中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告·上市公司动态　　房地产开发Ⅱ

业绩高增，增量零售商业带动租金收入较快增长

公司上半年实现营业收入 182.7 亿元，同比增长 103%，实现归母净利润 19.3 亿元，同比增长 42%。

开发业务结转提速和毛利率提升推动业绩增长：上半年营收大增主要原因在于占 82%比重的开发业务结算收入同比增 139%；归母净利润增速不及营收增速的主要原因则在于去年同期出售 W 酒店实现 11.7 亿元投资收益导致高基期。展望全年，公司结转节奏有望保持，从而带动业绩高增。

开发业务销售高增，持有业务新增和存量项目同助租金增长：开发业务方面，公司上半年实现销售金额 254 亿元，同比增长 62.9%，已完成 600 亿销售目标的 42%。公司全年推货计划约 1000 亿左右，下半年为推货高峰期，推货比例约 65%，预计全年完成 600 亿销售目标无虞。拿地方面，上半年公司累计获取 9 个项目，总计容面积 103.4 万方，对应总价 71 亿元，拿地金额占销售金额比重在 28%；7-8 月，公司拿地面积超过上半年，拿地力度和单项目体量均明显提升。我们认为，公司在非市场化拿地方面优势突出，集团存量、利用大悦城品牌优势、产业整合方面均大有作为空间，且公司目前也介入一二级联动和片区开发领域，有助于公司取得较大面积较低价格的优质项目。持有业务方面，新增和存量项目共同推动租金收入实现较快增长。截至目前，公司共 10 个自持大悦城项目开业，可租面积约 87 万方，尚有 5 个大悦城和 4 个大悦春风里项目在建或拟建，总可租面积 126.4 万方，9 个项目预计于 2020-2022 年陆续开业贡献业绩。

有息杠杆下降，融资成本维持低位：净有息负债率较年初下降 3pct，现金短债比较年初提升 0.27x 至 1.47x。融资方面，发行 23.6 亿公司债，票面利率分别为 3.94%-4.1%，继续维持低位。我们认为，央企属性将成为融资收紧背景之下资金方优先考虑的因素之一，公司充分享受中粮集团信用背书，融资优势将得以继续保持。

投资评级与盈利预测：预计公司 19-20 年的 EPS 至 0.68 元和 0.77 元，对应当前 PE 为 10.1 倍和 8.9 倍，维持“买入”评级。

预测和比率

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	14,120	29,397	33,379	43,173
归母净利润（百万元）	1,389	2,651	3,004	3,708
归母净利润增长率	46.9%	90.9%	13.3%	23.5%
EPS	0.77	0.68	0.77	0.94
PE	8.9	10.1	8.9	7.3

请参阅最后一页的重要声明

大悦城（000031）

维持　　买入

江宇辉
jiangyuhui@csc.com.cn
18621759430
执业证书编号：S1440517120002
研究助理：尹欢科
yinhuanke@csc.com.cn

发布日期：　2019 年 09 月 16 日

当前股价：　6.85　元
目标价格 6 个月：　8.5　元

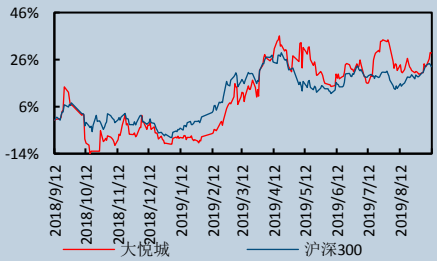
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
6.2/-3.12	7.54/0.73	27.91/4.7

12 月最高/最低价（元）	7.54/4.58
总股本（万股）	392,587.03
流通 A 股（万股）	181,372.3
总市值（亿元）	268.92
流通市值（亿元）	124.24
近 3 月日均成交量（万）	1,359.12
主要股东	
明毅有限公司	53.8%

