

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 6.17
合理价格区间(元): 7.80~8.45

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

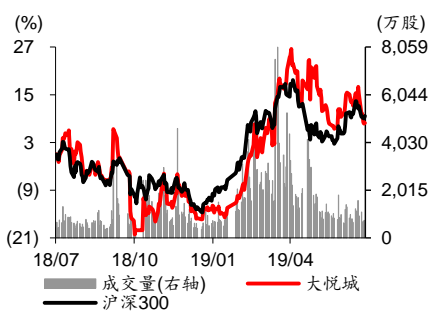
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《中粮地产(000031,买入): 重组取得重要进展,三重改善渐近》2018.12
- 2《中粮地产(000031,买入): 继续推进大悦城资产重组》2018.11
- 3《中粮地产(000031,买入): 投资收益大增,盈利质量改善》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

协同驱动高增长, 开启大悦新篇章

大悦城(000031)

核心观点

7月13日公司发布业绩预告, 2019上半年公司预计实现归母净利润17.7-20.4亿元, 较上年同期重组后增长30-50%。公司上半年业绩保持快速增长, 主要源于报告期商品房销售收入结转增加。原中粮地产同大悦城地产重组完成后, 公司融合住宅地产与商业地产, 定位全产业链综合地产开发平台, 产业协同和核心竞争力进一步提升, 预测2019-2021年归母净利润25.4、30.1、37.7亿元(前值2019、2020年14.0、16.3亿元, 未考虑重组影响), 维持“买入”评级。

可结转资源充裕叠加地产基数较低共促业绩高增长

公司重组完成后首份半年报预期靓丽, 主要由于报告期结转商品房销售收入较上年同期增加所致。1、2018年原中粮地产和大悦城地产重组合并口径销售金额同比增长42%, 2019Q1公司预收账款同比增长33.9%至277.9亿元。可结转资源充裕, 叠加2018年地产业务结转基数较低(合并口径地产开发营收同比减少19.1%), 开发销售业务预计贡献较高收入增速; 2、2018年重组合并口径地产开发业务毛利率同比提升约7个百分点, 高景气度周期项目的结转有望延续较高毛利率。

上半年销售增速位居主流A股上市房企首位, 重组扩大资源规模优势

亿翰数据显示, 2019上半年公司合并口径实现签约销售金额360.3亿元, 跻身行业TOP50。上半年销售金额同比增长76%, 增速位居主流A股上市房企首位。2019上半年新增土地储备规划建面约107.7万平, 同比减少约23.7%, 新增权益投资金额约43.7亿元, 投资强度有所回落。原中粮地产2018年报显示报告期末地产开发拟建及在建项目待竣工计容建面765万平, 同期大悦城地产年报显示土地储备约634万平, 其中可售面积约241万平, 重组后资源规模优势进一步扩大, 我们预计公司2019销售金额有望向750亿迈进。

住宅商业协同效应释放, 城市综合体开发竞争力凸显

大悦城地产2018年报显示, 投资物业租金及物业管理服务收入36.3亿, 同比增长5.8%。其中大悦城购物中心EBITDA达14.64亿元, 同比增长10%。商业物业发展全面提速, 18年实现西安大悦城、杭州大悦城、上海长风大悦城和昆明大悦城开业, 开业运营项目增至12个, 主要在建及储备商业项目7个。我们认为公司在持续发展原有品牌住宅业务的基础上, 将围绕以“大悦城”为品牌的城市综合体开发与运营, 优化自身产业结构, 实现有竞争力的品牌化发展, 释放“住宅+商业”协同效应。

综合地产开发一线品牌, 维持“买入”评级

我们认为公司资源整合的协同效应对盈利空间的改善有望持续显现, 此外依托规模效应、品牌优势和融资渠道, 我们看好公司综合业务板块的高质量发展, 预测2019-2021年归母净利润25.4、30.1、37.7亿元(前值2019、2020年14.0、16.3亿元, 未考虑重组影响), 对应2019-2021年EPS至0.65、0.77、0.96元。考虑到公司重组后总体资产规模及商业地产比重大幅增加, 因此变更可比公司为商业地产运营商及综合开发商。参考可比公司2019年平均12.7倍PE估值, 给予公司2019年12-13倍PE估值, 目标价7.80-8.45元(前值6.60-7.26元), 维持“买入”评级。

