

房地产开发Ⅲ

李少明 首席分析师

010-66276931

lishaoming@cjis.cn

6-12个月目标价: 22元

当前股价: 11.26元

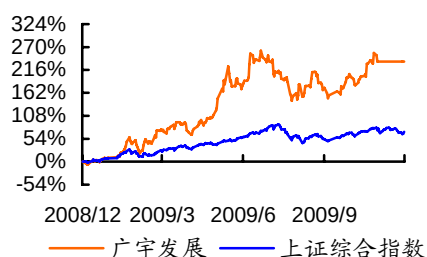
评级调整: 提升

基本资料

上证综合指数	3153.41
总股本(百万)	513
流通股本(百万)	513
流通市值(亿)	58
EPS (TTM)	/
每股净资产(元)	1.34
资产负债率	75.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
广宇发展	9.96	34.69	30.02
上证综合指数	-2.18	10.51	7.91



相关报告

《广宇发展-计提坏账准备造成08年亏损, 09年有望扭亏》2009-2-25

《鲁能地产的旗舰?》2007-9-12

广宇发展

000537

强烈推荐

鲁能集团倾力打造地产旗舰, 公司高增长可期

投资要点:

- 本次鲁能集团向公司注入重庆、宜宾、济南、海南等城市7家公司100%的权益或剩余权益, 鲁能集团倾力打造鲁能地产旗舰。注入二级开发用地建筑面积950万平方米, 一级开发1万亩地。公司二级可开发用地迅速从334万平方米迅速提升至1122万平方米, 一举跨入国内上市的千万级土地储备地产公司的行列, 开发实力晋升至居国内房地产公司前十, 并成为海南国际旅游岛最具实力的开发上和真正的地王。
- 本次注资将大幅提升公司的综合竞争能力、市场拓展能力、资源控制能力和后续发展能力, 进一步提升广宇发展的抗风险能力、盈利水平和可持续发展的能力。
- 注入资源价格低廉, 楼面地价546元/平米, 开发价值凸现。据注入资产的预估值59.2亿元以及广宇发展原有股东的权益7.2亿元, 计算注资后公司拥有的权益建筑面积1216万平方米的楼面地价仅为546元/平米, 相对于上述资源所在地的住宅售价, 注入的资源所在地房价涨幅小, 政策调控风险小, 本次集团注入的资源价格非常低廉, 开发价值凸现, 充分表明鲁能集团倾力打造鲁能地产旗舰的态度。鲁能集团在注资方案中曾承诺集团的房地产业务在符合条件的背景下将全部进入上市公司。
- 注资后的全部土地资源1200万平方米的开发将带来158亿元净利润(折现后), 再加上增发后公司权益63.44亿元, 公司重估值为221.4亿元, 即每股RNAV=18.26元。上述盈利未含三亚1万亩土地一级开发和可能的二级联动带来的盈利、宜宾后续二期可能拿地开发带来的盈利、海口盈滨岛(规划5000亩)仍可能拿地的情况。
- 注资后公司10-11年净利润复合增长285%。据统计, 注入的7家公司09年1-9月份的销售收入32.6亿元(销售面积74万平方米), 预计09年全年销售收入53亿元, 扣除09年少量结算款, 09年将余37-42亿元预收账款供2010年结算, 注资后2010年公司的业绩有保障。明年公司可售资源更多, 销售金额有望超过70亿元。假定09-11年结算6.2、42、82亿元销售收入, 则09-11年EPS为0.20、0.64、1.27元(10-11年为摊薄数)。
- 注资后的公司综合竞争优势迅速提升至一线地产方阵, 有享受一线地产RNAV溢价交易的潜力, 未来6-12个月合理估值为22元。投资评级由09年初的“推荐”提升至“强烈推荐”评级。短期看, 公司股价RNAV折价62%交易, 估值优势凸现。中长期看, 土地储备多、综合开发实力超强, 在全国排名前15位的鲁能地产剩余资产整体上市令人期待。此外, 上市公司可望持续获得三亚1万亩土地一二级联动开发, 宜宾后续二期开发, 海口盈滨岛后续开发资源, 以及集团在北京和大连的开发用地。综上, 我们认为应给予公司一定的估值溢价。

风险提示: 注意注入进程、行业发展、资本市场估值变化对公司估值等方面的影响。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1719	619	4037	6632
同比(%)	77%	-64%	552%	64%
归属母公司净利润(百万元)	-39	100	776	1543
同比(%)	-179%	156%	675%	99%
毛利率(%)	27.7%	38.9%	43.5%	54.0%
ROE(%)	-8.9%	18.6%	39.1%	46.8%
每股收益(元)	-0.08	0.20	0.64	1.27
P/E	-134.41	52.40	6.77	3.40
P/B	11.97	9.74	2.65	1.59
EV/EBITDA	50	35	5	3

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、注资前公司资产经营良好，控股人为鲁能集团	4
1.1 公司基本情况与股权归属情况	4
1.2 五年磨砺—终度难关，整体上市轻装上阵	5
1.3 鲁能星城等项目成功运作彰显鲁能地产开发实力	5
二、本次注资拉开鲁能地产整体上市序幕	6
2.1 发行股份购买鲁能部分房地产业务拉开鲁能地产整体上市序幕	6
2.2 首次注入建筑面积 950 万平米储备，打造鲁能地产旗舰	7
2.3 鲁能地产全国百强企业成长性第三，持续优质资产注入可期	10
2.4 避免同业竞争，鲁能集团承诺持续支持广宇发展实现整体上市	12
三、本次注入资源所在城市房地产市场分析	14
3.1 重庆市房地产市场分析	14
3.1.1 短期供小于需，价格涨幅落后于大多数重点城市	14
3.1.2 重庆房地产市场占比不断提升，重庆房市的重要性凸显	14
3.1.3 重庆房地产市场增长空间仍大	15
3.2 海南房地产市场—国际旅游岛提升长期房地产需求	16
3.3 济南房地产市场—仍处稳定增长长期中	16
四、本次注资后全部项目 NAV158 亿元	16
4.1 山东鲁能亘富	16
4.2 海南鲁能广大置业	17
4.3 海南三亚湾	17
4.4 海南英大	17
4.5 海南盈滨岛	17
4.6 重庆鲁能开发（集团）有限公司	18
4.7 宜宾鲁能开发（集团）有限公司	18
4.8 注资后低廉的土地成本带来巨量的净利润—158 亿元	19
五、本次注资后公司投资价值分析	22
5.1 本次注入土地价格资源低廉，开发价值高	22
5.2 本次注资完成后每股 RNAV=18.26 元	22
5.3 盈利预测—09-11 年 EPS 分别为 0.20、0.64、1.27 元	23
5.4 合理估值—未来 6-12 个月 22 元	23

