

广宇发展 (000537.SZ)

结算规模大幅提升，关注资产注入重启

核心观点:

● 结算规模大幅提升，关注未来毛利率变化

2017年上半年，公司实现营业总收入 14.4 亿元，同比增长 99.31%，归母净利润 0.27 亿元，同比下跌 70.52%，每股收益 0.05 元。营业收入增长的情况下营业利润反而出现下滑，一方面是由于结算毛利率下降，另一方面当期销售费用由于销售体量的提升增加较快。

● 销售稳定增长，区域量价齐升

销售方面，1-7 月公司商品房签约销售金额 56.84 亿元，已经达到去年全年销售金额的 83%，预计全年公司销售规模有望超过 90 亿元。17 年销售均价与 16 年相比上涨 27.4%，充分受益于区域市场景气度整体提升。

● 重启注入计划，资产质量提升

7 月 30 日，公告取消 16 年资产注入方案中的配套融资计划，并且向证监会提交了恢复审查申请，8 月 10 日公司收到证监会反馈重启资产注入流程。如果方案最终顺利实施，增量资产将为公司带来约 150 亿的销售金额，增厚公司 NAV 总规模至 291 亿元，18 年承诺业绩加上公司原有项目的结算对应 PE 仅为 7.6 倍，将大幅提升公司资产质量，降低估值水平。

● 预计公司 17、18 年 EPS 分别为 0.83、0.99 元/股，维持“买入”评级。

广宇发展 14 年以来项目拓展积极性提高，销售规模在 16 年大幅提升之后，17 年上半年依旧维持了较高的增速。资产注入进程重启，若顺利实施，新增注入资源后公司每股 NAV 可以达到 15.7 元/股，新增销售金额约 150 亿，北京、成都以及济南的优质项目将成为公司未来发展的主力资源。

● 风险提示

公司城市布局较为单一，资产注入存在不确定性。

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)	28.67	11.82	9.65	8.08	6.90
市净率(P/B)	2.09	1.78	1.50	1.27	1.07
EV/EBITDA	26.99	21.05	20.54	24.85	29.82

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

8.35 元

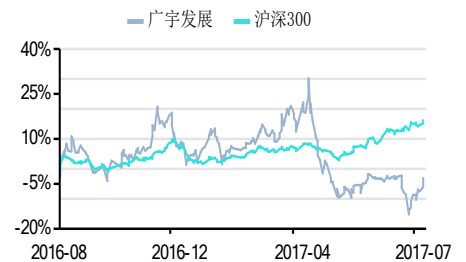
前次评级

买入

报告日期

2017-08-12

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:

项目资产扎实，积极开拓进取 2017-06-21

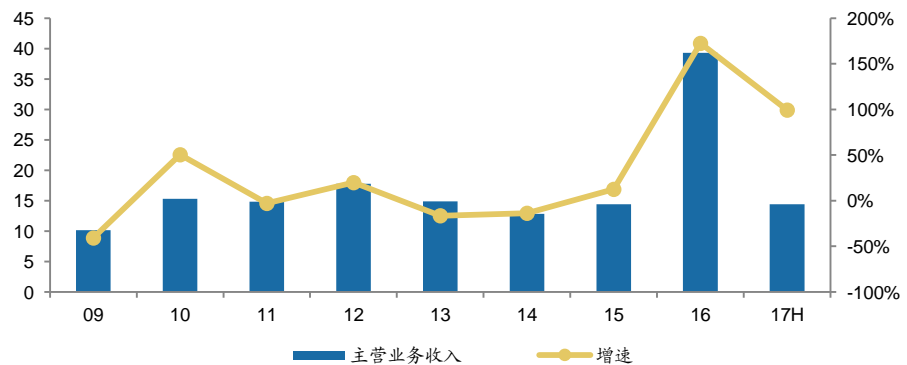
广宇发展(000537.sz): 重组进程加快，资产实力大增 2010-06-17

销售表现优异，关注毛利率走势

2017年上半年，公司实现营业总收入14.4亿元，同比增长99.31%，实现营业利润0.61亿元，同比下跌19.98%，实现归属于上市公司股东的净利润0.27亿元，同比下跌70.52%，每股收益0.05元。

