

# 广宇发展 (000537.SZ)

## 市值小，业务转型助业绩爆发

### 核心观点:

#### ● 资产规模大幅扩张，经营态度积极变化

广宇发展自 2004 年收购重庆鲁能后，十多年来一直深耕川渝地区，14 年之前公司主要在手的主要是鲁能星城以及鲁能领秀城两个项目，集团从 09 年开始就有计划将上市公司体外的其他项目一次性注入，广宇发展的发展目标就确定为保持稳定的收入和业绩水平。

在 13 年公司资产注入计划终止后，上市公司的发展策略发生明显转变，从 14 年到 16 年，公司积极拓展项目资源、扩大开发规模，三年内新增土地储备规模共 437 万方，土地投资金额 117 亿元，在重庆进入了巴南、九龙坡、北碚区以及滨江新城，其他城市也布局了青岛以及东莞两个新市场。

#### ● 销售规模显著增长，深耕重庆资产重估

16 年公司实现商品签约金额 68 亿元，同比增长 108.3%，从销售水平来衡量依旧属于百亿以下的公司，但颇有爆发力的增长也能体现出公司内部整体经营状态的转变。17 年前五月公司完成销售金额 32.37 亿元，均价为 8239 元/平米，与 16 年全年相比增长 28.4%。截止到 17 年 4 月重庆市住宅库存规模回落至 909 万方，去化周期下降至 3.9 个月，重庆房地产市场整体价格的上升，土地储备的业绩贡献效率也将不断提升。

#### ● 预计 17、18EPS 分别为 0.83、0.99 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

截止到 16 年底，公司在手项目未结算面积为 647.4 万方，NAV 总规模为 75.63 亿，每股 NAV14.75 元/股。公司市值体量规模小，在同类公司中具备明显的折价优势，积极的拓展态度和鲁能集团的资源储备，也为广宇发展今后的长期发展留出了足够的空间。

#### ● 风险提示

地产周期回落，调控力度逐渐增加，项目分布较集中，关注市场风险。

### 盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,444	3,933	6,507	10,282	11,583
增长率(%)	12.50%	172.42%	65.44%	23.57%	16.59%
EBITDA(百万元)	269	609	1,030	1,331	1,654
净利润(百万元)	142	345	423	505	592
增长率(%)	-49.27%	142.54%	22.53%	19.44%	17.12%
EPS(元/股)	0.28	0.67	0.83	0.99	1.15
市盈率(P/E)	29.50	12.16	9.92	8.31	7.09
市净率(P/B)	2.15	1.83	1.54	1.30	1.10
EV/EBITDA	26.99	21.05	20.66	24.94	29.89

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

### 公司评级

买入

当前价格

8.19 元

前次评级

无

报告日期

2017-06-21

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	513/513
流通 A 股市值(百万元)	4,199
每股净资产(元)	4.48
资产负债率(%)	82.14
一年内最高/最低(元)	11.02/7.64

### 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



010-59136622



guoz@gf.com.cn

### 相关研究:

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

广宇发展公司简介.....	4
集团平台地产资源丰富，多次资产注入未果.....	6
集团地产开发为核心业务.....	6
三次资产注入方案屡败屡战.....	8
资产规模大幅扩张，依靠重庆天时地利.....	12
深耕重庆，拿地情绪持续高涨.....	12
资产大规模扩张，有息负债增长.....	14
投资扩张，支持主业持续增长.....	16
重庆房地产市场热情高涨，助力公司加速发展.....	19
公司估值——优质的小盘低价股.....	24
风险提示.....	26

## 图表索引

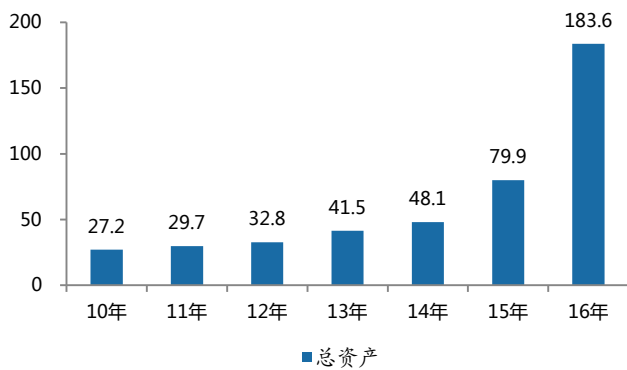
图 1: 广宇发展总资产规模 (亿元) .....	4
图 2: 广宇发展净资产规模 (亿元) .....	4
图 3: 广宇发展股权结构 .....	4
图 4: 广宇发展公司发展历程 .....	5
图 5: 广宇发展股本规模变化 .....	6
图 6: 鲁能集团地产区域分布 .....	7
图 7: 鲁能集团子公司所在省份分布 .....	7
图 8: 鲁能集团子公司业务分布 .....	7
图 9: 鲁能集团主营业务收入 (亿元) .....	8
图 10: 2015 年鲁能集团主营业务收入区域占比 .....	8
图 11: 鲁能集团净利润规模 (亿元) .....	8
图 12: 鲁能集团总资产和净资产规模 (亿元) .....	8
图 13: 广宇发展三次资产注入时间线 .....	9
图 14: 三次资产注入总建筑面积及占地面积 .....	11
图 15: 三次注入方案总额及增发股本 .....	11
图 16: 广宇发展土地投资面积 (万方) .....	13
图 17: 广宇发展土地投资金额 (亿元) 及占销售比例 .....	13
图 18: 广宇发展重庆市场布局以及拓展情况 .....	14
图 19: 广宇发展新开工面积 (万方) .....	14
图 20: 广宇发展竣工面积 (万方) .....	14
图 21: 广宇发展总资产规模及增速 (亿元) .....	15
图 22: 广宇发展流动资产与非流动资产情况 (亿元) .....	15
图 23: 广宇发展其他应收款规模及增速 (亿元) .....	15
图 24: 广宇发展存货规模及增速 (亿元) .....	15
图 25: 广宇发展有息负债规模及净负债率 .....	16
图 26: 广宇发展短期借款+一年偿付/现金 .....	16

图 27: 广宇发展融资成本以及利息金额 (亿元)	16
图 28: 广宇发展主营业务收入及增速	17
图 29: 广宇发展主营业务分产品	17
图 30: 广宇发展归属母公司净利润 (亿元) 及增速	17
图 31: 广宇发展综合毛利率以及地产结算毛利率	17
图 32: 广宇发展商品房销售金额 (亿元)	18
图 33: 广宇发展销售回款金额 (亿元) 及回款率	18
图 34: 广宇发展预收账款规模 (亿元)	18
图 35: 广宇发展预售账款项目分布 (亿元)	18
图 36: 广宇发展销售均价 (元/平米)	19
图 37: 重庆市 GDP 规模 (亿元)	20
图 38: 重庆市人均 GDP 规模 (元/人)	20
图 39: 2016 年重庆市三大产业占比	20
图 40: 重庆市三大产业比例变动情况及增速	20
图 41: 重庆市总人口以及常驻人口数量	20
图 42: 重庆市人口结构变化	20
图 43: 重庆市普通小学在校生数 (万人)	21
图 44: 重庆市少年儿童及老年人口抚养比	21
图 45: 重庆市城镇人口数 (万人) 及城镇人口比重	21
图 46: 重庆市城镇单位人均工资额 (元)	21
图 47: 重庆市城镇登记失业率	21
图 48: 重庆市商品房销售额及增速	22
图 49: 重庆市商品房销售面积 (万方) 及增速	22
图 50: 重庆市新开工房屋面积 (万平方米)	22
图 51: 重庆市施工及竣工房屋面积 (万平方米)	22
图 52: 广宇发展库存规模 (万方) 及去化周期	23
图 53: 重庆市新房销售均价 (元/平方米)	23
图 54: 重庆市二手房均价 (元/平方米)	23
表 1: 16 年资产注入对广宇发展股权结构的影响	10
表 2: 广宇发展三次资产重组方案发行股份及募资情况对比	10
表 3: 2013 年和 2016 年资产注入项目情况对比	11
表 4: 三次资产注入方案整理对比	12
表 5: 广宇发展 14 年-16 年土地获取情况	13
表 6: 广宇发展在售楼盘价格变动情况	23
表 7: 广宇发展估值测算汇总	24
表 8: 广宇发展项目详情	24

## 广宇发展公司简介

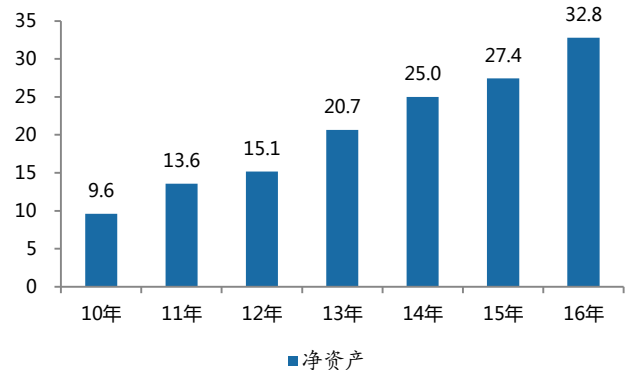
广宇发展，原名为天津南开戈德股份有限公司，其前身为天津立达国际商场股份有限公司，成立于1986年3月。于1993年12月10日在深圳证券交易所上市交易。2005年6月30日经天津市工商行政管理局核准，公司名称由“天津南开戈德股份有限公司”变更为“天津广宇发展股份有限公司”并一直沿用至今。2010年6月，公司召开股东大会审议通过修改章程的议案，将主营业务范围变更为房地产开发及商品房销售等。公司业务重点分布于重庆、四川地区，目前直接控股重庆鲁能开发（集团）有限公司、重庆鲁能英大有限公司等。截至到2016年底，公司总资产规模183.6亿，净资产规模32.8亿。

图1：广宇发展总资产规模（亿元）



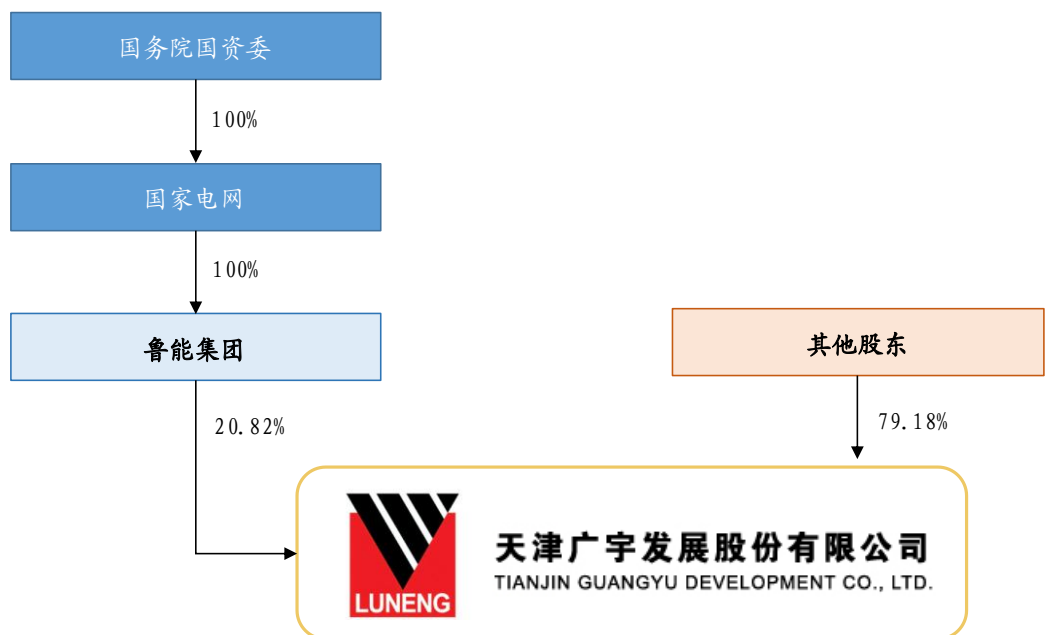
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图2：广宇发展净资产规模（亿元）



