

大悦城 (000031.SZ)

收入保持正增长，归母净利占比下滑

买入

核心观点

收入保持正增长：2022H1，公司实现营业收入150亿元，同比增长5%。其中销售物业收入122亿元，同比增长12%，占比为81%；持有物业收入20亿元，同比下降19%，占比为13%。截至2022H1末，公司合同负债为373亿元，奠定未来收入基础。公司预计2022年租金减免安排会影响收入9.7-13.5亿元。

归母净利占比下滑拖累业绩：2022H1公司实现净利润10.6亿元，同比下降9%，但归母净利润仅0.86亿元，同比下降86%，主要因为本期结算项目权益占比较低，导致归母净利润占比仅为8%，较上年同期下降了45个百分点，较2021全年下降了6个百分点；公司归母净资产占比维持在36%的较低水平，难以消除后续结转利润中归母占比提升的隐忧。所以，虽然2022H1毛利率和净利率分别为34%和7%，较2021全年分别提升了6.5和5.3个百分点；但归母净利率为0.6%，仅较2021全年提升了0.3个百分点。

销售表现优于行业，投资强度有所下降：2022H1销售金额为285亿元，同比下降21%，降幅低于行业整体水平；销售面积为106万m²，同比下降35%。2022H1新增土储计容建面41万m²，新增土储对销售面积的覆盖率为39%；拿地金额77亿元，以全口径销售金额计算的拿地强度为27%。截至2022H1末，公司土储可售货值约2165亿元，足够满足未来2-3年的开发需要。

商业地产稳步发展：2022H1公司新获取2个轻资产商业项目，并实现武汉大悦城开业。截至2022H1末，公司已开业27家购物中心（包括轻资产和非标准化产品），商业总建面300万m²，其中包括16个大悦城，商业总建面239万m²，平均出租率90.5%；此外公司在建筹备（含轻资产）项目共20个，商业总建面约184万m²。

财务稳健，融资成本下降：截至2022H1末，公司维持黄档，净负债率93%，现金短债比1.4，剔除预收的资产负债率71%，离迈入绿档仅一步之遥。2022H1公司新增借款平均成本4.84%；截至2021年末，公司平均融资成本为4.87%，较上年末下降0.04个百分点。

投资建议：公司收入保持正增长，归母净利占比下滑。预计公司2022/2023年归母净利分别为9.5/11.5亿元，对应最新股本的EPS分别为0.22/0.27元，对应最新股价的PE分别为16.1/13.3倍，维持“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 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 38,445 | 42,614 | 44,974 | 48,118 | 47,009 |
| (+/-%) | 13.8% | 10.8% | 5.5% | 7.0% | -2.3% |
| 净利润(百万元) | -387 | 108 | 949 | 1154 | 1238 |
| (+/-%) | -116.3% | -127.8% | 782.5% | 21.7% | 7.2% |
| 每股收益(元) | -0.09 | 0.03 | 0.22 | 0.27 | 0.29 |
| EBIT Margin | 16.7% | 16.6% | 15.0% | 16.4% | 17.6% |
| 净资产收益率 (ROE) | -2.1% | 0.6% | 4.8% | 5.5% | 5.6% |
| 市盈率 (PE) | -39.6 | 142.3 | 16.1 | 13.3 | 12.4 |
| EV/EBITDA | 22.1 | 21.1 | 27.0 | 24.0 | 22.1 |
| 市净率 (PB) | 0.83 | 0.81 | 0.77 | 0.73 | 0.69 |

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

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

联系人：王静

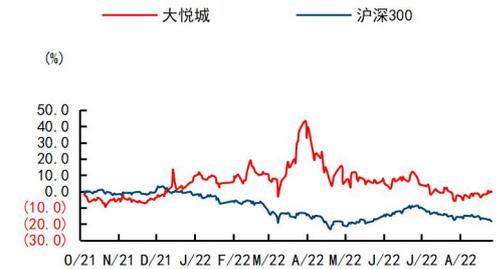
021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|------------|----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 3.57元 |
| 总市值/流通市值 | 15301/14291百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 5.40/3.19元 |
| 近3个月日均成交额 | 53.48百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

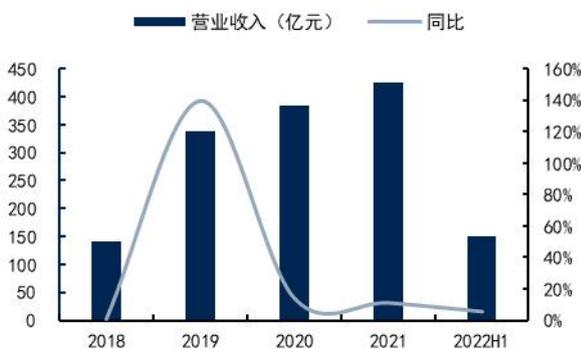
相关研究报告

《大悦城(000031.SZ)-业绩扭亏为盈，积极布局整装待发》——2022-04-13

收入保持正增长：2022H1，公司实现营业收入 150 亿元，同比增长 5%。其中销售物业收入 122 亿元，同比增长 12%，占比为 81%；持有物业收入 20 亿元，同比下降 19%，占比为 13%。截至 2022H1 末，公司合同负债为 373 亿元，奠定未来收入基础。公司预计 2022 年租金减免安排会影响收入 9.7-13.5 亿元。

