

投资评级：推荐（首次）
报告日期：2019年12月18日
市场数据

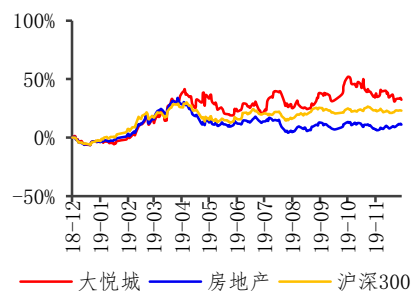
目前股价	7.23
总市值（亿元）	265.78
流通市值（亿元）	122.79
总股本（万股）	392,587
流通股本（万股）	181,372
12个月最高/最低	8.05/4.71

分析师

分析师：陈智旭 S1070518060005

☎ 021-31829691

✉ chenzhixu@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

双核发展、资产优质、扩张加速

——大悦城（000031）公司深度报告

盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入/百万	14,042	14,120	27,978	35,364	44,453
(+/-%)	-22.1%	0.5%	98.2%	26.4%	25.7%
净利润/百万	1,735	2,004	3,919	4,821	5,986
(+/-%)	30.1%	15.5%	95.5%	23.0%	24.1%
摊薄 EPS/元	0.24	0.35	0.68	0.82	0.99
PE	29.9	20.4	10.7	8.8	7.3

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- “A 控红筹”整合完成，“住宅+商业”双核驱动：**2019年3月份，大悦城地产与中粮地产147亿元重组落地，中粮地产更名为大悦城控股。重组完成后，大悦城地产成为大悦城控股子公司，大悦城控股成为中粮集团旗下唯一地产平台。重组完成后，“双轮双核”战略成为大悦城控股未来发展的重要策略，公司依靠销售型与持有型业务共同发展、“产品+服务”双核心，以“3+X”为主线，深耕粤港澳大湾区、长三角战略一体化城市、京津冀核心重点城市，形成“一线核心-二线中心-三线省域中心”分布格局。
- 商业地产：布局核心商圈，运营领先，扩张加速：**项目选址方面，已经开业的大悦城城市综合体项目均位于同类资源稀缺、周边人口密集、交通便利的城市核心商业区内。而已规划的大悦春风里及祥云小镇则位于城市副中心商圈及新城中心，项目选址占据一二线城市核心商圈，辐射全城。项目出租方面，受益于GLA上升及出租率平稳，大悦城租金收入稳定上升，2019年上半年租金收入18.68亿元，同比增长27.6%，而项目平均租金自2013年以来亦呈稳步上涨趋势。目前公司采取轻重并举扩张策略并辅以配套管理体制及资本支持，未来公司商业地产扩张有望加速。
- 住宅地产：专注核心城市中高端客群、销售高增、可结算资源丰富：**公司住宅业务立足京津冀、长三角、珠三角三大核心城市群中一二线省会及区域中心城市，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强三线中心城市及高潜力城市，形成了“一线核心-二线中心-三线省域中心”的分布格局。截至目前，公司已累计进入北京、上海、深圳、天津、沈阳等30座城市，并计划将住宅业务进一步扩张至更多产业基础好、人口导入强、市场基本面健康的二线及强三线城市，拿地端与公司发展计划匹配。近年来住宅业务销售端持续走强，待进入结转期后业绩将快速提升。
- 盈利稳增、负债安全：**2019年公司成功并表H股大悦城地产，受此影响公司盈利能力显著上升。2019年前三季度公司实现营业收入223.32亿元，同比增长183.7%、营业利润56.34亿元，同比增长191.6%，归母净利润24.35亿元，同比增长168.2%。后续整合影响消除后我们预计未来公司业

绩将保持 20% 上下的增速。负债方面，受益于央企背景，公司融资成本较低，2018 年全年融资成本区间介于 4.40%~9.5% 间。“A+H 股”整合完成后公司未来融资手段更为灵活，且随着评级上升公司融资成本在未来有望继续下降。

- **给予公司“推荐”评级：**大悦城控股年内完成“A+H 股”合并，成为中粮集团旗下唯一地产平台，在国改背景下完成战略转型，提质增效指日可待。同时，合并后公司形成住宅+商业双轮双核驱动商业模式，高质量住宅+强品牌力商业协同发展，共同加速。我们预计公司 19~21 年归母净利润分别为 26.62、32.08 及 38.69 亿元，同比增长 91.7%，20.5% 及 20.6%，对应 PE10.7、8.8、7.3 倍，首次覆盖，给予推荐评级。
- **风险提示：**行业政策面超预期收紧，房产税出台超预期，公司业务扩展不及预期。

目录

1. 中粮旗下唯一地产平台，整合优势，协同发展	6
1.1 中粮旗下唯一地产平台，央企背景优势显著	6
1.2 “A 控红筹”整合完成，“住宅+商业”双核驱动	6
2. 商业地产：布局核心商圈，运营领先，扩张加速	7
2.1 布局核心商圈、扩充产品线定位高消费能力人群	8
2.2 已开业大悦城运营高效	9
2.3 文化街区+主题 IP 制造用户粘性	11
2.4 轻重并举、资本配套、扩张加速	12
3. 住宅地产：专注核心城市中高端客群、销售高增、可结算资源丰富	13
3.1 布局：专注核心城市中高端客户群、拓展强三线	13
3.2 销售：销售面积稳增驱动销售额高速增长	14
3.3 结算：丰富可结算资源保障未来业绩稳增	15
3.4 拿地：注意力转向二线城市，非市场化拿地能力突出	17
4. 财务分析：盈利稳增、负债安全、运营优化	20
4.1 盈利能力：整合后盈利能力显著提升	20
4.2 负债情况：负债率高速下行，偿债压力较小	22
4.3 运营情况：资源整合带动效率上行，回款健康	23
5. 估值	24
5.1 NAV 估值	24
6. 投资建议	25
7. 风险提示	25
附：盈利预测表	26

图表目录

图 1:	大悦城控股历史沿革	6
图 2:	大悦城控股股权结构	6
图 3:	已开业大悦城客流量 (万人)	9
图 4:	已开业大悦城销售额 (亿元)	9
图 5:	大悦城销售额 (亿元)	10
图 6:	大悦城销售额增速/社零增速	10
图 7:	大悦城坪效 (元/天/平方米)	10
图 8:	已开业大悦城销售额占比	10
图 9:	已开业大悦城 GLA (万方)	10
图 10:	已开业大悦城平均出租率	10
图 11:	已开业大悦城平均租金 (元/月/平方米)	10
图 12:	已开业大悦城租金收入 (亿元)	10
图 13:	西单大悦城样街	11
图 14:	沈阳大悦城销售额 4 又 1/2 街区	11
图 15:	静安大悦城懒蛋蛋 IP 主题活动	12
图 16:	昆明大悦城宝可梦 IP 主题活动	12
图 17:	公司住宅业务分布 (深色为已覆盖)	13
图 18:	公司住宅业务覆盖城市数	13
图 19:	公司住宅销售面积	14
图 20:	公司住宅销售额	14
图 21:	公司住宅销售均价	14
图 22:	公司住宅分能级销售面积 (万方)	14
图 23:	公司住宅分能级销售额 (亿元)	14
图 24:	公司住宅分区域销售面积 (万方)	15
图 25:	公司住宅分区域销售额 (亿元)	15
图 26:	公司结算面积及同比	16
图 27:	公司结算金额及同比	16
图 28:	公司结算均价 (元/方)	16
图 29:	公司已售待结面积 (万方)	16
图 30:	公司已售待结面积/上年结算面积 (倍)	16
图 31:	公司已售待结面积分能级占比	17
图 32:	公司已售待结面积分区域占比	17
图 33:	公司新获项目数 (个)	17
图 34:	公司新获计容建面	17
图 35:	公司土地价款	17
图 36:	公司土地价款/销售额	18
图 37:	公司新获计容建面/销售面积	18
图 38:	公司土地均价/销售均价	18
图 39:	公司拿地权益比	18
图 40:	公司分能级新获计容建面 (万方)	18
图 41:	公司分能级土地价款 (亿元)	18
图 42:	公司分区域新获计容建面 (万方)	19

图 43:	公司分区域土地价款 (亿元)	19
图 44:	公司分能级可售面积	19
图 45:	公司分区域可售面积	19
图 46:	公司营业收入及同比	20
图 47:	公司营业利润及同比	20
图 48:	公司归母净利润及同比	20
图 49:	公司利润率 (%)	21
图 50:	公司费用率	21
图 51:	公司 ROA (%)	21
图 52:	公司 ROE (%)	21
图 53:	公司少数股东权益占比	21
图 54:	公司少数股东损益占比	21
图 55:	公司预收账款及同比	22
图 56:	公司预收账款/上年营收	22
图 57:	公司资产负债率 (%)	22
图 58:	公司净负债率 (%)	22
图 59:	可比公司净负债率 (%)	22
图 60:	公司有息负债及同比	23
图 61:	公司短期有息负债占比	23
图 62:	公司现金短债比	23
图 63:	公司存货	24
图 64:	公司周转率	24
图 65:	公司 CFO (百万元)	24
图 66:	公司销售回款及同比	24
图 67:	公司销售回款/营收	24
表 1:	已运营商业地产项目	7
表 2:	已规划商业地产项目	8
表 3:	大悦城商业地产产品线	8
表 4:	部分大悦城地理位置及交通情况	9
表 5:	公司管理输出项目	12
表 6:	公司商业地产基金	12
表 7:	大悦城住宅产品线	13
表 8:	公司 15~17 年获取的部分高价地块	17
表 9:	公司主要项目所在城市商品房成交情况	19
表 10:	公司融资成本 (2018 年)	23
表 11:	公司 NAV 估值	25

1. 中粮旗下唯一地产平台，整合优势，协同发展

1.1 中粮旗下唯一地产平台，央企背景优势显著

2019年中粮地产完成与大悦城地产重组，更名为大悦城控股。中粮地产前身深圳宝恒(集团)股份有限公司于1993年10月8日在深圳证券交易所上市(股票代码:000031.SZ),2005年被中粮集团收购,更名中粮地产(集团)股份有限公司,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一,2018年名列世界500强企业榜单第122位。