图 表

图 1：本次重组前广宇发展的权属关系	4
图 2：公司资产负债率情况	5
图 3：公司销售费用、管理费用占比和毛利率	5
图 4：本次重组完成前标的公司的股权结构图如下	7
图 5：本次重组完成后标的公司的股权框架图如下	7
图 6：注入后土地储备分布图	8
图 7：鲁能集团主要下属核心关联公司控制图	12
图 8：尚未注入资产：大连·优山美地	13
图 9：尚未注入资产：大连·优山美地	13
图 10：尚未注入资产：北京·顺义新城	13

图 11: 重庆可售房源库存情况	14
图 12: 重庆商品成交情况	14
图 13: 重庆住宅成交均价、供应量和成交量	14
图 14: 22 个主要城市 09 年 11 月与 09 年 1 月房价比较	15
图 15: 2004 年-2009 年 10 月主要内陆城市销售金额占比	15
图 16: 2004 年-2009 年 10 月主要城市销售面积比	15
图 17: 济南·领秀城	20
图 18: 重庆·鲁能新城	20
图 19: 重庆·南岸茶园	21
图 20: 宜宾·山水绿城	21
图 21: 海口·盈滨半岛	21
图 22: 海口·海蓝椰风	21
图 23: 三亚·山海天	21
图 24: 三亚·三亚湾新城	21
图 25: 三亚·三亚湾 MALL	21
图 26: 三亚·三亚湾新城	21
图 27: 三亚湾总体规划图	22
表 1: 广宇发展原有开发项目	6
表 2: 非公开发行方案简介	6
表 3: 本次注入股权情况	8
表 4: 本子资产注入后项目列表	9
表 5: 本次未注入公司的鲁能集团的开发项目	13
表 6: 人均 GDP 水平对应的住宅业发展阶段	16
表 7: 注入后归属上市公司项目列表以及估值	19

一、注资前公司资产经营良好，控股人为鲁能集团

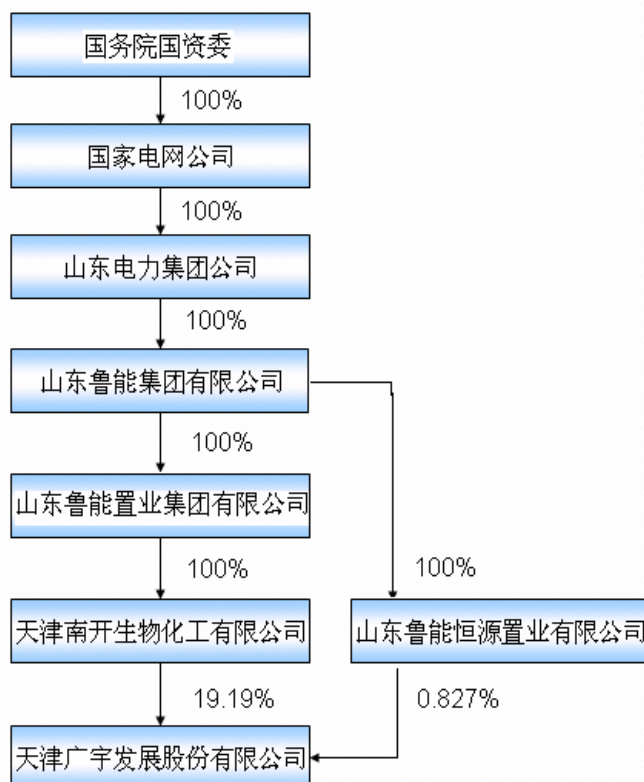
1.1 公司基本情况与股权归属情况

广宇发展（000537）自上市以来，已经三易其主，其从津国商到广宇发展的股权更迭过程，请参看笔者于 2007 年 9 月 12 日撰写的《鲁能地产的旗舰？》一文。目前，广宇发展是一家主营房地产开发的房地产企业，主要经营范围为：房地产开发(二级),物业管理(按资质证书核定项目承接业务); 国内贸易, 旅游信息咨询服务; 科技开发、研究, 房屋销售、建筑材料、装饰材料。最近三年, 南开生化均为公司的控股股东, 南开生化的实际控股股东又为山东鲁能集团, 山东鲁能集团归属国资委旗下, 即广宇发展的最终实际控制人为国资委。

最近鲁能集团通过股权划转取得广宇发展 20.017%的股权, 公司实际控股股东仍为中国国资委。

2009 年 12 月 7 日, 鲁能集团分别与南开生化和恒源置业两家公司签订了《国有股权无偿划转协议》, 南开生化和恒源置业分别拟将其持有的本公司 98,391,430 股(占本公司总股本的 19.19%)和 4,241,500 股(占本公司总股本的 0.827%)全部无偿划转给鲁能集团。本次股权划转完成后, 鲁能集团将持有本公司 102,632,930 股, 占本公司总股本的 20.017%, 为本公司第一大股东。目前正在按国有资产管理的有关规定办理相关审批手续。本次股权划转不导致公司实际控制人的变化。

图 1: 本次重组前广宇发展的权属关系



资料来源: 上市公司, 中投证券研究所

1.2 五年磨砺 - 终度难关，整体上市轻装上阵

2004年重组完成之后，由于不断消化之前重组带来的不良资产，公司前几年处于微利或者亏损阶段，经过一系列大刀阔斧的剥离不良资产运作，截止至2009年上半年公司已计提包括坏账准备、跌价准备、长期股权投资减值准备以及无形资产减值准备等共计54046万元。公司已将可能产生坏账的资产全部进行了计提。公司已甩掉历史包袱盈利改善，09年3季度已预告09年净利润0.8-1.2亿元，为鲁能集团整体上市轻装上阵做好了准备。

近年，公司资产负债率一直保持稳定水平，扣除预收帐款之后的资产负债率逐年下降，预收帐款比例逐步提升，对房地产企业来说，预售帐款比例增加意味着房屋预售顺利。

回顾我们2007年《鲁能地产的旗舰？》一文，会发现，公司的发展道路和我们当初预期的相符，自2004年重组以来，历经5年时间，一方面，公司不断剥离、消化重组时引入的不良资产，另一方面，公司的毛利率逐年提高，费用下降明显，显示企业的经营能力在不断增强。

