

销售金额大增、盈利能力强劲

广宇发展16年年报及一季报点评

■事件：4月27日晚，公司公告2016年年报及2017一季报

1) 2016年年报：2016全年实现营业收入39.33亿元，同比增长172.42%；实现归属于上市公司股东净利润3.45亿元，同比增长142.96%；基本EPS0.67元/股，同比增长139.29%。

2) 2016一季报：实现营业收入1.70亿元，同比下降64.02%；实现归属于上市公司股东净利润-7033.8万元，同比亏损210.14%。

■ROE大幅提升，土储红利持续释放。1) 2016 结算规模大幅提升，ROE 大增，毛利率能维持：公司2016销售和结转面积全部在重庆地区，分别同比增长了170.9%和126.1%，公司前期储备项目成本低廉，加权平均净资产收益率16.25%，较上年增加8.68个百分点。2016年地产结算金额39.07亿元，同比+170.91%，主要为鲁能星城、领秀城、中央公馆结算所得。由于今年新增中央公馆期初结算成本较大、毛利率较低，拖累结算毛利率下滑至33.02%（上年52%）。目前高毛利的鲁能星城已销售未结算资源充足，星城13街区有望进入结算期，预计毛利率将长期维持较高水平。2) 一季度季节性交付减少，结算下降。2017年一季度公司结算比上年大幅收缩，主要原因是一季度按交付时间节点计划交付房屋少，但公司预收款增加至54亿，较年初增加30.35%，全年收入预计维持增长。

■鲁能集团销售强劲，体外资产价值可观。公司2016年销售备案金额68.20亿元，同比+182.28%；备案销售面积106.27万方，同比+166.41%。销售均价6417.6元/平方米，同比+5.96%。公司大股东鲁能集团2016年销售金额高达647亿元（+193%），销售面积475万方（+117%），全国排名由36提升至20位，成长性强劲。集团地产项目销售均价13615元/平方米（+35%），比上市公司高得多，区域分布更广泛。因此集团近三年一直致力于解决同业问题，本次拟注入的1314万方项目储备价值可观。根据公司公告，公司目前已经申请中止重大资产重组事项，主要因为公司需对证监会二次反馈的相关问题进行进一步落实，同时对司法审计数据、法律申请文件及其他相关文件限定时间内更新等。

■项目扩张根植川渝，拓展青岛、东莞。2016年，公司继续“根植川渝，放眼全国”的布局模式。全年先后取得6块土地，全年累计新增可建建筑面积204.47万方（上年217万方）。其中重庆地区获取可建总计容建面约158.75万方，土地位于重庆市九龙坡区大杨石组团、江北区寸滩片区、北碚区老城区，重庆外新进入东莞茶山镇及青岛即墨地块。

■去库存进入尾声，重庆市场发力可期。1) 重庆市场有望进入拐点：在“核心城市重拳打压、其余城市大力去库存”的背景下，我们看好部分处于转折点的弱二线及强三线城市，我们认为重庆市场是这类机会的典型。重庆在2013年以来市场表现弱于西南其他核心城市，但经济增速一直位于前列，主要由于2013年土地供应放量。经过了2013年以来土地供应收缩，库存去化已经逐步进入尾声，从近期价格已经开始有所体现。公司所在的南岸、渝北等地区成交在近几个月都创下成交量的新高。2) 新开工计划比上年增100万方。2017年公司计划开工约282.70万方（16年实际在182.79），我们看好公司销售再创佳绩。

■投资建议：重庆新政府土地供给收缩加剧，房价持续上涨，公司现有项目97%位于重庆，受益于鲁能集团冲千亿目标，公司销售大幅增长可期，由于项目储备较早毛利率水平连续五年超过50%，盈利能力位居行业前列，重估RNAV为95.58亿元，每股约18.6元，折价超50%，我们预计公司2017-2019的EPS为0.90、1.17、1.41，对应当前股价的PE为9.3X\7.1X\5.9X，估值已经降至历史低位，维持“买入-A”评级，6个月目标价16.7元。

