

# 中粮地产 (000031)

证券研究报告  
2018年04月19日

## 整合大悦城，“开发+持有+基金”三轮驱动格局成型

**中粮地产拟发行股份购买大悦城地产权**：公司18年4月17日发布公告，中粮地产拟以发行股份的方式向明毅收购其持有的大悦城地产权（占大悦城地产已发行普通股股份总数的64.18%），并发行股份募集配套资金，总金额不超过242,578.14万元。发行价格、总对价及发行数量：按照暂定的本次重组标的资产总对价1,475,607.94万元，每股发行价格6.89元计算并经交易双方协商，中粮地产将向明毅发行2,141,666,095股股份，用于支付本次重组的全部对价。本次交易完成后，大悦城地产将成为中粮地产的控股子公司。

**重组后业务领域形成住宅开发+商业地产双轮驱动格局**：大悦城为中粮旗下全国性的商业地产运营商，被中指院评为商业地产前三甲，重组将为上市公司主营业务注入新的商业地产元素，释放住宅、商业板块整合的协同效应。公司既能通过开发型物业的高周转实现现金回流，又能分享持有型物业带来的长期稳定收益和升值红利，有利于改善公司的持续经营能力，提高公司的竞争力，营业收入和净利润将增加，资产规模扩大。

**重组后销售规模增加，融资、市场、土地获取及品牌方面发挥协同效应**：中粮地产主业为商品房开发，17年商品房销售金额为262亿元，大悦城地产商业综合体亦有可售部分，17年销售金额为82亿元，重组后，中粮地产的地产开发业务将得到扩大，17年合计实现344亿元销售，增加31%。重组后，商业地产跟开发业务能够在融资、市场、人才、土地获取及品牌等方面发挥协同效应，融资方面，通过增大体量、增强信用，整合后主体融资成本有望降低，财务管理也将更加优化，目前中粮地产融资成本4.3%-8.5%，大悦城地产平均融资成本为4.28%，整合后将显著降低整体融资成本；土地获取方面，整合后主体的土地获取能力将进一步增强，截至2017年12月31日，中粮地产在建及拟建项目总建筑面积约为958.52万平方米，大悦城地产在建拟建项目总建筑面积约为286.57万平方米，整合后土储面积将显著增长，为业绩长期稳定增长奠定基础，整合后公司将成为中国综合性房地产的旗舰平台。

**资产管理战略落地，形成资本循环**：公司通过基金运作，实现资本循环发展。2016年，公司通过转让三家BVI公司49%股权的方式，建立基金平台。集团和基金平台通过BVI公司持有北京、上海、天津的6个商业地产旗舰项目，截至二零一六年二月二十九日账面价值为人民币15,570百万元，49%股权的交易对价对账面价值溢价约22%，有助于公司释放资产价值，改善资本结构，加速扩张基金合作和管理输出战略。2017年大悦城宣布设立并购改造基金计划，初步投资额为114亿元，通过改造提升物业价值再退出获得收益，合作方包括GIC和中国人寿，基金将用于收购改造一二线城市存量商业，能够减少公司资金投入、降低负债水平，为盘活并购市场上现有存量商业项目、实现品牌管理输出、加速战略扩张提供充足资金保障。

### 投资建议

中粮集团作为央企改革试点企业，中粮地产重组大悦城后，公司将形成“开发+持有+基金”三轮驱动业务格局，销售及土储规模扩大，且在融资、市场、人才、土地获取及品牌等方面发挥协同效应，公司业绩有望长期稳定增长。假设本次重组在年内完成，我们预计公司2018-2020净利润规模分别为21.57亿、28.04亿和37.58亿元，不考虑本次资产重组的影响，公司2018-2020净利润预计为11.82亿、15.13亿和19.69亿元，EPS为0.65、0.83和1.09，对应PE为12.3X、9.6X、7.4X，首次覆盖给予“买入”评级，6个月目标价10.4元。

**风险提示**：重组进展不及预期，房地产市场销售规模下滑

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	18,025.19	14,042.36	18,694.59	25,024.58	33,152.56
增长率(%)	33.52	(22.10)	33.13	33.86	32.48
EBITDA(百万元)	2,915.01	3,419.05	4,023.08	5,287.45	7,302.82
净利润(百万元)	720.15	945.33	1,182.10	1,513.10	1,969.21
增长率(%)	(0.23)	31.27	25.05	28.00	30.14
EPS(元/股)	0.40	0.52	0.65	0.83	1.09
市盈率(P/E)	20.15	15.35	12.27	9.59	7.37
市净率(P/B)	2.46	2.19	1.90	1.61	1.35
市销率(P/S)	0.80	1.03	0.78	0.58	0.44
EV/EBITDA	8.94	8.62	8.00	7.68	7.19

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.84元
目标价格	10.4元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,813.73
流通A股股本(百万股)	1,813.72
A股总市值(百万元)	12,405.92
流通A股市值(百万元)	12,405.87
每股净资产(元)	3.66
资产负债率(%)	84.50
一年内最高/最低(元)	8.87/6.68

### 作者

**陈天诚** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517110001  
chentiancheng@tfzq.com

**付雅婷** 联系人  
fuyating@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 发行股份购买资产交易方案 .....	4
2. 资产重组的影响 .....	4
3. 中粮地产：布局一二线，拿地再发力 .....	6
4. 大悦城：商业地产前三甲 .....	11
5. 投资建议 .....	16
6. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1：重组前中粮地产及大悦城地产股权结构示意图 .....	5
图 2：重组后中粮地产及大悦城地产股权结构示意图 .....	5
图 3：中粮地产股权结构示意图 .....	7
图 4：中粮地产 2017 年收入结构 .....	7
图 5：中粮地产 2017 年收入区域分布 .....	7
图 6：中粮地产销售额及增速 .....	8
图 7：中粮地产销售面积及销售均价 .....	8
图 8：中粮地产在建拟建项目情况 .....	8
图 9：中粮地产新增土地计容建面及项目数 .....	9
图 10：苏州中粮祥云国际 .....	9
图 11：成华珑悦锦云 .....	9
图 12：成都中粮鸿云 .....	9
图 13：上海中粮海景壹号 .....	9
图 14：中粮地产营业收入及增速 .....	10
图 15：中粮地产净利润及增速 .....	10
图 16：中粮地产毛利率及净利率 .....	10
图 17：中粮地产 ROE（摊薄） .....	10
图 18：中粮地产有息负债及净负债率 .....	11
图 19：中粮地产负债及资产负债率 .....	11
图 20：大悦城地产股权结构 .....	11
图 21：大悦城地产 2017 年收入结构 .....	12
图 22：大悦城地产销售额及增速 .....	12
图 23：大悦城地产营业收入及增速 .....	13
图 24：大悦城地产净利润及增速 .....	13
图 25：大悦城地产净利率和毛利率 .....	13
图 26：大悦城地产摊薄 ROE .....	13
图 27：大悦城地产加权借贷成本 .....	14
图 28：大资管发展模式及收益模式 .....	14

图 29: 基金平台交易结构 .....	15
图 30: 大悦城并购改造基金架构 .....	15
表 1: 购买资产及募集配套资金交易方案 .....	4
表 2: 配套资金用途 .....	4
表 3: 重组前后财务数据对比 .....	6
表 4: 假设重组完成后盈利预测 .....	6
表 5: 大悦城商业地产 2017 年租金及出租率情况 .....	12
表 6: 大悦城地产酒店业务 2017 年收益情况 .....	13
表 7: 可比公司估值 .....	16