股价表现



相关研究报告

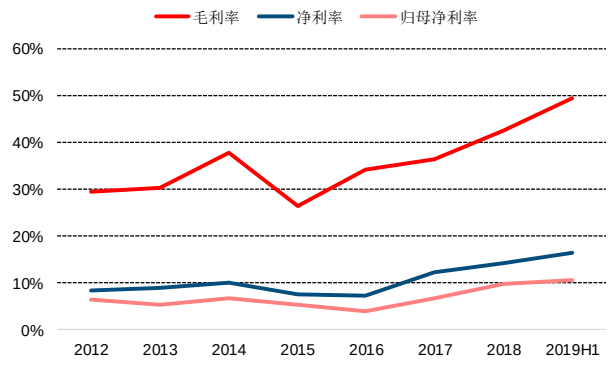
19.07.18	【中信建投房地产开发Ⅱ】大悦城(000031):雨后春笋 势如破竹
19.07.09	【中信建投房地产开发Ⅱ】大悦城(000031):大浪淘沙，悦者自来
18.04.09	中粮地产：粮府相悦，珠联璧合

第一，开发业务结转提速和毛利率提升推动业绩增长

公司上半年实现营业收入 182.7 亿元，同比增长 103%，实现归母净利润 19.3 亿元，同比增长 42%。公司上半年营业收入大增主要原因在于占 82%营收比重的开发业务结转提速，上半年开发业务结算收入同比增长 139%。而归母净利润增速不及营收增速的原因在于去年同期出售 W 酒店实现 11.7 亿元投资收益，导致去年同期净利润基数较高。展望全年，公司结转节奏有望保持，从而带动业绩高增。

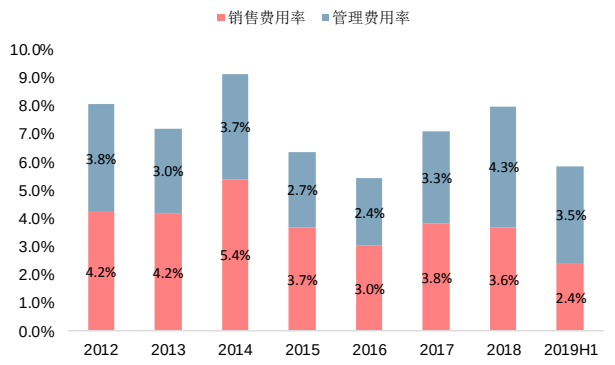
此外，公司上半年盈利质量改善，毛利率同比提升 3.46 个百分点，其中开发业务毛利率 47.8%，同比提升 3.61 个百分点，投资物业及相关服务毛利率同比略下滑 0.71 个百分点至 64.8%，预计全年开发毛利率仍保持较高水平，明年毛利率存在一定压力，但今年所获地块成本较低，预计公司往后销售毛利率仍可维持在较好水平。此外，费用管控效率也有所提升，销售管理费用率较上年下滑 2 个百分点至 5.9%。

图表1： 毛利率和净利率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表2： 销售管理费用率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第二，开发业务销售高增，持有业务新增和存量项目同助租金增长

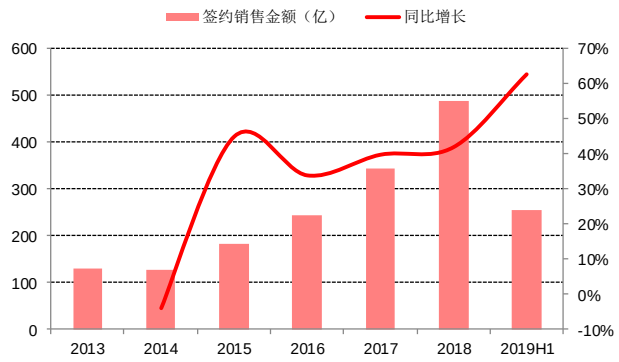
房地产开发业务销售方面，公司上半年实现销售金额 254 亿元，同比增长 62.9%，已完成 600 亿销售目标的 42%；销售面积 112 万方，同比增长 115.8%；销售均价 22700 元/平，较上年下滑 9400 元/平，主要因为销售结构原因，成都、南京、沈阳以及三线的绍兴、嘉兴等城市销售均价偏低拉低了总体均价，但仍处于较高水平。销售结构来看，上半年销售金额主要由一二线城市贡献，其中一线占比 39%，二线占比 43%，三线占比 18%；具体城市来看，北京销售金额 61.9 亿元，占比高达 24%，其次为苏州，销售金额 24.2 亿元，占比 10%，上海销售贡献排第三，占比为 8%，销售金额 19.3 亿元。根据我们测算，公司全年推货计划约 1000 亿左右，下半年为推货高峰期，推货比例约 65%，我们预计公司全年完成 600 亿销售目标问题不大。