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

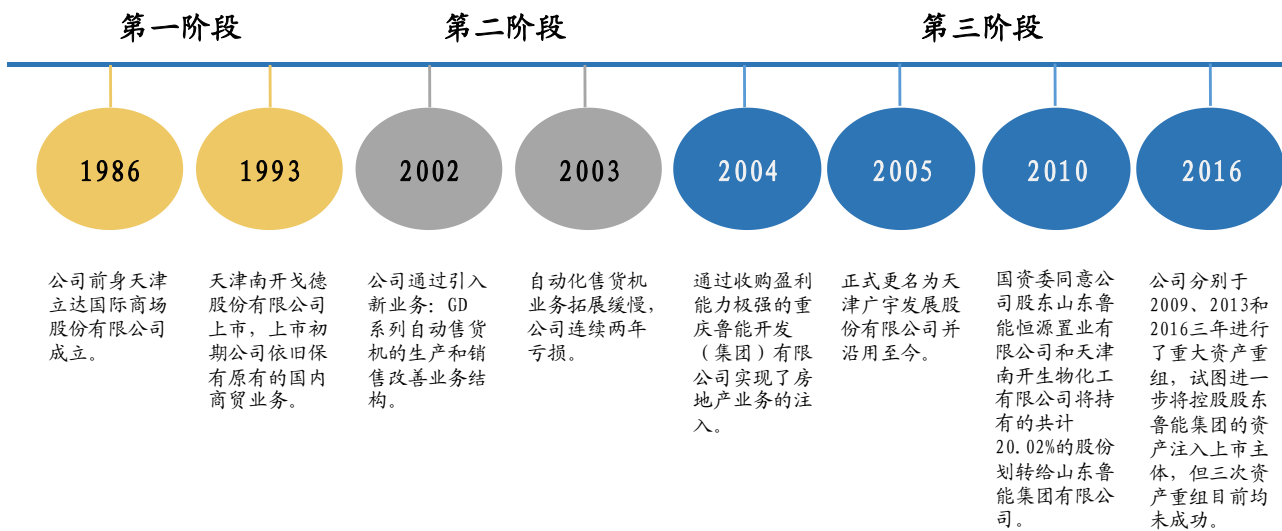
图3：广宇发展股权结构（16年年报）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

股权结构方面，公司第一大股东为山东鲁能集团，持股比例20.82%，实际控制人为国务院国资委。境内三名自然人共持有3.62%的股份，戈德集团有限公司和呼图壁县天山气流纺有限公司持股2.34%，另外73.22%的股份由投资基金、保险产品及其他主体持有。

图4：广宇发展公司发展历程



数据来源：公司公告及官网资料，广发证券发展研究中心

根据广宇发展实际主营业务收入变动的情况，将公司的发展划分为三个阶段。1986年至2001年为发展初期，公司前身天津立达国际商场股份有限公司成立，天津南开戈德股份有限公司上市，上市初期公司依旧保有原有的国内商贸业务。

第二阶段为2002年至2003年的过渡期，公司通过引入新业务：GD系列自动售货机的生产和销售改善业务结构，并实现出口。但是由于自主研发的自动售货机在国内市场拓展慢，加之受到2003年“非典”事件的影响，公司连续两年亏损。

第三阶段为2004年至今，公司通过收购盈利能力极强的重庆鲁能开发（集团）有限公司实现了房地产业务的注入，并逐渐将房地产业务作为主要营收来源。2005年正式更名为天津广宇发展股份有限公司。2010年，国务院国资委同意公司股东山东鲁能恒源置业有限公司和天津南开生物化工有限公司将持有的共计20.02%的股份划转给山东鲁能集团有限公司。广宇发展成为鲁能集团的房地产业务平台。公司分别于2009、2013和2016三年进行了重大资产重组，试图进一步将控股股东鲁能集团的资产注入上市主体，但三次资产重组目前均未成功。

股本方面，公司2001年上市时总股本为1.08亿股，截止至今共经历6次股本变动。在2002年至2013年期间，实施了多次股本转增、送股，2008年1月与2009年7月公司进行2次非公开发行股票，共募得106.86亿元。在这一系列股本扩张后，公司目前的股本为22.42亿股。

图5：广宇发展股本规模变化

1993年	A股上市，总股本3340万股，发行价3.68元
2000年	实施配股方案，认购1508.42万股，配售价19.8元
2007年	实施股权分置改革，股本变化为51271.7万股
2013年	定向增发57894万股，发行价7.21元，方案停止实施
2016年	定向增发133791万股，发行价6.81元，方案停止实施

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 集团平台地产资源丰富，多次资产注入未果

广宇发展控股股东鲁能集团，成立于2002年12月，是国家电网公司全资子公司，是国资委批复的少数几个可以涉足房地产开发的央企之一。核心业务聚焦地产、能源两大板块，致力于成为公众、专业、优质、领先的绿色地产发展商和绿色能源投资运营商。

### 集团地产开发为核心业务

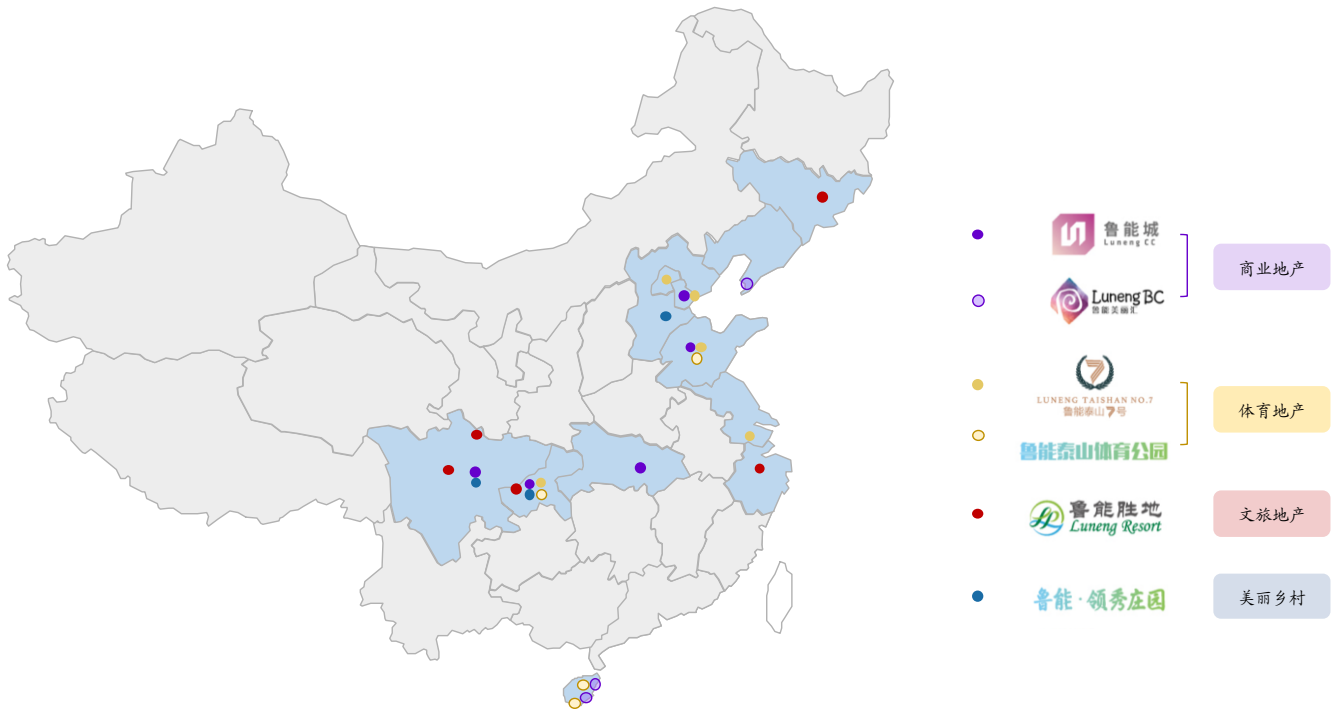
鲁能地产城市开发发展27年，布局全国22个城市，累计开发建筑面积1300万平方米。截至2014年末，公司已开发土地建筑面积约1,092.44万平方米，在开发建筑面积约318.43万平方米，拥有确权待开发建筑面积1,037.61万平方米。2016年销售额646亿元，位居中国房地产百强企业15位、成长性第1位。

根据国家电网公司整体战略发展要求，鲁能地产陆续剥离煤电、铝、港口码头业务，重新定位为国家电网公司的房地产和矿产资源投资开发平台，核心业务包括住宅地产、商业地产及贸易、新能源、矿业等四个业务板块。其后，为优化产业布局，满足经营发展需要，鲁能集团于2014年通过重大资产重组，将部分业务剥离至都城伟业集团有限公司，重新定位为以住宅地产为主营业务的投资主体，同时管理运营其他业务，目前公司的主要业务板块为地产+能源，地产板块中又以住宅地产和商业地产两大板块为主。

2015年底，鲁能开始大举拿地，从2015年12月到2016年4月，鲁能平均每月拿地两宗，合计拿地金额达176.8亿，拿地多在福州、济南、重庆、南京、天津、苏州及郑州等二线城市。鲁能房地产的区域布局十分清晰，以山东市场为发展根据地，借助其母公司山东电力公司在山东省内市场的丰厚资源和卓著的影响力，从环渤海区域开始，逐渐拓展到部分一、二线城市。2005年，鲁能地产将下属北京、重庆、

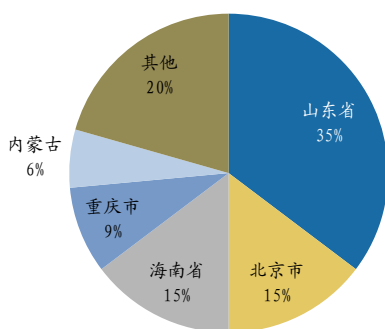
济南、海南、青岛等城市的十几个公司资源的重新整合，实施“鲁能地产”品牌化经营管理，走集团化发展、全国化布局、集约型增长道路。目前，鲁能集团实现了东南沿海省市和中部主要城市的业务拓展，公司住宅地产重点布局区域包括北京、南京、大连、济南、成都、重庆、海口和三亚等。

图6：鲁能集团地产区域分布（16年末）



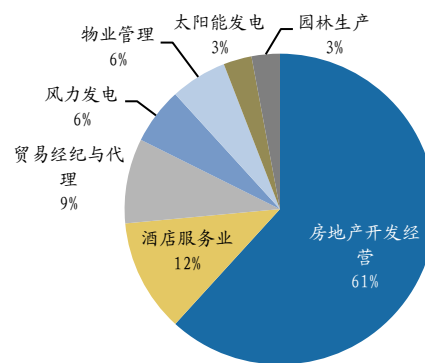
数据来源：广发证券发展研究中心

图7：鲁能集团子公司所在省份分布（15年末）



数据来源：债券募集说明书，广发证券发展研究中心

图8：鲁能集团子公司业务分布（15年末）



数据来源：债券募集说明书，广发证券发展研究中心

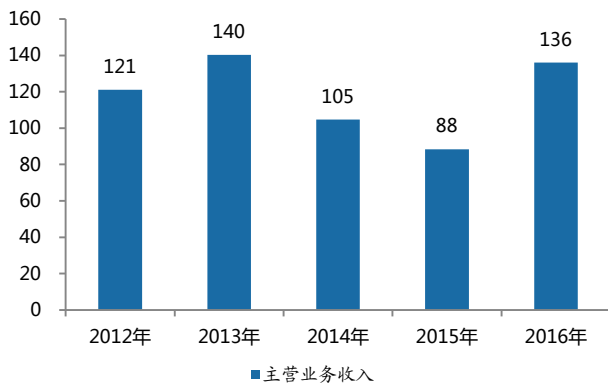
截至2015年底，鲁能集团共有子公司34家，从区域分布来看，山东省有12家、北京市5家、海南省5家、重庆市3家。从子公司的主营业务来看，21家从事房地产的经营与开发，4家从事酒店服务业，2家从事物业管理，而与清洁能源相关的风力发电、太阳能发电和园林生存公司合计4家。可见目前房地产板块已经成为鲁能集团

的核心业务板块。

从主营业务收入的角度来看，房地产销售收入占80%以上，2013年-2015年主营业务收入逐年递减，2016年回升并创近五年新高。从主营业务收入的分布区域来看，公司收入集中于北京市、山东省、海南省和川渝四片区域，其中北京市占比最大为28%，原因是鲁能地产前期在京储备了大量优质土地资源。

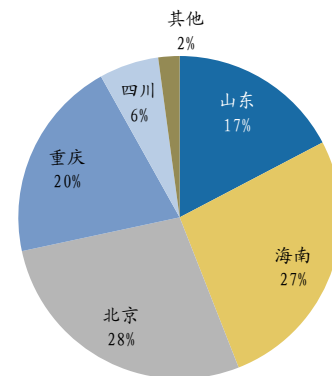
从净利润来看，2016年净利润同比大幅下滑74%，是5年内的最低点，为6.48亿元。近五年来鲁能集团资产负债率逐年攀升，从2012年的32.4%升至2016年的72.8%，流动性压力进一步增大。