## 1. 发行股份购买资产交易方案

**交易方案：**公司 18 年 4 月 17 日发布公告，中粮地产拟以发行股份的方式向明毅收购其持有的大悦城地产 9,133,667,644 股普通股股份（占大悦城地产已发行普通股股份总数的 64.18%，占大悦城地产已发行普通股及可转换优先股合计股份数的 59.59%），并拟采用询价方式向不超过 10 名特定投资者发行股份募集配套资金。募集配套资金总金额不超过 242,578.14 万元，融资规模不超过中粮地产以发行股份方式购买大悦城地产 9,133,667,644 股普通股股份交易价格的 100%，且发行股份数量不超过本次交易中中粮地产总股本的 20%，即不超过 362,746,319 股。本次交易完成后，大悦城地产将成为中粮地产的控股子公司。

**发行价格：**本次发行股份购买资产所发行股份的定价依据为不低于定价基准日前 60 个交易日中粮地产股票交易均价的 90%，即 6.89 元/股。

**发行数量：**按照暂定的本次重组标的资产总对价 1,475,607.94 万元，每股发行价格 6.89 元计算并经交易双方协商，中粮地产将向明毅发行 2,141,666,095 股股份，用于支付本次重组的全部对价。

表 1：购买资产及募集配套资金交易方案

	交易对方	Vibrant Oak Limited （“明毅”）
购买资产	收购大悦城股份数	91.34 亿股
	收购大悦城股份数量占比（占普通股）	64.18%
	收购大悦城股份数量占比（占普通股及可转换优先股）	59.59%
	总对价	147.56 亿元
发行股份	发行价格	6.89 元/股
	发行数量	21.42 亿股
配套资金	发行股份募集配套资金金额	不超过 24.26 亿元
	发行股份募集配套资金股份数	不超过 3.63 亿股

资料来源：公司公告，天风证券研究所

本次募集配套资金在扣除发行费用后，将全部用于拟用于标的公司大悦城地产中粮·置地广场项目、杭州大悦城-购物中心项目的建设。

表 2：配套资金用途

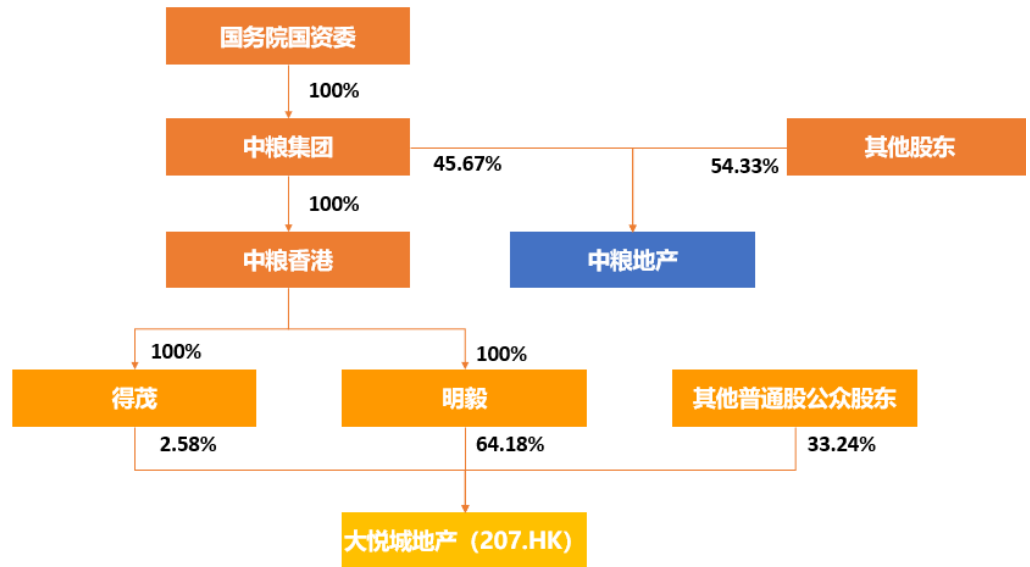
序号	项目名称	实施主体	项目总投资额 (万元)	募集资金计划使用金额 (万元)
1	中粮·置地广场项目	北京昆庭资管	283,877.00	91,605.36
2	杭州大悦城-购物中心项目	浙江和润天成置业	302,241.78	150,972.78
	合计		586,118.78	242,578.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 资产重组的影响

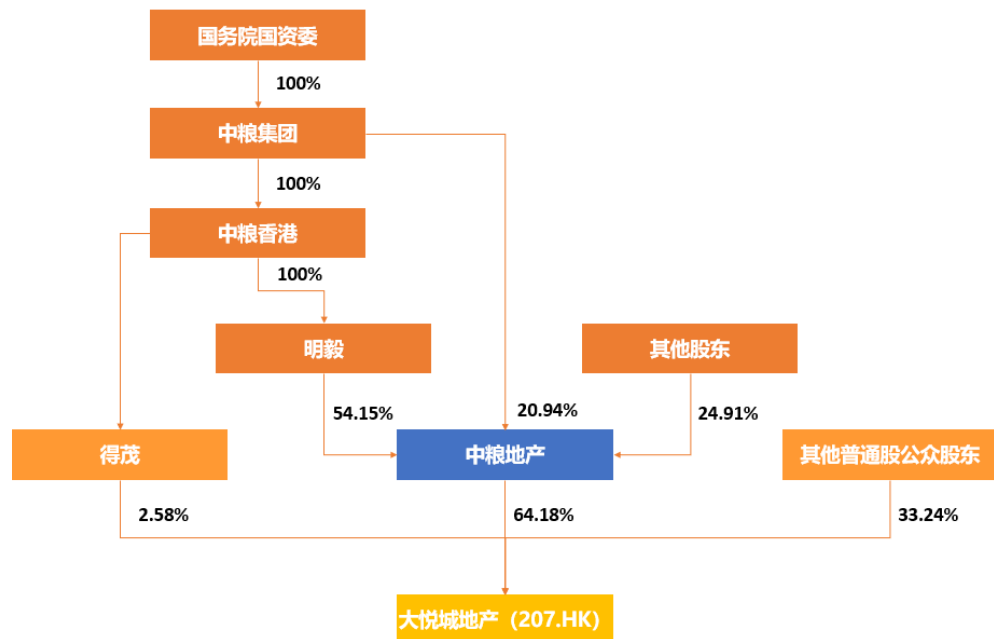
**中粮地产第一大股东变为明毅，大悦城成为中粮地产控股子公司：**本次重组后，明毅将成为中粮地产的第一大股东，中粮集团将直接以及通过明毅间接持有上市公司 2,969,931,095 股股票，占上市公司本次交易后总股本的 75.09%，大悦城地产将成为中粮地产控股子公司。

图 1：重组前中粮地产及大悦城地产股权结构示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：重组后中粮地产及大悦城地产股权结构示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**业务领域变为住宅开发+商业地产：**大悦城为中粮旗下全国性的商业地产运营商，根据中指院排名，被评为商业地产前三甲，重组将为上市公司主营业务注入新的商业地产元素，释放住宅、商业板块整合的协同效应。公司既能通过开发型物业的高周转实现现金回流，又能分享持有型物业带来的长期稳定收益和升值红利，有利于改善公司的持续经营能力，提高公司的竞争力，营业收入和净利润将增加，资产规模扩大。

**地产销售规模增加，融资、市场、土地获取及品牌方面发挥协同效应：**中粮地产主业为商品房开发，根据 Wind，17 年商品房销售金额为 262 亿元，大悦城地产商业综合体亦有可售部分，17 年销售金额为 82 亿元，重组后，中粮地产的地产开发业务将得到扩大，17 年合计实现 344 亿元销售，增加 31%。重组后，商业地产跟开发业务能够在融资、市场、人才、土地获取及品牌等方面发挥协同效应，有利于激励机制的完善和运营效率的提升。融

