

大悦城(000031)深度研究报告

商业地产运营典范, 核心资产价值标杆

强推(首次)

目标价: 8.74元

当前价: 6.31元

❖ 公司概况: 中粮唯一地产平台、重要利润支撑, 重组双轮驱动、提质增效

大悦城(原中粮地产)作为最早16家以地产为主业的央企之一,是央企中粮集团旗下唯一地产平台,近年来作为集团重要利润支撑,公司稳健成长对集团重要性不言而喻。17年大悦城A股与H股开启重组,18年底证监会获批,19年初形成“A控红筹”架构:1)A股以总对价145亿、重组价6.73元/股收购H股64.18%股权,持有物业和住宅开发整合完毕,形成双轮驱动、协同发展;2)目前A股24亿元定增募资仍未完成,19年底到期,但现价较重组价6.73元/股仍折价6%,对公司市值管理提出要求。此外,19年初被纳入国改“双百名单”,后续定增引入战投、探索员工激励、提质增效可期。

❖ 持有型物业: 商业地产前三, 三大优势、轻重并举、基金运作, 加速扩张

大悦城位居商业地产排行前三,拥有购物中心、写字楼和酒店等合计29个一二线核心商业项目,轻重模式并举,计划3-5年拓展至50个。18年持有型物业收入达50亿元。大悦城商业优势在于:1)卡位一二线核心资产,客流辐射力优异;2)租金稳定增长,核心驱动力来自购买力提升和面积扩张,近5年内7个成熟项目销售额CAGR17%vs.租金14%vs.GLA9%;3)343招商与极强的操盘力确保标准化复制,深耕会员经济、大数据系统支撑精细化运营。此外,打造三大基金运作商业地产,引入GIC、国寿、高和等合作伙伴,长线资金全程陪跑加快扩张节奏,支撑大资管模式转型,为REITS积累经验。

❖ 住宅业务: 一二线土储丰富, 积极扩张、拿地理性, 销售快增、结算加速

大悦城深耕一二线20余城,总可售土储988万方,估算权益比例50-60%,总可售货值近2,500亿元,90%以上位于一二线,另外在深圳拥有131万方工业用地优质土储。重组后公司计划未来3-5年新增土储超6,000万方,其中“持有型+住宅开发”协同拿地降低拿地成本并加速商业周转。18年公司拿地策略调整,偏重风险可控和现金流快的项目,18-19H1拿地均价/销售均价回落至20%左右。15-18年公司销售额CAGR达38%。18年AH合计销售额487亿元,同比+42%,预计19年销售额可达600亿元,同比+23%。销售快增推动预收款增至19Q1末278亿元,覆盖18年结算收入2.2倍,结算加速可期。

❖ 财务与估值: 负债优化、评级提升, NAV折价60%, 优质资产严重低估

重组后公司净负债率显著下行,评级由AA+提升至AAA,融资优势凸显,多种融资渠道平均融资成本低至4-5%。18年分红率大幅提升至31%,后续计划稳定在30%上下。我们对公司三部分业务估值:1)住宅开发:重估增值81亿;2)持有型物业:FCFF估值法得到527亿元,权益重估增值126亿元;NOI/Cap rate估值法得到665亿元(Cap rate 4.9%),权益重估增值215亿元;两者平均权益重组增值171亿元;3)工业用地:深圳131万方工业厂房按照20年分期工改商/工改住的假设重估增值204亿元。因此,公司NAV合计624亿元,对应每股NAV15.88元,现价较之折价60%,优质资产严重低估。

❖ 投资建议: 商业地产运营典范, 核心资产价值标杆, 首覆、并给予“强推”

大悦城作为内资商业地产标杆,卡位一二线核心资产,拥有极强的招商、运营和品牌力,历年租金稳定增长。AH整合后拿地端获得溢价,核心基金撬动资本赋能、轻重并举加速标准化复制。我们预测公司2019-21年每股收益分别为0.76、0.88、1.11元,现价对应19PE仅8.3倍,较每股NAV15.88元折价60%,较重组价6.73元折价6%,优质资产严重低估,我们按照NAV折价45%给予目标价8.74元、相当于19PE11.5倍,首次覆盖、并给予“强推”评级。

❖ 风险提示: 社会零售品消费总额不及预期, 公司结算进度不及预期。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	14,120	29,677	39,381	49,406
同比增速(%)	1%	110%	33%	25%
归母净利润(百万)	1,389	2,974	3,463	4,371
同比增速(%)	47%	114%	16%	26%
每股盈利(元)	0.35	0.76	0.88	1.11
市盈率(倍)	17.8	8.3	7.2	5.7
市净率(倍)	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2019年7月16日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 袁豪

电话: 021-20572536

邮箱: yuanhao@hcyjs.com

执业编号: S0360516120001

联系人: 曹曼

电话: 021-20572593

邮箱: caoman@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	392,587
已上市流通股(万股)	181,372
总市值(亿元)	249.29
流通市值(亿元)	115.17
资产负债率(%)	77.5
每股净资产(元)	4.3
12个月内最高/最低价	7.42/4.51

市场表现对比图(近12个月)



目录

一、公司概况：中粮旗下重要利润支撑、唯一地产平台，“持有+销售”双轮驱动	8
(一) 历史沿革：16家以地产为主业的央企之一，历经10年整合、换挡加速前进	9
(二) 主营业务：“持有+销售”双轮驱动，深圳工业及旧改土储质优丰厚	11
1、住宅开发：定位中高端、深耕核心城市，布局北上深等一二线20余城	11
2、持有型物业：以大悦城综合体为主，辅以春风里和祥云小镇两条产品线	11
3、工业用地：深圳宝安131万方及集团待注入50万方工业用地优质土储，旧改稳步推进	12
(三) 股权结构：重组后形成“A控红筹”架构，“持有+住宅”业务整合、协同效应增强	13
(四) 国改背景：集团曾被列为国改试点央企，公司被纳入国改“双百名单”，后续提质增效可期	15
二、持有型物业：持有+住宅协同、轻重模式并举，租金稳定增长、复制步伐加速	16
(一) 商业品牌定位：新兴中产、核心区位大悦城+家庭消费、社区Mall春风里+高端交互式体验祥云小镇	16
(二) 大悦城发展历程：1.0收购与招商-2.0主题与细分-3.0轻重并举、资本赋能	17
(三) 大悦城运营概况：卡位核心资产、租金稳定增长、招商与操盘力极强	19
1、选址与客流：深耕一二线核心区位、辐射全市，成熟项目日均客流6.5-7万	19
2、销售与租金：租金单价CAGR11%、总体15%，购买力提升+面积扩张驱动租金增长	21
1) 销售额稳步增长、并高于行业平均，租售比稳定在15%左右	21
2) 租金增长来自购买力提升和面积扩张，每年CAGR15%、租金单价CAGR11%	23
3) 未来增长：储备GLA58万方、开业当年新增租金超10亿，轻资产项目逐步落地	25
3、招商与运营：343招商+体验经济+大数据与会员深耕	27
1) 343招商品牌分类奠定基础，确保大悦城品牌标准化复制	27
2) 创意街区+IP展览巩固体验经济，圈定城市青年客流与消费	29
3) 深耕会员潜力，大数据系统支撑精细化运营	30
(四) 扩张特色：商业+住宅协同、收购+自建并进、轻重资产模式并举，大悦城综合体开启积极扩张模式	31
1、持有+住宅整合完毕，后续从拿地到运营全周期协同	31
2、早期并购导致复制缓慢，标准化选择项目+轻重并举加速拓展	32
3、核心基金撬动资本赋能，“减重式”扩张节奏加快	34
三、住宅业务：聚焦一二线中高端，整合后销售规模稳步增长、结算加速	36
(一) 销售&结算：规模稳步增长，聚焦一二线高端精品	36
1、深耕一二线20余城，近年销售开始进入快车道	36
2、结算加速、预收款充裕，后续商业协同效应可期	38
(二) 土储：拿地好转，总可售货值近2,500亿，90%以上位于一二线	39
1、拿地聚焦一二线，15年开始加仓拿地，18年至今成本控制得当	39
2、总可售货值近2,500亿，其中90%以上位于一二线	41

四、财务情况：央企背景具有融资优势，后续分红或稳定在 30%	43
(一) 负债率下行、评级提升，AH 整合后融资优势将凸显	43
(二) 利润率暂时处于高位、后续或略有波动，分红有望稳定在 30%	44
(三) 盈利预测：结算加速、利润率略降、租金贡献稳步提升、三费率略降	45
五、估值分析：住宅业务+持有型物业+工业地产合计 624 亿，目前总市值较之折价 60%	46
(一) 住宅业务：住宅开发业务净利润折现增值约 81 亿元	46
(二) 持有型物业：大悦城等商业物业对应权益重估增值 171 亿元	48
(三) 工业用地：深圳 131 万方工业厂房对应净利润折现增值 204 亿元	52
六、投资建议：商业地产运营典范，核心资产价值标杆，首次覆盖，并给予“强推”评级	53
七、风险提示：社会零售品消费总额不及预期，公司结算进度不及预期	53

图表目录

图表 1、中粮集团下属四大业务板块.....	8
图表 2、中粮集团粮油糖棉食品核心业务+金融地产两大主营业务.....	8
图表 3、中粮集团营业收入及同比.....	9
图表 4、中粮集团利润总额、净利润与同比.....	9
图表 5、大悦城+大悦城地产营收占比集团.....	9
图表 6、大悦城+大悦城地产净利润及利润总额占比集团.....	9
图表 7、中粮集团内地产业业务整合历程.....	10
图表 8、大悦城控股大事记.....	10
图表 9、大悦城控股四大住宅产品系列.....	11
图表 10、全国大悦城、大悦春风里和祥云小镇分布.....	12
图表 11、深圳 131 万方+50 万方集团托管工业厂房.....	13
图表 12、深圳旧改项目推进情况.....	13
图表 13、重组前股权结构.....	14
图表 14、重组后股权结构.....	15
图表 15、中粮集团及大悦城控股国改进度.....	15
图表 16、2019 中国购物中心运营优秀企业 Top5.....	16
图表 17、大悦城、大悦春风里及祥云小镇品牌定位.....	17
图表 18、大悦城地产大事记.....	18
图表 19、大悦城综合体及大悦春风里已开业/将开业情况.....	18
图表 20、北京大悦城及春风里布局.....	19
图表 21、上海大悦城布局.....	19
图表 22、全国大悦城、大悦春风里和祥云小镇分布.....	20
图表 23、西单、朝阳、南开、沈阳年客流人次基本稳定.....	21
图表 24、大悦城总体客流及同比.....	21
图表 25、部分项目客流对比.....	21
图表 26、大悦城综合体商户销售额及同比.....	22
图表 27、7 个成熟项目出租率平均稳定在 95%以上.....	22
图表 28、大悦城总租售比.....	22
图表 29、部分大悦城项目租售比.....	22
图表 30、大悦城销售额增速 vs.行业.....	22
图表 31、部分项目坪效 (元/平/天, 销售额/GLA).....	22
图表 32、大悦城 2013-2018 销售额、租金及可出租面积 CAGR.....	23

图表 33、大悦城租金收入及同比.....	23
图表 34、大悦城可出租面积及同比.....	23
图表 35、租金分项目构成.....	24
图表 36、GLA 分项目构成.....	24
图表 37、大悦城平均月单位租金.....	24
图表 38、部分大悦城月单位租金.....	24
图表 39、大悦城单个项目租金单价 CAGR.....	25
图表 40、大悦城项目及租金情况.....	25
图表 41、其他投资性物业情况（写字楼和酒店）.....	27
图表 42、2018 年新开业大悦城开业情况及亮点.....	28
图表 43、大悦城综合体三大运营策略.....	28
图表 44、大悦城综合体“343”招商标准.....	29
图表 45、静安大悦城部分 IP 展览贡献销售和客流情况.....	30
图表 46、静安大悦城蛋黄哥 IP 展览.....	30
图表 47、成都大悦城小猪佩奇主题展.....	30
图表 48、沈阳大悦城沈阳大悦城 4½ 街区.....	30
图表 49、西单大悦城首条主题街区 YOUNG STREET.....	30
图表 50、大悦城大数据挖掘四大维度.....	31
图表 51、大悦城商业和住宅整合后在全生命周期将获得协同效应.....	32
图表 52、主流房企拿地均价/销售均价.....	32
图表 53、天津大悦城“骑鹅公社”.....	33
图表 54、上海大悦城“魔都爱情地标摩天轮”.....	33
图表 55、大悦城 2016 年开启的“4A”大资管战略.....	33
图表 56、2016 年开始大悦城地产逐步轻装上阵.....	34
图表 57、公司三只主要基金情况.....	35
图表 58、大悦城地产在 2016 年与 GIC 和人寿成立核心运营基金.....	35
图表 59、从开发运营到大资管模式路径：由重到轻，轻重并举.....	36
图表 60、大悦城销售金额及同比.....	37
图表 61、大悦城销售面积及同比.....	37
图表 62、大悦城销售均价及同比.....	37
图表 63、大悦城 18 年营业收入构成（H 股未并表）.....	37
图表 64、目前大悦城控股住宅业务布局城市情况.....	38
图表 65、大悦城营收及同比.....	38
图表 66、大悦城归母净利润及同比.....	38

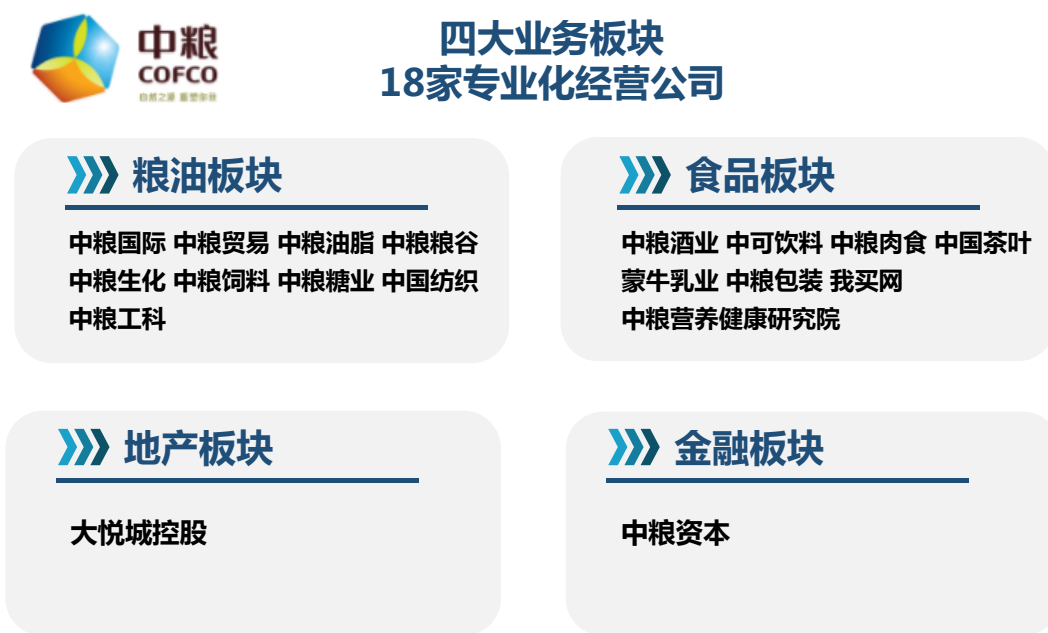
图表 67、大悦城预收账款及覆盖地产结算倍数.....	39
图表 68、大悦城地产结算面积及同比.....	39
图表 69、大悦城住宅结算收入及同比.....	39
图表 70、大悦城已售未结面积及覆盖结算面积倍数.....	39
图表 71、大悦城拿地金额及同比.....	40
图表 72、大悦城拿地面积及同比.....	40
图表 73、大悦城拿地均价及同比.....	40
图表 74、大悦城拿地权益比例有所回升.....	40
图表 75、大悦城拿地面积/销售面积、拿地额/销售额.....	41
图表 76、大悦城拿地均价/销售均价.....	41
图表 77、大悦城拿地面积分能级.....	41
图表 78、大悦城拿地金额分能级.....	41
图表 79、大悦城 18 年末未结算面积分布：分能级.....	42
图表 80、大悦城 18 年末未结算面积分布：分区域.....	42
图表 81、A 股大悦城 18 年末未结算面积分城市.....	42
图表 82、H 股大悦城地产 18 年末权益可售面积分城市分布.....	42
图表 83、资产负债率、净负债率和剔除预收账款负债率.....	43
图表 84、有息负债构成.....	43
图表 85、公司近期发债情况.....	43
图表 86、毛利率和净利率.....	44
图表 87、ROE 情况.....	44
图表 88、三费率情况.....	44
图表 89、18 年分红率大幅提升.....	44
图表 90、公司归母净利润及预测.....	45
图表 91、公司营业收入及预测.....	45
图表 92、公司三费率及预测.....	46
图表 93、公司利润率及预测.....	46
图表 94、公司住宅开发业务主要项目表.....	46
图表 95、FCFF 计算过程（单位：千元）.....	48
图表 96、每股 RNAV：FCFF 估值法.....	50
图表 97、甲级写字楼资本化率.....	51
图表 98、商业零售资本化率.....	51
图表 99、物流资本化率.....	51
图表 100、酒店资本化率.....	51

图表 101、不同业态商业资产 Cap rate	51
图表 102、每股 RNAV: NOI/Cap rate 估值法.....	52
图表 103、深圳宝安工改住案例.....	52
图表 104、深圳工业用地 NAV 估值.....	52
图表 105、公司 NAV 估值情况.....	53

一、公司概况：中粮旗下重要利润支撑、唯一地产平台，“持有+销售”双轮驱动

中粮集团是国资委首批确定的 16 家以房地产为主业的中央企业之一，旗下的大悦城控股集团股份有限公司（简称“大悦城控股”，股票代码 000031.SZ）是中粮集团唯一的地产投资和管理平台。中粮集团 2018 年资产名列世界 500 强企业榜单第 122 位，下属 18 家专业化经营公司（大悦城控股是其中之一），业务主要聚焦以粮、油、糖、棉为核心主业的农业及粮油食品，主要公司包括蒙牛乳业、中粮糖业、中粮贸易等。粮食业务始终秉持“忠于国计、良于民生”的发展理念；而地产（大悦城控股）和金融（中粮资本，借壳中原特钢 002423.SZ）在集团中则定位为利润支撑的主营业务。

图表 1、中粮集团下属四大业务板块



资料来源：集团官网，华创证券

图表 2、中粮集团粮油糖棉食品核心业务+金融地产两大主营业务

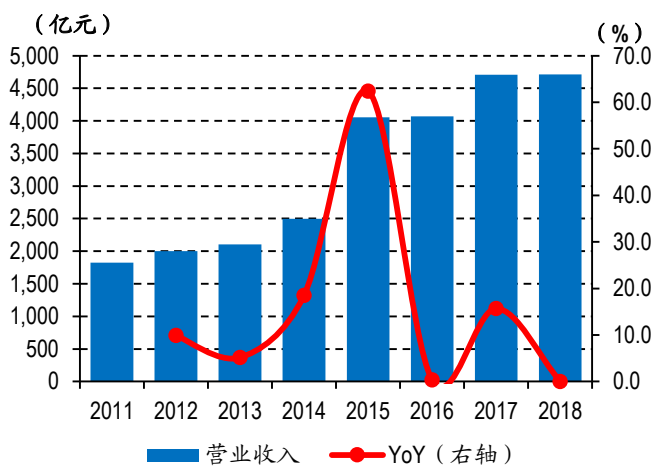


资料来源：集团官网，华创证券

中粮集团在 2016 年制定的十三五规划中提出了 2020 年关键性指标：营业收入将达 7,500 亿，总资产 6,000 亿，利润总额 150 亿，国有资本粮油食品业务占比达到 80%。集团 2018 年营业收入高达 4,711 亿元，利润总额和净利润分别为 129 亿元和 90 亿元；其中房地产业务（A 股大悦城+H 股大悦城地产）合计营业收入占比仅 4.7%，但合计利润总额和净利润占比却分别高达 57% 和 46%。

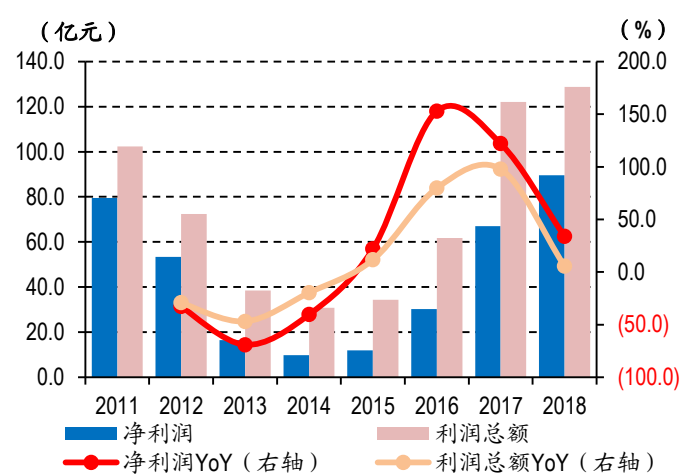
从利润总额角度来看，十三五规划要求集团在 2019-2020 年中累计增速超 16%，年复合增速超 8%，其中，粮食业务关乎国计民生，中粮集团对其必然不能从市场盈利角度去考核；而房地产业务作为过往业绩贡献主力，集团自然对其会提出相对较高的要求。

