

重组修订方案出炉，彰显落地

■事件：1) 8月15日晚，公司发布了《发行股份购买资产暨关联交易报告书(修订稿)》，并对证监会2月出具的《二次反馈意见》进行回复。

2) 8月16日晚，公司发布公告称证监会并购重组审委会将于近日审核公司重组事项，公司股票于17日停牌。

■修订稿火速出炉，重组决心坚定：公司7月31日董事会通过取消本次重组方案中募集配套资金事项的决议；8月10日，公司收到了证监会《恢复审查通知书》。5日后，公司发布重组修订稿，并对2月二次反馈进行回复。

根据本次修订1) 标的资产评估值：由91.1亿上升至106.23亿，账面溢价率由89.85%增至100.36%；2) 资产作价：91.2亿不变，较16年底标的公司NAV溢价72%。3) 持股变化：因配套资金取消及作利润分配调整，本次发行股份增加到13.5亿。发行完成后，大股东鲁能集团最终持股从原方案的45.24%升至76.13%；4) 发行价：从6.81元/股调整为6.75元/股。5) 盈利预测及补偿：与此前一致，17-19三年标的公司合计承诺业绩37.82亿元（见下文）。

■若重组成功，公司将承接鲁能集团大部分土地资源：根据重组公告，本次注入标的公司2017年H1拥有项目权益总建面920万方，权益未售的项目面积550万方。鲁能集团2016年末项目在建建面达到1,053.53万方；截至2017年3月末，土地储备面积为903.14万方，主要分布在海南（15.02%）、重庆（34.80%）、济南（19.97%）及大连（14.32%）。公司若重组成功，将承接鲁能集团千万平方米未结算资源，并凭借大股东市场扩张能力，销售有望迈进全国TOP20。

■投资建议：1) 按照2016年底为评估基础，本次注入标的归母NAV23亿，重组后将达到76.8亿，2017年H1合并备考EPS达到0.17元（实际EPS0.05元）。根据修订稿，重组方鲁能集团、世纪恒美承诺17-19年标的资产在利润补偿期间，经审计扣非后归母净利润分别不低于36.54亿和1.28亿。2017年-2019年归母净利润分别为8.32、14.51和14.99亿元，对应本次91亿对价PE为10.95、6.28和6.08。我预测考虑重组后公司2017-2019EPS预估为0.81、1.13和1.21元。2) 在不考虑重组注入的情况下，公司主要项目受益于重庆地区房价拐点带来的价值重估，我对公司2017-2019EPS预估为0.80、1.17、1.41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	598.4	724.5
每股收益(元)	0.28	0.67	0.80	1.17	1.41
每股净资产(元)	3.81	4.48	5.28	6.45	7.86

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	31.3	12.9	10.8	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%	7.5%	7.4%
净资产收益率	7.3%	15.0%	15.2%	18.1%	18.0%
股息收益率	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	25.8%	14.0%	5.9%	8.1%	14.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

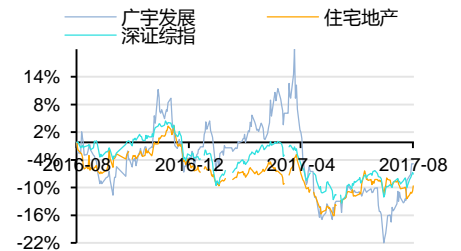
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**16.50元**
股价(2017-08-16) **8.68元**

交易数据

总市值(百万元)	4,450.39
流通市值(百万元)	4,450.39
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

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.09	9.39	5.37
绝对收益	18.74	11.24	-1.53