图9：鲁能集团主营业务收入（亿元）



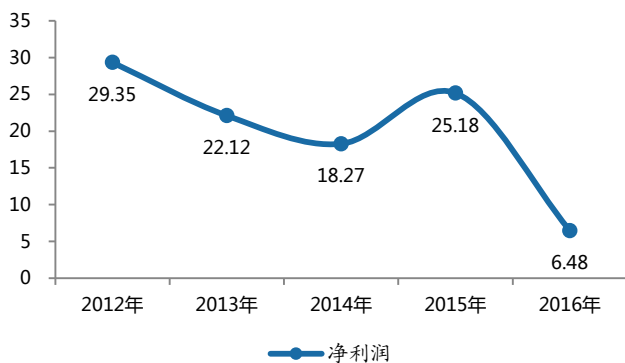
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：2015年鲁能集团主营业务收入区域占比



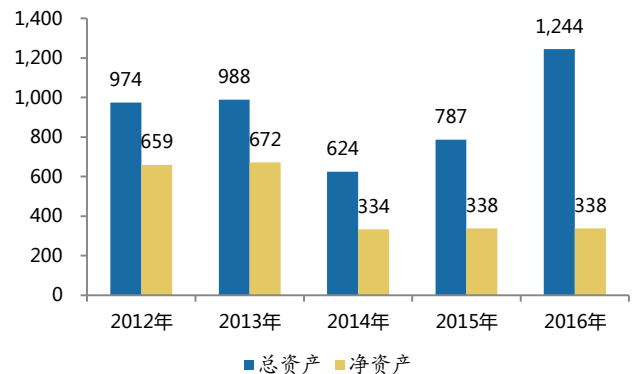
数据来源：债券募集说明书，广发证券发展研究中心

图11：鲁能集团净利润规模（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12：鲁能集团总资产和净资产规模（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

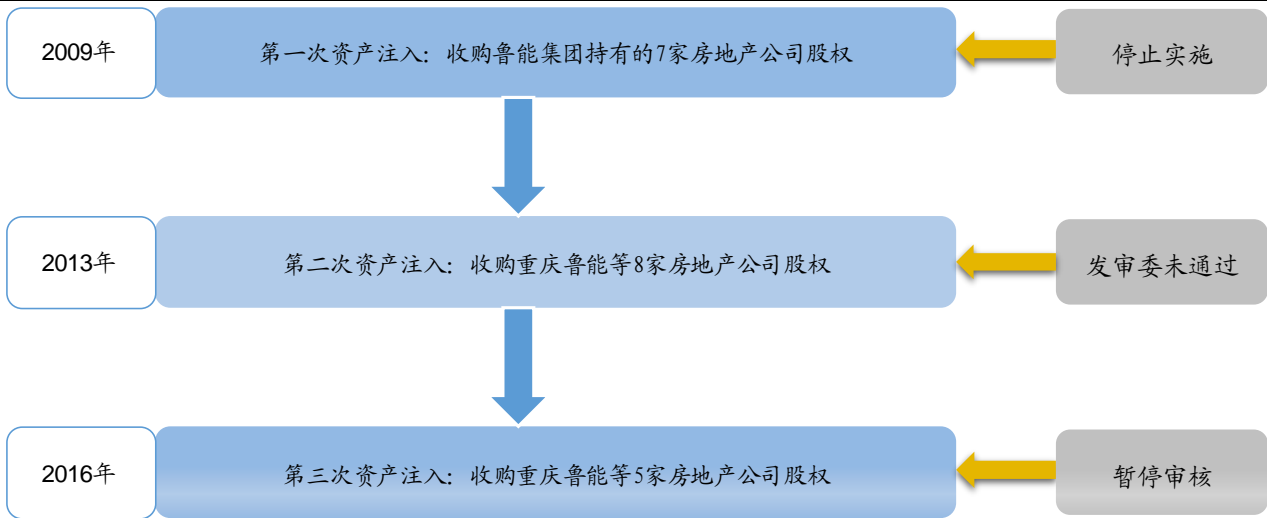
### 三次资产注入方案屡败屡战

自控股股东鲁能集团入主广宇发展以来，广宇发展就把鲁能集团的房地产业务注入上市公司进行了多次筹划。2009年、2013年和2016年，广宇发展三次进行重大资产重组，试图将集团优质地产资源注入上市主体。第一次资产注入在进行过程中遭遇阻力，2011年国家要求暂停上市房地产公司重组与并购行为，此次资产注入停止实施，无疾而终；第二次资产注入的收购方案被证监会否决，2015年3月公司



发布公告称重大资产重组事项未获通过，此次资产注入再度失败；第三次资产注入于2016年4月开始，公司宣布停牌，2017年4月，证监会暂停审核，广宇发展发布申请中止重大资产重组审查的公告，第三次资产注入再次搁浅。

图13：广宇发展三次资产注入时间线



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

地产资产注入上市主体对于鲁能集团有诸多好处，首先有利于集团进一步将房地产平台做大，资产注入上市主体意味着更大的融资规模和平台，对公司扩张业务有积极作用；其次，由于资产注入上市主体，集团资产的流动性得到整体提升，融资渠道拓展，融资更加方便，融资成本更低；另外，为免上市公司与集团有同业竞争，尽量避免同样的业务存在于上市体内和上市主体外，集团有资产注入的必要性。综合以上多种好处，不难看出鲁能集团进行资产注入能实现一举数得，因此才会多次尝试，屡败屡战。

**第一次资产注入方案：**2009年11月25日，广宇发展发布公告，将以9.88元/股的发行价格，向鲁能集团定向增发不超过7亿股，购买其持有的七家下属房地产公司的股权，包括重庆鲁能34.5%股权、宜宾鲁能65%股权、海南鲁能广大100%股权、海南三亚湾100%股权、海南英大100%股权、海南盈滨岛50%股权、鲁能亘富100%股权。本次非公开发行完成后，公司总股本为11.13亿股，其中山东鲁能集团有限公司持有7.02亿股，占总股本的63.15%。

**第二次资产注入方案：**2013年11月12日晚间，广宇发展公布资产注入以及配套再融资发行股票预案，计划采用发行股票购买资产以及非公开发行的方式进行大规模的资产重组，收购重庆鲁能100%的股权、重庆鲁能英大30%的股权、宜宾鲁能65%的股权、海南三亚湾、海南英大、鲁能亘富100%的股权、顺义新城80.71%的股权和鼎荣茂华70%的股权。总发行量23.08亿股，发行价7.21元/股，配套再融资金额41.61亿元，预案涉及总金额166.45亿元。在本次发行之后，预计公司总股本将由5.13亿股最多增加至28.2亿股。如果不算募集资金的情况下大股东鲁能集团持股比例由20.82%增加至79.19%，实际控制人国网公司不变，增加了鲁能置业以及世纪恒美两家股东，持股比例分别为0.72%和2.00%，其他股东的股份稀释至原有持股量的

18%。

第三次资产注入方案：2016年7月6日，广宇发展公布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，拟向鲁能集团发行股份，购买其持有的重庆鲁能34.50%的股权、宜宾鲁能65.00%的股权、鲁能巨富100%的股权、顺义新城100%的股权；向世纪恒美发行股份，购买其持有的重庆鲁能英大30%的股权。在评估机构出具的预估值的基础上，上述标的资产经交易双方初步协商确定的交易作价为87.3亿元，用于购买标的资产需要发行的股份数量合计为12.82亿股。本次交易拟采用询价方式向不超过10名符合条件的特定对象非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过87.3万元，且不超过本次拟购买资产交易价格的100%。配套资金扣除发行费用后将用于募集资金投资项目建设，发行股票的数量不超过12.58亿股。

表 1：16 年资产注入对广宇发展股权结构的影响

名称	本次交易前		本次新增股份	本次交易后	
	股份数 (亿股)	股份比例	股份数 (亿股)	股份数 (亿股)	股份比例
鲁能集团	1.07	20.82%	12.46	13.53	44.31%
世纪恒美	--	--	0.36	0.36	1.18%
配套融资发行对象	--	--	12.58	125.78	41.21%
其他股东	4.06	79.18%	--	4.06	13.30%
总股本	5.13	100%	25.40	30.52	100%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

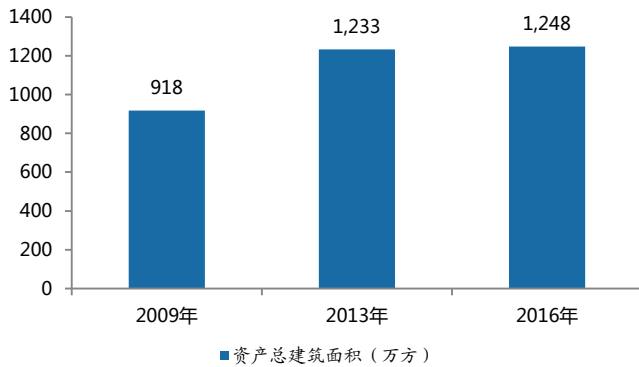
从发行方式来看，09年只采取了发行股份购买资产的方式，而13年和16年的资产注入采取了发行股份购买资产和募集配套资金两种方式。发行价格随公司股票价格调整，募集资金总额分别为59.2亿元、166.45亿元和174.58亿元，资产注入的规模不断增加。

表 2：广宇发展三次资产重组方案发行股份及募资情况对比

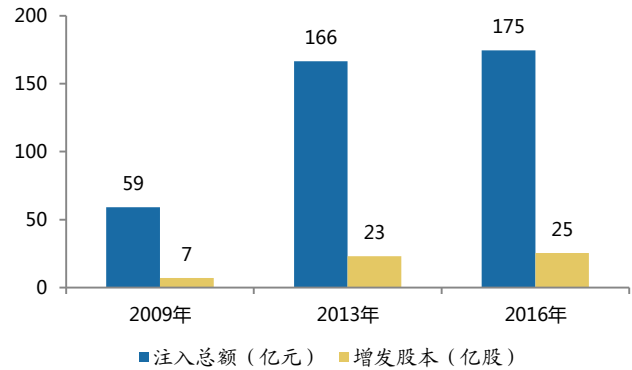
时间	类型	发行量 (亿股)	发行价 (元/股)	计划募集金额 (亿元)
2016 年公告	购买资产	12.81	6.81	87.29
	募集配套资金	12.58	6.94	87.29
2013 年公告	购买资产	17.31	7.21	124.84
	募集配套资金	5.77	7.21	41.61
2009 年公告	购买资产	7	9.88	59.2

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司2016年度的第三次资产注入主要涉及7个二级开发项目，总体账面价值50.0亿元，预估值87.3亿元，增值率为81.86%。注入资产总建筑面积161.9万方（优山美地D区（二期）项目规划建筑面积未定，不包含在内），权益增加建筑面积129万方。与09年公布的资产注入方案相比，此次公司注入资产总规模比2013年减少了3.5亿元，项目类型和地区分布基本不变。

**图14: 三次资产注入总建筑面积及占地面积**


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

**图15: 三次注入方案总额及增发股本**


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

**表 3: 2013 年和 2016 年资产注入项目情况对比**

年份	公司名称	股权增加	项目名称	地点	类型	占地面积 (万方)	规划建面 (万方)
2016 年	重庆鲁能	34.5%	鲁能星城	重庆市	综合用地	42.6	35.06
			鲁能泰山 7 号	重庆市	商住	38.41	60.86
			鲁能城中央公馆	重庆市	二类居住	8.01	16.03
			鲁能南渝星城	重庆市	商住	9.72	37.47
			鲁能城	重庆市	商住	12.01	45.88
			鲁能九龙花园	重庆市	商住	9.83	37.75
	鲁能英大	30%	鲁能领秀城	重庆市	商住	79.74	142.93
	宜宾鲁能	65%	鑫悦湾	四川宜宾	商住	8.13	3.90
			鑫菁英	四川宜宾	居住	5.61	1.62
			宜宾皇冠假日酒店	四川宜宾	商住	1.40	-
			溢香谷	四川宜宾	商住	23.45	50.98
			D-04 住宅项目	四川宜宾	居住	10.95	30.67
			后续待开发项目	四川宜宾	商住	24.54	65.72
	鲁能豆富	100%	唐冶项目	山东济南	商住	32.99	117.88
			鲁能领秀城	山东济南	商住	324.28	378.11
	顺义新城	100%	顺义 1 号地商业大卖场	北京市	商住	38	64.99
			顺义 2 号地 B1 地块	北京市	商住	34.73	0.04
			顺义 7 号地	北京市	商住	39.15	38.89
			优山美地 D 区 (二期)	北京市	住宅	8.19	18.72
			颐景沁园	北京市	商住	34.73	46.02
鲁能嘉苑			北京市	住宅	8.19	18.72	
南苑乡石榴庄项目			北京市	商住混合、绿地	7.88	35.96	
2013 年	重庆鲁能	35%	鲁能星城	重庆市	综合体	42.6	194.5
	鲁能英大	54%	鲁能领秀城	重庆市	住宅、商业	81.0	156.7
	宜宾鲁能	77%	鲁能山水绿城	四川宜宾	住宅、商业	116.8	302.0

