



销售平稳增长 大悦城协同可期

——中粮地产（000031）2018 年半年报点评

2018 年 08 月 28 日

推荐/首次

中粮地产

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
任鹤	研究助理	执业证书编号：S1480118020022
	Renhe07@163.com	010-66554089

事件：

公司发布 2018 年半年报，报告期内，公司实现营业收入 49.9 亿元，同比增长 8.9%；实现归母净利润 6.2 亿元，同比增长 301.8%。上半年公司实现销售金额 106 亿元，同比增长 31.1%，销售面积 42.8 亿元，同比增长 13.2%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	7643.56	1719.08	2868.76	3911.33	5543.18	2184.3	2810.07
增长率（%）	11.56%	-47.36%	-2.17%	-6.51%	-27.48%	27.06%	-2.05%
毛利率（%）	45.39%	52.77%	22.44%	39.09%	36.46%	48.04%	44.51%
期间费用率（%）	9.35%	14.51%	13.96%	-0.14%	23.46%	18.95%	16.49%
营业利润率（%）	17.78%	24.47%	8.91%	23.76%	14.18%	23.29%	26.67%
净利润（百万元）	770.38	226.55	145.93	770.09	592.27	339.36	536.08
增长率（%）	138.43%	-48.53%	88.98%	1585.87%	-23.12%	49.79%	267.36%
每股盈利（季度，元）	0.36	0.08	0.01	0.20	0.23	0.14	0.20
总资产收益率（%）	1.26%	0.36%	0.23%	1.12%	0.78%	0.42%	0.63%

观点：

➤ 销售平稳增长 拿地态度积极

2018 年上半年，公司实现销售合同销售金额 106 亿元，同比增长 31.1%，销售面积 42.8 亿元，同比增长 13.2%。报告期内公司新增 8 个项目，计容建筑面积 122 万平方米，拿地销售面积比接近 3 倍。新增项目主要位于北京、天津、杭州、南京等一二线城市。

同时，公司积极参与深圳城市更新项目。除在售的深圳中粮天悦壹号、深圳祥云国际等项目外，公司还申报了深圳金地食品厂项目等旧改项目。公司在深圳布局的大量旧改项目，预计对公司未来的销售起到巨大的支撑作用。

➤ **毛利率提高叠加投资收益增加 净利润率大幅增长**

报告期内，公司实现营业收入49.9亿元，同比增长8.9%，归母净利润6.2亿元，同比大增301.8%。公司净利润率大幅提升的原因有二：一是整体毛利率由上年同期的33.8%大幅提升至46.1%，提升12.3个百分点；二是投资收益由上年同期的0.1亿元增加至4.7亿元。

➤ **大悦城地产整合更进一步 未来协同效应可期**

公司发行股份购买大悦城地产64.18%股权的方案已获发改委同意，目前已获证监会受理。整合大悦城地产更进一步，未来仍需通过发改委、商务部、证监会和市场监督管理总局对相关事项的审查批准或备案。

按照整合方案，本次交易完成后大悦城地产将成为公司的控股子公司。大悦城地产以开发、经营和管理大悦城品牌城市综合体为主要业务，与公司在业务、资源、渠道、品牌等方面都有较强的协同效应。本次交易完成后，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。

投资建议与评级：

我们预计公司2018-2020年营业收入分别为176亿元、209亿元和254亿元，归母净利润分别为11.8亿元、14.9亿元和18亿元，每股收益分别为0.65元、0.82元和0.99元，对应PE分别为8.7X、6.9X和5.7X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：

