

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

## 商住并进营收高增, 运营提效租金提升

**商住并进营收高增, 运营提效租金提升。**2019 年公司实现营业收入 337.87 亿元, 同比增长 52%; 实现归母净利润 23.78 亿元, 同比增长 15%。其中, 商品房销售及一级开发业务贡献营收 282.78 亿元, 同比增长 65%, 主要系期内竣工结算规模提升所致; 投资物业贡献营收 51.44 亿元, 同比增长 17%, 主要由于运营提效导致租金单价提升, 其中购物中心租金收入贡献 31.8 亿元, 全年平均出租率 97%, 保持行业高位, 截至期末公司拥有 10 个已开业大悦城购物中心项目, 可供出租面积共计 86 万方, 此外还拥有管理输出项目 2 个, 在建及拟建项目 8 个。利润率方面, 期内实现毛利率 41.2%, 同比下降 4.9pct, 实现归母净利率 7.0%, 同比下降 2.3pct。拆分来看, 商品房销售及一级开发毛利率为 37.9%, 同比下降 5.0pct, 投资物业毛利率为 62.4%, 同比增加 1.2pct。

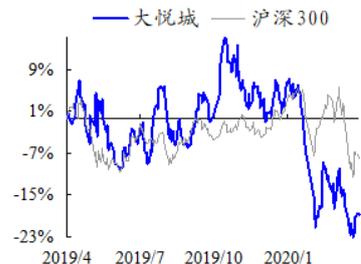
**销售稳增拿地积极, 商业勾地量质双升。**地产销售方面, 2019 年公司实现全口径销售金额 710.82 亿元, 操盘金额 618.54 亿元, 同比增长 27%, 销售稳增推高预收账款至 297.75 亿元, 覆盖 2019 年地产结算收入的 1.1 倍。拿地方面, 2019 年公司新拓展 7 个城市, 新增拿地面积 500 万方, 对应拿地金额 276 亿元, 拿地金额/销售金额为 39%, 拿地相对积极。从拿地分布来看, 以一二线城市为主, 占比 78%。公司在西安、青岛、武汉等地利用大悦城品牌优势获取了大体量优质土储, 商住协同效应彰显。

**引入战投负债改善, 融资成本保持低位。**截至期末, 公司净负债率水平为 97.7%, 同比下降 23.5pct, 融资成本 5.23%, 处于行业低位。2019 年公司引入险资太平人寿作为战略投资者, 持股比例达 6.6%, 进一步优化公司资本和治理结构, 未来战略合作值得期待。

**维持公司买入评级, 预计公司 2020、2021、2022 年 EPS 为 0.71、0.86 和 0.97 元, 对应 2020、2021、2022 年的 PE 分别为 7.8、6.4 和 5.7 倍。**  
**风险提示:** 疫情导致房地产市场超预期下行; 房地产政策超预期收紧

股票数据	2020/3/31
6 个月目标价 (元)	8.75
收盘价 (元)	5.38
12 个月股价区间 (元)	5.14 ~ 8.05
总市值 (百万元)	23,060
总股本 (百万股)	4,286
A 股 (百万股)	4,286
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	10

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-4%	-25%	-17%
相对收益	3%	-15%	-12%

### 相关报告

《大悦城 (000031) 季报点评: 商住并进营收高增, Q3 拿地力度明显回升》

--20191031

《大悦城 (000031) 中报点评: 地产结算量价齐升, 投资物业协同助力》

--20190904

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	22,169	33,787	39,246	48,429	59,229
(+/-)%	57.87%	52.41%	16.16%	23.40%	22.30%
归属母公司净利润	2,063	2,378	3,043	3,681	4,174
(+/-)%	118.27%	15.27%	27.92%	20.98%	13.40%
每股收益 (元)	0.48	0.55	0.71	0.86	0.97
市盈率	11.43	9.91	7.75	6.40	5.65
市净率	1.53	1.21	1.10	0.98	0.88
净资产收益率 (%)	13.35%	12.25%	14.15%	15.31%	15.51%
股息收益率 (%)	3.00%	3.45%	4.01%	4.86%	5.51%
总股本 (百万股)	1,814	4,286	4,286	4,286	4,286