图 1: 大悦城控股历史沿革

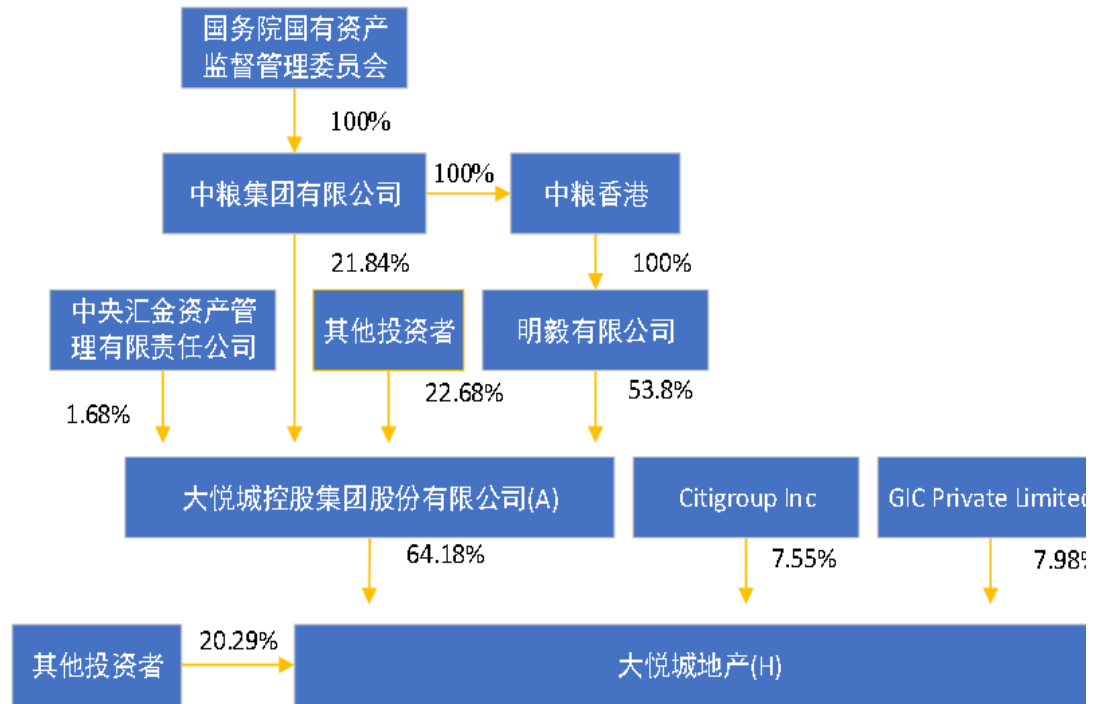


资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

1.2 “A 控红筹”整合完成，“住宅+商业”双核驱动

2019年3月份,大悦城地产与中粮地产147亿元重组落地,中粮地产更名为大悦城控股(简称“大悦城”)。重组完成后,大悦城地产成为大悦城控股子公司,大悦城控股成为中粮集团旗下唯一地产平台。作为央企重组与国资改革又一尝试,此次重组成为内地首例“A控红筹”产权整合交易。

图 2: 大悦城控股股权结构



资料来源：公司公告，长城证券研究所

重组完成后，“双轮双核”战略成为大悦城控股未来发展的重要策略，公司依靠销售型与持有型业务共同发展、“产品+服务”双核心，以“3+X”为主线，深耕粤港澳大湾区、长三角战略一体化城市、京津冀核心重点城市，形成“一线核心-二线中心-三线省域中心”分布格局。除住宅与商业业务外，大悦城控股在产业地产、写字楼、酒店、长租公寓等地产业态均有布局。

2. 商业地产：布局核心商圈，运营领先，扩张加速

在商业地产方面，公司以大悦城商业综合体为主要产品，并在近年陆续推出大悦春风里及祥云小镇两条产品线，旨在全方位服务城市中高收入人群休闲、娱乐、社交等需求。截至目前，公司已成功运营 10 座股权类大悦城、3 座管理输出类大悦城，2 座祥云小镇；并有 5 座已规划大悦城，4 座大悦春风里。

19 年 3 月大悦城地产获得由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中指研究院三家单位联合举办的“2019 中国房地产百强企业研究成果发布会”颁布的 2019 年中国商业地产十强企业大奖，可见公司商业运营能力的优秀。

表 1：已运营商业地产项目

状态	项目	开业时间	建筑面积（平方米）	可出租面积（平方米）
已开业	西单大悦城	2007	185654	53900
	沈阳大悦城	2009	322700	94200
	朝阳大悦城	2010	338500	122600
	静安大悦城	2011	163000	66203

	天津南开大悦城	2011	290000	88300
	烟台大悦城	2014	219964	76000
	成都大悦城	2015	290000	106800
	杭州大悦城	2018	335000	72300
	上海长风大悦城	2018	122000	62255
	西安大悦城	2018	146500	63000
管理输出	天津和平大悦城	2016	-	-
	昆明螺蛳湾大悦城	2018	-	-
	贵阳大悦城	-	-	-

资料来源：公司公告，长城证券研究所

表 2: 已规划商业地产项目

状态	项目	建筑面积	商业部分计容建筑面积
规划大悦城项目	重庆渝北大悦城（2021 开业）	35.06	11.93
	武汉大悦城（2021 年开业）	42.78	13.6
	北京石景山大悦城	21.79	12.34
	成都天府大悦城	29.46	13.1
	沈阳大悦城 E 馆	11.29	7.88
规划大悦春风里项目	北京火神庙大悦春风里	14.62	7.65
	北京槐新大悦春风里	29.26	16.4
	苏州大悦春风里	32.92	13.38
	青岛大悦春风里	12.52	8.16

资料来源：公司公告，长城证券研究所

2.1 布局核心商圈、扩充产品线定位高消费能力人群

产品布局方面，公司以大悦城城市综合体为核心产品，产品定位为“年轻、时尚、潮流、品味”，目标客群主要为一二线城市 18~35 岁新兴中产。在此基础上近年来公司新扩展了大悦春风里及祥云小镇两条产品线以进行更广阔的客群覆盖。扩展完成后公司商业地产目标客户群已囊括一二线城市 18~55 岁具有较高消费能力的中高产人群。

表 3: 大悦城商业地产产品线

产品线	产品线定位	目标客群	概况	代表项目
大悦城	年轻、时尚、潮流、品位	18-35 岁新兴中产	集大型购物中心、甲级写字楼、服务公寓、高档住宅等为一体，集合购物、娱乐、观光、休闲、餐饮等功能	西单大悦城 朝阳大悦城 上海静安大悦城
大悦春风里	集吃喝玩乐为一体的产品	25-45 岁年轻中产和成熟中产	包含零售、餐饮、生活、服务、休闲、娱乐、社交、家庭、亲子等业务的时尚生活中心。	北京大悦春风里 苏州大悦春风里 青岛大悦春风里
祥云小镇	全景开放式休憩型商业街区	25-55 岁城市中高产	云集国际零售、特色餐饮、休闲娱乐、儿童益智及创新体验品牌的	北京祥云小镇 沈阳祥云小镇

产品线	产品线定位	目标客群	概况	代表项目
			主题生活小镇。	

资料来源：公司公告，长城证券研究所

项目选址方面，已经开业的大悦城城市综合体项目均位于同类资源稀缺、周边人口密集、交通便利的城市核心商业区内。而已规划的大悦春风里及祥云小镇则位于城市副中心商圈及新城中心。以公司最早运营的西单大悦城为例，该项目位于北京传统商业街西城区西单北大街，毗邻天安门广场及金融街。以一公里为半径，项目周边涵盖办公人口 17.1 万人，高出同城购物中心均值 83.36%，并具有公交线路 35 条，地铁站 2 个及停车场 303 个，均大幅高于同城购物中心均值。优良的项目选址使得项目影响力得以向外辐射，吸引更多人流。

表 4：部分大悦城地理位置及交通情况

项目	城市	位置	公交线路（条）	地铁站（个）	停车场（个）
西单大悦城	北京	西城区西单北大街	35	2	303
朝阳大悦城	北京	朝阳区朝阳北路	27	1	178
静安大悦城	上海	静安区西藏北路	47	3	273
南开大悦城	天津	南开区南门大街	55	2	295
沈阳大悦城	沈阳	大东区小东路	50	2	173

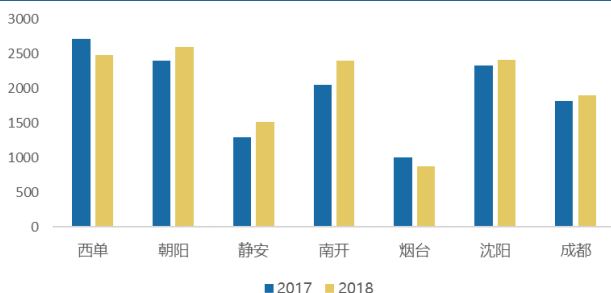
资料来源：赢商大数据，长城证券研究所

注：公交、地铁、停车场数量统计范围为项目半径一公里以内

2.2 已开业大悦城运营高效

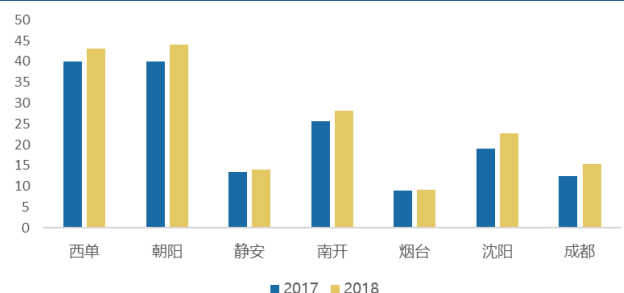
客流量方面，西单、朝阳、静安等 7 个已长期运营大悦城 2018 年客流量均值 2027 万人次，较 17 年客流量 1946 万人次增长 4.16%，在一二线城市购物中心竞争日趋激烈的环境下实现稳定增长，其中西单、朝阳、南开、沈阳等开业较早、运营情况良好的项目 2018 年客流量均已接近 2500 万人次。