资方面，通过增大体量、增强信用，整合后主体融资成本有望降低，财务管理也将更加优化；根据公告，目前中粮地产融资成本 4.3%-8.5%，大悦城地产平均融资成本为 4.28%，整合后将显著降低整体融资成本；市场方面，整合后主体的市场地位及市场份额将得到进一步提升，在房地产行业拥有更多的话语权和灵活性；人才方面，双方将在保持公司治理独立性的基础上建立优秀人才的共享机制，实现人力资源的最优配置；土地获取方面，整合后主体的土地获取能力将进一步增强，为业绩长期稳定增长奠定坚实基础，根据公告，截至 2017 年 12 月 31 日，中粮地产在建及拟建项目总建筑面积约为 958.52 万平方米，大悦城地产在建及拟建项目总建筑面积约为 286.57 万平方米，整合后土储面积将显著增长；品牌方面，双方将对“中粮地产”及“大悦城地产”品牌进行深度融合，共同扩大品牌的市场影响力，将整合后的公司打造成为中国综合性房地产的旗舰平台。

**重组后收入及净利润规模扩大：**根据公告，本次资产重组总对价为 147.56 亿元，对应大悦城地产 64.18% 的股权，100% 股权的对价则为 229.92 亿元，对应 17 年净利润 11.53 亿元 PE 估值为 19.9 倍。中粮地产 2017 年实现营业收入 140.42 亿元，归属于上市公司股东的净利润 9.45 亿元，EPS0.52 元，重组后公司将持有大悦城地产 64.18% 的股权，需要并表，17 年假设公司重组后的备考收入为 257 亿元，增加 83%，备考归母净利润为 16.85 亿元，增加 78%，重组后公司体现在财务上的业绩更靓丽，但由于股本的大幅增加，重组后公司 EPS 将被摊薄至 0.43 元。我们预计公司重组后将产生协同和规模效应，增速有望提升，按照 18-20 年归母净利润 28%、30% 及 34% 的增速预测，假设重组 18 年完成，预计 18-20EPS 为 0.55、0.71 及 0.95 元，股本增加摊薄 EPS 的影响可得到部分缓解。

表 3：重组前后财务数据对比

2017 年财务数据	中粮地产（重组前）	大悦城地产	中粮地产（重组后备考）
营业收入（亿元）	140.424	116.578	257.00
归母净利润（亿元）	9.453	11.53	16.85
股本（亿股）	18.14	142.31	39.56
EPS（元）	0.52	0.08	0.43

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：假设重组完成后盈利预测

	18 年	19 年	20 年
归母净利润（亿元）	21.57	28.04	37.58
股本（亿股）	39.56	39.56	39.56
EPS（元）	0.55	0.71	0.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 中粮地产：布局一二线，拿地再发力

**中粮集团为控股股东，国资委为实际控制人：**根据公告，公司股本总额为 1,813,731,596 股。其中，中粮集团持有公司股份 828,265,000 股，占总股本的 45.67%，为公司控股股东，国务院国资委为公司实际控制人。

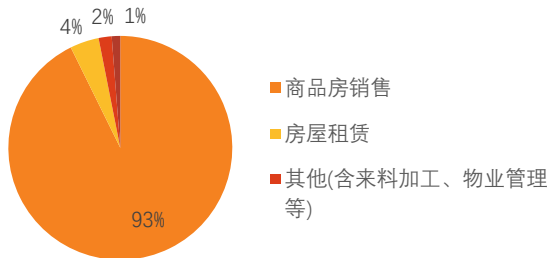
图 3：中粮地产股权结构示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

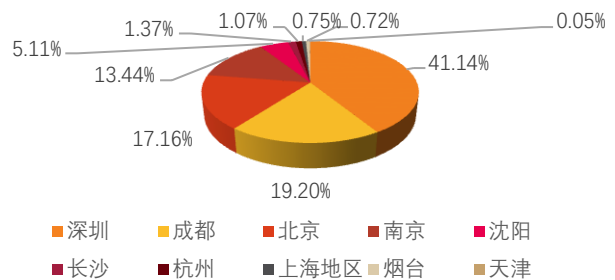
**商品房销售收入占比 93%**：中粮地产的主营业务为商品房开发、房屋租赁和物业管理，经营业态以住宅为主，城市布局主要位于北京、上海、深圳、成都等 16 个国内一线、二线及主要城市，其中，2017 年贡献最多收入城市为公司总部所在地深圳，占比 41%，其次为成都，占比 19%，再次为北京，占比 17%。

图 4：中粮地产 2017 年收入结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

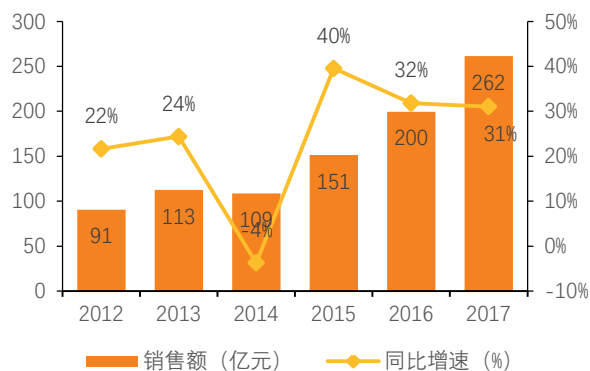
图 5：中粮地产 2017 年收入区域分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

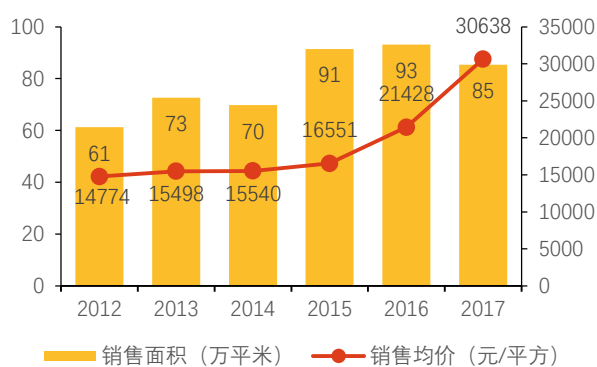
**项目主要布局一二线城市，销售均价高**：公司近几年销售金额持续增长，2017 年实现销售额 262 亿元，同比增长 31%，实现销售面积 85 万方，由于公司销售项目均位于重点一二线城市，17 年销售均价高达 3.06 万元/平米。区域战略方面，公司推行“横向做宽、纵向裂变”的发展路径，围绕重点城市群进行谋篇布局，明确“3+X”战略。立足环北京、环上海、环深圳三大核心城市群，重点关注以长江中游城市群、成渝城市群、一带一路沿线为主的中心城市及高潜力城市，即“X”城市，把资源向经济发展快、产业支撑强、政策限制少、地货比例低、人口导入高的地区倾斜。

图 6：中粮地产销售额及增速



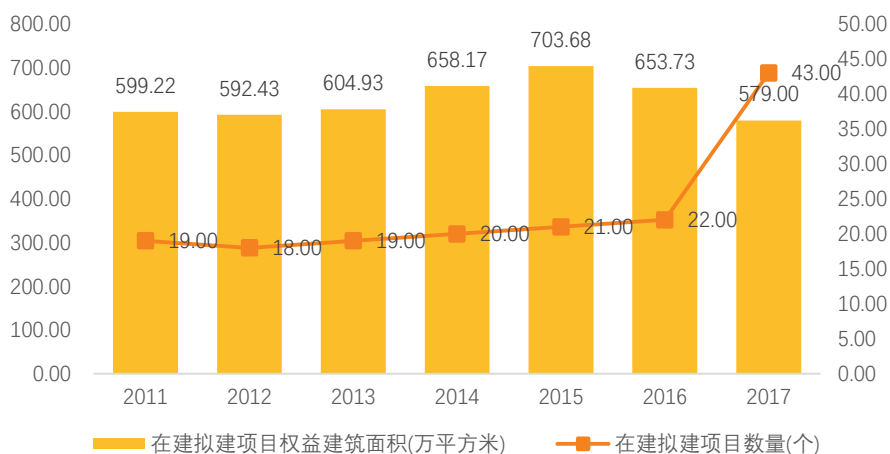
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 7：中粮地产销售面积及销售均价



