

2017年08月16日

广宇发展 (000537.SZ)

所得税费是暂时性影响，不影响长期成长性

——广宇发展 2017 中报点评

■ **事件:** 8月7日公司发布 2017 年半年报，上半年实现营业收入 14.36 亿元，同比增长 99.31%；归母净利润约 2677 万元，同比减少 70.52%；扣非后净利润约 2531 万元，同比增加 23.74%。

■ **毛利有所下滑，主要由于结算项目为 15 年底新增项目:** 公司上半年地产结算毛利率 21.92%，同比减少 29.69 个 pct。主要由于公司目前结算项目为 2015 年的销售，即鲁能星城 6 街区以及领秀城项目现房的开盘销售。当时重庆处于市场周期低点，公司采取促销政策，销售均价只有 5752 和 6251 元/平方米，导致毛利率变化 4.71 和 -19.85 个百分点，目前按照搜房网的数据，鲁能新城销售均价已经突破万元。

■ **所得税对业绩造成暂时性影响，焦点应放在扣非后净利润:** 公司控股子公司重庆鲁能 2016 年 H1 获得所得税减免而冲减所得税费用 1.07 亿元 (同比-275%)，增加了净利润 7,029.7 万，属于非经常性损益事项中“越权审批或无正式批准文件的税收返还、减免”，导致 H1 净利润同比降 70.52%，但扣非后净利润同比增加 23.74%。

1) **重庆鲁能 13 年后企业所得税减征 10%，年报期内尚未获批税收减免通知。** 由于重庆鲁能及重庆鲁能英大是享受设在西部地区的鼓励类产业企业，2013 年 9 月取得税务机关同意，减征税率 10%。从 2013-2016 年财务报告看，每年 5 月份均可取得税务事项通知书，按 15% 税率减征，同时可以锁定当年所得税减免额，并一次性冲减所得税费用。截至中报期，公司尚未取得该通知书，暂时不享有此优惠，但是下半年仍有获得的可能性。

2) **所得税费用与结算不同步，业绩会有暂时性影响。** 公司上半年递延所得税资产增加 33%，可抵扣暂时性差异比同期增加 3.36 亿，主要因为今年公司销售大增，1-7 月销售金额、面积分别达到 2016 年全年的 83% 和 84%。由于预收款需按预期净利润先确认为应税收入，因此在今年会产生即期所得税费用，但在以后结算时会冲抵未来所得税费用，预期会增厚未来业绩。

■ **大股东持续解决同业问题，重组方案调整之后通过概率提升:** 公司 7 月 31 日公告对重大资产重组方案进行调整，即取消方案中有关募集配套资金，请参考我们相关点评报告。8 月 7 日，公司已经公告大股东鲁能集团及都城伟业为履行避免同业竞争的承诺，公司在公告当天起到 2018 年底对其所属的南京方山、鲁能泰山等子公司进行托管经营。每个单位的托管费用为 100 万元/年，本次关联交易金额不超过 710 万元。

■ **投资建议:** 鲁能集团一直致力于解决同业问题动力，近年三次尝试注入其主要地产资源。在不考虑重组的情况下，公司自身成长性有望逐步兑现。我对公司 2017-2019EPS 预估为 0.80、1.09、1.29 元，我们维持“买入-A”评级，6 个月目标价 16.5 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。

| 摘要(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 1,443.6 | 3,932.8 | 6,375.8 | 7,978.1 | 9,758.0 |
| 净利润 | 142.4 | 345.3 | 410.9 | 557.4 | 660.9 |
| 每股收益(元) | 0.28 | 0.67 | 0.80 | 1.09 | 1.29 |
| 每股净资产(元) | 3.81 | 4.48 | 5.28 | 6.37 | 7.66 |

| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 28.6 | 11.8 | 9.9 | 7.3 | 6.2 |
| 市净率(倍) | 2.1 | 1.8 | 1.5 | 1.2 | 1.0 |
| 净利润率 | 9.9% | 8.8% | 6.4% | 7.0% | 6.8% |
| 净资产收益率 | 7.3% | 15.0% | 15.2% | 17.1% | 16.8% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ROIC | 25.8% | 14.0% | 5.9% | 7.6% | 12.5% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

