

大悦城 (000031)

证券研究报告

2019年09月11日

持有开发双轮驱动，轻重并举价值典范

分久又合重组落地，开发+持有双轮驱动

2019年公司与大悦城地产的重组落地：公司持有大悦城地产64.18%的股权，并获得大悦城地产并表。重组后公司形成以商业地产、住宅地产为主业，涵盖酒店、长租公寓、旅游地产等创新业态的全产业综合地产开发平台，形成“持有+开发”、“产品+服务”双轮双核的发展模式。公司持续立足环北京、环上海、环深圳三大核心城市群，重点关注以长江中游城市群、成渝城市群、一带一路沿线为主的中心城市及高潜力城市继续发展。

开发业务：19年开始公司结转加快，结算均价带动毛利大幅提升

19年开始公司地产结转加速，带动业绩快速释放。1) 公司营收在17、18年实现负增长，主要由于结算放缓所致，中报开始公司开始加快结转，仍有已售未结面积271.63万方，预计足够未来3-4年结算，预收账款/营收锁定达147%；2) 受益并表结算均价上涨带动结算毛利率大幅提升10个PCT，可售货值均价2.8w，支持毛利率高位。2019H1大悦城地产(0207.HK)实现结算收入40.24亿元，同比增长120.3%，主要来自于前滩壹号项目交付结算，结算均价6.03万元/平，同比增长77%，合并后公司综合结算均价提升31%至3.53万元/平。2019年预计公司可售货值达1624亿元，对应均价2.8万元/方，预计全年销售均价持平或略低。目前公司在手可售货值达2600亿元，对应销售均价3万/方，支持公司毛利率高位。

持有型物业：品牌价值百亿，探索轻资产运营模式

公司名下大悦城品牌价值136亿，1) 公司逆周期布局新生二线城市，表现出卓越的逆周期投资能力。公司逆势投资大幅降低投资成本，2017、18年公司购物中心收入增速比16年有所放缓，其中18年公司有3家新开业大悦城(17年为0)。运营为王，品牌IP化，三年以上购物中心租金单价持续增长。2019年H1，大悦城购物中心(不含春风里)实现租金收入15.46亿元，同比提升25%，主要由于18年新开业的3家大悦城运营逐渐步入正轨，逐渐释放更高坪效。2) 新拓“春风里”产品线功能错位，探求更广阔的商业空间，公司尚有4个拟建及在建春风里项目，预计在3-5年内投放。3) 管理输出+基金持有，轻资产化道路渐行渐远。目前公司管理输出2家悦城。同时上半年将上海长风、西安大悦城注入基金，预计带来8.7亿投资收益。通过注入基金盘活资产存量，建立起资本循环，加快公司轻资产运营。

对财务报表的影响

1) 18年公司融资成本有所提升，预计随并购净资产增厚(杠杆下降)，融资成本有望下降；2) 受并表影响，公司短期偿债能力略有下降，经营性现金流净额转正；3) 此外大悦城地产并表后，投资性房地产将采用成本法计量，因此①公允价值变动收益不计入合并报表，②投资性房地产需要按年计提折旧，2019年H1大悦城投资性房地产比18年增加291亿元，基本来自于大悦城并表，采用成本法计量之后，如果按照30年计提折旧，年均新增折旧9.7亿元计入公司营业成本，对归母净利润的影响约4.7亿左右。

投资建议：公司目前持有10个大悦城项目，预计公司年均可出租面积增长在10-15万方左右，随已开业项目的稳定运营，租金收入有望逐渐提升，同时公司开启管理输出、通过基金持有等轻资产模式，加快持有型物业周转运营。销售业务方面公司加快结算，结算毛利率具备提升空间，且销售加快、拿地具备优势，持续深耕一二线城市；并表后公司资产增厚、偿债能力提升、融资成本下降，但也应当注意并表对投资性房地产计量方式改变对损益带来的影响。基于以上观点，我们将公司19\20年归母净利润分别由28.04\37.58亿分别调整为27.1\31.9亿，对应EPS分别由0.65\0.83元调整为0.69\0.81元，参考可比公司一致性预期，我们给予公司2019年12倍PE，对应目标价位8.28元，维持“买入”评级。

风险提示：市场调控超预期，公司销售不及预期，资产价格大幅下跌，基金运营不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,042.36	14,119.58	30,443.78	38,615.24	45,850.11
增长率(%)	(22.10)	0.55	115.61	26.84	18.74
EBITDA(百万元)	3,419.05	4,049.92	8,930.40	11,808.86	13,868.79
净利润(百万元)	945.33	1,388.77	2,707.35	3,185.83	3,943.53
增长率(%)	31.27	46.91	94.95	17.67	23.78
EPS(元/股)	0.24	0.35	0.69	0.81	1.00
市盈率(P/E)	28.49	19.39	9.95	8.45	6.83
市净率(P/B)	4.06	3.43	2.28	1.91	1.60
市销率(P/S)	1.92	1.91	0.88	0.70	0.59
EV/EBITDA	8.62	7.80	19.56	6.25	14.57

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 房地产/房地产开发

6个月评级 买入(维持评级)

当前价格 6.71元

目标价格 8.28元

基本数据

A股总股本(百万股) 3,925.87

流通A股股本(百万股) 1,813.72

A股总市值(百万元) 26,342.59

流通A股市值(百万元) 12,170.08

每股净资产(元) 4.29

资产负债率(%) 78.61

一年内最高/最低(元) 7.54/4.58

作者

陈天诚 分析师

SAC执业证书编号：S1110517110001

chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《中粮地产-首次覆盖报告:整合大悦城，“开发+持有+基金”三轮驱动格局成型》 2018-04-19

内容目录

1. 廿五年华，持有+销售双轮驱动再启航.....	4
1.1. 住宅+销售分久又合，大悦城控股再添筹码	4
1.2. 纯正央企血统，高管持股绑定利益	4
1.3. 19 年业绩加速释放，毛利、净利率行业领先.....	5
2. 销售型物业：结转加速，毛利率处于上升通道.....	6
2.1. 毛利率处于上升通道，结转营收或加速	6
2.2. 土储分布向城市群集聚，核心二三线资产有所提升	8
3. 持有物业：品牌价值过百亿，探索轻资产运营模式	8
3.1. 购物中心：逆市投资、运营为王，轻资产化初步实现	10
3.2. 写字楼：运营良好，出租率稳定	14
4. 对财务报表的影响	14
4.1. 预计 19 年融资成本有所下降，财务费用资本化对毛利影响继续降低	14
4.2. 资产增厚，长期偿债能力提升，短期现金流回正.....	16
4.3. 公允价值变动收益减少，计提折旧或有增加	17
5. 盈利预测.....	18
6. 投资建议.....	19

图表目录

图 1：2019 年重组完成前后公司股权结构示意图（“中粮地产”改名为“大悦城控股”）	5
图 2：2018 年公司营收增速明显恢复	5
图 3：公司归母净利增速实现 42%	5
图 4：公司综合毛利率、净利率均有所回升（%）	6
图 5：受合并资产影响，公司 ROE（%）有所下降	6
图 6：商品房销售一直作为主要营收来源	6
图 7：2019H1 商品房销售业务和投资物业贡献绝大部分毛利率	6
图 8：公司地产业务营收（亿元）提升	7
图 9：公司地产业务毛利率稳中有升	7
图 10：公司结算均价 19 年 H1 大幅提升	7
图 11：2019 年预计已售待结面积大幅提升	7
图 12：公司业绩锁定度达到 147%	7
图 13：公司地产销售金额及其同比	8
图 14：公司地产销售均价变动情况	8
图 15：公司未结土地储备能级变动情况	8
图 16：公司土地储备分布向长三角、西南区域集聚	8
图 17：大悦城地产物业投资营收及其同比	9
图 18：大悦城地产酒店运营营收及其同比	9
图 19：公司物业投资、酒店运营、地产开发在公司业务中占比	9

