

中信证券研究部

核心观点



陈聪
首席基地产业
分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001



联系人：李金哲

公司既拥有中国第一流的商业物业管理平台，也拥有一线城市，包括深圳等热点区域的核心储备。目前，公司市值明显低于合理价值。

■ **商业地产冲击可控，半年度业绩仍属正常。**公司公告 2020 年上半年预计归母净利润为 4.5-6.5 亿元，同比下降 65%到 76%。公司购物中心客观上人流下降，主观上承担社会责任减免租金，报告期内业绩受疫情冲击较大。不过，全年而言公司主要业绩来源为开发项目结算，购物中心贡献利润不足 25%。另一方面，因非经常性损益和结算节奏的影响，2019 年上半年业绩基数较高（2019 年 H1/ 全年归母净利润分别为 19.31/23.78 亿），造成本期同比降幅明显。

■ **公司在深圳等热点区域拥有稀缺优质资源，未来可能受益于区域崛起。**公司曾用名深宝恒 A，目前在深圳有在售深圳中粮天悦壹号、祥云国际、云景国际、69 区创芯研发中心等城市更新项目，还申报了 25 区、金帝食品厂、固戍项目、大洋工业统筹片区等更新项目。2019 年年底，公司在深圳宝安区拥有物业建筑面积 131 万平米。公司还在北京、上海、三亚等核心城市拥有优质资源储备。

■ **中国领先的商业地产管理品牌。**我们注意到，公司大悦城品牌运营经验丰富、管理团队优秀、注重科技应用，已开业商业地产项目 13 个，在建拟建项目 13 个，在管商业面积 107 万平米，其中西单大悦城等项目是国内商业地产的标杆。且公司探索基金化运作管理，在商场经营考核层面和轻资产公司无异。我们参照可比公司市值，认为公司轻资产平台整体价值就超过 110 亿元。

■ **公司当前股价仍略低于长期投资者入股价格，具备极高的安全边际。**公司当前 6.29 元/股的股价仍略低于 6.56 元/股（除权）的定向增发机构投资者入股价格，也成为当前极少数市值仍在长期投资者入股市值之下的上市公司。这从一定程度上反映出公司市值被明显低估。

■ **风险提示：**下半年商业地产经营或仍然受到冲击，公司业绩不达预期的风险。

■ **稀缺性资源价值凸显，继续看好公司价值。**公司在深圳的资源短期具有增值弹性，商业地产管理公司亦是目前市场稀缺的优质标的。我们维持公司 2020/2021/2022 年 EPS 预测 0.66/0.79/0.89 元，公司 NAV 价值较高（不算轻资产价值，不算潜在工业用地更新改造资源增值，扣净负债，保守估计高达 329 亿元）。考虑到公司商管平台资源价值可观，品牌价值高于现有的上市商管企业，资源价值十分稀缺，近期深圳等城市资源有进一步重估空间，我们给予公司 2021 年 10 倍 PE 估值，上调公司目标价到 7.90 元/股，维持“买入”评级。

大悦城	000031
评级	买入（维持）
当前价	6.29 元
目标价	7.90 元
总股本	4,286 百万股
流通股本	1,814 百万股
52 周最高/最低价	7.78/4.9 元
近 1 月绝对涨幅	3.97%
近 6 月绝对涨幅	-25.49%
近 12 月绝对涨幅	-13.89%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,168.63	33,786.62	40,866.23	50,595.00	55,675.99
营业收入增长率	58%	52%	21%	24%	10%
净利润(百万元)	2,063.40	2,378.45	2,823.72	3,392.18	3,806.05
净利润增长率	118%	15%	19%	20%	12%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.53	0.61	0.66	0.79	0.89
毛利率%	46%	41%	36%	34%	34%
净资产收益率 ROE%	13.35%	12.25%	10.04%	11.10%	11.43%
每股净资产(元)	3.40	4.27	6.18	6.72	7.32
PE	11.9	10.3	7.8	6.5	5.8
PB	1.9	1.5	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