图2：公司资产负债率情况

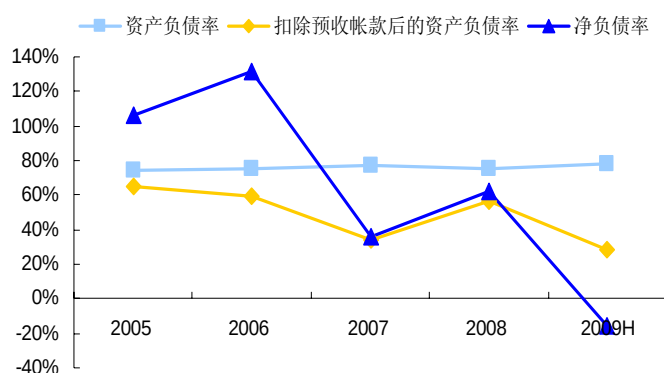
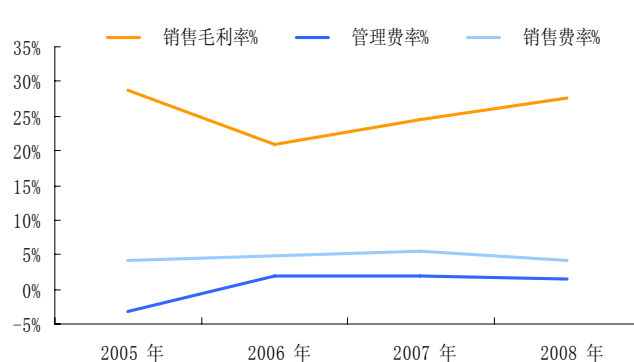


图3：公司销售费用、管理费用占比和毛利率



资料来源：上市公司，中投证券研究所

1.3 鲁能星城等项目成功运作彰显鲁能地产开发实力

为支持广宇发展，早在05年，鲁能集团就将重庆鲁能星城项目优质项目65%的股权等注入广宇发展，截止到停牌前广宇发展尚余建筑面积约334万平方米未销售开发结算。该项目在重庆是人气最旺楼盘之一，鲁能地产的扛鼎之作，荣获了中国百强企业突出贡献项目奖，该等项目的成功运作彰显了鲁能地产的实力与市场竞争优势。近年来，广宇发展的全部利润来源主要依靠重庆鲁能星城的贡献。

鲁能星城项目：位于重庆北部城区溉澜溪片区五童路两侧，项目总占地105公顷，总建筑面积约355.48万平方米，项目为分期大盘开发。鲁能星城推出后，成交一直火爆，就是在2008年楼市低迷的背景下，仍然缔造了一个个辉煌的记录。在2008年秋交会上成交金额突破4.7亿元，成交面积10.7万平方米，成交套数1015套，一举摘得2008年重庆房地产秋交会成交金额、面积、套数3项冠军，更荣登全国重点城市单盘销售榜首。2008年鲁能星城4个月时间完成年度销售目标10.3亿，荣登08年重点城市单盘成交面积第二，成交金额第三的佳绩。

与 05 年同时注入的其他两个优质项目鲁能山水绿城已在 08 年推向市场，鲁能领秀城也有计划在 2010 年开工建设并推向市场（下文将详细介绍项目情况）。

表 1：广宇发展原有开发项目

单位：万平方米

	城市	权益%	产品类型	占地面积	建面	权益建面
鲁能山水绿城	宜宾	35	普通住宅（毛胚）	103	243	81
鲁能星城	重庆	65.5	普通住宅（毛胚）	51	243	159
鲁能领秀城	重庆	65.5	普通住宅（毛胚）	110	143	94
合计				263	629	334

资料来源：上市公司，中投证券研究所

二、本次注资拉开鲁能地产整体上市序幕

2.1 发行股份购买鲁能部分房地产业务拉开鲁能地产整体上市序幕

为加快国有企业的股份制改革，大力推进改制上市，提高上市公司质量。积极支持资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市，鼓励已经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式，把主营业务资产全部注入上市公司的精神，鲁能集团决定推进旗下房地产业务整体上市工作。鲁能集团将旗下七家房地产公司的股权注入广宇发展，是实现鲁能集团房地产业务整体上市的第一步重要步骤。

本次公司拟向鲁能集团非公开发行股份购买其持有的七家房地产公司的股权。鲁能集团拟注入的资产预估值 59.2 亿元，公司本次重组拟发行不超过 70,000 万股，发行价为 9.88 元/股。

表 2：非公开发行方案简介

发行对象	鲁能集团
收购资产	鲁能旗下七家房地产公司股权
发行股份数量	不超过 70000 万股
发行价格	9.88 元/股
限售期	非公开发行完成之日起，36 个月

