资产项目。2021年公司购物中心及写字楼轻资产项目管理输出收入1.9亿元，占管理输出收入的63%。

财务继续优化，融资成本下降：截至 2021 年末，公司净负债率 90%，现金短债比 1.4；剔除预收的资产负债率 70.3%，较上年下降 1.4 个百分点，离绿档仅一步之遥。公司精准把握融资时机，2021 年新增借款平均成本 4.63%；截至 2021 年末，平均融资成本为 4.91%，较上年末下降 0.19 个百分点。

投资建议：公司积极布局，整装待发。预计公司2022年、2023年归母净利润分别为18.1亿元、20.2亿元，对应最新股本的EPS分别为0.42、0.47元，对应最新股价的PE分别为10.6、9.5倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期，投资物业拓展、收入不及预期，计提资产减值准备超预期，或市场环境改善不及预期。

盈利预测和财务指标

营业收入(百万元)	38,445	42,614	46,663	50,723	54,273
(+/-%)	13.8%	10.8%	9.5%	8.7%	7.0%
净利润(百万元)	-387	108	1807	2017	2269
(+/-%)	-116.3%	-127.8%	1580.7%	11.6%	12.5%
每股收益(元)	-0.09	0.03	0.42	0.47	0.53
EBIT Margin	16.7%	16.6%	11.3%	11.8%	12.3%
净资产收益率(ROE)	-2.1%	0.6%	9.0%	9.4%	9.8%
市盈率(PE)	-49.3	177.4	10.6	9.5	8.4
EV/EBITDA	22.5	21.6	37.4	35.0	32.8
市净率(PB)	1.04	1.01	0.95	0.89	0.83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

房地产·房地产开发

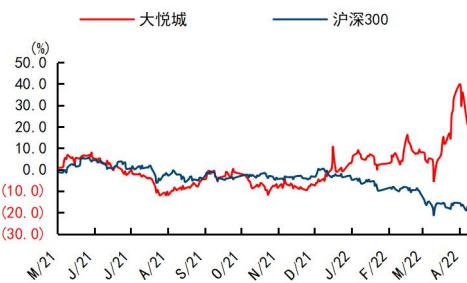
证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

联系人：王静
021-60893314
wangjing20@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	4.45 元
总市值/流通市值	19073/8415 百万元
52 周最高价/最低价	5.40/3.16 元
近 3 个月日均成交额	144.67 百万元

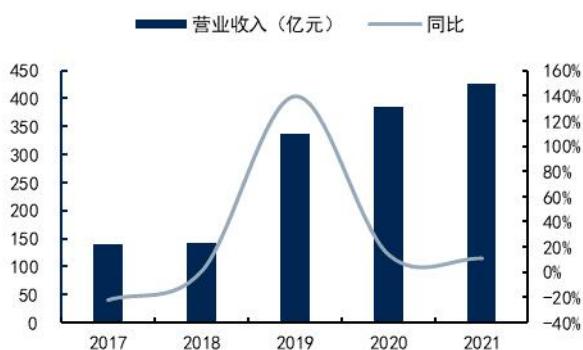
市场走势



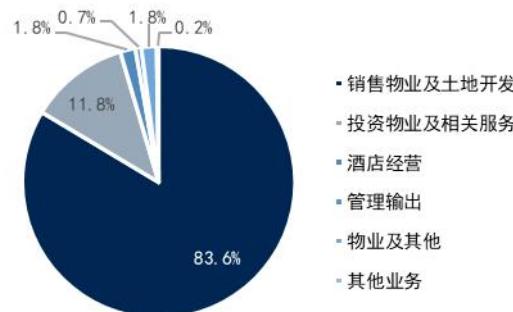
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

在 2019 年完成“A 控红筹”资产重组后，公司成为央企中粮集团旗下唯一的地产业务平台，住宅商业双轮驱动的协同性更强。2021 年，公司营业收入为 426 亿元，同比增长 11%。其中销售物业收入为 356 亿元，同比增长 9%，占比为 84%；投资物业收入为 50.5 亿元，同比增长 14%，占比为 12%；酒店经营收入为 7.7 亿元，同比增长 28%，占比为 1.8%；管理输出（包含购物中心和写字楼管理输出、代建代管销售型项目取得管理费、品牌使用费等）收入为 3.0 亿元，同比增长 91%，占比为 0.7%。截至 2021 年末，公司合同负债为 373 亿元，奠定未来营收基础。