住宅地产

投资评级 **买入-A**

维持评级

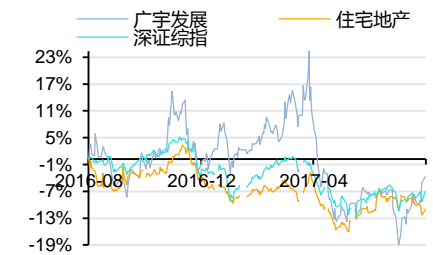
6 个月目标价: **16.50 元**

股价 (2017-08-15) **8.47 元**

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 4,342.72 |
| 流通市值(百万元) | 4,342.72 |
| 总股本(百万股) | 512.72 |
| 流通股本(百万股) | 512.72 |
| 12 个月价格区间 | 7.12/11.02 元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

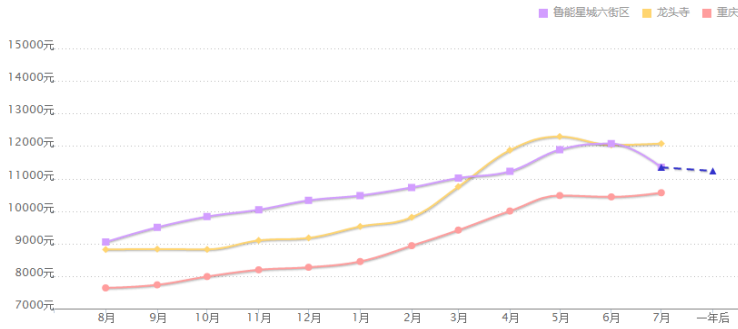
| | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|------|------|
| 升幅% | | | |
| 相对收益 | 9.95 | 6.51 | 9.9 |
| 绝对收益 | 10.29 | 9.81 | 3.18 |

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号: S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-35082325

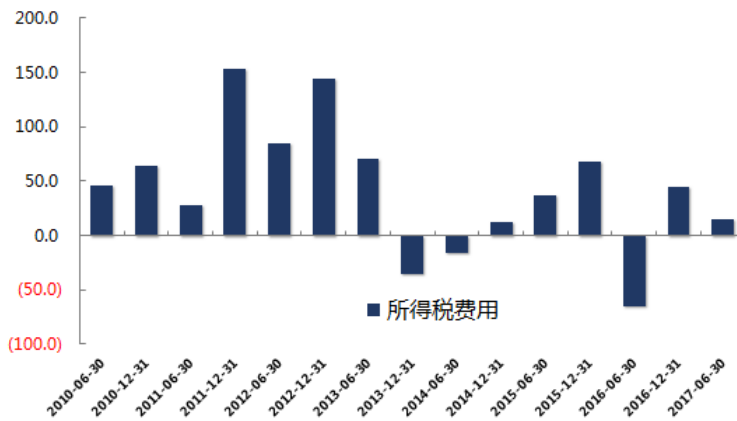
相关报告

| | |
|-----------------------------|------------|
| 广宇发展: 广宇发展 16 年年报及一季报点评/陈天诚 | 2017-04-28 |
| 广宇发展: ——广宇发展公司点评/陈天诚 | 2017-03-17 |