图 20: 公司物业投资毛利率情况	9
图 21: 大悦城地产开发+持有项目数	10
图 22: 社会零售额同比增速持续下滑, 集中度并没有明显提升	10
图 23: 分品类, 食品类或已企稳, 而家电服装类降幅收窄	10
图 24: 消费者网络零售参与指数走平, 互联网对零售冲击放缓	11
图 25: 公司购物中心收入及占(投资型物业收入)比重	11
图 26: 租金收入中固定租金预计占比 80%以上	11
图 27: 大悦城与大悦春风里品牌定位比较	13
图 28: 大悦城地产合作品牌	13
图 29: 公司财务费率逐渐上升	14
图 30: 公司综合融资成本保持稳定, 处于行业较低水平	14
图 31: 资本化利息占利息支出比重有所控制	15
图 32: 公司资本化利息/存货占比	15
图 33: 近年来公司融资结构变动情况	15
图 34: 公司资产负债率水平边际改善	16
图 35: 公司净负债率明显下降	16
图 36: 公司与可比公司流动比率	16
图 37: 公司与可比公司现金到期债务比	16
图 38: 公司与可比公司经营性现金流净额环比 18 年转正	17
图 39: 公司与可比公司 EBITDA/带息债务	17
图 40: 大悦城控股(000031.SZ)投资性房地产资产规模	17
图 41: 大悦城地产(0207.HK)投资性房地产资产规模	17
图 42: 大悦城地产(0207.HK)公允价值变动不并表	18
表 1: 公司 2018 年公司自持购物中心运营情况(不包含管理输出项目)	12
表 2: 公司商业地产项目历年出租率表(新开业商场出租率在 90%以上)	12
表 3: 未来 3 年拟开业大悦春风里	12
表 4: 写字楼运营良好	14
表 5: 公司写字楼项目历年出租情况	14
表 6: 公司融资利率情况	15
表 7: 公司近年来发行公司债情况	16
表 8: 19-21 年合并报表业绩预测	18
表 9: 可比公司业绩增速及一致性预期 PE	19

1. 廿五年华，持有+销售双轮驱动再启航

公司重组大悦城地产(0207.HK)后，形成以商业地产、住宅地产和产业地产为核心业务。公司原名中粮地产，以商品房开发、物业租赁为主业，立足环北京、环上海、环深圳三大核心城市群，重点关注以长江中游城市群、成渝城市群、一带一路沿线为主的中心城市及高潜力城市，打造了壹号、祥云、锦云、鸿云四条品牌住宅产品线。2019年公司与大悦城地产(0207.HK)重组并表，为公司主营业务注入新的商业地产元素，形成以商业地产、住宅地产和产业地产为核心板块，涵盖酒店、长租公寓、旅游地产等创新业态的全产业综合地产开发平台。未来公司业务范围覆盖住宅、商业、产业地产等领域，形成“持有+销售”、“产品+服务”双轮双核，各业务板块相互支持、相互提升，组成一个有机业务整体。

1.1. 住宅+销售分久又合，大悦城控股再添筹码

原中粮地产和大悦城控股分别以住宅、持有物业为主，均为中粮集团控股子公司。

2004年底，中粮集团收购深圳宝投公司所持深宝恒A全部股份(占公司总股本59.63%)，集团入主后将中粮地产业务注入深宝恒A完成上市，深宝恒A逐渐专注于地产业务。2006年深宝恒A更名为中粮地产。

2007年中粮置地成立，主营业务为商用物业。2012年中，中粮集团通过间接收购侨福企业73.5%的股权，获得侨福企业的控制权，2013年9月集团将中粮置地商业资产注入侨福企业后实现在港股上市，2014年9月，出于集团内同业竞争的整合，公司获得大悦城项目资产的注入，2015年1月公司更名为大悦城地产。

2018年4月，中粮地产以非公开发行股份方式向明毅购买其持有的大悦城地产有限公司9,133,667,644股普通股股份。

1) 借壳深宝恒A，销售型业务实现上市：2004年12月底深圳宝投公司与中粮集团有限公司签订《股权转让协议书》，将深宝恒A 278,062,500股国家股转让予中粮集团(占公司总股本59.63%)。转让后，中粮集团成为公司第一大股东，持股比例59.63%。集团入主后将中粮地产业务注入深宝恒A完成上市，深宝恒A逐渐专注于地产业务。2006年公司更名为“中粮地产(集团)股份有限公司”，主要负责住宅和工业地产开发。截至2018年，中粮集团通过明毅有限公司持有大悦城地产64.18%的股份，第二大股东GIC Private Limited持有7.98%的股份。2008年，中粮地产提出“三个聚焦”战略：聚焦产品、聚焦城市、聚焦管理。以“打造团队、做实城市、提升业绩、持续发展”为经营方针发展地产业务。

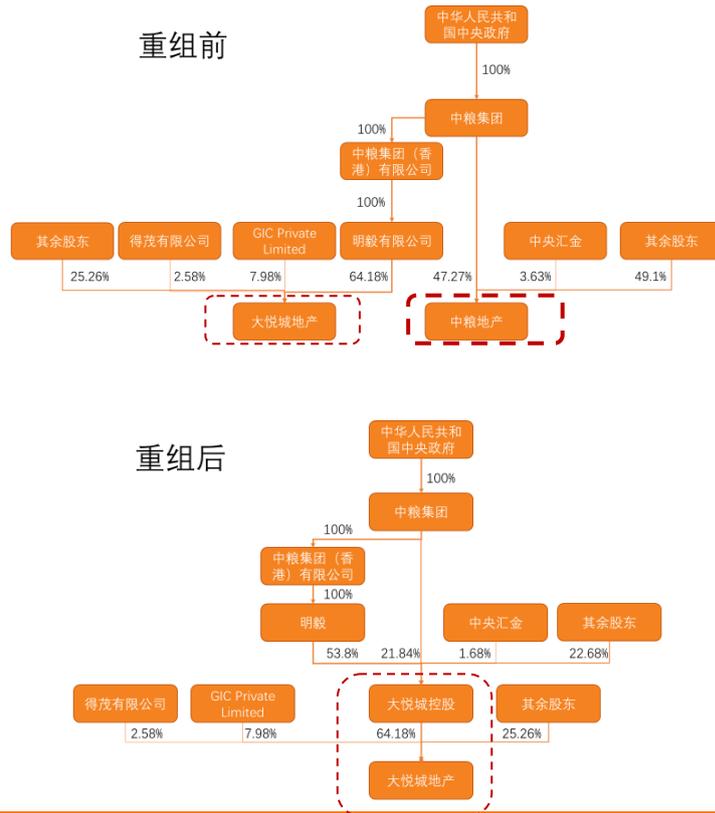
2) 借壳侨福企业，持有型物业实现上市并重组大悦城项目：2007年中粮置地成立，主营业务为商用物业。2012年中，中粮集团通过间接收购侨福企业73.5%的股权，获得侨福企业的控制权，2013年9月集团将中粮置地商业资产注入侨福企业后实现在港股上市，2014年9月，出于集团内同业竞争的整合，公司获得大悦城项目资产的注入，2015年1月公司更名为大悦城地产。

3) 重组：2018年4月25日公司披露拟以非公开发行股份方式向明毅购买其持有的大悦城地产有限公司9,133,667,644股普通股股份(占大悦城地产总股本59.59%)。2019年1月，公司本次重大资产重组的标的资产大悦城地产股份已登记至公司名下，本次交易之标的资产完成过户。2019年3月，公司更名为“大悦城控股集团股份有限公司”；公司证券简称也变更为大悦城。此次重组于更名有助于公司利用大悦城品牌优势，改善公司持续经营能力，提高自身竞争力。**重组后港股大悦城地产(0207.HK)成为公司并表子公司，公司主业变更为住宅开发+商业地产。**

1.2. 纯正央企血统，高管持股绑定利益

公司股权结构集中，国资委为实际控制人。截止2019年Q1，公司第一大股东明毅有限公司持股比例53.8%，公司的控股股东为中粮集团，实际控制人为国务院国资委，通过中粮集团与明毅有限公司间接控股。又其前身为深圳的地方国有企业，大悦城控股属于拥有央企背景的房地产专业化公司。公司总经理与监事会副主席持有公司股份，绑定管理层与股东利益一致。

图 1：2019 年重组完成前后公司股权结构示意图（“中粮地产”改名为“大悦城控股”）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3. 19 年业绩加速释放，毛利、净利率行业领先

合并带动公司营收、归母净利实现快速增长。公司在 2017、2018 两年营收增速有所放缓，主要由于地产主业受市场影响结算放缓，2019 年大悦城地产（0027HK）并表之后，公司营收净利短暂下跌后增速大幅提升，归母净利润仍然保持了高速增长，表明公司盈利能力较强，2019 年 H1 公司实现归母净利润 19.32 亿元，同比+42%；公司毛利率、净利率逐年提升，2019 年 H1 毛利率、净利率水平分别高达 49.5%、16.4%，利润水平高于万科、保利等龙头房企，同时公司 ROE 常年维持 10%以上，且逐年提升，2019 年由于并表因素，ROE 降至 11.47%。

图 2：2018 年公司营收增速明显恢复



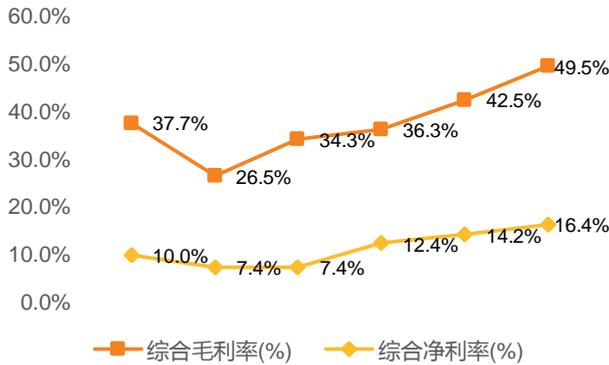
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司归母净利增速实现 42%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司综合毛利率、净利率均有所回升（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：受合并资产影响，公司 ROE（%）有所下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