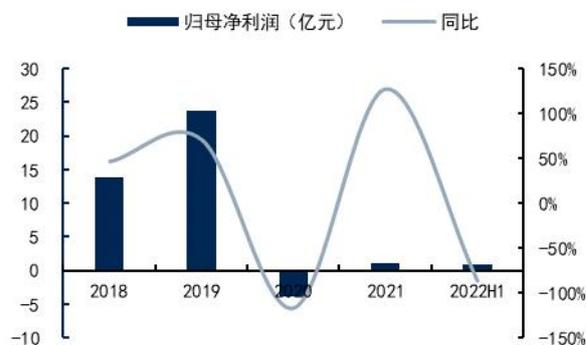
归母净利占比下滑拖累业绩：2022H1 公司实现净利润 10.6 亿元，同比下降 9%，但归母净利润仅 0.86 亿元，同比下降 86%，主要因为本期结算项目权益占比较低，导致归母净利润占比仅为 8%，较上年同期下降了 45 个百分点，较 2021 全年下降了 6 个百分点；公司归母净资产占比维持在 36% 的较低水平，难以消除后续结转利润中归母占比提升的隐忧。所以，虽然 2022H1 毛利率和净利率分别为 34% 和 7%，较 2021 全年分别提升了 6.5 和 5.3 个百分点；但归母净利率为 0.6%，仅较 2021 全年提升了 0.3 个百分点。

图1：公司历年营业收入及同比



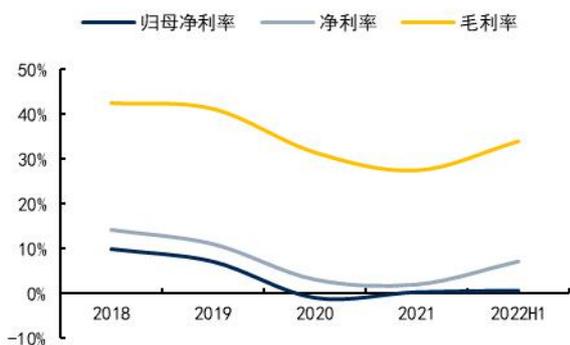
资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司历年归母净利润及同比



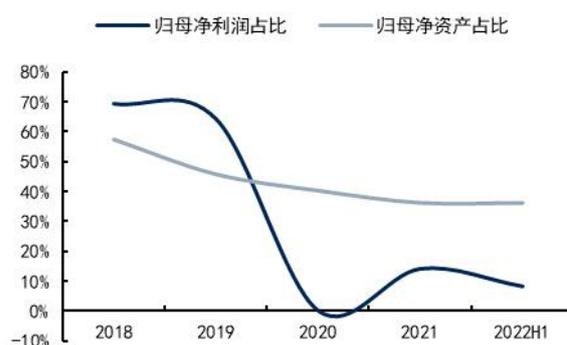
资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司历年归母净利率和毛利率



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

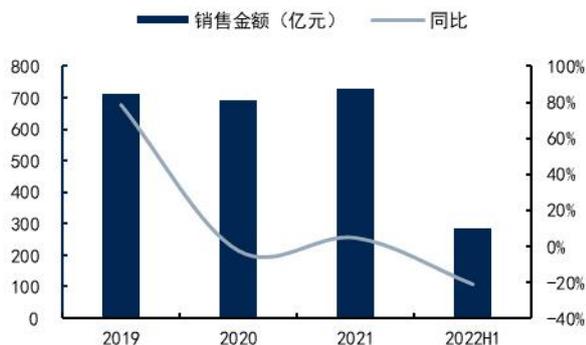
图4：公司历年归母净利润占比及归母净资产占比



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

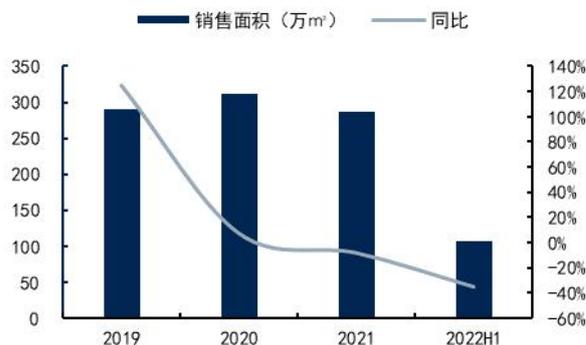
销售表现优于行业，投资强度有所下降：2022H1 销售金额为 285 亿元，同比下降 21%，降幅低于行业整体水平；销售面积为 106 万 m^2 ，同比下降 35%。2022H1 新增土储计容建面 41 万 m^2 ，新增土储对销售面积的覆盖率为 39%；拿地金额 77 亿元，以全口径销售金额计算的拿地强度为 27%。截至 2022H1 末，公司土储可售货值约 2165 亿元，足够满足未来 2-3 年的开发需要。