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 8：中粮地产在建拟建项目情况

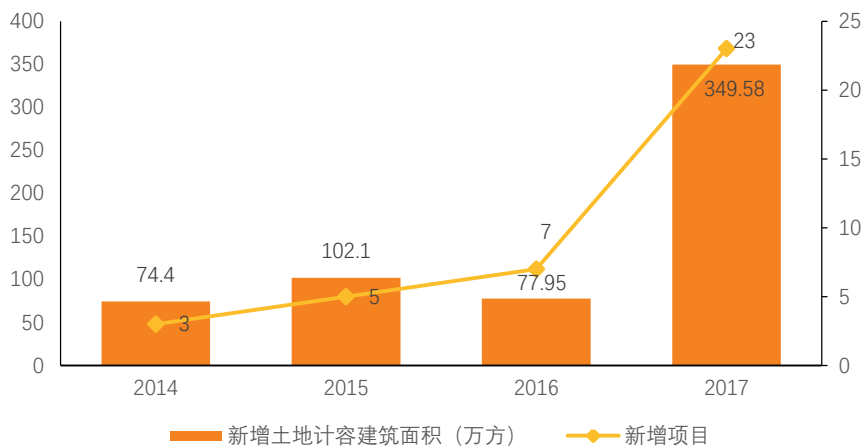


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**多元化的拿地方式，土储获取力度加大：**公司除了招拍挂方式拿地外，积极参与股权收购及城市更新项目获取土地。2017年，公司全面加大土地储备获取力度，面对新形势下土地资源稀缺性及土拍市场政策收紧的局面，公司创新思考，充分挖掘区域价值、地块价值，加快高举高打“拿好地”，采取并购方式“巧拿地”，广开合作渠道“多拿地”，快速增加土地储备；同时借助产业地产“大规模拿地”，积极探索存量用地更新“低成本拿地”，稳步获取土地资源。全年新增 23 个项目，计容建筑面积合计 349.58 万平方米。有效拓展了全国城市布局向纵深发展，全年新开拓城市达到 4 个。



图 9：中粮地产新增土地计容建面及项目数



资料来源：公司年报，天风证券研究所

**重点打造首改和再改产品：**公司产品品牌影响力强，主要产品为壹号系列、祥云系列、锦云系列、鸿云系列等住宅产品，公司坚持聚焦改善型产品，重点围绕祥云、锦云等首改和再改产品，不断提升产品力，打造具有中粮特色的住宅明星产品线。几个典型的产品系列如下图所示：

图 10：苏州中粮祥云国际



资料来源：链家，天风证券研究所

图 11：成华珑悦锦云



资料来源：链家，天风证券研究所

图 12：成都中粮鸿云



资料来源：链家，天风证券研究所

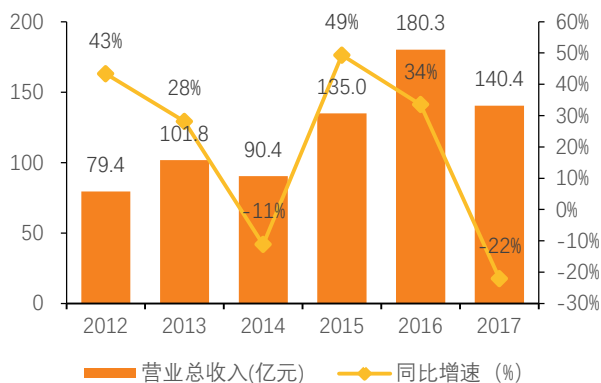
图 13：上海中粮海景壹号



资料来源：链家，天风证券研究所

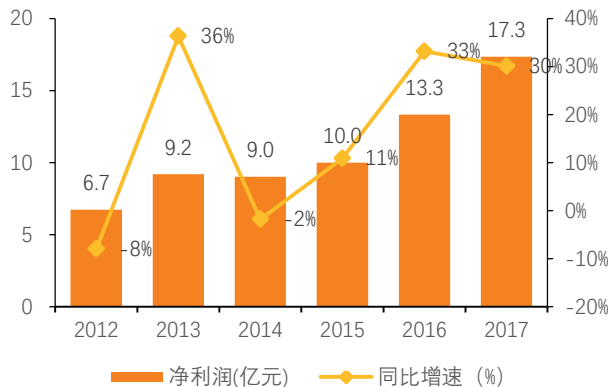
**毛利率较高，净利润率创新高，ROE 持续攀升：**公司 2017 年收入同比下滑 22%，但净利润同比上升 30%，主要是公司结算项目毛利率较高，17 年公司整体毛利率 36.3%，为行业内较高水平，相比去年同期上涨了 2 个百分点，净利润率达到 12.4%，创历史新高，ROE 持续攀升，2017 年达到 14.3%，体现了公司住宅开发业务优秀的盈利能力。

图 14：中粮地产营业收入及增速



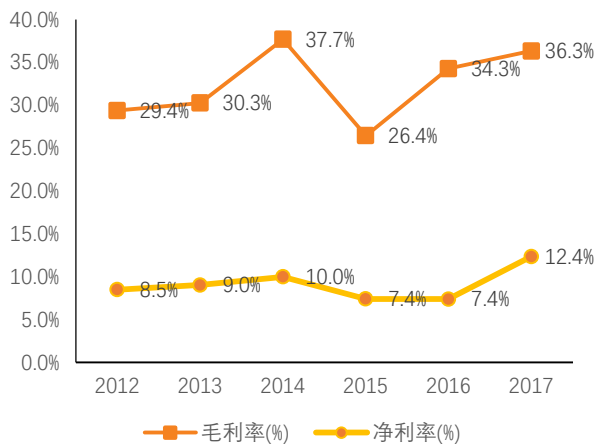
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 15：中粮地产净利润及增速



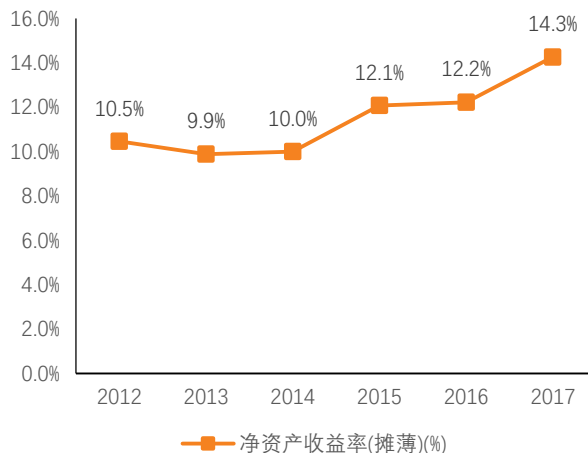
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 16：中粮地产毛利率及净利率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