资料来源：公司公告、中投证券研究

图 4：本次重组完成前标的公司的股权结构图如下

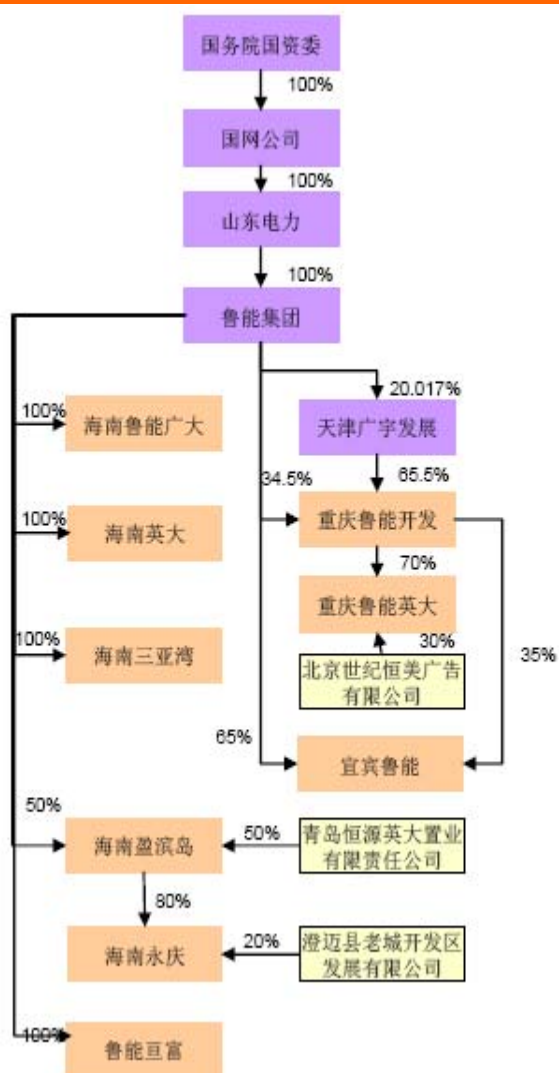
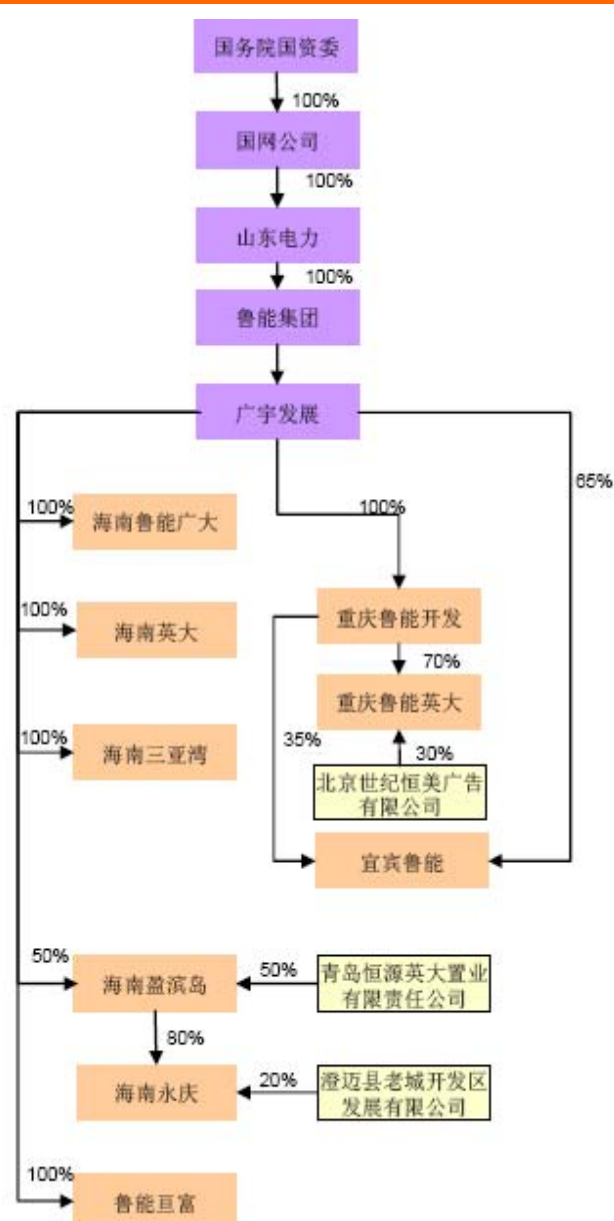


图 5：本次重组完成后标的公司的股权框架图如下



2.2 首次注入建筑面积 950 万平米储备，打造鲁能地产旗舰

这此增发，鲁能集团将近一半优质资产注入上市公司，和我们之前预期的，要把广宇发展打造成鲁能集团房地产业务的旗舰的判断完全一致。随着此次定向增发完成，广宇发展在鲁能集团房地产旗舰的定位已非常明确，相信不久，鲁能集团将择机将剩余优质资产再次注入广宇发展。

本次广宇发展拟定发行股票购买鲁能集团其持有的下属七家房地产公司的股权情况如下。

1. 重庆鲁能 34.5% 的股权（65.5% 股权已在上市公司）；2. 宜宾鲁能 65% 的股权（35% 股权已在上市公司）；3. 海南鲁能广大 100% 的股权；4. 海南三亚湾 100% 的股权；5. 海南盈滨岛 50% 的股权；6. 鲁能亘富 100% 股权 7. 海南英大 100% 股权。。

上述资产预估值为 59.2 亿元。本次非公开定向增发完成之后，重庆鲁能、宜宾鲁能、海南鲁能广大、海南三亚湾、鲁能巨富、海南英大的 100% 股权，将全部归属上市公司，同时，海南盈滨岛的 50% 股权也一并置入上市公司，注入这七家项目公司股权之后，上市公司权益土地储备建筑面积将从 334 万平米提升至 1289 达到 1200 万平米，增发完成后，鲁能集团将成为广宇发展第一大股东，持股比例达到 66.258%，仍为公司第一大控股股东。

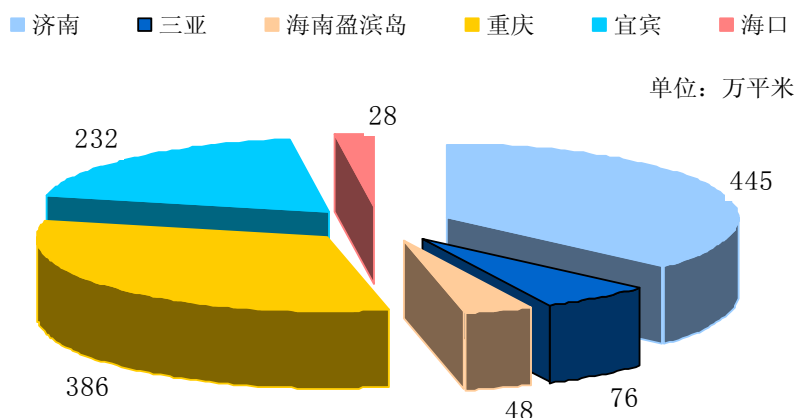
本次拟注入的 7 家房地产公司，竣工未结算和在建、拟建项目一共 53 个，分布在济南、三亚、海口、海南市澄迈县、重庆、宜宾五个地区，其中济南 8 个项目，三亚 12 个项目，海口 3 个项目，澄迈县盈滨岛 5 个项目，重庆 10 个项目，宜宾 15 个项目，这 53 个项目总占地面积 1223.5 万平米，总规划建筑面积约为 1288 万平米，权益建筑面积提升至 1216 万平米以及三亚 10297.65 亩一级土地开发项目。

上述注资完成后，上市公司将 100% 拥有重庆的鲁能新城、重庆鲁能领秀城、宜宾鲁能山水绿城、济南鲁能领秀城、三亚湾新城、海口海蓝椰风 7 个项目以及海南盈滨岛项目 50% 的权益。

根据我们测算，本次注资完成后公司上述储备项目楼面地价将不高于 600 元/平米，与目前上述项目的销售价格相比，储备成本非常低廉，广宇发展将因本次的注资经营规模、盈利能力等步入高速增长阶段。成为在全国性二三线城市开发的龙头企业。若鲁能集团剩余资产-北京、大连等地项目随之顺利注入公司将进入全国性大型综合性房地产开发商的第一梯队。