■风险提示：公司项目储备集中于重庆区域，业绩可能受短期冲击。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,443.6	3,932.8	7,162.4	8,962.3	10,961.7
净利润	142.4	345.3	461.3	598.7	722.1
每股收益(元)	0.28	0.67	0.90	1.17	1.41
每股净资产(元)	3.81	4.48	5.38	6.55	7.96

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	30.9	12.8	9.5	7.4	6.1
市净率(倍)	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1
净利润率	9.9%	8.8%	6.4%	6.7%	6.6%
净资产收益率	7.3%	15.0%	16.7%	17.8%	17.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	25.8%	14.0%	6.7%	6.6%	14.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

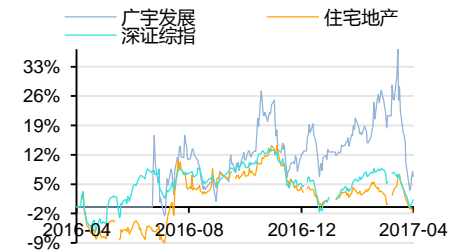
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**16.7元**
股价(2017-04-28) **8.59元**

交易数据

总市值(百万元)	4,404.24
流通市值(百万元)	4,404.24
总股本(百万股)	512.72
流通股本(百万股)	512.72
12个月价格区间	7.84/11.02元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-5.85	-4.65	6.87
绝对收益	-12.35	-5.19	8.49

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

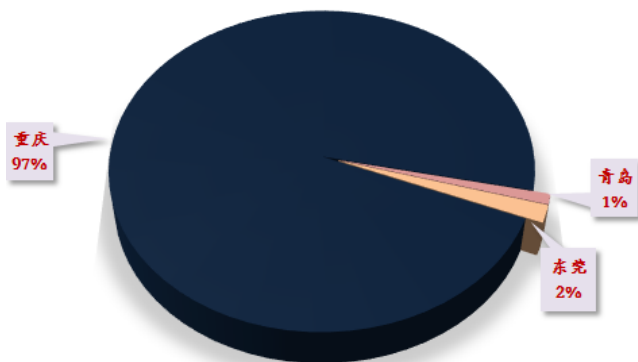
chentc@essence.com.cn

021-35082325

相关报告

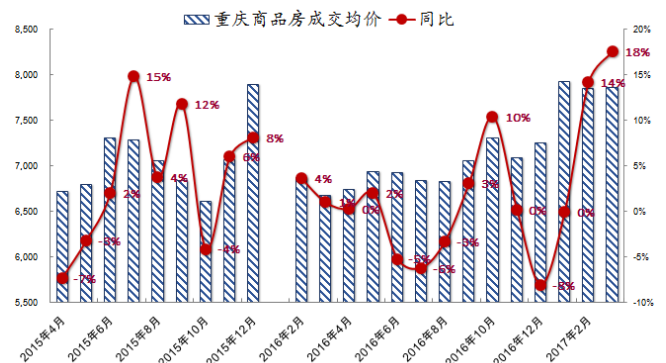
广宇发展：——广宇发展
公司点评 2017-03-17

图 1：公司土地储备分布



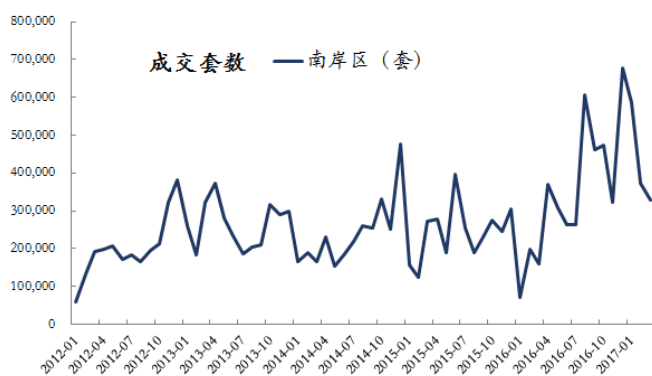
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：重庆地区成交价格同比大幅增长



