

增发助飞，提升目标价至 13 元

——世荣兆业（002016）定向增发预案点评

分析师

万 知:

☎(86-10)88366060-8780

✉ wanz@cgws.com

刘 昆:

☎(86-755) 83516214

✉ liuk@cgws.com

黄清林:

☎(86-755) 83515512

✉ huangql@cgws.com

要点：公司增发预案让利股东，资产扩大幅度大于股本扩张幅度，评估增值低、折价增发、增厚业绩和重估净资产值，提升公司目标价至 13 元。

➤ 2009 年 7 月 3 日我们给出公司目标价 12 元，公司昨日公布了资产注入预案，拟定向增发注入梁家荣持有的世荣实业 23.75% 股权，公司的定向增发预案增厚公司业绩与净资产，且公司有评估增值低、折价增发等向投资者的让利行为，我们提升目标价至 13 元。

➤ 此次的增发方案有三大亮点：

1、增发增厚业绩与重估净资产

由于世荣兆业主要资产即为世荣实业旗下的资源，资产规模与股份不同比例的扩大，将使得公司每股收益及每股重估净资产均得到增厚。之前我们预计公司 09、10 年的 EPS 为 0.2 和 0.29 元，每股 NAV 为 10.1 元，定向增发后，公司 EPS 将增厚为 0.23 和 0.32 元，每股 NAV 为 10.9 元。

2、评估增值低

根据公司的定向增发预案，截止 2009 年 6 月 30 日，世荣实业的账面净资产为 7.3 亿元，由于世荣实业主要资产为两个超大房地产项目，而项目账面成本又非常低，因此评估后整体世荣实业预估值为 40.65 亿元，增值 33.35 亿元，主要来自里维埃拉及华发水郡项目，虽然评估增值不少，但我们认为评估增值低于真实价值，广大股东将受益。

3、折价交易

本次交易的标的资产的交易价格将最终以评估机构的评估值的 85% 进行交易，因此，一方面目前预估增值较低，另一方面进行折价交易，投资者将从中获得不匪收益。

从我们跟踪的 30 多家地产公司来看，目前市场地产股普遍比 NAV 估值高出 70%，且市场已经进入土地重估时代，由于本公司业绩方面获得的支撑相对较少，我们按照股价比 NAV 溢价 20% 的保守估值，按最新增发后 NAV 提升公司目标价至 13 元，距上一交易日收盘价 8.9 元还有 46% 的空间，此外，需要提醒的是，我们的业绩预测和重估测算都是采用非常保守的假设（均价年涨 5%，折现率取 7%，具体测算见我们 7 月 3 日发布的调研简报）。

投资评级：推荐（维持）

市场数据

总市值（百万元）	3734
流通市值（百万元）	940
总股本（百万股）	461
流通股本（百万股）	116
十大流通股（%）	2.29%

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（百万）	720	687	1050
营业利润（百万）	152	338	543
净利润（百万）	84	94	132
每股收益（元/股）	0.22	0.2	0.29
PE(X)	39	40	27

相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、定向增发助飞世荣，提升目标价至 13 元

公司昨日公布了资产注入预案，拟定向增发注入梁家荣持有的世荣实业 23.75% 股权，公司的定向增发方案非常优厚，让利投资者，提升目标价至 13 元。

此次的增发方案有三大亮点：

1、增发增厚业绩与重估净资产

由于世荣兆业主要资产即为世荣实业旗下的资源，因此，持有世荣实业的股权从 76.25% 增至 100%，相当于公司资产规模扩张 31.1%，而本次增发股本总数不超过 10100 万股（增发前总股本为 46150 万股），相当于扩大股本 21.9%。资产规模与股份不同比例的扩大，将使得公司每股收益及每股重估净资产均得到增厚。之前我们预计公司 09、10 年的 EPS 为 0.2 和 0.29 元，每股 NAV 为 10.1 元，定向增发后，公司 EPS 将增厚为 0.23 和 0.32 元，每股 NAV 为 10.9 元。

2、评估增值低，让利股东

根据公司的定向增发预案，截止 2009 年 6 月 30 日，世荣实业的账面净资产为 7.3 亿元，由于世荣实业主要资产为两个超大房地产项目，而项目账面成本又非常低，因此评估后整体世荣实业预估值为 40.65 亿元，增值 33.35 亿元，主要来自里维埃拉及华发水郡项目，虽然评估增值不少，但我们认为评估增值低于真实价值，广大股东将受益。

预估增值中流动资产对应的即里维埃拉项目，评估增值额为 21.5 亿元，目前该项目约有 350 万平米未结算资源，合每平米增值仅 614 元，而按目前售价下的本项目盈利情况（净利率为 21%，售价 4800 元/平米），每平米增值至少为 1000 元，这还只是基于目前的房价进行的测算。

另外一块评估增值的部分为长期股权投资，对应的即是华发水郡项目。华发水郡项目总建筑面积约 46 万平方米，目前未结算面积也为 46 万平方米。本项目评估增值 7.9 亿元，合每平米增值 1717 元/平方米，同样是增值较低。目前华发水郡的销售均价为 1 万元/平米，独栋销售均价达到 15000 元/平米，本项目净利率预计为 18.8%，每平方米增值至少为 1880 元。同样，评估增值显著低于真实价值。