重组后投资物业成为新主业，19H1 贡献近 15%营收，19%的毛利。重组前，公司主业为商品房销售、物业租赁，其中房地产销售营收占比常年达到 90%以上，重组后公司成为以住宅、商业和产业地产为核心板块，涵盖酒店、长租公寓、旅游地产等创新业态的全产业综合地产开发平台，主要的营收及利润来自于商品房销售和物业租赁，2019 年 H1，二者分别贡献了毛利润的 79%、19%，投资物业成为新的业绩发力点。

图 6：商品房销售一直作为主要营业收入（亿元）来源



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：19H1 商品房销售业务和投资物业贡献绝大部分毛利（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 销售型物业：结转加速，毛利率处于上升通道

2.1. 毛利率处于上升通道，结转营收或加速

19 年开始公司地产结转加速，带动业绩快速释放。2018 年公司地产业务实现营收 127.3 亿元，同比增速-2.2%，而去年同期增速为-24%，地产业务营收降幅明显收窄，19 年 H1 实现营业收入 148.73 亿元，同比增速 138.8%，实现大幅增长，合并口径结算面积。1) 公司营收在 17、18 年实现负增长，主要由于结算放缓所致，19 年 H1 结算加快，并表结算收入增速 138.8%高于大悦城地产结算收入增速 120%；2) 受益并表结算均价提升，2019H1 大悦城地产（0207.HK）实现结算收入 40.24 亿元，同比增长 120.3%，主要来自于前滩壹号项目交付结算，且平均结算均价大幅上涨，2019 年 H1 结算面积 6.66 万平米，同比增长 24.4%，结算均价达到 6.03 万元/平，同比增长 77%，合并后公司综合结算均价提升 31%至 3.53 万元/平。

受益于结算均价的上涨，公司地产业务毛利率逐年提升，2019 年 H1 达到 47.8%，超过保利万科等一线房企。2015 年开始公司地产业务毛利率逐年上涨，2017 年之前在 40%以下，在 2018、2019 年跃升至 43.6%、47.8%。我们认为公司毛利率的快速上涨主要由于公司布局区域以一二线的核心地段为主，在 17、18 年经历了房价的快速上涨，而公司土地储备

较早，成本较低，打开了毛利率提升的空间。

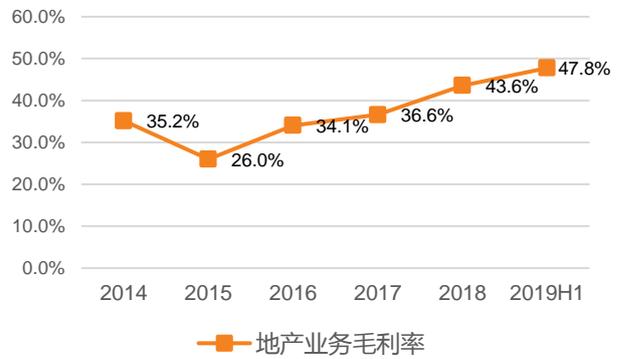
截至 2019 年 H1，公司已售未结面积 271.63 万方，预计 2019 年底将达到 341.46 万方，待结算面积大幅提升，对应结算年限或达 4 年左右。2019H1 公司预收账款对营收覆盖率达到 147%，环比 18 年末的 158%略有下降，但实际上由于营收部分新增投资性物业收入，抛去这部分，预收账款/房屋销售收入达到 180%，公司业绩预定情况进一步上升。

图 8：公司房地产业务营收（亿元）提升



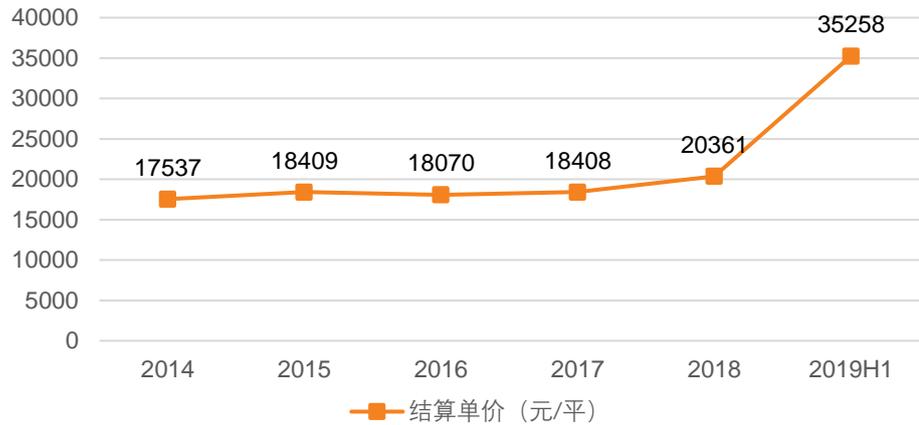
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司房地产业务毛利率稳中有升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司结算均价 19 年 H1 大幅提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2019 年预计已售待结面积大幅提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：公司业绩锁定度达到 147%



资料来源：Wind，天风证券研究所

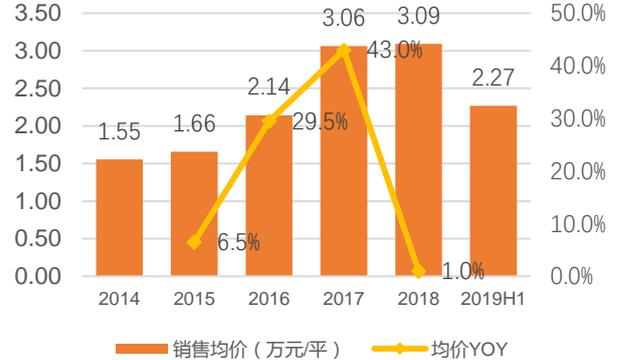
16年开始公司销售单价大幅上涨，支持结算期公司业绩将大幅释放。受益于16年之后的全国房价步入新一轮的房价上涨周期，尤其一二线城市房价大幅上涨，公司的销售均价出现的大幅跳涨，16、17年单位面积均价分别同比上涨29.5%、43%，伴随这部分销售额步入结转阶段，公司结算收入、毛利水平均有望快速上涨。2019年H1公司销售均价2.27万元/方，环比18年末有所下降。2019年预计公司可售货值达1624亿元，对应均价2.8万元/方，预计全年销售均价略降。目前公司在手可售货值达2600亿元，对应销售均价3万元/方，支持公司毛利率高位。

图 13：公司地产销售金额及其同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：公司地产销售均价变动情况

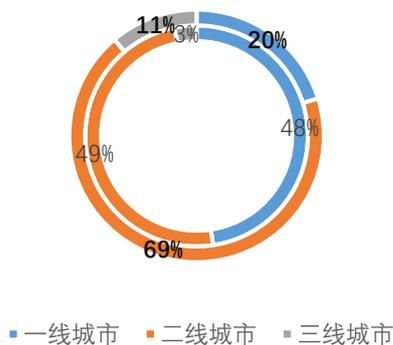


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 土储分布向城市群集聚，核心二三线资产有所提升

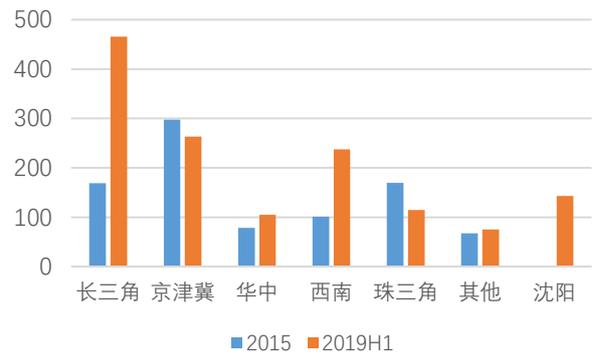
公司15年开始的深耕战略下土储范围向二线城市拓展。重视在已进入城市市场份额的提升，收缩一线城市非核心项目的规模，加强以长三角城市的拿地节奏，同时公司在京津冀区域拓展布局，土储范围向核心区域聚敛。另一方面也加强了采取多元化方式拿地，通过招拍挂、投资并购、合资合作等方式大举进入热点二线、三四线城市，15-18年公司加大在原有长三角、北京天津等地的拿地力度，同时大举进入华中、西南等多地的省会城市，土储结构持续改善，截至2019H1，公司三线城市土储面积占比接近11%，相比2015年的3%大幅提升。

图 15：公司未结土地储备能级变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：内环为2015年，外环为2019H1）