风险提示: 一二线城市销售结转不及预期; 商业地产竞争激烈。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,042	14,120	30,937	39,321	49,614
+/-%	(22.10)	0.55	119.11	27.10	26.18
归属母公司净利润(百万元)	945.33	1,389	2,538	3,011	3,769
+/-%	31.27	46.91	82.77	18.64	25.14
EPS(元, 最新摊薄)	0.24	0.35	0.65	0.77	0.96
PE(倍)	25.62	17.44	9.54	8.04	6.43

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司基本资料

总股本(百万股)	3,926
流通A股(百万股)	1,814
52周内股价区间(元)	4.64-7.35
总市值(百万元)	24,223
总资产(百万元)	167,691
每股净资产(元)	4.26

资料来源: 公司公告

图表1：可比公司估值表（截至2019年7月15日，盈利预测数据来自Wind一致预期）

股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
中国国贸	171.04	16.98	0.77	0.84	0.92	0.98	22.08	20.16	18.36	17.31
陆家嘴	585.77	14.52	0.83	0.95	1.07	1.28	17.48	15.33	13.52	11.34
招商蛇口	1,661.96	21.00	1.93	2.40	2.93	3.52	10.91	8.76	7.18	5.96
金融街	235.53	7.88	1.09	1.22	1.36	1.53	7.21	6.45	5.79	5.16
平均							14.42	12.67	11.21	9.94

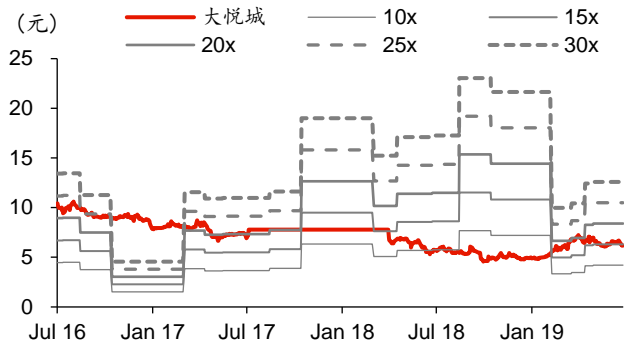
资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- (1) 一二线城市核心城市房地产调控政策放松可能性较低。公司房地产开发项目主要位于北京、天津、杭州、南京、上海等一二线城市核心城市，可能受供给端预售证管制、需求端限购限贷限售政策等因素影响，销售和结算进度可能不及预期。
- (2) 一二线城市核心城市商业地产竞争激烈。尽管大悦城城市综合体地理位置优越、运营能力较强，仍有可能受竞争对手影响，租金收入增长不及预期。此外，新项目拓展也可能因为激烈竞争，使得项目开业数量、开业初期租金收入不及预期。

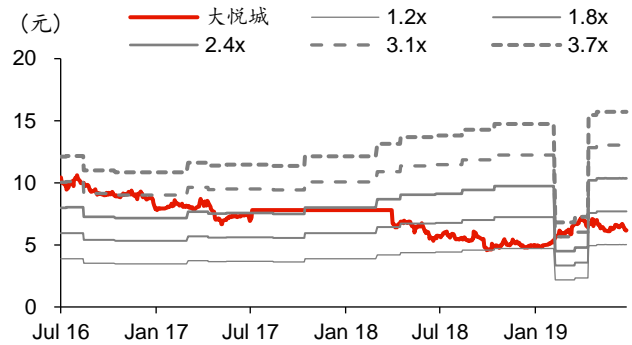
PE/PB - Bands

图表2：大悦城历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：大悦城历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	65,216	80,713	132,424	143,538	155,781
现金	10,283	12,001	29,884	33,470	37,487
应收账款	179.36	250.27	412.91	467.82	521.95
其他应收账款	18,102	22,434	27,720	31,045	34,771
预付账款	164.90	140.93	407.11	455.96	510.68
存货	34,631	42,835	67,911	71,280	74,854
其他流动资产	1,856	3,052	6,089	6,819	7,637
非流动资产	10,536	10,459	57,174	62,134	67,439
长期投资	3,364	4,415	11,165	12,840	14,766
固定投资	568.45	548.56	846.75	1,019	1,065
无形资产	54.35	53.32	22.19	(11.95)	(46.60)
其他非流动资产	6,549	5,442	45,140	48,287	51,655
资产总计	75,751	91,172	189,598	205,672	223,220
流动负债	48,420	45,280	93,572	101,673	109,794
短期借款	4,625	2,525	18,910	18,266	16,513
应付账款	4,844	6,558	9,725	10,405	11,134
其他流动负债	38,951	36,197	64,937	73,002	82,147
非流动负债	15,587	32,132	68,961	72,400	75,966
长期借款	12,158	23,405	53,405	55,405	57,405
其他非流动负债	3,429	8,728	15,556	16,995	18,561
负债合计	64,007	77,412	162,533	174,073	185,760
少数股东权益	5,114	5,899	7,803	10,088	13,083
股本	1,814	1,814	3,926	3,926	3,926
资本公积	0.00	0.33	6,950	6,950	6,950
留存公积	4,758	6,034	8,385	10,635	13,500
归属母公司股东权益	6,630	7,861	19,262	21,512	24,377
负债和股东权益	75,751	91,172	189,598	205,672	223,220