此外，目前这两个项目销售速度越来越快，预计随着项目周边环境的改善，项目的提价空间仍然较大。

3、折价交易

本次交易的标的资产的交易价格将最终以评估机构的评估值的 85% 进行交易，因此，一方面目前预估增值较低，另一方面进行折价交易，投资者将从中获得不菲收益。

从我们跟踪的 30 多家地产公司来看，目前市场地产股普遍比 NAV 估值高出 70%，且市场已经进入土地重估时代，由于本公司业绩方面获得的支撑相对较少，我们按照股价比 NAV 溢价 20% 的保守估值，按最新增发后 NAV 提升公司目标价至 13 元，距上一交易日收盘价 8.9 元还有 46% 的空间，此外，需要提醒的是，我们的业绩预测和重估测算都是采用非常保守的假设（均价年涨 5%，折现率取 7%，具体测算见我们 7 月 3 日

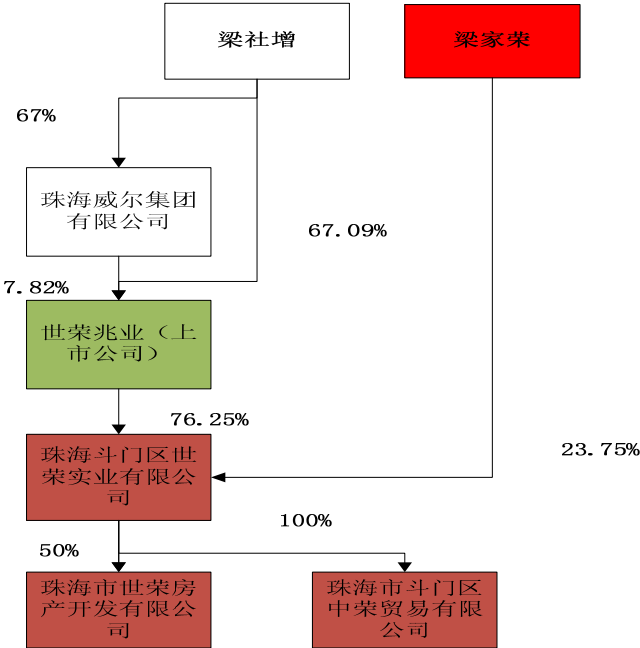
发布的调研简报)。

二、增发预案简要概述

1、注入梁家荣持有的世荣实业 23.75%

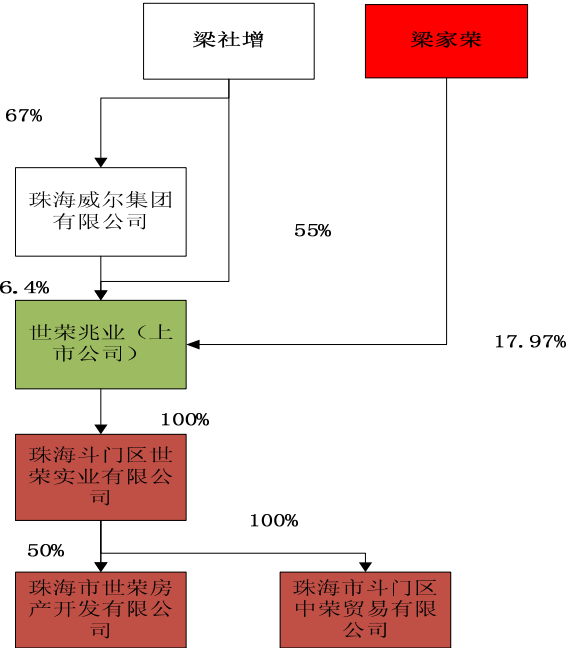
公司拟向梁家荣（实际控制人梁社增之子）进行定向增发，收购其持有的珠海斗门区世荣实业有限公司 23.75%的股权。由于上市公司世荣兆业基本上所有资产均在珠海斗门区世荣实业有限公司名下，因此，此次增发若成功，相当于公司资产规模、业绩、重估值等均扩大 31%。而实际控制权不会发生变化，仍为梁氏家族企业，合计控制上市公司 77.1%股权。

图 1：拟注入股权为梁家荣所持世荣实业 23.75%股权



数据来源：公司公告、长城证券，注：梁家荣为梁社增之子

图 2：注入成功后后股权构架



数据来源：公司公告、长城证券，注：梁家荣为梁社增之子

2、增发对价

公司发行价格为定价基准日前 20 个交易日均价 8.12 元/股，拟发行的股份将根据标的资产的交易价格确定，数量将不超过 10100 万股，目前标的资产预估值为 9.65 亿元，最终交易价格以资产评估机构出具的评估报告的评估值为准，按评估值的 85% 确定交易价格。

3、评估增值情况

	2009 年 6 月 30 日账面值	评估值	增值	增值项目
流动资产	131574	386046	254472	里维埃拉项目
长期股权投资	29035	108228	79193	华发水郡项目
合计	160609	494274	333665	

单位：万元

研究员介绍:

万 知: 经济学硕士, 一年大型上市房地产企业投资管理经验, 出版证券投资专著一本; 2008 年加入长城证券, 任房地产行业研究员。

黄清林: 管理学硕士, 注册会计师 (CPA), 中级经济师, 三年大型上市房地产企业投资管理经验, 2008 年 1 月加入长城证券, 任房地产行业研究员。

刘 昆: 管理学硕士, 拥有五年证券研究工作经验, 具备证券投资咨询资格、期货从业资格; 2007 年加入长城证券, 任房地产行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司 (以下简称长城证券) 向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%; 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间; 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间; 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上; 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间; 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间; 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券研究所
地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: **100044**

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>