开发项目获取方面，上半年公司累计获取 9 个项目，总计容面积 103.4 万方，对应总价 71 亿元，从城市分布来看位于成都、天津、苏州、重庆、宁波 5 个二线城市以及惠州、三亚 2 个三线城市，拿地面积占销售面积比重 90%，较去年全年下降 106 个百分点，面积口径来看拿地力度有所放缓，拿地金额占销售金额比重 28%。7-8 月，公司在昆明、台州、江门和沈阳四城新增 4 个项目，总计容面积 138.6 万方，超过上半年拿地面积，拿地力度和单项目体量均明显提升。截至目前，公司已进入 30 个城市，全国化布局进一步完善。

此外，公司上半年凭借突出的商业勾地能力获取昆明螺狮湾项目、三亚东岸启动区项目、以及眉山等地的项目，拿地成本低廉。城市更新方面，公司一直有项目推进，于粤港澳大湾区城市更新建面超过 210 万方，其中正在推进的深圳宝安区 4 个项目合计 131 万方，更新方向有住宅、商业、新型产业和普通工业等，体现公司

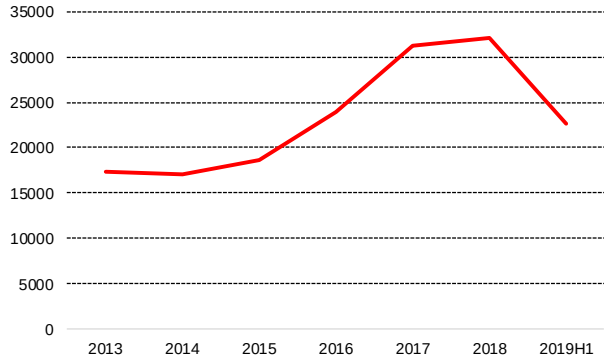
较强的综合开发实力，未来中粮集团尚有 500 万方存量资源存在注入上市公司的可能，彰显资源优势。我们认为，公司在非市场化拿地方面优势突出，集团存量、利用大悦城品牌优势、产业整合方面均大有作为空间，且公司目前也介入一二级联动和片区开发领域，有助于公司取得较大面积较低价格的优质项目，为公司开发业务成长持续提供充足弹药。

图表3： 销售金额及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表4： 销售均价



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表5： 大悦城上半年拿地明细

城市	具体项目	业态	状态	权益比例	计容建筑面积（万平）
成都	成都眉山仁寿首批 5 宗地块	住宅	拟建	36%	19.17
天津	天津武清区 042 号地块	住宅	拟建	100%	3.83
天津	天津中北祥云	住宅	在建	100%	6.28
苏州	苏州相城望亭地块	住宅	拟建	20%	19.17
重庆	重庆浣溪锦云	住宅	拟建	50%	9.34
重庆	重庆祥云赋	住宅	拟建	100%	11.56
宁波	宁波鄞州东南智慧园地块	住宅	在建	33%	5.1
惠州	惠州龙门龙城地块	住宅	拟建	100%	19.58
三亚	三亚东岸片区商办地块	办公、商业	拟建	30%	9.35
合计				**59%**	**103.38**