资料来源：CRIC、安信证券研究中心

图 3：南岸区成交套数在近期创下新高



资料来源：CRIC、安信证券研究中心

图 4：公司主要地产业绩整理

	2015	2016	同比
新增预售面积 (万方)	39.24	118.97	203.2%
销售备案金额 (亿元)	24.16	68.2	182.3%
备案面积 (万方)	39.89	106.27	166.4%
销售均价 (元/平方米)	6057	6418	6.0%
结转收入 (亿元)	14.42	39.07	170.9%
结转面积 (万方)	24.91	56.31	126.1%
结转均价 (元/平方米)	5790	6939	19.8%

资料来源：公司年报及安信陈天诚团队整理

图 5：公司部分在建项目的价值估算 (现有市场环境下)

项目名称	预计单位成本	预计售价	预计毛利率	2016年签约面积	2016年末未售面积
星城13街区	4710	9800	52%	7.72	14.73
南渝星城	5280	7377	28%	8.76	3.6
鲁能城	9183	12000	23%	7.08	5.36
中央公馆	8232	12333	33%	11.06	3.22
九龙花园	6897	10000	31%	16.88	0.23
九龙花园东部1街区	6152	10000	38%	9.07	0.76
泰山7号	7360	12069	39%	2.37	1.93
北渝星城	4792	8836	46%	-	-

资料来源：2016 年报、安信陈天诚团队整理

图 6：鲁能地产历年销售业绩与全国排名

鲁能置业	销售金额	排名	鲁能置业	销售面积	排名
-	-	-	2012	72	46
-	-	-	2013	115	39
-	-	-	2014	55	93
2015	220.7	45	2015	219	36
2016	646.7	20	2016	475	20