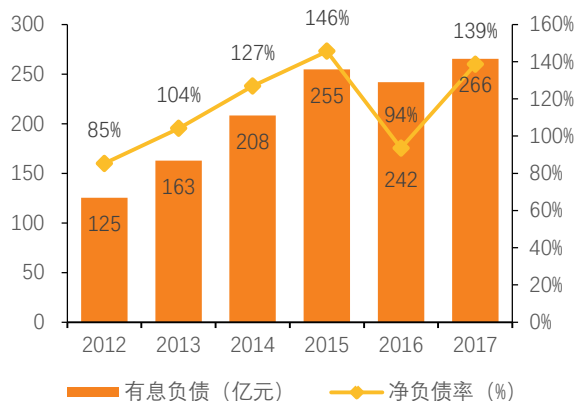
图 17：中粮地产 ROE (摊薄)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

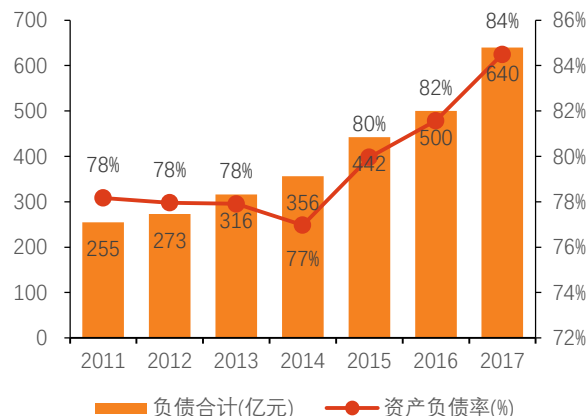
**净负债率较高，大力扩充土储：**公司净负债率较高，17 年达到 139%，较去年同期提高 45 个百分点，主要是由于 17 年公司大力扩土储，17 年新增土地面积超过 14-16 年 3 年新增面积之和（见图 9）。

图 18：中粮地产有息负债及净负债率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 19：中粮地产负债及资产负债率

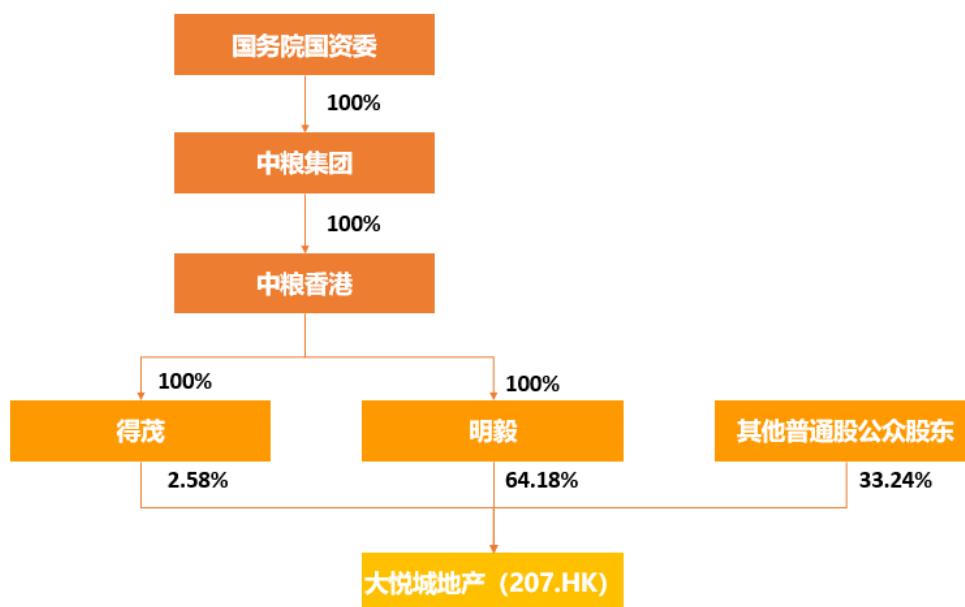


资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 4. 大悦城：商业地产前三甲

**控股股东明毅，实际控制人国资委：**大悦城地产是中粮集团商业综合体及商业地产运营的海外上市平台，依托全国性商业地产品牌“大悦城”，是专注于开发、经营、销售、出租及管理综合体和商业物业的大型地产开发商及运营商。大悦城地产的主要收入来源于投资物业、物业开发、酒店运营、物业管理及其他服务业务板块。大悦城地产控股股东为明毅，持有 64.18% 的股份，实际控制人为国资委。

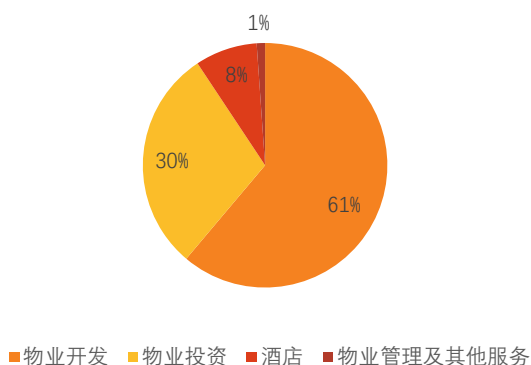
图 20：大悦城地产股权结构



资料来源：公司年报，天风证券研究所

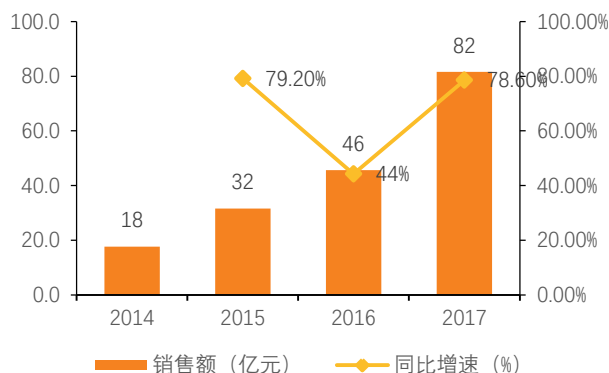
**地产开发占比六成，物业投资占比三成：**公司地产开发收入占比最高，17 年占比 61%，其次为投资性物业，17 年占比 30%。地产开发方面，销售额近几年持续增加，17 年销售额达到 82 亿元，同比增长 78.6%。

图 21：大悦城地产 2017 年收入结构



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 22：大悦城地产销售额及增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

**商业综合体的经营模式：**据中国房地产数据研究院发布的 2017 年中国商业地产百强研究，华润置地、万达集团、大悦城地产位居前三甲。以大悦城购物中心为核心产品的投资物业是公司收入和利润的重要来源，2017 年实现租金收入超过 27 亿元；商业综合体中剩余部分如住宅、公寓等产品的物业开发业务是公司快速回笼资金的重要渠道，也是公司长期持有投资物业的重要保障，17 年销售金额 82 亿；酒店多与商业物业位于同一综合体，与商业物业相辅相成，共同满足消费者多方面需求，增加商业综合体整体的吸引力、品牌知名度及客流量，同时提升综合体中销售型房产的销量。整体而言，大悦城地产的投资物业、物业开发、酒店运营业务板块之间相互支持、相互提升，组成一个有机业务整体，形成以购物中心为核心、充分发掘业务板块之间联动效应的经营模式。

表 5：大悦城商业地产 2017 年租金及出租率情况

项目	城市	用途/规划用途	租金收入 (百万元)	平均租金 (元/平方米)	出租率 (%)
西单大悦城商场	北京	零售	646.5	1,131	97
西单大悦城写字楼	北京	办公	40.8	277	93
朝阳大悦城商场	北京	零售	584.8	461	92
天津南开大悦城商场	天津	零售	371.4	357	97
上海静安大悦城商场	上海	零售	216.4	335	94
沈阳大悦城商场	沈阳	零售	208.5	161	95
烟台大悦城商场	烟台	零售	110.6	121	98
成都大悦城商场	成都	零售	141.3	126	93
中粮广场写字楼**	北京	办公及零售	218.2	245	77
上海辉盛阁	上海	酒店式公寓	116.2	1,962*	88
香港中粮大厦	香港	办公及零售	75	448	96