图 16：公司土地储备（万方）分布向长三角、西南区域集聚



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 持有物业：品牌价值过百亿，探索轻资产运营模式

重组后，大悦城控股持有大悦城地产67%的股权，大悦城地产业绩并表大悦城。根据世界权威品牌价值评估公司brand finance评分，大悦城品牌价值人民币136亿元。大悦城地产业务分为开发物业、投资物业、酒店运营业务及其他(2018年营收占比分别为44%、45%、9%、2%)，其中投资物业将成为第一主营业务，在此重点探讨。

2018年，大悦城地产物业投资与酒店运营业务实现营收43.65亿元，占公司全年营业收入的53.7%，同比降低0.91%；物业开发实现营收35.76亿元，占比44.0%。物业投资与酒店营收在总营收中的比例除了12、13、17年，都保持大悦城地产营收一半以上的比例。物业投资业务毛利率相对稳定并维持在较高位置，高于物业开发的毛利率以及公司的综合毛利率水平。

图 17：大悦城地产物业投资营收及其同比



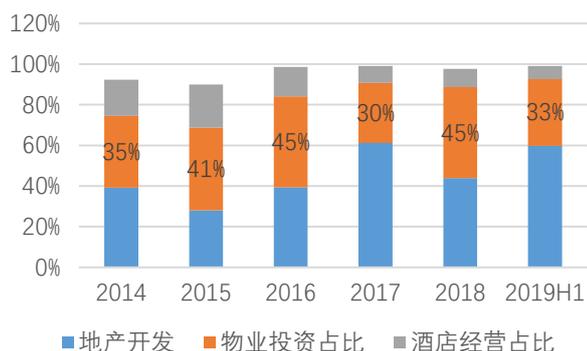
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：大悦城地产酒店运营营收及其同比



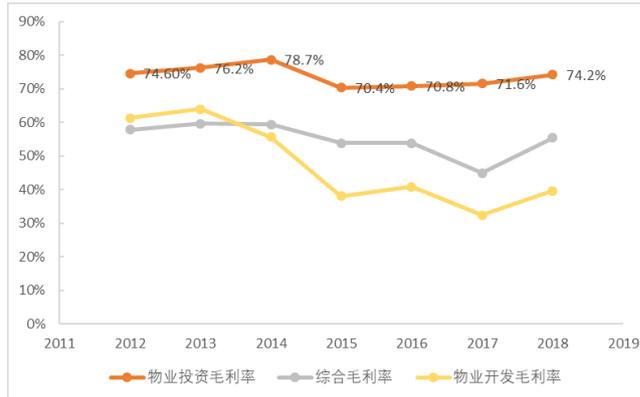
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：公司物业投资、酒店运营、地产开发在公司业务中占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

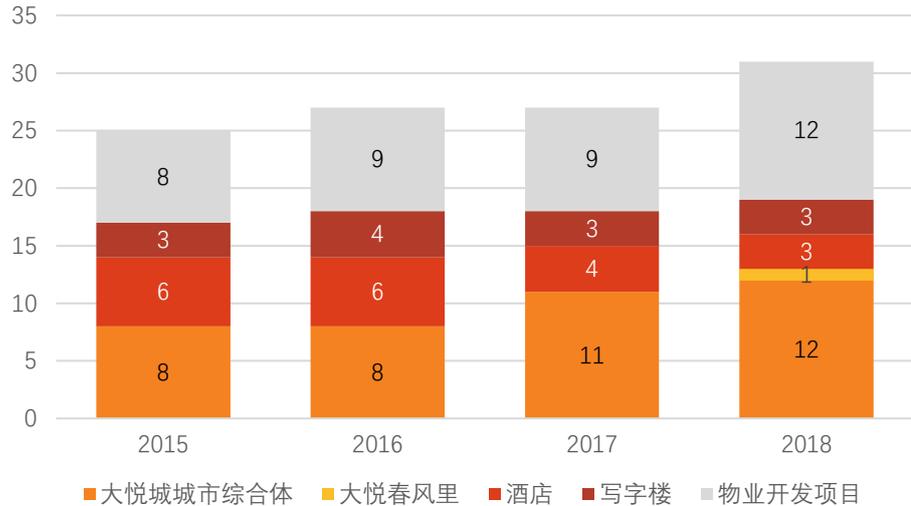
图 20：公司物业投资毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

近年来，公司积极布局投资性物业，其中大悦城购物中心为最主要的是收入来源，此外还有酒店、写字楼项目，多种业态联合互相促进的作用十分显著。综合体、酒店等物业协助公司获取项目地块，同时借助平台品牌运营能力为开发项目提升溢价率，而开发项目的出售加快公司现金回流。

图 21：大悦城地产开发+持有项目数（个）

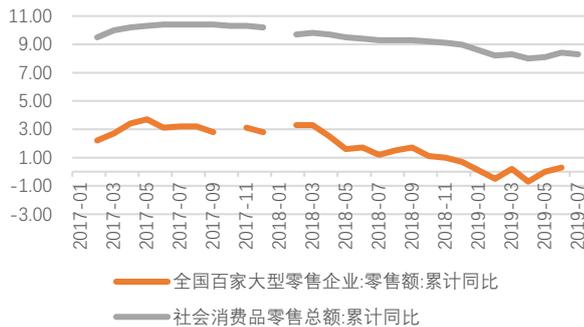


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1. 购物中心：逆市投资、运营为王，轻资产化初步实现

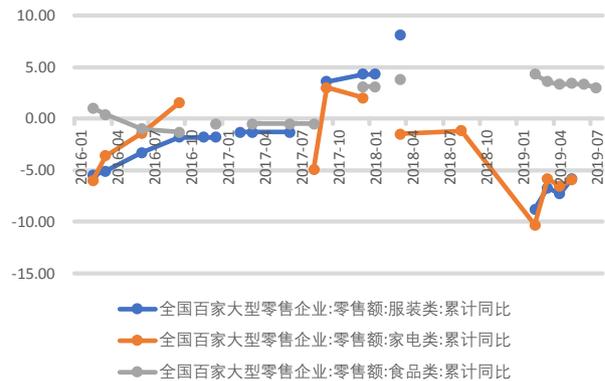
近年来零售行业销售增速下滑企稳，线上对实体零售冲击放缓，运营决胜、龙头崛起。近年来全国社零增速下滑趋势明显，且百大零售企业销售增速低于全国，但在 5 月开始逐渐企稳，分行业看，目前服装、家电类零售增速仍然为负，但降幅有所收窄，食品类零售增速则有所企稳。而另一方面消费者网络零售参与指数走平，预计随着线上零售竞争白热化及获客成本的提升，对实体零售冲击或有所缓解。当前仍然处于线下零售行业低景气时期，存量时代运营能力成为核心竞争要素，同时主打奢侈品的百货及购物中心销售额始终保持坚挺。

图 22：社会零售额同比增速持续下滑，集中度并没有明显提升



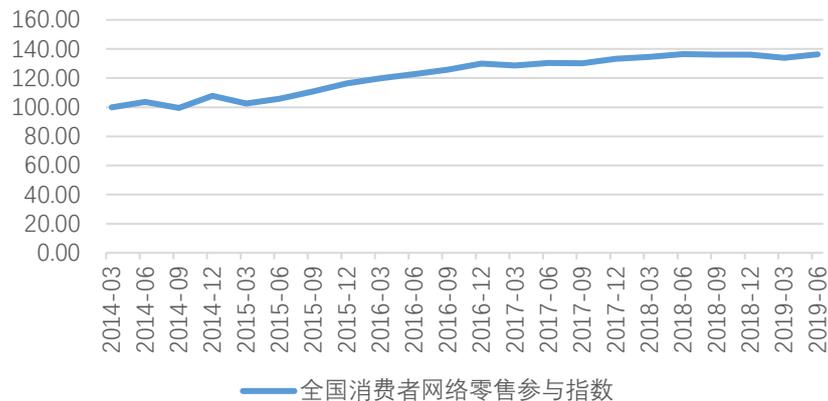
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：分品类，食品类或已企稳，而家电服装类降幅收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