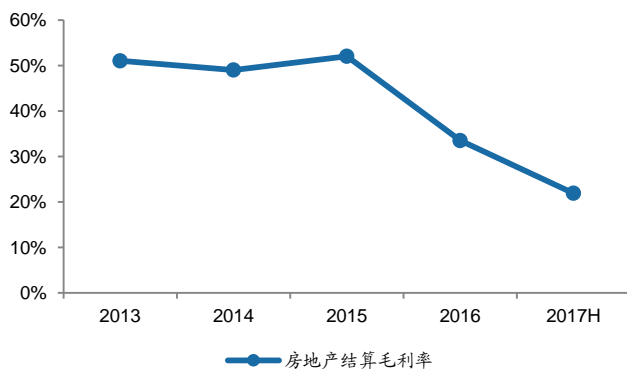
公司主营业务收入增加主要是由于结算规模的提升，上半年结算面积22.47万方，较上年增加12.96万平方米，同比增加136.28%，15、16年公司销售的项目已经进入结算期，保障了结算体量的增加。公司营业收入增长的情况下营业利润反而出现下滑，一方面是由于结算毛利率下降，另一方面当期销售费用由于公司项目数量和销售体量的提升有所增加。

图1：广宇发展主营业务收入（亿元）及增速



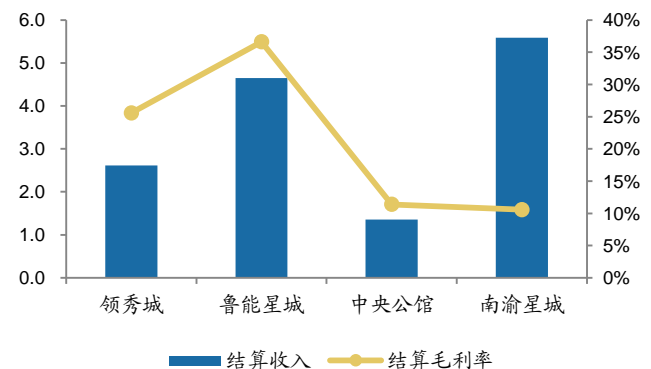
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：广宇发展房地产业务结算毛利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：广宇发展各项目结算规模毛利率情况

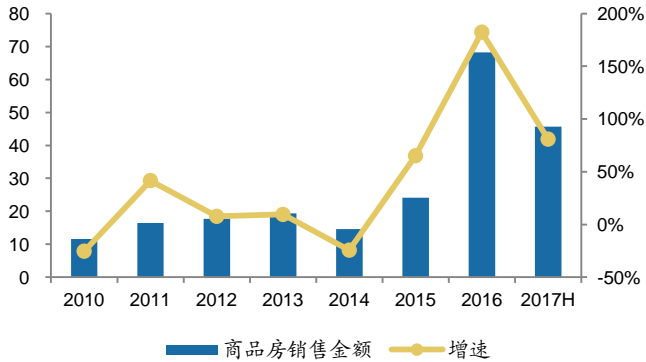


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

17年上半年公司新进入结算期的中央公馆和南渝星城项目毛利率偏低，这两个项目的土地分别在14年和15年获得，销售初期价格偏低，16年下半年之后公司在重庆项目销售均价大幅提升，预计毛利率下降的趋势将在18年得到明显的改善。

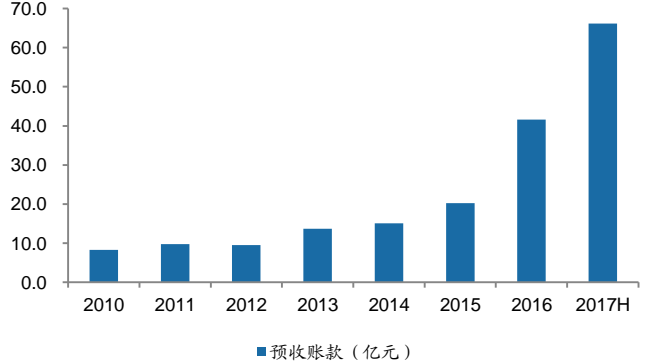
由于公司目前在手项目数量较少,单一项目的结算进度对于半年度的业绩影响较大。全年来看,尽管结算项目利润率有明显的下降,在稳定的规模增长的带动下,年度业绩依旧具备坚实的增长基础。16年公司销售金额同比增长108.3%,截止到17年中报,公司在手预收账款规模为66.2亿元,同16年底相比上升24.6亿元。