图 3：已开业大悦城客流量（万人）



资料来源：公司公告，Wind，长城证券研究所

图 4：已开业大悦城销售额（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，长城证券研究所

销售方面，2018 年公司 7 个已长期运营大悦城总销售额 186 亿元，同比增长 15.1%，远超同期代表行业整体增速的社零增速 4%；19 年上半年已实现销售额 100.87 亿元，超过去年全年水平的 50%，我们预计随着下半年国庆、元旦等假期主题活动的开展，大悦城整体销售额将继续提升，全年突破 200 亿元。分项目来看，京津地区三个项目对销售额贡献最为显著，2018 年西单、朝阳、南开三个项目分别贡献全年销售额的 23.5%、21.2%

及 13.7%。其中西单大悦城每日坪效高达 225 元/平方米，已成为商业地产行业标杆性项目。

图 5: 大悦城销售额 (亿元)

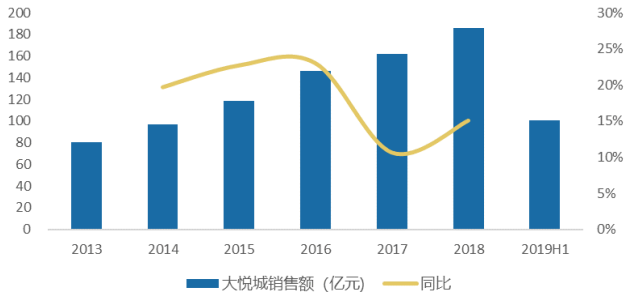


图 6: 大悦城销售额增速/社零增速

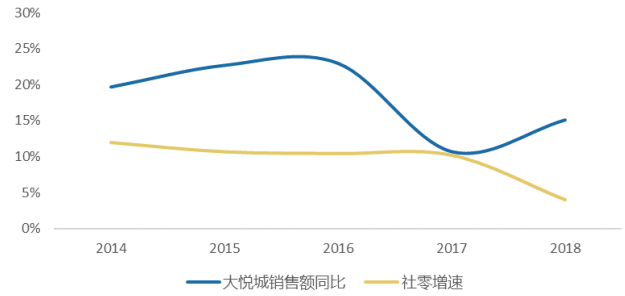


图 7: 大悦城坪效 (元/天/平方米)

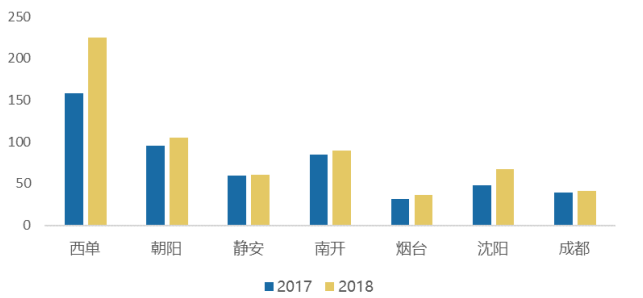
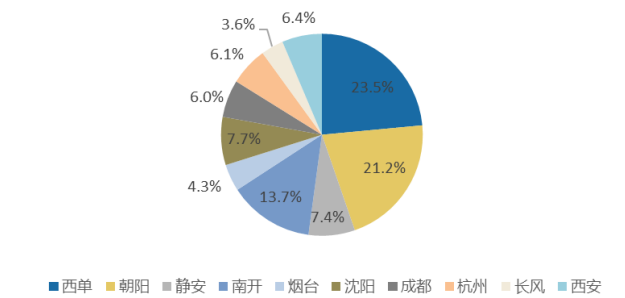


图 8: 已开业大悦城销售额占比



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

项目出租情况方面, 公司大悦城项目总可出租面积 (GLA) 呈稳健上升趋势, 截至 2019 年上半年末公司 GLA 总计 87.07 万方, 同比增长 10.2%, 考虑到公司已规划商业地产项目将在未来 2~5 年内相继落成, 公司总 GLA 将在未来继续提高。出租率方面 7 个已长期运营大悦城平均出租率自 2015 年起始终维持高位, 2019 年上半年达 96.1%, 较 2018 年末提升 0.5pct。受益于 GLA 上升及出租率平稳, 大悦城租金收入稳定上升, 2019 年上半年租金收入 18.68 亿元, 同比增长 27.6%, 而项目平均租金自 2013 年以来亦呈稳步上涨趋势, 其中西单大悦城目前每平方米月租金 1273 元, 远超其他项目。

图 9: 已开业大悦城 GLA (万方)

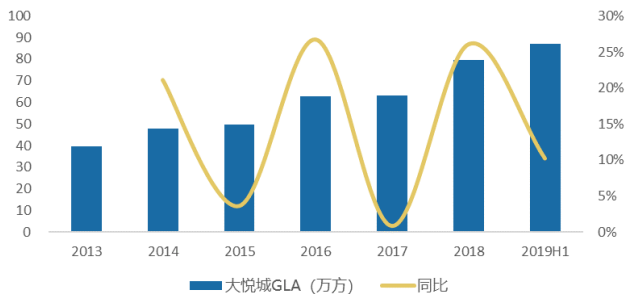


图 10: 已开业大悦城平均出租率

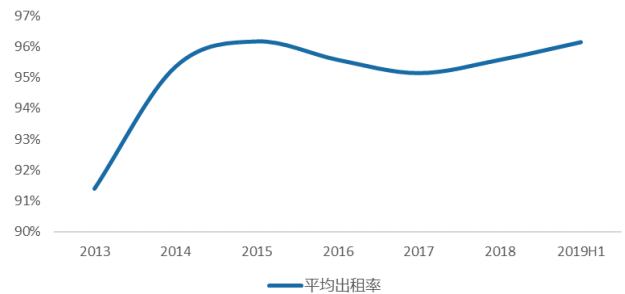
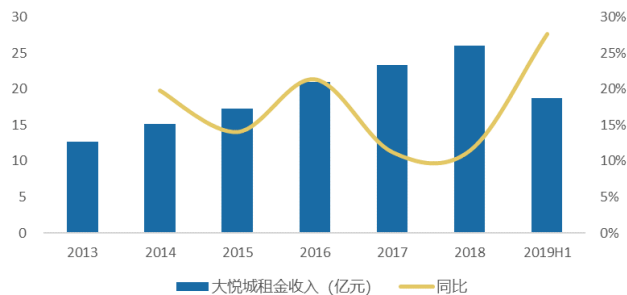
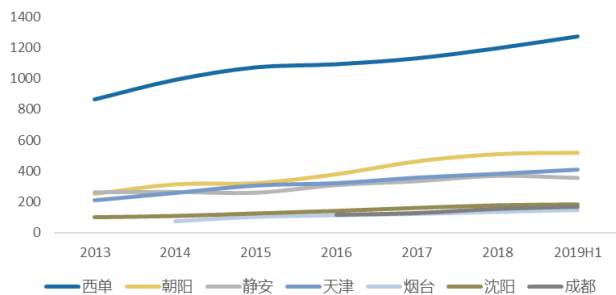


图 11: 已开业大悦城平均租金 (元/月/平方米)

图 12: 已开业大悦城租金收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

2.3 文化街区+主题 IP 制造用户粘性

上文提到大悦城城市综合体的主要目标客群为 18~35 岁新兴中产人群, 为了更好迎合当代年轻人消费需求, 大悦城积极探索“体验式消费”将潮流文化与传统商业模式结合制造用户粘性。目前已开业的大悦城均配置有独具特色的主题街区, 其提供的时尚感与话题性对年轻消费群体起到引流作用, 为大悦城持续吸引人气。

图 13: 西单大悦城样街



资料来源: 网络, 长城证券研究所

图 14: 沈阳大悦城销售额 4 又 1/2 街区



资料来源: 网络, 长城证券研究所

除主题街区外, 大悦城注重与时下潮流 IP 进行合作, 不断以主体 IP 活动作为客流导入通道, 话题营销效果显著。以 2017 年 6 月举办的静安大悦城懒蛋蛋 IP 主题活动为例, 活动期间观展客流人次达 26 万人, 创造销售额 500 万元。

图 15: 静安大悦城懒蛋蛋 IP 主题活动



资料来源: 网络, 长城证券研究所

图 16: 昆明大悦城宝可梦 IP 主题活动



资料来源: 网络, 长城证券研究所

2.4 轻重并举、资本配套、扩张加速

2015 年起, 大悦城开始利用自身商业品牌优势开始对外进行轻资产管理输出, 区别于取得 7 个已长期运营大悦城采用的重资产收购模式, 轻资产管理输出模式有助于公司摆脱资金掣肘, 快速获取新项目进行扩张, 分享项目成长红利。截至目前公司已获得天津和平大悦城、昆明大悦城及贵阳大悦城 3 个管理输出项目。

表 5: 公司管理输出项目

项目	获取时间	项目原名
天津和平大悦城	2015	津汇广场
贵阳大悦城	2016	贵阳中心
昆明大悦城	2018	昆明螺蛳湾中心

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

在资本配套方面, 公司目前设立了 3 支基金以增强公司资本运营效率, 获取额外收益(基金管理费+资产管理费)并通过积极并购实现快速扩张。目前三只基金分别用于收购大悦城地产下属部分城市综合体的股权、寻找中国境内潜在物业项目的收购机会及寻找以北京为主的一线城市及周边商业、写字楼等潜在项目收购机会。

表 6: 公司商业地产基金

基金名称	成立日期	规模	用途
Joy City Commercial Property Fund	2016.7.29	93 亿元	收购大悦城地产下属部分城市综合体的股权
Garbo Commercial Property Fund	2017.8.17	114 亿元	寻找中国境内潜在物业项目的收购机会
中粮高和	2018.8.1	50 亿元	寻找以北京为主的一线城市及周边商业、写字楼等潜在项目收购机会