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,718	(1,864)	(9,650)	6,007	7,946
净利润	1,735	2,004	4,442	5,297	6,764
折旧摊销	225.78	194.13	238.03	367.85	494.34
财务费用	950.44	1,017	1,468	2,032	2,402
投资损失	(522.96)	(707.84)	(1,380)	(1,656)	(1,988)
营运资金变动	(345.85)	(4,440)	(10,267)	209.91	573.39
其他经营现金	(324.46)	69.13	(4,150)	(243.14)	(300.38)
投资活动现金	(10,568)	(2,448)	(40,471)	(3,389)	(3,518)
资本支出	36.42	50.68	500.00	500.00	500.00
长期投资	1,610	2,012	40,945	4,330	4,767
其他投资现金	(8,921)	(384.87)	974.80	1,441	1,749
筹资活动现金	5,461	6,128	68,003	968.21	(411.15)
短期借款	(500.00)	(2,100)	16,385	(644.41)	(1,753)
长期借款	(866.84)	11,247	30,000	2,000	2,000
普通股增加	0.00	0.00	2,112	0.00	0.00
资本公积增加	(121.92)	0.33	6,950	0.00	0.00
其他筹资现金	6,949	(3,019)	12,555	(387.38)	(658.57)
现金净增加额	(3,390)	1,817	17,883	3,586	4,016

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,042	14,120	30,937	39,321	49,614
营业成本	8,941	8,118	17,020	21,767	27,322
营业税金及附加	1,216	1,486	3,257	4,139	5,223
营业费用	532.16	514.70	1,794	2,359	3,076
管理费用	462.41	613.36	1,949	2,556	3,275
财务费用	950.44	1,017	1,468	2,032	2,402
资产减值损失	216.51	231.40	486.00	558.90	642.74
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	522.96	707.84	1,380	1,656	1,988
营业利润	2,392	2,859	6,344	7,565	9,662
营业外收入	17.11	14.23	15.96	15.57	15.48
营业外支出	14.62	15.67	13.93	14.63	14.57
利润总额	2,395	2,857	6,346	7,566	9,663
所得税	659.96	852.92	1,904	2,270	2,899
净利润	1,735	2,004	4,442	5,297	6,764
少数股东损益	789.51	615.59	1,904	2,285	2,996
归属母公司净利润	945.33	1,389	2,538	3,011	3,769
EBITDA	3,569	4,069	8,049	9,965	12,558
EPS (元, 基本)	0.52	0.77	0.65	0.77	0.96

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(22.10)	0.55	119.11	27.10	26.18
营业利润	7.63	19.50	121.90	19.26	27.71
归属母公司净利润	31.27	46.91	82.77	18.64	25.14
获利能力 (%)					
毛利率	36.33	42.51	44.98	44.64	44.93
净利率	6.73	9.84	8.20	7.66	7.60
ROE	14.26	17.67	13.18	14.00	15.46
ROIC	12.20	9.69	14.55	17.97	23.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	84.50	84.91	85.73	84.64	83.22
净负债比率 (%)	38.38	38.34	51.61	49.63	47.33
流动比率	1.35	1.78	1.42	1.41	1.42
速动比率	0.63	0.83	0.69	0.71	0.73
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.17	0.22	0.20	0.23
应收账款周转率	61.04	50.72	73.77	70.13	79.01
应付账款周转率	1.80	1.42	2.09	2.16	2.54
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.35	0.65	0.77	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	(0.47)	(2.46)	1.53	2.02
每股净资产(最新摊薄)	1.69	2.00	4.91	5.48	6.21
估值比率					
PE (倍)	25.62	17.44	9.54	8.04	6.43
PB (倍)	3.65	3.08	1.26	1.13	0.99
EV_EBITDA (倍)	12.72	11.15	5.64	4.55	3.61

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com