资料来源：大悦城地产年报，天风证券研究所

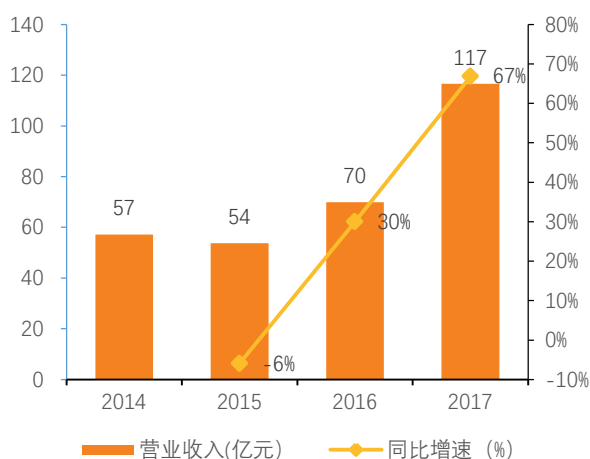
表 6：大悦城地产酒店业务 2017 年收益情况

项目	城市	用途/规划用途	平均入住率(%)	平均客房收益(人民币元)	平均房费(人民币元)
三亚亚龙湾瑞吉度假酒店	三亚	度假酒店	72	1,461	1,855
三亚美高梅度假酒店	三亚	度假酒店	88	1,214	1,261
三亚凯莱仙人掌度假酒店	三亚	度假酒店	82	295	364
北京长安街 W 酒店	北京	酒店	70	802	1,038
西单大悦城酒店	北京	酒店	62	382	613

资料来源：大悦城地产年报，天风证券研究所

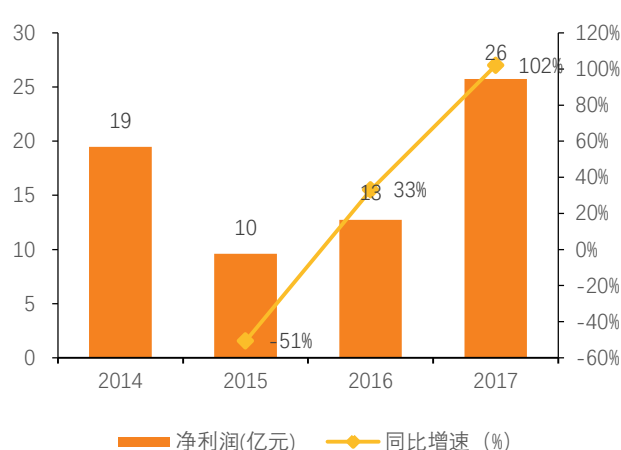
**收入规模增加，财务稳健：**大悦城地产营业收入和净利润持续增加，2017 年实现营业收入 117 亿元，同比增加 67%，实现净利润 26 亿元，同比增加 102%，17 年毛利率有所下滑，净利率提升至 22%，ROE 为 4.3%；公司加权借贷成本持续下降，17 年达到 4.28%，为行业内较低水平，财务状况稳健。

图 23：大悦城地产营业收入及增速



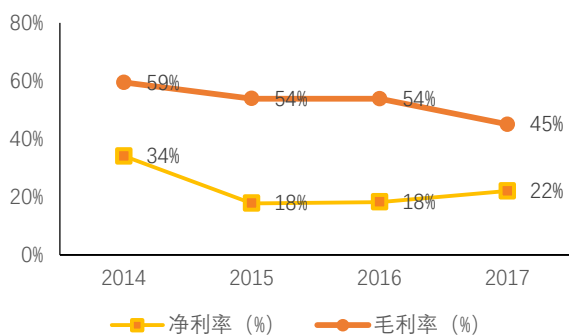
资料来源：大悦城地产年报，天风证券研究所

图 24：大悦城地产净利润及增速



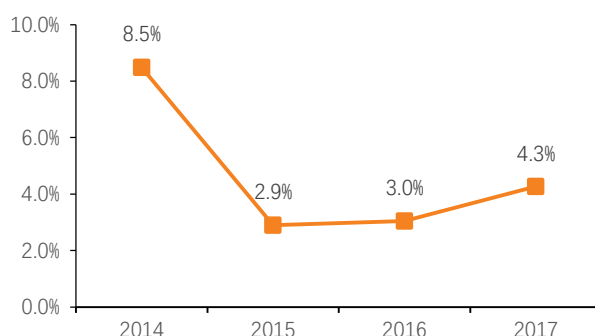
资料来源：大悦城地产年报，天风证券研究所

图 25：大悦城地产净利率和毛利率



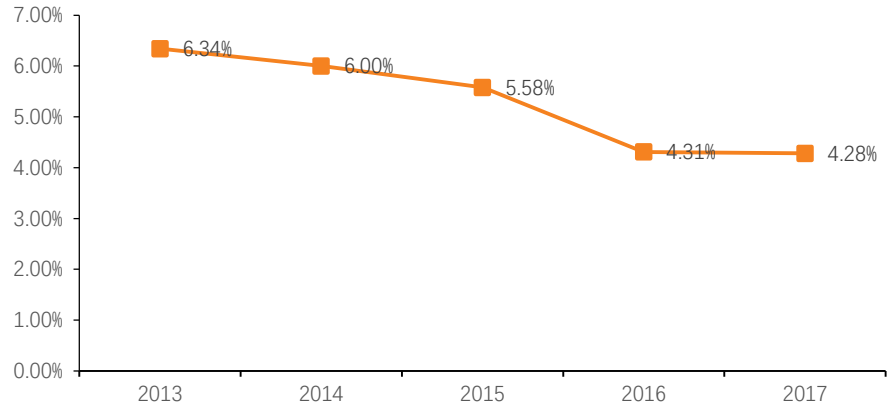
资料来源：大悦城地产年报，天风证券研究所

图 26：大悦城地产摊薄 ROE



资料来源：大悦城地产年报，天风证券研究所

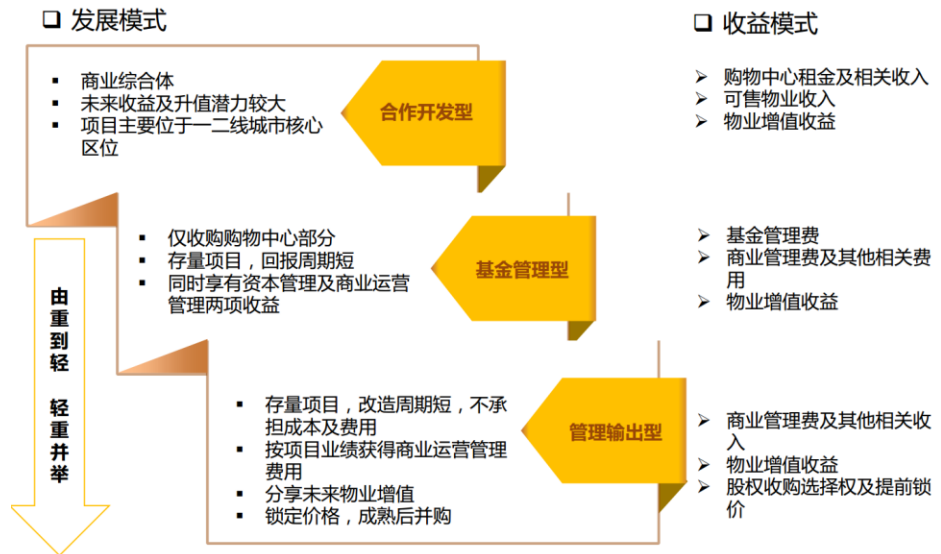
图 27：大悦城地产加权借贷成本



资料来源：大悦城地产年报，天风证券研究所

**资产管理战略落地，形成资本循环：**公司通过基金运作，由开发运营转变为为资产管理的模式，包括合作开发型、基金管理型和管理输出型三种发展模式，项目方面，能够通过多种模式获取核心城市及区位的优质项目，降低资本支出、缩短回报周期，实现快速发展；运营方面，经营效率提升，租金收入上涨，增加资产价值，依托品牌实力，吸收市场存量，进行输出管理；收益方面，可变现股权收益，回流现金，实现资本循环发展。