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

chentc@essence.com.cn

021-35082325

相关报告

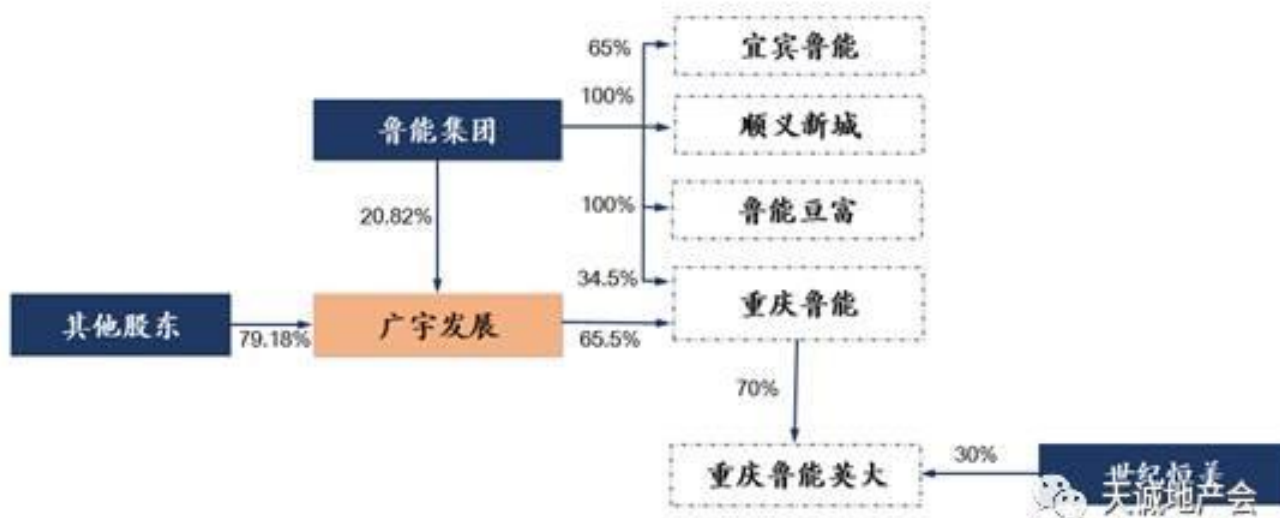
广宇发展：所得税费是暂时性影响，不影响长期成长性/陈天诚	2017-08-16
广宇发展：广宇发展16年年报及一季报点评/陈天诚	2017-04-28
广宇发展：——广宇发展公司点评/陈天诚	2017-03-17

图 1: 本次修订稿与 1 月预案的主要变化

	修改前	修改后
标的资产的评 估值	91.2亿元	106.23亿元
资产作价	91.2亿元	91.2亿元
2016年底标的 NAV	53亿	
上市公司NAV	32.79亿	
估值溢价率	100.36%	100.36%
配套资金	≤87.29亿元	取消
发行价	6.81元/股	6.75元/股
发行股数	13.38亿股	13.498亿股
鲁能集团持股	45.24%	76.13%
17-19标的预 计业绩	37.81亿	37.81亿

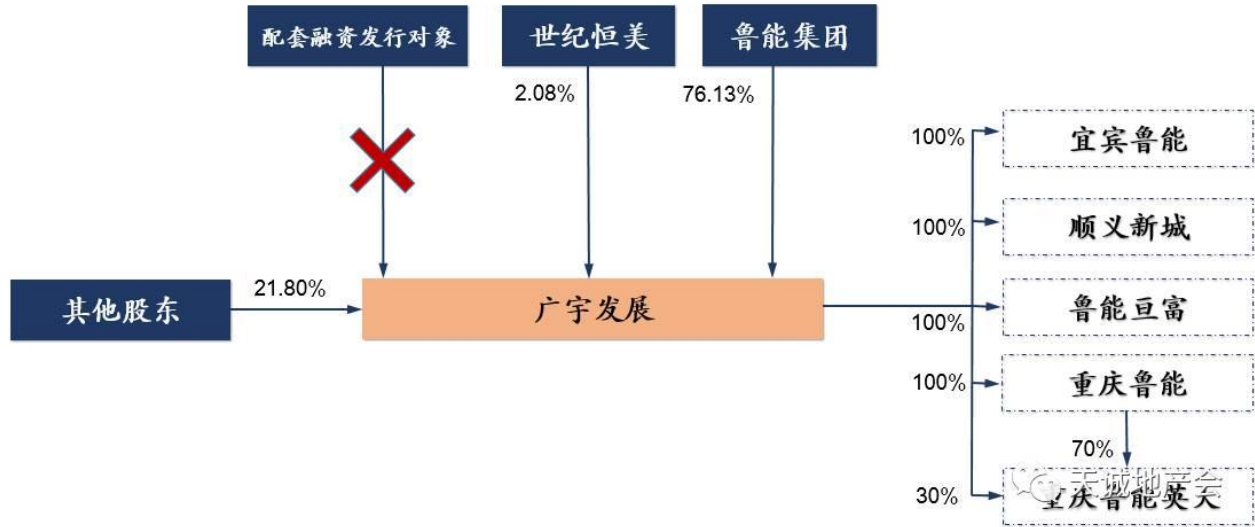
数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 2: 公司重组前的股权结构



