

# 广东明珠 (600382.SH)

## 增发获批，利好公司中长期投资价值

### 核心观点:

- 获得证监会发审委核准，增发取得重要进展

中国证监会发行审核委员会于2016年5月13日审核了广东明珠非公开发行股票的申请。根据会议审核结果，公司本次非公开发行股票申请获得通过。公司尚未收到中国证监会的书面核准文件，公司将在收到中国证监会予以核准的正式文件后另行公告。

- 利好公司兴宁一级土地开发及主业增长。

15年为公司的业绩过渡年，未来凭借南部新城项目的陆续推进，主营业务贡献业绩能力将会得到显著提升，考虑原有的投资收益以及委托贷款收入，16年及之后年份公司净利润水平将在5亿左右。增发资金到位后，公司开发进程及节奏将会有所加快，预计年内将会实现第一批收储。

- 最具安全边际的小市值地产公司

获得发审委审核通过，表明公司将会按照目前的增发计划完成方案，增发底价为14.97元/股，由公司大股东以及关联方参与认购，与当前股价相比折价幅度为13%。公司15年年报净资产规模为29.36亿，PB仅为1.7倍，增发后将增加至50亿左右，且资产主要为可出售金融资产和货币资金。

- 预计公司16-17年的业绩分别为1.33和1.57元，维持“买入”评级。

本次非公开发行方案获批对于公司发展具备重要的意义，一方面资金到位后对于整体项目推进有积极影响，加快主业贡献业绩的时间。另一方面，通过本次审核对公司原有问题进行了统一的梳理和答复，有利于未来在上市平台进行更多的资本运作。

- 风险提示

大股东完成增持后，进一步业务拓展存在不确定性。

### 盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	135	218	2,387	3,091	3,413
增长率(%)	148.00%	60.95%	996.40%	29.50%	10.42%
EBITDA(百万元)	70.91	114.53	285.54	387.43	431.24
净利润(百万元)	843.92	157.17	455.20	535.55	572.51
增长率(%)	319.09%	-81.38%	189.62%	17.65%	6.90%
EPS(元/股)	2.47	0.46	1.33	1.57	1.68
市盈率(P/E)	5.30	28.44	9.82	8.35	7.81
市净率(P/B)	1.79	1.69	1.44	1.23	1.06
EV/EBITDA	27.13	22.86	8.99	12.95	10.83

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

12.31元

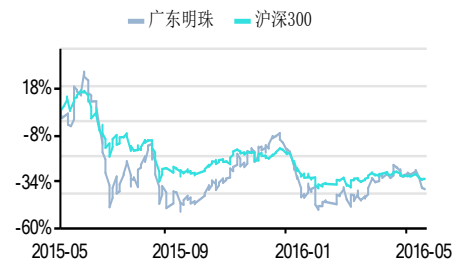
前次评级

买入

报告日期

2016-05-16

### 相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师: 郭镇 S0260514080003



021-6075-0637



guoz@gf.com.cn

分析师: 金山 S0260515090001



021-60750652



jinsan@gf.com.cn

### 相关研究:

推进增发进程, 关注主业结构调整 2016-03-21

大股东助力, 做优做强华南明珠 2015-11-11

广东明珠(600382.sh): 进口铁矿长期合约价上涨推高公司盈利前景 2006-12-25

联系人: 李飞 无

gflifei@gf.com.cn

## 获得证监会发审委核准，增发取得重要进展

中国证监会发行审核委员会于2016年5月13日审核了广东明珠非公开发行股票的申请。根据会议审核结果，公司本次非公开发行股票申请获得通过。公司尚未收到中国证监会的书面核准文件，公司将在收到中国证监会予以核准的正式文件后另行公告。公司的增发工作一直受到广泛的关注，长期来看对于当兴宁市一级开发项目推进节奏，以及公司未来发展具备极其重要的意义。获得发审委审核通过，表明公司将会按照目前的增发计划完成方案，增发底价为14.97元/股，由公司大股东以及关联方参与认购，与当前股价相比存在较大的价差。

表 1: 广东明珠非公开发行政程

时间	进程
2015年4月16日	筹划非公开发行方案停牌。
2015年5月18日	提出非公开发行方案，确定发行价格为15.00元/股，发行数量不超过约1.33亿股。
2015年10月10日	广东明珠集团股份有限公司关于收到《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》
2015年11月6日	关于非公开发行股票申请文件反馈意见的回复公告
2016年3月29日	非公开发行方案修改，添加增发执行日前20日股价规则
2016年5月13日	获得证监会发审会书面审核文件