旧改项目推进不及预期，大悦城整合不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	52334	65216	79583	85928	92901	营业收入	18025	14042	17569	20941	25359	营业收入	18025	14042	17569	20941	25359
货币资金	13623	10283	13071	16301	20634	营业成本	11849	8941	11244	13402	16230	营业成本	11849	8941	11244	13402	16230
应收账款	213	179	216	258	312	营业税金及附加	2455	1216	1957	2332	2824	营业税金及附加	2455	1216	1957	2332	2824
其他应收款	6758	18099	21000	23000	25000	营业费用	541	532	597	711	861	营业费用	541	532	597	711	861
预付款项	72	165	165	165	165	管理费用	434	462	501	597	723	管理费用	434	462	501	597	723
存货	30418	34631	43128	44062	44465	财务费用	504	950	631	442	437	财务费用	504	950	631	442	437
其他流动资产	1163	1856	2003	2142	2326	资产减值损失	67	217	0	0	0	资产减值损失	67	217	0	0	0
非流动资产合计	8943	10536	11150	11994	13021	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	2045	3364	3364	3364	3364	投资净收益	49.39	522.96	522.00	522.00	522.00	投资净收益	49.39	522.96	522.00	522.00	522.00
固定资产	628.51	568.45	500.95	433.45	365.94	营业利润	2224	2391	3161	3979	4806	营业利润	2224	2391	3161	3979	4806
无形资产	57	54	49	43	38	营业外收入	19.72	17.96	25.23	25.23	25.23	营业外收入	19.72	17.96	25.23	25.23	25.23
其他非流动资产	1244	1398	1321	1321	1321	营业外支出	9.64	14.62	15.98	15.98	15.98	营业外支出	9.64	14.62	15.98	15.98	15.98
资产总计	61277	75751	90733	97922	105922	利润总额	2234	2395	3171	3988	4815	利润总额	2234	2395	3171	3988	4815
流动负债合计	31800	48420	53881	63893	74173	所得税	901	660	1000	1258	1519	所得税	901	660	1000	1258	1519
短期借款	5125	4625	5158	5158	5158	净利润	1333	1735	2171	2730	3297	净利润	1333	1735	2171	2730	3297
应付账款	5084	4844	5031	5031	5031	少数股东损益	613	790	988	1242	1500	少数股东损益	613	790	988	1242	1500
预收款项	14139	19009	24053	30065	37345	归属母公司净利润	720	945	1183	1488	1796	归属母公司净利润	720	945	1183	1488	1796
一年内到期的非	2251	7780	4361	4361	4361	EBITDA	2968	3594	3865	4493	5316	EBITDA	2968	3594	3865	4493	5316
非流动负债合计	18189	15587	15565	15765	16065	EPS (元)	0.40	0.52	0.65	0.82	0.99	EPS (元)	0.40	0.52	0.65	0.82	0.99
长期借款	13025	12158	12258	12458	12758	主要财务比率					2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
应付债券	3778	1987	3179	3179	3179	成长能力											
负债合计	49989	64007	64597	70956	77283	营业收入增长					33.5%	-22.1%	25.1%	19.2%	21.1%		
少数股东权益	5395	5114	6102	7344	8845	营业利润增长					60.4%	7.5%	32.2%	25.9%	20.8%		
实收资本(或股	1814	1814	1814	1814	1814	归属于母公司净利					-0.2%	31.3%	25.1%	25.8%	20.7%		
资本公积	122	0	0	0	0	获利能力											
未分配利润	2760	3604	4314	5206	6284	毛利率(%)					34.3%	36.3%	36.0%	36.0%	36.0%		
归属母公司股东	5892	6630	7609	8502	9580	净利率(%)					7.4%	12.4%	12.4%	13.0%	13.0%		
负债和所有者权	61277	75751	78309	86803	95708	总资产净利润(%)					9.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.5%		
现金流量表	单位:百万元					ROE(%)					12.2%	14.3%	15.5%	17.5%	18.8%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力											
经营活动现金流	6838	1718	-887	9619	10924	资产负债率(%)					82%	84%	82%	82%	81%		
净利润	1333	1735	2171	2730	3297	流动比率					1.6	1.3	1.5	1.3	1.3		
折旧摊销	240.20	251.97	0.00	72.94	72.94	速动比率					0.7	0.6	0.7	0.7	0.7		
财务费用	504	950	631	442	437	营运能力											
应收账款减少	0	0	-37	-41	-54	总资产周转率					0.3	0.2	0.2	0.3	0.3		
预收帐款增加	0	0	5044	6012	7280	应收账款周转率					96.5	71.6	88.9	88.4	89.1		
投资活动现金流	-3331	-10568	-162	-395	-578	应付账款周转率					3.5	2.8	3.6	4.2	5.0		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标(元)											
长期股权投资减	0	0	-764	-917	-1100	每股收益(最新摊					0.4	0.5	0.7	0.8	1.0		
投资收益	49	523	522	522	522	每股净现金流(最					2.2	(1.9)	1.5	1.8	2.4		
筹资活动现金流	409	5461	3838	-5995	-6013	每股净资产(最新					3.2	3.7	4.2	4.7	5.3		
应付债券增加	0	0	1192	0	0	估值比率											
长期借款增加	0	0	100	200	300	P/E					14.1	10.9	8.7	6.9	5.7		
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B					1.7	1.5	1.3	1.2	1.1		
资本公积增加	-158	-122	0	0	0	EV/EBITDA					7.0	7.4	7.1	4.3	2.8		
现金净增加额	3915	-3389	2789	3230	4332												

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3 年房地产行业工作经历，一级注册建造师，中级房地产经济师。2018 年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。