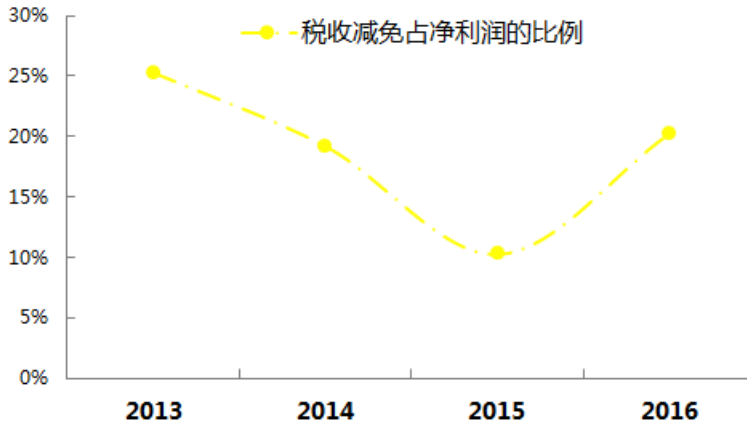
图：公司鲁能星城项目均价大幅上涨



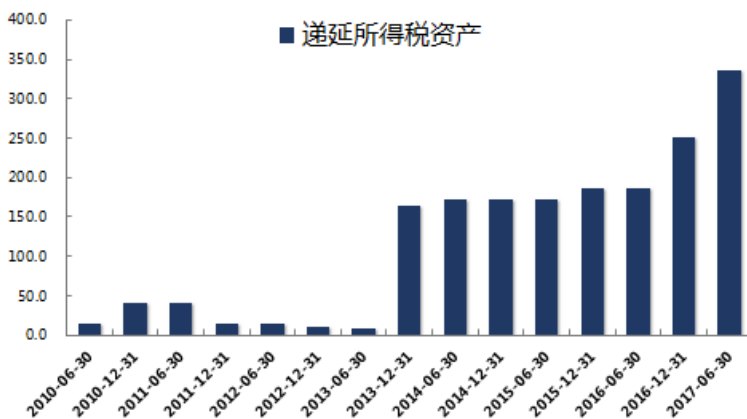
图：公司所得税费用



图：今年税收减免占净利润的比例



图：公司递延所得税资产大幅增长



资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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 | 6,375.8 | 7,978.1 | 9,758.0 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 692.8 | 2,634.1 | 4,283.9 | 5,184.1 | 6,534.9 | 营业收入增长率 | 12.5% | 172.4% | 62.1% | 25.1% | 22.3% |
| 营业税费 | 268.2 | 389.9 | 682.2 | 1,168.8 | 1,147.0 | 营业利润增长率 | -30.2% | 87.6% | 30.6% | 35.4% | 22.4% |
| 销售费用 | 124.8 | 227.5 | 453.3 | 611.9 | 790.4 | 净利润增长率 | -49.3% | 142.5% | 19.0% | 35.7% | 18.6% |
| 管理费用 | 90.5 | 74.0 | 83.5 | 292.8 | 223.2 | EBITDA 增长率 | -25.6% | 87.1% | 42.4% | 28.8% | 26.2% |
| 财务费用 | -3.7 | -7.3 | 53.1 | 17.9 | 62.2 | EBIT 增长率 | -25.7% | 87.5% | 41.5% | 28.7% | 26.3% |
| 资产减值损失 | -24.4 | -1.6 | 14.0 | -11.0 | -46.0 | NOPLAT 增长率 | -40.2% | 121.2% | 23.9% | 31.5% | 23.4% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 307.1% | 195.2% | 2.2% | -25.6% | 121.0% |
| 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% | 18.7% | 22.1% | 21.4% |
| 营业利润 | 310.0 | 581.7 | 759.8 | 1,028.5 | 1,259.3 | 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 | 760.3 | 1,041.2 | 1,263.8 | 营业利润率 | 21.5% | 14.8% | 11.9% | 12.9% | 12.9% |
| 减:所得税 | 67.6 | 44.8 | 146.1 | 182.2 | 245.3 | 净利润率 | 9.9% | 8.8% | 6.4% | 7.0% | 6.8% |
| 净利润 | 142.4 | 345.3 | 410.9 | 557.4 | 660.9 | EBITDA/营业收入 | 21.3% | 14.6% | 12.9% | 13.2% | 13.7% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 21.2% | 14.6% | 12.7% | 13.1% | 13.5% |
| 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 | 3,074.8 | 1,220.6 | 1,493.0 | 流动营业资本周转天数 | 517 | 660 | 620 | 433 | 489 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 1,389 | 1,160 | 1,124 | 940 | 916 |
| 应收帐款 | 40.3 | 964.5 | 487.8 | 1,329.4 | 893.2 | 应收帐款周转天数 | 10 | 46 | 41 | 41 | 41 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | 存货周转天数 | 1,171 | 1,015 | 953 | 792 | 816 |
| 预付帐款 | 0.3 | 1.8 | 74.1 | 21.1 | 59.2 | 总资产周转天数 | 1,597 | 1,206 | 1,156 | 969 | 940 |
| 存货 | 6,510.3 | 15,660.9 | 18,110.6 | 16,997.5 | 27,258.3 | 投资资本周转天数 | 588 | 685 | 638 | 449 | 503 |
| 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% | 15.2% | 17.1% | 16.8% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 3.0% | 2.9% | 2.7% | 4.2% | 3.3% |
| 长期股权投资 | 285.5 | 251.0 | 296.0 | 301.0 | 306.1 | ROIC | 25.8% | 14.0% | 5.9% | 7.6% | 12.5% |
| 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% | 0.8% | 0.2% | 0.6% |
| 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% | 9.3% | 11.6% | 11.0% |