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

广东明珠在15年5月18日提出非公开发行方案，确定发行价格为15.00元/股，发行数量不超过约1.33亿股，将由深圳市金信安投资有限公司、兴宁市金顺安投资有限公司、兴宁市众益福投资有限公司共3名确定对象以现金认购，募集资金总额20亿元，增发股票限售期为36个月。经现金分红除息调整后，发行价格调整为14.97元/股，发行规模由1.33亿股上调至1.34亿股。发行方案提出之后，经过董事会以及股东大会的审议通过提交证监会进行审核。公司在15年11月6日公告了非公开发行审核反馈意见的回复，对过去几年在信息披露规范以及大股东在提交文件6个月内减持等问题作出了妥善的答复。

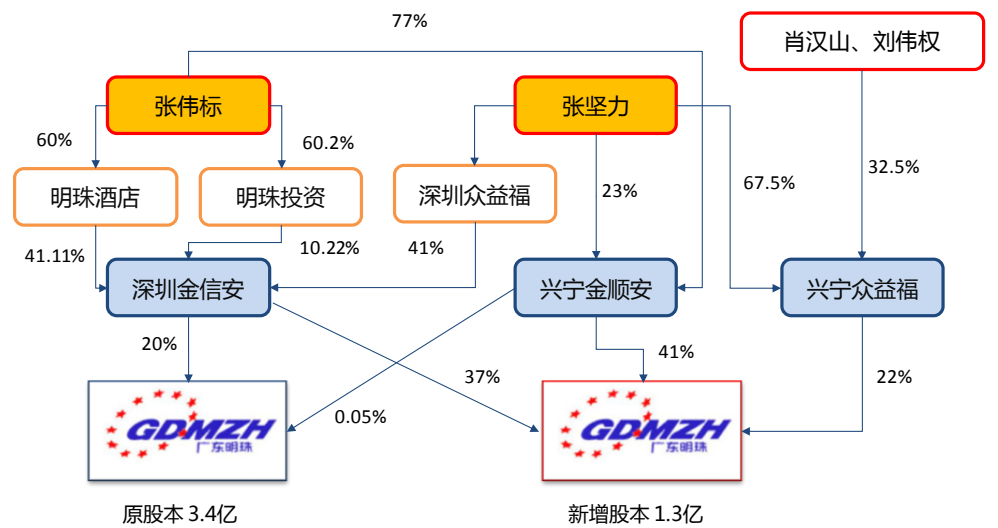
表 2: 增发前后公司股本变化以及金信安一致行动人持股比例情况

持有人	股份种类	增持前(数量)	增持前(比例)	增持后(数量)	增持后(比例)
深圳金信安	普通股	6,833	20.00%	6,833	24.8%
	限售股			4,943	
兴宁金顺安	普通股	17	0.05%	17	11.6%
	限售股			5,481	
兴宁众益福	限售股			2,936	6.2%
其他股东	普通股	27,324	79.96%	27,324	57.5%
合计		34,175	100%	47,535	100%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

此次参与非公开发行的三名投资者深圳金信安、兴宁众益福、兴宁金顺安为一致行动人，三个公司的股东均为张伟标和张坚力。即相当于公司现有股东及一致行动人以14.97元/股的价格增持公司股票，增发完成之后将会持有公司的总股本规模为2.02亿股，占总股本比例的42.5%。

图1：广东明珠实际控制人持股与增发关系全图



\*肖汉山为张坚力妹妹的配偶，刘伟权与张坚力、肖汉山无关联关系

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

此次参与非公开发行的三名投资者深圳金信安、兴宁众益福、兴宁金顺安为一致行动人，三个公司的股东均为张伟标和张坚力。即相当于公司现有股东及一致行动人以14.97元/股的价格增持公司股票，增发完成之后将会持有公司的总股本规模为2.02亿股，占总股本比例的42.5%。

## 看好 PPP 项目业绩贡献能力

自从01年上市以来，贡献公司主营业务收入的业务结构发生了多次改变，10年以后，公司主营业务收入规模出现了显著的下滑，而业绩情况却在逐年改善，主要是由于投资收益为公司提供了稳定的利润支撑。14年利润水平的提升受益于公司土地出让的一次性收益。15年构成公司利润的主要组成依旧为投资收益和委托贷款收入，其中上半年公司主要投资企业大顶矿业已经贡献7880万受益，全年实现委托贷款收入6701万，一级土地开发相关收入5623万元。16年开始，兴宁市南部新城一级土地开发业务将会成为公司主营业务收入主要的贡献来源。