图表 3、中粮集团营业收入及同比



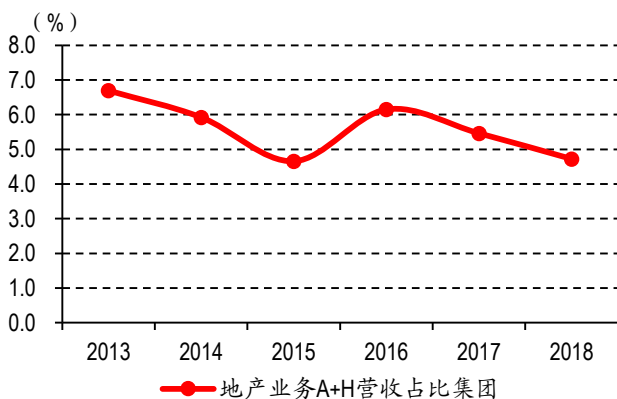
资料来源: Wind, 华创证券

图表 4、中粮集团利润总额、净利润与同比



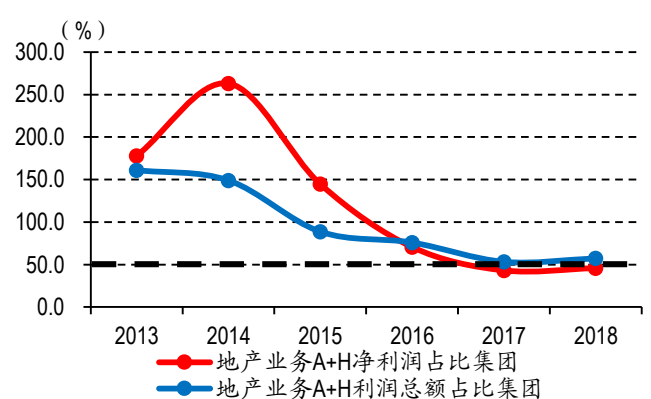
资料来源: Wind, 华创证券

图表 5、大悦城+大悦城地产营收占比集团



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6、大悦城+大悦城地产净利润及利润总额占比集团



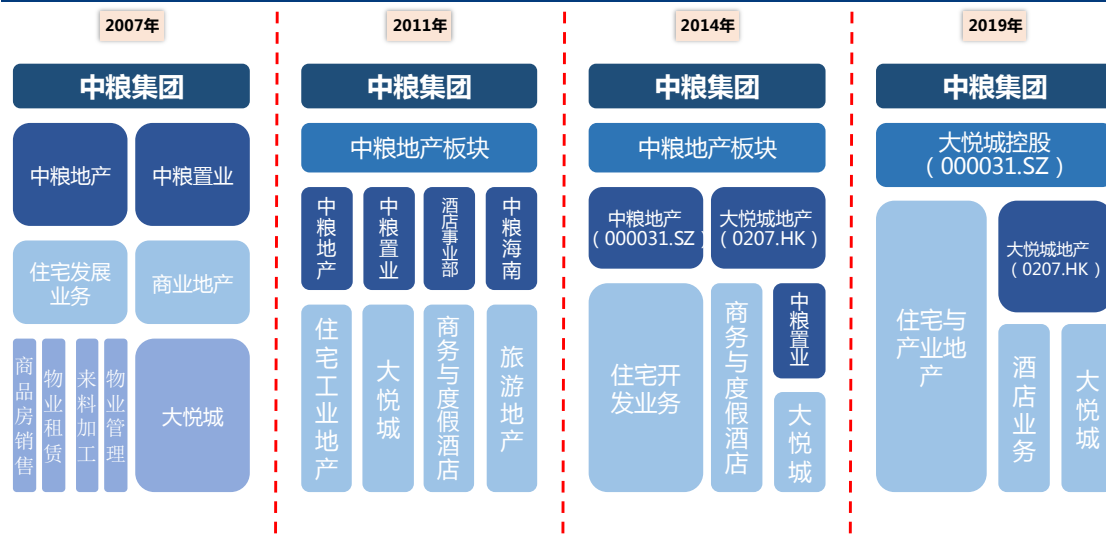
资料来源: Wind, 华创证券

(一) 历史沿革: 16 家以地产为主业的央企之一, 历经 10 年整合、换挡加速前进

大悦城控股原名“中粮地产”，前身是 1993 年上市的深圳宝恒（集团）股份有限公司，于 2005 年被中粮集团

收购后更名中粮地产 (集团) 股份有限公司。2006 年, 中粮集团发文决定划分投资性物业和住宅发展业务、分开发展; 随后 2007 年中粮置业成立, 专门运作商业地产, 同年末首个大悦城——北京西单大悦城成功开业, 并公认为目前最成功的大悦城; 而当时的 A 股中粮地产则主要负责住宅和工业地产开发。

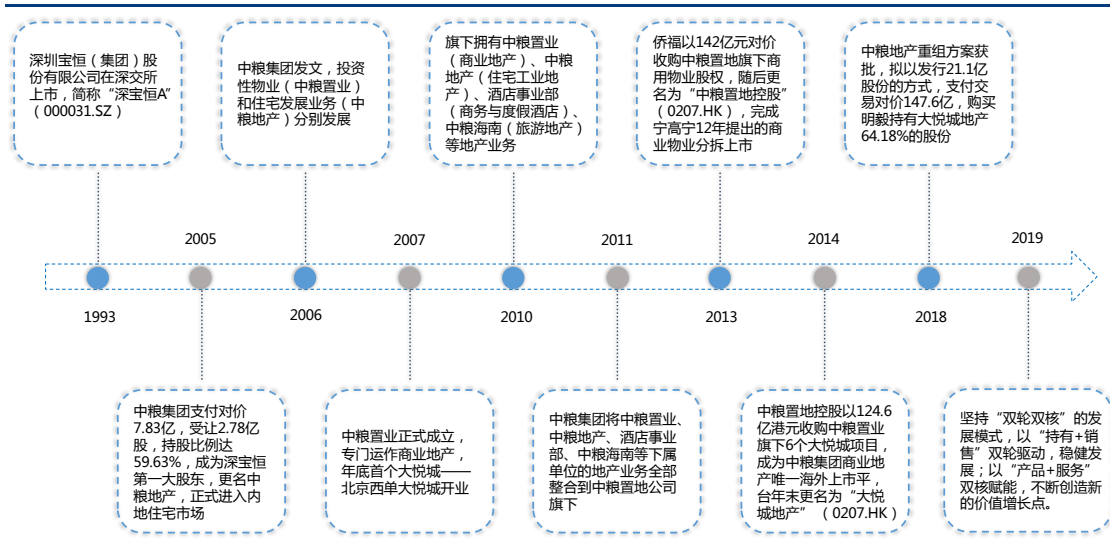
图表 7、中粮集团内地产业务整合历程



资料来源: 公司官网、集团官网、公司公告, 华创证券

2011 年, 集团将中粮置业、中粮地产、酒店事业部、中粮 (海南) 公司等下属单位的房地产业务全部整合到中粮集团二级公司——中粮置地公司旗下, 但业务仍相对分开发展。2013 年, 在董事长李高宁的推动下, 商业地产平台、中粮置地控股于 H 股上市, 并在次年完成集团内商业物业整合, 更名为“大悦城地产”、成为中粮旗下商业地产唯一上市平台。2017 年 7 月, 中粮地产开启与大悦城地产的重组, 并于 2018 年 12 月得到证监会审批通过, 2019 年初形成“A 控红筹”架构。

图表 8、大悦城控股大事记



资料来源: 公司官网、公司公告, 华创证券

2019年4月,大悦城控股副总经理姚长林公布了公司3-5年的发展目标:未来3-5年持有性项目及销售型项目都将超过50个,经营规模近三年复合增长率将达37.26%,形成品质化、多元化、复合化的长效发展。大悦城控股未来3-5年新增土地储备超过6,000万平米,利用五大方式获取土储。获取土地的方式主要为:一是通过集团存量资源盘活;二是通过城市更新;三是利用产业整合能力;四是利用大悦城品牌优势;五是与现有的一级开发联动。

(二) 主营业务:“持有+销售”双轮驱动,深圳工业及旧改土储质优丰厚

1、住宅开发:定位中高端、深耕核心城市,布局北上深等一二线20余城

整合后的大悦城控股坚持“双轮双核”的发展模式,以“持有+销售”双轮驱动,以“产品+服务”双核赋能。公司多业态立体联动,覆盖商业、住宅、产业地产、酒店、写字楼、长租公寓、物业服务等领域,布局北京、上海、深圳、成都、杭州、西安等近30个一、二线核心城市。住宅地产方面,公司定位中高端,拥有“壹号、祥云、锦云、鸿云”四大产品系列,项目布局北京、上海、深圳、天津等20余一二线城市。

图表 9、大悦城控股四大住宅产品系列

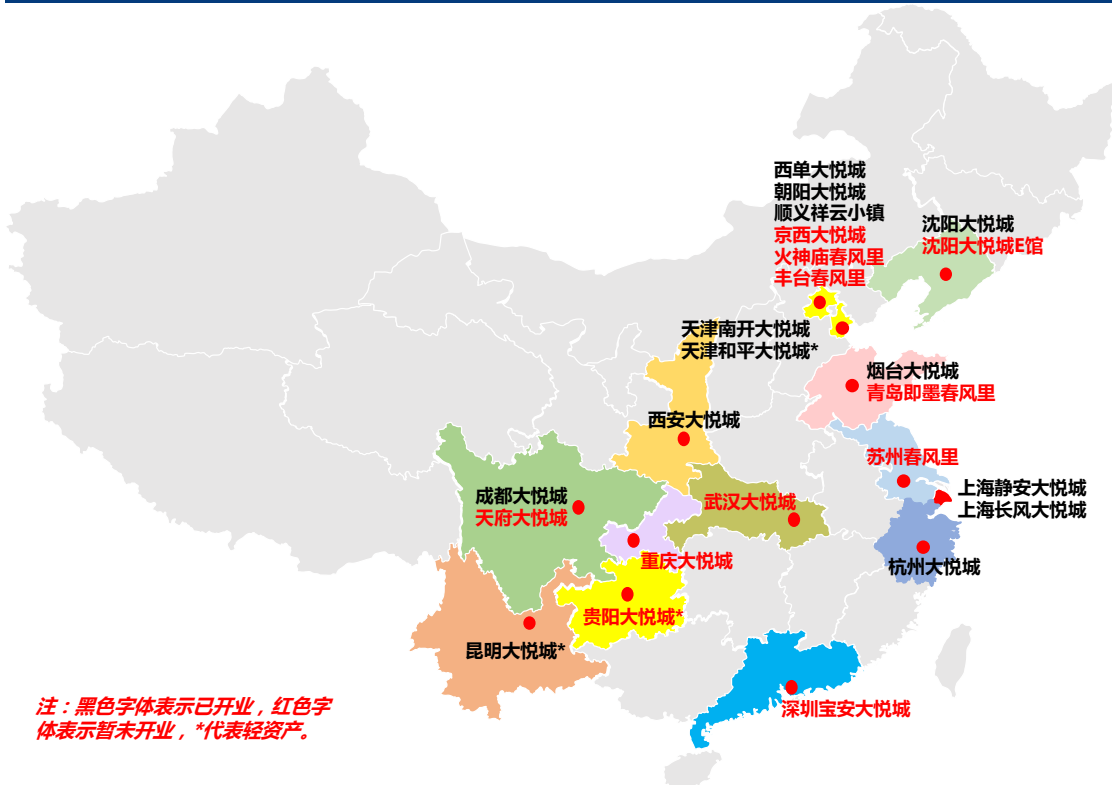


资料来源:公司官网,华创证券

2、持有型物业:以大悦城综合体为主,辅以春风里和祥云小镇两条产品线

商业地产方面,公司成功打造了大悦城、大悦春风里、祥云小镇三条产品线,品牌定位时尚、潮流,以年轻中产、成熟中产为核心客群,现已在北京、上海等10余个一二线城市布局。2019年4月,大悦城副总经理姚长林,指出,未来3-5年持有性项目将超过50个。目前包括大悦城、写字楼和酒店公司已经拥有20个商业项目,在建9个商业项目,未来再获取20个项目就可以达到目标。下文我们会对公司持有型物业进行详细分析。

图表 10、全国大悦城、大悦春风里和祥云小镇分布



资料来源：公司官网、公司公告，华创证券

3、工业用地：深圳宝安 131 万方及集团待注入 50 万方工业用地优质土储，旧改稳步推进

工业地产方面，公司在深圳宝安拥有 131 万方工业厂房，包括宝安福永东芝泰格厂房、大洋华丰厂房和 67 区中粮商务公园等，出租率高达 99%。其中新安片区建筑面积约 26 万方（占地约 14 万方），周边住宅均价 7.5 万元/平左右；福永片区（含长营、全一项目）建筑面积约 106 万方（占地约 72 万方），周边住宅均价 4.5 万元/平左右。此外，集团深圳清水河 50 万方工业冷库也在 2016 年给至公司托管，2018 年 4 月重组公告中*承诺重组完成后三年内注入。

旧改方面，公司在深圳中粮天悦壹号等城市更新项目的基础上，申报了深圳宝安 25 区项目、深圳金帝食品厂项目（集团给到公司）、深圳宝安大洋工业区项目等，目前处于稳步推进状态。

注：2018 年 4 月 25 日公司收购报告书中承诺，中粮集团（深圳）有限公司的持有型物业（即清水河工业厂房）未来可能纳入深圳市城市更新规划单元。若未来该公司持有的物业纳入深圳市城市更新规划单元，中粮地产将以获取实施主体或合作开发的模式实现对该物业项目后续开发的控制。若在本次重组完成后三年内中粮集团（深圳）有限公司持有的物业未纳入深圳市城市更新规划单元，在前述期限届满之日起两年内，本公司会将该等物业转让至中粮地产（或中粮地产下属公司）或其他无关联第三方。

图表 11、深圳 131 万方+50 万方集团托管工业厂房



资料来源：公司官网，公司年报，房天下，华创证券

图表 12、深圳旧改项目推进情况

项目名称	进展情况
25 区项目	该项目一期 A 地块于 2017 年 6 月 15 日获得实施主体确认书，于 2017 年 11 月 14 日取得用地规划许可证，现正处于开发建设阶段；一期 B、C 地块正在开展拆迁、谈判等前期工作。
金帝项目（集团给到公司）	该项目于 2017 年 9 月规划草案公示，于 2017 年 12 月 28 日取得专项规划批复。 该项目拟更新方向为新型产业等功能，更新单元用地面积 28,409.5 平方米，拆除用地面积 28,409.5 平方米，其中开发建设用地 24,147.5 平方米，计容建筑面积 144,810 平方米。2018 年 4 月 28 日，公司全资子公司中粮（深圳）智汇置业有限公司取得该项目的城市更新项目实施主体确认书，现正在开展清租谈判等前期工作。
大洋工业统筹片区项目	该项目于 2017 年 12 月 20 日在《2017 年深圳市宝安区城市更新单元第一批计划》进行了公示，更新方向以普通工业为主，更新单元面积为 187,631.2 平方米，拟拆除范围用地面积为 166,439.4 平方米。

资料来源：公司公告，华创证券

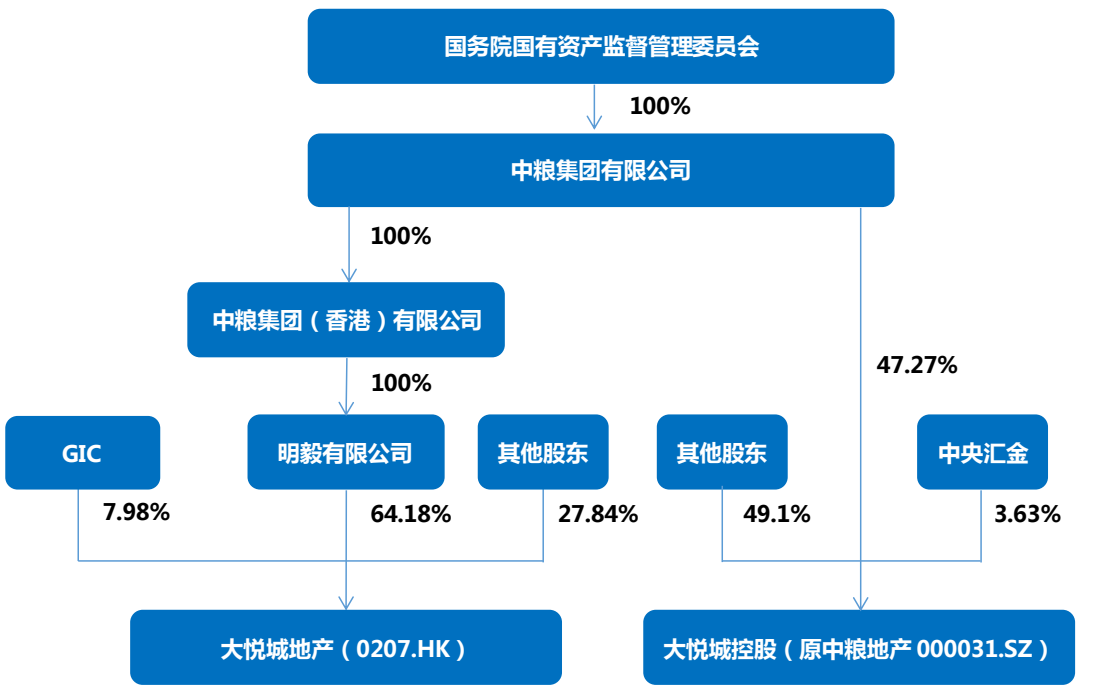
（三）股权结构：重组后形成“A 控红筹”架构，“持有+住宅”业务整合、协同效应增强

上文中我们提到，中粮集团内部房地产业务在很长一段时间内处于分割发展、各自独立的阶段。而事实上，早在宁高宁时代，房地产业务整合的想法就已萌发。2009 年，宁高宁称中粮集团房地产业务将以 A+H 方式整体上市，并于 2011 年开启了中粮系内部整合，但并无结果。

2014 年 7 月 15 日，国务院国资委召开新闻发布会，公布开展“四项改革”试点名单，中粮集团成为首批被纳入试点的六家央企之一；随后 2015 年正值国企改革拉起大幕，中海、五矿、信达等先后宣布进行资产重组。公司则于 2017 年 7 月开始停牌重组，2018 年 10 月重组方案由于定价公允性（可比公司法和可比交易法估值）被驳后，12 月保持原方案定价不变、补充收益法估值报告以及业绩承诺后再次推进，并得到证监会审批通过，形成“A 控红筹”架构，旗下拥有 H 股上市的大悦城地产有限公司（股票代码：00207.HK，下文简称“大悦城地产”）。

注：业绩承诺具体指，承诺资产（二次上会中，对标的公司中采用收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法估值的资产所属主体）在 2018 年、2019 年和 2020 年的承诺净利润累计为 189,075 万元。

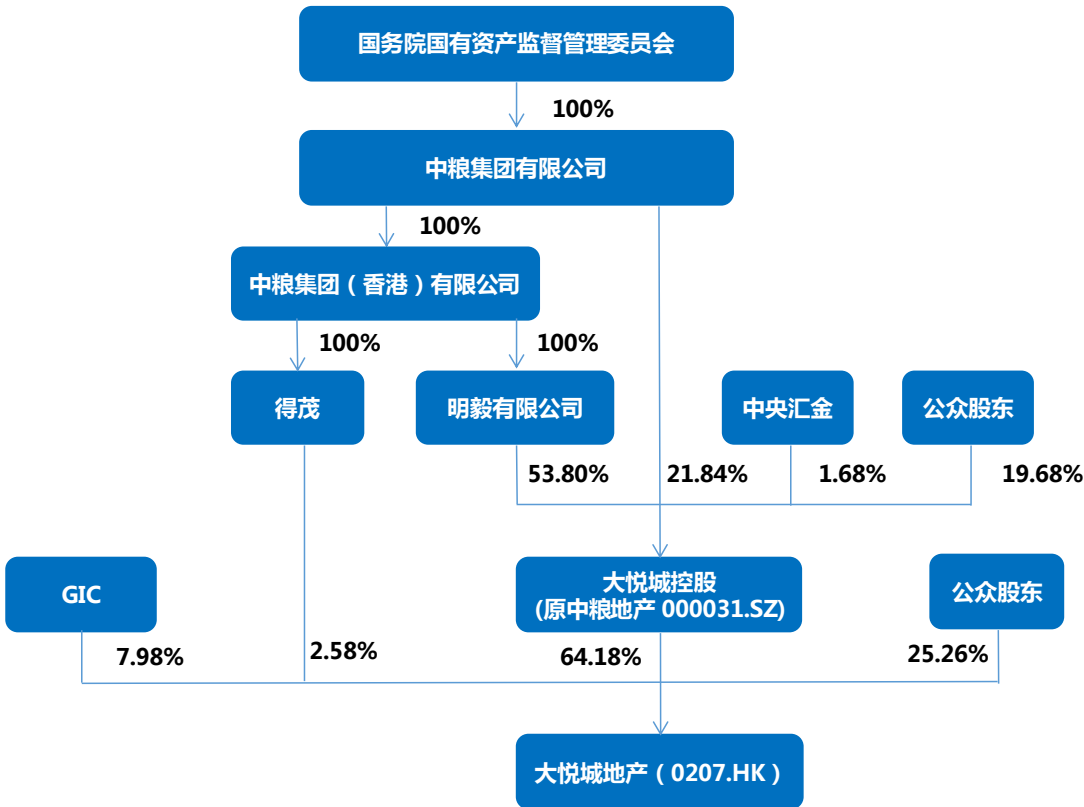
图表 13、重组前股权结构



资料来源: Wind, 华创证券

可以看到, 重组之前的中粮地产与大悦城地产虽属于同一控制人, 但股权上没有直接关系, 业务合作也较少, 2018 年深圳宝安 25 区城市更新项目是两个公司为数不多的合作之一。本次重组方案中, 中粮地产拟以发行股份方式向明毅公司 (Vibrant Oak Limited) 收购大悦城 91.34 亿股普通股, 占大悦城已发行普通股总数的 64.18%, 形成同一控制下企业合并; 总对价 147.56 亿元 (2017 年分红除息后调整为 144.47 亿元), 每股价格 6.89 元 (2017 年分红除息后调整为 6.84 元, 2018 年分红除息后则为 6.73 元)。重组后大悦城控股持股大悦城地产 64.18%, 住宅开发与商业地产业务得到整合。