| 资产总额 | 7,994.6 | 18,356.6 | 22,592.4 | 20,366.5 | 30,578.9 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 1,090.0 | 3,198.6 | - | 3,038.2 | 5,012.4 | 资产负债率 | 65.7% | 82.1% | 82.8% | 76.7% | 81.1% |
| 应付帐款 | 619.3 | 1,311.2 | 1,835.1 | 4,276.4 | 1,502.8 | 负债权益比 | 191.6% | 459.8% | 480.3% | 328.6% | 429.9% |
| 应付票据 | 72.3 | - | 187.8 | 88.0 | 141.2 | 流动比率 | 1.81 | 1.95 | 2.05 | 1.37 | 1.83 |
| 其他流动负债 | 2,363.4 | 4,646.2 | 8,696.9 | 6,983.2 | 9,664.5 | 速动比率 | 0.24 | 0.24 | 0.36 | 0.19 | 0.16 |
| 长期借款 | 1,108.0 | 5,921.6 | 5,522.1 | - | 6,644.5 | 利息保障倍数 | -83.60 | -78.98 | 15.31 | 58.48 | 21.23 |
| 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 | 18,699.1 | 15,614.2 | 24,808.0 | DPS(元) | - | 0.06 | - | - | - |
| 少数股东权益 | 789.3 | 981.5 | 1,184.8 | 1,486.4 | 1,844.0 | 分红比率 | 0.0% | 8.9% | 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% | 0.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 留存收益 | 1,439.6 | 1,784.9 | 2,195.7 | 2,753.2 | 3,414.1 | | | | | | |
| 股东权益 | 2,741.6 | 3,279.1 | 3,893.3 | 4,752.3 | 5,770.8 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | EPS(元) | 0.28 | 0.67 | 0.80 | 1.09 | 1.29 |
| 现金流量表 | | | | | | BVPS(元) | 3.81 | 4.48 | 5.28 | 6.37 | 7.66 |
| 净利润 | 243.0 | 537.4 | 410.9 | 557.4 | 660.9 | PE(X) | 28.6 | 11.8 | 9.9 | 7.3 | 6.2 |
| 加:折旧和摊销 | 1.3 | 1.3 | 7.0 | 9.8 | 11.5 | PB(X) | 2.1 | 1.8 | 1.5 | 1.2 | 1.0 |
| 资产减值准备 | -24.4 | -1.6 | - | - | - | P/FCF | -7.9 | -33.9 | 2.1 | -1.9 | -62.5 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | P/S | 2.8 | 1.0 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| 财务费用 | 1.0 | 0.4 | 53.1 | 17.9 | 62.2 | EV/EBITDA | 25.5 | 23.5 | 15.6 | 8.8 | 14.2 |
| 投资损失 | -14.7 | 34.5 | 46.0 | -315.0 | -213.0 | CAGR(%) | 52.3% | 23.8% | 12.4% | 52.3% | 23.8% |
| 少数股东损益 | 100.6 | 192.1 | 203.4 | 301.6 | 357.6 | PEG | 0.5 | 0.5 | 0.8 | 0.1 | 0.3 |
| 营运资金的变动 | -2,098.4 | -7,322.5 | -122.8 | 2,950.3 | -10,287.0 | ROIC/WACC | 8.3 | 4.5 | 1.9 | 2.4 | 4.0 |
| 经营活动产生现金流量 | -2,614.7 | -6,649.3 | 597.5 | 3,521.9 | -9,407.7 | REP | 0.3 | 0.3 | 0.6 | 0.5 | 0.3 |
| 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 | 1,699.9 | -5,659.8 | 9,492.2 | | | | | | |

■ 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 | 王秋实 | 010-83321351 |
| 田星汉 | | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| 李倩 | | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| 周蓉 | | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| 温鹏 | | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| 张莹 | | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | | 胡珍 | 0755-82558073 |
| | 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