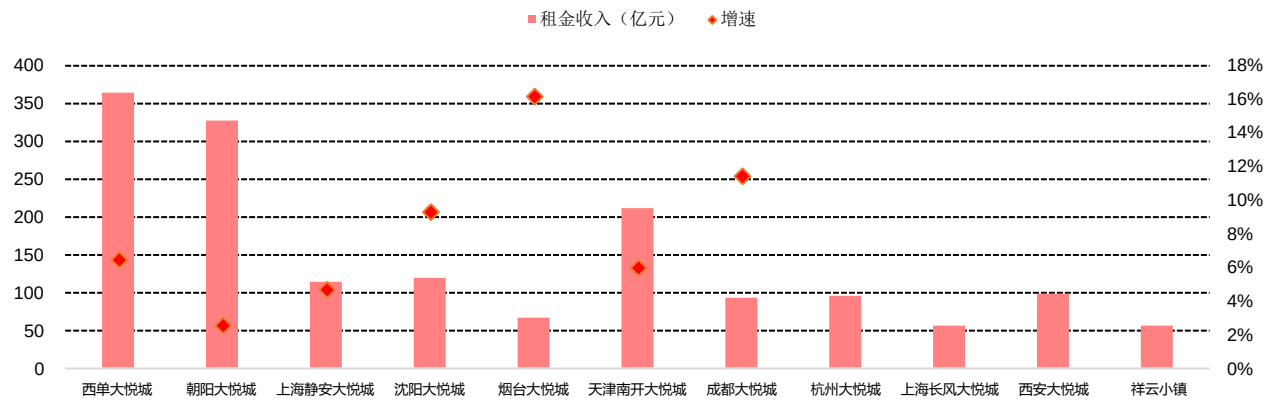
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

持有业务方面，公司在报告期内继续巩固提升自身在商业地产领域的优势地位，积极推动品牌推广、第二条产品线“大悦春风里”项目落地、商业项目收并购以及管理输出。其中，上半年推动 4 个“大悦春风里”项目在北京、苏州、青岛等城市落地，同时在长沙、南京、广州、成都、重庆等地开展大悦城项目的收并购以及管理输出。持有业务收入方面，上半年购物中心、写字楼和酒店式公寓分别实现权益前收入 16.01 亿元、3.22 亿元，分别同比增长 27%和 32%。持有物业租金收入实现较快增长，主要原因在于：1、增量项目贡献业绩，去年下半年新开业的杭州大悦城、西安大悦城、上海长风大悦城以及北京中粮置地广场写字楼开始在报表层面贡献收入；2、存量项目运营水平提升使得租金收入有所增长，其中已开业购物中心租金收入同比增长 6.3%，写字楼和酒店式公寓同比提升 10.2%。

截至目前，公司共 10 个自持大悦城项目开业，可租面积约 87 万方，尚有 5 个大悦城和 4 个大悦春风里项目在建或拟建，总可租面积 126.4 万方，9 个项目预计于 2020-2022 年陆续开业贡献业绩。**我们再次强调，公司**

无论在招商、品牌资源方面，还是营销、内容创造方面均具备丰富经验，开业 3 年以上项目和新开业项目皆表现出色。当前大悦城已迈入“3.0”时代，更加注重内容创造、科技赋能商业，以及通过基金运作和管理输出实现品牌的快速复制扩张，未来公司商业地产运营将在量和质上进一步实现双提升。

图表6： 2019H 商业物业租金收入及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表7： 在建大悦城及大悦春风里项目

项目	所在地区	总建筑面积（万平）	购物中心面积（万平）	预计开业时间（注）
在建拟建大悦城项目				
北京石景山大悦城	北京石景山区	22	10	2020
重庆大悦城	重庆渝北区	60	14.4	2021
武汉光谷大悦城	武汉光谷	70	19	2021
成都天府大悦城	成都天府区	48	22	2022
沈阳大悦城 E 馆	沈阳大东区	12	12（含购物中心及塔楼公寓）	2022
在建拟建大悦春风里项目				
北京槐新大悦春风里	北京丰台区	29	5	2020
青岛即墨大悦春风里	青岛即墨区	28	12（含购物中心、商业街及公寓）	2020
北京火神庙大悦春风里	北京大兴区	14	14	2020
苏州大悦春风里	苏州相城区	33	18	2021