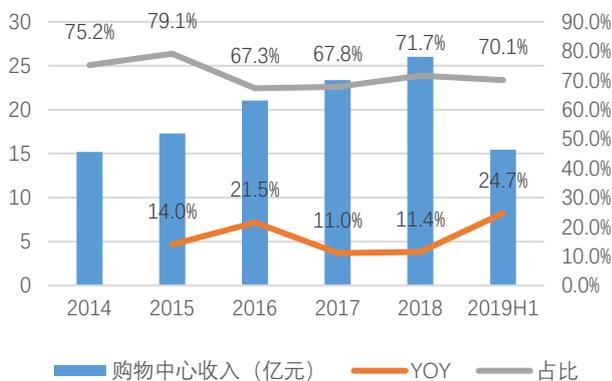
图 24：消费者网络零售参与指数走平，互联网对零售冲击放缓



资料来源：Wind，天风证券研究所

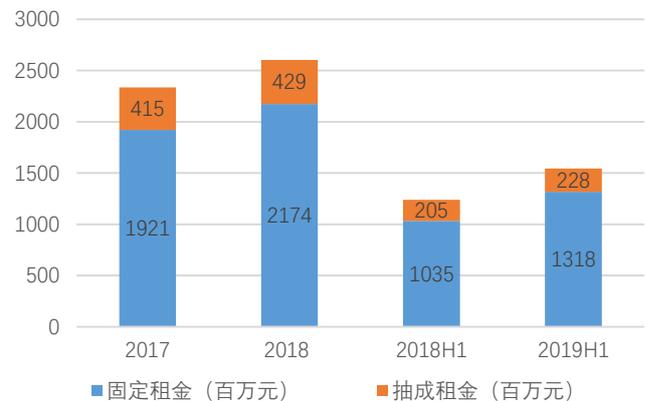
1) 公司逆周期布局新生二线城市，表现出卓越的逆周期投资能力。在公司的物业投资板块下，购物中心为最主要的收入贡献来源。2017、18 年公司购物中心收入增速比 16 年有所放缓，其中 18 年公司有 3 家新开业大悦城（17 年为 0）。公司新开业的购物中心选址杭州、西安等较“热”的、人口大量流入的二线城市，把握住了对二线新生消费力、和消费升级的增长趋势。随新开业项目运营步入正轨，19 年 H1 大悦城租金收入大幅提升 24.7% 达到 15.46 亿元。

图 25：公司购物中心收入及占（投资型物业收入）比重



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：租金收入中固定租金预计占比 80%以上



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在运营 13 个购物中心项目，11 个为自持，2 个项目为品牌输出管理，此外仍有 9 个自有拟建及在建项目，租金收入上升空间广阔。公司商业地产品牌“大悦城”商业综合体目前成功进驻 12 个城市，运营大悦城项目共 13 个，其中自持 11 个项目，管理输出项目 2 个，在 11 个自持项目中，有 4 个项目为 2018 年开业项目，其余 7 个项目运营稳定，平均年租金达 3.55 亿元/年。此外大悦城控股及大悦城地产拥有 9 个在建和拟建的大悦城和大悦春风里项目，均位于一线城市或二线城市的核心地段。

运营为王，品牌 IP 化，三年以上购物中心租金收入持续提升。公司不满足于传统购物中心的渠道定位，通过建立大数据平台对消费者进行观察、链接，更好的满足消费者需求，甚至达到培养、教育消费者的目的，另一方面不断积累商户资源平台并进行迭代升级、合理设计业态品牌配比，对空间运营升级业态服务体验，逐步打造自身 IP。从经营情况来看，2018 年 2 家新开业中心杭州、静安大悦城出租率分别达到 94%、97%，而经营三年以上的购物中心均实现租金收入正增长，2019 年 H1，随新开业中心运营逐渐步入正轨，大悦城购物中心（不含春风里）实现租金收入 15.46 亿元，同比大幅提升 25%。

表 1：公司 2018 年公司自持购物中心运营情况（不包含管理输出项目）

项目	总建筑面积	可出租面积	租金收入(百万元)			平均租金(元/方/月)			出租率(%)		
	(万方)	(万方)	2017	2018	YOY	2017	2018	YOY	2017	2018	YOY
西单大悦城商场	19.5	5.39	646.5	683.8	6%	1131	1072	-5.2%	97	98	1
朝阳大悦城商场	33.85	12.26	584.8	644.2	10%	461	464	0.7%	92	94	2
天津南开大悦城商场	29	8.83	371.4	396.2	7%	357	381	6.7%	97	98	1
上海静安大悦城商场		6.6	216.4	239.1	10%	335	343	2.4%	94	95	1
沈阳大悦城商场	32.27	9.42	208.5	229.9	10%	161	207	28.6%	95	98	3
烟台大悦城商场	22	7.6	110.6	123.1	11%	121	143	18.2%	98	92	-6
成都大悦城商场	29	10.68	141.3	171.1	21%	126	140	11.1%	93	94	1
杭州大悦城商场	33.5	7.23		43.2						94	
西安大悦城商场	14.65	6.3									
上海长风大悦城商场	12.2	5.49		72.1						97	
			2279.5	2602.7	14%						

资料来源：Wind，天风证券研究所（标红项目为 2018 年新开业项目），管理输出项目有天津和平大悦城、昆明螺蛳湾大悦城

表 2：公司商业地产项目历年出租率（%）表（新开业商场出租率在 90%以上）

项目	开业时间	2014	2015	2016	2017	2018
西单大悦城商场	2007.12	95	92	94	97	98
朝阳大悦城商场	2010.5	98	99	95	92	94
天津南开大悦城商场	2011.12	99	99	99	97	98
上海静安大悦城商场	南座 2010.12 北座 2015.12	98	96	90	94	95
沈阳大悦城商场	2009.5	86	96	95	95	98
烟台大悦城商场	2014.7	96	95	99	98	92
成都大悦城商场	2015.12			97	93	94
杭州大悦城商场	2018.8					94
上海长风大悦城商场	2018.5					97

资料来源：Wind，天风证券研究所

2) 看好社区商业，新拓“春风里”产品线功能错位，探求更广阔的商业空间。公司商业地产打造了大悦城、大悦春风里、祥云小镇三条产品线。其中大悦城购物中心以 18-35 岁年轻及成熟中产阶级为目标客群，布局一、二线核心商圈，组合公寓住宅、写字楼、酒店等多业态形成的全服务链城市综合体，总体而言，大悦城的高客单品类占比将更高。大悦春风里以一、二线城市的 25-45 岁品质中产阶级为主力市场，重点布局在一线城市非核心商圈或者二线城市核心商圈，以高频日常生活需求为品类导向，包涵餐饮、休闲、娱乐、社交、家庭、亲子在内的生活类业态和零售类业态，以生活方式业态和体验式业态作为特征，以“盒子+街区”搭配方式使建筑形式更加灵活。祥云小镇为中粮祥云国际生活区配套社区商业。

未来三年，公司拟开业 4 家“大悦春风里”项目，分别为苏州、青岛、北京大兴、北京丰台，未来三年拟开业春风里建面 52 万方，粗估可出租面积约 30 万方。春风里项目的出现填补了“大悦城”之外一线非核心区域的市场空白，借力大悦城品牌进一步拓宽公司商业空间。

表 3：未来 3 年拟开业大悦春风里

	总建面(万方)	购物中心建面(万方)
--	---------	------------

北京丰台大悦春风里项目	29	8
青岛即墨大悦春风里	28	12
北京火神庙大悦春风里	14	14
苏州大悦春风里项目	33	18
	104	52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：大悦城与大悦春风里品牌定位比较

大悦城	JOY BR 大悦春风里
◆ 城市级定位，时尚潮流中心	◆ 区域型定位，时尚生活中心
◆ “大盒子”	◆ “大盒子”与街区相结合
◆ 18-35岁新兴中产	◆ 25-45岁年轻及成熟中产
◆ “年轻时尚潮流品位”	◆ “温馨时尚惬意品位”
◆ 引领都市潮流	◆ 贴合区域社群生活
◆ 零售餐饮娱乐均衡兼顾，高客单品类占比相对高	◆ 与大悦城有一定重合，偏重餐娱等生活、体验业态
◆ 10-15万平方米	◆ 7-10万平米

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：大悦城地产合作品牌



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3) 管理输出+基金持有，轻资产化道路渐行渐远。公司从 2015 年开始探索管理输出的轻资产运营模式。2015 年公司从津汇广场接棒“天津和平大悦城”，通过管理输出、商业运营、收益共享的形式参与项目运营管理，包含前期的项目定位规划，中期的建筑设计、招商，以及后期的开业运营各个环节，目的在于最大限度优化资产结构、提升盈利水平。购物中心商户、会员数均实现大幅增长，展现出公司卓越的运营能力。公司具备较强的招商、运营能力，利用大数据和自身客群定位（17-35 岁新兴中产阶级）定位招商，构建运营额

护城河，同时并且通过“主题街区商业模式”引导客流，解决动线末端低坪效问题，受到客户和优质商户青睐。

资产注入境外并购改造基金，优化报表、盘活资产，上海长风、西安大悦城注入基金，预计带来 8.7 亿投资收益。2017 年公司全资子公司大悦城地产（207）与 GIC 设立了境外并购改造基金（Garbo Commercial），其中公司方持股 36.36%，GIC 方持股 63.64%。2019 年 8 月公司将上海长风大悦城、西安大悦城股权注入并购改造基金（对价分别为 0.92 亿元、1.15 亿元，分别按照投资比例清场借款 14.32 亿元、6.69 亿元）。公司通过地产与金融结合的“大资管”模式，将资产注入境外并购改造基金后盘活资产存量，建立起资本循环，加快公司轻资产运营；另一方面资产注入后，标的将不纳入公司合并报表，公司对上海长风、西安大悦城的会计核算方式由成本法变为权益法，预计为 2019 年合计带来 8.7 亿元收益。