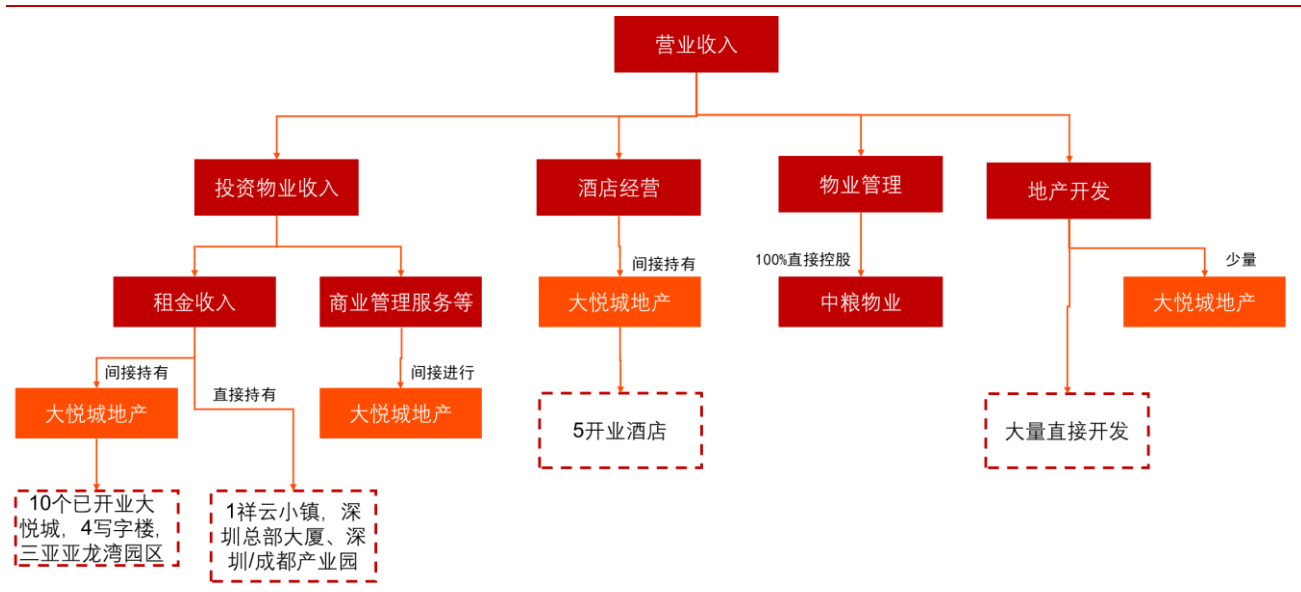
注：股价为 2020 年 7 月 13 日收盘价

表 1：大悦城和大悦城地产归母净利润变化一览

类别	2019H1	同比上限	上限业绩	同比下限	下限业绩
大悦城地产（00207.HK）	8.78	-70%	2.63	-85%	1.32
大悦城地产在(000031.SZ)并表的归母净利润上限*	5.23	-70%	1.57	-85%	0.78
大悦城（000031.SZ）	19.31	-65%	6.76	-76%	4.63
大悦城地产结算归母净利估计值**	12.08	-57%	5.19	-68%	3.85

资料来源：大悦城公告，中信证券研究部 注：*因 A 股公司不含投资物业公允价值变动带来的净利润增厚，故而实际大悦城地产业绩占据 A 股净利润部分更少；**2019H1 有因合并处置资产的引起的非经常性损益 4 亿元