本次注资完成后，公司也将晋升为拥有海南国际旅游岛土地资源最多的全国性房地产开发商。

图 6：注入后土地储备分布图



资料来源：上市公司，中投证券研究所，注：此处土地储备指权益建面

表 3：本次注入股权情况

	本次注入股权	上市公司原有股权	上市公司最终股权
重庆鲁能	34.5%	65.5%	100%
宜宾鲁能	65%	35%	100%
海南鲁能广大	100%	0%	100%
海南三亚湾	100%	0%	100%

海南盈滨岛	50%	0%	100%
鲁能亘富	100%	0%	100%
海南英大	100%	0%	100%

来源：上市公司，中投证券研究所

表 4：本子资产注入后项目列表（已考虑权益）

（单位：平米）

项目名称	城市	权益%	开发商	占地面积	规划建筑面积	权益建筑面积
鲁能领秀城·中央公园	济南	100	东鲁能亘富开发有限公司	142,300	370,000	370,000
鲁能领秀城 A1 地块	济南	100	东鲁能亘富开发有限公司	75,028	100,538	100,538
鲁能领秀城 B 街区	济南	100	东鲁能亘富开发有限公司	98,444	177,200	177,200
鲁能领秀城 D 地块	济南	100	东鲁能亘富开发有限公司	81,600	274,200	274,200
鲁能领秀城 E1 地块	济南	100	东鲁能亘富开发有限公司	62,700	138,400	138,400
鲁能领秀城 F 地块	济南	100	东鲁能亘富开发有限公司	66,900	89,200	89,200
鲁能领秀城二期工程	济南	100	东鲁能亘富开发有限公司	1,134,500	1,816,900	1,816,900
鲁能领秀城三期工程	济南	100	东鲁能亘富开发有限公司	1,104,600	1,486,000	1,486,000
小计				2,766,073	4,452,438	4,452,438
鲁能三亚湾度假底层住宅项目	三亚	100	海南鲁能广大置业有限公司	32,582	12,519	12,519
鲁能三亚湾度假高公寓	三亚	100	海南鲁能广大置业有限公司	13,378	9,330	9,330
鲁能·三亚湾度假区 B-1-15 地块项目	三亚	100	海南鲁能广大置业有限公司	16,138	13,870	13,870
鲁能·三亚湾美丽城一区二期	三亚	100	海南鲁能广大置业有限公司	216,185	154,383	154,383
鲁能·三亚湾美丽 MALL55 亩地项目	三亚	100	海南鲁能广大置业有限公司	36,666	34,745	34,745
鲁能·三亚湾高尔夫二区	三亚	100	海南鲁能广大置业有限公司	255,515	63,800	63,800
山海天三期项目	三亚	100	海南鲁能广大置业有限公司	17,010	20,412	20,412
鲁能·三亚湾新城·美丽 MALL 一期 1#8# 楼项目	三亚	100	海南鲁能广大置业有限公司	32,686	57,624	57,624
鲁能三亚湾游艇湾一区一期	三亚	100	海南三亚湾新城开发有限公司	186,321	67,692	67,692
美丽 MALL 二期项目	三亚	100	海南三亚湾新城开发有限公司	10,436	17,016	17,016
606 项目	三亚	100	海南三亚湾新城开发有限公司	218,930	144,300	144,300
508 地块项目	三亚	100	海南三亚湾新城开发有限公司	150,586	160,382	160,382
鲁能·海蓝椰风二期	海口	100	海南英大房地产开发有限公司	170,892	86,968	77,730
鲁能·海蓝椰风三期	海口	100	海南英大房地产开发有限公司	89,348	41,100	35,990
鲁能·海蓝椰风后期项目	海口	100	海南英大房地产开发有限公司	427,394	170,958	170,958
海南盈滨岛一405 亩项目	澄迈县	50	海南盈滨岛置业有限公司	267,272	91,198	45,599
海南盈滨岛一87 亩项目	澄迈县	50	海南盈滨岛置业有限公司	58,000	20,300	10,150
海南盈滨岛一10 块土地储备	澄迈县	50	海南盈滨岛置业有限公司	1,812,896	362,579	181,290
海南盈滨岛一458 亩项目	澄迈县	40	海南盈滨岛置业有限公司	305,335	106,867	42,747
永庆生态文化旅游区项目	澄迈县	40	海南盈滨岛置业有限公司	2,519,400	503,880	201,552
小计				6,836,970	2,139,923	1,522,088
鲁能星城三期一8 街区	重庆	100	重庆鲁能开发（集团）有限公司	50,400	215,209	215,209
鲁能星城五期一9, 10 街区	重庆	100	重庆鲁能开发（集团）有限公司	115,651	534,308	534,308
鲁能星城四期一11 街区	重庆	100	重庆鲁能开发（集团）有限公司	85,129	383,931	383,931
鲁能星城 12 街区项目	重庆	100		57,399		
鲁能星城 12 街区项目住宅部分	重庆	100	重庆鲁能开发（集团）有限公司		252,509	252,509
鲁能星城 12 街区项目商业部分	重庆	100	重庆鲁能开发（集团）有限公司		8,868	8,868

鲁能星城 5 街区项目		100		66,947		
鲁能星城 5 街区项目住宅部分	重庆	100	重庆鲁能开发（集团）有限公司	222,214	222,214	
鲁能星城 5 街区项目商业部分	重庆	100	重庆鲁能开发（集团）有限公司	7,315	7,315	
鲁能星城 13 街区项目	重庆	100	重庆鲁能开发（集团）有限公司	43,600	290,800	290,800
鲁能星城 6 街区项目	重庆	100	重庆鲁能开发（集团）有限公司	89,390	515,000	515,000
鲁能领秀城	重庆	100	重庆鲁能开发（集团）有限公司	1,095,900	1,429,200	1,429,200
鲁能山水绿城·林中漫步	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	52,521	115,000	11,500
鲁能山水绿城·鑫空间	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	64,566	286,000	286,000
鲁能山水绿城·鑫领寓项目	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	89,151	288,796	288,796
鲁能山水绿城·财富中心项目	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	59,816	224,682	224,682
鲁能山水绿城·D0809 地块项目	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	85,691	167,650	167,650
鲁能山水绿城·B05 地块项目	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	155,092	328,000	328,000
鲁能山水绿城·B07 地块项目	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	71,354	172,300	172,300
鲁能山水绿城·B11 地块项目	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	19,109	38,218	38,218
鲁能山水绿城·B16 地块项目	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	64,967	119,100	119,100
鲁能山水绿城·B18 地块项目	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	87,482	159,400	159,400
鲁能山水绿城·B22D03 地块项目	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	86,605	169,000	169,000
鲁能山水绿城·C03 地块项目	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	56,055	103,100	103,100
鲁能山水绿城·D06 地块项目	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	64,969	135,000	135,000
鲁能山水绿城·D07 地块项目	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	47,980	90,000	90,000
鲁能山水绿城·D13 地块项目	宜宾	100	宜宾鲁能（开发）集团有限公司	22,243	30,500	30,500
小计				2,632,017	6,286,100	6,182,600
合计				12,235,060	12,878,461	12,157,126