	鲁能亘富	100%	鲁能领秀城	山东济南	住宅、商业	169.6	282.5
	海南三亚湾	100%	鲁能三亚湾	海南三亚	住宅、商业	133.7	105.5
		100%	鲁能山海天	海南三亚	公寓	1.2	3.4
		100%	鲁能红塘湾	海南三亚	高层、商业	8.7	10.1
	海南英大	100%	海蓝椰风	海南海口	住宅、商业	72.3	30.7
	顺义新城	81%	鲁能顺义新城	北京市	住宅+安置房	92.2	147.4

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 4：三次资产注入方案整理对比

发行对象	收购公司	2016 年		2013 年		2009 年	
		收购权益	资产总建面(万方)	收购权益	资产总建面(万方)	收购权益	资产总建面(万方)
鲁能集团	重庆鲁能	34.5%	233	34.5%	304	35%	283
	宜宾鲁能	65.0%	153	65.0%	302	65%	203
	海南鲁能广大					100%	29
	海南三亚湾			100.0%	119	100%	39
	海南英大			100.0%	31	100%	12
	海南盈滨岛					50%	22
	鲁能亘富	100.0%	495	100.0%	283	100%	330
	顺义新城	100.0%	223	80.7%	147		
鲁能置业	鼎荣茂华			70.0%			
世纪恒美	重庆鲁能英大	30.0%	143	30.0%	47		
合计			1247		1233		918

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

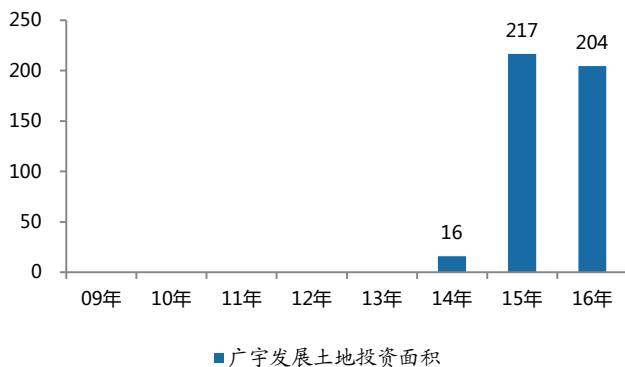
广宇发展通过资产重组注入的业务集中分布在山东、四川、重庆、海南、北京等几个省市。未将其他资产注入的原因，一是部分企业存在项目拆迁、历史遗留问题，处在解决过程中等法律瑕疵或者项目所在市场情况存在较大不确定性，暂不适合注入上市公司；二是部分企业由于主营业务及发展方向与广宇发展的业务发展定位存在较大差异；三是在目前的法规体系下，本次方案构成借壳上市，注入的标的公司需要满足首次公开发行的条件，部分企业系新设立的公司，目前暂不满足注入上市公司的条件。

## 资产规模大幅扩张，依靠重庆天时地利

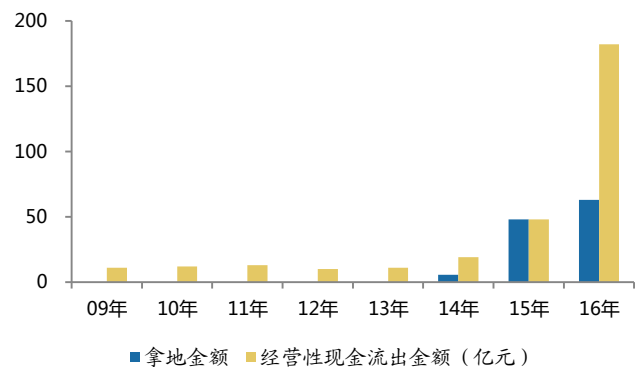
广宇发展自2004年收购重庆鲁能后，十多年来一直深耕川渝地区，重点发展重庆市的商品房生产和销售业务。从主营业务收入地区分布来看，2010年以前尚有部分天津地区房地产业务，占比在0.01%。自2011年至今，公司全部主营业务收入均来自于重庆市，重点项目鲁能星城以及鲁能领秀城是支撑广宇发展业绩的核心。

### 深耕重庆，拿地情绪持续高涨

14年之前公司主要在手的主要是鲁能星城以及鲁能领秀城两个项目，鲁能集团从09年开始就有计划将上市公司体外的其他项目一次性注入，广宇发展的发展目标就确定为保持稳定的收入和业绩水平，没有刻意的追求规模的增长。在13年公司资产注入计划终止后，上市公司的发展策略发生明显转变，从14年到16年，公司积极拓展项目资源、扩大开发规模，三年内新增土地储备规模共437万方，土地投资金额117亿元，在重庆进入了巴南、九龙坡、北碚区以及滨江新城，其他城市也布局了青岛以及东莞两个具备较好发展前景的城市。

**图16: 广宇发展土地投资面积 (万方)**


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

**图17: 广宇发展土地投资金额 (亿元) 及占销售比例**


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

**表5: 广宇发展 14年-16年土地获取情况**

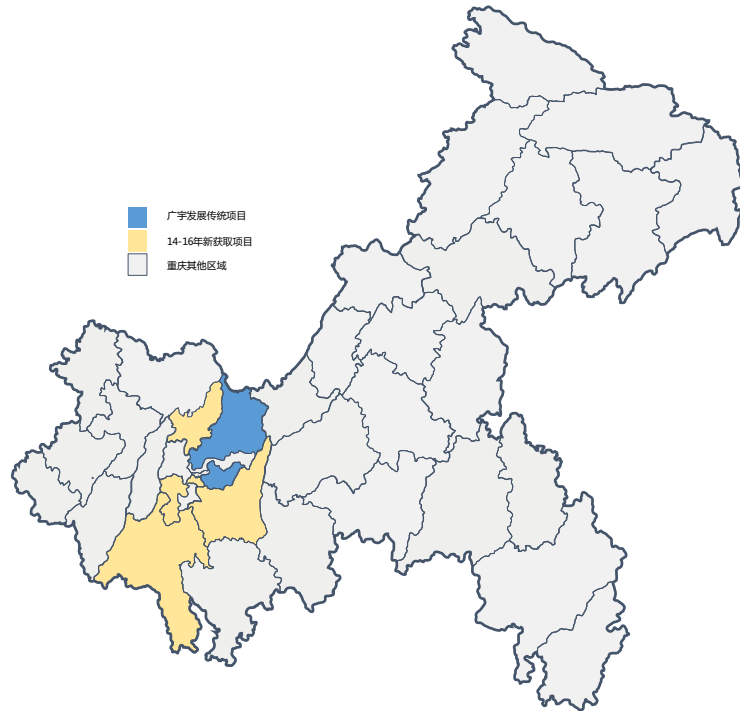
项目/土地	时间	区域	股权比例	项目用途	土地面积	建筑面积	总地价	楼面价
					(万平方米)	(万平方米)	(亿元)	(元/平米)
渝北区两路组团 F 分区宗地	14年10月	重庆	100%	住宅	8.0	16.0	5.7	3560
李家沱鱼洞组团 O 分区宗地	15年3月	重庆	100%	商住	9.0	35.4	6.8	1920
九龙坡区大杨石组团宗地	15年8月	重庆	100%	商住	6.2	22.5	6.4	2849
重庆市渝北区中央公园宗地	15年8月	重庆	100%	商住	12.0	45.9	16.1	3500
渝北区两路组团 F 分区宗地	15年12月	重庆	100%	商住	38.4	110.7	18.4	3021
巴南区李家沱鱼洞组团宗地	15年12月	重庆	100%	商住	0.7	2.1	0.5	2159
九龙坡区大杨石组团宗地	16年1月	重庆	100%	商业	3.6	35.4	4.4	2912
江北区观音桥组团 A 分区宗地	16年8月	重庆	100%	商住	20.3	73.7	34.0	4612.05
墨蓝色新区 JY16-37 号地块	16年8月	青岛	100%	商住	4.7	7.0	1.6	2247.51
东莞茶山镇网挂 2016WG021 号	16年9月	东莞	100%	商业	3.0	11.8	14.3	12116.85
北碚组团 C 标准分区宗地	16年9月	重庆	100%	商住	13.8	49.7	6.3	1670.03
滨江新城 A9-07-5/02 号地块	16年12月	重庆	100%	住宅	13.4	26.9	2.4	900

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

广宇发展在重庆市内拥有的地块项目主要分布在重庆市的主城区，其中渝北和南岸是公司传统项目分布的区域，近三年的土地拓展也显著加强了在渝北区的项目分布数量。此外还拓展了九龙坡、巴南、江津和北碚四个新区，虽然每个区域只有一个项目，但是依靠鲁能集团在重庆传统的强势地位和品牌影响力，新区拓展的

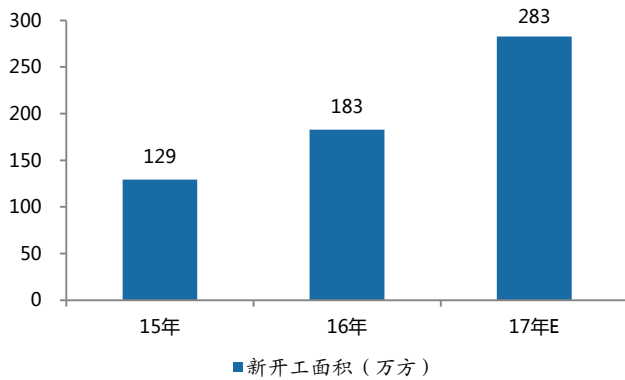
风险较小。

图18: 广宇发展重庆市场布局以及拓展情况



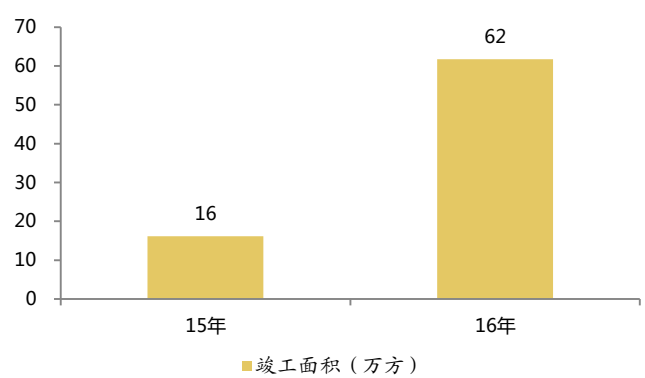
数据来源: 广发证券发展研究中心

图19: 广宇发展新开工面积 (万方)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图20: 广宇发展竣工面积 (万方)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

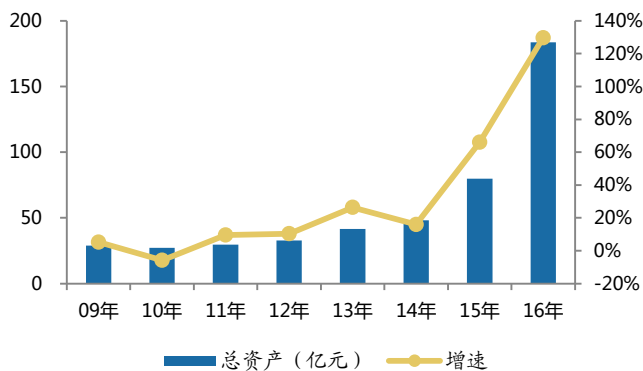
随着土地规模的增加和周转效率的提升, 公司的开工和竣工水平也都出现显著提升。16年公司新开工面积183万方, 而17年计划开工达到了283万方, 15、16年大量的土地购入使公司的操盘体量显著提升。竣工面积方面, 从15年的16万方增长到16年的62万方, 17年公司的竣工面积建立在16年106万方的销售面积基础之上, 增长前景值得期待。

### 资产大规模扩张, 有息负债增长

2016年，公司的总资产规模扩张速度飞快。截止到2016年底，公司总资产达到了183.57亿元，增加了103.62亿元，同比增长129.6%，总资产规模突破100亿元达到了公司上市以来的历史性的新高。从总资产的拆分状况来看，流动资产同比增长137.9%，非流动资产同比增长了4.0%，因此可以认为总资产规模的扩张主要是由流动资产规模扩张导致的。