图4: 广宇发展房地产销售金额(亿元)及增速



数据来源: 房天下,公司公告,广发证券发展研究中心

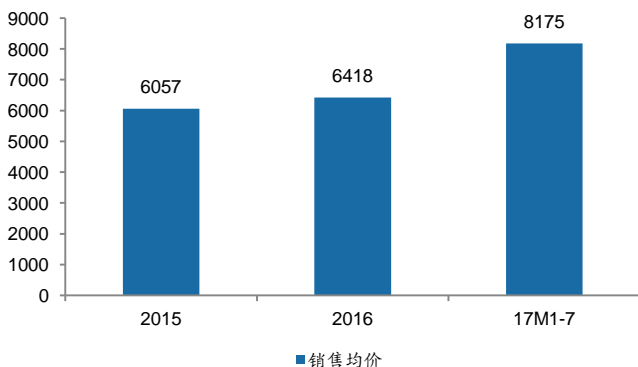
图5: 广宇发展预收账款规模(亿元)



数据来源: 公司公告,广发证券发展研究中心

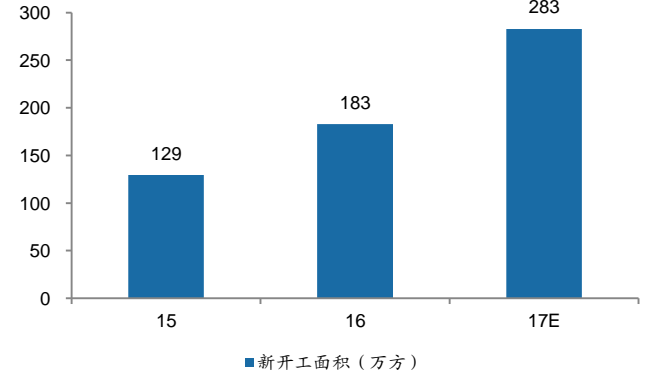
销售方面,公司上半年实现房地产销售金额45.67亿元,同比增长81%,延续了16年以来的高速增长,实现销售回款39.5亿,回款率达到86.5%。根据公司公告,1-7月公司商品房签约销售金额56.84亿元,已经达到去年全年销售金额的83%,预计全年公司销售规模有望超过90亿元。在规模增长的同时,受到重庆市场整体价格上涨的影响,公司17年前7月销售均价与16年相比上涨27.4%,为公司规模以及未来利润的增长奠定了良好的基础。货值方面,公司17年计划实现新开工规模283万方,上半年已经完成108万方,在手待开发面积285万方,就广宇发展目前自身而言,储备资源规模足以支撑公司未来几年的销售规模增长。

图6: 广宇发展房地产销售均价变化(元/平方米)



数据来源: 公司公告,广发证券发展研究中心

图7: 广宇发展新开工面积(万方)

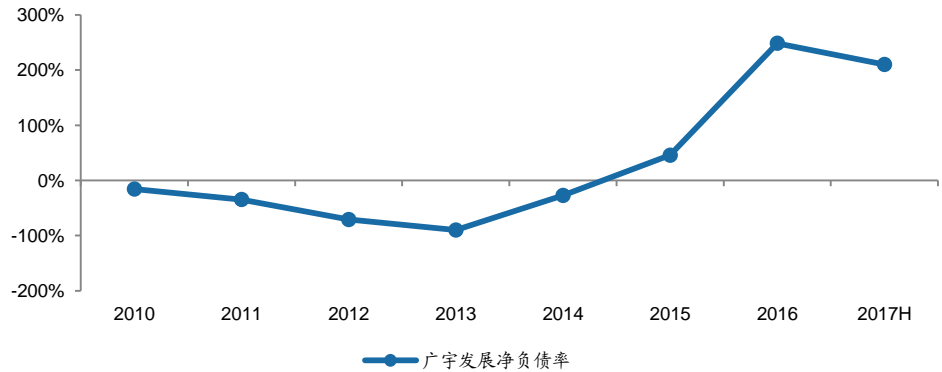


数据来源: 公司公告,广发证券发展研究中心

资产负债结构方面,截止到半年报公司净负债率水平为210%,同16年底相比回落38个百分点。依然高于行业平均水平,公司14年以来的大举拿地造成了杠杆水平

的显著提升。17年上半年公司并未拓展土地储备规模，而良好的销售回款帮助公司降低了净负债率水平。

图8: 广宇发展净负债率水平变化



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

重启资产注入, 价值优势显著

自控股大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。其中第三次资产注入方案的初版预案在2016年4月提出, 直到2017年4月, 公司向证监会申请中止审查申请, 资产注入计划再次停滞。