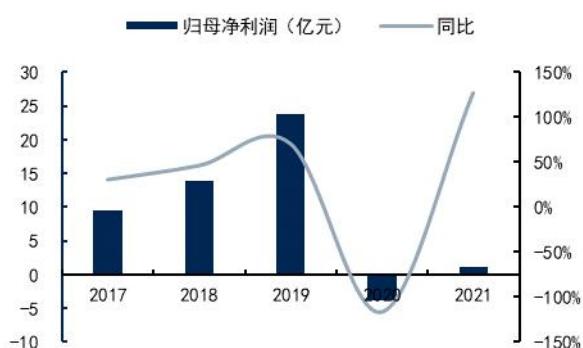
图1：公司历年营业收入及同比


资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

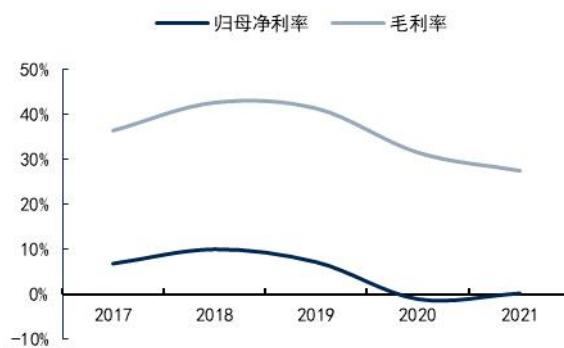
图2：公司各业务类型营收占比，2021


资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

公司业绩扭亏为盈，留存利润暂不分红。2021 年公司实现净利润 7.7 亿元，同比降低 32%；归母净利润 1.1 亿元，较上年的-0.4 亿元增长 128%；归母净利率为 0.3%，虽较上年提升了 1.3 个百分点仍不高，主要因为：(1) 毛利率较上年下降 4.0 个百分点至 27.4%，主要是销售物业结算毛利率下降 5.7 个百分点至 22.0%；(2) 计提资产减值准备导致净利润减少 21.3 亿元；(3) 投资收益损失 14.4 亿元。而权益占比高的项目结算业绩贡献增加，导致归母净利润占比提升。为保障后续运营、偿债及拓展新项目等经营需求，2021 年公司不派发现金分红、不送红股。

图3：公司历年归母净利及同比


资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

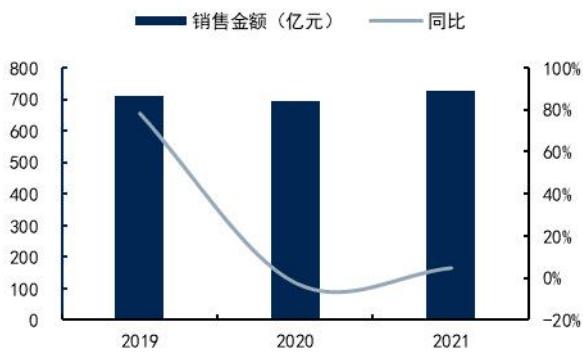
图4：公司历年归母净利率及毛利率


资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

签约销售稳增，拿地强度保持。2021 年，公司销售金额为 727 亿元，同比增长 5%；销售面积虽同比下降 8% 至 287 万 m²，销售均价同比增长 14% 至 25331 元/m²；公司

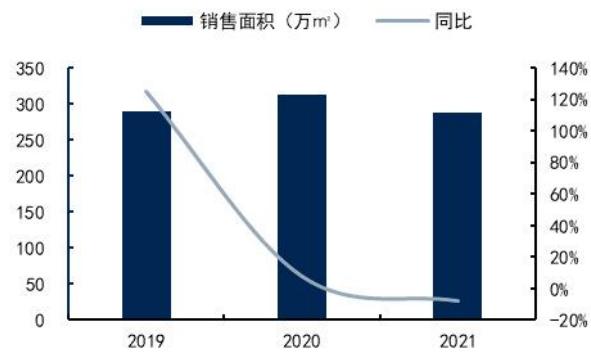
设定 2022 年销售目标为 800 亿元。2021 年，公司新增土储计容建面 327 万 m^2 ，其中 39% 位于长三角城市群，新增土储对销售面积的覆盖率为 114%，虽含有部分非住宅用地，开发可持续性无忧；拿地金额 316 亿元，以全口径销售金额计算的拿地强度为 44%，彰显公司逆势投资能力；截至 2021 年末，公司土储可售货值约 2230 亿元，足够满足未来 2-3 年的开发需要。