资料来源：2016 年报、安信陈天诚团队整理

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,443.6	3,932.8	7,162.4	8,962.3	10,961.7	成长性					
减:营业成本	692.8	2,634.1	4,812.4	5,823.7	7,341.1	营业收入增长率	12.5%	172.4%	82.1%	25.1%	22.3%
营业税费	268.2	389.9	766.4	1,313.0	1,288.5	营业利润增长率	-30.2%	87.6%	46.6%	29.6%	24.5%
销售费用	124.8	227.5	509.2	687.4	887.9	净利润增长率	-49.3%	142.5%	33.6%	29.8%	20.6%
管理费用	90.5	74.0	93.8	328.9	250.7	EBITDA 增长率	-25.6%	87.1%	61.1%	23.5%	27.9%
财务费用	-3.7	-7.3	67.5	29.6	76.3	EBIT 增长率	-25.7%	87.5%	60.3%	23.3%	27.9%
资产减值损失	-24.4	-1.6	14.0	-11.0	-46.0	NOPLAT 增长率	-40.2%	121.2%	40.3%	25.9%	25.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	307.1%	195.2%	26.7%	-42.5%	175.6%
投资和汇兑收益	14.7	-34.5	-46.0	315.0	213.0	净资产增长率	9.7%	19.6%	21.0%	23.3%	22.8%
营业利润	310.0	581.7	853.0	1,105.7	1,376.3	利润率					
加:营业外净收支	0.5	0.5	0.5	12.7	4.6	毛利率	52.0%	33.0%	32.8%	35.0%	33.0%
利润总额	310.6	582.2	853.5	1,118.4	1,380.9	营业利润率	21.5%	14.8%	11.9%	12.3%	12.6%
减:所得税	67.6	44.8	164.0	195.7	268.0	净利润率	9.9%	8.8%	6.4%	6.7%	6.6%
净利润	142.4	345.3	461.3	598.7	722.1	EBITDA/营业收入	21.3%	14.6%	12.9%	12.8%	13.4%
						EBIT/营业收入	21.2%	14.6%	12.9%	12.7%	13.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	1	0	0	0	0
货币资金	949.0	967.8	2,472.8	1,371.2	1,677.1	流动营业资本周转天数	517	660	621	433	490
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,389	1,160	1,095	920	915
应收账款	40.3	964.5	666.9	1,374.5	1,122.4	应收账款周转天数	10	46	41	41	41
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	1,171	1,015	953	792	816
预付账款	0.3	1.8	83.5	23.4	66.8	总资产周转天数	1,597	1,206	1,123	945	936
存货	6,510.3	15,660.9	22,276.8	17,162.4	32,553.0	投资资本周转天数	588	685	636	448	502
其他流动资产	-0.0	247.1	214.0	153.7	204.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.3%	15.0%	16.7%	17.8%	17.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.0%	2.9%	2.6%	4.5%	3.1%
长期股权投资	285.5	251.0	296.0	301.0	306.1	ROIC	25.8%	14.0%	6.7%	6.6%	14.4%
投资性房地产	20.1	6.8	37.8	43.5	51.3	费用率					
固定资产	2.8	3.9	3.5	2.9	2.2	销售费用率	8.6%	5.8%	7.1%	7.7%	8.1%
在建工程	-	-	0.6	1.1	1.5	管理费用率	6.3%	1.9%	1.3%	3.7%	2.3%
无形资产	-	-	51.3	67.2	73.5	财务费用率	-0.3%	-0.2%	0.9%	0.3%	0.7%
其他非流动资产	186.5	252.8	241.9	228.5	235.7	三费/营业收入	14.7%	7.5%	9.4%	11.7%	11.1%
资产总额	7,994.6	18,356.6	26,345.1	20,729.4	36,294.5	偿债能力					
短期债务	1,090.0	3,198.6	-	2,694.9	5,864.6	资产负债率	65.7%	82.1%	84.9%	76.4%	83.5%
应付账款	619.3	1,311.2	2,223.2	4,642.2	1,850.0	负债权益比	191.6%	459.8%	563.8%	323.8%	504.5%
应付票据	72.3	-	210.9	98.8	158.6	流动比率	1.81	1.95	2.08	1.37	1.87
其他流动负债	2,363.4	4,646.2	9,911.7	7,173.7	11,173.4	速动比率	0.24	0.24	0.28	0.20	0.16
长期借款	1,108.0	5,921.6	7,573.4	-	9,401.2	利息保障倍数	-83.60	-78.98	13.63	38.40	19.05
其他非流动负债	-	-	2,457.2	1,228.4	1,842.5	分红指标					
负债总额	5,252.9	15,077.6	22,376.5	15,838.1	30,290.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	789.3	981.5	1,209.8	1,533.7	1,924.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	512.7	512.7	512.7	512.7	512.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,439.6	1,784.9	2,246.1	2,844.9	3,567.0						
股东权益	2,741.6	3,279.1	3,968.6	4,891.3	6,004.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.28	0.67	0.90	1.17	1.41
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	3.81	4.48	5.38	6.55	7.96
净利润	243.0	537.4	461.3	598.7	722.1	PE(X)	30.9	12.8	9.5	7.4	6.1
加:折旧和摊销	1.3	1.3	7.0	9.8	11.5	PB(X)	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1
资产减值准备	-24.4	-1.6	-	-	-	P/FCF	-8.6	-36.6	3.4	-3.1	-68.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	3.1	1.1	0.6	0.5	0.4
财务费用	1.0	0.4	67.5	29.6	76.3	EV/EBITDA	25.5	23.5	17.0	8.0	15.5
投资损失	-14.7	34.5	46.0	-315.0	-213.0	CAGR(%)	56.0%	27.5%	16.9%	56.0%	27.5%
少数股东损益	100.6	192.1	228.3	324.0	390.7	PEG	0.6	0.5	0.6	0.1	0.2
营运资金的变动	-2,098.4	-7,322.5	-2,851.4	6,033.7	-14,299.8	ROIC/WACC	8.7	4.7	2.2	2.2	4.8
经营活动产生现金流量	-2,614.7	-6,649.3	-2,041.4	6,680.8	-13,312.1	REP	0.2	0.3	0.5	0.5	0.2
投资活动产生现金流量	720.9	16.4	-190.4	283.7	187.8						
融资活动产生现金流量	2,167.4	6,394.7	3,736.7	-8,066.1	13,430.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

陈天诚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034