17年7月30日, 公司第九届董事会第十三次会议审议通过修改第三次资产注入计划, 取消在资产注入同时向不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金不超过87.29亿的计划, 且由于公司16年利润分配方案, 调整购买资产发行股票价格, 由6.81元/股调整为6.75元/股, 发行股票数量由13.38亿股, 调整为13.50亿股。

表1: 广宇发展资产注入方案主要信息对比

方案版本	类型	发行量 (亿股)	发行价 (元/股)	计划募集金额 (亿元)
2016年方案 (最新)	购买资产	13.50	6.75	91.11
2016年方案 (原始)	购买资产	13.38	6.81	91.11
	募集配套资金	12.58	6.94	87.29
	合计			178.40
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
	合计			166.45
2009年公告	购买资产	7.00	9.88	59.2

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

根据资产注入方案，发行股票主要是为了购买重庆鲁能34.50%的股权、宜宾鲁能65.00%的股权、鲁能巨富100.00%的股权、顺义新城100.00%的股权以及重庆鲁能英大30.00%的股权。完成整合后，公司之前运营主体重庆鲁能、重庆鲁能英大的股权比例将会提升至100%，同时新增并表了宜宾鲁能（之前为参股公司）鲁能巨富以及顺义新城三个地产开发主体。

表 2：16 年资产注入方案新增项目详细情况

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)
重庆鲁能	34.50%	鲁能星城	重庆市	综合用地	42.6	35.1
		鲁能泰山 7 号	重庆市	商住	38.4	45.7
		鲁能城中央公馆	重庆市	二类居住	8.0	21.9
		鲁能南渝星城	重庆市	商住	9.7	47.8
		鲁能城	重庆市	商住	6.5	28.0
		鲁能九龙花园	重庆市	商住	9.8	49.4
鲁能英大	30%	鲁能领秀城	重庆市	商住	79.7	182.6
宜宾鲁能	65%	鑫悦湾二期 (D-09)	四川宜宾	商住	2.0	6.4
		鑫菁英 (C-03)	四川宜宾	商住	5.6	12.8
		宜宾皇冠假日酒店	四川宜宾	商业	1.4	4.4
		溢香谷 (B-05、B-15)	四川宜宾	商住	23.5	63.5
		D-04 住宅项目	四川宜宾	居住	11.0	44.7
		后续待开发项目	四川宜宾	商住	16.2	61.4
		26 号地	四川成都	住宅	9.4	38.3
		47 亩地	四川成都	商住	3.2	15.9
鲁能巨富	100%	唐冶项目	山东济南	商住	22.2	58.5
		鲁能领秀城	山东济南	商住	108.7	309.7
		鲁能领秀公馆项目	山东济南	商住	24.2	48.6
顺义新城	100%	顺义 1 号地商业大卖场	北京市	商住	37.9	66.7
		顺义 2 号地 B1 地块	北京市	商住	35.7	46.0
		顺义 7 号地	北京市	商住	39.2	38.7
		21 街区项目	北京市	商住	8.2	13.3
		南苑乡石榴庄项目	北京市	商住混合、绿地	7.9	43.1

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

新增三个销售并表的项目公司16年的销售规模约为118亿元（根据16年1-8月份销售金额推算），17年按照25%销售金额增速判断，可为广宇发展带来新增项目销售金额约150亿。加上公司原有项目的销售贡献约90亿，预计公司17年的销售规模可以达到240亿。资产注入后，公司的总股本规模为18.63亿股，按照当前的股价计算注入后的总市值为148亿元，对应销售PS为0.62倍。

表 3：资产注入项目销售以及未售资源储备情况

项目公司	16 年销售金额*	15 年销售金额	14 年销售金额	13 年销售金额	截至到 16 年 8 月未售面积
------	-----------	----------	----------	----------	------------------