图5：公司历年销售金额及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司历年销售面积及同比



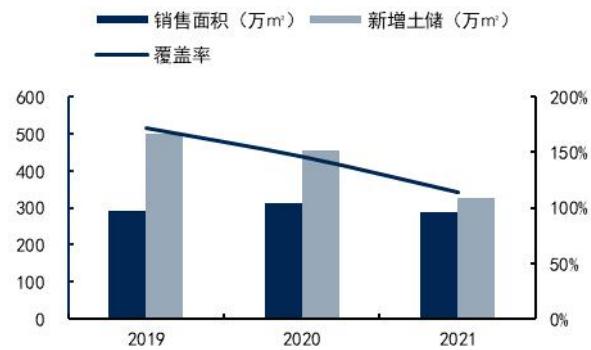
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：公司历年拿地强度



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司历年新增土储覆盖率

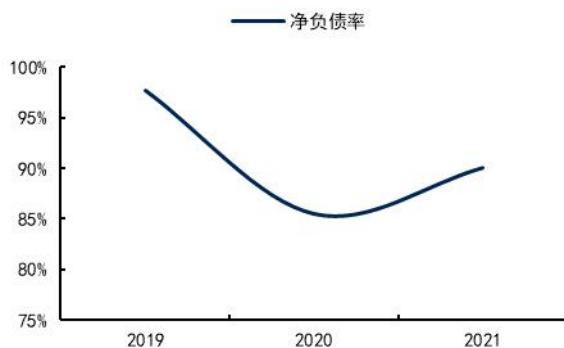


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

保持商业地产领先优势，坚持“轻重并举”拓展模式。公司在购物中心领域耕耘多年，专注于打磨运营能力，现已构筑“2+X”产品线，以大悦城和大悦春风里为标准产品，结合祥云小镇、悦街等非标产品，满足更多城市居民消费需求。2021 年，公司获取 1 个重资产项目，落地 7 个轻资产项目（其中 5 个年内已签署协议），新开业 4 个项目。截至 2021 年末，公司已开业 18 个标准化项目（15 个大悦城+3 个大悦春风里），商业总建面 273 万 m^2 ；以及 6 个非标准化项目，商业总建面 21 万 m^2 ；此外公司在建拟建筹备项目共 20 个，商业总建面约 179 万 m^2 。公司将继续以轻资产项目拓展为重要战略方向，计划 2022 年拓展不低于 7 个轻资产项目。随着轻资产管理项目增多，公司管理输出收入规模增加。2021 年，公司购物中心及写字楼轻资产项目管理输出收入 1.9 亿元，占整体管理输出收入的 63%。

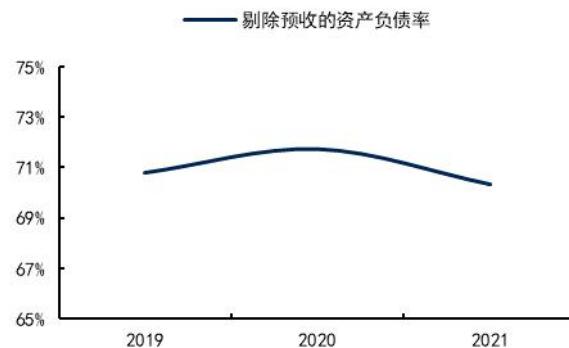
财务继续优化，融资成本下降。截至 2021 年末，公司维持黄档，净负债率 90%，现金短债比 1.4；剔除预收的资产负债率 70.3%，较上年下降 1.4 个百分点，离迈入绿档仅一步之遥。公司精准把握融资时机，2021 年新增借款平均成本 4.63%；截至 2021 年末，公司平均融资成本为 4.91%，较上年末下降 0.19 个百分点。

图9：公司历年净负债率



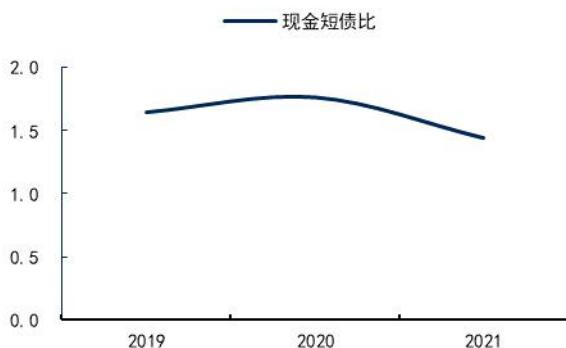
资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：公司历年剔除预收的资产负债率



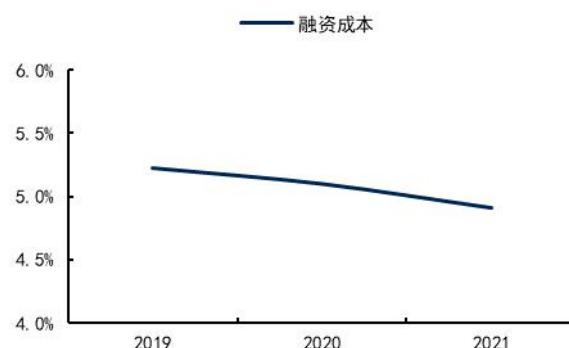
资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图11：公司历年现金短债比