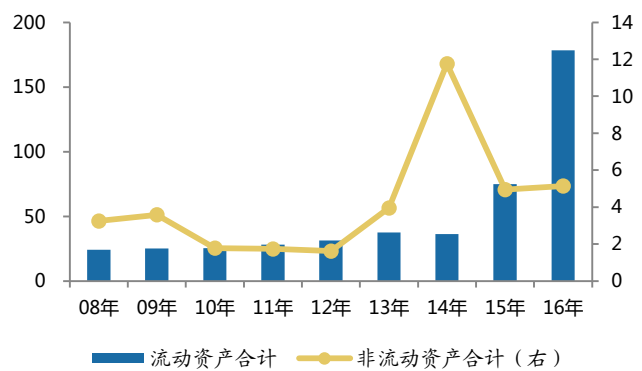
从流动资产具体项目来看，公司资产的扩张主要体现在其他应收款、预付款项和存货三个科目上。其他应收款项2016年末达到了9.64亿元，比2015年末增加了9.24亿元，涨幅为2296.2%，主要来自于土地竞拍保证金的增加。预付款项为183.2万元，同比增长627.1%，主要是由于公司年度开发面积的增加。存货2016年末余额为156.61亿元，比2015年末增加了91.5亿元，同比增长140.6%，存货大幅增加是由于本年支付新获取的重庆星城外滩、北渝星城、九龙东郡、青岛即墨、东莞茶山等项目的土地款及开发项目建安成本上升，即本年度公司获取土地规模大幅度增加。从公司资产扩张的规模和速度来看，2016年度公司拿地规模大幅上升，拿地情绪高涨。

图21: 广宇发展总资产规模及增速 (亿元)



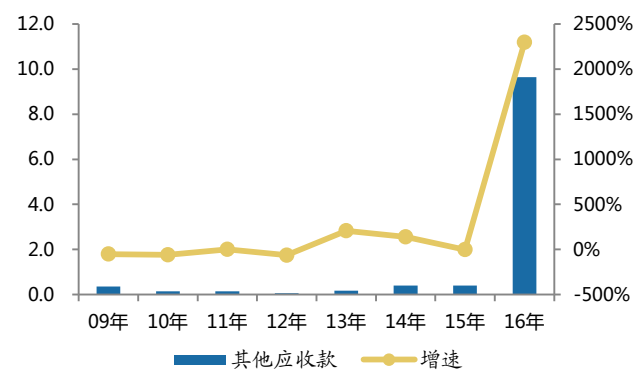
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图22: 广宇发展流动资产与非流动资产情况 (亿元)



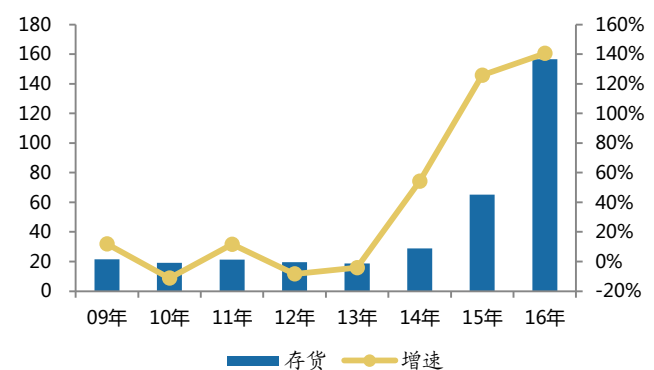
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图23: 广宇发展其他应收款规模及增速 (亿元)



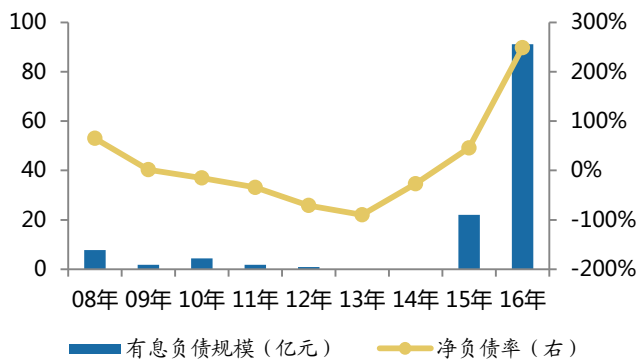
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图24: 广宇发展存货规模及增速 (亿元)



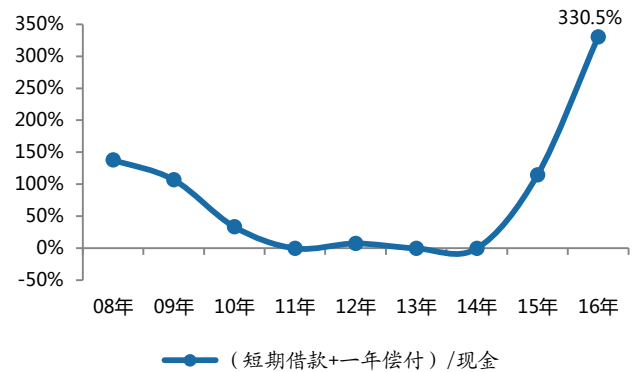
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图25: 广宇发展有息负债规模及净负债率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图26: 广宇发展短期借款+一年偿付/现金

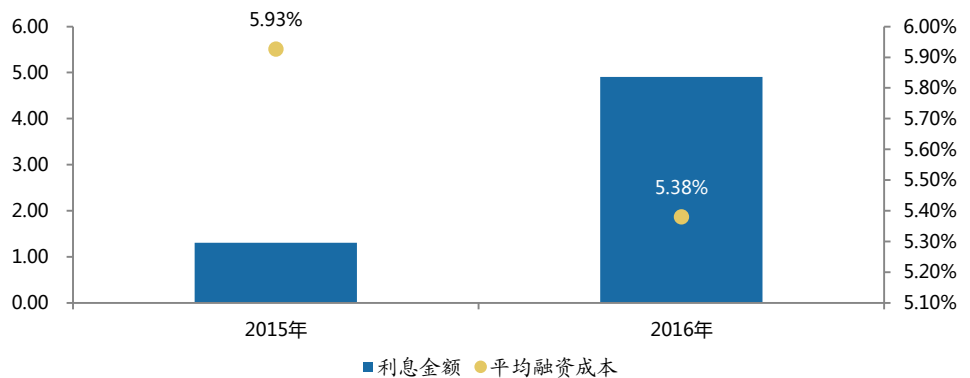


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

从负债端来看, 公司总负债规模为150.8亿元, 同比增长187.0%, 流动负债和非流动负债均有增加, 具体科目体现在长短期借款和预收款项的大幅上升。其中短期借款同比增长了193.5%, 长期借款同比增长434.4%, 预收款项增长了106.1%。其主要原因还是公司2016年扩张速度快, 资金需求量大。

计算公司的有息负债规模可以发现, 2016年公司有息负债达到了91.2亿元, 净负债率248.6%, 均达到了近十年来的历史性高点, 流动性压力上升, 随之而来的是短期偿债能力的下降。从短期借款+一年偿付/现金的比例指标来看, 2016年达到了330.5%, 偿付压力较大。2016年是公司强势拿地、加速扩张的一年, 资产负债表规模扩大, 快速扩张带来了一定的流动性压力, 负债指标趋差。截止到16年末, 公司平均融资成本为5.38%, 与15年相比下降0.55个百分点, 年均利息金额达到4.91亿元。降低的融资成本抵消了部分公司资产负债表扩张的压力, 通过鲁能集团的渠道以及央企背景, 公司在融资环节的优势, 未来还将进一步显现。

图27: 广宇发展融资成本以及利息金额 (亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

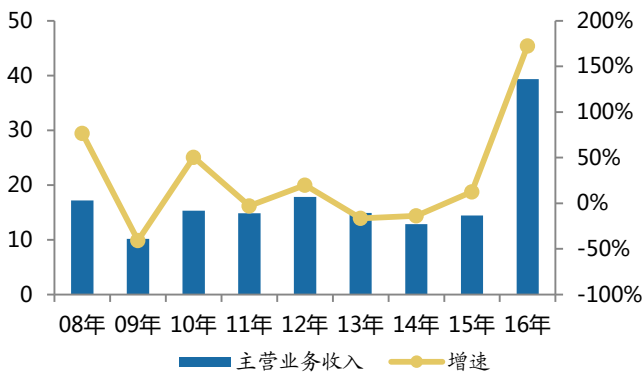
### 投资扩张, 支持主业持续增长

2016年, 公司实现主营业务收入39.3亿元, 同比增长172.4%, 归属于上市公司



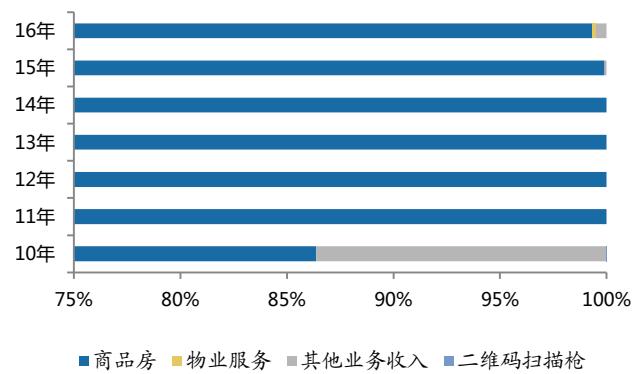
股东的净利润3.45亿元，同比增长142.96%；基本每股收益0.67元，较上年增加0.39元，同比增长139.29%。公司本年度快速增长主要得益于结算规模的增加，年内公司结转面积56.31万方，与15年相比增加37.05万方，积极的项目拓展，使公司整体的资产周转速度出现了明显的提升，贡献结算的项目还是以重庆鲁能本年十三街区、中央公馆、领秀城5号等传统项目为主。随着新拓展项目的逐步进入销售结转期，业绩方面的跨越式增长有较强的保障。从业务区域来看，重庆地区的业务一直占据公司业务的主要部分，项目拓展目前已经进入了青岛和东莞两个新城市，业务成长轨迹较为清晰。

图28：广宇发展主营业务收入及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

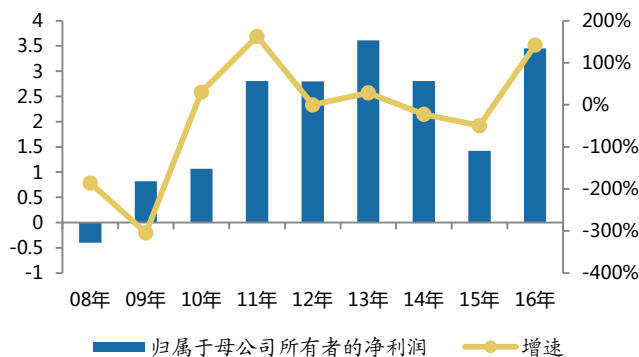
图29：广宇发展主营业务分产品



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

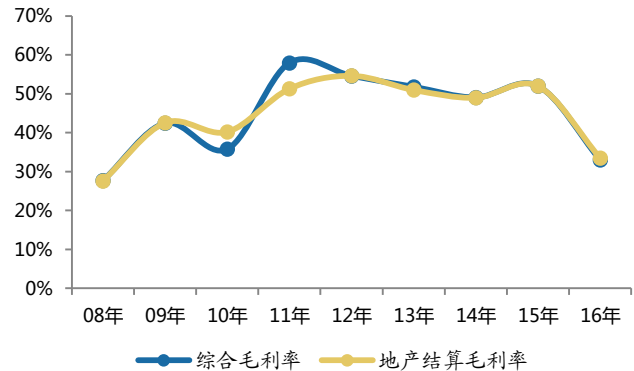
销售方面，2016年公司实现商品签约金额68亿元，同比增长108.3%，从销售水平来衡量依旧属于百亿以下的公司，但颇有爆发力的增长也能体现出公司内部经营态度和想法的转变，签约销售面积106万方，同15年相比增长166.4%，全年销售均价6417元/平米，小幅上涨6%，布局集中于重庆市场，导致公司销售表现同重庆市维持了较高的一致性。

图30：广宇发展归属母公司净利润（亿元）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图31：广宇发展综合毛利率以及地产结算毛利率