2014年11月20日公司与兴宁城投、恩平签订《兴宁市南部新城首期开发项目公司股东合作协议》，约定兴宁城投、公司和恩平二建以设立项目公司方式共同在兴宁市南部新城约1.3万亩的土地上进行土地一级开发及部分公共设施的建设。作为广东

乃至华南地区PPP合作创新项目，协议对于开发主体公司利益给予了充分的保护。约定每年最低的出让土地规模（1500亩）以及最低出让价格（191万元/亩），总出让面积不低于6000亩，且全部为可出让的商业和住宅用地；承诺城市国土优先协议区域土地出让；并承诺设立包括“贷款利息专项资金”、“亏损弥补专项资金”、“投资弥补专项资金”，在资金成本、机会成本以及风险控制等专项基金给予公司支持。

表 3: 广东明珠参控股公司情况（红色为控股公司，单位：亿元）

参控股公司	出资比例	经营范围	账面价值	贡献利润或投资收益	
				14年	15年H
广东明珠集团广州阀门有限公司	90.0%	阀门系列产品的制造、销售等	3.9	0.30	0.03
广东明珠集团置地有限公司	100.0%	房地产开发、销售（兴南大道刁坊墨池项目）	0.1		
广东明珠集团城镇运营开发	76.0%	土地一级开发	7.6		
广东大顶矿业股份有限公司	19.9%	露天开采铁矿；加工、销售铁矿及原材料等	2.9	0.8	0.8
广东明珠珍珠红酒业有限公司	34.1%	制造、销售白酒、黄酒等	1.0		
广东明珠集团深圳投资有限公司	21.6%	投资兴办实业；国内贸易等	1.7		
广东云山汽车有限公司	15.0%	制造、销售汽车及汽车零配件	0.3		
兴宁市农村信用合作联社	9.6%	民营银行	0.6	0.04	0.04
龙江银行股份有限公司	1.1%		0.7	0.04	
合计			18.6	1.2	0.9
广东明珠营业利润				1.12	1.47

\*广东明珠集团置地有限公司（原润和房地产投资有限公司）；公司直接持有广东明珠珍珠红酒业有限公司出资比例为 18.42%，间接持有广东明珠珍珠红酒业有限公司出资比例为 15.66%；公司直接持有广东明珠集团深圳投资有限公司出资比例为 15%，间接持有 6.57%。  
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 4: 广东明珠对于参股子公司的委托贷款情况

借款方	贷款金额	贷款利率	抵押物或担保人
广东大顶矿业股份有限公司	5.00	基准上浮 15%	采矿权证
广东云山汽车有限公司	2.99	基准上浮 15%	房产、股权等
广东鸿源集团有限公司	1.11	基准上浮 15%	房产、股权等
合计	13.36		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

预计从16年开始，一级土地开发收入以及结转利润将会成为公司主要的业绩支撑。2014年11月20日公司与兴宁城投、恩平签订《兴宁市南部新城首期开发项目公司股东合作协议》，约定兴宁城投、公司和恩平二建以设立项目公司方式共同在兴宁市南部新城约1.3万亩的土地上进行土地一级开发及部分公共设施的建设。作为广东乃至华南地区PPP合作创新项目，协议对于开发主体公司利益给予了充分的保护。约定每年最低的出让土地规模（1500亩）以及最低出让价格（191万元/亩），总出让面积不低于6000亩，且全部为可出让的商业和住宅用地；承诺城市国土优先协议区域土地出让；并承诺设立包括“贷款利息专项资金”、“亏损弥补专项资金”、“投资弥补专项资金”，在资金成本、机会成本以及风险控制等专项基金给予公司支持。