资料来源：公司公告、中投证券研究所。

注：上述项目列表已经剔除 07 年已经竣工的项目；未考虑鲁能集团和三亚政府签订的 10297.65 亩一级土地开发面积。

2.3 鲁能地产全国百强企业成长性第三，持续优质资产注入可期

2.3.1 山东鲁能集团有限公司—全国一流现代企业集团

成立于 2002 年 12 月 12 日，法定代表人徐鹏，注册资本 100 亿元。经营范围包括：投资于电力产业、采矿业、制造业、房地产业、建筑业、交通运输和仓储业、住宿和餐饮业、金融业、科学研究和综合技术服务；批发和零售贸易；企业管理服务。鲁能集团一直致力于建设“资源型，公众型；集团化，国际化；资产质量优良，经营业绩优秀”的“两型两化两优”全国一流现代企业集团。

2.3.2 鲁能集团房地产—百强企业“成长性”第三位、“规模性”第四位

鲁能集团 1992 年进入房地产领域，至今已有 15 年房地产开发历史，鲁能集团在山东、北京、海南、重庆、四川、辽宁、福建、宁夏等省（市区）的 10 多个大中城市，已建成和正在开发一批大型城市基础设施和房地产项目。

鲁能置业集团公司隶属鲁能集团，专业从事基础设施投资及房地产的开发、经营和管理。成立于 1992 年 9 月，为鲁能集团的全资子公司，注册资本 7.09 元。截止 2007 年底，鲁能置业资产总规模 212 亿，荣获中国“十大地产品牌”是中国国家建设部审查通过的具有国家一级资质的房地产开发企业。

鲁能置业开发的物业种类有高档别墅、公寓、写字楼、酒店等，开发项目分布于北京、海口、三亚、重庆、宜宾、济南、青岛、大连、银川、厦门等十几个省市和地区，并拥有济南贵和皇冠假日、海南三亚山海天和泰安东尊华美达大酒店三家五星级酒店，形成了“集团化发展、专业化运作、规范化管理、品牌化经营”的良好发展局面，建成了一大批具有较大影响的房产项目。

2004 年，鲁能地产荣获“中国十大地产品牌”称号。2006 年 3 月，鲁能置业集团荣获 2006 中国房地产百强企业，综合实力排名第十二。2008 年，被评为中国房地产百强企业“成长性”第三位、“规模性”第四位。公司开发的北京优山美地别墅项目、重庆鲁能星城项目荣获百强企业突出贡献项目奖。鲁能房地产综合开发实力强。年建设规模由公司成立之初的 74 万平米增长到 2008 年的 500 万平米。

2.3.3 鲁能集团旗下地产业务体量大，成本低，开发价值高

本次置入公司的主要项目

济南鲁能领秀城：总体规划用地约 5000 亩，总建筑面积 324 万平方米。2005 年 7 月开工。项目由山东鲁能恒源置业有限公司 100% 控股，公司成立于 2003 年 6 月 16 日，注册地址济南市市中区经三路 61 号，注册资本 220,500 万元，鲁能集团出资占比 100%，法定代表人为孙瑜，经营范围为房地产开发经营等。

海口海蓝椰风：开发占地面积 1680 亩，建筑面积 50 万平方米。一期 4.8 万平方米工程已经竣工。

三亚湾新城：总占地面积 6.87 平方公里。其中，三亚湾美丽城占地 1800 亩，发展美丽产业，集选美、影视、演艺、会展与拍卖等功能为一体。

重庆鲁能星城：总占地 1885 亩，共分七期开发，于 2004 年 5 月正式动工，计划 2010 年开发完毕，销售形势良好。重庆鲁能星城荣获“中国第一教育大盘”称号。

宜宾房地产：规划总面积 6.58 平方公里，其中首期 3.5 平方公里，于 2003 年 7 月正式开工。项目中的“碧峰园”小区，荣获“中国十大景观楼盘”和“中国优秀居住环境楼盘”称号，“山水庭院”小区荣获“中国最佳景观户型”称号，“山水绿城 C 街区”荣获“詹天佑大奖优秀住宅小区金奖”称号。

此外，重庆茶园、海南鲁能广大、海南英大、海南盈滨岛等房地产公司也是本次资产重组中注入的主要对象。

2.3.4 本次未计划置入公司的主要项目

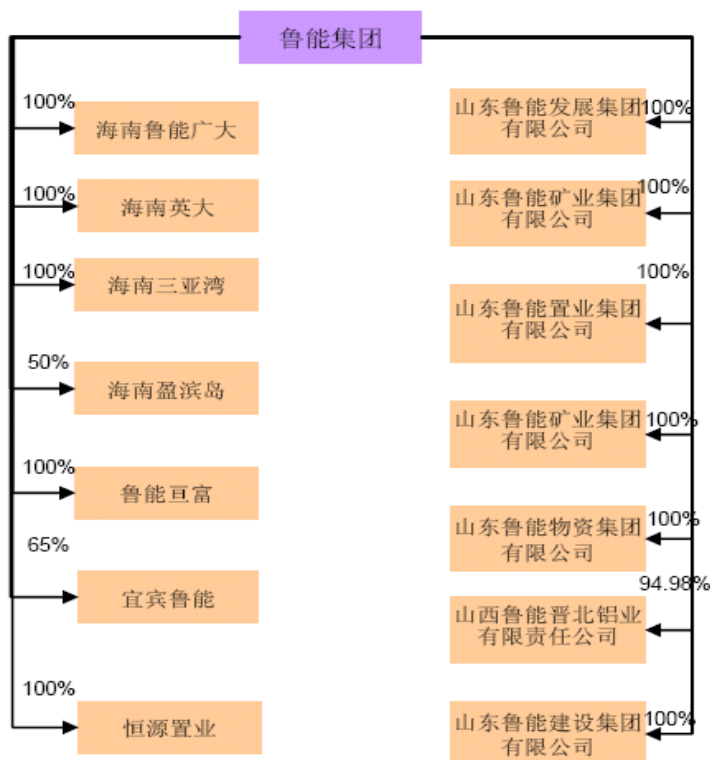
大连东方·优山美地：由 A、B 两个区域组成。优山美地 A 区与十里黄金海岸相接，占地 190 万平方米，建筑面积 150 万平方米，规划为国际化高尚社区、滨海商业区等；东方优山美地 B 区占地 110 万平方米，建筑面积 60 万平方米，拟规划为海洋温泉生态苑及休闲、度假社区。物业种类囊括欧式、美式、地中海式独栋别墅、联排别墅、花园洋房、高层公寓等，将国际文化与蓝色海洋生活相融合，以浓郁的国际风情渲染浪漫的时尚社区生活。