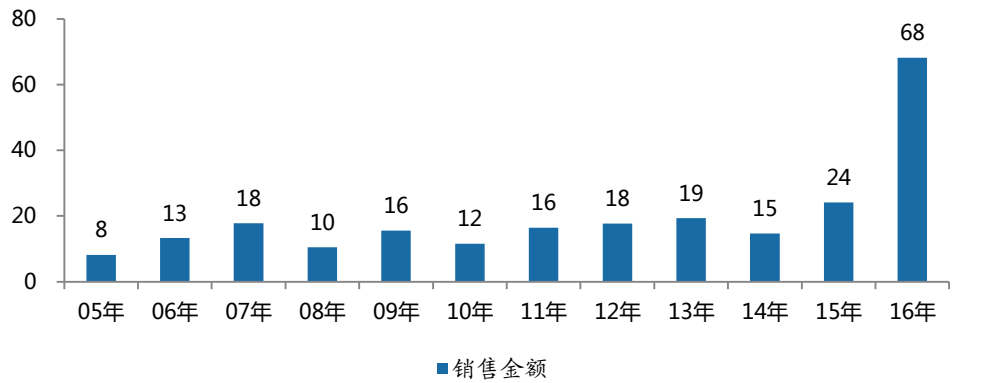


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

09年以来公司房地产业务始终保持了较高的销售回款率，在签约销售翻倍的情

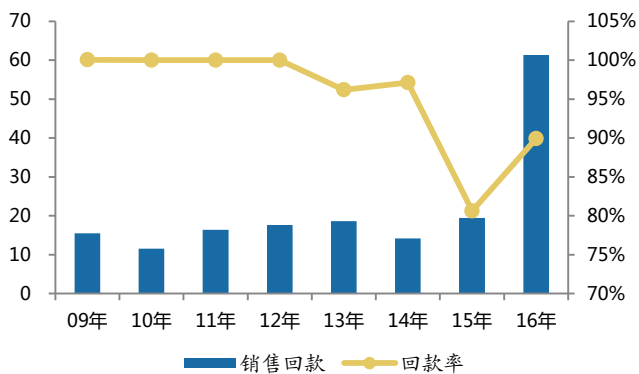
况下,公司16年的销售回款率接近90%,说明规模扩张的真实性和较高的回款质量。此外公司预收账款规模41.6亿元,与15年末相比增长21.4亿元,对于公司2017年业绩增长提供了稳定的支持和保障。

图32: 广宇发展商品房销售金额 (亿元)



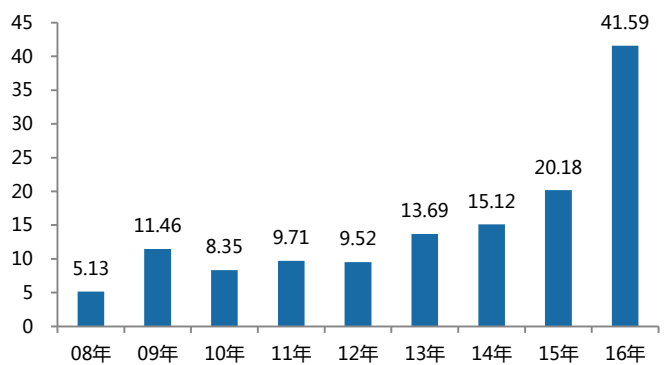
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图33: 广宇发展销售回款金额 (亿元) 及回款率



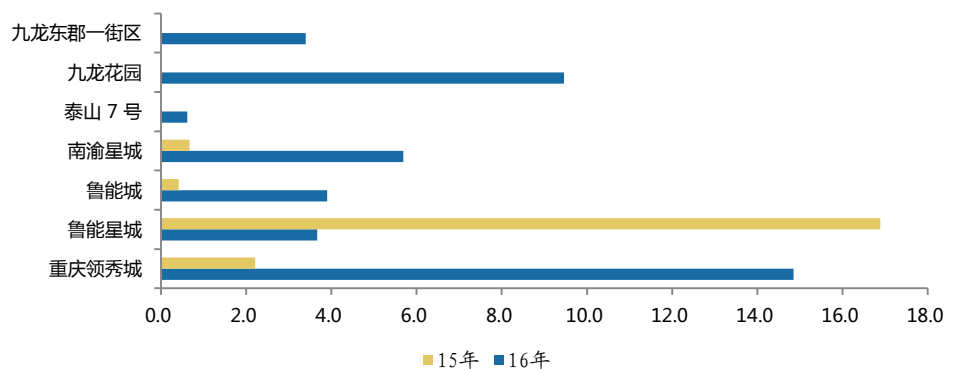
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图34: 广宇发展预收账款规模 (亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图35: 广宇发展预售账款项目分布 (亿元)

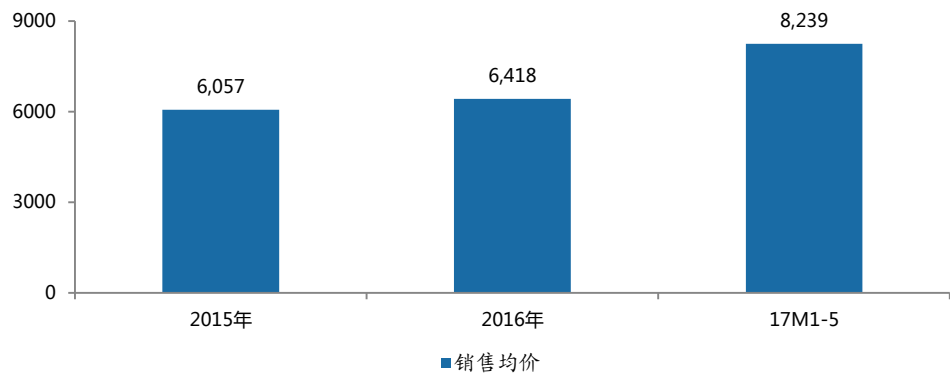


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

从预售账款结构来看，重庆领秀城和鲁能星城两个公司传统大盘项目依旧占据主要的核心地位，无论从项目的销售体量还是利润贡献能力，与15、16年获取的项目相比都有明显的优势。新项目中，14年获取的九龙花园，15年新增的泰山7号、南渝星城项目都在16年贡献了销售，形成了预收款。16年新增土地储备，也将在17年和18年陆续上市，为广宇发展提供新增销售增长点。

17年公司的销售表现和成长依旧值得关注，1-5月公司完成签约销售面积39.29万方，销售金额32.37亿元，已经达到16年全年的47.5%，且下半年推盘规模以及开盘项目数量还会进一步增加，全年销售金额有望创出新高。此外值得关注的是，公司17年1-5月销售均价为8239元/平米，与16年全年相比增长28.4%，随着重庆房地产市场整体价格的上升，土地储备的业绩贡献效率也将不断提升。

图36：广宇发展销售均价（元/平米）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

### 重庆房地产市场热情高涨，助力公司加速发展

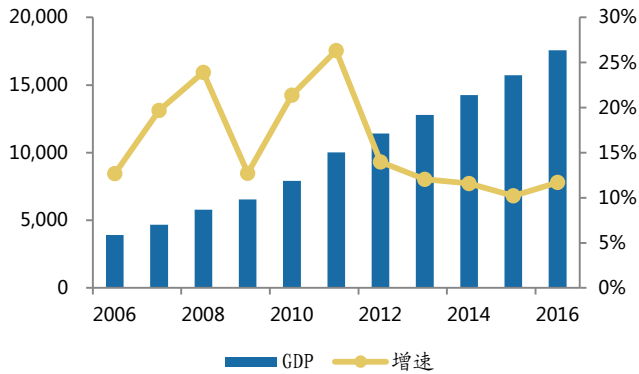
作为十几年来深耕川渝地区的房地产公司，重庆市经济状况的变动和房地产市场的情况对于公司的发展有着至关重要的影响，因此本节对重庆市的基本情况和房地产市场现状进行分析。

首先看重庆市的经济基本情况，2016年，重庆市国内生产总值为17558.76亿元，同比增长11.7%，高于全国平均水平。人均GDP为57902元，高于全国平均水平53980元。三产业占比中，2016年第三产业占比为48%，较2015年占比增长0.7%；第二产业占比44%，较2015年下降0.8%；第一产业占比8%，比2015年增长0.1%，产业结构得到了优化。2016年重庆全市“6+1”支柱产业共计实现产值24052亿元，增长保持两位数，达到了10.2%。分别是汽车制造业、电子制造业、装备制造业、消费品行业、化医产业、材料产业和能源工业。

人口方面，2016年，重庆市总人口为3048.4万人，比2015年增加了32万人，增长1.06%，公司人口出生率为11.8‰，人口自然增长率4.53‰，作为主要人口流出的区域，重庆市的常住人口数量常年低于户籍人口数量，但是从今年的变化趋势可以看出，常住人口占户籍人口比例逐步上升。人口结构方面，2015年14岁以下人口占

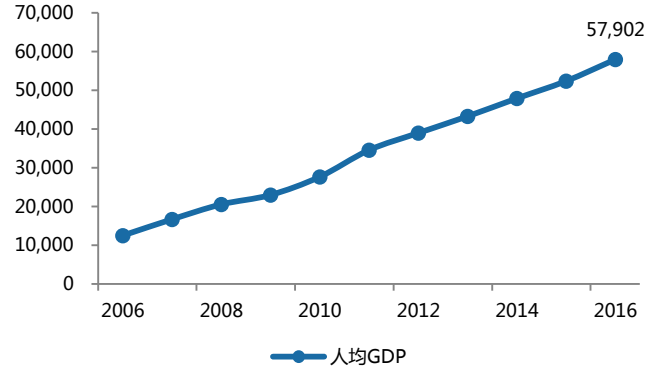
总人口比例的15.6%，15-64岁人口占71.1%，65岁以上人口占13.3%。从趋势上看，14岁以下人口占比逐年减少，65岁以上老龄人口占比浮动上升，人口结构有老龄化程度加深的趋势。

图37: 重庆市GDP规模 (亿元)



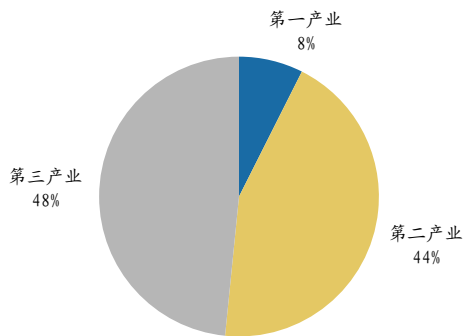
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图38: 重庆市人均GDP规模 (元/人)



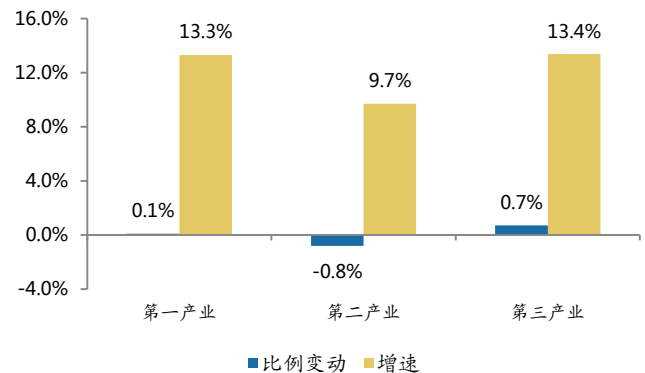
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图39: 2016年重庆市三大产业占比



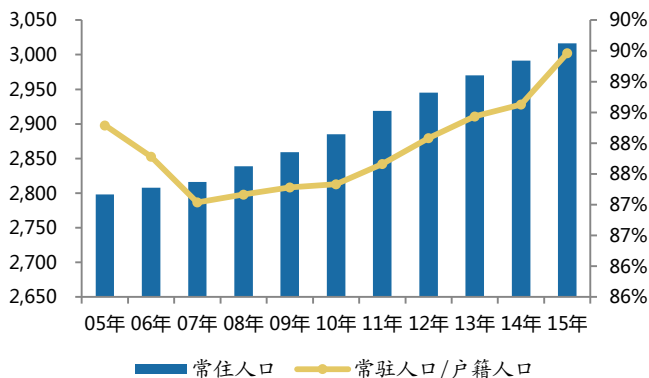
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图40: 重庆市三大产业比例变动情况及增速



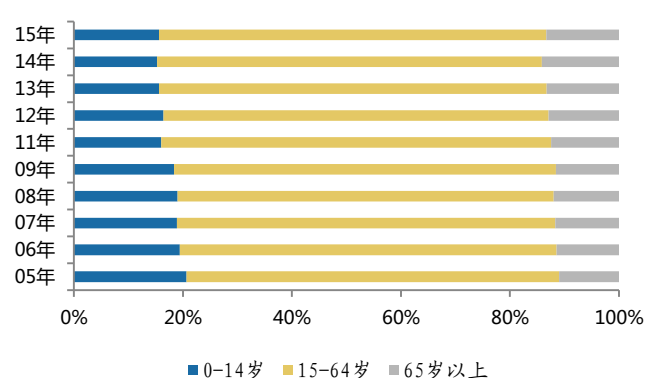
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图41: 重庆市总人口以及常驻人口数量



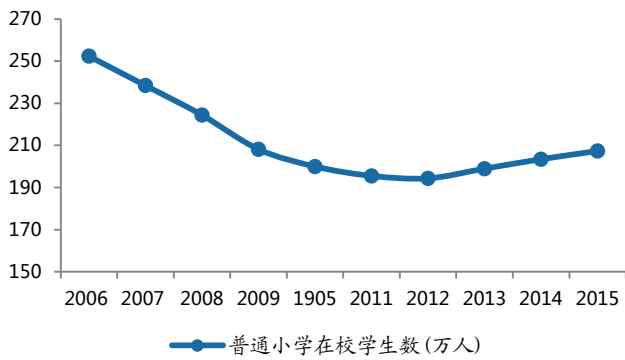
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图42: 重庆市人口结构变化