3.2. 写字楼：运营良好，出租率稳定

目前公司持有的写字楼包括北京中粮广场、西单大悦城写字楼、中粮置地广场、香港中粮大厦、中粮地产集团中心大厦、上海辉盛阁等等，可出租面积共计 21 万方，上半年平均出租率 84%。从历史出租率情况来看，公司出租水平保持稳定，内地写字楼在 18 年出租率仍然有所上涨。

表 4：写字楼运营良好

	建筑面积 (方)	租金收入 (百万)	出租率	平均租金(元/ 方/月)
北京西单大悦城写字楼	15276	45.6	97%	256.4
北京中粮广场写字楼	118632	267.8	86%	218.7
香港中粮大厦	20003	120.6	87%	577.5
北京中粮置地广场	72675	15	51%	33.7

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：公司写字楼项目历年出租情况

项目	开业时间	2014	2015	2016	2017	2018
西单大悦城写字楼	2007.12	95	68	84	93	97
中粮广场写字楼	1996.10	88	86	92	77	86
香港中粮大厦	1994		89	95	96	87

资料来源：Wind，天风证券研究所

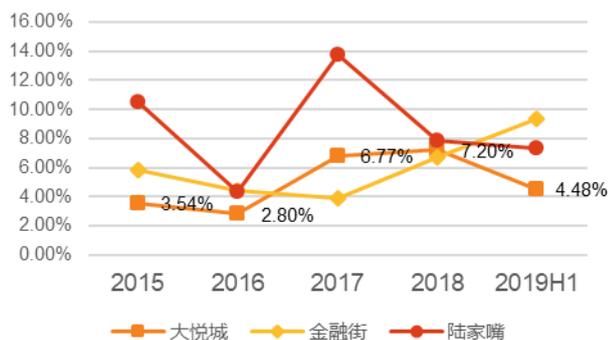
4. 对财务报表的影响

4.1. 预计 19 年融资成本有所下降，财务费用资本化对毛利影响继续降低

18 年公司融资成本有所提升，预计随并购净资产增厚（杠杆下降），融资成本有望下降。合并前公司财务费率处于中等水平，合并后由于资产增厚、营收提升，虽然利息支出资本化比例下降，但财务费用率也出现明显下降，或主要由于公司融资成本有所下降。此外 18 年公司资本化利息/存货占比有所上升，但到 19 年 H1 再度下降，预计未来融资成本对毛利率影响仍然较小。

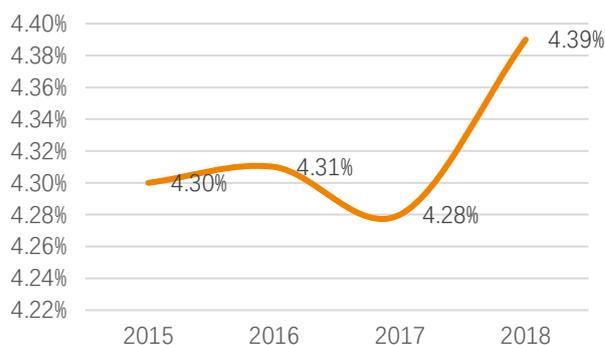
图 29：公司财务费率逐渐上升

图 30：公司综合融资成本保持稳定，处于行业较低水平



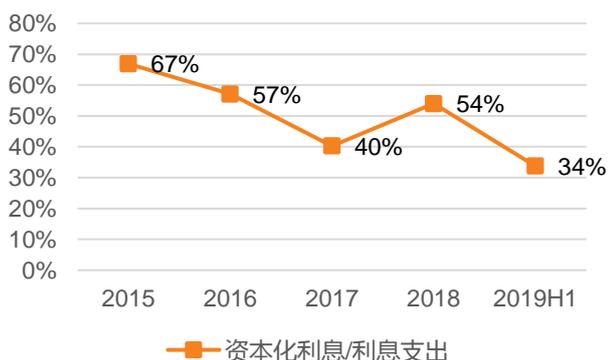
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 31: 资本化利息占利息支出比重有所控制



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 32: 公司资本化利息/存货占比



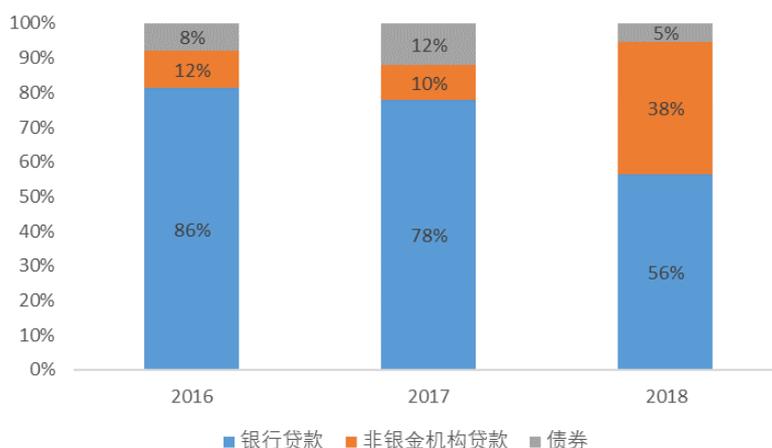
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司提升了高息非银金机构贷款的比重, 导致综合贷款成本有所增加。从融资结构来看, 2018 年公司融资结构中银行贷款、非银贷款、债券类债务占比分别为 56%、38%、5%, 与 2016、17 年相比, 银行贷款、债券类债务占比不断减少, 非银贷款占比明显增加, 而非银贷款利息相对高于其余二者, 反应出公司较差的授信水平。我们认为随公司负债率恶化, 导致银行授信额度进一步受影响, 公司很难从银行获得低息贷款, 公司融资成本或将进一步上升。

图 33: 近年来公司融资结构变动情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 6: 公司融资利率情况

	2016	2017	2018
银行贷款	4.35%-9.5%	4.35%-8.5%	4.41%-8.00%

非银金融机构贷款	6%-6.6125%	6%-6.6125%	6.16%-9.5%
债券类	4.4%-6.06%	4.4%-6.06%	4.40%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 7: 公司近年来发行公司债情况

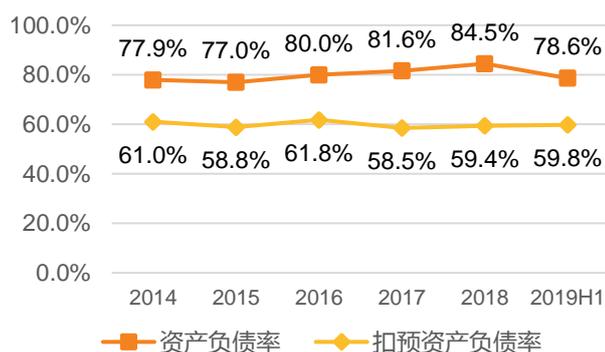
债券简称	债券代码	发行日	到期日	利率	债券余额 (万元)
18 中粮地产 MTN003	101801271.IB	2018-11-05	2021-11-05	4.45%	120,000.00
18 中粮地产 MTN002	101800771.IB	2018-07-19	2021-07-19	5.00%	120,000.00
18 中粮地产 MTN001	101800489.IB	2018-04-24	2021-04-24	4.99%	150,000.00
15 中粮 01	112271.SZ	2015-08-17	2020-08-17	4.40%	200,000.00
中粮次级	139058.SZ	2018-07-31	2020-08-12		7,500.00
中粮优先	139057.SZ	2018-07-31	2020-08-12	5.90%	142,500.00
08 中粮债	112004.SZ	2008-08-25	2018-08-25	6.06%	0.00
15 中粮地产 MTN001	101554048.IB	2015-07-21	2018-07-21	4.30%	0.00

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

4.2. 资产增厚, 长期偿债能力提升, 短期现金流回正

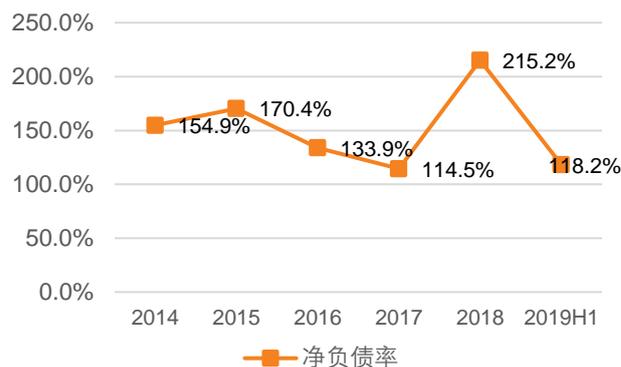
公司资产负债水平持续提升, 19H1 大悦城地产并表后资产负债率环比 18 年末下降 5.9 个百分点至 78.6%, 剔除预收账款的资产负债率保持在 59.8% 上下, 基本保持稳定。公司净负债率在 17 年及之前保持高位, 并于 17 年快速上升, 18 年公司融资结构变动明显, 导致净负债率明显提升, 但在并表之后, 公司净负债率下降到 118.2%。