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

注: 基金规模货币单位为 RMB

3. 住宅地产：专注核心城市中高端客群、销售高增、可结算资源丰富

3.1 布局：专注核心城市中高端客户群、拓展强三线

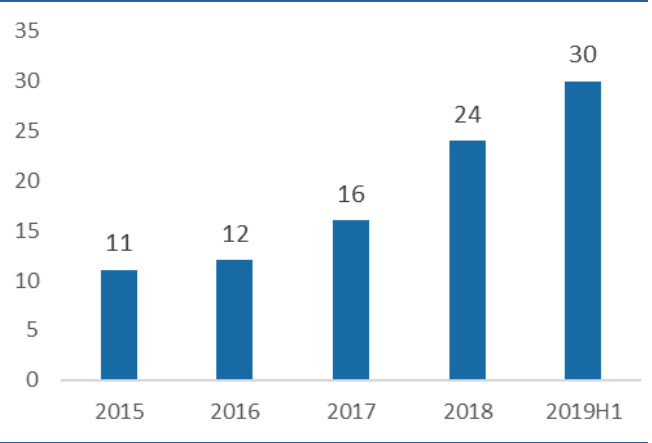
公司立足京津冀、长三角、珠三角三大核心城市群中一二线省会及区域中心城市，重点关注以长江中游城市群、成渝城市群、一带一路沿线为主的强三线中心城市及高潜力城市，形成了“一线核心-二线中心-三线省域中心”的分布格局。截至目前，公司已累计进入北京、上海、深圳、天津、沈阳等 30 座城市，并计划将住宅业务进一步扩张至更多产业基础好、人口导入强、市场基本面健康的二线及强三线城市，在 2021 年前覆盖约 50 座城市。

图 17：公司住宅业务分布（深色为已覆盖）



资料来源：公司公告，Wind，长城证券研究所

图 18：公司住宅业务覆盖城市数



资料来源：公司公告，Wind，长城证券研究所

产品设计方面，公司以“悦见生活之美”为核心理念，主要服务于核心城市中产及以上的中高端客户群。目前公司住宅业务主推壹号、祥云、锦云、鸿云四条产品线，分别对应满足目标客户高端改善、再改、首改、刚需首置需求。选址方面，公司产品多位于市中心区、副中心、新城中心等发展良好，交通便利的稀缺地段。较高的产品质量与完善的生活配套设施及物业服务为公司产品带来了良好口碑，对公司产品快速去化提供保证。

表 7：大悦城住宅产品线

产品线	位置	产品线类型	目标客群	经典项目城市分布
壹号系列	一二线城市中心区或副中心核心地段	高端改善型	金领阶层、新财富阶层客户	上海、沈阳
祥云系列	一线城市近郊或新城中心，二线城市中心区或副中心核心地段，	再改型	中上产阶层、金领阶层客户	北京、杭州、成都
锦云系列	一二线城市新城中心	首改型	中级以上白领阶层客户	深圳、成都、沈阳
鸿云系列	城市郊区或新区生活区	刚需首置型	普通白领、工薪阶层	深圳、南京、长沙

资料来源：公司官网，长城证券研究所

3.2 销售：销售面积稳增驱动销售额高速增长

销售方面，由于此前业务扩展速度较慢，2018 年前大悦城住宅销售面积始终徘徊在 80 万方上下，公司销售额的不断增长主要得益于一二线城市项目销售单价的快速拉升，16 及 17 年公司住宅销售均价分别达 21400 及 30600 元/方，同比上升 29.5% 及 43.0%。

而随着公司扩张速度加快，自 2018 年开始公司销售额的增长转为依靠销售面积的增长驱动。2018 年公司销售面积 128.86 万方，同比增长 50.9%，在 19 年完成并表 H 股大悦城地产后销售面积进一步加速增长，19 年上半年公司销售面积 112.05 万方，同比大增 161.8%。相应的，公司 18 及 19H1 销售额分别达 398.64 亿元及 253.98 亿元，同比增长 52.4% 及 139.4%。

在整合完成后，大悦城管理层明确了未来“紧抓行业发展机遇，贯彻高质量发展”的发展理念，将利用双上市公司整合的优势推动住宅业务进一步发展作为下阶段重要目标，我们预计公司住宅业务销售额将在三年内触及千亿级别。

图 19: 公司住宅销售面积

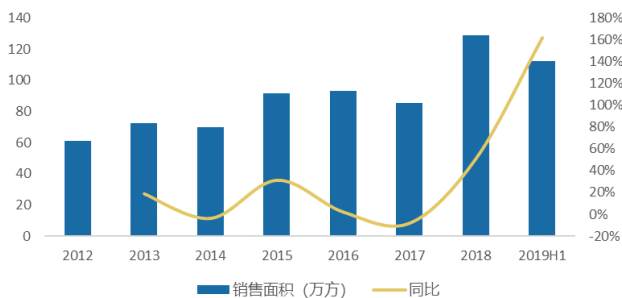
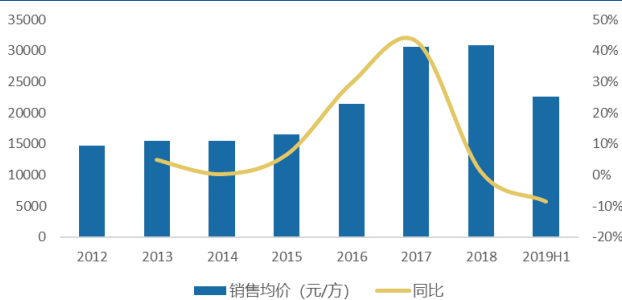


图 20: 公司住宅销售额



图 21: 公司住宅销售均价



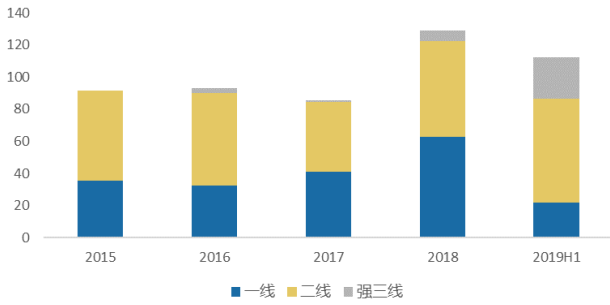
资料来源：公司公告，Wind，长城证券研究所

分能级来看，一线市场依然为公司销售的重要组成部分，但其贡献度在 19 年开始下降，19 年上半年一线市场分别贡献了公司销售面积的 19.5% 和销售额的 39.1%，较 2018 年的 48.7% 和 71.9% 大幅下降。而二线及强三线市场对公司的贡献度正不断上升，19 年上半年二线市场贡献了公司销售面积的 57.7% 和销售额的 42.6%，较上年全年分别增加 11.4 及 17.8pct；同期强三线市场贡献了公司销售面积的 22.8% 和销售额的 18.3%，较上年全年分别增加 17.9 及 15.1pct。

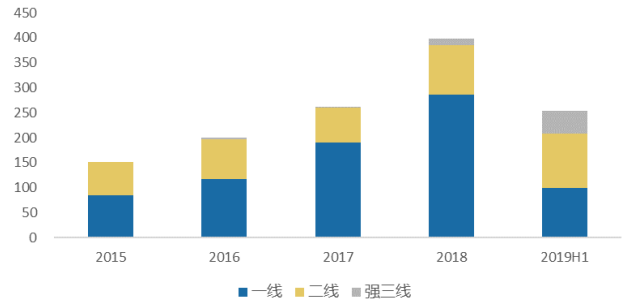
从公司近两年土地投资集中情况来看，未来二线及强三线市场对公司销售的贡献将持续扩大，因此公司销售均价或将在小幅下行后稳定于略高于核心城市平均房价水平，依然处于行业高位。未来公司销售端长期将在量升价稳情景下保持稳步增长。

图 22: 公司住宅分能级销售面积（万方）

图 23: 公司住宅分能级销售额（亿元）



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

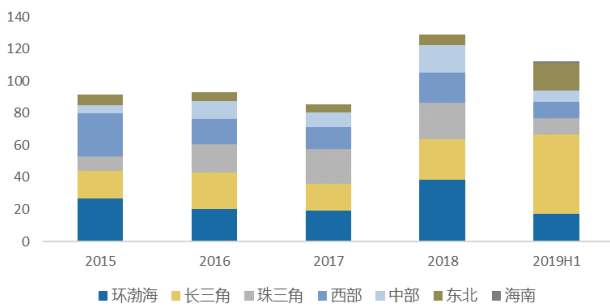


资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

分区域来看, 以上海及环沪核心城市为主的长三角区域已取代以京津为主的环渤海区域成为公司销售的最大支撑。19 年上半年长三角区域贡献销售面积 49.5 万方, 占比 44.2%, 较上年全年提高 24.5pct; 贡献销售额 112.2 亿元, 占比 44.2%, 较上年全年提高 28.2pct。

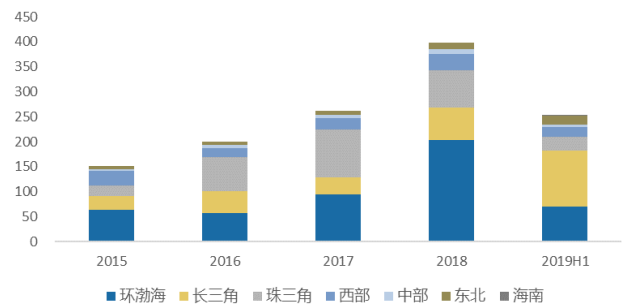
随着公司近年来开始将土地投资向长三角、珠三角及中西部等区域倾斜, 我们预计未来各区域市场对公司销售端的贡献将更为均衡, 不同区域间轮动效果将更为明显, 提升公司销售韧性, 保障未来公司销售端持续走强。

图 24: 公司住宅分区域销售面积 (万方)



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

图 25: 公司住宅分区域销售额 (亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

3.3 结算: 丰富可结算资源保障未来业绩稳增

结算方面, 受限于公司销售端在 12 至 17 年间增长较为平缓, 公司近年结算端表现呈现上下波动。公司结算表现在 2016 年达到高点, 结算面积达 98.38 万方, 结算金额达 171.77 亿元。此后公司表现连续两年呈走弱趋势, 2018 年结算面积及结算金额分别下降至 62.60 万方及 126.46 亿元。19 年整合完成后, 公司结算速度进入快速上升轨道, 19 年上半年公司实现结算面积 42.22 万方, 同比增长 136.6%, 实现结算金额 148.85 亿元, 同比增长 238.1%, 同时公司开始结算 17、18 年销售的高价项目, 19 年上半年结算均价由 18 年全年的 20361 元/方快速攀升至 35256 元/方。综合公司自 18 年开始不断走强的销售表现, 步入结算期后我们预计未来公司业绩将实现稳健增长。