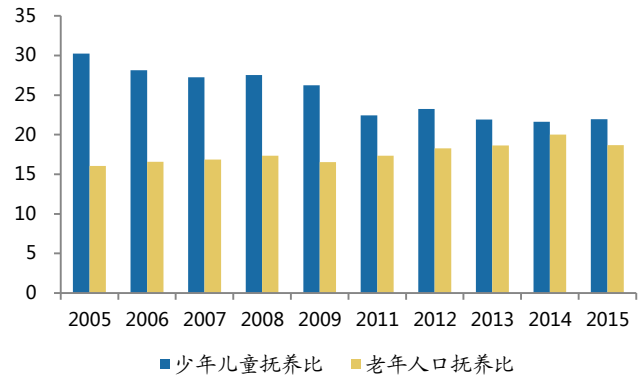
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图43: 重庆市普通小学在校生数 (万人)



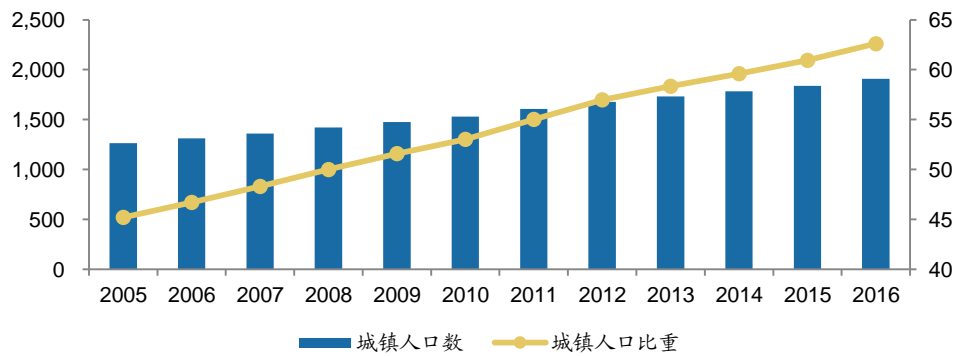
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图44: 重庆市少年儿童及老年人口抚养比



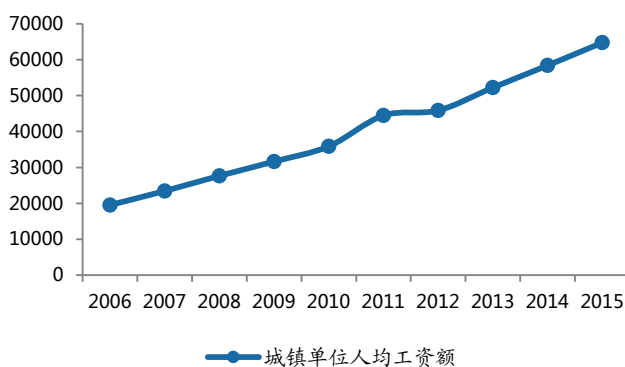
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图45: 重庆市城镇人口数 (万人) 及城镇人口比重



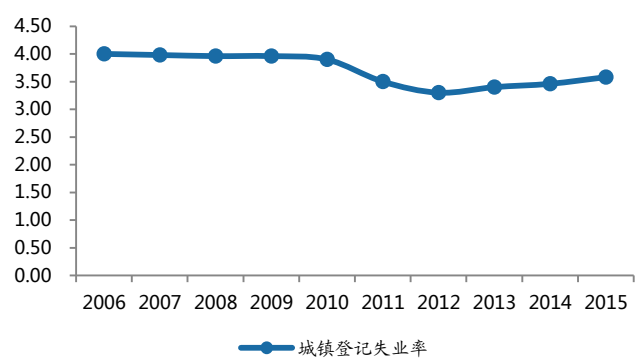
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图46: 重庆市城镇单位人均工资额 (元)



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图47: 重庆市城镇登记失业率 (%)



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

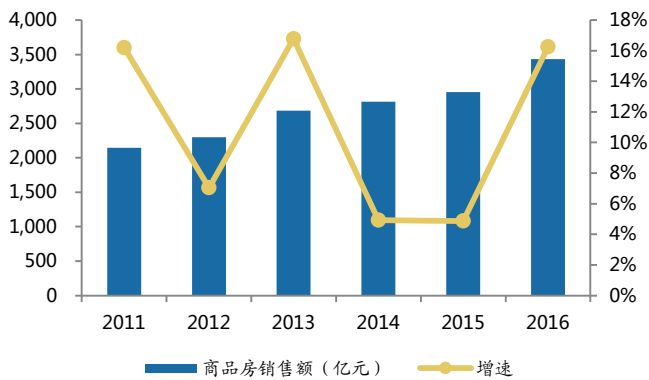
2015年重庆市普通小学在校生数207.3万人, 比2014年增加了3.91万人, 从近十年的发展趋势来看, 小学生在校人数从2006年到2012年呈现下降趋势, 从2013年开始缓慢回升, 但远未回到2006年水平, 表明城市成长人口数量下降, 对于地产市场现阶段的改善性需求支撑以及未来的刚性人口需求支撑较弱。从抽样人口的抚

养比看, 2015年重庆市少年儿童抚养比21.94, 老年人口抚养比18.69。从趋势上看, 少年儿童抚养比逐年下降, 老年人口抚养比上升。

2005年至2016年, 重庆市城镇人口数不断攀升, 占比增加。2016年城镇人口比重为62.6%, 比2015年的60.94%增长了1.66%。重庆市的城镇化率从2015年开始超过60%。就业情况, 2015年城镇单位职工数385.1万人, 城镇单位人均工资额64750元, 同比增长10.9%。城镇登记失业率3.58%, 较上年3.46%增长了0.12%。

从商品房销售情况来看, 2016年, 重庆市商品房市场销售额为3432亿元, 同比大幅增长16.3%, 销售回暖明显, 其中住宅销售面积增长14.0%, 办公楼销售面积下降7.6%, 商业营业用房销售面积增长34.4%。商品房销售面积为6257.15万平方米, 同比大幅增长16.3%。

图48: 重庆市商品房销售额及增速



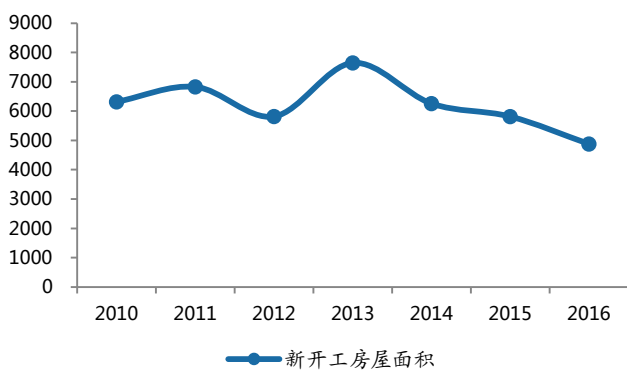
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图49: 重庆市商品房销售面积 (万方) 及增速



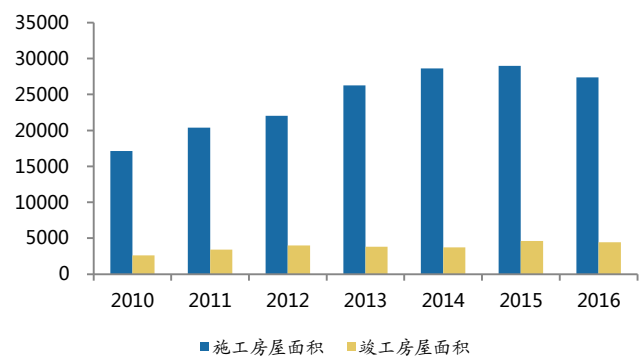
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图50: 重庆市新开工房屋面积 (万平方米)



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图51: 重庆市施工及竣工房屋面积 (万平方米)

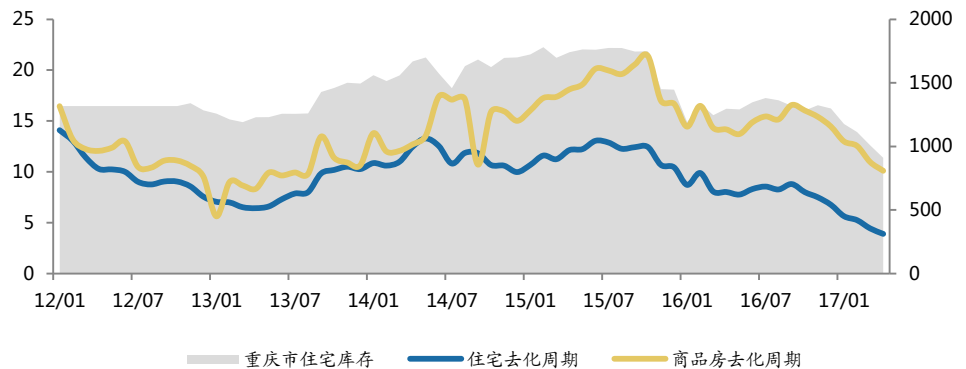


数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

从投资开发情况来看, 投资开发规模有所下降。2016年重庆房地产开发投资3725.95亿元, 同比下降0.7%。其中, 住宅投资2319.97亿元, 同比下降3.0%。住宅投资占房地产开发投资的比重为62.3%。房地产开发企业房屋施工面积27363.39万平方米, 同比下降5.6%。2016年, 重庆市新开工房屋面积4875.16万平方米, 同比下降16.1%; 施工房屋面积27363.39万平方米, 同比下降5.9%; 竣工房屋面积

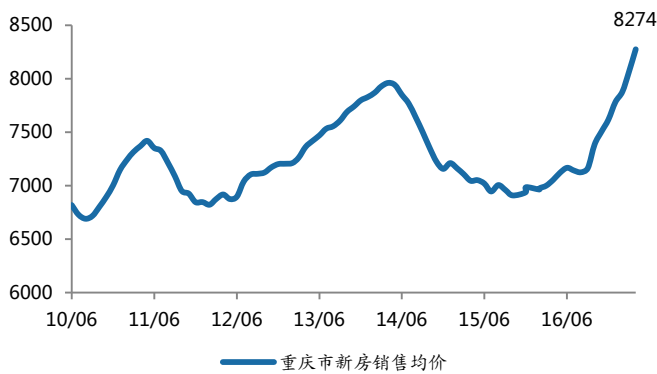
4421.3万平方米，同比下降4.5%。

图52: 重庆市库存规模(万方)及去化周期



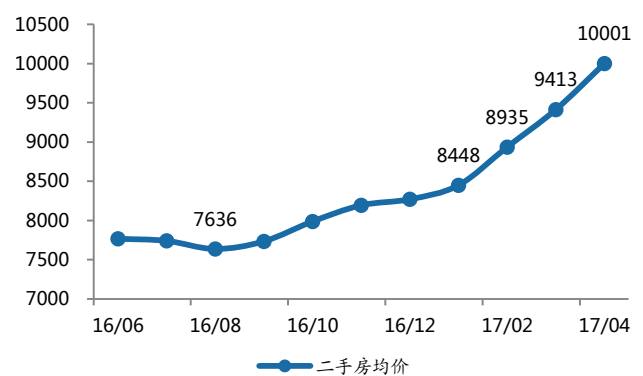
数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

图53: 重庆市新房销售均价(元/平方米)



数据来源: 中国指数研究院, 广发证券发展研究中心

图54: 重庆市二手房均价(元/平方米)



数据来源: 房天下, 广发证券发展研究中心

新开工以及施工水平的下降, 显示出重庆市地产市场近两年供给中枢的回落, 从库存水平来看, 加上16年是历史上的销售大年, 库存水平显著回落。截止到17年4月末重庆市住宅库存规模回落至909万方, 12年以来首次低于1000万方, 去化周期下降至3.9个月, 为史上最低水平, 商品房整体去化周期下降至10个月, 同样是13年初以来的最低水平。

目前重庆市尚未执行限购限贷政策, 只在1月初的《关于加强主城区商品房项目预售方案管理的通知》中提到各区房地产市场监管机构将对申报备案价格进行严格审查, 若要调整预售价格的, 必须提供调价依据。市场政策调节力度较弱, 量价走势持续性较强。

表 6: 广宇发展在售楼盘价格变动情况

项目	区域	产品类型	2016年8月均价 (元/平方米)	2017年4月均价 (元/平方米)	房价涨幅
鲁能星城13街区	重庆市渝北区	高层、公寓、商业	8000	12000	50.0%