图 34: 公司资产负债率水平边际改善



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 35: 公司净负债率明显下降

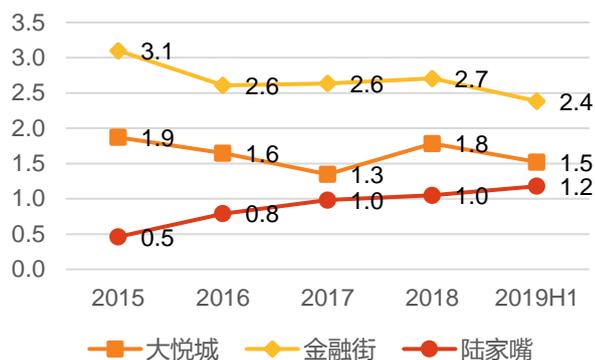


资料来源: Wind, 天风证券研究所

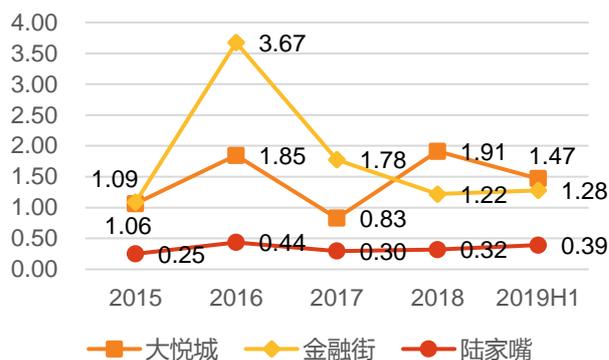
受并表影响, 公司短期偿债能力略有下降, 经营性现金流净额转正。与可比公司相比, 公司综合短期偿债能力处于中等偏上水平, 流动比率、现金到期债务比值趋势性上升, 19H1 分别达到 1.5、1.47, 环比 18 年略有下滑, 但主要为并表影响, 且公司经营性现金流有所好转, 2018 年公司的经营性现金流净额/有息负债比值波动上升, 在 2017 年为 -0.4, 19 年 H1 上升到 0, 表明公司的净现金流逐渐转正, EBITDA/有息负债由 18 年的 0.11 略有下降至 0.09。

图 36: 公司与可比公司流动比率

图 37: 公司与可比公司现金到期债务比

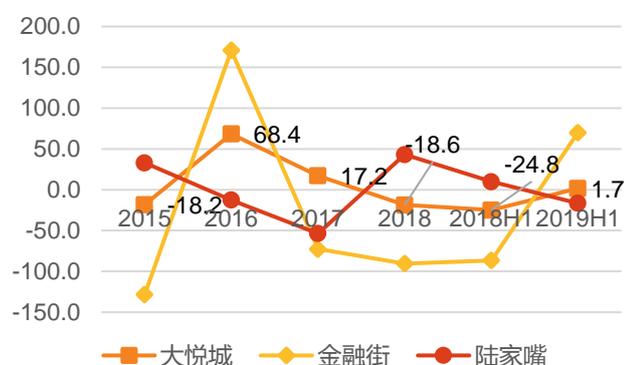


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 38: 公司与可比公司经营性现金流净额环比 18 年转正



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 39: 公司与可比公司 EBITDA/带息债务

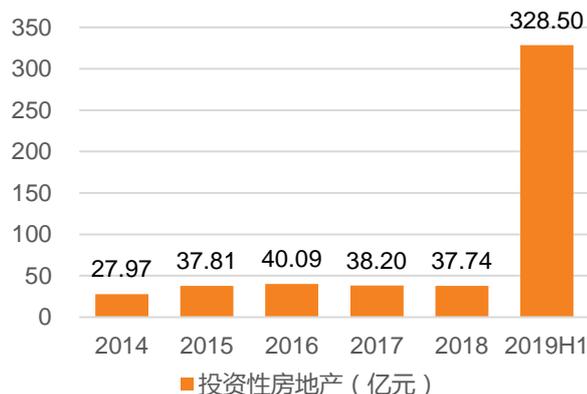


资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.3. 公允价值变动收益减少, 计提折旧或有增加

大悦城地产 (0207.HK) 持有物业计入投资性房地产科目, 且以公允价值计价法计量, 2019 年中报, 大悦城地产名下投资性房地产价值约 604 亿元人民币, 2016-2018 年平均每年为大悦城地产带来公允价值变动收益约 10 亿元左右, 占税前溢利的 30%左右, 并表之后 1) 采用成本法计量, 公允价值变动收益不计入合并报表; 2) 2019 年 H1 大悦城投资性房地产比 18 年增加 291 亿元, 基本来自于大悦城并表, 采用成本法计量之后, 投资性房地产需要按年计提折旧, 如果按照 30 年计提折旧, 年均新增折旧 9.7 亿元计入公司营业成本, 对归母净利润的影响约 4.7 亿左右。

图 40: 大悦城控股 (000031.SZ) 投资性房地产资产规模



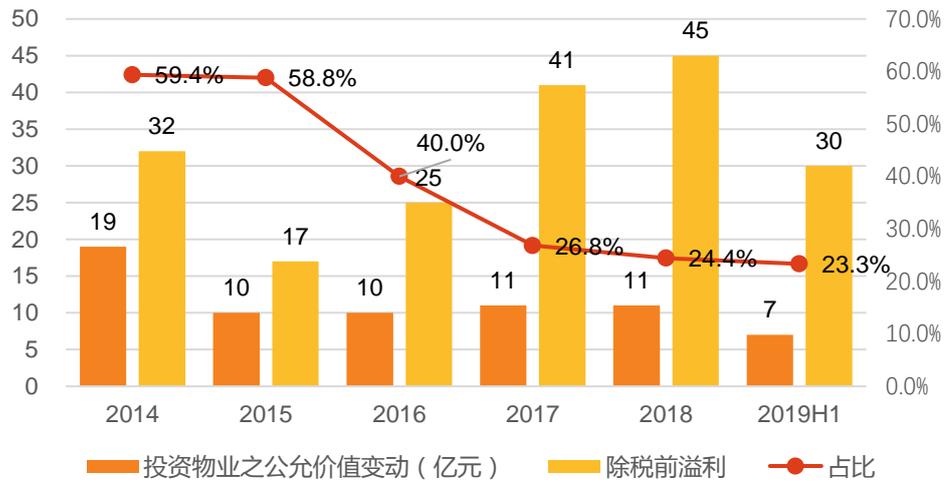
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 41: 大悦城地产 (0207.HK) 投资性房地产资产规模



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 42: 大悦城地产 (0207.HK) 公允价值变动不并表



资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 盈利预测

地产开发业务:

合并后,上半年公司在手已售未结转面积达到 271.63 万方,全年已售未结面积预计在 341 万方,足够公司 3-4 年结算,同时公司预收账款对营收覆盖率达到 147%,为后续结算提供空间。预计 19、20 年结算收入有望保持高速增长。

2019 年 H1 结算面积 6.66 万平米,同比增长 24.4%,结算均价达到 6.03 万元/平,同比增长 77.1%,结算毛利率达 47.8%,超过保利万科等一线房企。2019 年预计公司可售货值达 1624 亿元,对应均价 2.8 万元/方,预计全年销售均价持平或略低,对未来毛利率提供支撑。预计 19-21 年毛利率分别有望达到 45.8%、45.5%、45.5%。

持有型物业:

公司目前持有 10 个大悦城项目,1 个祥云小镇项目(其中有 3 个项目为 18 年新开业项目),仍有 9 个在建及拟建项目,预计在未来 3-5 年有望逐渐开业运营。我们预计公司年均可出租面积增长在 10-15 万方左右,随已开业项目的稳定运营,租金收入有望逐渐提升。此外公司写字楼项目租金收入也存在一定涨幅,酒店项目保持平稳运营。预计公司持有型物业毛利率有望稳中有升,19-21 年分别达到 68%、68.5%、69%。

表 8: 19-21 年合并报表业绩预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	257.42	222.20	304.44	386.15	458.50
YOY		-14%	37%	27%	19%
毛利率	40.0%	47.2%	50.4%	49.9%	49.9%
毛利 (亿元)	103.0	104.9	153.30	192.56	228.71
房地产开发: 营收(亿元)	201.18	163.30	244.95	318.44	382.12
YOY		-19%	50%	30%	20%
占比	78%	73%	80%	82%	83%
毛利率	36.6%	42.7%	45.8%	45.5%	45.5%
毛利	73.64	69.78	112.19	144.89	173.87
投资性物业: 营收 (亿元)	39.87	42.11	52.14	60.00	68.28