**表 5: 兴宁市政府（甲方）与广东明珠集团（乙方）协议各项承诺**

兴宁市人民政府、兴宁市土地储备和征地服务中心责任(甲方责任)
1. 负责办理本项目所涉的各项政府审批手续
2. 在 2017 年 6 月 30 日前取得南部新城首期范围内所有土地的用地指标
3. 负责范围内的征地、拆迁、安置和补偿工作,未完成按照补偿成本金额的万分之四每天向项目公司支付补偿款项
4. 经甲方测算,本项目的直接成本为 75.4 亿元,超出上述标准的由甲方负责筹措相应资金
广东明珠集团股份有限公司承诺工作(乙方责任)
1. 为南部新城首期范围内的征地、拆迁、安置和补偿工作提供资金。
2. 完成南部新城首期范围内的七平一通
3. 完成南部新城首期范围内部分公共设施的建设招标
4. 确定南部新城首期范围土地出让的时间、范围、面积和条件
5. 项目开发周期为自土地一级开发建设合同签订之日起 5 年（“开发周期”），如项目公司未能在上述开发周期内完成该项目，可根据项目实际开发进度延长两。如因非项目公司原因导致项目开发延缓，项目开发周期相应延长。
政府关于土地出让的特别承诺
1. 甲方承诺南部新城首期范围内可通过招拍挂出让的住宅和商业用地面积不少于 6000 亩，该等土地全部为住宅或商业用地，不包括任何不能通过招拍挂出让的土地。
2. 2015 年及其后每一单独年度内，南部新城首期范围内通过招拍挂出让的住宅和商业用地不少于 1500 亩，
3. 甲方承诺，如出现下列任一情况，兴宁市当年不得出让南部新城首期范围外任何住宅和商业用地：1. 出让土地不足 1500 亩；地土地平均价格低于 191 万元/亩
4. 甲方承诺，兴宁市内南部新城首期范围外当年出让的住宅和商业用地面积之和不得超过南部新城首期范围内当年出让的住宅和商业用地面积之和的 30%。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

根据公司出具的可行性分析报告，项目公司经营期5年内投资内部收益率为 16.23%，若前述土地出让价格下降10%，则为11.59%。预计每年可以为公司贡献25亿左右的收入，3亿以上的净利润。根据14年协议内容，15年为土地出让第一年，但由于南部新城首期范围内的基础设施及配套公共设施建设尚不完善，各方同意2015年度暂不出让，2016年及其后每一单独年度内出让用地不少于1500亩，即从16年开始实现土地出让收入及兑现利润。

**表 6: 项目公司财务收入模型测算（亿元）**

财务项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
主营收入	0.00	22.74	25.45	26.04	24.65
主营成本	0.00	17.65	19.75	20.50	20.61
税金及附加	0.00	1.27	1.43	1.46	1.38
营业费用	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
管理费用	0.30	0.03	0.03	0.03	0.03
财务费用	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10
营业利润	-2.43	1.65	2.12	1.92	0.49
补贴收入	3.89	3.89	3.89	3.89	3.89

利润总额	1.46	5.54	6.01	5.80	4.38
减：所得税	0.36	1.39	1.50	1.45	1.10
净利润	1.09	4.16	4.51	4.35	3.29

数据来源：项目可行性分析报告，广发证券发展研究中心

15年为公司的业绩过渡年，未来凭借南部新城项目的陆续推进，主营业务贡献业绩能力将会得到显著提升，考虑原有的投资收益以及委托贷款收入，16年及之后年份公司净利润水平将在5亿左右。

## 盈利预测与投资评级

本次非公开发行方案获批对于公司发展具备重要的意义，一方面增发募集资金主要投向公司现有的以及开发项目，资金到位后对于整体项目推进有积极影响，加快主业贡献业绩的时间。另一方面，广东明珠上市以来与交易所和证监会交流机会较少，通过本次审核对公司原有问题进行了统一的梳理和答复，有利于未来在上市平台进行更多的资本运作。作为地产板块中相对估值较低的小市值企业，当前价格低于大股东增发成本，具备长期投资安全边际。预计公司16-17年的业绩分别为1.33和1.57元，维持“买入”评级。

## 风险提示

大股东完成增持后，进一步业务拓展存在不确定性。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>973</b>	<b>1,499</b>	<b>3,640</b>	<b>5,464</b>	<b>7,381</b>
货币资金	298	38	375	375	971
应收及预付	57	110	485	870	1,054
存货	8	8	1,437	2,876	4,014
其他流动资产	610	1,343	1,343	1,343	1,343
<b>非流动资产</b>	<b>1,732</b>	<b>1,721</b>	<b>1,730</b>	<b>1,739</b>	<b>1,748</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	35	38	40	42	44
在建工程	1	2	10	18	25
无形资产	12	12	12	12	12
其他长期资产	1,684	1,669	1,669	1,668	1,667
<b>资产总计</b>	<b>2,705</b>	<b>3,220</b>	<b>5,370</b>	<b>7,203</b>	<b>9,129</b>
<b>流动负债</b>	<b>108</b>	<b>283</b>	<b>1,687</b>	<b>3,039</b>	<b>4,449</b>
短期借款	0	226	189	14	0
应付及预收	108	57	1,498	2,940	4,384
其他流动负债	0	0	0	85	66
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>289</b>	<b>232</b>	<b>172</b>
长期借款	0	0	283	219	153
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	6	13	19
<b>负债合计</b>	<b>108</b>	<b>283</b>	<b>1,976</b>	<b>3,271</b>	<b>4,622</b>
股本	342	342	342	342	342
资本公积	93	93	184	291	406
留存收益	2,060	2,207	2,571	3,000	3,458
归属母公司股东权	2,495	2,642	3,097	3,633	4,205
少数股东权益	101	294	297	299	302
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,705</b>	<b>3,220</b>	<b>5,370</b>	<b>7,203</b>	<b>9,129</b>