南渝星城	重庆市巴南区	高层、商业	5300	6650	25.5%
中央公馆	重庆市渝北区	别墅、洋房、商业、车库	9700	13000	34.0%
九龙花园东郡	重庆市九龙坡区	高层、公寓、商业、车库	8000	10000	25.0%
鲁能领秀城	重庆市南岸区	高层、商业、幼儿园、车库	6800	8300	22.1%

数据来源：搜房网，广发证券发展研究中心

低库存意味着具备较大的价格上涨压力，16年9月随着全国重点一二线城市陆续重启限购限贷政策，重庆市较为宽松的购房政策环境使房价在短时间内大幅上涨，到17年4月涨幅达到15.5%，新房销售均价达到8274元/平米，核心区部分项目售价甚至超过3万，二手房销售均价随之上涨，均价也超过1万。重庆市的房价波动也为广宇发展的房产销售带来了增长。5个在售楼盘中，近半年来均价均大幅上涨。涨幅最高的是鲁能星城13街区，涨幅达50%，其余楼盘的均价涨幅也达到了20%以上。

## 公司估值——优质的小盘低价股

截止到16年底，公司在手项目为结算面积为647.4万方，净权益增加值为52.65亿元；结合公司16年末的净资产规模，NAV总规模为75.63亿，每股NAV14.75元/股。按照公司当前股价计算，折价率为48.2%，折价幅度高于行业平均水平。

表7：广宇发展估值测算汇总

指标	规模
WACC	5.38%
净权益增加值（亿元）	52.65
2016年末归属净资产（亿元）	22.98
RNAV（亿元）	75.63
最新总股本（亿股）	5.13
每股 RNAV	¥14.75

数据来源：广发证券发展研究中心

表8：广宇发展项目详情

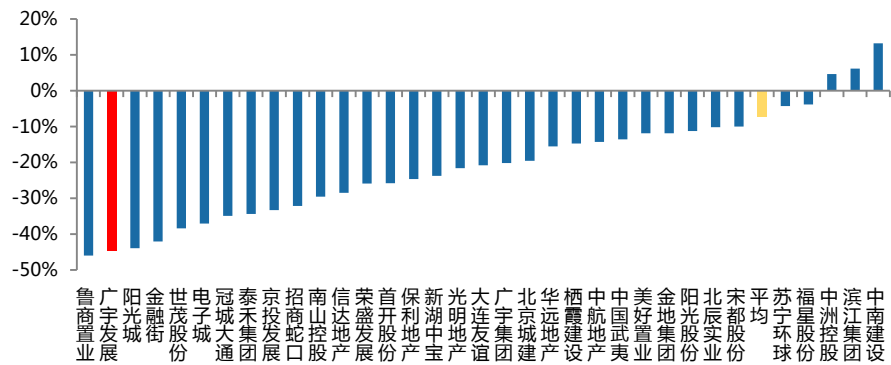
广宇发展	区域	类型	权益	土地	容积率	总可售	未结算	项目公司	取得	权益增加
				(万方)		(万方)	(万方)			(亿元)
鲁能星城	重庆市渝北区	商住	66%	38.3	4.16	159.2	4.06	重庆鲁能	2000年	0.6
鲁能星城13街区	重庆市渝北区	商住	66%	4.30	8.21	35.31	31.00			5.3
南渝星城	重庆市巴南区	商住	66%	9.72	5.43	52.79	52.79		2015年	0.2
鲁能城	重庆市渝北区	商住	66%	12.01	4.37	52.43	52.43		2015年	0.7
中央公馆	重庆市渝北区	别墅洋房	66%	8.01	2.73	21.89	10.74		2014年	0.5
九龙花园	重庆市九龙坡区	商住	66%	6.19	4.78	29.57	29.57		2014年	2.2
九龙花园东郡1街区	重庆市九龙坡区	商住	66%	3.64	5.46	19.86	19.86		2016年	2.1



项目名称	所在地	性质	占比	2015年	2016年	2017年	2018年	所属公司	年份	NAV折价水平
泰山7号	重庆市渝北区	商住	66%	38.41	3.92	150.75	150.75		2015年	14.3
北渝星城	重庆市北碚区	商住	66%	13.83	3.59	49.65	49.65		2016年	4.0
星城外滩	重庆市渝北区	商住	66%	20.26	3.64	73.73	73.73		2016年	7.8
滨江新城 A9-07-5/02	重庆市江津区	商住	100%	13.44	2.00	26.88	26.88	江津鲁能	2016年	0.3
领秀城1街区	重庆市南岸区	商住	70%	9.43	3.90	36.82	36.82	鲁能英大	2007年	6.9
领秀城2街区	重庆市南岸区	商住	70%	8.38	2.34	19.61	0.99			0.1
领秀城3街区	重庆市南岸区	商住	70%	31.50	0.91	28.61	6.18			1.0
领秀城4街区	重庆市南岸区	商住	70%	19.34	2.76	53.35	53.35			12.7
领秀城5街区	重庆市南岸区	商住	70%	12.35	4.14	51.07	29.73			4.9
青岛即墨70亩	青岛即墨蓝色新区	商住	100%	4.69	1.50	7.03	7.03	青岛鲁能	2016年	(0.9)
东莞鲁能茶山地块	东莞市茶山镇	商住	100%	2.95	4.00	11.81	11.81	东莞鲁能	2016年	(0.6)
合计				256.7	67.8	880.3	647.4			62.2

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图55：房地产行业当前NAV折价水平对比



数据来源：广发证券发展研究中心

表9：广宇发展主营业务测算情况

指标	单位	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售金额	亿元	17.7	19.3	14.6	24.2	68.2	85.0	103.0	112.0
	(增速)		9.5%	-24.4%	65.1%	182.3%	24.6%	21.2%	8.7%
地产结算收入	亿元	17.8	14.4	12.8	14.4	39.1	65.0	80.0	93.0
	(增速)		-18.9%	-11.5%	12.9%	171.0%	66%	23%	16%
结算毛利率	(%)		51%	49%	52%	33%	30%	31%	32%
主营业务收入	亿元	17.8	14.9	12.8	14.4	39.3	65.1	80.4	93.7
	(增速)		-16.5%	-13.7%	12.5%	172.4%	65%	24%	17%
营业利润	亿元	5.8	5.2	4.4	3.1	5.8	8.9	10.6	12.4
	(增速)		-10.8%	-14.0%	-30.2%	87.6%	52%	19%	17%
净利润	亿元	4.3	5.5	4.3	2.4	5.4	6.5	7.8	9.1
归母净利润	亿元	2.8	3.6	2.8	1.4	3.5	4.2	5.1	5.9
	(增速)		28.8%	-22.2%	-49.3%	142.5%	23%	19%	17%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

广宇发展09年之后公司维持地产业务的稳定运营，期待通过资产注入的方式扩大运营规模，因此运营相对谨慎，资产负债结构清晰。14年以来公司有意愿提高自身销售规模，同时加快资产周转效率和开发效率。加大资源获取力度，扩张资产负债表，提高整体负债率的同时也为公司下一步的发展换取了足够的空间。预计17、18EPS分别为0.83、0.99元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

地产周期回落，调控力度逐渐增加，公司项目分布较集中，关注市场风险。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>7,500</b>	<b>17,842</b>	<b>30,430</b>	<b>46,745</b>	<b>67,400</b>
货币资金	949	968	1,275	1,545	1,680
应收及预付	41	966	1,256	1,509	1,864
存货	6,510	15,661	27,652	43,445	63,609
其他流动资产	0	247	247	247	247
<b>非流动资产</b>	<b>495</b>	<b>515</b>	<b>609</b>	<b>703</b>	<b>806</b>
长期股权投资	285	251	314	369	433
固定资产	3	4	4	4	5
在建工程	0	0	1	2	2
无形资产	1	1	1	1	1
其他长期资产	205	259	290	327	365
<b>资产总计</b>	<b>7,995</b>	<b>18,357</b>	<b>31,039</b>	<b>47,448</b>	<b>68,206</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,145</b>	<b>9,156</b>	<b>15,474</b>	<b>23,179</b>	<b>32,359</b>
短期借款	1,090	3,199	4,969	7,575	10,976
应付及预收	3,055	5,957	8,728	12,124	15,538
其他流动负债	0	0	1,776	3,480	5,844
<b>非流动负债</b>	<b>1,108</b>	<b>5,922</b>	<b>11,635</b>	<b>19,562</b>	<b>30,229</b>
长期借款	1,108	5,922	11,599	19,482	30,102
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	36	80	128
<b>负债合计</b>	<b>5,253</b>	<b>15,078</b>	<b>27,109</b>	<b>42,740</b>	<b>62,588</b>
股本	513	513	513	513	513
资本公积	87	87	171	272	391
留存收益	1,353	1,698	2,037	2,441	2,914
归属母公司股东权	1,952	2,298	2,721	3,226	3,818
少数股东权益	789	981	1,209	1,481	1,800
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,995</b>	<b>18,357</b>	<b>31,039</b>	<b>47,448</b>	<b>68,206</b>

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-2,615</b>	<b>-6,649</b>	<b>-7,987</b>	<b>-10,248</b>	<b>-13,593</b>
净利润	243	537	651	777	911
折旧摊销	1	1	0	0	0
营运资金变动	-2,845	-7,174	-9,510	-12,649	-17,107
其它	-14	-14	872	1,623	2,603
<b>投资活动现金流</b>	<b>721</b>	<b>16</b>	<b>-27</b>	<b>-33</b>	<b>-38</b>
资本支出	-2	-2	-2	-1	-1
投资变动	723	18	-25	-31	-37
其他	-1	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,167</b>	<b>6,395</b>	<b>8,322</b>	<b>10,551</b>	<b>13,766</b>
银行借款	2,590	11,053	12,424	18,937	27,441
债券融资	-392	-4,391	-3,199	-6,746	-11,055
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-31	-267	-903	-1,640	-2,621
<b>现金净增加额</b>	<b>274</b>	<b>-238</b>	<b>307</b>	<b>270</b>	<b>135</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>667</b>	<b>941</b>	<b>702</b>	<b>1,010</b>	<b>1,280</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>941</b>	<b>702</b>	<b>1,010</b>	<b>1,280</b>	<b>1,415</b>

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	12.5%	172.4%	65.4%	23.6%	16.6%
营业利润增长	-30.2%	87.6%	52.2%	19.4%	16.8%
归属母公司净利润增长	-49.3%	142.5%	22.5%	19.4%	17.1%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	52.0%	33.0%	30.0%	31.0%	32.0%
净利率	16.8%	13.7%	10.0%	9.7%	9.7%
ROE	7.3%	15.0%	15.6%	15.7%	15.5%
ROIC	5.6%	5.0%	3.7%	2.9%	2.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	65.7%	82.1%	87.3%	90.1%	91.8%
净负债比率	45.6%	248.6%	434.4%	615.9%	805.3%
流动比率	1.81	1.95	1.97	2.02	2.08
速动比率	0.24	0.24	0.16	0.13	0.10
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.23	0.30	0.26	0.20	0.16
应收账款周转率	436139.	5501149	765.48	294.50	192.08
存货周转率	0.15	0.24	0.21	0.16	0.12
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.28	0.67	0.83	0.99	1.15
每股经营现金流	-5.10	-12.97	-15.58	-19.99	-26.51
每股净资产	3.81	4.48	5.31	6.29	7.45
<b>估值比率</b>					
P/E	29.5	12.2	9.9	8.3	7.1
P/B	2.2	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	27.0	21.0	20.7	24.9	29.9

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,444</b>	<b>3,933</b>	<b>6,507</b>	<b>8,040</b>	<b>9,374</b>
营业成本	693	2,634	4,555	5,549	6,375
营业税金及附加	268	390	573	738	885
销售费用	125	228	255	309	336
管理费用	91	74	94	113	123
财务费用	-4	-7	194	304	456
资产减值损失	-24	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	15	-34	50	31	37
<b>营业利润</b>	<b>310</b>	<b>582</b>	<b>885</b>	<b>1,057</b>	<b>1,235</b>
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>311</b>	<b>582</b>	<b>885</b>	<b>1,057</b>	<b>1,235</b>
所得税	68	45	234	280	324
<b>净利润</b>	<b>243</b>	<b>537</b>	<b>651</b>	<b>777</b>	<b>911</b>
少数股东损益	101	192	228	272	319
<b>归属母公司净利润</b>	<b>142</b>	<b>345</b>	<b>423</b>	<b>505</b>	<b>592</b>
EBITDA	269	609	1,030	1,331	1,654
EPS(元)	0.28	0.67	0.83	0.99	1.15

## 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，九年房地产研究经验，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，五年房地产研究经验，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，四年房地产研究经验，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	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
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。