值得注意的是, 重组上市时, 证监会已核准公司后续非公开发行股票募集配套资金不超过 24.25 亿元。本次定增于 2019 年年底到期, 而按照惯例, 本次定增价格一般不得低于重组发行价格。目前公司现价为 6.35 元, 较重组发行价格 6.73 元仍折价 6%, 因而, 从公司角度来看, 为了完成 24 亿元的非公开发行, 公司需要更积极市值管理, 推动股价达到 6.73 元, 另一方面, 从投资者角度来看, 重组发行价格 6.73 元赋予了目前公司现价为 6.35 元一定的安全边际。

图表 14、重组后股权结构


资料来源: Wind, 华创证券

(四) 国改背景: 集团曾被列为国改试点央企, 公司被纳入国改“双百名单”, 后续提质增效可期

上文已经提到, 2014年, 中粮集团被国务院国资委选为首批国有资本投资公司改革试点央企, 其中四大改革方向分别是: 国际化全产业链、引进业外资本、业务板块分拆上市、引进职业经理人。2016年, 集团完成了《国有资本投资公司改革方案》等重大政策配套, 重点打造18家专业化公司。同年7月, 国务院国资委日前对集团董事会进行了18项授权, 涉及资产配置、薪酬分配、市场化用人等多方面。授权后, 国资委将不再干预企业的战略和投资计划, 中粮集团可自主决定五年发展规划和年度投资计划, 中长期发展战略和规划则由中粮集团研究决定后报国资委备案。

2019年1月, 公司被纳入国改“双百名单”, 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, 后续提质增效可期。2019年4月, 中粮集团副总裁、大悦城控股董事长周政表示, 会引进战略投资者, 同时探索推动实行员工持股。本次交易后, 融合了中粮地产及大悦城地产核心业务、境内外一体化的房地产专业化公司将成为“18路军”的中流砥柱, 贯彻落实国企改革“做强做优做大”及“提质增效”的发展方针。

图表 15、中粮集团及大悦城控股国改进度

时间	事件	具体内容
2014	中粮集团被国务院国资委选为首批国有资	中粮集团的改革以“小总部, 大产业”原则, 形成“集团总部资本层-专业化公司资产层-生产单位执行层”3级架构; 其中四大改革方向分别是: 国际化全产业链、引进业外资本、

时间	事件	具体内容
	本投资公司改革试点央企	业务板块分拆上市、引进职业经理人。
2016	中粮集团完成《国有资本投资公司改革方案》等重大政策配套	重点打造 18 家专业化公司；同年，中粮集团所属四家专业化公司中粮置地、中粮工科、中粮肉食、中粮包装通过不同形式引入外部资本推进混合所有制改革。
2016/07	国务院国资委日前对集团董事会进行了 18 项授权	18 项授权涉及资产配置、薪酬分配、市场化用人等多方面。授权后，国资委将不再干预企业的战略和投资计划，中粮集团可自主决定五年发展规划和年度投资计划。中长期发展战略和规划则由中粮研究决定后报国资委备案。
2018/08	国资委下发《关于印发〈国企改革“双百行动”工作方案〉的通知》	国资委以更大力度推动国企深化改革。国务院国有企业改革领导小组决定选取百余户中央企业子企业和百余户地方国有骨干企业（以下简称“双百企业”），在 2018-2020 年期间实施国企改革“双百行动”。
2019/01	公司被纳入国改“双百企业”名单	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。
2019/04	中粮集团副总裁、大悦城控股董事长周政讲话	中粮集团副总裁、大悦城控股董事长周政表示，会引进战略投资者，同时探索推动实行员工持股。本次重组交易后，融合了中粮地产及大悦城地产核心业务、境内外一体化的房地产专业化公司将成为“18 路军”的中流砥柱，贯彻落实国企改革“做强做优做大”及“提质增效”的发展方针。

资料来源：新浪财经，公司公告，公司官网，华创证券

二、持有型物业：持有+住宅协同、轻重模式并举，租金稳定增长、复制步伐加速

（一）商业品牌定位：新兴中产、核心区位大悦城+家庭消费、社区 Mall 春风里+高端交互式体验祥云小镇

在商业地产领域，大悦城控股成功打造了大悦城、大悦春风里、祥云小镇三条产品线，以年轻中产、成熟中产为核心客群、以“年轻、时尚、潮流、品位”为品牌定位，立体化布局，共同引领消费升级背景下的商业地产高质量发展。根据中指院发布的《2019 中国购物中心运营优秀企业》显示，大悦城位列行业第三，可见其商业运营能力之强。

图表 16、2019 中国购物中心运营优秀企业 Top5

排名	企业名称
1	万达商业
2	华润置地
3	大悦城
4	龙湖集团
5	星河商用

资料来源：中指院，华创证券

大悦城: 2007 年末, 首个大悦城 (Joy City) 开业, 主要面对 18-35 岁的新兴中产、愿意为产品和服务的附加值买单。大悦城一般位于一二线城市交通便捷的核心地段, 辐射全市, 围绕玩乐展开都市生活需求的“第二生活范畴”; 客流显示低频到访、高频消费的特征。由于公司目前开业项目主要是大悦城, 后续我们将详细分析大悦城项目的情况。

大悦春风里: 2017 年末, 公司在大悦城十周年品牌推介会上推出第二条产品线“大悦春风里” (Joy Breeze), 瞄准的是 25-45 岁的新兴中产和成熟中产。大悦春风里重点布局在一线非核心商圈或二线城市核心商圈, 更类似于社区 Mall 的定义; 导向和日常生活联系更紧密的“第一生活范畴”, 零售占比较少、而体验式业态占比较高。首个大悦春风里预计将于今年入市 (北京火神庙项目)。

祥云小镇: 此外, 2014 年开业的祥云小镇定位 25-55 岁的城市中高产, 强调交互式体验和精神层次需求。目前唯一的中粮祥云小镇位于北京顺义中高端住宅及别墅区。

图表 17、大悦城、大悦春风里及祥云小镇品牌定位

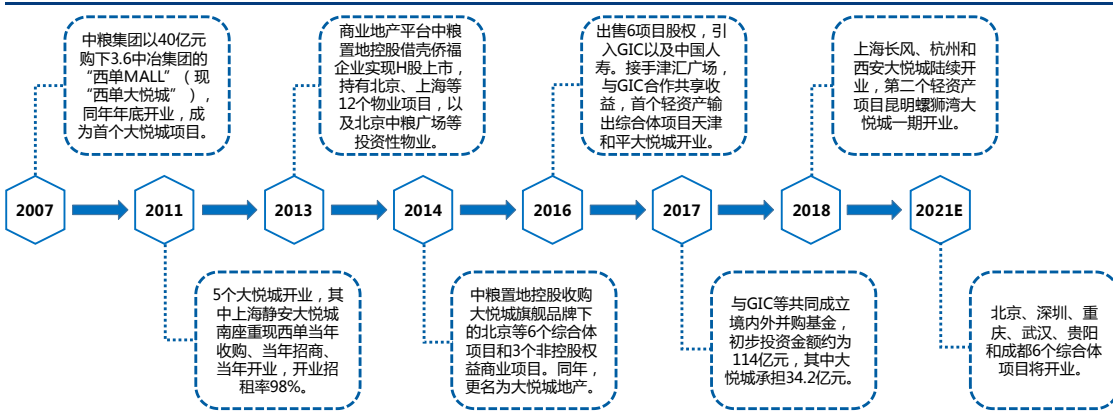
	大悦城	大悦春风里	祥云小镇
目标客群	<ul style="list-style-type: none"> 18-35岁新兴中产, 追求品质、愿意为产品和服务的附加值买单; 热衷于尝试新鲜潮流的产品和服务; 低频到访、高频消费。 	<ul style="list-style-type: none"> 25-45岁的新兴中产和成熟中产; 家庭消费及体验购物为主; 高频到访、低频消费。 	<ul style="list-style-type: none"> 面向城市25-55岁中高端客群, 立足于高端住宅区; 以“国际化、高品质、慢生活、情感圈”为四大核心理念, 激发并满足目标客群的高层次精神需求。
选址	<ul style="list-style-type: none"> 一二线城市核心地段与商圈, 地铁可达。 	<ul style="list-style-type: none"> 辐射社区, 区域生活中心, 步行或骑行可达。 	<ul style="list-style-type: none"> 给城市近郊有居住配套区域配建商业。
商业定位	<ul style="list-style-type: none"> 全服务链城市综合体, 辐射全市; 以年轻、时尚、潮流、品味为特征; 围绕玩乐展开都市生活需求的“第二生活范畴”。 	<ul style="list-style-type: none"> 社区购物中心, 作为城市中大悦城的补充; 零售比例不高, 更强调家庭体验和生活业态, 建筑形态采取盒子+街区设计; 和日常生活联系更紧密的“第一生活范畴”。 	<ul style="list-style-type: none"> 早期定位“城市微度假小镇”, 覆盖了在附近3-5公里居住中高层收入人群; 新定位改为“欢聚场, 居心地”, slogan“与世界奇遇”; 开放式街区商业产品, 强调交互式体验。

资料来源: 公司官网、公司公告、赢商网, 华创证券

(二) 大悦城发展历程: 1.0 收购与招商-2.0 主题与细分-3.0 轻重并举、资本赋能

2007 年 1 月中粮置业成立, 专门运作中粮集团旗下商业地产。同年 4 月, 中粮集团以 40 亿元购下中冶集团的“西单 MALL” (现“西单大悦城”), 并成功实现年底开业, 成为首个、也是最成功的大悦城项目。2009 年初中粮集团发文打造“全服务链的综合体”, 计划 5 年 20 个大悦城; 之后虽然大悦城综合体项目拓展质量稳定, 而速度并不尽如人意。

图表 18、大悦城地产大事记



资料来源：公司官网、公司公告，华创证券

注：H 股大悦城地产是公司发展大悦城综合体的主要平台。

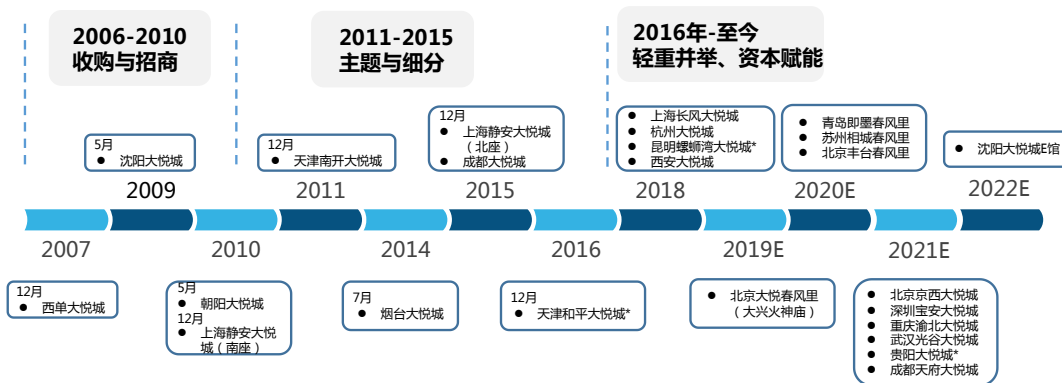
大悦城的发展历程可以主要分为以下三个阶段：

2006-2010 年，收购与招商：大悦城的发展从购买三个大型商业综合体起步，分别是北京西单大悦城、沈阳大悦城以及上海静安大悦城南座。这也是大悦城的 1.0 时代，侧重收购与招商，依靠全新的商业思维和强大的招商能力，将国际快时尚品牌、影院、餐饮、娱乐与综合业态引入购物中心。

2011-2015 年，主题与细分：大悦城的 2.0 时代着重突出每个商场的主题，为细分客群带来全然不同的环境感受和产品体验。期间经历了商业地产平台 H 股上市与内部商业物业整合、安定门大悦城“难产”，5 年间开业 4 座大悦城，精耕细作、稳步发展，大悦城品牌逐步打响。

2016 年-至今，轻重并举、资本赋能：大悦城的 3.0 时代以“平台赋能”为核心，着力打造内容平台、智慧平台和资本平台。拓展速度不及预期一直是大悦城的一大短板，而公司从 2016 年开始逐步变化。2016 年出售部分项目股权给 GIC 和国寿并尝试首个轻资产输出项目，2017 年与 GIC 等成立 114 亿元境内外并购基金，2018 年当年开业 4 个大悦城项目（包括 1 个轻资产输出项目），二三线城市扩张加速的同时也进入资本赋能阶段。

图表 19、大悦城综合体及大悦春风里已开业/将开业情况



注：*表示轻资产运作

资料来源：公司官网、公司公告，华创证券

(三) 大悦城运营概况: 卡位核心资产、租金稳定增长、招商与操盘力极强

我们认为大悦城的三大优势造就了在商业运营方面的能力, 分别是:

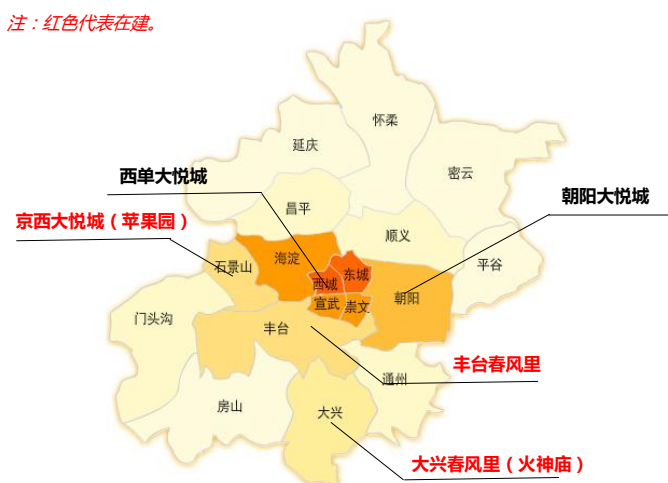
- 1) 卡位核心资产, 客流辐射力优异。大悦城项目基本位于一二线城市核心区位、辐射全市, 成熟项目日均客流 6.5-7 万人次、业内领先。
- 2) 租金稳定增长, 核心驱动力来自购买力提升和面积扩张。近 5 年内 7 个成熟项目商户销售额 CAGR17.0%, 高于租金 CAGR15.5%、也高于 GLA 的 CAGR9.4%。
- 3) 招商与操盘力极强, 深耕会员经济、大数据系统锦上添花。343 招商品牌分类机制确保大悦城标准化复制, 创意街区+IP 展览的体验经济圈定客流与消费, 深耕会员潜力、刺激消费频率, 大数据系统支撑精细化运营。

1、选址与客流: 深耕一二线城市核心区位、辐射全市, 成熟项目日均客流 6.5-7 万

目前公司已开业 10 座股权类大悦城、2 座轻资产大悦城 (天津、昆明), 储备及在建 5 座股权类大悦城、4 座大悦春风里以及 1 座轻资产大悦城 (贵阳)。已开业 10 座股权类大悦城分别位于北京、沈阳、上海、天津、烟台、成都、杭州和西安 8 个城市。

可以看到, 在城市选择方面, 公司主要还是深耕核心一二线城市, 共分为三类: 持续拓展型, 即北京、上海、天津等城市; 优先进入型, 即沈阳、成都、烟台、深圳等城市; 重点跟踪型, 即杭州、西安等城市。具体区域来看, 由于大悦城辐射全市客流, 因此交通便利的核心区位、尤其是地铁可达成为大部分项目选址的必要条件之一。

图表 20、北京大悦城及春风里布局



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 21、上海大悦城布局



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 22、全国大悦城、大悦春风里和祥云小镇分布

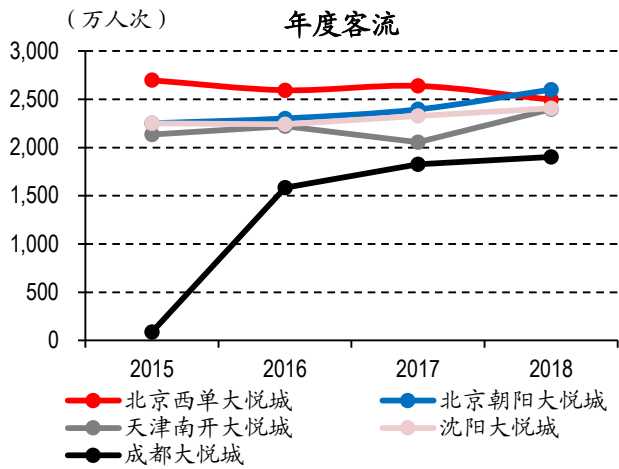


资料来源：公司官网、公司公告，华创证券

客流方面，除去 2018 年开业的 3 个大悦城（上海长风、杭州和西安），7 个成熟大悦城*¹ 在 2018 年的总体客流达到 1.4 亿人次，每年保持平稳增长*²。其中开业较早的西单、朝阳、南开、沈阳年客流人次已经稳定在 2,400-2,600 万人次、日均 6.5-7 万人次；2015 年末开业的成都大悦城客流也积累较快、达到日均 5.2 万人次；上海静安大悦城由于地理位置和周边拆迁等因素导致客流集聚较慢；烟台大悦城客流下降、但会员数量提升较快，贡献了购买力。

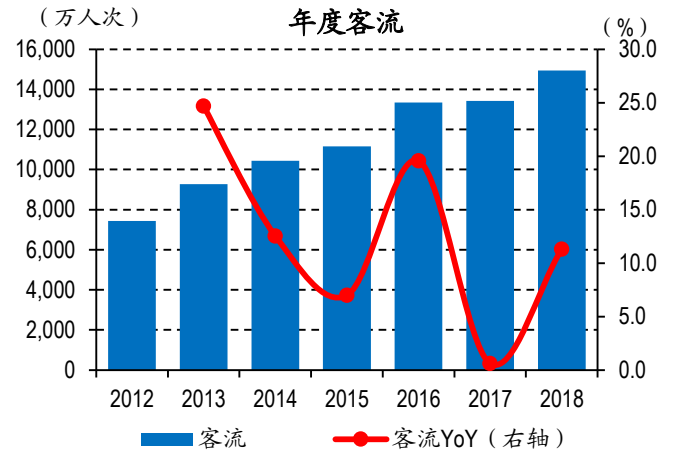
注：1、本文中分析对象大悦城运营数据主要来自这 7 个成熟的股权类项目。2、我们所分析的总体客流、租金、销售额等运营数据由于开业项目和开业时间不同均会导致总体数据有所波动，所以我们会重点分析单个成熟期项目的数据。

图表 23、西单、朝阳、南开、沈阳年客流人次基本稳定



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 24、大悦城总体客流及同比



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 25、部分项目客流对比

城市	项目名称	2018 年日均客流 (万人次)	2018 年销售额 (亿元)	2018 年租金 (亿元)	GLA (万方)
北京	西单大悦城	6.8	43.00	6.84	5.39
北京	朝阳大悦城	7.1	44.17	6.44	12.26
上海	静安大悦城	3.3	14.52	2.39	6.60
上海	华润万象城	4.5	18.00	2.84*	9.00
上海	龙湖宝山天街	5.5	8.50	1.63	6.00

资料来源: 公司公告, 草根调研, 华创证券

注: 万象城租金由港币按照 0.85 汇率折算。

2、销售与租金: 租金单价 CAGR11%、总体 15%, 购买力提升+面积扩张驱动租金增长

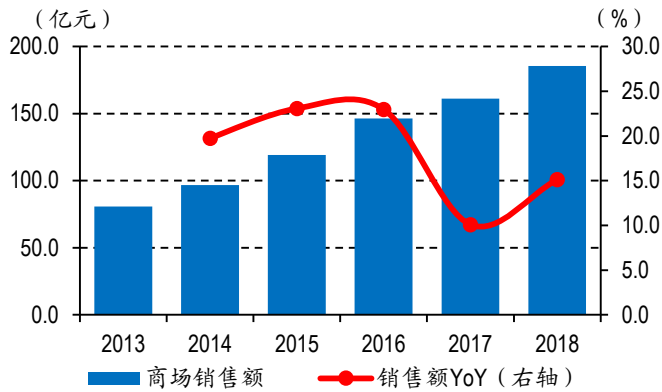
1) 销售额稳步增长、并高于行业平均, 租售比稳定在 15%左右

2013 年至今大悦城出租率平均值稳定在 95%以上*, 处于高位。2018 年大悦城商户销售额 186 亿元, 同比增长 15.1%; 可比 7 个成熟项目的商户销售额 177 亿元, 同比增长 9.9%, 仍高于社零增速 8.98%; 并且在过去 5 年中绝大多数项目商户销售额每年都能保持正增长。西单大悦城坪效 (销售额/GLA) 最高、达到 2.2 万元/天/平, 其余项目在 3,000-10,000 元不等; 开业时间 3-4 年左右的烟台和成都大悦城坪效绝对值不高、但增速较快。

大悦城总体租售比从 2013 年的 15.7%缓慢降至 2018 年的 14.0%, 单个项目租售比区间在 10%-17%。在商户销售额持续增长的背景下, 租售比稳中略降反而说明商场经营的稳定性, 以及后续提租更有空间。