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



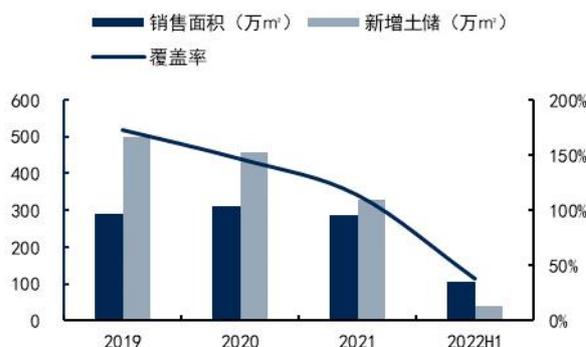
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

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

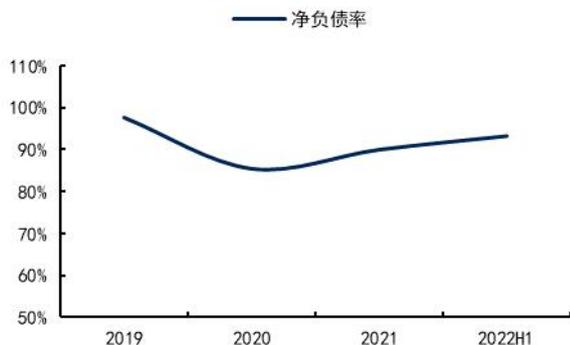


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

商业地产稳步发展: 2022H1 公司新获取 2 个轻资产商业项目, 并实现武汉大悦城开业。截至 2022H1 末, 公司已开业 27 家购物中心 (包括轻资产和非标准化产品), 商业总建面 300 万 m², 其中包括 16 个大悦城, 商业总建面 239 万 m², 平均出租率 90.5%; 此外公司在建筹备 (含轻资产) 项目共 20 个, 商业总建面约 184 万 m²。

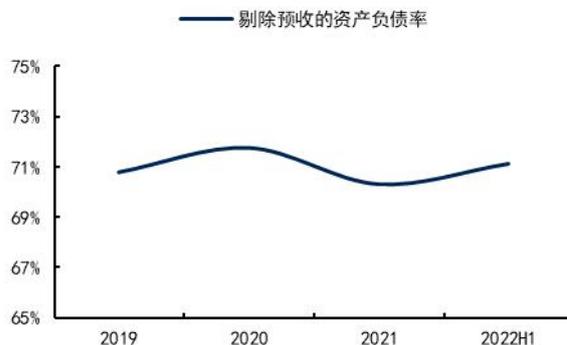
财务稳健, 融资成本下降: 截至 2022H1 末, 公司维持黄档, 净负债率 93%, 现金短债比 1.4, 剔除预收的资产负债率 71%, 离迈入绿档仅一步之遥。2022H1 公司新增借款平均成本 4.84%; 截至 2021 年末, 公司平均融资成本为 4.87%, 较上年末下降 0.04 个百分点。

图9：公司历年净负债率



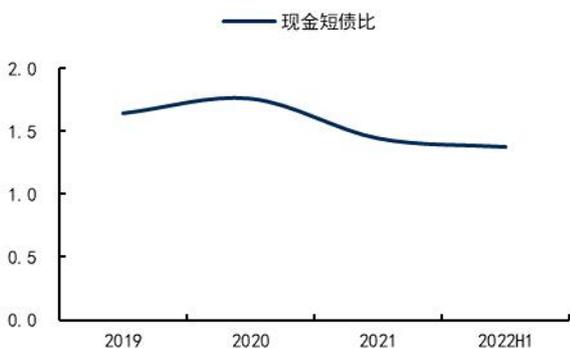
资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