北京优山美地：占地 1000 亩，总建筑面积 40 万平方米，正在开发。北京优山美地项目荣获“中国房地产十大超级豪宅”、“中国最具投资价值别墅”等

称号。

鲁能·顺义新城：第一区 08 年 11 月开盘。鲁能·顺义新城是北京市重点发展的三大新城之一。占地 9.77 平方公里的鲁能·顺义新城第一区将建设成为以产业带动为先导、以国际交往功能为核心，以滨水、生态、国际、活力、宜居为特色，充满活力与魅力的国际化新城。

图7：鲁能集团主要下属核心关联公司控制图



2.4 避免同业竞争，鲁能集团承诺持续支持广宇发展实现整体上市

2.4.1 本次资产注入预案中，大股东承诺如下

- 在广宇发展已开展地产开发业务的城市，鲁能集团不再从事新的房地产业务。
- 在广宇发展进行房地产开发的城市中，若广宇发展因资金实力不足等原因不足以获得新的房地产项目，而鲁能集团可以获得该项目时，在该项目获得后，同等条件下优先转让给广宇发展或者以合作方式广宇发展为主开发。
- 若广宇发展进入新城市开展房地产开发业务，鲁能集团已在该城市开发房地产业务的，则鲁能集团在该城市不再开发新项目，同等条件下对正在经营的项目有限转让给广宇发展或者以合作方式由广宇发展为主开发。
- 对现有其他从事房地产业务的公司，鲁能集团已经做出安排，无后续发展计划的项目，列入处置计划，不再从事新的房地产项目开发，对存在注入广宇发展障碍的公司，等待条件成熟后择机注入。

2.4.2 鲁能注资后在北京、大连尚余大量优质房地产项目资源

从本次增发预案中提高，鲁能集团承诺大力发展广宇发展，将择机继续注入旗下其它房地产公司。

我们从鲁能集团网站信息了解到，剔除本次注入上市公司的各地房地产业务外，尚有分布在北京、大连等地建筑面积1900万优质项目因条件不成熟本次未注入上市公司（注：上述项目鲁能集团的权益情况尚不清楚）。

上述取得时间较早，预计土地成本较低廉，相对目前的房地产市场具有强大成本优势、市场竞争力以及开发价值。

表 5：本次未注入公司的鲁能集团的开发项目（单位：万平方米）

	城市	地点	占地面积	建筑面积
顺义新城	北京	顺义卫星城规划范围内	978	978
东方·优山美地	大连	大连一金石滩轻轨列车金石滩总站	300	210
合计			1,278	1,188

来源：鲁能集团网站，中投证券研究所

图8：尚未注入资产：大连·优山美地



图9：尚未注入资产：大连·优山美地



图10：尚未注入资产：北京·顺义新城



来源：鲁能集团网站，中投证券研究所

三、本次注入资源所在城市房地产市场分析

3.1 重庆市房地产市场分析

3.1.1 短期供小于需，价格涨幅落后于大多数重点城市

2009 年以来，重庆房地产市场 09 年呈现供给小于需求的情况，住宅去化速度明显加快，与此同时，重庆的房价涨幅却在 22 个重点城市中排名靠后。

图 11: 重庆可售房源库存情况

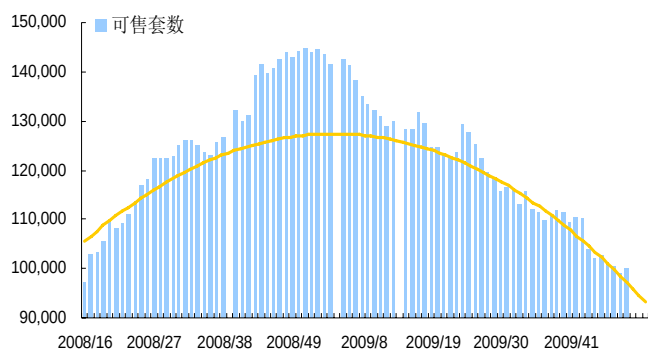
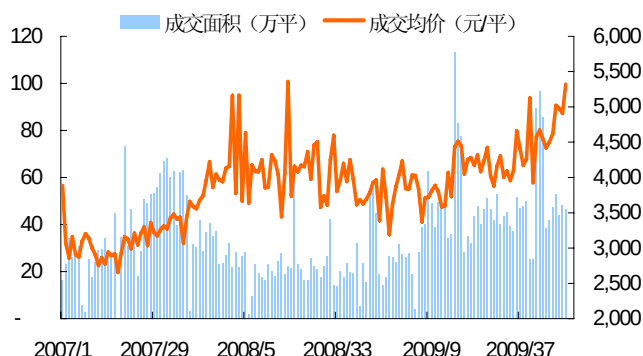


图 12: 重庆商品成交情况



来源：中投证券研究所

3.1.2 重庆房地产市场占比不断提升，重庆房市的重要性凸显

从 2004 年开始，重庆的商品房销售金额和销售面积占比逐年递增。2004 年重庆商品房销售面积占全国的 3.1% 左右，而 09 年，预计这个数字将接近 5% 左右；同样，2004 年重庆商品房销售金额占全国的 2.3%，而今年，预计全年可以达到 3.2% 左右，而同比武汉等城市，其房地产交易占比却在不断萎缩，从成交金额和成交金额占比中，我们不难发现，重庆房地产市场在全国的重要性将不断提高。