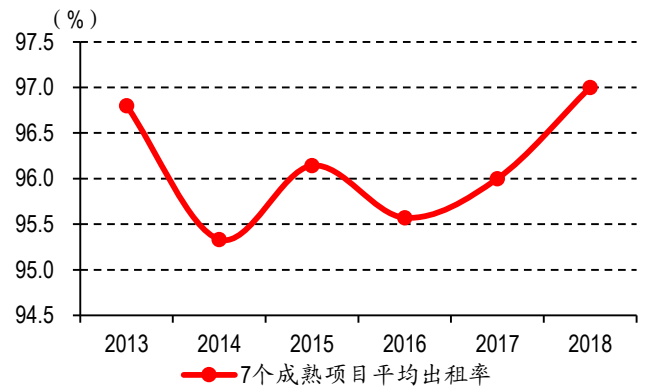
注: 18 年已开业项目出租率均值 96%不包括 12 月开业的西安大悦城。

图表 26、大悦城综合体商户销售额及同比



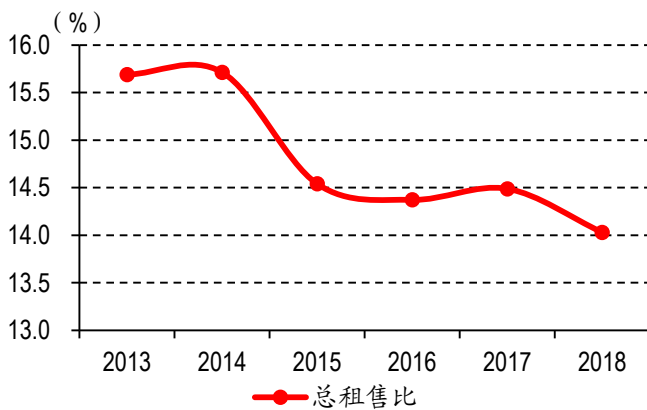
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 27、7 个成熟项目出租率平均稳定在 95% 以上



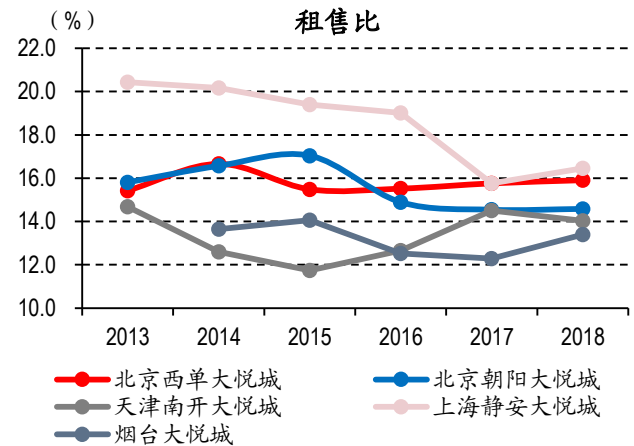
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 28、大悦城总租售比



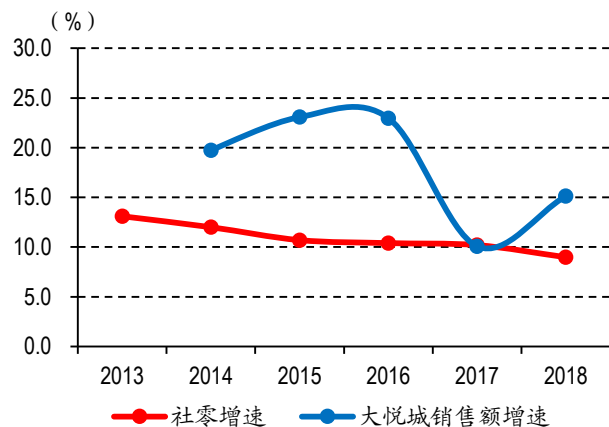
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 29、部分大悦城项目租售比



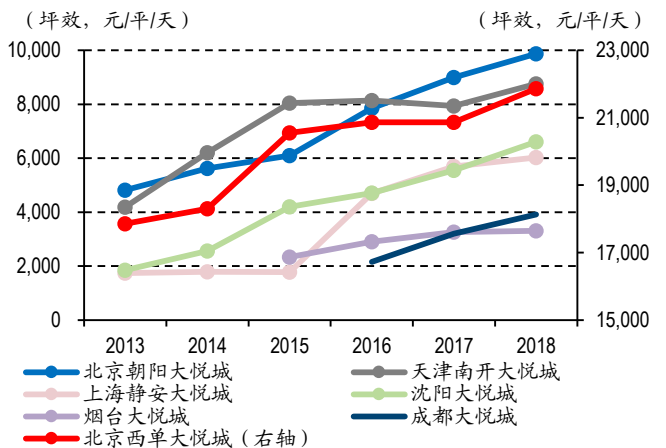
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 30、大悦城销售额增速 vs. 行业



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 31、部分项目坪效 (元/平/天, 销售额/GLA)



资料来源: 公司公告, 华创证券

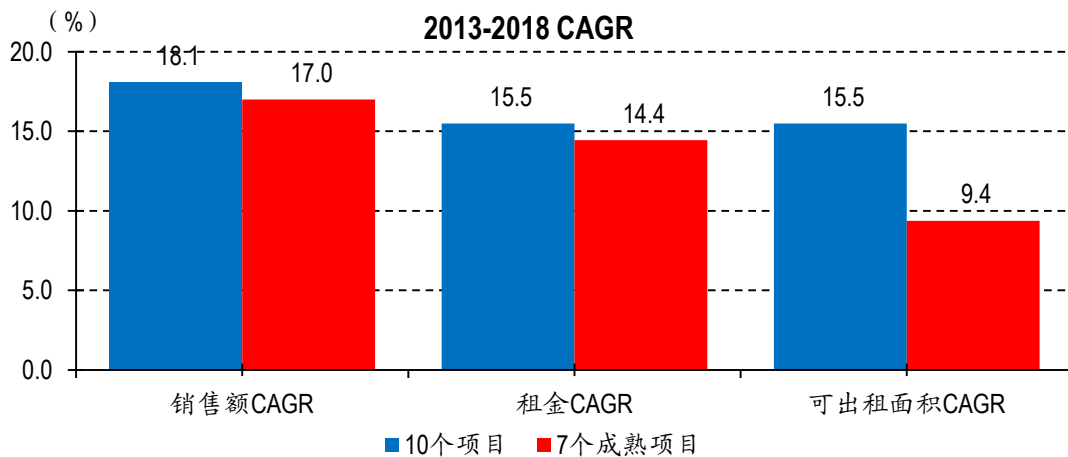
2) 租金增长来自购买力提升和面积扩张, 每年 CAGR15%、租金单价 CAGR11%

目前公司已开业的 10 个股权类大悦城合计建筑面积 (GFA) 242 万方, 商业面积 (GRA) 163 万方, 可出租面积 (GLA) 79.80 万方; 总租金 26.03 亿元, 同比增长 11.5%。剔除去年刚开业的 3 个项目后 GLA 合计 60.78 万方, 总租金 24.87 亿元, 同比增长 9.1%。

而租金的增长核心驱动力来自商户销售额的增长, 其次是项目面积的扩张。可以看到, 2013-2018 年间, 7 个成熟项目商户销售额 CAGR17.0%, 高于租金 CAGR14.4%, 也高于可出租面积 CAGR9.4%。即使在去年新开业 3 个项目 GLA 达到存量面积 24% 的情况下, 10 个项目整体租金 CAGR 仍与面积 CAGR 相当、达到 15.5%。这意味着后续随着 GLA 的扩张, 公司租金增长将更有空间。

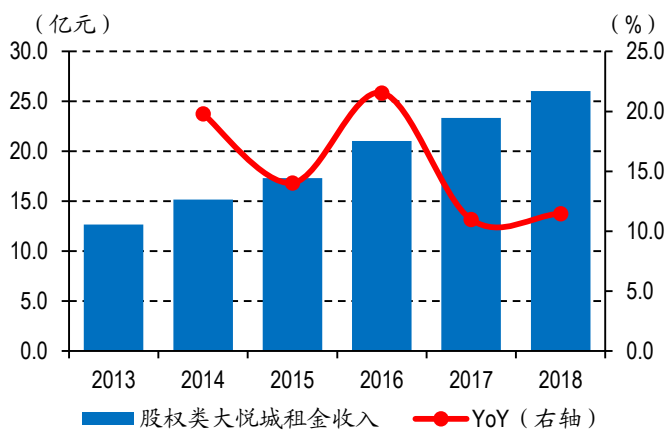
注: 商业地产中, GFA (Gross Floor Area) 建筑面积主要指地上地下, GRA (Gross Retail Area) 商业面积主要指地上面积 (包括地下商业面积, 但剔除停车场), GLA (Gross Leasable/Lettable Area, 也称 Net Leasable Area) 可出租面积主要指用与商户签约的租赁面积。

图表 32、大悦城 2013-2018 销售额、租金及可出租面积 CAGR



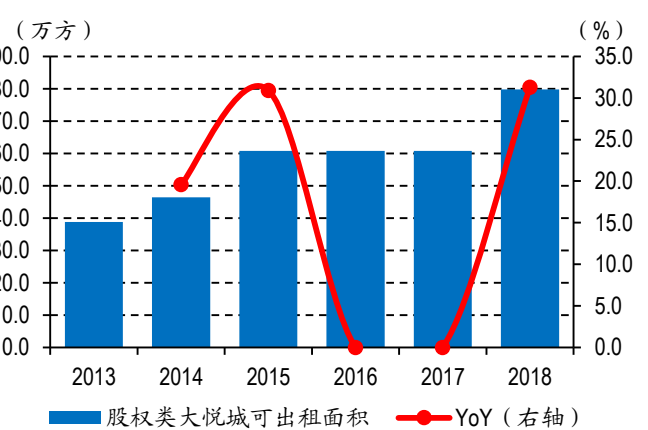
资料来源: 公司公告、公司业绩推介资料, 华创证券

图表 33、大悦城租金收入及同比



资料来源: 公司公告, 华创证券

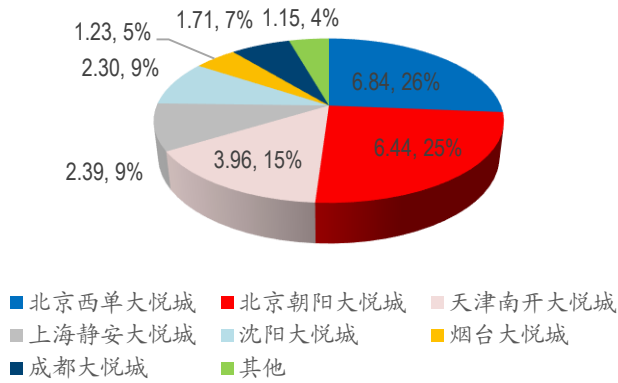
图表 34、大悦城可出租面积及同比



资料来源: 公司公告, 华创证券

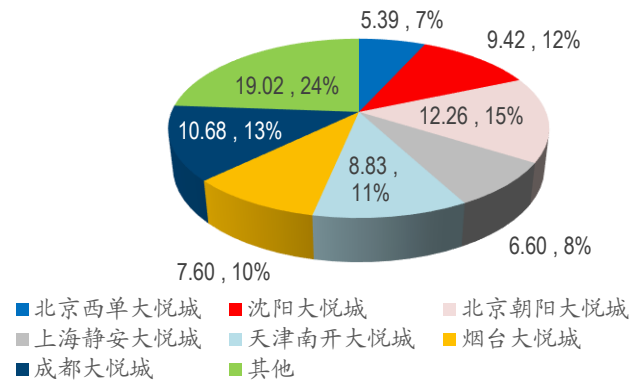
从租金构成来看，西单大悦城 2018 年租金收入 6.84 亿元，占比整体 26%，但 GLA 仅占整体的 7%；单位租金绝对额也是所有项目之首、达到 1,072 元/平/月，2013-2018 年 CAGR4.4%，开业较早导致目前增速放缓。

图表 35、租金分项目构成



资料来源：公司公告，华创证券

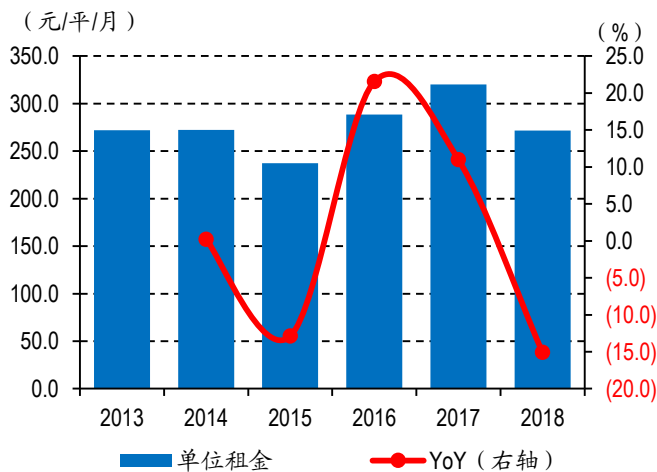
图表 36、GLA 分项目构成



资料来源：公司公告，华创证券

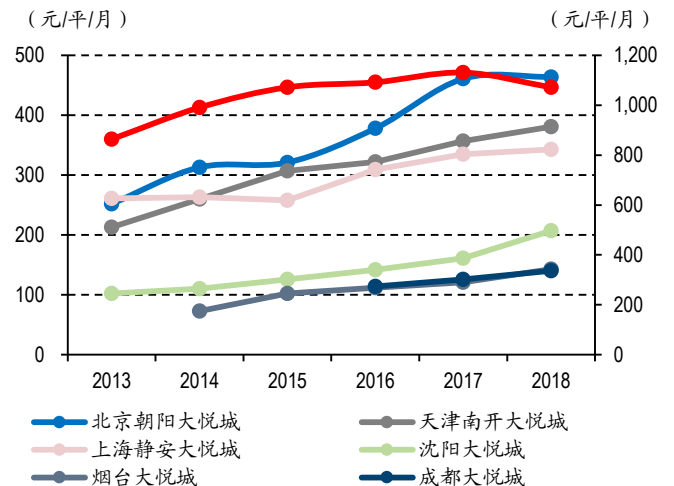
2018 年 10 个项目平均单位租金为 272 元/平/月，近 5 年均值在 277 元/平/月左右。2018 年平均租金的下行主要由于新增项目较多，且一般项目开业都在下半年或年末，拉低单位租金收入水平。而在之前稳定扩张阶段（1-2 年 1 个项目），2013-2017 年公司单位租金收入由 272 元/平/月稳步增长至 320 元/平/月。

图表 37、大悦城平均月单位租金



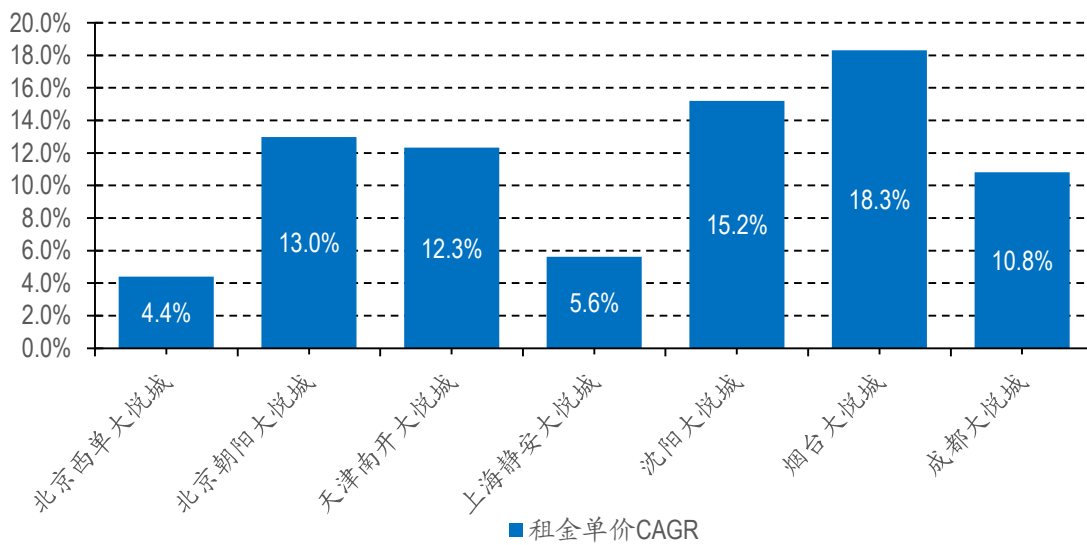
资料来源：公司公告，华创证券

图表 38、部分大悦城月单位租金



资料来源：公司公告，华创证券

二三线城市项目租金绝对额不高，但增速远快于一线城市项目。我们可以把 7 个成熟项目再分成两类，一类是一线城市的 4 个项目（西单、朝阳、天津和上海），2013-2018 年租金收入 CAGR 均值 8.8%；另一类是二三线城市的 3 个项目（沈阳、烟台和成都），租金 CAGR 均值 14.8%，其中沈阳大悦城开业较早、但 2018 年租金已较 2013 年翻番。

图表 39、大悦城单个项目租金单价 CAGR


资料来源：公司公告、公司业绩推介资料，华创证券

3) 未来增长：储备 GLA58 万方、开业当年新增租金超 10 亿，轻资产项目逐步落地

目前未开业股权类大悦城 5 座*¹、春风里 4 座，合计 GRA94.53 万方；我们根据已开业 10 个项目 GLA/GRA*² 平均 52% 估算未来新增 GLA57.78 万方，并将在 2019-2022 年陆续开业。

此外，公司目前已开业 2 个轻资产项目，分别是 2016 年的天津和平大悦城和 2018 年的昆明螺狮湾大悦城；并储备 1 个轻资产项目、贵州大悦城。轻资产项目以收取管理费模式，共享租金收益和收入分成；2018 年管理输出及其他服务收入 1.88 亿元。

注：1、此处 5 座数量统计未包括沈阳大悦城 E 馆，但面积统计计入，预计 2022 年开业，但类似上海静安大悦城南座和北座，开业后预计合并入沈阳大悦城整体。深圳宝安大悦城处于旧改拆迁阶段，数量和面积统计均计入。

2、商业地产中，GFA (Gross Floor Area) 建筑面积主要指地上地下，GRA (Gross Retail Area) 商业面积主要指地上面积 (包括地下商业面积，但剔除停车场)，GLA (Gross Leasable/Letable Area, 也称 Net Leasable Area) 可出租面积主要指用与商户签约的租赁面积。

图表 40、大悦城项目及租金情况

序号	项目名称	获得方式	收购/拿地时间	开业时间	权益比例	GFA (万方)	GRA (万方)	GLA (万方)	出租率	租金 (亿元)	GLA/GRA
股权类已开业大悦城											
1	北京西单大悦城	收购	2007/04	2007/12	51%	19.50	10.50	5.39	98%	6.84	51%
2	沈阳大悦城	收购		2009/05	100%	32.27	25.90	9.42	98%	2.30	36%
3	北京朝阳大悦城	收购 自建	2008/06	2010/05	46%	33.85	23.00	12.26	94%	6.44	53%

序号	项目名称	获得方式	收购/拿地时间	开业时间	权益比例	GFA (万方)	GRA (万方)	GLA (万方)	出租率	租金 (亿元)	GLA/ GRA
4	上海静安大悦城 (南座)	收购	2010/02	2010/12	51%	16.30	9.78	2.93	95%	2.39	67%
	上海静安大悦城 (北座)	收购自建	2011/03	2015/12				3.67			
5	天津南开大悦城	招拍挂		2011/12	51%	29.00	18.00	8.83	98%	3.96	49%
6	烟台大悦城	招拍挂	2011/05	2014/07	51%	22.00	15.00	7.60	92%	1.23	51%
7	成都大悦城	招拍挂	2010/01	2015/12	100%	29.00	20.00	10.68	94%	1.71	53%
8	上海长风大悦城	收购	2016/11	2018/05	100%	12.20	12.00	5.49	97%	0.72	46%
9	杭州大悦城	收购	2014/10	2018/08	55%	33.50	20.00	7.23	94%	0.44	36%
10	西安大悦城	收购	2016/05	2018/12	80%	14.65	8.80	6.30			72%
合计						242.27	162.98	79.80	96%	26.03	52%
股权类未开业大悦城及春风里 (黄色单元格为估算)											
1	沈阳大悦城E馆	招拍挂	2018/09	2022	100%	7.88	5.53	3.00		0.44	
2	北京京西大悦城	收购	2017/06	2021/10	20%	12.30	10.00	5.15		1.13	
3	深圳宝安大悦城	旧改	2010/12	2021/12	100%	24.67	14.80	7.62		1.67	
4	重庆渝北大悦城	招拍挂	2017/09	2021/12	100%	22.60	14.50	7.47		1.09	
5	武汉光谷大悦城	招拍挂	2018/10	2021/12	51%	19.72	15.90	8.19		1.20	
6	成都天府大悦城	招拍挂	2018/12	2021	100%	25.90	17.34	8.93		1.30	
7	青岛即墨春风里	招拍挂	2018/02	2020			6.00	3.09		0.45	
8	北京大兴春风里 (火神庙)	收购 (并购基金)	2019/01	2019		10.6	5.80	2.99		0.65	
9	苏州相城春风里	招拍挂	2017/11	2020			17.00	8.76		1.92	
10	北京丰台春风里	招拍挂	2017/05	2020			5.00	2.58		0.56	
合计							111.87	57.78		10.41	
轻资产大悦城											
1	天津和平大悦城		2015/06	2016/12		6.80					
2	昆明螺狮湾大悦		2016/09	2018/12		15.00					

序号	项目名称	获得方式	收购/拿地时间	开业时间	权益比例	GFA (万方)	GRA (万方)	GLA (万方)	出租率	租金 (亿元)	GLA/ GRA
	城一期										
3	贵阳大悦城		2016/07	2021		17.70					
合计						39.50					

资料来源：公司公告，华创证券

注：租金按照一线城市（北上广深）开业当年6元/平/天、二线城市4元/平/天保守估算。

图表 41、其他投资性物业情况（写字楼和酒店）

序号	项目名称	收购/拿地时间	开业时间	权益比例	建筑面积(万方)	可租赁面积(万方)	出租率	租金(亿元)
酒店								
1	三亚亚龙湾瑞吉度假酒店	1992	2011/11	51%	9.09		69%	
2	三亚美高梅度假酒店	1992	2011/11	100%	10.83		86%	3.76
3	三爷凯莱仙人掌度假酒店	1992	1998/01				76%	
合计								7.33
写字楼								
1	北京中粮广场	1992	1996/10	51%	12.00		86%	2.68
2	上海鹏利辉盛阁公寓		2008/10				87%	1.21
3	香港中粮大厦						93%	0.77
4	北京中粮·置地广场		2018/08	51%	7.27	5.66	51%	0.62
合计								5.27