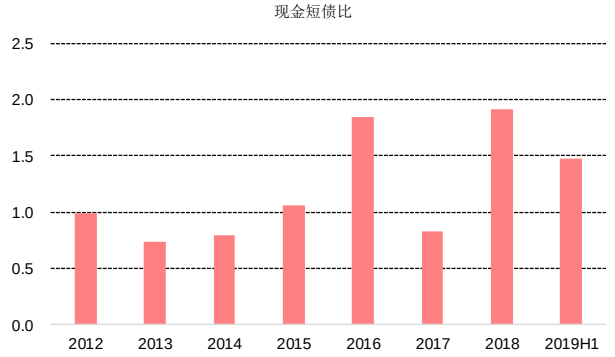
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

注：预计开业时间根据项目开发时间 30-36 个月，并购改造时间 12-18 个月估算。

第三，有息杠杆下降，融资成本维持低位

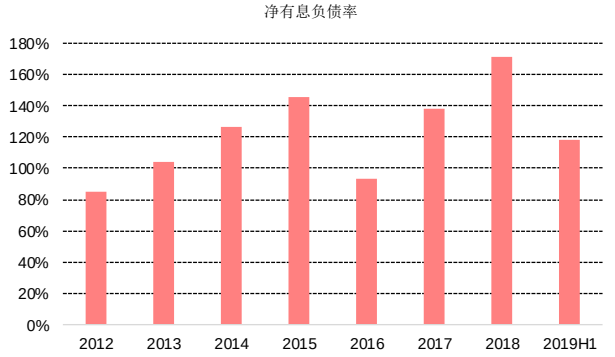
得益于上半年公司拿地力度控制在合理水平以及重组效果显现，公司报告期末净有息负债率较年初大幅下滑 53 个百分点，有息杠杆明显改善，若考虑重组后财务报表的追溯调整，则下降了 3 个百分点；现金短债比方面，公司报告期末现金短债比 1.47x，较年初下滑 0.4x，若考虑重组后财务报表的追溯调整，则提升了 0.27x。融资方面，公司控股子公司中粮置业 1 发行 23.6 亿公司债，其中品种一票面利率仅 3.94%，品种二票面利率 4.10%，融资成本优势再次凸显。我们认为，央企属性将成为融资收紧背景之下资金方优先考虑的因素之一，公司充分享受中粮集团信用背书，融资优势将得以继续保持。

图表8： 现金短债比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表9： 净有息负债率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第四，借力国改，有望腾飞

今年 1 月公司收到国资委下发的《关于加快推动“双百企业”实施综合改革有关事项的通知》，中粮地产已被纳入“双百企业”名单，公司综合改革方案已完成向国务院国有企业改革领导小组办公室备案，国企改革双百行动是我国在 2018-2020 年期间实施的国企改革重大举措之一，具体指选取 100 家中央企业子企业和 100 家地方国有骨干企业，深入推进综合改革。

当前公司已经完成集团旗下内业务重组，随着国改进展的不断推进，我们预计此前公司为市场担忧许久的激励缺位的问题也将随着公司制度改革的不断推进得到改善，同时公司的管理制度也有望在引入战略投资者的改革驱动下得到进一步完善，我们认为未来，公司将充分优势，积极推进综合改革方案的实施，深化各项改革工作，改革的成果转化为企业发展的源动力和新活力。

第五，投资评级与盈利预测

公司是目前 A 股房地产企业中最具优势的商业地产龙头房企，同时 16 年以来开始相对进取的发展速度不断推动开发业务的快速扩张，今年公司顺利完成重组后，各项财务指标均得到明显改善，展望未来，公司当前正进入业务扩张快车道，随着城市运营商战略的不断推进，公司开发业务和商业地产业务规模的不断成长，公司的价值将得到市场的重新审视和评估，我们上调公司盈利预测，预计公司 19-20 年的 EPS 至 0.68 元和 0.77 元，对应当前 PE 分别为 10.1 倍和 8.9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