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 3: 公司重组后的股权结构 (调整后)



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 4: 本次注入资产历年结算情况

项目名称	2017年H1	2016年	2015年	2014年
开工面积(万方)	127	424	306	95
竣工面积(万方)	99	161	55	83
结转金额(亿)	52.1	90.1	50.7	61.0
结转面积(万方)	54.6	110.6	50.3	89.2

数据来源: Wind、安信证券研究中心

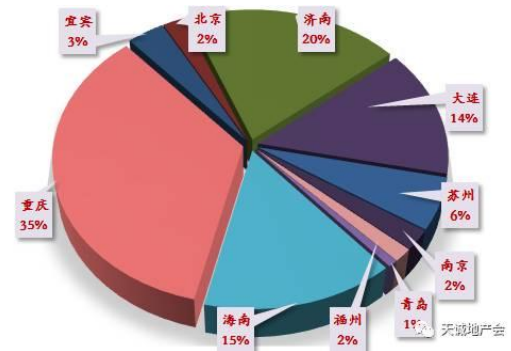
图 6: 上市公司重组前后备考数据一览

项目	本次交易前	本次交易后	本次交易前	本次交易后	变化	
	2017年H1	2017年H1备考	2016FY	2016FY备考	2017年H1	2016FY
总资产	207.71	795.85	183.57	684.02	283%	273%
总负债	174.77	719.08	150.78	607.76	311%	303%
归母净资产	22.94	76.78	22.98	76.27	235%	232%
营业收入	14.36	46.83	39.33	91.89	226%	134%
净利润	0.46	3.20	5.37	7.68	595%	43%
归母净利润	0.27	3.20	3.45	7.68	1094%	122%
总股本(亿股)	5.13	18.63	5.13	18.63	263%	263%
EPS	0.05	0.17	0.67	0.41	240%	39%

数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 8: 本次重组盈利预测及对应交易对价的 PE

图 5: 鲁能集团土地储备 (2017 年一季度)



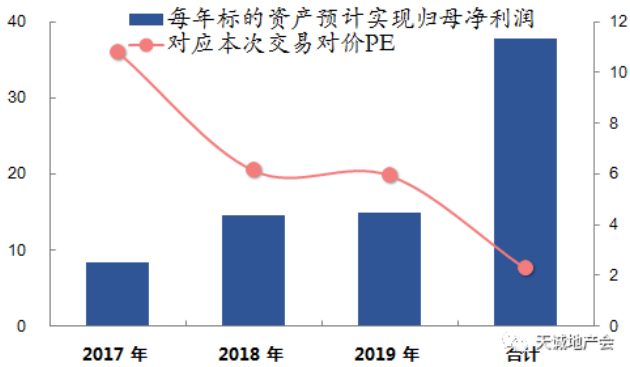
数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 7: 重组前后的盈利预测 (假设于 2017 年初已经增发完成)

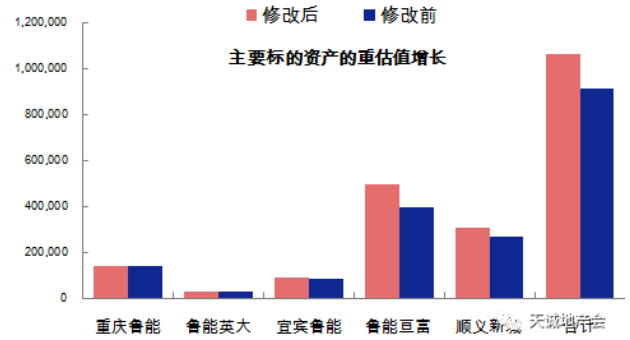
		2017E	2018E	2019E
合并后	归母净利润	15.05	20.96	22.50
	总股本	18.63	18.63	18.63
	EPS	0.81	1.13	1.21
合并前	归母净利润	4.11	5.57	6.61
	总股本	5.13	18.63	5.13
	EPS	0.80	1.09	1.29

数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 9: 主要标的资产的重估值 (万元)



数据来源: Wind、安信证券研究中心



数据来源: Wind、安信证券研究中心

■ 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