资料来源：公司公告，公司业绩推介资料，华创证券

3、招商与运营：343 招商+体验经济+大数据与会员深耕

1) 343 招商品牌分类奠定基础，确保大悦城品牌标准化复制

343 品牌分类管理机制：公司为确保大悦城品牌的标准化复制，在 2011 年（已开业 4 个大悦城）就将招商品牌分为三类，成为“343”原则。主要要求代表大悦城形象的总部一类模块品牌占比 30%、产生高销售额的总部二类模块品牌占比 40%、地方特色品牌占比 30%，其中品牌分类的标准主要是定位、复制频次、贡献点、品牌管理方式、品牌号召力等维度。仅从 2018 年新开业的 4 个大悦城来看，开业当日客流、销售额以及开业率均在业内领先。

图表 42、2018 年新开业大悦城开业情况及亮点

项目	开业当日客流（万人）	开业当日销售额（万元）	开业率	项目亮点
上海长风大悦城	7.8	389	86%	首个并购改造项目
杭州大悦城	16.3	1,068	93%	体验业态亮点突出
昆明螺狮湾大悦城（一期）	26.0	1,012	90%	西南地区体量最大、商铺数最多
西安大悦城	28.0	1,286	96%	190 个首入西安及曲江商圈品牌

资料来源：公司公告、公司业绩推介资料，华创证券

图表 43、大悦城综合体三大运营策略



资料来源：公司年报、公司官网、观点地产网，华创证券

图表 44、大悦城综合体“343”招商标准



资料来源：公司年报

2) 创意街区+IP 展览巩固体验经济，圈定城市青年客流与消费

目前公司已经搭建出一套完整的“体验经济”战略体系，包括建筑体验、品牌体验、服务体验、营销体验四个层面，其中最直观的就是创意街区和 IP 展览。

以静安大悦城为例，每次展览几乎都是现象级 IP 大展，并且在引流的同时成功变现。LINE FRIENDS 丘可驾到全球首展观展客流超 35 万人次，展览销售额达 1,085 万元，带动商场客流环比提升 20%；蛋黄哥懒得展观展客流 26 万人次，展览总收入超 500 万元，带动会员消费共计 6,173 万元。

此外，每个大悦城都有自己的特色创意街区，如西单大悦城的样街 (YOUNG STREET)、成都大悦城的咕鲁学院、沈阳大悦城的 4½ 街区等，都在不同程度上成为了购物中心主题商业空间打造方面的标杆，在消费需求的挖掘与释放上业内领先。

图表 45、静安大悦城部分 IP 展览贡献销售和客流情况

展览名称	观展客流 (万人次)	展览销售额 (万元)	客流环比增速	商场销售额增速
LINE FRIENDS 丘可驾到全球首展	35	1,085	20%	41%
蛋黄哥懒得展	26	500	8.4%	12.7%
高迪奇幻国度百年展览	15	300		
2017&2018 原创 IP “告白气球” 展览	14			38.5%

资料来源: 赢商网, 华创证券

图表 46、静安大悦城蛋黄哥 IP 展览



资料来源: 赢商网

图表 47、成都大悦城小猪佩奇主题展



资料来源: 腾讯网

图表 48、沈阳大悦城沈阳大悦城 4 1/2 街区



资料来源: 腾讯网

图表 49、西单大悦城首条主题街区 YOUNG STREET



资料来源: 腾讯网

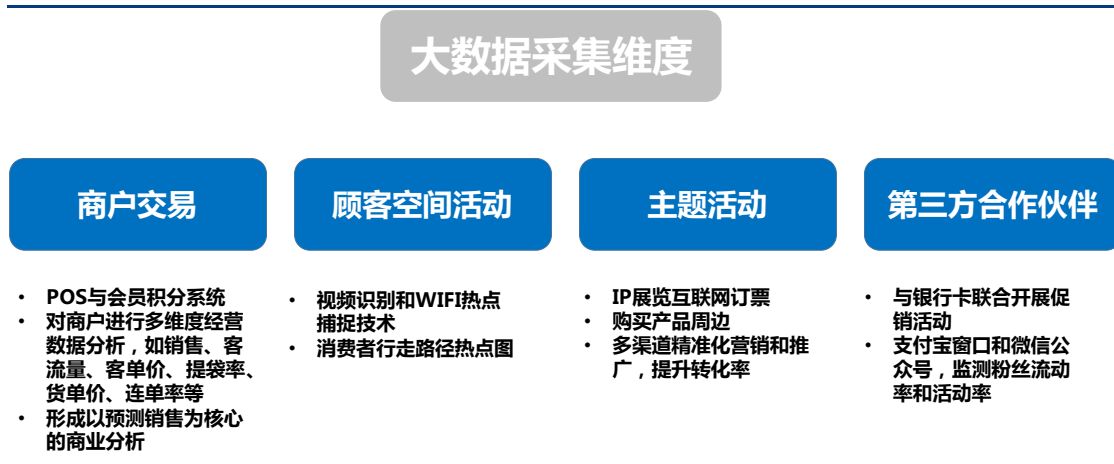
3) 深耕会员潜力, 大数据系统支撑精细化运营

目前全国大悦城会员数量已累计超过 350 万人, 公司坚持深耕会员经济, 通过会员的高频消费带动商户销售额

增长、从而提升回报率。以大悦城自有 IP “大悦疯抢节” 为例，2018 年 4 月 21 日，九城联动单日实现销售额 1.56 亿元，提货率达 74%；其中会员消费额达 7,695 万元、占比达 49%；活动期间，新增会员 1.6 万余人。其中，朝阳大悦城会员销售突破 1,400 万元，烟台大悦城会员消费占比突破 77.4%。

此外，得益于多年沉淀的优秀运营经验与忠实消费者，大悦城在大数据信息采集方面也走在业内前沿。公司用数据给消费者“画像”，包括性别、工作、收入、到访频次、购物喜好等，形成体验平台积累交互信息。这些信息再被整理成顾客标签，应用进精准营销活动中。

图表 50、大悦城大数据挖掘四大维度



资料来源：赢商网，华创证券

（四）扩张特色：商业+住宅协同、收购+自建并进、轻重资产模式并举，大悦城综合体开启积极扩张模式

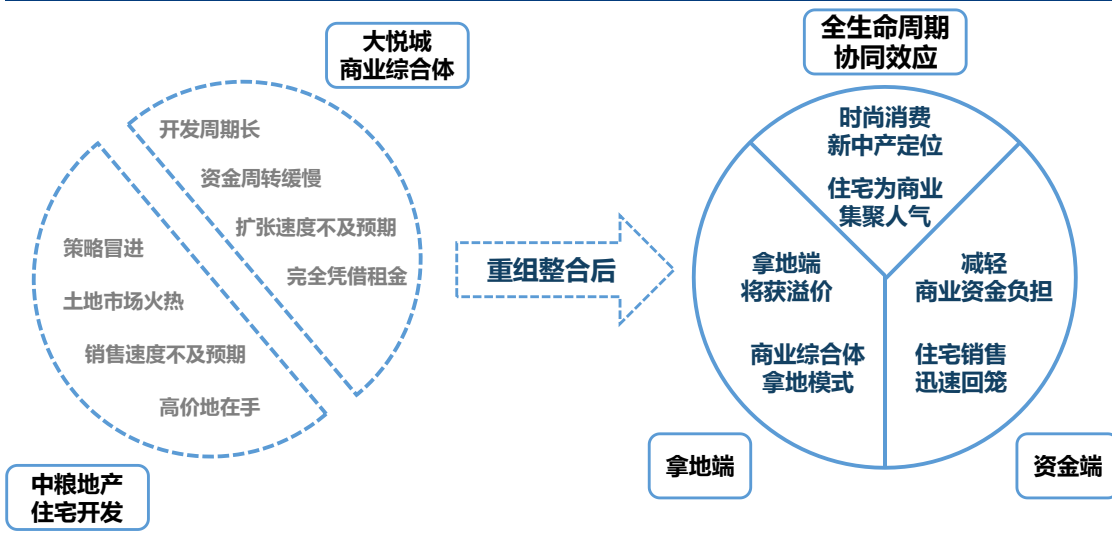
2011 年及之前开业的 5 个项目（西单、沈阳、朝阳、静安和南开）中 4 个由收购得来，体量、建筑形态和业态组合均有差异；期间又经历了北京安定门大悦城项目难产，因此公司扩张缓慢。在第 6 个大悦城、烟台大悦城 2014 年开业后，大悦城品牌终于进入复制阶段，标准化的 18-35 岁时尚消费客群定位和 343 招商模式为规模化打下坚实基础。此外，重组成功的大悦城控股和大悦城地产将在商业物业与住宅开发方面产生协同效应，并且通过收购+自建并进和轻重资产并举，开启积极扩张的新阶段。

1、持有+住宅整合完毕，后续从拿地到运营全周期协同

早年的大悦城综合体和中粮地产的住宅开发业务分开展，一方面，商业综合体的发展导致开发周期长、资金周转缓慢，每个项目是单独的项目，完全凭借租金收益提升实现自身投资滚动，扩张速度不及预期；另一方面，2016-2017 年公司在一二线城市的冒进与土地市场的火热导致住宅开发业务在手不少高价地，销售速度亦不及预期。

而在持有商业和住宅开发整合后，公司将获得全生命周期协同效应。第一，在拿地端，早期的大悦城拿地不要求一定配有住宅，而自 2017 年开始拿地时明确住宅体量占总建面的 70%；并且我们参考新城控股的商业综合体拿地模式，后续公司拿地端将获得溢价；第二，在资金端，住宅销售的迅速回笼能够减轻商业开发资金沉淀负担，甚至提供部分资金支撑；第三，在客群方面，住宅客群将为商业集聚人气，中高端购房客户具有相当购买力，符合商业综合体的时尚消费新中产定位。

图表 51、大悦城商业和住宅整合后在全生命周期将获得协同效应



资料来源：公司公告、公司官网，华创证券

图表 52、主流房企拿地均价/销售均价

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
万科	0.27	0.29	0.41	0.35	0.46	0.45	0.37
保利地产	0.30	0.25	0.26	0.41	0.44	0.48	0.43
金地集团	0.18	0.31	0.31	0.42	0.43	0.47	0.52
招商蛇口	0.27	0.26	0.31	0.38	0.70	0.47	0.35
新城控股	1.07	0.88	0.32	0.27	0.35	0.20	0.25
荣盛发展	0.23	0.31	0.26	0.20	0.32	0.19	0.22
中南建设						0.39	0.34
阳光城		0.30	0.79	0.33	0.21	0.43	0.33
蓝光发展				0.39	0.36	0.35	0.24
9 家房企均值	0.39	0.37	0.38	0.34	0.41	0.38	0.34
万保招金均值	0.26	0.28	0.32	0.39	0.51	0.47	0.41

资料来源：公司公告，华创证券

2、早期并购导致复制缓慢，标准化选择项目+轻重并举加速拓展

2011 年及之前开业的 5 个项目（西单、沈阳、朝阳、静安和南开）中 4 个由收购得来，体量、建筑形态和业态组合均有差异；期间又经历了北京安定门大悦城项目难产，大悦城品牌保持平均每年 1 个项目的速度在摸索中前进。在第 6 个大悦城、烟台大悦城 2014 年开业后，大悦城品牌终于进入复制阶段。

一方面，公司坚持标准化的 18-35 岁时尚消费客群定位、重视体验经济，朝阳大悦城的“悦界”、天津大悦城的“骑鹅公社”、上海大悦城的“魔都爱情地标摩天轮”、成都大悦城的“mall 中 mall”，都针对大悦城的细分客群形成了鲜明主体的体验式空间，有效巩固客流、圈定消费。

图表 53、天津大悦城“骑鹅公社”



资料来源：赢商网

图表 54、上海大悦城“魔都爱情地标摩天轮”

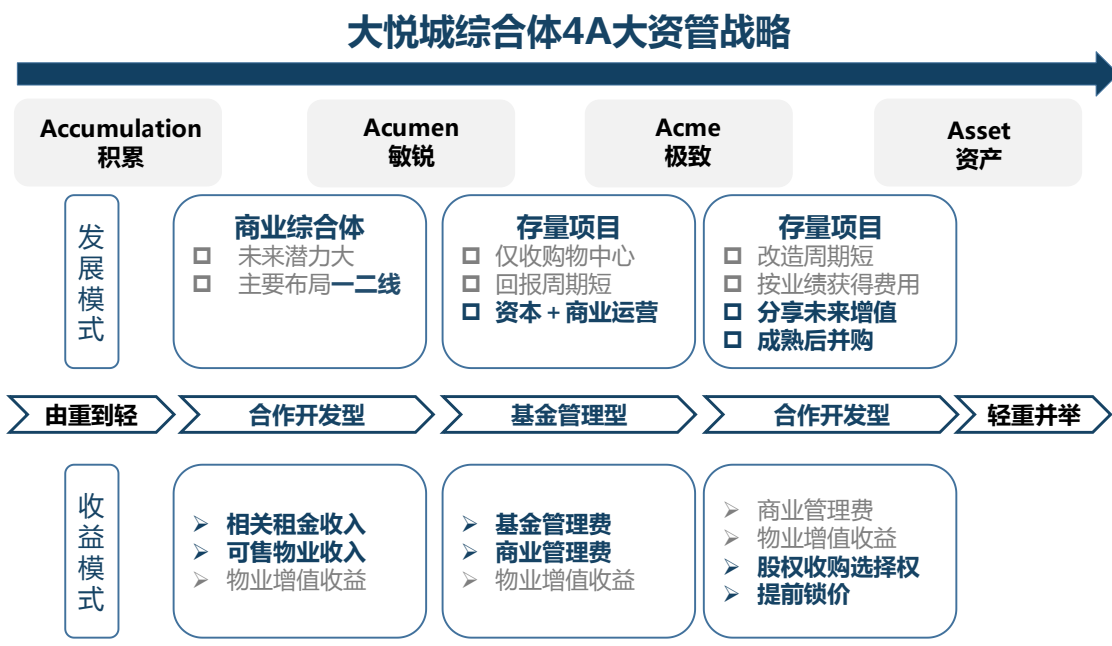


资料来源：赢商网

另一方面，在拿地端的标准化和轻重并举的模式也将为公司带来新的扩张动力，如 70%左右的住宅配比、每年扩张 2 个综合体、从拿地到开业平均 3 年周期*等。并且，公司在 2016 年提出大资管战略，选择以拿地自建、并购存量以及输出管理三种轻重并举的方式拓展，其中 2 个轻资产项目（天津和平、昆明螺狮湾）已经开业，公司提出之后拓展轻重资产项目各占 50%，速度或显著提升。

注：我们根据公司已开业的项目计算得出平均开业周期 34 个月，部分收并购项目如上海静安大悦城南座可以实现当年收购、当年开业，西安大悦城从收购到开业合计 18 个月。

图表 55、大悦城 2016 年开启的“4A”大资管战略



资料来源：公司年报，华创证券

3、核心基金撬动资本赋能，“减重式”扩张节奏加快

在提升周转方面，大悦城地产先后进行了几次动作。目前公司旗下管理三只基金：

1) 核心基金，定位成熟型大悦城。2016年8月，大悦城地产以92.89亿元出售6个项目49%的股权（西单大悦城、上海大悦城、天津大悦城、朝阳大悦城、北京中粮广场、中粮·置地广场）给GIC（占比1/3）和中国人寿（占比2/3）的核心基金，初步实现“减重前行”。

2) 并购基金，定位收购具备打造为大悦城潜力的商业项目。2017年，公司先后处置了南昌凯莱、苏州凯莱以及长安街W酒店等低效亏损资产；并于8月与GIC等成立境内外并购基金114亿，公司出资30%。

3) 区域基金，定位针对北京及环北京存量商业项目/写字楼。2018年8月，公司与高和资本成立并购基金，双方各出资25亿的并购基金，北京大兴火神庙春风里即由本并购基金出资收购。

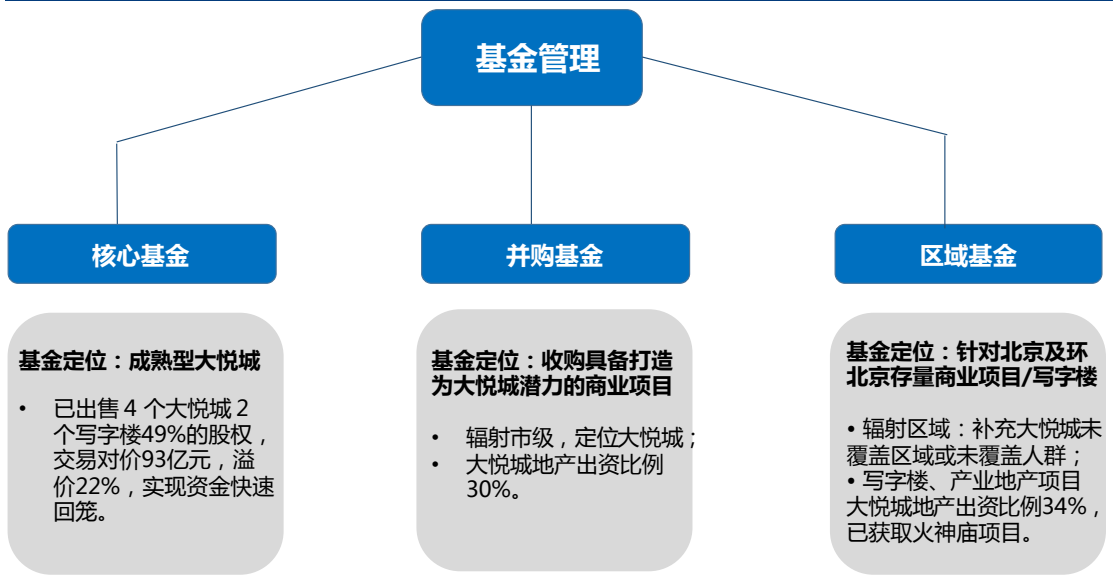
后续这些基金将为公司从开发运营走向大资管模式提供支撑，实现合作开发、基金管理、管理输出三重路径增长。

图表 56、2016 年开始大悦城地产逐步轻装上阵

时间	具体内容
2016/10/20	在“经营客流”的经营策略基础上打造“大资管”平台，实现“资产做轻、速度做快、回报做高”，盘活资产存量，建立可持续资本循环平台。
2016/8/18	以92.89亿元出售3家公司（立运，熙安，锦星）合计6项目（西单大悦城、上海大悦城、天津大悦城、朝阳大悦城、北京中粮广场、中粮·置地广场）49%的股权给GIC（占比1/3）和中国人寿（占比2/3）的合伙基金。
2017/8/17	公司作为有限合伙人成立62.7亿元的境外基金，总承担将为22.8亿元，占基金权益的36.36%；作为有限合伙人成立51.3亿元境内基金，总承担将为11.4亿，占基金权益的22.22%；此次成立基金的公司总承担将约为人民币34.2亿元。
2017年	出售附属公司北京凯莱物业管理，南昌凯莱，苏州凯莱，共4.61亿元；出售中粮酒店北京（长安街W酒店），共13.6亿；合计18.21亿。
2018/8/1	大悦城商业管理及高和资本成立母基金，与普通合伙人进行投资，大悦城商业管理及高和资本分别持有普通合伙人51%及49%股权；本集团于基金的投资总额将不超过人民币25亿元，其中包括本集团于母基金的投资总额不超过人民币7.5亿元。

资料来源：公司公告、公司官网，华创证券

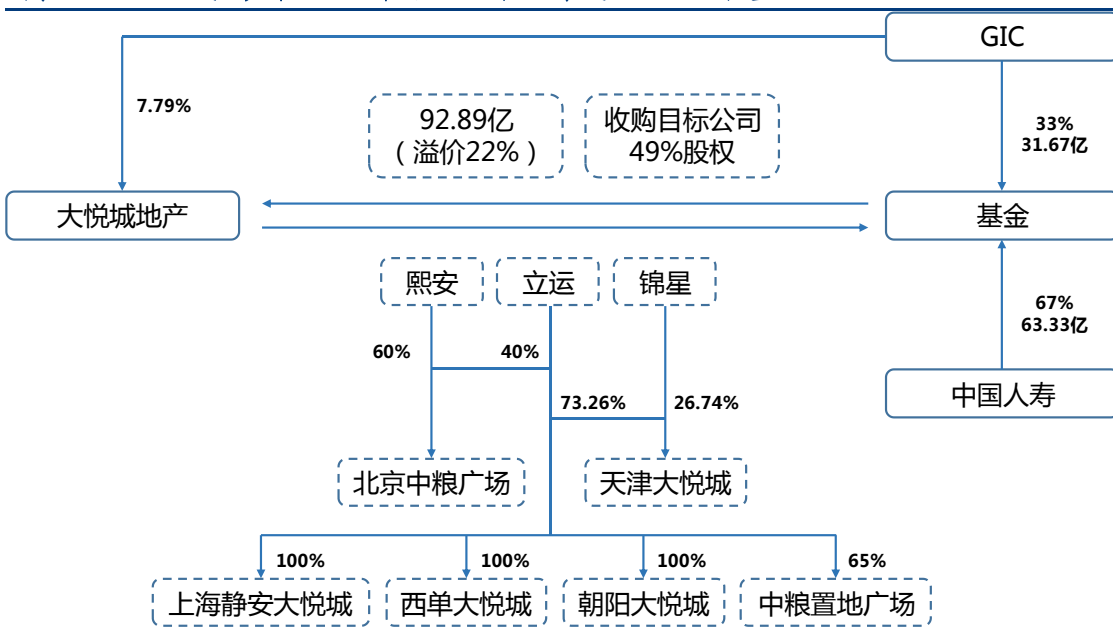
图表 57、公司三只主要基金情况



资料来源：公司业绩推介资料，公司官网，华创证券

此外，长线资金的全程合作也让公司实现越来越轻的运营和负债出表，弥补之前扩张速度较慢的短板。GIC 与公司的合作不仅在持股 7.98% 以及核心基金 LP，并且在项目层面参与投资了烟台大悦城、杭州大悦城和青岛大悦城，并且天津和平大悦城也是 GIC 购买物业、托管至大悦城运营。

图表 58、大悦城地产在 2016 年与 GIC 和人寿成立核心运营基金



资料来源：公司公告，华创证券

图表 59、从开发运营到大资管模式路径：由重到轻，轻重并举



资料来源：公司业绩推介资料、公司官网，华创证券

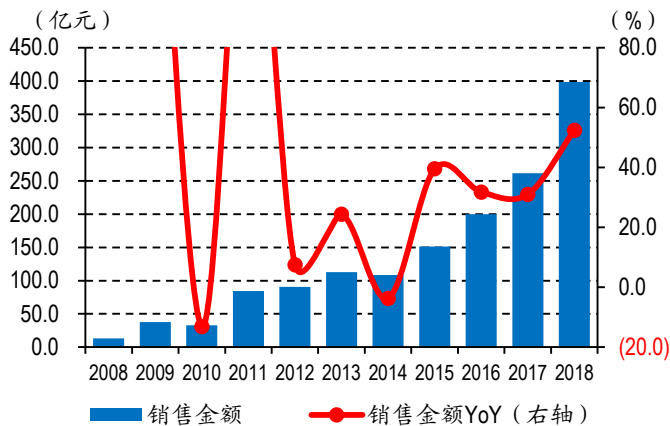
三、住宅业务：聚焦一二线中高端，整合后销售规模稳步增长、结算加速

(一) 销售&结算：规模稳步增长，聚焦一二线高端精品

1、深耕一二线 20 余城，近年销售开始进入快车道

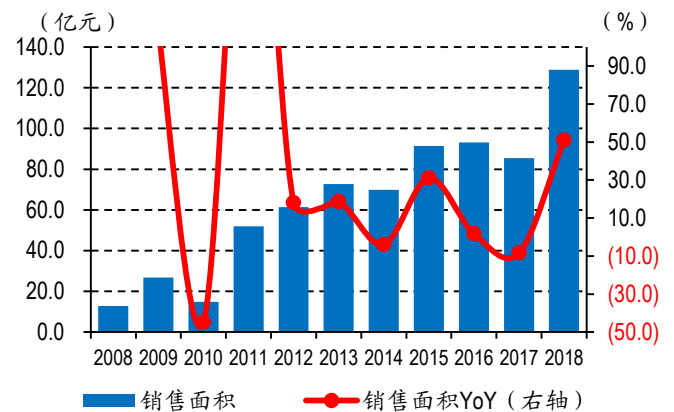
大悦城在 2008 年销售额仅 13 亿元，但到 2011 年销售额已经翻六倍达到 84 亿元，当时布局北上深等一二线 10 个城市。但公司在 2012 年全年未拿地，2013-2014 年拿地力度也较弱，导致期间销售额在 100 亿元左右徘徊。2015 年及之后受益于市场火热，公司 2015-2018 年销售额 CAGR 达到 38%，在 2018 年达到 399 亿，销售均价高达 3.1 万/平。H 股大悦城地产销售额 89 亿元，同比增长 8.9%。整合后大悦城控股合并口径销售额约 487 亿元（同比+42%），低基数且聚焦一二线布局下后续增长可期。从克尔瑞数据来看，公司上半年完成全口径销售额 360 亿元，考虑到上半年推盘一般占比全年 35-40%，公司全年完成 600 亿销售额问题不大。

图表 60、大悦城销售金额及同比



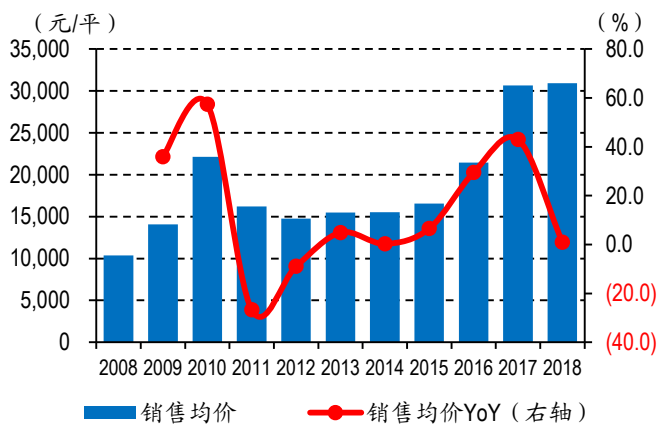
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 61、大悦城销售面积及同比



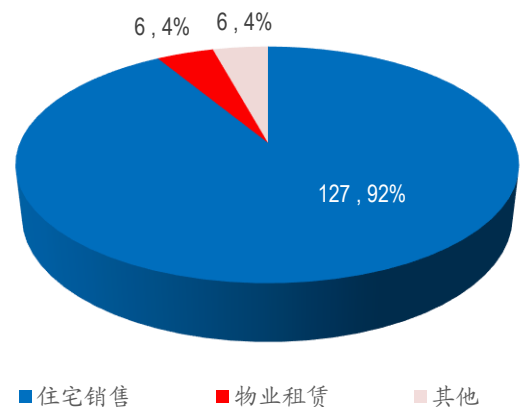
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 62、大悦城销售均价及同比



资料来源: 公司公告, 华创证券

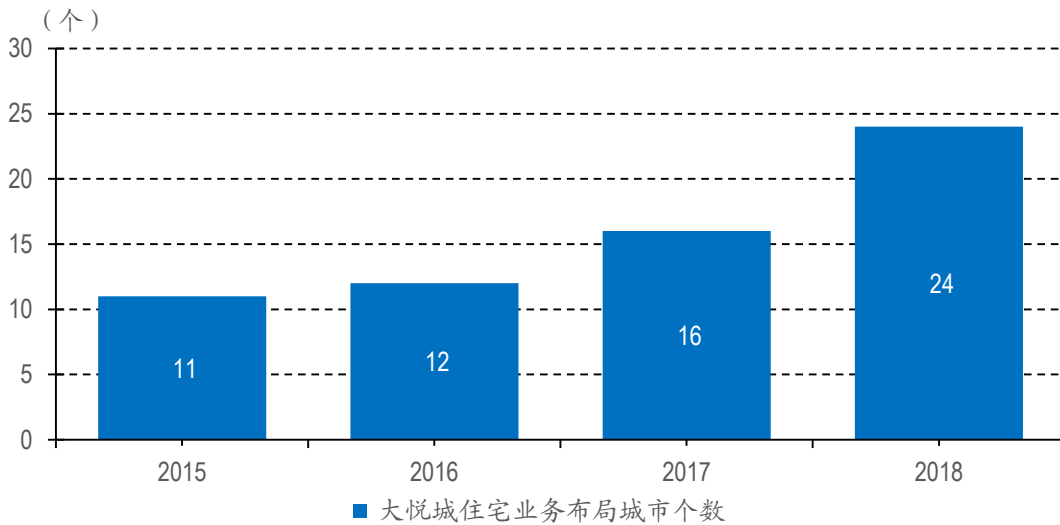
图表 63、大悦城 18 年营业收入构成 (H 股未并表)



资料来源: 公司公告, 华创证券

2015-2017 年公司销售扩张主要依靠价增, 销售面积基本保持在 90 万方左右。2016-2017 年的新进入城市逐步在 2018 年开始贡献销售, 因此公司 2018 年销售面积 129 万方、同比增长 51%。截至 2018 年末, 大悦城住宅业务布局一二线 20 城, 大悦城地产布局一二三线 10 城, 其中重合上海、成都、杭州、重庆、武汉、沈阳 6 城; 整合后大悦城合计布局全国 24 城。

图表 64、目前大悦城控股住宅业务布局城市情况



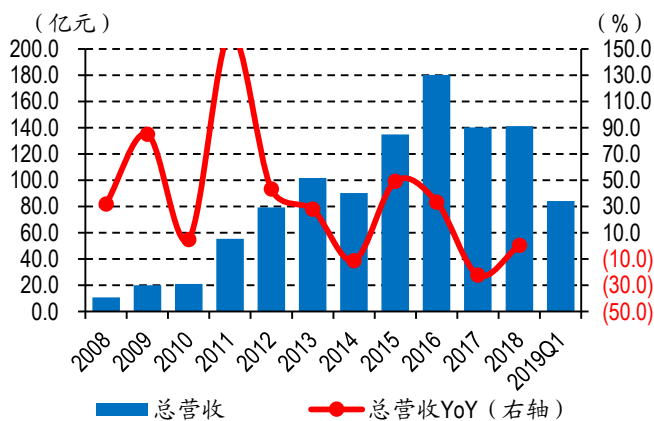
资料来源：公司公告，华创证券

注：2018 年末布局城市包括了大悦城和大悦城地产合计。

2、结算加速、预收款充裕，后续商业协同效应可期

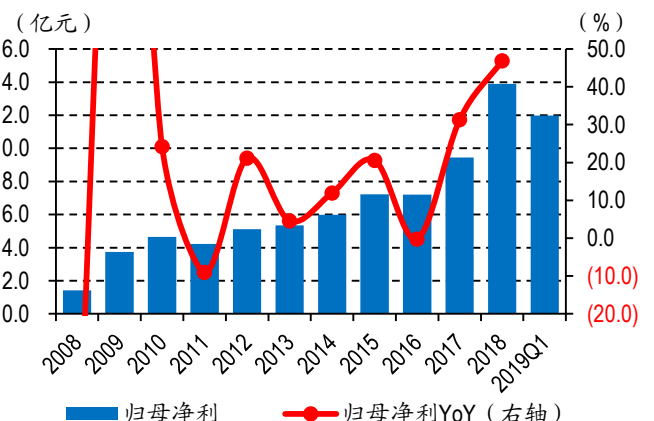
上文已经提到，由于拿地节奏与一二线城市在 2017 年的限价等原因，公司在过去几年中销售稳定增长，因此结算业绩也比较平淡，2012-2017 年业绩 CAGR13%。但 2016 年左右的销售增长已经反映到 2018 年的业绩中，公司 2018 年实现营收 127 亿元，同比下降 2.2%；业绩 13.9 亿元，同比增长 46.9%，结算利润率大幅提升仍是业绩贡献的主要因素。重组后，2019Q1 公司营业收入 84.2 亿元，同比增长 78.0%；实现归母净利润 12.0 亿元，同比增长 27.8%。

图表 65、大悦城营收及同比



资料来源：公司公告，华创证券

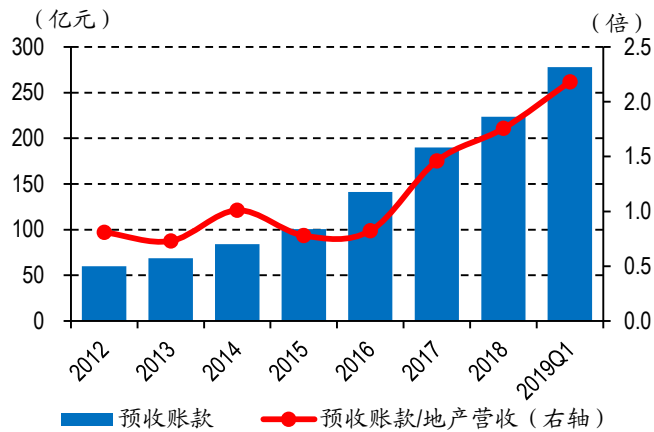
图表 66、大悦城归母净利润及同比



资料来源：公司公告，华创证券

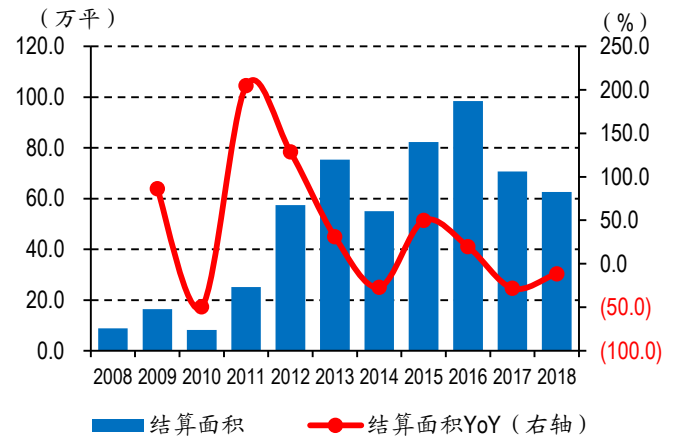
2018 年末预收账款 A 股 224 亿+H 股 69.6 亿元, 合计总预收款 293.6 亿元; 并且在 2019Q1 大幅结算 84 亿元后, 2019Q1 末预收账款达到 278 亿元, 覆盖 2018 年结算收入 2.2 倍, 叠加租金稳增、后续公司结算放量可期。

图表 67、大悦城预收账款及覆盖地产结算倍数



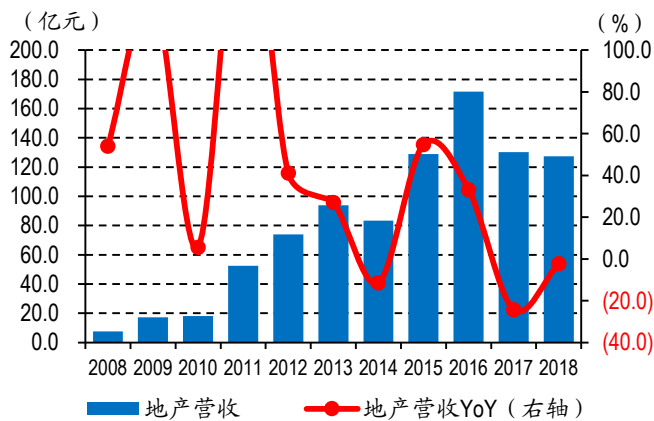
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 68、大悦城地产结算面积及同比



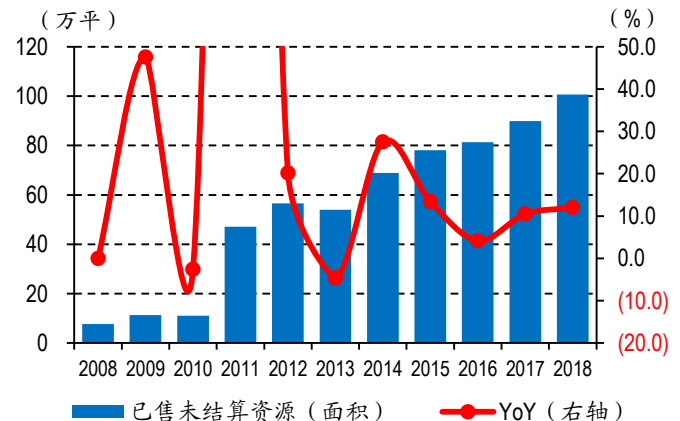
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 69、大悦城住宅结算收入及同比



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 70、大悦城已售未结面积及覆盖结算面积倍数



资料来源: 公司公告, 华创证券

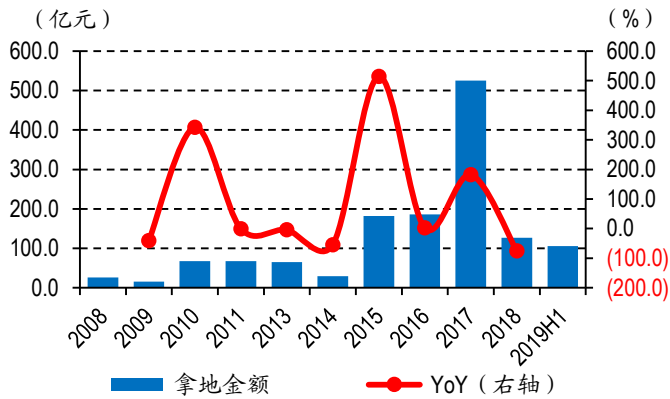
(二) 土储: 拿地好转, 总可售货值近 2,500 亿, 90%以上位于一二线

1、拿地聚焦一二线, 15 年开始加仓拿地, 18 年至今成本控制得当

公司拿地一直以一二线为主。上文已经提到, 2012 年公司全年没有拿地、2013-2014 年拿地力度也较弱; 后续 2015 年开始逐步加仓拿地, 2015-2017 年拿地金额占比当年销售金额分别达到 120%、93%和 201%。但由于当时一二线土地市场火热, 因此公司 2015-2017 年在北京、上海、天津、厦门、成都等地获取了一些高价项目, 一二线限价导致部分楼盘至今未能入市或高价入市去化较弱。

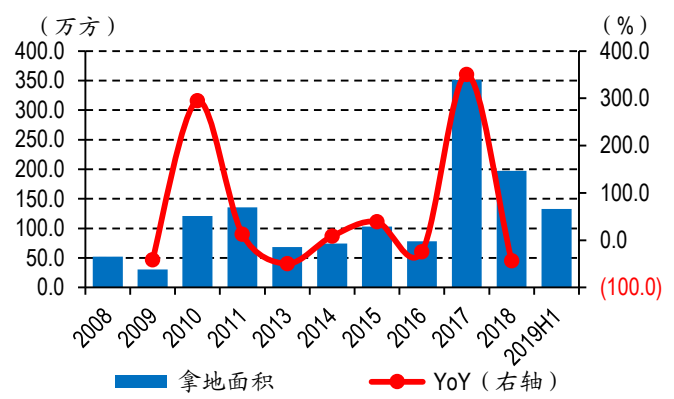
但公司的拿地在 2018 年开始好转。2018 年公司围绕“精准投资”调整对策。一是在进度上有所控制，放缓节奏，不激进、不冒进，把风险控制可在可控范围；二是找准时机，投准区域，选择经济活力强、经济韧性足、回旋余地大的城市；三是多拿利润高、现金回流快的销售型项目；四是多用收并购的低成本方式。

图表 71、大悦城拿地金额及同比



资料来源：公司公告、Wind、好地网、观点地产网，华创证券

图表 72、大悦城拿地面积及同比

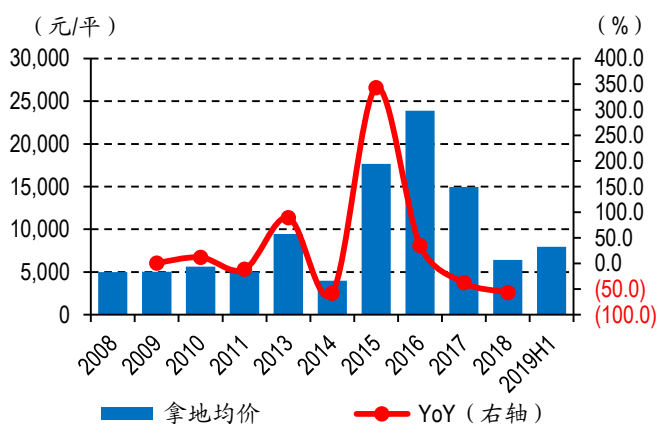


资料来源：公司公告、Wind、好地网、观点地产网，华创证券

2018 年公司拿地金额 197 亿元，占比销售金额 32%；权益比例较 2016-2017 年的 40% 左右提升至 73%；同时拿地均价占比销售均价从 17 年的 49% 降至 18 年的 21%，当然也存在布局转移至内地二线城市（西安、重庆等）和沿海强二三线城市（青岛、嘉兴等）的原因。

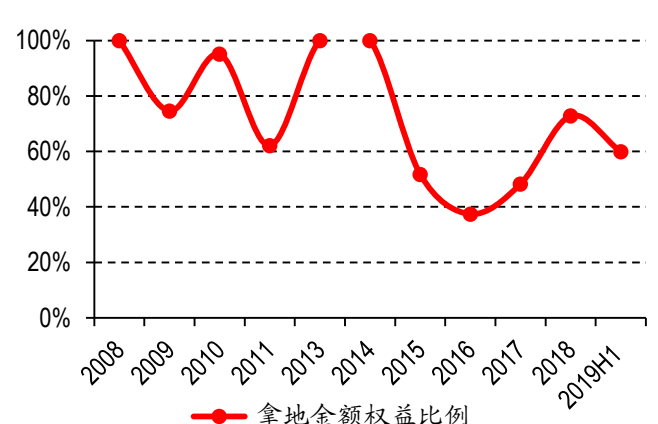
2019H1 公司拿地金额 106 亿元，权益比例 60%；拿地面积 133 万方，拿地城市分布于二线和环都市圈强三线，如重庆、天津、宁波、惠州、绍兴等，并且其中包含一定比例的商业用地；拿地均价 7,948 元/平，较 2018 年略有提升。

图表 73、大悦城拿地均价及同比



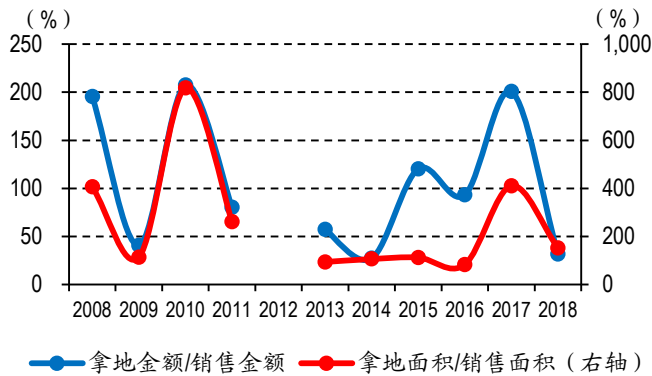
资料来源：公司公告、Wind、好地网、观点地产网，华创证券

图表 74、大悦城拿地权益比例有所回升



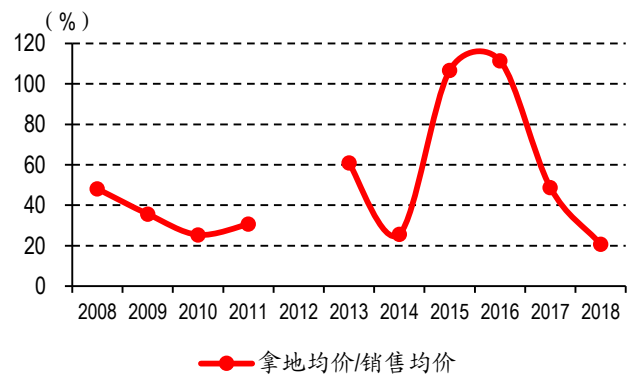
资料来源：公司公告、Wind、好地网、观点地产网，华创证券

图表 75、大悦城拿地面积/销售面积、拿地额/销售额



资料来源：公司公告、Wind、好地网、观点地产网，华创证券

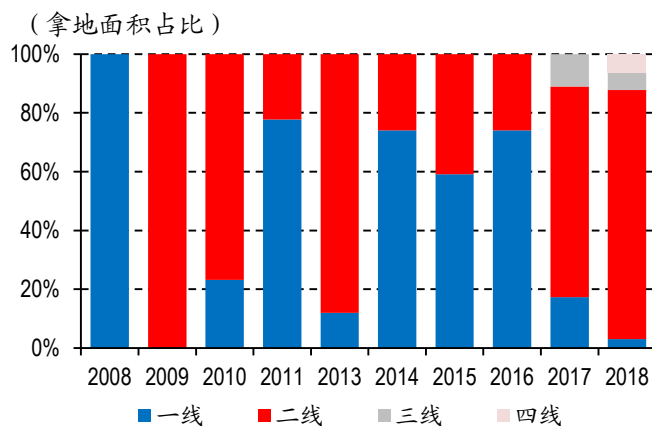
图表 76、大悦城拿地均价/销售均价



资料来源：公司公告、Wind、好地网、观点地产网，华创证券

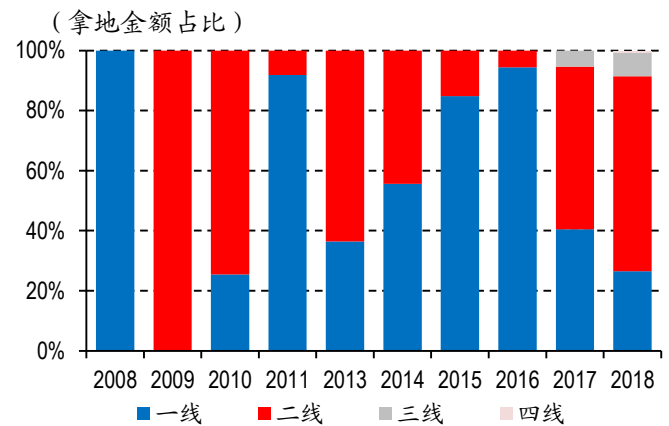
从拿地能级来看，公司总体布局城市几乎完全是一二线。从拿地金额分布来看，2016年及之前拿地全部位于一二线；2017-2018年一二线拿地金额占比分别为89%和88%，其中2017年新进太仓和青岛，2018年新进嘉兴、株洲和西安，2019H1 新进宁波、眉山、惠州。

图表 77、大悦城拿地面积分能级



资料来源：公司公告、Wind、好地网、观点地产网，华创证券

图表 78、大悦城拿地金额分能级



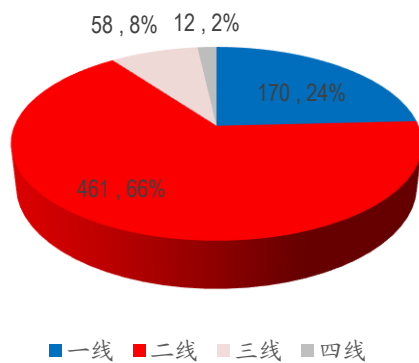
资料来源：公司公告、Wind、好地网、观点地产网，华创证券

2、总可售货值近 2,500 亿，其中 90%以上位于一二线

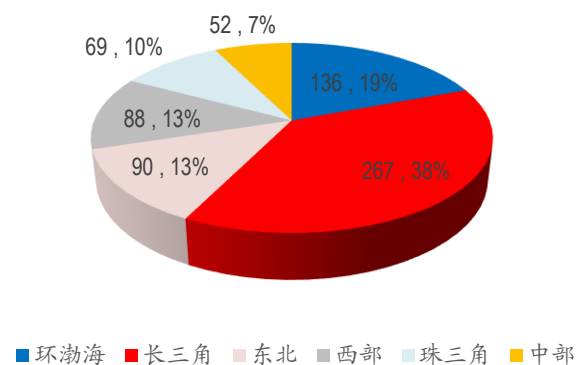
截至 2018 年末，大悦城控股合计未结算面积 703 万方，权益比例 54%，分布于一二线 19 城（不考虑竣工项目）；对应未结算货值 1,900 亿元，其中 95%位于一二线。并且，未结算面积中北京、苏州、沈阳、成都、南京、天津、深圳等核心 7 城面积占比 69%。剔除已售未结 101 万方后，则可售面积 602 万方，按照 2.5 万元均价估算可售货值 1,505 亿元。

H 股大悦城地产可售面积 386 万方，按照 2.5 万元均价估算可售货值 965 亿元，对应权益可售面积 203 万方权益比例 53%。权益可售面积中，昆明、成都、重庆、青岛、武汉、上海核心 6 城合计占比 87%。

因此,公司总可售土储中,通过A股直接持有可售面积602万方,估算权益比例约60%左右;通过H股借壳持有可售面积386万方,权益比例为34%(H股土储权益比例53%*A股持H股比例64.18%)。那么公司总土储合计988万方,估算权益比例50-60%左右,按照2.5万元/平估算总货值约2,470亿元。

图表 79、大悦城 18 年末未结算面积分布：分能级


资料来源：公司公告，华创证券

图表 80、大悦城 18 年末未结算面积分布：分区域


资料来源：公司公告，华创证券

图表 81、A 股大悦城 18 年末未结算面积分城市

城市	未结算面积 (万方)	占比	城市	未结算面积 (万方)	占比
北京	97	14%	嘉兴	25	4%
苏州	93	13%	杭州	22	3%
沈阳	90	13%	佛山	21	3%
成都	66	9%	武汉	15	2%
南京	63	9%	株洲	12	2%
天津	39	6%	西安	11	2%
深圳	36	5%	重庆	10	1%
绍兴	34	5%	广州	7	1%
上海	30	4%	厦门	5	1%
长沙	25	4%	合计	703	100%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 82、H 股大悦城地产 18 年末权益可售面积分城市分布

城市	权益可售面积 (万方)	占比
昆明	43	21%
成都	35	17%
重庆	33	16%
青岛	32	16%

城市	权益可售面积 (万方)	占比
武汉	17	8%
上海	16	8%
常州	15	8%
三亚	4	2%
杭州	4	2%
沈阳	2	1%
合计	203	100%

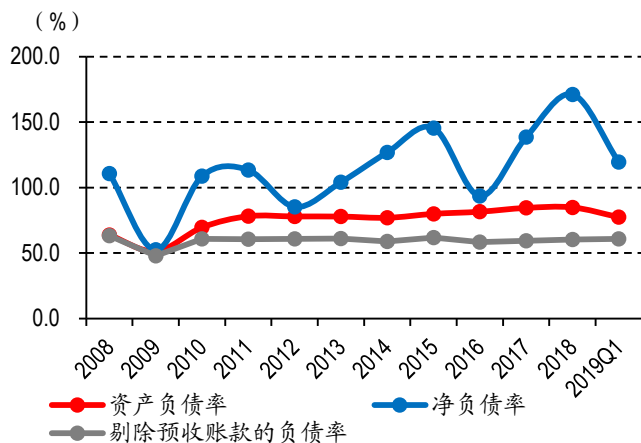
资料来源: 公司公告, 华创证券

四、财务情况: 央企背景具有融资优势, 后续分红或稳定在 30%

(一) 负债率下行、评级提升, AH 整合后融资优势将凸显

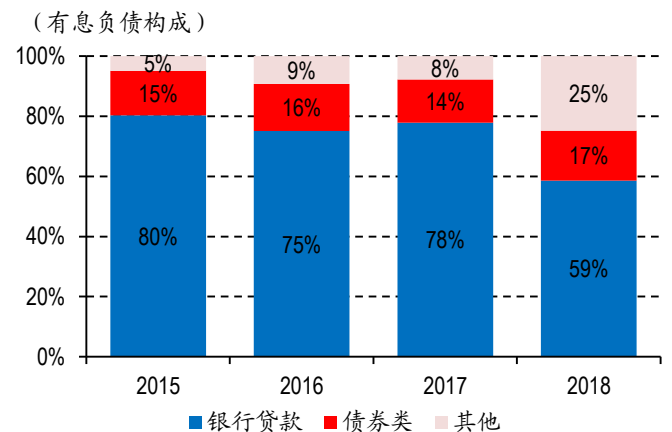
截至 2019Q1 末, 公司净负债率 119.5%, 处于行业中位; 并较 2018 年末重组前下降 52pct。2018 年末公司有息负债合计 356 亿元, 其中银行贷款和债券类分别占比 59% 和 17%, 非标融资占比略有提升; 但是公司历来 3-5 年期公司债成本在 4.4-5%, 央企在融资端一直具有较强优势。此外, 大悦城地产 H 股融资平台优势较强, 境外成本最低可发至 3.2%。重组之后融资端优势将继续凸显, 多家评级机构也已将大悦城控股从 AA+ 提升至 AAA 评级。

图表 83、资产负债率、净负债率和剔除预收账款负债率



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 84、有息负债构成



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 85、公司近期发债情况

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	期限 (年)	发行规模 (亿元)	当期票面利率 (%)
101801271.IB	18中粮地产MTN003	一般中期票据	2018-11-05	2021-11-05	3	12.00	4.45
101800771.IB	18中粮地产MTN002	一般中期票据	2018-07-19	2021-07-19	3	12.00	5.00
101800489.IB	18中粮地产MTN001	一般中期票据	2018-04-24	2021-04-24	3	15.00	4.99

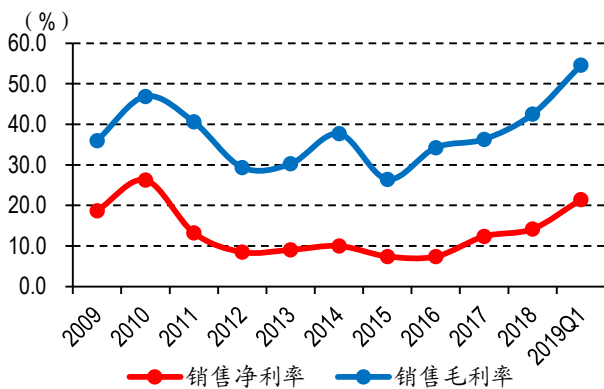
债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	期限(年)	发行规模(亿元)	当期票面利率(%)
112271.SZ	15中粮01	一般公司债	2015-08-17	2020-08-17	5	20.00	4.40

资料来源: Wind, 华创证券

(二) 利润率暂时处于高位、后续或略有波动, 分红有望稳定在 30%

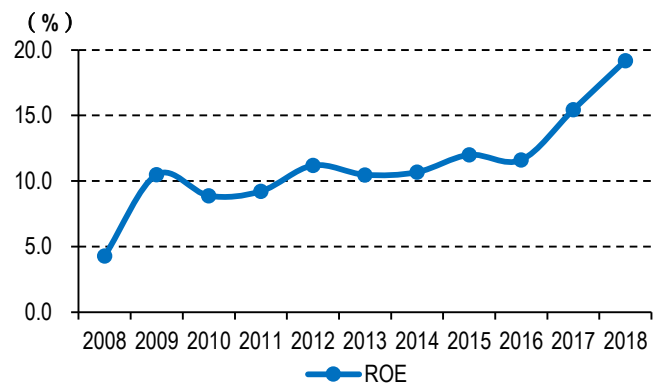
公司 2018 年至今受益于 2015-2017 年一二线房价上涨, 结算毛利率稳步提升, 2018 年度毛利率 42.5%、销售净利率 14.2%, 处于行业高位。但由于 2015-2017 年公司拿地价格略高, 后续利润率或略有波动。公司 2018 年度三费率 15.2%, 其中财务费用率 7.2%、主要由于非标融资占比提升以及资本化比例较低。

图表 86、毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 华创证券

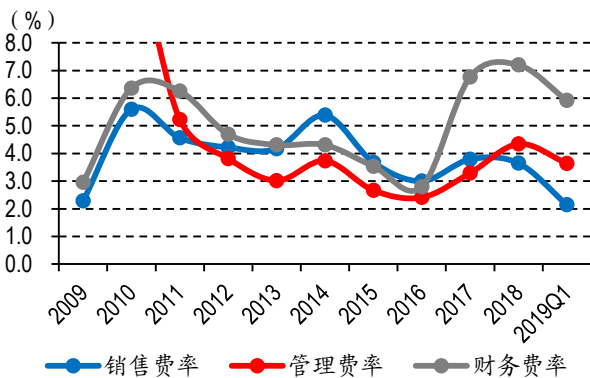
图表 87、ROE 情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

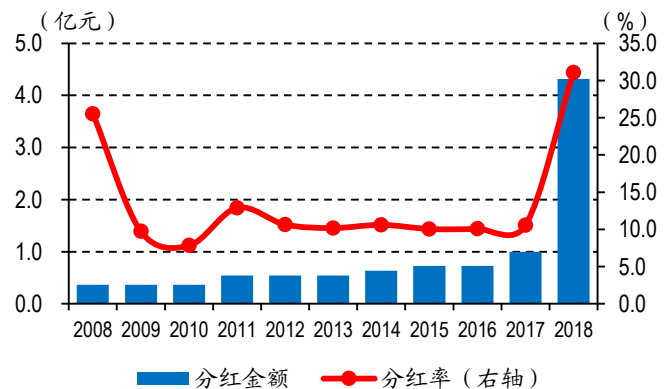
此外, 公司在 2018 年分红率大幅提升至 31.1% (2007-2017 年平均分红率 11.6%) 的基础上, 2019 年 4 月出台《未来三年 (2019 年-2021 年) 股东回报规划》, 指出未来三年将坚持以现金分红为主的分配政策, 且以现金方式累计分配的利润不少于最近 3 年实现的年均可分配利润的 30%。

图表 88、三费率情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 89、18 年分红率大幅提升



资料来源: 公司公告, 华创证券

(三) 盈利预测: 结算加速、利润率略降、租金贡献稳步提升、三费率略降

我们预测公司 2019-2021 年业绩增速分别为 114%、17%和 27%，主要出于以下四个原因:

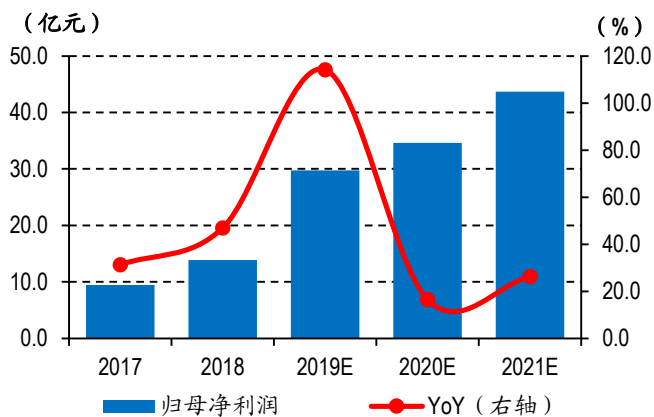
1、销售高增+已售未结丰富+租金贡献提升推动结算加速: 公司 2016-2018 年销售额分别为 200、262 和 487 亿元(加上 H 股后), 2019Q1 大幅结算 84 亿后、2019Q1 末公司预收账款仍有 224 亿元; 并且我们估算公司 2019-2021 年投资性物业租金收入可达到 54、60 和 64 亿元, 预示着 2019-2021 年的结算量将有明显增长。因此我们预测公司 2019-2021 年营收分别为 297 亿、385 亿和 500 亿, 同比增速分别 110%、30%和 30%;

2、2015-2017 年高价地导致利润率后续或略降: 由于 2016-2018 年拿地均价占比销售均价分别为 111%、49%和 21%, 而 2016-2018 年销售均价分别为 2、3 和 3 万元/平, 后续几年公司利润率或呈现略降的趋势。

3、财务费率下降、管理成本稳定: 一方面, AH 整合后公司融资优势将凸显, 并且近年的财务费率走高或由于资本化比例不高, 后续财务费率下行仍有空间; 另一方面, 公司 2019Q1 末净负债率已下行至 120%, 销售和结算加速之下后续净负债率或继续下行。我们预计 2018-2021 年公司三费率略将至 12-13%。

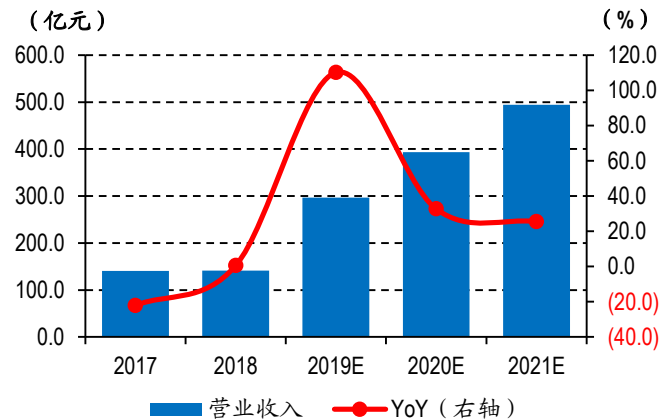
综上预测, 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 29.7、34.9 和 44.3 亿, 同比增速分别为 114%、17%和 27%, 对应 EPS 为 0.76、0.89 和 1.13 元。

图表 90、公司归母净利润及预测



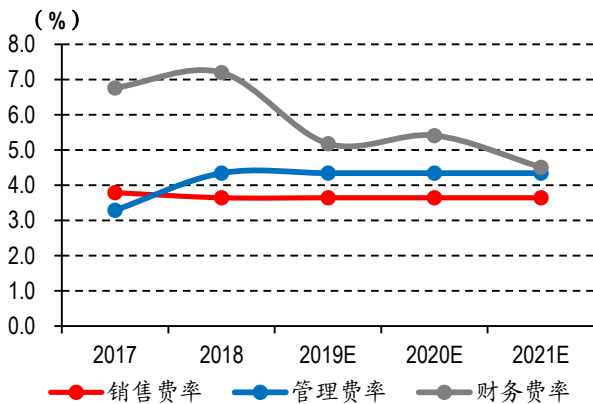
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 91、公司营业收入及预测



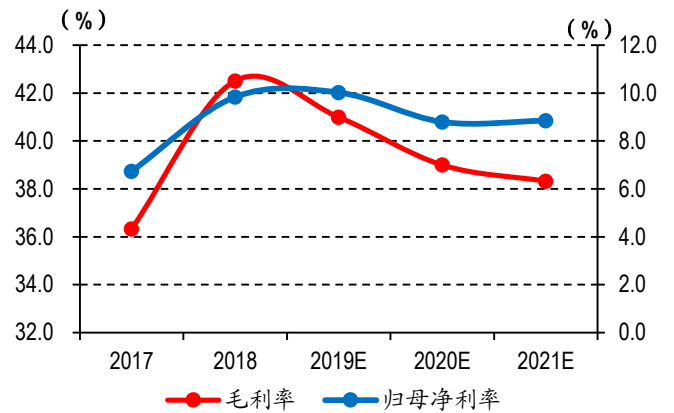
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 92、公司三费率及预测



资料来源：公司公告，华创证券

图表 93、公司利润率及预测



资料来源：公司公告，华创证券

五、估值分析：住宅业务+持有型物业+工业地产合计 624 亿，目前总市值较之折价 60%

(一) 住宅业务：住宅开发业务净利润折现增值约 81 亿元

住宅业务方面，截至 2018 年末，A 股大悦城控股合计未结算面积 703 万方，权益比例 54%；H 股大悦城地产可售面积 386 万方，权益比例 53%，并表比例 64.18%，实际对应 131 万方权益可售面积。A+H 对应总货值 2,000 亿，权益比例 60%左右，考虑到目前未结算货值中存在部分 2015-2017 年的高价地，我们估算该部分对应未结算货值的净利润折现约为 81 亿元。

图表 94、公司住宅开发业务主要项目表

项目名称	权益比例 (%)	建筑面积 (万方)	可供出售面积 (万方)	总投资额 (万元)	售价 (元/平)
北京祥云赋项目	25	12.02	10.60	NA	52,777
北京天瑞宸章项目	20	5.88	11.80	NA	68,924
北京海淀永丰项目	49	18.33	9.87	1,059,776	60,000
北京瑞悦府项目	25	8.92	6.25	NA	66,666
北京南苑槐新项目	25	16.40	10.05	NA	60,000
北京良乡旭辉城	11	10.15	10.03	264,486	37,000
北京青龙湖西海项目	20	5.66	5.66	200,026	40,000
北京京西祥云	50	16.38	16.38	726,710	58,000
北京中粮天恒天悦壹号	51	25.42	22.84	1,483,519	82,000
北京中粮瑞府	100	8.17	7.60	440,883	102,941
上海禧瑞祥云	50	6.83	6.58	387,817	45,000
上海央玺	25	12.64	10.36	985,834	61,000
上海南桥半岛	100	20.14	18.85	318,805	65,410

项目名称	权益比例 (%)	建筑面积 (万方)	可供出售面 积(万方)	总投资额 (万元)	售价 (元/平)
深圳宝安 25 区项目一期 A	100	15.04	9.79	581,402	62,300
深圳云景国际	51	42.32	41.58	660,968	26,000
成都中粮原山	25	16.28	16.26	52,100	9,920
成华珑悦锦云	50	10.86	10.83	206,202	16,000
成都中粮武侯瑞府	95	20.96	15.75	NA	25,400
成都中粮宸悦	25	8.00	7.98	89,621	18,000
成都御岭湾	100	22.40	22.34	252,352	29,800
沈阳锦云天城	100	42.59	42.59	290,468	7,000
沈阳中粮花熙祥云	100	11.04	11.04	134,035	12,000
沈阳保利中粮堂悦	51	14.26	14.26	171,077	11,000
沈阳中粮隆玺	65	67.31	66.00	877,470	23,000
天津雍祥府	34	19.60	18.98	638,966	21,000
天津昆仑御	49	10.87	10.83	319,586	22,000
天津中粮大道	90	75.50	22.72	1,630,368	30,000
南京悦江府	51	8.48	8.75	220,267	28,806
南京三金祥云	50	6.85	6.73	126,200	11,000
南京都会 09	49	8.32	8.16	120,374	11,820
南京央誉	40	14.66	14.41	240,000	10,726
南京珑悦	34	8.39	7.97	215,000	25,367
南京中粮祥云	51	19.81	19.77	263,568	22,490
南京颐和南园	90	30.21	27.27	170,450	29,169
武汉新洲新城 085 地块	50	15.83	15.40	NA	7,329
长沙北纬 28 度	98	76.44	76.44	450,517	18,365
株洲锦云	100	12.53	12.44		5,384
太仓项目	100	4.62	4.50	86,004	10,500
苏州金茂府 (原苏州科技城项目)	12	38.84	38.84	1,200,000	39,155
苏州天悦	50	36.02	22.27	841,587	28,000
苏州中粮祥云国际	51	22.35	22.04	311,566	20,000
苏州紫郡兰园	14	18.69	18.30	529,528	21,000
杭州旭辉中粮朗香郡	50	15.87	15.41	NA	19,300
杭州梦栖祥云项目	50	6.80	6.74	217,631	28,000
佛山世茂望德	25	19.25	14.84	430,201	23,000
佛山中粮珑湾祥云	25	8.00	6.37	176,760	24,000
厦门中粮鹭湾祥云	50	5.43	4.97	229,773	29,000
重庆江州锦云	50	9.39	9.32	97,668	13,565

项目名称	权益比例 (%)	建筑面积 (万方)	可供出售面积 (万方)	总投资额 (万元)	售价 (元/平)
绍兴公元 2020	26	34.01	33.74	583,872	17,200
嘉兴秀湖祥云	100	11.65	11.43	202,146	14,200
嘉兴江南国际城	51	14.90	13.15	246,509	13,700
西安灞桥锦云	100	12.18	11.28	119,629	12,000
广州蔬菜研究所地块	10	8.57	7.16	337,873	50,000
其他项目					
H 股项目	34	386.30	386.30		25,000
合计		1,864.03	1,707.68		

资料来源：公司公告、公司业绩推介资料，华创证券

(二) 持有型物业：大悦城等商业物业对应权益重估增值 171 亿元

我们采取两种方式对公司持有型物业估值。

1) FCFF 估值法：持有型物业估值 527 亿元，重估增值 197 亿元、对应权益增值 126 亿元

租金方面，假设 10 个存量股权类大悦城每年租金增速 10%，新增大悦城及春风里按照开业时期逐步贡献租金（其中由于 2021 年大多年底开业因此租金贡献计入 2022 年），新增租金按照一线城市 6 元/天/平、二线城市 4 元/天/平估算。停车场、推广费等附属收入（跟随项目面积变动）每年租金增速 3%；写字楼租金增速 3%，酒店租金增速持平，工业用地租金增速 5%。对应租金收入减去成本、三费、税金及附加，加上折旧摊销，减去资本支出和所得税后，得到每年自由现金流，并得到持有型物业估值 527 亿元，重估增值 197 亿元；按照并表比例 64.18% 权益后重估增值 126 亿元。

图表 95、FCFF 计算过程（单位：千元）

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
存量大悦城租金	1,267,000	1,485,000	1,731,000	2,104,000	2,335,000	2,603,000	2,863,300	3,149,630	3,464,593	3,811,052
YoY		17.2%	16.6%	21.5%	11.0%	11.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
GLA (万方)	38.83	46.43	60.78	60.78	60.78	79.80	82.79	97.21	134.58	137.58
新增大悦城租金							65,429	365,273	401,800	1,124,608
2019E							65,429	71,972	79,169	87,086
2020E								293,301	322,632	354,895
2021E							2021 年开业项目均在年底，计入 2022 年租金			
2022E										682,628
停车场、推广费等		64,659	474,746	489,460	647,075	502,918	518,006	533,546	549,552	566,039

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
附属收入										
YoY			634.2%	3.1%	32.2%	-22.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
写字楼		459,000	451,000	530,000	451,000	527,000	542,810	559,094	575,867	593,143
YoY			-1.7%	17.5%	-14.9%	16.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
酒店		1,010,933	1,139,411	1,010,405	959,253	732,640	732,640	732,640	732,640	732,640
YoY			14.4%	12.7%	-11.3%	-5.1%	-23.6%	0%	0%	0%
工业地产	252,093	252,747	338,993	448,461	586,537	610,804	641,344	673,411	707,081	742,436
YoY			0.3%	34.1%	32.3%	30.8%	4.1%	5.0%	5.0%	5.0%
总租金收入		3,272,339	4,135,150	4,582,326	4,978,865	4,976,362	5,363,528	6,013,594	6,431,534	7,569,918
YoY			26.4%	10.8%	8.7%	-0.1%	7.8%	12.1%	6.9%	17.7%
商业物业 毛利率 (大悦城 +附属收 入+写字 楼)	75.5%	78.7%	70.4%	70.8%	71.6%	74.2%	72.2%	72.2%	72.2%	72.2%
酒店毛利 率	40.7%	40.8%	37.7%	38.7%	45.0%	42.3%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%
工业地产 毛利率	58.3%	61.1%	39.4%	54.1%	53.6%	56.8%	54.8%	54.8%	54.8%	54.8%
总成本	1,044,097	1,124,560	1,701,544	1,737,272	1,774,501	1,624,199	2,205,687	2,400,890	2,532,286	2,864,727
税金及 附加 费率		183,251	231,568	256,610	278,816	278,676	300,358	336,761	360,166	423,915
SG&A 费率		5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
+折旧摊 销		419,241	590,382	507,284	332,220	464,265	536,353	601,359	643,153	756,992
EBITDA		13%	14%	11%	7%	9%	10%	10%	10%	10%
EBITDA 率		334,979	333,958	379,966	337,408	252,943	912,609	912,609	912,609	912,609
减: 营 运 资本		1,880,267	1,945,614	2,461,126	2,930,736	2,862,165	3,233,740	3,587,192	3,808,537	4,436,893
减: 所 得 税		57%	47%	54%	59%	58%	60%	60%	59%	59%
FCFF*		500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	880,000	880,000	880,000	880,000
		0	0	0	0	0	0	0	0	0
		432,135	460,806	584,442	718,036	721,975	655,372	752,836	814,024	987,050
		948,132	984,808	1,376,683	1,712,700	1,640,190	1,698,367	1,954,356	2,114,514	59,173,925

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
NPV			48,887,797	50,270,759	51,395,771	52,656,798	53,930,830	55,020,792	56,012,122	56,012,122

资料来源：公司公告、公司业绩推介资料，华创证券

注：假设租金永续增速 2%。

图表 96、每股 RNAV: FCFF 估值法

(亿元)	持有型物业	控股后持有型物业	开发型物业 (存货)	工业用地	归属于母公司的净资产
账面价值	330		593	38	167
重估增值	197	126	81	204	412
RNAV	527		674	242	579
股本 (亿股)					39.26
每股 RNAV (元)					14.75

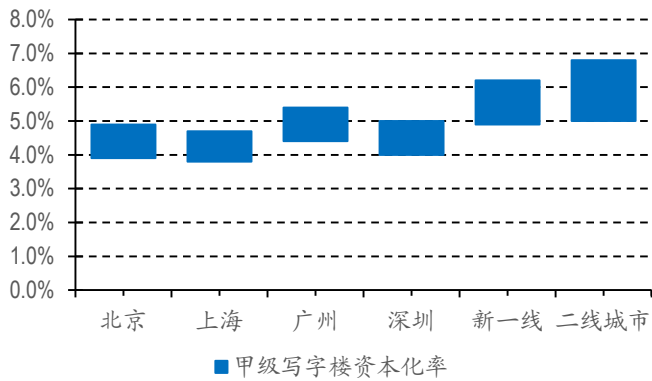
资料来源：公司公告、公司业绩推介资料，华创证券

1) NOI/Cap rate 估值法：持有型物业估值为 665 亿元，重估增值 335 亿元、对应权益增值 215 亿元

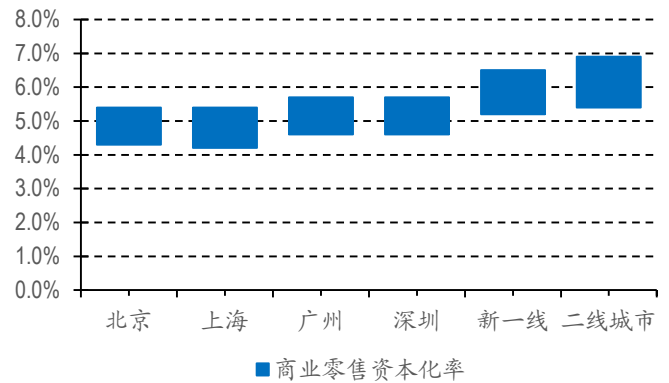
根据北大光华管理学院《商业不动产资本化率调查研究》*和 DTZ 的数据，一线、新一线和二线城市甲级写字楼资本化率平均值区间为 4.3-5.5%，商业零售 4.7-5.9%，物流 5.3-6.4%，酒店 5.1-6.6%。我们按照业态、区位进行租金加权，得到公司总体投资性物业资本化率在 4.9%，得到持有型物业估值 665 亿元，重估增值 335 亿元；按照并表比例 64.18% 权益后重估增值 215 亿元。

综上，通过 FCFE 估值法和 NOI/Cap rate 估值法两种方法结算后，可得公司持有型物业估值平均为 596 亿元，平均重估增值 266 亿元，对应权益增值 171 亿元。

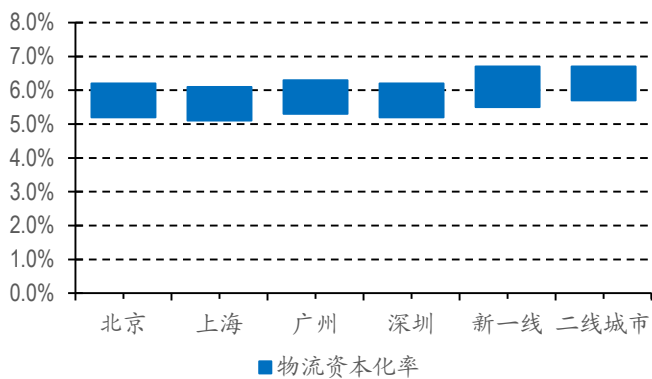
注：报告中一线城市为北上广深，新一线城市为成都、杭州、苏州、武汉、天津、南京、西安，二线城市为除一线和新一线城市外，其他区域中心及经济发达城市。大悦城布局主要城市在一线和新一线。

图表 97、甲级写字楼资本化率


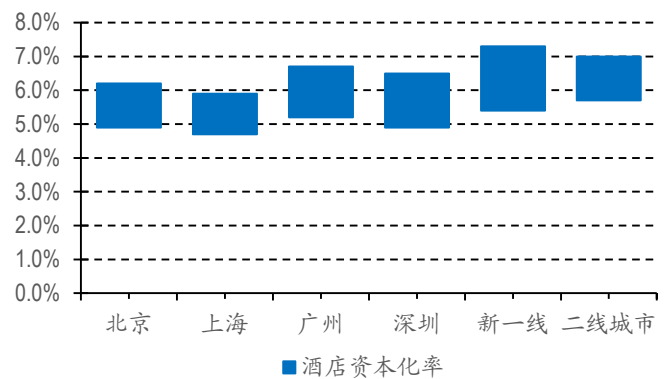
资料来源：北大光华管理学院 REITS 研究、DTZ，华创证券

图表 98、商业零售资本化率


资料来源：北大光华管理学院 REITS 研究、DTZ，华创证券

图表 99、物流资本化率


资料来源：北大光华管理学院 REITS 研究、DTZ，华创证券

图表 100、酒店资本化率


资料来源：北大光华管理学院 REITS 研究、DTZ，华创证券

图表 101、不同业态商业资产 Cap rate

项目	2018 年租金 (千元)	资本化率
商场租金	2,603,000	4.4%
写字楼租金	527,000	4.4%
其他租金	502,918	4.4%
酒店租金	732,640	6.4%
工业地产租金	610,804	5.7%
合计	4,976,362	4.9%

资料来源：北大光华管理学院 REITS 研究、DTZ，华创证券

图表 102、每股 RNAV: NOI/Cap rate 估值法

(亿元)	持有型物业	控股后持有型物业	开发型物业 (存货)	工业用地	归属于母公司的净资产
账面价值	330		593	38	167
重估增值	335	215	81	204	501
RNAV	665		674	242	668
股本 (亿股)					39.26
每股 RNAV (元)					17.02

资料来源: 公司公告, 公司业绩推介资料, 华创证券

(三) 工业用地: 深圳 131 万方工业厂房对应净利润折现增值 204 亿元

截至 2018 年末, 公司在深圳宝安区拥有工业物业建面 131 万方, 其中新安片区 26 万方 (容积率 1.9)、福永片区 106 万方 (容积率 1.5)。公司之前已有深圳云景国际、天悦壹号等工改住成功项目, 并且实现容积率大幅提升 (天悦壹号从 2.1 提升至 6.38)。但是我们考虑到工改住/工改商进程较慢, 因此我们保守假设: 1) 容积率提升至 4; 2) 工改住和工改商占比各 50%, 并且可售面积占比 90%; 3) 补缴楼面价 1 万元/平 (云景国际实际补缴 6,000 元/平); 4) 分 20 年完成转性开发; 5) 售价按照目前周边住宅和商办平均价估算, 不设置涨幅, **得到这部分工业用地净利润折现增值为 204 亿元。**

图表 103、深圳宝安工改住案例

项目	深圳天悦壹号城市更新项目	深圳创芯公园城市更新项目
项目区位	深圳市宝安区	深圳市宝安区
改造类型	工改住	工改工&工改商
原有容积率	2.10	1.16
改造后容积率	6.38	5.90
改造后建面	16.85 万平米	14.22 万平米, 其中持有物业 3.80 万平米, 主要是研发办公及配套宿舍

资料来源: 公司公告, 公司业绩推介资料, 华创证券

图表 104、深圳工业用地 NAV 估值

项目	权益比例	占地面积 (万方)	建筑面积 (万方)	原容积率	假设调整后容积率	调整后建筑面积 (万方)	原始账面价值 (亿元)	原始楼面价 (万元/方)	假设补缴楼面价 (万元/平)	附近住宅均价 (万元/平)	附近商办均价 (万元/平)	假设加权销售均价 (万元/平)	毛利率	净利率	分 20 年净利润折现增值 (亿元)
新安片区	100%	14	26	1.9	4.0	56	37.7	0.29	1.0	7.5	3.8	5.7	65%	32%	52
福永	100%	72	106	1.5	4.0	288		0.29	1.0	4.5	3.2	3.9	49%	27%	152

项目	权益比例	占地面积 (万方)	建筑面积 (万方)	原容积率	假设调整后容积率	调整后建筑面积 (万方)	原始账面价值 (亿元)	原始楼面价 (万方)	假设补缴楼面价 (万元/平)	附近住宅均价 (万元/平)	附近商办均价 (万元/平)	假设加权销售均价 (万元/平)	毛利率	净利率	分20年净利润折现增值 (亿元)
永片区															
合计		86	132	1.5		344	37.7	0.29	1.0						204

资料来源：公司公告、公司业绩推介资料，华创证券

综上，考虑到住宅业务重估增值 81 亿元、持有型物业重估增值 171 亿元、工业用地重估增值 204 元以及归母净资产 167 亿元等，我们估算得到大悦城控股总体估值 624 亿元，每股 NAV15.88 元，目前市值较之折价 60%。

图表 105、公司 NAV 估值情况

项目	2019E
住宅业务净利润折现 (万元)	811,529
持有型物业权益重估增值 (万元)	1,707,031
工业用地重估增值 (万元)	2,044,679
归母净资产 (万元)	1,672,967
总 NAV (万元)	6,236,206
总股本 (万股)	392,587
每股 NAV (元)	15.88

资料来源：公司公告，华创证券

六、投资建议：商业地产运营典范，核心资产价值标杆，首次覆盖，并给予“强推”评级

大悦城作为内资商业地产标杆，卡位一二线核心资产，拥有极强的招商、运营和品牌力，历年租金稳定增长。AH 整合后拿地端获得溢价，核心基金撬动资本赋能、轻重并举加速标准化复制。我们预测公司 2019-21 年每股收益分别为 0.76、0.88、1.11 元，现价对应 19PE 仅 8.3 倍，较每股 NAV15.88 元折价 60%，较重组价 6.73 元折价 6%，优质资产严重低估，我们按照 NAV 折价 45% 给予目标价 8.74 元、相当于 19PE11.5 倍，首次覆盖、并给予“强推”评级。

七、风险提示：社会零售品消费总额不及预期，公司结算进度不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	12,001	25,225	33,473	41,994
应收票据	-	-	-	-
应收账款	250	-	-	-
预付账款	141	304	417	529
存货	42,835	68,258	90,576	113,633
其他流动资产	25,486	47,679	63,268	79,374
流动资产合计	80,713	141,465	187,734	235,529
其他长期投资	3,885	33,505	33,527	33,528
长期股权投资	4,415	9,709	9,709	9,709
固定资产	548	407	265	123
在建工程	-	-	-	-
无形资产	53	1,919	1,919	1,919
其他非流动资产	1,557	7,806	8,263	9,280
非流动资产合计	10,459	53,346	53,684	54,559
资产合计	91,172	194,812	241,417	290,088
短期借款	2,525	5,447	7,473	9,479
应付票据	2	5	6	8
应付账款	6,556	8,756	12,012	15,237
预收款项	22,362	46,322	69,897	97,959
其他应付款	3,732	7,927	10,405	12,961
一年内到期的非流动负债	3,748	7,342	7,598	7,850
其他流动负债	6,354	16,908	26,269	32,298
流动负债合计	45,280	92,707	133,660	175,792
长期借款	23,405	46,069	46,069	46,069
应付债券	5,877	9,962	9,962	9,962
其他非流动负债	2,851	6,906	9,096	11,264
非流动负债合计	32,132	62,937	65,127	67,295
负债合计	77,412	155,644	198,787	243,087
归属母公司所有者权益	7,861	18,098	20,522	23,581
少数股东权益	5,899	21,070	22,109	23,420
所有者权益合计	13,760	39,168	42,630	47,001
负债和股东权益	91,172	194,812	241,417	290,088

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(6,659)	(11,088)	114	4,459
现金收益	(966)	(7,371)	4,870	5,672
存货影响	(8,204)	(25,423)	(22,318)	(23,057)
经营性应收影响	(4,379)	(25,158)	(15,702)	(16,217)
经营性应付影响	3,294	33,515	31,930	36,337
其他影响	3,596	13,349	1,334	1,725
投资活动现金流	(436)	(31,860)	(752)	(720)
资本支出	51	31,956	880	880
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	(486)	(63,816)	(1,632)	(1,600)
融资活动现金流	6,128	35,574	5,506	1,928
借款增加	5,173	32,381	6,545	3,239
股利及利息支付	2,369	892	1,039	1,311
股东融资	192	0	0	0
其他影响	(1,605)	2,301	(2,078)	(2,622)

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,120	29,677	39,381	49,406
营业成本	8,118	17,512	24,024	30,474
税金及附加	1,486	3,049	4,046	5,076
销售费用	515	1,082	1,436	1,801
管理费用	613	1,289	1,711	2,146
财务费用	1,017	1,538	2,132	2,231
资产减值损失	231	-	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-
投资收益	708	849	1,019	1,223
其他收益	-	-	-	-
营业利润	2,859	6,057	7,051	8,901
营业外收入	14	-	-	-
营业外支出	16	-	-	-
利润总额	2,857	6,057	7,051	8,901
所得税	853	1,808	2,105	2,657
净利润	2,004	4,249	4,947	6,244
少数股东损益	616	1,275	1,484	1,873
归属母公司净利润	1,389	2,974	3,463	4,371
NOPLAT	2,533	4,732	5,727	6,951
EPS(摊薄) (元)	0.35	0.76	0.88	1.11

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	1%	110%	33%	25%
EBIT 增长率	12%	98%	21%	21%
归母净利润增长率	47%	114%	16%	26%
获利能力				
毛利率	43%	41%	39%	38%
净利率	10%	10%	9%	9%
ROE	18%	16%	17%	19%
ROIC	9%	12%	11%	13%
偿债能力				
资产负债率	85%	80%	82%	84%
债务权益比	5.6	4.0	4.7	5.2
流动比率	1.8	1.5	1.4	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收帐款周转天数	529.5	432.7	514.2	526.9
应付帐款周转天数	334.5	217.6	247.0	258.3
存货周转天数	1472.0	986.1	1032.6	1048.3
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.76	0.88	1.11
每股经营现金流	(3.67)	(2.82)	0.03	1.14
每股净资产	4.33	4.61	5.23	6.01
估值比率				
P/E	17.8	8.3	7.2	5.7
P/B	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	17.8	8.3	7.2	5.7

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018年金牛奖评选房地产行业第一名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

研究员：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500