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：公司历年平均融资成本



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司积极布局，整装待发。预计公司 2022 年、2023 年归母净利分别为 18.1 亿元、20.2 亿元，对应最新股本的 EPS 分别为 0.42、0.47 元，对应最新股价的 PE 分别为 10.6、9.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期，投资物业拓展、收入不及预期，计提资产减值准备超预期，或市场环境改善不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	31764	24886	26000	28000	30000	营业收入	38445	42614	46663	50723	54273
应收款项	24067	24610	26948	29293	31343	营业成本	26357	30923	35930	38803	41248
存货净额	87457	102003	123192	132703	140618	营业税金及附加	3129	1618	2333	2536	2714
其他流动资产	5944	6056	6631	7208	7712	销售费用	1093	1421	1556	1691	1810
流动资产合计	149264	157562	182778	197210	209681	管理费用	1440	1581	1568	1698	1812
固定资产	4048	3725	6440	8595	10287	研发费用	19	15	16	17	19
无形资产及其他	1814	1723	1654	1585	1516	财务费用	941	1386	812	1128	1341
投资性房地产	33274	35678	35678	35678	35678	投资收益	(1217)	(1435)	(1000)	(1000)	(1000)
长期股权投资	11471	14039	16607	19175	21743	资产减值及公允价值变动	673	1962	0	0	0
资产总计	199871	212727	243157	262244	278905	其他收入	(1881)	(3352)	(16)	(17)	(19)
短期借款及交易性金融负债	18377	17397	25822	31862	36546	营业利润	3059	2860	3448	3849	4330
应付款项	17093	14722	17780	19152	20295	营业外净收支	66	61	0	0	0
其他流动负债	62494	71184	85317	91966	97523	利润总额	3125	2921	3448	3849	4330
流动负债合计	97964	103303	128918	142980	154363	所得税费用	2002	2153	862	962	1083
长期借款及应付债券	52788	50856	50856	50856	50856	少数股东损益	1510	660	779	870	978
其他长期负债	3473	6477	9482	12486	15490	归属于母公司净利润	(387)	108	1807	2017	2269
长期负债合计	56261	57333	60338	63342	66346	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	154225	160636	189256	206322	220709	净利润	(387)	108	1807	2017	2269
少数股东权益	27295	33253	33798	34407	35092	资产减值准备	484	1258	1146	1565	1850
股东权益	18351	18838	20103	21515	23104	折旧摊销	1279	1277	318	458	638
负债和股东权益总计	199871	212727	243157	262244	278905	公允价值变动损失	(673)	(1962)	0	0	0
						财务费用	941	1386	812	1128	1341
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(590)	(7018)	(2760)	159	1083
每股收益	(0.09)	0.03	0.42	0.47	0.53	其它	9701	(2127)	(601)	(957)	(1165)
每股红利	0.00	0.00	0.13	0.14	0.16	经营活动现金流	9814	(8464)	(90)	3243	4675
每股净资产	4.28	4.39	4.69	5.02	5.39	资本开支	0	(3967)	(4110)	(4110)	(4110)
ROIC	2%	1%	3%	3%	3%	其它投资现金流	21	24	0	0	0
ROE	-2%	1%	9%	9%	10%	投资活动现金流	(1054)	(5496)	(6678)	(6678)	(6678)
毛利率	31%	27%	23%	24%	24%	权益性融资	(67)	5130	0	0	0
EBIT Margin	17%	17%	11%	12%	12%	负债净变化	1564	(3964)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	20%	12%	13%	13%	支付股利、利息	0	0	(542)	(605)	(681)
收入增长	14%	11%	10%	9%	7%	其它融资现金流	112	9366	8424	6040	4684
净利润增长率	-116%	-128%	1581%	12%	13%	融资活动现金流	(4594)	7082	7882	5435	4003
资产负债率	91%	91%	92%	92%	92%	现金净变动	4166	(6878)	1114	2000	2000
股息率	0.0%	0.0%	2.8%	3.2%	3.6%	货币资金的期初余额	27598	31764	24886	26000	28000
P/E	(49.3)	177.4	10.6	9.5	8.4	货币资金的期末余额	31764	24886	26000	28000	30000
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	企业自由现金流	0	(7854)	(2608)	990	2614
EV/EBITDA	22.5	21.6	37.4	35.0	32.8	权益自由现金流	0	(2452)	5208	6184	6292

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032