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

重庆鲁能	46.3	15.6	10.2	15.8	259.3
鲁能英大	21.9	8.5	2.4	2.3	127.8
宜宾鲁能	22.0	13.2	3.9	8.5	170.0
鲁能巨富	41.9	42.8	17.8	15.8	263.4
顺义新城	54.0	11.4	28.6	28.5	25.6
新增规模	117.9	67.3	50.3	52.8	459.0

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资产注入完成后，公司现有并表企业重庆鲁能以及鲁能英大的股权比例提升，以及新项目公司的并表对于公司整体NAV水平的提高具备积极的意义。根据资产注入方案进行测算，新增三个项目公司的项目净权益增加值为198亿元，加上当前存量项目合计NAV为291.7亿元，对应上市后的总股本，每股NAV为15.7元/股，相对于当前股价折价率为49%。

表4：广宇发展完成资产注入后的NAV测算

项目	规模(亿元)
当前广宇发展 NAV (亿元)	75.6
34.50%重庆鲁能(亿元)	10.3
30.00%鲁能英大(亿元)	7.7
65.00%宜宾鲁能(亿元)	11.7
100% 鲁能巨富(亿元)	74.6
100% 顺义新城(亿元)	111.7
注入后 NAV (亿元)	291.7
总股本(亿股)	18.6
每股 NAV (元/股)	15.7

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

业绩方面，根据公司资产注入方案，注入项目17、18、19年的业绩承诺分别为8.32亿、14.51亿以及14.99亿元，加上广宇发展过去项目的结算贡献，17、18、19年预计业绩可以达到12.55亿、19.56亿以及20.91亿。按照当前股价计算，增发后的总市值为148.3亿元，对应17、18年的PE分别为11.82倍、7.58倍。

表5：资产注入后业绩承诺对应业绩情况

项目情况	2017 年	2018 年	2019 年
重庆鲁能 34.5%股权	1.39	1.64	1.41
宜宾鲁能 65%股权	0.72	0.45	3.21
鲁能巨富 100%股权	4.13	6.90	4.18
顺义新城 100%股权	1.79	5.11	5.62
重庆鲁能英大 30%股权	0.29	0.40	0.58

新增资产合计	8.32	14.51	14.99
广宇发展预计	4.23	5.05	5.92
重组后业绩合计	12.55	19.56	20.91

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

广宇发展14年以来项目拓展积极性提高，销售规模在16年大幅提升之后，17年上半年依旧维持了较高的增速，预计全年销售金额有望达到90亿元。同时资产注入重启，新增注入资源后公司每股NAV可以达到15.7元/股，新增销售金额约150亿，北京、成都以及济南的优质项目将成为公司未来发展的主力资源。不考虑资产注入的情况下，预计公司17、18EPS分别为0.83、0.99元/股，维持“买入”评级。

风险提示

公司城市布局较为单一，资产注入存在不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,500	17,842	30,430	46,745	67,400
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
非流动资产	495	515	609	703	806
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
资产总计	7,995	18,357	31,039	47,448	68,206
流动负债	4,145	9,156	15,474	23,179	32,359
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
非流动负债	1,108	5,922	11,635	19,562	30,229
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
负债合计	5,253	15,078	27,109	42,740	62,588
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
负债和股东权益	7,995	18,357	31,039	47,448	68,206

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-2,615	-6,649	-7,987	-10,248	-13,593
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
投资活动现金流	721	16	-27	-33	-38
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
筹资活动现金流	2,167	6,395	8,322	10,551	13,766
银行借款	2,198	6,662	9,225	12,191	16,387
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-31	-267	-903	-1,640	-2,621
现金净增加额	274	-238	307	270	135
期初现金余额	667	941	702	1,010	1,280
期末现金余额	941	702	1,010	1,280	1,415

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
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%
获利能力(%)					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
P/E	28.7	11.8	9.6	8.1	6.9
P/B	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	27.0	21.0	20.5	24.9	29.8

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,444	3,933	6,507	8,040	9,374
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
营业利润	310	582	885	1,057	1,235
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	311	582	885	1,057	1,235
所得税	68	45	234	280	324
净利润	243	537	651	777	911
少数股东损益	101	192	228	272	319
归属母公司净利润	142	345	423	505	592
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。