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>135</b>	<b>218</b>	<b>2,387</b>	<b>3,091</b>	<b>3,413</b>
营业成本	53	88	2,039	2,640	2,915
营业税金及附加	5	9	6	7	8
销售费用	0	0	23	24	24
管理费用	14	14	36	37	38
财务费用	2	5	9	3	-2
资产减值损失	1	1	9	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	87	83	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>147</b>	<b>184</b>	<b>265</b>	<b>373</b>	<b>422</b>
营业外收入	1,058	0	389	389	389
营业外支出	0	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,205</b>	<b>184</b>	<b>654</b>	<b>762</b>	<b>811</b>
所得税	280	25	197	224	236
<b>净利润</b>	<b>925</b>	<b>158</b>	<b>457</b>	<b>538</b>	<b>575</b>
少数股东损益	81	1	2	3	3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>844</b>	<b>157</b>	<b>455</b>	<b>536</b>	<b>573</b>
EBITDA	71	115	286	387	431
EPS (元)	2.47	0.46	1.33	1.57	1.68

**现金流量表**

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-395</b>	<b>-1,213</b>	<b>116</b>	<b>192</b>	<b>725</b>
净利润	925	158	457	538	575
折旧摊销	8	8	3	4	4
营运资金变动	34	-104	-363	-382	122
其它	-1,362	-1,275	19	32	25
<b>投资活动现金流</b>	<b>890</b>	<b>551</b>	<b>-5</b>	<b>-14</b>	<b>-13</b>
资本支出	-6	-8	-6	-14	-14
投资变动	884	-554	0	0	0
其他	12	1,113	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-209</b>	<b>403</b>	<b>226</b>	<b>-179</b>	<b>-116</b>
银行借款	0	226	472	35	0
债券融资	-167	0	-226	-189	-99
股权融资	48	192	0	0	0
其他	-90	-15	-19	-25	-17
<b>现金净增加额</b>	<b>285</b>	<b>-260</b>	<b>337</b>	<b>0</b>	<b>596</b>
期初现金余额	13	298	38	375	375
期末现金余额	298	38	375	375	971

**主要财务比率**

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	148.0%	61.0%	996.4%	29.5%	10.4%
营业利润增长	-31.9%	25.3%	44.0%	40.7%	13.2%
归属母公司净利润增长	319.1%	-81.4%	189.6%	17.7%	6.9%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	60.9%	59.7%	14.6%	14.6%	14.6%
净利率	684.1%	72.7%	19.2%	17.4%	16.9%
ROE	33.8%	5.9%	14.7%	14.7%	13.6%
ROIC	2.1%	2.9%	5.6%	7.0%	8.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	4.0%	8.8%	36.8%	45.4%	50.6%
净负债比率	-11.5%	6.4%	2.8%	-1.5%	-16.7%
流动比率	8.97	5.29	2.16	1.80	1.66
速动比率	8.90	5.21	1.30	0.85	0.80
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.06	0.07	0.56	0.49	0.42
应收账款周转率	11.49	5.23	40.94	58.24	70.54
存货周转率	6.93	10.99	2.82	1.22	0.85
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.47	0.46	1.33	1.57	1.68
每股经营现金流	-1.16	-3.55	0.34	0.56	2.12
每股净资产	7.30	7.73	9.06	10.63	12.31
<b>估值比率</b>					
P/E	5.3	28.4	9.8	8.3	7.8
P/B	1.8	1.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	27.1	22.9	9.0	13.0	10.8

## 广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：分析师，清华大学工学硕士，三年房地产研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山：分析师，复旦大学经济学硕士，两年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。