### 证券分析师: 张云凯

执业证书编号: S0550519080009  
13917726696 zhangyk@nesc.cn

### 研究助理: 沈路遥

执业证书编号: S0550118070032  
18616639299 shenly@nesc.cn

### 联系人: 吴胤翔

执业证书编号: S0550119080063  
18117166023 wuyx@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	27,598	33,815	42,123	53,856	净利润	3,705	5,071	6,033	6,820
交易性金融资产	52	52	52	52	资产减值准备	238	0	0	0
应收款项	323	557	674	787	折旧及摊销	1,339	972	1,056	972
存货	75,768	100,388	124,377	152,594	公允价值变动损失	15	0	0	0
其他流动资产	30,039	43,853	50,792	60,010	财务费用	1,794	258	331	401
<b>流动资产合计</b>	<b>133,780</b>	<b>178,664</b>	<b>218,018</b>	<b>267,298</b>	投资损失	-497	-530	-687	-490
可供出售金融资产					运营资本变动	-2,113	-21,919	-12,447	-15,254
长期投资净额	11,305	11,305	11,305	11,305	其他	-417	0	0	0
固定资产	4,224	3,252	2,196	1,225	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>4,064</b>	<b>-16,149</b>	<b>-5,714</b>	<b>-7,552</b>
无形资产	1,893	1,893	1,893	1,893	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-2,169</b>	<b>530</b>	<b>687</b>	<b>490</b>
商誉	305	305	305	305	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>6,093</b>	<b>21,836</b>	<b>13,335</b>	<b>18,795</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>49,403</b>	<b>48,432</b>	<b>47,376</b>	<b>46,404</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>8,033</b>	<b>27,888</b>	<b>19,388</b>	<b>23,046</b>
<b>资产总计</b>	<b>183,183</b>	<b>227,096</b>	<b>265,394</b>	<b>313,703</b>					
短期借款	3,196	4,496	5,386	6,586	财务与估值指标				
应付款项	10,951	15,980	19,846	23,976	每股指标				
预收款项	29,775	39,491	46,826	57,200	每股收益 (元)	0.55	0.71	0.86	0.97
一年内到期的非流动负债	13,591	13,591	13,591	13,591	每股净资产 (元)	4.53	5.02	5.61	6.28
<b>流动负债合计</b>	<b>84,837</b>	<b>102,885</b>	<b>122,374</b>	<b>145,868</b>	每股经营性现金流量 (元)	0.95	-3.77	-1.33	-1.76
长期借款	45,378	64,118	75,239	92,033	成长性指标				
其他长期负债	10,426	13,426	16,226	18,726	营业收入增长率	52.4%	16.2%	23.4%	22.3%
<b>长期负债合计</b>	<b>55,805</b>	<b>77,545</b>	<b>91,466</b>	<b>110,760</b>	净利润增长率	15.3%	27.9%	21.0%	13.4%
<b>负债合计</b>	<b>140,642</b>	<b>180,430</b>	<b>213,840</b>	<b>256,627</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	19,411	21,507	24,044	26,920	毛利率	41.2%	39.0%	38.7%	37.6%
少数股东权益	23,130	25,158	27,510	30,156	净利率	7.0%	7.8%	7.6%	7.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>183,183</b>	<b>227,096</b>	<b>265,394</b>	<b>313,703</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	3.49	5.18	5.08	4.85
					存货周转率 (次)	1,392.10	1,531.13	1,529.33	1,507.06
					偿债能力指标				
					资产负债率	76.8%	79.5%	80.6%	81.8%
					流动比率	1.58	1.74	1.78	1.83
					速动比率	0.67	0.75	0.76	0.78
					费用率指标				
					销售费用率	4.0%	4.3%	4.3%	4.3%
					管理费用率	4.7%	5.1%	5.2%	5.1%
					财务费用率	4.9%	1.1%	1.0%	0.8%
					分红指标				
					分红比例	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%
					股息收益率	3.4%	4.0%	4.9%	5.5%
					估值指标				
					P/E (倍)	9.91	7.75	6.40	5.65
					P/B (倍)	1.21	1.10	0.98	0.88
					P/S (倍)	0.70	0.60	0.49	0.40
					净资产收益率	12.3%	14.1%	15.3%	15.5%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

**张云凯**，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，四川大学金融学本科，现任东北证券房地产行业组组长。曾任职上海国际信托和四川信托，3年半信托公司一线房地产业务从业经验。2017年加入东北证券研究所，曾获得东方财富2018年度房地产行业最佳分析师第2名；2019年证券时报“金翼奖”房地产行业第2名。

**沈路遥**，同济大学建筑与土木工程专业本科、硕士，现任东北证券房地产组研究助理。曾就职于金地商置集团，一年半房地产从业经验，2018年以来具有2年证券研究从业经历。

**吴胤翔**，同济大学建筑与土木工程硕士，东南大学道路桥梁与渡河工程本科，现任东北证券房地产组研究人员。2019年加入东北证券研究所。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn