

# 雨后春笋 势如破竹

**业绩超预期，销售高增长。**2019年上半年公司预计实现盈利 17.7 亿至 20.4 亿，较重组前同比增长 184%至 227%，较重组后同比增长 30%至 50%，预计实现每股收益 0.45 元至 0.52 元。公司上半年业绩增长略超市场预期，主要由于公司在报告期内加大结转力度所致，我们预计下半年公司量价将持续保持兑现，维持当前业绩弹性；上半年公司实现销售规模约 270 亿左右，同比增长 154.5%。在今年一二线核心城市持续回暖的市场行情带动下，公司销售弹性领先市场。我们预计公司全年完成 600 亿销售目标问题不大，有希望向 800 亿销售目标发起冲击。

**拿地保持深耕，融资优势凸显。**公司继续保持 3+X 城市群布局的策略，共新增 9 个项目，合计计容建面 107.6 万平，较去年同期略微下降，对应总价 46.2 亿，新增项目主要位于重庆、宁波、苏州、天津等城市。公司今年合并之后，受益于商业地产重资产开发的模式特别，资产负债率得到明显改善，由此前 85%左右降至 70%附近，净负债率更是由 171%，降至 75%。此外自 5 月份以来行业融资再度收紧，行业信用利差分化再度加大，AAA 级房企保持低位。公司作为中粮集团旗下唯一开发平台，天然具备央企信用背书优势，将充分享受集团对公司的资金支持力度，保持公司各项业务的快速扩张。

**借力国改，有望腾飞。**中粮地产已被纳入“双百企业”名单，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得到进一步完善。

**投资评级与风险提示：**我们测算公司 RNAV 为 10.5 元/股，当前股价较之有 66%的空间；我们上调 2019-2020 年 EPS 至 0.68 元、0.77 元，给予“买入”评级。应考虑房地产行业调控政策延续及公司大悦城和大悦春风里项目开业不达预期之风险。

## 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	8.7	9.9	8.7	7.1

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

发布日期：2019年07月18日

当前股价：6.78 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
	7.45/4.34	-6.3/1.5	18.74/9.49
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)	181,372.28		
总市值 (亿元)	266.17		
流通市值 (亿元)	122.97		
近 3 月日均成交量 (万)	1,387.73		
主要股东			
明毅有限公司	53.8%		

### 股价表现



### 相关研究报告

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，业绩超预期，销售高增长

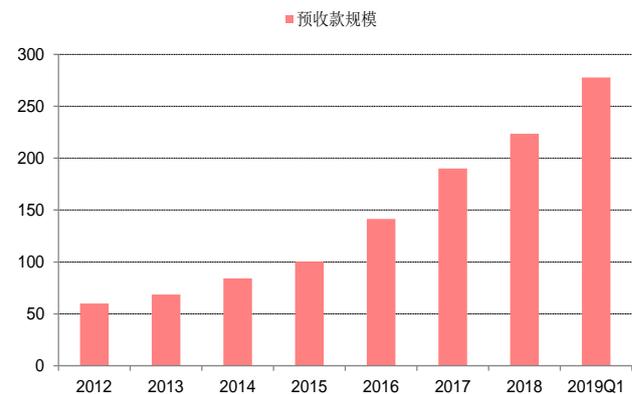
公司发布 2019 年上半年业绩快报，2019 年上半年公司预计实现盈利 17.7 亿至 20.4 亿，较重组前同比增长 184%至 227%，较重组后同比增长 30%至 50%，预计实现每股收益 0.45 元至 0.52 元。公司上半年业绩增长略超市场预期，主要由于公司在报告期内加大结转力度所致，截止到一季度末公司预收款规模达到 277.9 亿，较 18 年末增长 24.3%，已售未结资源仍然保持充裕，我们预计下半年公司量价将持续保持兑现，维持当前业绩弹性。

销售方面，根据我们跟踪情况，上半年公司实现销售规模约 270 亿左右，同比增长 154.5%，公司长期以来持续深耕于以北京、上海、深圳为主的核心城市，储备了丰富的土储资源，在今年一二线城市持续回暖的市场行情带动下，公司销售弹性领先市场。根据我们测算，公司全年推货计划约 1000 亿左右，其中上半年推货比例大约在 35%，进入下半年公司即将迎来推货高峰期，我们预计公司全年完成 600 亿销售目标问题不大，有希望向 800 亿销售目标发起冲击。

商业地产方面，从 2007 年第一座大悦城落地北京西单起截至目前，共有 13 个开业项目、11 个在建项目，这 24 个项目分布在北京、上海、天津等 15 个核心城市的核心地段；产业地产方面，公司在北京、深圳等地拥有生态小镇、工业地产、科技园区等 20 余个项目，总建筑面积近 200 万平米；

图：公司营业利润率

图：公司预收款规模



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 第二，拿地保持深耕，融资优势凸显

报告期内公司继续保持 3+X 城市群布局的策略，共新增 9 个项目，合计计容建面 107.6 万平，较去年同期略微下降，对应总价 46.2 亿，新增项目主要位于重庆、宁波、苏州、天津等城市，从拿地结构和区域布局上看，公司保持了对二线城市的深耕力度，同时对部分三线城市做了下沉，其中二线城市拿地面积和拿地金额分别占比达到 60.6%和 71.8%。

此外公司还积极通过城市更新，城市运营等非市场化拿地的方式积极扩充储备资源，城市更新方面，目前公司在深圳已建在建项目包括创芯公园、祥云国际、云景国际等超 15 个；北京中粮广场 C 座改造得到了北京市政府的肯定和支持；西安、昆明、天津和平、上海长风大悦城、北京火神庙大悦春风里等存量改造项目也在进行中。

图：大悦城非市场化拿地能力



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

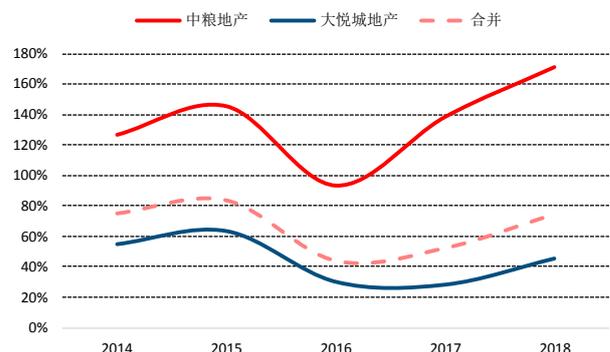
杠杆方面，公司今年合并之后，受益于商业地产重资产开发的模式特别，资产负债率得到明显改善，由此前 85% 左右降至 70% 附近，净负债率更是由 171%，降至 75%，重组之后的大悦城将拥有丰富的加杠杆空间去迎接一轮的规模扩张，此外自 5 月份以来行业融资再度收紧，AA 及 AA+ 房企信用利差再度走扩至 300 个 bp 左右，行业信用利差分化再度加大，AAA 级房企保持低位。公司作为中粮集团旗下唯一开发平台，天然具备央企信用背书优势，将充分享受集团对公司的资金支持力度，在当前行业融资持续保持分化态势下，公司将能够以较低的成本获取充裕的资金资源，保持公司各项业务的快速扩张。

图：资产负债率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：净负债率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### 第三，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。

#### 第四，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 9.9 倍和 8.7 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					资产负债表				
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,120	29,397	33,379	43,173	货币资金	12,001	21,000	27,300	46,720
减：					预付账款	141	1,141	2,141	3,141
营业成本	8,118	16,290	18,945	24,952	存货	42,835	99,728	169,975	250,652
毛利率	42.5%	44.6%	43.2%	42.2%	其他流动资产	25,486	25,486	25,486	25,486
营业税金及附加	1,486	2,663	3,008	3,798	流动资产	80,713	147,730	225,038	325,745
营业费用	515	1,496	1,565	2,271	投资性房地产	3,774	3,781	3,790	3,802
营业费用率	3.6%	5.1%	4.7%	5.3%	递延所得税资产	1,234	2,025	3,021	4,316
管理费用	613	2,284	2,223	3,126	非流动资产	10,459	13,022	16,391	20,876
管理费用率	4.3%	7.8%	6.7%	7.2%	<b>资产总计</b>	<b>91172</b>	<b>163867</b>	<b>244545</b>	<b>349736</b>
财务费用	1,017	799	702	364	短期借款	2,525	2,589	983	0
财务费用率	7.2%	2.7%	2.1%	0.8%	应付账款	6,556	7,986	10,259	13,097
资产减值损失	231	0	400	600	预收款项	22,362	91,721	182,047	299,640
<b>营业利润</b>	<b>2,847</b>	<b>6,087</b>	<b>6,838</b>	<b>8,474</b>	应交税费	3,519	(4,305)	(14,514)	(27,892)
营业利润率	20.2%	20.7%	20.5%	19.6%	其他流动负债	10,318	20,740	20,378	18,972
营业外收入	14	0	0	0	流动负债	45,280	118,730	199,153	303,817
营业外支出	16	0	0	0	长期负债	23,405	22,231	17,670	12,223
利润总额	2,857	6,087	6,838	8,474	递延所得税负债	121	476	938	1,539
所得税费用	853	2,246	2,485	3,100	非流动性负债	32,132	25,436	21,338	16,490
所得税率	29.9%	36.9%	36.3%	36.6%	负债合计	77,412	144,167	220,491	320,308
<b>净利润</b>	<b>2,004</b>	<b>3,841</b>	<b>4,353</b>	<b>5,374</b>	股本	1,814	3,926	3,926	3,926
少数股东损益	616	1,191	1,350	1,666	少数股东权益	5,899	7,090	8,439	10,105
母公司股东的净利润	1,389	2,651	3,004	3,708	<b>股东权益合计</b>	<b>13,760</b>	<b>19,700</b>	<b>24,054</b>	<b>29,428</b>
					<b>负债及权益总计</b>	<b>91,172</b>	<b>163,867</b>	<b>244,545</b>	<b>349,736</b>
					<b>主要财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>现金流量表</b>					增长率 (%)				
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E	营业收入	-1.5%	1.2%	8.7%	9.6%
销售商品、提供劳务收入	17,782	98,632	123,543	160,555	营业利润	-24.1%	5.4%	8.8%	14.5%
减：购买商品、接受劳务支出	12,679	71,381	86,558	102,643	净利润	-27.2%	9.1%	12.4%	15.2%
职工支出	823	1,444	1,878	2,441	利润率 (%)				
税费支出	3,348	15,438	18,055	23,803	毛利率	31.3%	31.3%	31.0%	31.1%
<b>经营现金流</b>	<b>-1,864</b>	<b>10,368</b>	<b>17,053</b>	<b>31,668</b>	EBIT Margin	13.3%	15.6%	14.3%	13.4%
取得借款	23,359	8,631	3,277	0	EBITDA	13.3%	15.6%	14.0%	13.2%
发行债券	3,882	0	0	0	Margin				
偿还债务	18,186	6,273	9,805	7,837	回报率 (%)				
融现现金流	6,128	179	-8,546	-9,308	ROE	10.8%	11.9%	11.8%	12.0%
现金及现金等价物净增加额	1,817	8,999	6,300	19,420	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 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@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

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

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiaocsc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

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

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@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