图 26: 公司结算面积及同比



图 27: 公司结算金额及同比

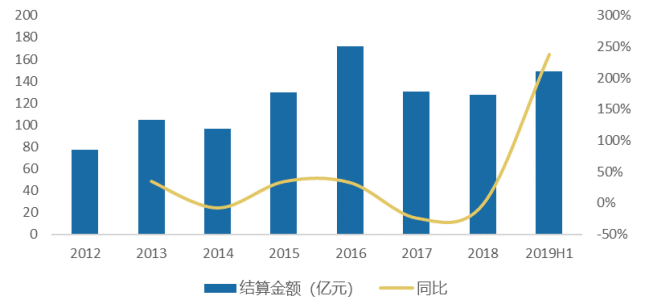
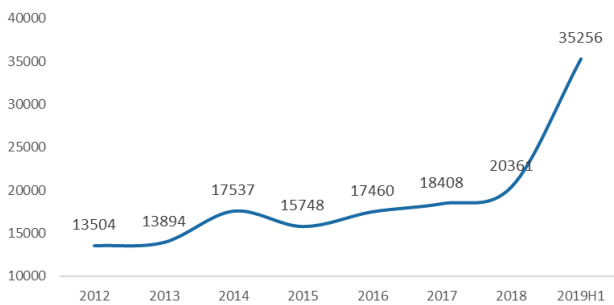


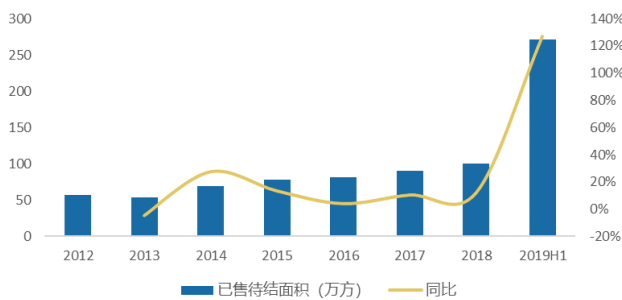
图 28: 公司结算均价 (元/方)



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

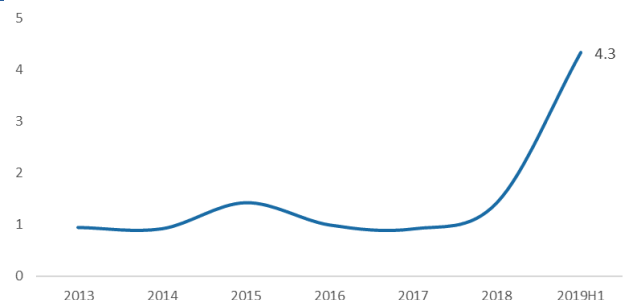
可结算资源方面, 公司已售待结面积近年来始终呈稳定增长趋势, 并在 19 年完成整合后实现跳升。截至 2019 年上半年末公司已售待结面积 271.63 万方, 同比增长 126.8%, 覆盖上年全年结算面积 4.3 倍。丰富的可结算资源将为未来公司结算收入放量提供保障。

图 29: 公司已售待结面积 (万方)



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

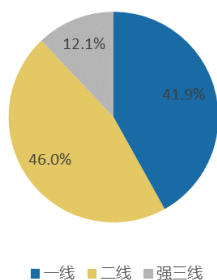
图 30: 公司已售待结面积/上年结算面积 (倍)



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

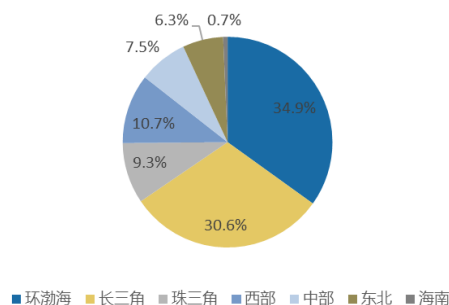
细分来看, 公司目前可结算资源主要集中在环渤海及长三角地区的一二线城市, 高质量的可结算资源确保公司未来结算收入高增。一线及二线已售待结面积分别占总已售待结面积的 41.9%及 46.0, 环渤海及长三角已售待结面积分别占总已售待结面积的 34.9%及 30.6%。

图 31: 公司已售待结面积分能级占比



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

图 32: 公司已售待结面积分区域占比



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

3.4 拿地: 注意力转向二线城市, 非市场化拿地能力突出

土地投资方面, 2015 年之前公司土地投资始终较弱, 12~14 年分别新获取项目 0、4、3 个, 货值补充不及时很大程度上制约了其住宅业务的发展。

图 33: 公司新获项目数 (个)

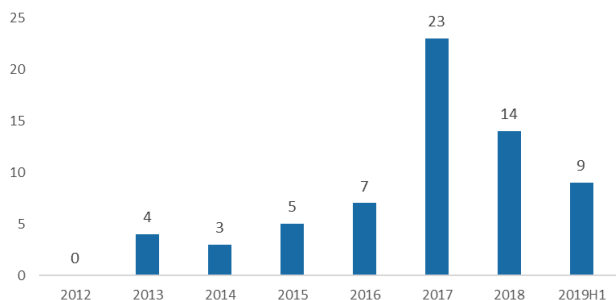


图 34: 公司新获计容建面

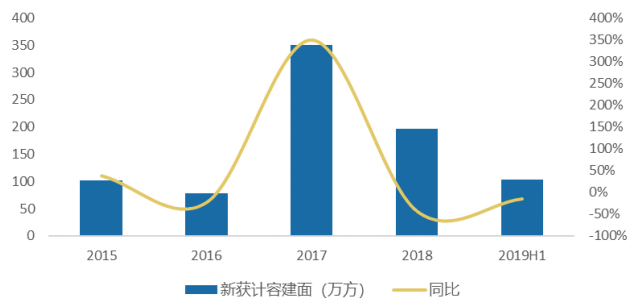
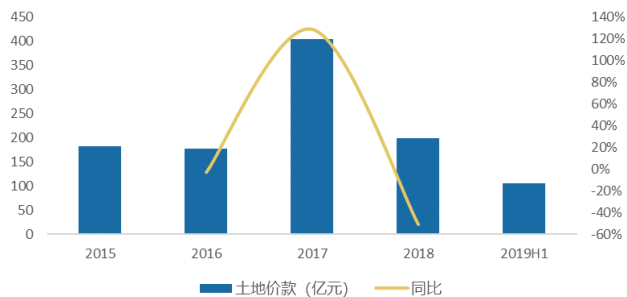


图 35: 公司土地价款



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

2015 年公司土地投资端开始加码, 其中 17 年新增项目 23 个, 计容建面 349.58 万方, 占当年销售面积比值超过 400%。但由于 15~17 年正值土地市场火热之际, 公司在此期间获取的部分地块地价过高导致项目利润率及去化情况均不理想。

表 8: 公司 15~17 年获取的部分高价地块

获取时间	城市	土地编号	建筑面积 (平方米)	土地价款 (亿元)	土地均价 (元/平方米)
2015	北京	02-2-02、02-2-06	67925	42.0	61877
2016	上海	上海市宝山区顾村镇 N12-1101 单元 06-01	126378	67.9	53728

	北京	京土整储挂(海)[2016]020	84200	57.6	68409
2017	北京	北京孙河N地块项目	89300	45.8	51232

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

2018年开始, 公司围绕“精准投资”调整土地投资对策。在投资进度上有所控制, 放缓节奏, 避免过度激进; 同时着重选择经济活力强、经济韧性足的城市确保项目去化; 并注意挑选利润率高、现金回流快的销售型项目。调整对策后公司土地投资力度有所放缓, 维持在兼顾发展与安全的水平。18年公司获取项目14个, 计容建面195.82万方, 占比当年销售面积152%; 19年上半年获取项目9个, 计容建面103.38万方, 占比当期销售面积92%。

图 36: 公司土地价款/销售额

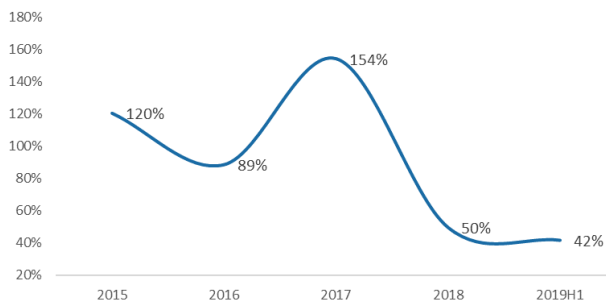


图 37: 公司新获计容建面/销售面积

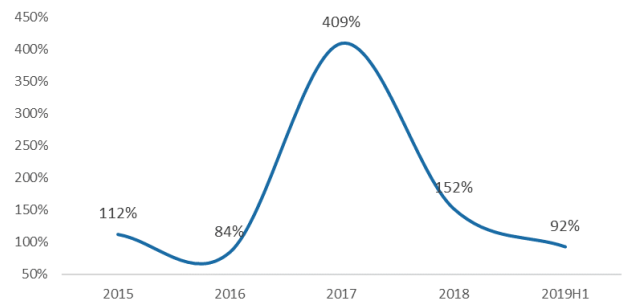


图 38: 公司土地均价/销售均价

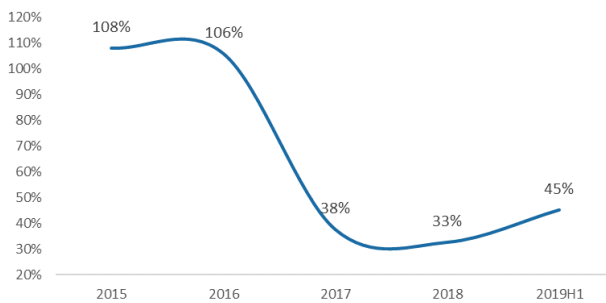
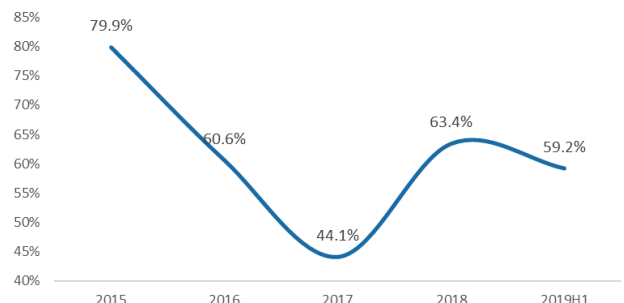