图 1：公司 2019 年末并表营业收入构成情况



资料来源：大悦城公告，中信证券研究部

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	22,169	33,787	40,866	50,595	55,676
营业成本	11,954	19,866	26,290	33,355	36,806
毛利率	46.08%	41.20%	35.67%	34.08%	33.89%
营业税金及附加	2,386	3,638	3,678	3,542	4,064
销售费用	1,131	1,344	1,594	1,923	2,060
营业费用率	5.10%	3.98%	3.90%	3.80%	3.70%
管理费用	1,448	1,593	1,980	2,277	2,505
管理费用率	6.53%	4.71%	4.85%	4.50%	4.50%
财务费用	685	1,659	1,682	1,587	1,651
财务费用率	3.09%	4.91%	4.12%	3.14%	2.97%
投资收益	847	497	390	317	305
营业利润	5,198	5,999	6,942	7,446	8,100
营业利润率	23.45%	17.76%	16.99%	14.72%	14.55%
营业外收入	57	100	59	72	77
营业外支出	162	94	90	116	100
利润总额	5,093	6,005	6,910	7,402	8,076
所得税	1,519	2,300	2,204	2,184	2,221
所得税率	29.83%	38.30%	31.89%	29.50%	27.50%
少数股东损益	1,511	1,327	1,882	1,827	2,049
归属于母公司股东的净利润	2,063	2,378	2,824	3,392	3,806
净利率	9.31%	7.04%	6.91%	6.70%	6.84%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	5,093	6,005	6,910	7,402	8,076
所得税支出	-1,519	-2,300	-2,204	-2,184	-2,221
折旧和摊销	1,215	2,922	1,195	1,579	1,963
营运资金的变化	-3,659	-13,963	3,948	920	1,117
其他经营现金流	-3	11,401	56	1,700	1,792
经营现金流合计	1,127	4,065	9,905	9,418	10,727
资本支出	-2,575	-2,390	-1,854	-1,820	-1,802
投资收益	847	497	390	317	305
其他投资现金流	-11,150	-276	-2,030	-5,040	-3,053
投资现金流合计	-12,878	-2,169	-3,494	-6,542	-4,549
权益变化	906	6,689	6,699	0	0
负债变化	60,830	61,408	-5,367	8,691	110
股息支出	-200	-729	-729	-847	-1,018
其他融资现金流	-51,282	-61,275	-1,759	-1,690	-1,711
融资现金流合计	10,254	6,093	-1,156	6,154	-2,619
现金及现金等价物净增加额	-1,497	7,989	5,256	9,030	3,559

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	19,124	27,598	32,853	41,883	45,442
存货	58,899	75,768	90,950	98,572	101,131
应收账款	484	323	601	777	736
其他流动资产	32,275	30,091	35,246	42,528	46,322
流动资产	110,782	133,780	159,649	183,760	193,631
固定资产	3,669	4,224	5,029	5,449	5,486
长期股权投资	9,828	11,305	11,305	11,305	11,305
无形资产	765	1,893	1,893	1,893	1,893
其他长期资产	35,333	31,981	33,860	38,713	41,558
非流动资产	49,596	49,403	52,087	57,360	60,242
资产总计	160,378	183,183	211,736	241,120	253,873
短期借款	3,314	3,196	2,829	11,520	11,630
应付账款	10,824	10,951	17,514	23,603	23,619
其他流动负债	59,205	70,689	87,448	97,783	105,633
流动负债	73,343	84,837	107,791	132,906	140,882
长期借款	38,998	45,378	40,378	40,378	40,378
其他长期负债	12,331	10,426	10,426	10,426	10,426
非流动性负债	51,329	55,805	50,805	50,805	50,805
负债合计	124,673	140,642	158,596	183,711	191,686
股本	1,814	4,286	4,549	4,549	4,549
资本公积	8,163	7,731	14,167	14,167	14,167
归属于母公司所有者权益合计	15,452	19,411	28,128	30,570	33,299
少数股东权益	20,254	23,130	25,013	26,839	28,889
股东权益合计	35,706	42,541	53,140	57,409	62,187
负债股东权益总计	160,378	183,183	211,736	241,120	253,873

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率		52.41%	20.95%	23.81%	10.04%
营业利润增长率		15.40%	15.72%	7.26%	8.78%
净利润增长率		15.27%	18.72%	20.13%	12.20%
毛利率	46.08%	41.20%	35.67%	34.08%	33.89%
EBITDA Margin	18.41%	26.18%	19.34%	17.28%	17.32%
净利率	9.31%	7.04%	6.91%	6.70%	6.84%
净资产收益率	13.35%	12.25%	10.04%	11.10%	11.43%
总资产收益率	1.29%	1.30%	1.33%	1.41%	1.50%
资产负债率	84.91%	76.78%	74.90%	76.19%	75.50%
所得税率	29.83%	38.30%	31.89%	29.50%	27.50%
股利支付率	9.67%	30.64%	30.00%	30.00%	30.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。