YOY		6%	24%	15%	14%
占比	15%	19%			
毛利率	60.6%	71.7%	68.0%	68.5%	69.0%
毛利	24.15	30.18	35.45	41.10	47.11
其他: 营收 (亿元)	6.4	9.8	12.73	16.55	21.51
YOY		53.7%	30%	30%	30%
毛利率	3.5%	20.1%	20%	20%	20%
毛利	0.22	1.97	2.55	3.31	4.30

资料来源: Wind, 天风证券研究所 (注: 17、18 年为合并报表测算)

6. 投资建议

公司目前持有 10 个大悦城项目, 预计公司年均可出租面积增长在 10-15 万方左右, 随已开业项目的稳定运营, 租金收入有望逐渐提升, 同时公司开启管理输出、通过基金持有等轻资产模式, 加快持有型物业周转运营。销售业务方面公司加快结算, 结算毛利率具备提升空间, 且销售加快、拿地具备优势, 持续深耕一二线城市; 并表后公司资产增厚、偿债能力提升、融资成本下降, 但也应当注意并表对投资性房地产计量方式改变对损益带来的影响。基于以上观点, 我们将公司 19\20 年归母净利润分别由 28.04\37.58 亿分别调整为 27.1\31.9 亿, 对应 EPS 分别由 0.65\0.83 元调整为 0.69\0.81 元, 参考可比公司 (金融街、陆家嘴均为销售+开发物业双轮驱动型公司) 一致性预期, 我们给予公司 2019 年 12 倍 PE, 对应目标价位 8.28 元, 维持“买入”评级。

表 9: 可比公司业绩增速及一致性预期 PE

	2019E	2020E	2021E
金融街	6.31	5.61	4.93
陆家嘴	14.93	12.99	10.57
中国国贸	19.48	17.6	16.2
可比公司平均 PE	13.57	12.07	10.57

资料来源: Wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	10,282.56	12,001.29	25,877.22	3,089.22	3,668.01	营业收入	14,042.36	14,119.58	30,443.78	38,615.24	45,850.11
应收票据及应收账款	179.36	250.27	553.51	537.78	762.70	营业成本	8,941.26	8,117.79	15,114.25	19,359.10	22,979.58
预付账款	164.90	140.93	229.37	342.71	359.89	营业税金及附加	1,215.71	1,486.41	3,328.82	3,876.85	4,814.46
存货	34,630.66	42,835.07	141,894.69	83,961.46	172,120.01	营业费用	532.16	514.70	913.75	1,159.01	1,376.16
其他	19,958.03	24,088.44	49,866.15	43,111.40	75,116.77	管理费用	462.41	613.36	1,217.75	1,544.61	1,834.00
流动资产合计	65,215.51	79,316.01	218,420.94	131,042.56	252,027.38	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3,363.88	4,414.94	4,414.94	4,414.94	4,414.94	财务费用	950.44	1,016.63	3,260.96	4,819.68	5,626.80
固定资产	568.45	548.56	552.82	577.92	602.87	资产减值损失	216.51	231.40	1,200.00	1,300.00	1,400.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	54.35	53.32	11.89	0.00	0.00	投资净收益	522.96	707.84	200.00	400.00	400.00
其他	6,549.28	5,441.95	36,980.49	41,981.41	46,773.72	其他	(1,190.53)	(1,427.29)	(400.00)	(800.00)	(800.00)
非流动资产合计	10,535.96	10,458.78	41,996.13	47,043.88	51,863.29	营业利润	2,391.45	2,858.73	5,608.25	6,955.99	8,219.10
资产总计	75,751.48	91,171.93	260,882.79	178,707.39	304,718.61	营业外收入	17.96	14.23	17.30	16.50	16.01
短期借款	4,625.00	2,525.00	138,607.01	24,103.38	131,128.67	营业外支出	14.62	15.67	13.31	14.53	14.50
应付票据及应付账款	4,844.23	6,557.87	10,470.89	13,028.48	15,658.60	利润总额	2,394.79	2,857.28	5,612.24	6,957.96	8,220.61
其他	38,950.77	36,196.83	30,347.28	62,476.58	48,245.15	所得税	659.96	852.92	1,571.43	1,948.23	2,301.77
流动负债合计	48,419.99	45,279.70	179,425.19	99,608.44	195,032.42	净利润	1,734.84	2,004.36	4,040.82	5,009.73	5,918.84
长期借款	12,158.35	23,404.94	56,634.63	50,000.00	75,011.61	少数股东损益	789.51	615.59	1,333.47	1,823.90	1,975.31
应付债券	1,987.47	5,876.88	3,880.85	3,915.07	4,557.60	归属于母公司净利润	945.33	1,388.77	2,707.35	3,185.83	3,943.53
其他	1,441.08	2,850.62	1,892.57	2,061.42	2,268.20	每股收益(元)	0.24	0.35	0.69	0.81	1.00
非流动负债合计	15,586.89	32,132.45	62,408.05	55,976.49	81,837.42						
负债合计	64,006.89	77,412.14	241,833.24	155,584.93	276,869.84	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	5,114.10	5,899.08	7,232.55	9,056.46	11,031.77	成长能力					
股本	1,813.73	1,813.73	3,925.87	3,925.87	3,925.87	营业收入	-22.10%	0.55%	115.61%	26.84%	18.74%
资本公积	0.00	0.33	(37.52)	(18.60)	(28.06)	营业利润	7.53%	19.54%	96.18%	24.03%	18.16%
留存收益	4,757.62	6,033.84	7,891.13	10,140.13	12,891.14	归属于母公司净利润	31.27%	46.91%	94.95%	17.67%	23.78%
其他	59.13	12.81	37.52	18.60	28.06	获利能力					
股东权益合计	11,744.59	13,759.79	19,049.55	23,122.46	27,848.78	毛利率	36.33%	42.51%	50.35%	49.87%	49.88%
负债和股东权益总计	75,751.48	91,171.93	260,882.79	178,707.39	304,718.61	净利率	6.73%	9.84%	8.89%	8.25%	8.60%
						ROE	14.26%	17.67%	22.91%	22.65%	23.45%
						ROIC	15.34%	12.59%	20.86%	5.31%	16.35%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	84.50%	84.91%	92.70%	87.06%	90.86%
净利润	1,734.84	2,004.36	2,707.35	3,185.83	3,943.53	净负债率	138.52%	171.18%	933.56%	347.30%	759.82%
折旧摊销	225.78	194.13	61.19	33.18	22.89	流动比率	1.35	1.78	1.22	1.32	1.30
财务费用	934.85	1,084.35	3,260.96	4,819.68	5,626.80	速动比率	0.63	0.84	0.43	0.48	0.41
投资损失	(522.96)	(707.84)	(200.00)	(400.00)	(400.00)	营运能力					
营运资金变动	(849.86)	(2,045.40)	(129,544.75)	98,683.42	(130,800.27)	应收账款周转率	71.55	65.73	75.75	70.77	70.51
其它	195.14	(2,393.46)	1,333.47	1,823.90	1,975.31	存货周转率	0.43	0.36	0.33	0.34	0.36
经营活动现金流	1,717.80	(1,863.86)	(122,381.79)	108,146.01	(119,631.74)	总资产周转率	0.20	0.17	0.17	0.18	0.19
资本支出	1,408.67	(193.23)	1,018.05	(88.85)	(156.78)	每股指标(元)					
长期投资	1,318.53	1,051.06	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.24	0.35	0.69	0.81	1.00
其他	(13,295.03)	(3,305.87)	(30,908.77)	(4,765.31)	(4,690.74)	每股经营现金流	0.44	-0.47	-31.17	27.55	-30.47
投资活动现金流	(10,567.83)	(2,448.04)	(29,890.72)	(4,854.16)	(4,847.52)	每股净资产	1.69	2.00	3.01	3.58	4.28
债权融资	26,550.99	35,555.32	203,715.76	83,392.42	215,269.79	估值比率					
股权融资	(1,015.62)	(1,050.25)	(1,187.76)	(4,788.71)	(5,624.22)	市盈率	28.49	19.39	9.95	8.45	6.83
其他	(20,074.72)	(28,376.90)	(36,379.57)	(204,683.55)	(84,587.53)	市净率	4.06	3.43	2.28	1.91	1.60
筹资活动现金流	5,460.65	6,128.16	166,148.43	(126,079.84)	125,058.05	EV/EBITDA	8.62	7.80	19.56	6.25	14.57
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	9.22	8.18	19.70	6.27	14.60
现金净增加额	(3,389.39)	1,816.26	13,875.92	(22,788.00)	578.79						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com