图 39: 公司拿地权益比



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

分能级来看, 随着一线城市供地面积逐渐减少, 公司已把土地投资重心由一线城市转向二线。2018年全年一线、二线、强三线新获计容建面分别占当年总量的7.4%、72.7%及20.0%; 而2019年上半年占比则为0%、72.0%及28.0%。

图 40: 公司分能级新获计容建面(万方)

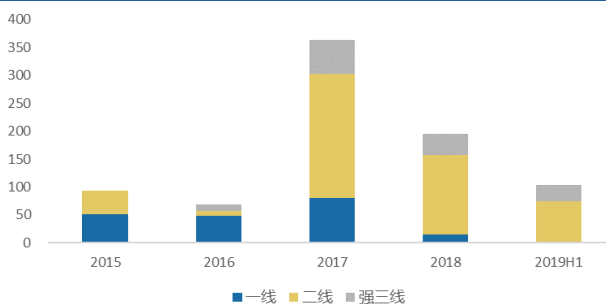
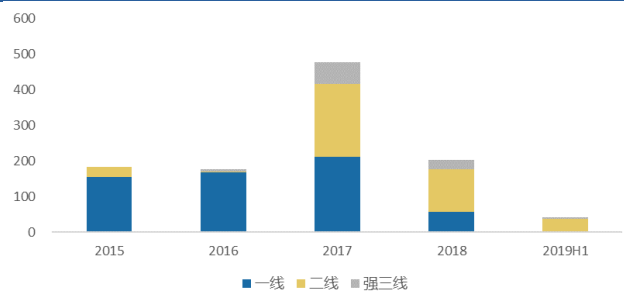


图 41: 公司分能级土地价款(亿元)

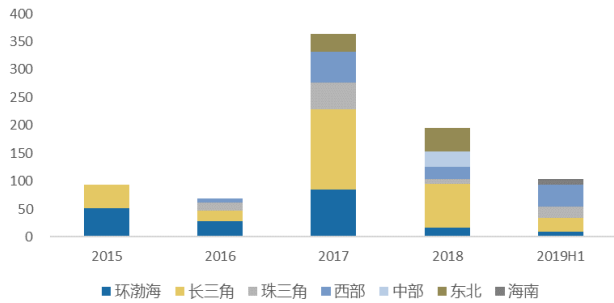


资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

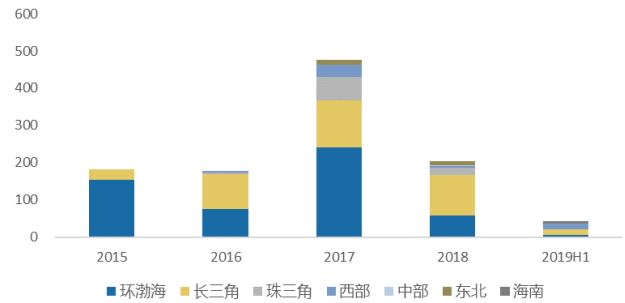
分地区来看，跟随西咸、成渝城市群快速发展带来的结构性机会，19年上半年公司土地投资着重布局西部地区，而非像往年明显偏重环渤海和长三角区域，“精准投资”策略执行顺利。19年上半年公司在环渤海、长三角、珠三角、西部、海南区域新获计容面积分别占当期总量的9.8%、23.5%、18.9%、38.8%及9.0%，其中西部地区占比较上年全年大幅提升27.7pct。

图 42: 公司分区域新获计容建面 (万方)



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

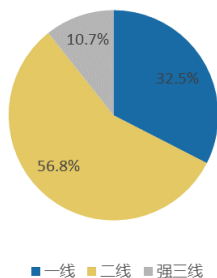
图 43: 公司分区域土地价款 (亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

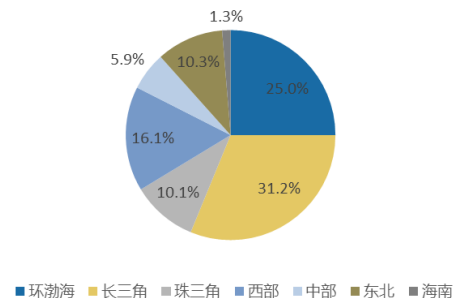
截至 2019 年上半年末，公司住宅可售面积 1294.54 万方，按 19 年上半年销售均价 22667 元/平方米计算，对应货值约 2934 亿元，覆盖 2018 年销售额 735%。细分来看公司 89.3% 的可售面积位于商品房市场活跃度良好、去化较快的一二线城市，充足的可售货值及较快的去化速度为公司未来销售快速增长提供良好保证。

图 44: 公司分能级可售面积



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

图 45: 公司分区域可售面积



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

表 9: 公司主要项目所在城市商品房成交情况

城市	19H1 商品房总成交面积 (万平方米)	同比 (%)	19H1 商品房成交均价 (元/平方米)
北京	517.92	73.05	36,365.00
上海	923.13	16.95	30,684.00
深圳	250.23	29.48	56,196.00
天津	577.1	51.21	15,880.08
苏州	404.53	18.46	22,841.00
沈阳	778.84	-7.39	9,696.00
杭州	159.67	-25.69	39,562.00
南京	361.17	13.07	23,436.00

资料来源: 公司公告, 各地统计局, 长城证券研究所

土地获取方式方面，利用自身央企背景及多业态整合优势，公司兼顾公开市场与非公开市场，拿地方式多样。1) 一方面公司能够充分利用整合完成后“大悦城”品牌优势，以“住宅+商业”的协同模式加大土地获取成功率，取得低价优质土地；2) 另一方面，作为中粮旗下唯一地产平台，公司有机会充分盘活中粮集团内部资源，未来集团持有的大量优质园区及码头土地或将注入上市公司；3) 同时公司能够利用参与城市更新，片区开发与产业整合等手段积极获取土地，公司目前在售的深圳中粮天悦壹号、祥云国际、云景国际、69区创芯研发中心等项目及新进申报得深圳宝安25区项目、深圳金帝食品厂项目均来自城市更新。

4. 财务分析：盈利稳增、负债安全、运营优化

4.1 盈利能力：整合后盈利能力显著提升

2019年公司成功并表H股大悦城地产，受此影响公司盈利能力显著上升。2019年前三季度公司实现营业收入223.32亿元，同比增长183.7%、营业利润56.34亿元，同比增长191.6%，归母净利润24.35亿元，同比增长168.2%。后续整合影响消除后我们预计未来公司业绩将保持20%上下的增速

图 46: 公司营业收入及同比

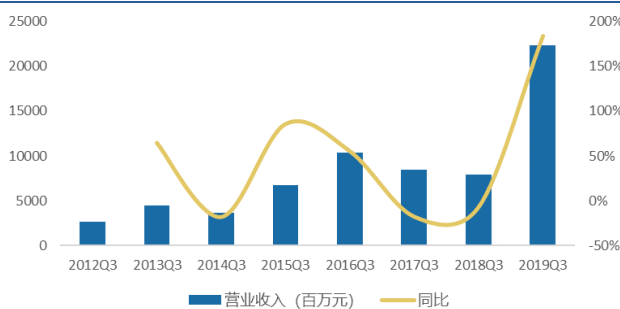


图 47: 公司营业利润及同比

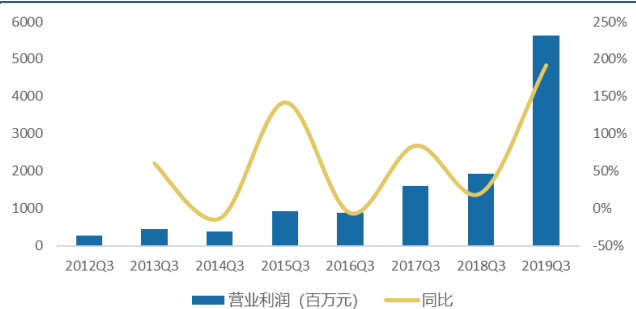
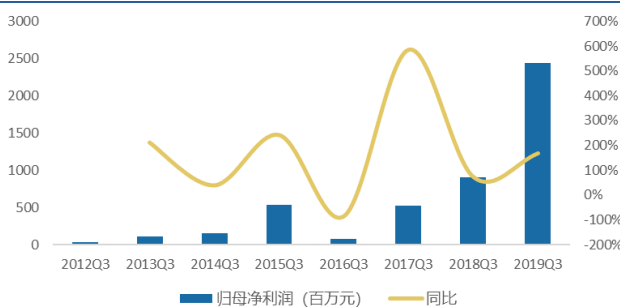


图 48: 公司归母净利润及同比



资料来源：公司公告，Wind，长城证券研究所

利润率方面，由于此次合并的H股大悦城地产主要从事利润率较高的商业地产业务，合并后公司毛利率获得显著提升，19年三季度末公司毛利率48.41%，较去年同期大幅提升6.36pct。相应的，公司ROA及ROE也获得了较大程度改善，2019年前三季度分别达5.23%及14.87%，分别较去年同期上升2.07及1.91pct。

费用率方面，公司 2019 年前三季度期间费用率 13.71%，较去年同期下降 2.04pct。其中财务费用率 6.12%，随着合并后 H 股公司带来的低成本海外融资优势，我们预计公司财务费用率将在未来进一步小幅降低。

图 49: 公司利润率 (%)