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：公司收入保持正增长，归母净利占比下滑。预计公司 2022/2023 年归母净利分别为 9.5/11.5 亿元，对应最新股本的 EPS 分别为 0.22/0.27 元，对应最新股价的 PE 分别为 16.1/13.3 倍，维持“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) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 现金及现金等价物 | 31764 | 24886 | 26000 | 28000 | 30947 | 营业收入 | 38445 | 42614 | 44974 | 48118 | 47009 |
| 应收款项 | 24067 | 24610 | 25973 | 27789 | 27148 | 营业成本 | 26357 | 30923 | 32634 | 34226 | 32887 |
| 存货净额 | 87457 | 102003 | 112236 | 117448 | 112349 | 营业税金及附加 | 3129 | 1618 | 2249 | 2406 | 2350 |
| 其他流动资产 | 5944 | 6056 | 6391 | 6838 | 6680 | 销售费用 | 1093 | 1421 | 1709 | 1828 | 1786 |
| 流动资产合计 | 149264 | 157562 | 170607 | 180081 | 177131 | 管理费用 | 1440 | 1581 | 1643 | 1753 | 1714 |
| 固定资产 | 4048 | 3725 | 6440 | 8595 | 10287 | 研发费用 | 19 | 15 | 15 | 16 | 16 |
| 无形资产及其他 | 1814 | 1723 | 1654 | 1585 | 1516 | 财务费用 | 941 | 1386 | 664 | 731 | 655 |
| 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 | 230986 | 245114 | 246355 | 其他收入 | (1881) | (3352) | (15) | (16) | (16) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 18377 | 17397 | 19796 | 21732 | 19192 | 营业利润 | 3059 | 2860 | 5060 | 6157 | 6600 |
| 应付款项 | 17093 | 14722 | 16198 | 16950 | 16215 | 营业外净收支 | 66 | 61 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 62494 | 71184 | 78768 | 82585 | 79149 | 利润总额 | 3125 | 2921 | 5060 | 6157 | 6600 |
| 流动负债合计 | 97964 | 103303 | 114762 | 121268 | 114555 | 所得税费用 | 2002 | 2153 | 1265 | 1539 | 1650 |
| 长期借款及应付债券 | 52788 | 50856 | 50856 | 50856 | 50856 | 少数股东损益 | 1510 | 660 | 2846 | 3463 | 3713 |
| 其他长期负债 | 3473 | 6477 | 9482 | 12486 | 15490 | 归属于母公司净利润 | (387) | 108 | 949 | 1154 | 1238 |
| 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 | 175099 | 184610 | 180901 | 净利润 | (387) | 108 | 949 | 1154 | 1238 |
| 少数股东权益 | 27295 | 33253 | 36099 | 39563 | 43275 | 资产减值准备 | 484 | 1258 | 1146 | 1565 | 1850 |
| 股东权益 | 18351 | 18838 | 19787 | 20942 | 22179 | 折旧摊销 | 1279 | 1277 | 318 | 458 | 638 |
| 负债和股东权益总计 | 199871 | 212727 | 230986 | 245114 | 246355 | 公允价值变动损失 | (673) | (1962) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | 941 | 1386 | 664 | 731 | 655 |
| 关键财务与估值指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 营运资本变动 | (590) | (7018) | 1281 | 1666 | 6578 |
| 每股收益 | (0.09) | 0.03 | 0.22 | 0.27 | 0.29 | 其它 | 9701 | (2127) | 1701 | 1898 | 1863 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流 | 9814 | (8464) | 5394 | 6742 | 12166 |
| 每股净资产 | 4.28 | 4.39 | 4.62 | 4.89 | 5.17 | 资本开支 | 0 | (3967) | (4110) | (4110) | (4110) |
| ROIC | 2% | 1% | 4% | 5% | 5% | 其它投资现金流 | 21 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | -2% | 1% | 5% | 6% | 6% | 投资活动现金流 | (1054) | (5496) | (6678) | (6678) | (6678) |
| 毛利率 | 31% | 27% | 27% | 29% | 30% | 权益性融资 | (67) | 5130 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 17% | 17% | 15% | 16% | 18% | 负债净变化 | 1564 | (3964) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 20% | 20% | 16% | 17% | 19% | 支付股利、利息 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 14% | 11% | 6% | 7% | -2% | 其它融资现金流 | 112 | 9366 | 2398 | 1936 | (2541) |
| 净利润增长率 | -116% | -128% | 783% | 22% | 7% | 融资活动现金流 | (4594) | 7082 | 2398 | 1936 | (2541) |
| 资产负债率 | 91% | 91% | 91% | 91% | 91% | 现金净变动 | 4166 | (6878) | 1114 | 2000 | 2947 |
| 股息率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 货币资金的期初余额 | 27598 | 31764 | 24886 | 26000 | 28000 |
| P/E | (39.6) | 142.3 | 16.1 | 13.3 | 12.4 | 货币资金的期末余额 | 31764 | 24886 | 26000 | 28000 | 30947 |
| P/B | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 企业自由现金流 | 0 | (7854) | 2531 | 3930 | 9297 |
| EV/EBITDA | 22.1 | 21.1 | 27.0 | 24.0 | 22.1 | 权益自由现金流 | 0 | (2452) | 4432 | 5318 | 6265 |

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。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所提及的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