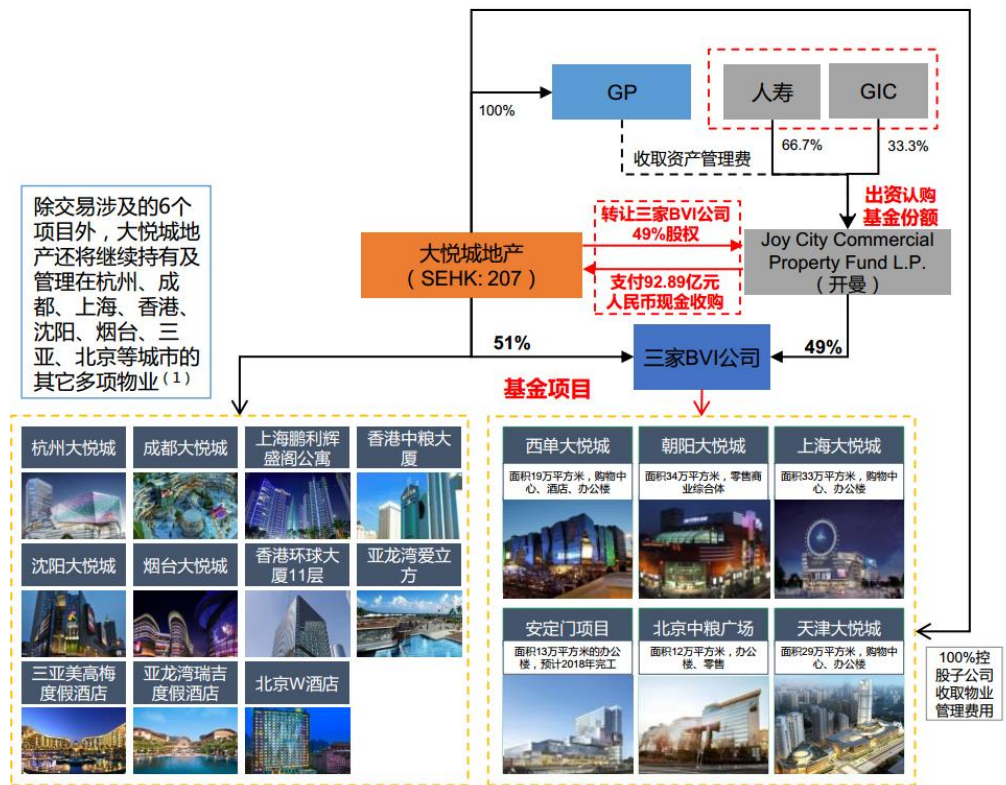
图 28：大资管发展模式及收益模式



资料来源：大悦城地产公告，天风证券研究所

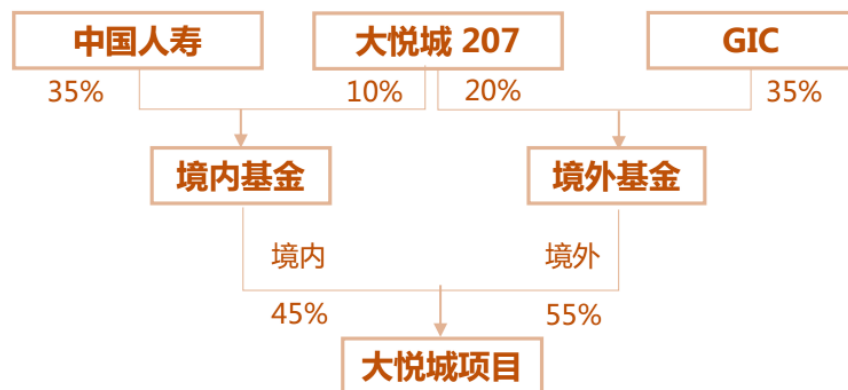
2016 年，公司通过转让三家 BVI 公司 49%股权的方式，建立基金平台。集团和基金平台通过 BVI 公司持有北京、上海、天津的 6 个商业地产旗舰项目基金项目，投资者中国人寿和 GIC 通过认购基金份额，成为基金有限合伙人，由集团全资持有的子公司分别担任普通合伙人、物业管理公司，收取资产管理费、物业管理费，根据公告，截至二零一六年二月二十九日账面价值为人民币 15,570 百万元（公允价值法下的估值），49%股权的交易对价对账面价值溢价约 22%。此项交易有助于本公司释放资产价值，改善资本结构，加速扩张基金合作和管理输出战略。

图 29：基金平台交易结构



2017 年大悦城宣布设立并购改造基金计划，根据 17 年 8 月 17 日公告，初步投资额度为 114 亿元，基金类型为增值型基金，通过改造提升物业价值再退出，从而使基金获得收益，合作方包括新加坡政府投资公司(GIC)和中国人寿，基金分为境外基金和境内基金，目前境外基金已经成立。该基金将用于收购改造一二线城市存量商业，预计未来两到三年里收购 8-12 个项目，上海长风大悦城以及西安大悦城都正准备转入种子基金里面。并购改造基金的设立能够减少公司资金投入、降低负债水平，为盘活大悦城地产并购市场上现有存量商业项目、实现品牌管理输出、加速战略扩张提供充足资金保障。

图 30：大悦城并购改造基金架构



## 5. 投资建议

中粮集团作为央企改革试点企业,中粮地产重组大悦城后,公司将形成“开发+持有+基金”三轮驱动业务格局,销售及土储规模扩大,且在融资、市场、人才、土地获取及品牌等方面发挥协同效应,公司业绩有望长期稳定增长。假设本次重组在年内完成,我们预计公司2018-2020 净利润规模分别为 21.57 亿元、28.04 亿元和 37.58 亿元,不考虑本次资产重组的影响,公司2018-2020 净利润预计为 11.82 亿元、15.13 亿元和 19.69 亿元, EPS 为 0.65、0.83 和 1.09, 对应 PE 为 12.3X、9.6X、7.4X, 首次覆盖给予“买入”评级。可比公司18 年 PE 估值平均为 17.43, 我们按照 16 倍 PE 保守估计, 给予 6 个月目标价 10.4 元。

表 7: 可比公司估值

	证券代码	证券简称	18 年 PE
1	600639.SH	浦东金桥	18.29
2	600007.SH	中国国贸	17.98
3	600748.SH	上实发展	12.71
4	002314.SZ	南山控股	16.05
5	000567.SZ	海德股份	22.49
6	600663.SH	陆家嘴	17.76
7	000732.SZ	泰禾集团	15.67
8	600239.SH	云南城投	18.85