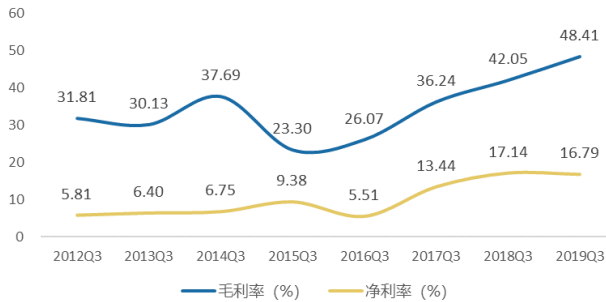


图 50: 公司费用率

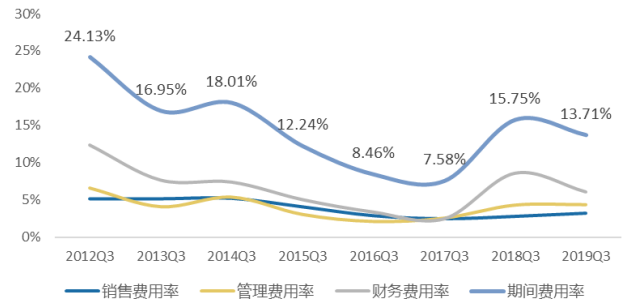


图 51: 公司 ROA (%)

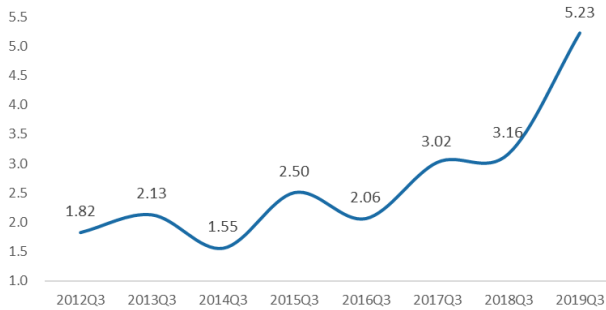
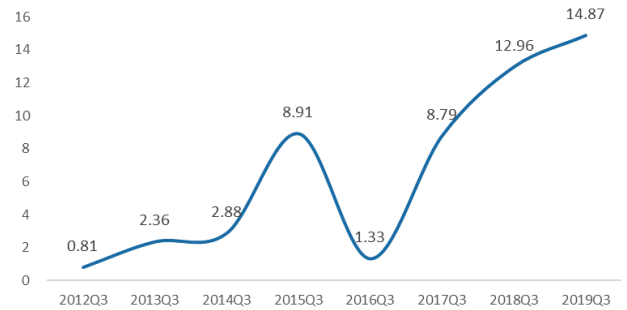


图 52: 公司 ROE (%)

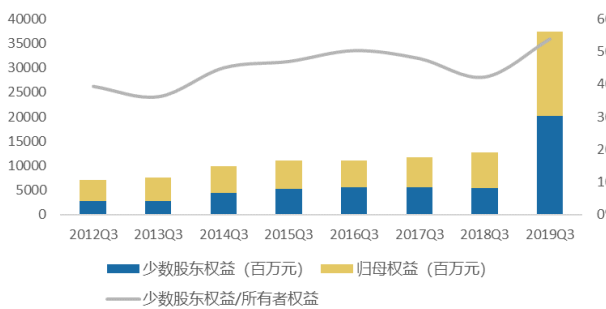


资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

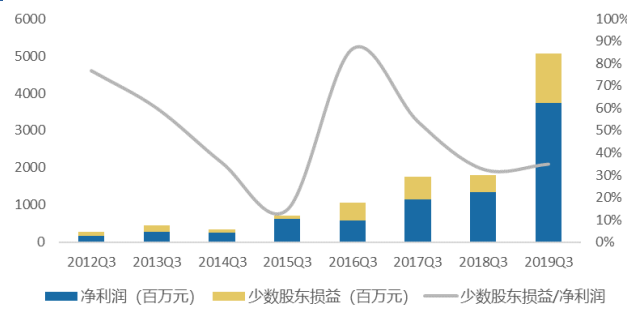
少数股东方面，公司少数股东权益占比因合作项目增多而有较明显上涨，2019 年前三季度少数股东权益占比 53.8%。同期公司少数股东损益占净利润比值为 35%，较权益比例有较明显偏差，因此我们预计未来公司少数股东损益占比将继续提升。

图 53: 公司少数股东权益占比



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

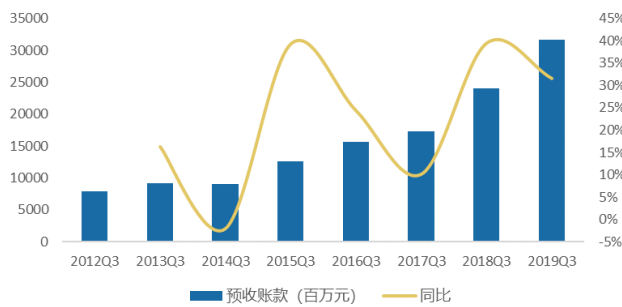
图 54: 公司少数股东损益占比



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

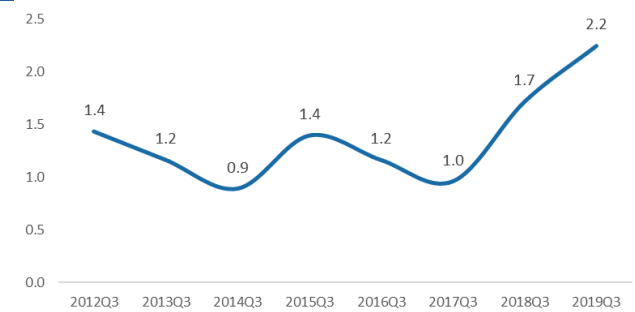
未来盈利确定性方面，公司 2019 年前三季度预收账款 317 亿元，较去年同期增长 31.6%，覆盖上年营收 2.2 倍。丰富的预收款保障公司在进入结转期后营收稳步攀升。

图 55: 公司预收账款及同比



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

图 56: 公司预收账款/上年营收



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

4.2 负债情况: 负债率高速下行, 偿债压力较小

整合完成后公司负债率得到显著改善, 截至 2019 年三季度末公司资产负债率 78.9%, 较上年同期下降 6.0pct; 剔除预收账款后的资产负债率 73.2%, 较上年同期下降 6.8pct; 净负债率 125.1%, 较上年同期大幅下降 46.1pct, 处于行业中等位置。财务安全性的显著提升已经得到市场的初步认可, 2019 年 3 月评级机构中证鹏元已将公司主体评级由 AA+ 上调至 AAA。

图 57: 公司资产负债率 (%)

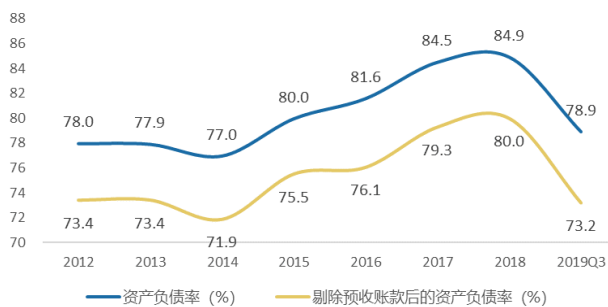


图 58: 公司净负债率 (%)

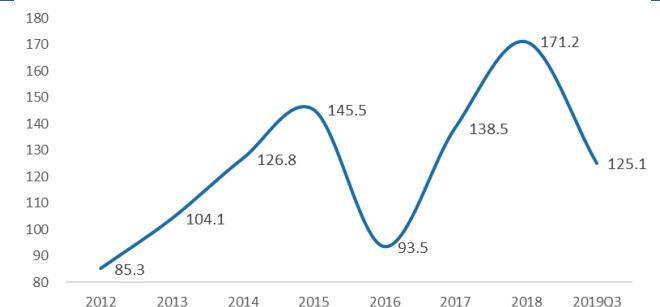
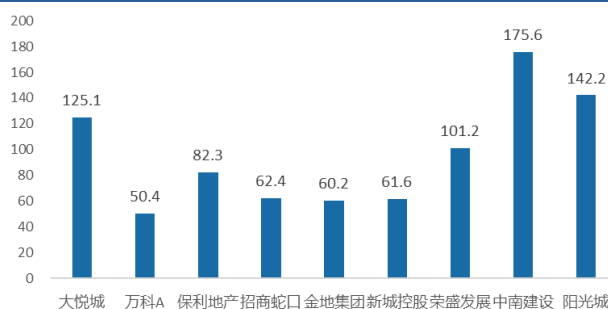


图 59: 可比公司净负债率 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

有息负债绝对值方面, 受整合影响 2019 年三季度末公司有息负债达 704.54 亿元, 同比增长 109.7%, 短期有息负债 171.41 亿元, 占全部有息负债的比例仅为 24.3%。同期公司在手货币 226.81 亿元, 全额覆盖短期有息负债, 公司短期偿债能力健康。

图 60: 公司有息负债及同比

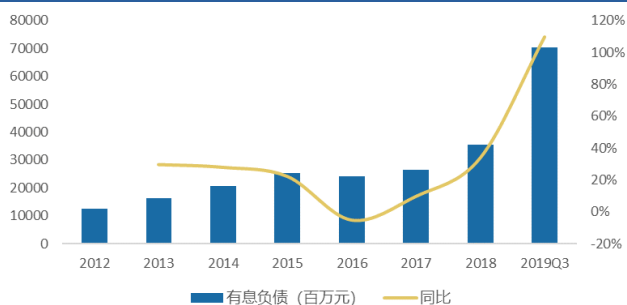


图 61: 公司短期有息负债占比

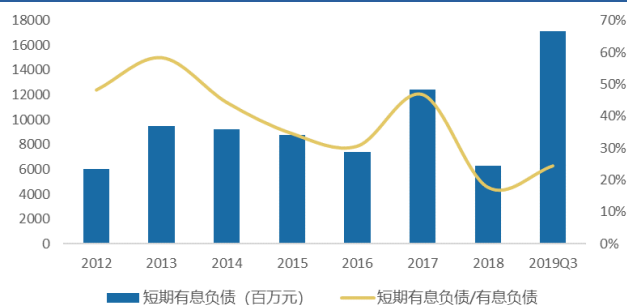
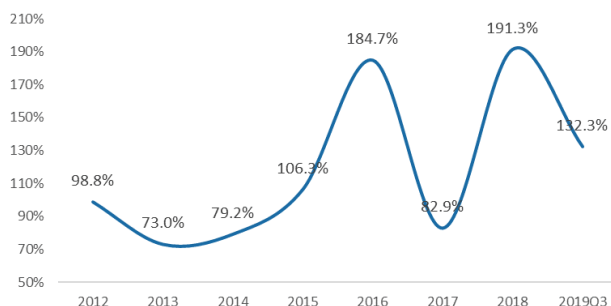