1、 房地产行业调控政策持续，导致一二线城市市场热度下行；

2、 未开业大悦城和大悦春风里项目可能因开业时间未达预期无法贡献业绩；

3、 公司地产开发业务缓慢的结算节奏持续，使得实际结算业绩未达预期。

财务报表及指标预测

利润表				
指标名称	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
营业收入	14,120	29,397	33,379	43,173
减：				
营业成本	8,118	16,290	18,945	24,952
毛利率	42.5%	44.6%	43.2%	42.2%
营业税金及附加	1,486	2,663	3,008	3,798
营业费用	515	1,496	1,565	2,271
营业费用率	3.6%	5.1%	4.7%	5.3%
管理费用	613	2,284	2,223	3,126
管理费用率	4.3%	7.8%	6.7%	7.2%
财务费用	1,017	799	702	364
财务费用率	7.2%	2.7%	2.1%	0.8%
资产减值损失	231	0	400	600
营业利润	**2,847**	**6,087**	**6,838**	**8,474**
营业利润率	20.2%	20.7%	20.5%	19.6%
营业外收入	14	0	0	0
营业外支出	16	0	0	0
利润总额	2,857	6,087	6,838	8,474
所得税费用	853	2,246	2,485	3,100
所得税率	29.9%	36.9%	36.3%	36.6%
净利润	**2,004**	**3,841**	**4,353**	**5,374**
少数股东损益	616	1,191	1,350	1,666
母公司股东的净利润	1,389	2,651	3,004	3,708

现金流量表				
指标名称	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
销售商品、提供劳务收入	17,782	98,632	123,543	160,555
减：购买商品、接受劳务支出	12,679	71,381	86,558	102,643
职工支出	823	1,444	1,878	2,441
税费支出	3,348	15,438	18,055	23,803
经营现金流	**-1,864**	**10,368**	**17,053**	**31,668**
取得借款	23,359	8,631	3,277	0
发行债券	3,882	0	0	0
偿还债务	18,186	6,273	9,805	7,837
融资现金流	6,128	179	-8,546	-9,308
现金及现金等价物净增加额	1,817	8,999	6,300	19,420

资产负债表				
	2018	**2019E**	**2020E**	**2021E**
货币资金	12,001	21,000	27,300	46,720
预付账款	141	1,141	2,141	3,141
存货	42,835	99,728	169,975	250,652
其他流动资产	25,486	25,486	25,486	25,486
流动资产	80,713	147,730	225,038	325,745
投资性房地产	3,774	3,781	3,790	3,802
递延所得税资产	1,234	2,025	3,021	4,316
非流动资产	10,459	13,022	16,391	20,876
资产总计	**91172**	**163867**	**244545**	**349736**
短期借款	2,525	2,589	983	0
应付账款	6,556	7,986	10,259	13,097
预收款项	22,362	91,721	182,047	299,640
应交税费	3,519	(4,305)	(14,514)	(27,892)
其他流动负债	10,318	20,740	20,378	18,972
流动负债	45,280	118,730	199,153	303,817
长期负债	23,405	22,231	17,670	12,223
递延所得税负债	121	476	938	1,539
非流动性负债	32,132	25,436	21,338	16,490
负债合计	77,412	144,167	220,491	320,308
股本	1,814	3,926	3,926	3,926
少数股东权益	5,899	7,090	8,439	10,105
股东权益合计	**13,760**	**19,700**	**24,054**	**29,428**
负债及权益总计	**91,172**	**163,867**	**244,545**	**349,736**

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
增长率（%）				
营业收入	-1.5%	1.2%	8.7%	9.6%
营业利润	-24.1%	5.4%	8.8%	14.5%
净利润	-27.2%	9.1%	12.4%	15.2%
利润率（%）				
毛利率	31.3%	31.3%	31.0%	31.1%
EBIT Margin	13.3%	15.6%	14.3%	13.4%
EBITDA Margin	13.3%	15.6%	14.0%	13.2%
回报率（%）				
ROE	10.8%	11.9%	11.8%	12.0%
ROA	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%

分析师介绍

江宇辉：中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，2015 年加入中信建投房地产研究团队,曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名,2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名,2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

研究助理 尹欢科 18616396058 yinhuanke@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15％以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15％；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5％之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15％；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15％以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：（0755）8252-1369
传真：（0755）2395-3859