资料来源: Wind 一致预测, 天风证券研究所

## 6. 风险提示

重组进展不及预期, 房地产市场销售规模下滑



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	13,622.69	10,282.56	8,957.46	11,990.46	15,884.96
应收账款	6,970.74	18,278.14	37.37	24,479.77	10,947.43
预付账款	71.85	164.90	69.55	293.71	196.24
存货	30,418.40	34,630.66	44,997.74	59,535.23	83,145.52
其他	1,249.96	1,859.26	2,046.80	2,065.67	2,087.94
<b>流动资产合计</b>	<b>52,333.65</b>	<b>65,215.51</b>	<b>56,108.91</b>	<b>98,364.84</b>	<b>112,262.08</b>
长期股权投资	2,045.35	3,363.88	4,323.87	5,574.93	6,751.46
固定资产	628.51	568.45	531.05	498.05	443.99
在建工程	0.00	0.00	(88.37)	(117.82)	(157.10)
无形资产	56.96	54.35	36.36	10.53	4.31
其他	6,212.48	6,549.28	8,249.31	9,783.11	11,653.49
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,943.30</b>	<b>10,535.96</b>	<b>13,052.22</b>	<b>15,748.80</b>	<b>18,696.15</b>
<b>资产总计</b>	<b>61,276.95</b>	<b>75,751.48</b>	<b>69,161.13</b>	<b>114,113.63</b>	<b>130,958.23</b>
短期借款	5,125.00	4,625.00	9,010.06	11,083.58	13,898.84
应付账款	6,676.26	12,732.85	9,519.34	19,725.56	16,799.02
其他	19,998.75	31,062.14	20,344.73	40,942.56	41,989.80
<b>流动负债合计</b>	<b>31,800.01</b>	<b>48,419.99</b>	<b>38,874.13</b>	<b>71,751.70</b>	<b>72,687.66</b>
长期借款	13,025.19	12,158.35	12,987.95	22,122.12	34,309.57
应付债券	3,778.21	1,987.47	2,312.00	2,415.00	2,532.00
其他	1,386.01	1,441.08	1,278.00	1,522.00	1,684.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>18,189.41</b>	<b>15,586.89</b>	<b>16,577.95</b>	<b>26,059.12</b>	<b>38,525.57</b>
<b>负债合计</b>	<b>49,989.42</b>	<b>64,006.89</b>	<b>55,452.08</b>	<b>97,810.82</b>	<b>111,213.23</b>
少数股东权益	5,395.40	5,114.10	6,081.27	7,316.27	8,993.75
股本	1,813.73	1,813.73	1,813.73	1,813.73	1,813.73
资本公积	121.92	0.00	(0.73)	(0.73)	(0.73)
留存收益	4,063.96	4,757.62	5,814.04	7,172.81	8,937.52
其他	(107.49)	59.13	0.73	0.73	0.73
<b>股东权益合计</b>	<b>11,287.53</b>	<b>11,744.59</b>	<b>13,709.05</b>	<b>16,302.81</b>	<b>19,745.00</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>61,276.95</b>	<b>75,751.48</b>	<b>69,161.13</b>	<b>114,113.63</b>	<b>130,958.23</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,333.46	1,734.84	1,182.10	1,513.10	1,969.21
折旧摊销	190.60	225.78	59.01	60.90	44.41
财务费用	698.37	934.85	999.11	1,443.93	2,222.32
投资损失	(49.39)	(522.96)	(172.68)	(168.00)	(226.98)
营运资金变动	4,934.12	(770.02)	(2,055.50)	(8,978.00)	(12,593.37)
其它	(269.56)	115.30	967.17	1,235.00	1,677.48
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,837.60</b>	<b>1,717.80</b>	<b>979.20</b>	<b>(4,893.07)</b>	<b>(6,906.92)</b>
资本支出	1,399.91	1,408.67	1,038.31	979.68	959.39
长期投资	1,474.67	1,318.53	959.99	1,251.06	1,176.53
其他	(6,205.87)	(13,295.03)	(5,224.37)	(4,453.75)	(4,876.10)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,331.30)</b>	<b>(10,567.83)</b>	<b>(3,226.08)</b>	<b>(2,223.01)</b>	<b>(2,740.19)</b>
债权融资	24,179.52	26,550.99	28,670.69	40,418.02	56,386.46
股权融资	(637.54)	(1,013.66)	(1,058.97)	(1,443.93)	(2,222.32)
其他	(23,133.22)	(20,076.68)	(26,689.94)	(28,825.02)	(40,622.53)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>408.76</b>	<b>5,460.65</b>	<b>921.78</b>	<b>10,149.07</b>	<b>13,541.61</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>3,915.06</b>	<b>(3,389.39)</b>	<b>(1,325.10)</b>	<b>3,033.00</b>	<b>3,894.50</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>18,025.19</b>	<b>14,042.36</b>	<b>18,694.59</b>	<b>25,024.58</b>	<b>33,152.56</b>
营业成本	11,848.98	8,941.26	11,854.24	15,870.59	20,799.92
营业税金及附加	2,454.72	1,215.71	1,618.95	2,167.13	2,871.01
营业费用	541.01	532.16	721.61	983.47	1,299.58
管理费用	434.29	462.41	618.79	870.86	1,090.72
财务费用	504.08	950.44	999.11	1,443.93	2,222.32
资产减值损失	67.45	216.51	89.60	73.99	59.90
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	49.39	522.96	172.68	168.00	226.98
其他	(98.78)	(1,190.53)	(345.35)	(336.00)	(453.96)
<b>营业利润</b>	<b>2,224.05</b>	<b>2,391.45</b>	<b>2,964.96</b>	<b>3,782.62</b>	<b>5,036.08</b>
营业外收入	19.72	17.96	17.00	23.00	15.00
营业外支出	9.64	14.62	15.00	12.00	17.00
<b>利润总额</b>	<b>2,234.13</b>	<b>2,394.79</b>	<b>2,966.96</b>	<b>3,793.62</b>	<b>5,034.08</b>
所得税	900.67	659.96	817.69	1,045.52	1,387.39
<b>净利润</b>	<b>1,333.46</b>	<b>1,734.84</b>	<b>2,149.27</b>	<b>2,748.10</b>	<b>3,646.69</b>
少数股东损益	613.31	789.51	967.17	1,235.00	1,677.48
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>720.15</b>	<b>945.33</b>	<b>1,182.10</b>	<b>1,513.10</b>	<b>1,969.21</b>
每股收益(元)	0.40	0.52	0.65	0.83	1.09

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	33.52%	-22.10%	33.13%	33.86%	32.48%
营业利润	60.44%	7.53%	23.98%	27.58%	33.14%
归属于母公司净利润	-0.23%	31.27%	25.05%	28.00%	30.14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.26%	36.33%	36.59%	36.58%	37.26%
净利率	4.00%	6.73%	6.32%	6.05%	5.94%
ROE	12.22%	14.26%	15.50%	16.84%	18.32%
ROIC	7.15%	15.34%	13.30%	14.96%	14.99%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	81.58%	84.50%	80.18%	85.71%	84.92%
净负债率	83.59%	103.77%	198.21%	109.33%	229.94%
流动比率	1.65	1.35	1.44	1.37	1.54
速动比率	0.69	0.63	0.29	0.54	0.40
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.91	1.11	2.04	2.04	1.87
存货周转率	0.53	0.43	0.47	0.48	0.46
总资产周转率	0.31	0.20	0.26	0.27	0.27
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.40	0.52	0.65	0.83	1.09
每股经营现金流	3.77	0.95	0.54	-2.70	-3.81
每股净资产	3.25	3.66	4.21	4.95	5.93
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.15	15.35	12.27	9.59	7.37
市净率	2.46	2.19	1.90	1.61	1.35
EV/EBITDA	8.94	8.62	8.00	7.68	7.19
EV/EBIT	9.55	9.22	8.12	7.77	7.23

### 分析师声明

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

### 一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

### 特别声明

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

### 投资评级声明

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

### 天风证券研究

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