图 62: 公司现金短债比



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

融资成本方面, 受益于央企背景, 公司融资成本较低, 2018 年全年融资成本区间介于 4.40%~9.5% 间。“A+H 股” 整合完成后公司未来融资手段更为灵活, 且随着评级上升公司融资成本在未来有望继续下降。

表 10: 公司融资成本 (2018 年)

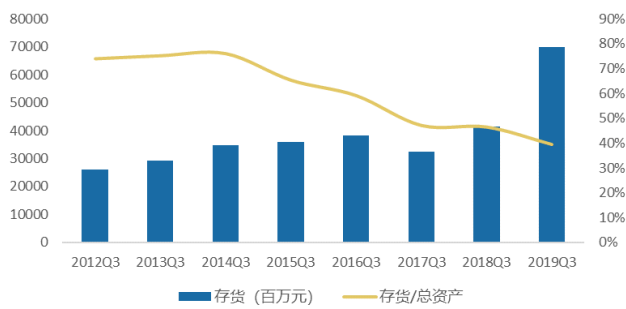
融资途径	融资成本区间	期限结构
委托贷款	4.41%-8.00%	短期借款、1 年内到期的长期借款、长期借款
中期票据	4.45%-5.00%	长期借款 (1-5 年期)
债券	4.40%	长期借款 (1-5 年期)
信托融资	6.16%-9.5%	长期借款 (1-5 年期)
购房尾款 ABS	5.90%	长期应付款

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

4.3 运营情况: 资源整合带动效率上行, 回款健康

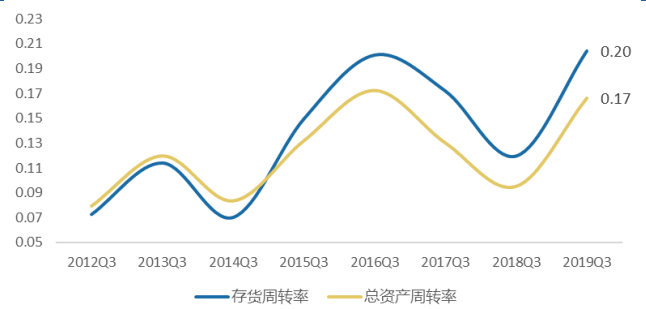
周转率方面, 受益于资源整合后运营效率的提高, 2019 年三季度末公司存货周转率 0.20, 总资产周转率 0.17, 均较去年同期显著提高。考虑到公司目前在住宅及商业业务端同时加速扩张导致的未来资产总额提高, 公司周转率或在未来小幅下降, 但依然维持在行业较高水平。

图 63: 公司存货



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

图 64: 公司周转率



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

合并后 H 股公司商业业务带来的现金流入有效改善了公司总体现金流状况, 19 年前三季度公司 CFO 达 26.83 亿元, 由负转正。同时, 公司销售回款亦得到改善, 19 年前三季度达 268.73 亿元, 全额覆盖当期营收。

图 65: 公司 CFO (百万元)

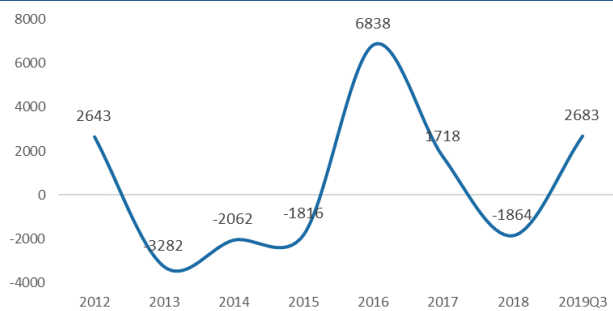


图 66: 公司销售回款及同比

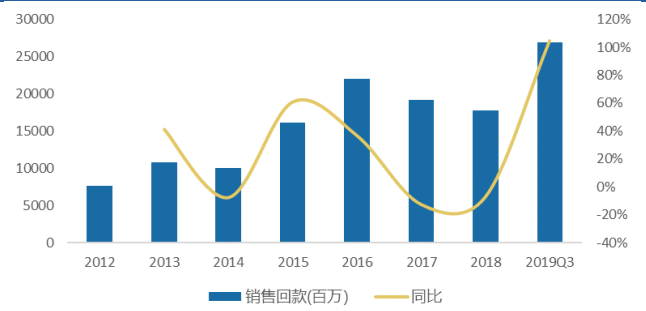
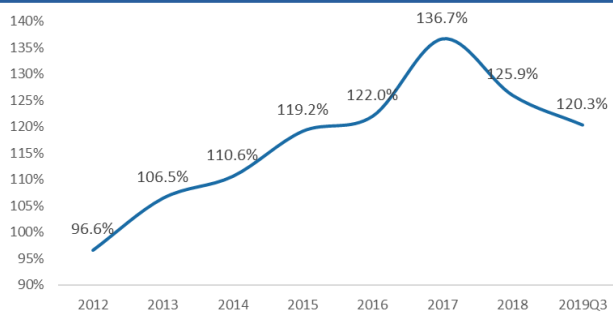


图 67: 公司销售回款/营收



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

5. 估值

5.1 NAV 估值

我们按照住宅及自持两部分, 14% 贴现率对公司进行估值。公司开发部分增值约 124.78 亿元, 自持部分增值约 80.04 亿元, 重估净资产 578.15 亿元, 对应每股重估净资产 14.73 元/股。当前公司股价较其折价约 51%。

表 11: 公司 NAV 估值

项目	金额
开发部分增值 (百万)	12478.10
自持部分增值 (百万)	8003.76
账面净资产 (百万)	37333.20
NAV (百万)	57815.05
总股本 (百万股)	3925.87
每股 NAV (元/股)	14.73

资料来源: Wind, 长城证券研究所

6. 投资建议

大悦城控股年内完成“A+H 股”合并, 成为中粮集团旗下唯一地产平台, 在国改背景下完成战略转型, 提质增效指日可待。同时, 合并后公司形成住宅+商业双轮双核驱动商业模式, 高质量住宅+强品牌力商业协同发展, 共同加速。我们预计公司 19~21 年归母净利润分别为 26.62、32.08 及 38.69 亿元, 同比增长 91.7%, 20.5% 及 20.6%, 对应 PE10.7、8.8、7.3 倍, 首次覆盖, 给予推荐评级。

7. 风险提示

行业政策面超预期收紧, 房产税出台超预期, 公司业务扩展不及预期。

附：盈利预测表

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14120	27978	35364	44453	经营活动净现金流	-1864	-14317	11580	13025
营业成本	9604	19037	24099	30259	投资活动净现金流	-2448	-3550	-3727	-3913
销售费用	515	1007	1273	1600	筹资活动净现金流	6128	33469	428	-1935
管理费用	613	1119	1415	1778	现金净增加	1817	15602	8281	7177
财务费用	1017	1958	2440	3023	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
投资净收益	708	743	751	758	成长性				
营业利润	2859	5599	6888	8551	营业收入增长	0.5%	98.2%	26.4%	25.7%
利润总额	2859	5599	6888	8551	营业利润增长	19.5%	95.9%	23.0%	24.1%
所得税	853	1680	2066	2565	净利润增长	75.3%	95.5%	23.0%	24.1%
净利润	2004	3919	4821	5986	归母净利润增长	46.9%	91.7%	20.5%	20.6%
少数股东损益	616	1257	1613	2117	盈利能力				
归母净利润	1389	2662	3208	3869	毛利率	32.0%	32.0%	31.9%	31.9%
资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	归母净利率	9.8%	9.5%	9.1%	8.7%
货币	12001	27603	35884	43061	ROE	13.1%	15.2%	12.1%	13.5%
应收款项	250	501	576	662	ROA	2.8%	2.9%	2.4%	2.4%
预付款项	141	888	1065	1279	少数股东损益占比	30.7%	32.1%	33.5%	35.4%
存货	42835	85670	107088	133860	营运效率				
其他流动资产	1655	5377	6453	7744	销售费用率	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
流动资产合计	80713	120039	151066	186604	管理费用率	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
长期股权投资	4415	12803	16644	21638	财务费用率	7.2%	7.0%	6.9%	6.8%
投资性房地产	3774	33962	44151	57396	存货周转率	0.25	0.30	0.25	0.25
固定资产	549	4500	4600	4700	应收账款周转率	63.5	74.5	65.7	71.8
无形资产	53	2200	2000	2100	应付账款周转率	3.4	2.2	1.8	1.5
非流动资产合计	10459	56300	70371	88959	总资产周转率	0.17	0.21	0.18	0.18
资产合计	91172	176339	221437	275563	偿债能力				
短期借款	2525	5303	7424	9502	资产负债率	84.9%	78.6%	81.1%	83.1%
应付款项	6558	10493	15739	23608	除预收资产负债率	60.4%	52.0%	47.2%	43.5%
预收款项	22362	46961	75137	108949	净负债率	171.2%	141.7%	126.6%	114.1%
一年内到期非流动	3748	7248	7590	7784	短债比重	17.6%	15.5%	16.9%	17.9%
流动负债合计	45280	70004	105889	149843	现金短债比	191.3%	219.9%	239.0%	249.1%
长期借款	23405	51491	54065	56769	流动比率	1.8	1.7	1.4	1.2
应付债券	5877	10285	10799	11339	速动比率	0.8	0.5	0.4	0.4
其它非流动负债	0	6791	8904	10935	每股指标				
非流动负债合计	32132	68566	73768	79042	EPS	0.35	0.68	0.82	0.99
负债合计	77412	138570	179657	228885	每股净资产	2.00	5.77	6.39	7.13
少数股东权益	5899	15107	16712	18671	每股经营性现金流	-0.47	-3.65	2.95	3.32
归母权益	7861	22661	25068	28006	估值				
所有者权益	13760	37769	41779	46677	PE	20.4	10.7	8.8	7.3
负债和权益合计	91172	176339	221437	275563	PB	3.6	1.3	1.1	1.0

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>