图 13: 重庆住宅成交均价、供应量和成交量

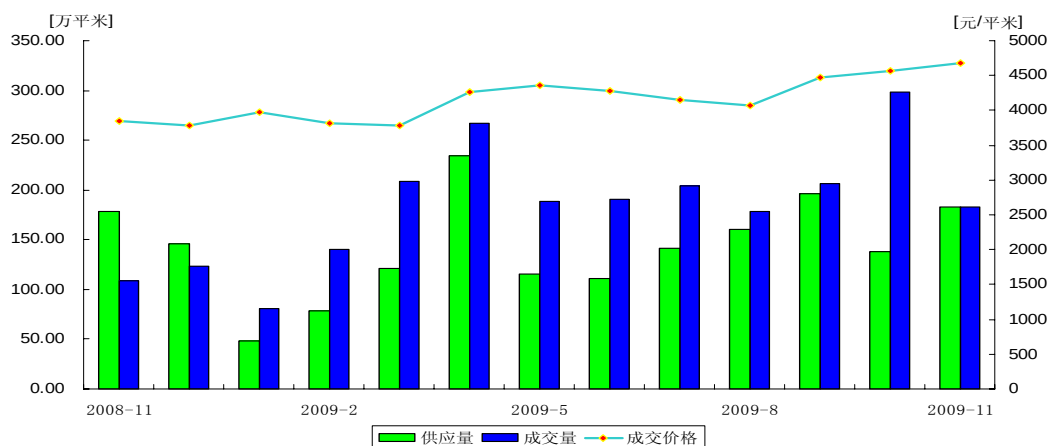


图 14: 22 个主要城市 09 年 11 月与 09 年 1 月房价比较

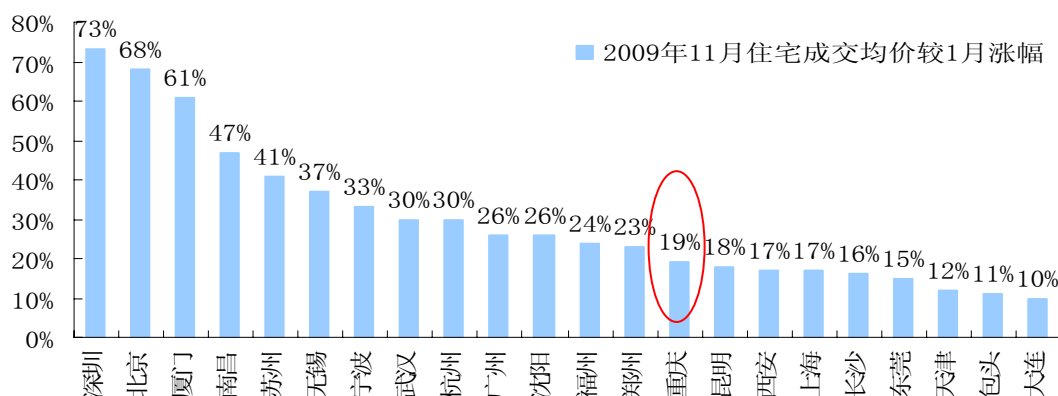


图 15: 2004 年-2009 年 10 月主要内陆城市销售金额占比

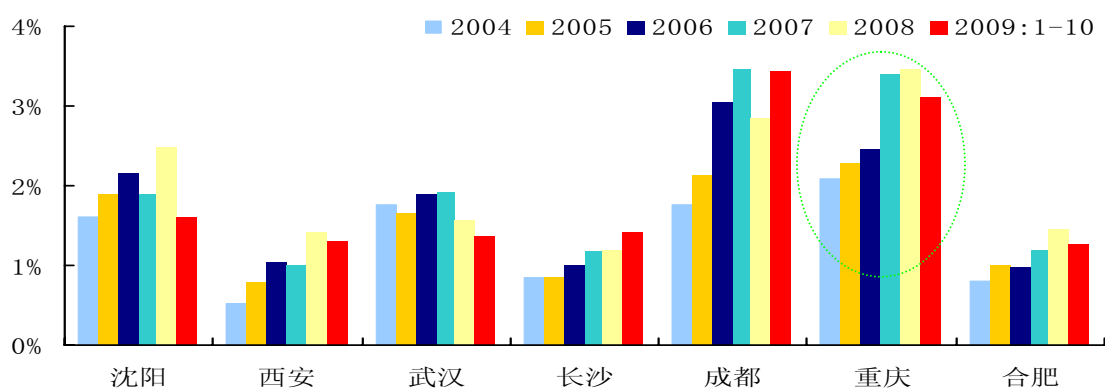
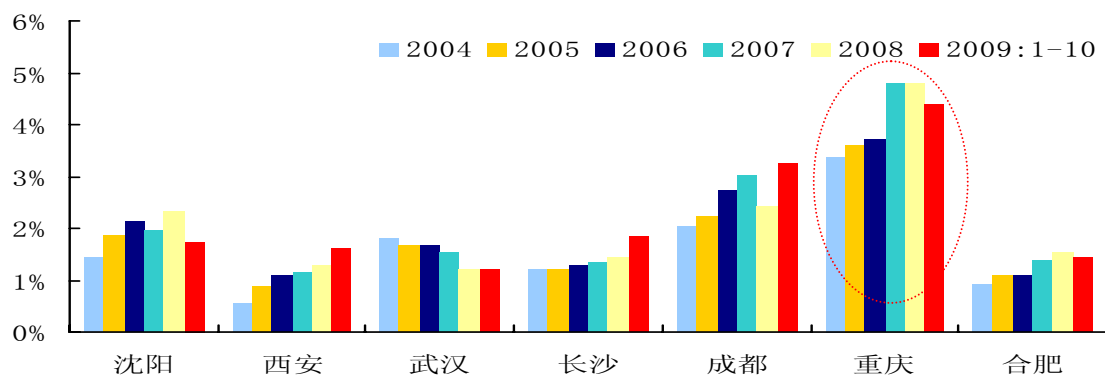


图 16: 2004 年-2009 年 10 月主要城市销售面积占比



数据来源: 中指、中投证券研究所

3.1.3 重庆房地产市场增长空间仍大

城市化进程; 从各个国家的城市化进程的发展经验来看, 城市化率在 45% 左右的城市, 城市化进程将加速, 而重庆城市化率为 46% 左右, 恰恰处于这个区间。

城市化进程加速的背后, 需要经济发展的支撑, 重庆市提出建立发展西部最大的工业集群和发展“一体两翼”、“一小时经济圈”的现代化物流业, 将为重庆经济发展提供持续动力, 可以期待, 在不久的将来, 重庆的经济将有爆发式增长。

3.2 海南房地产市场-国际旅游岛提升长期房地产需求

以夏威夷、马尔代夫等为借鉴，一流的自然风景区大力发展休闲旅游业，必定会带动当地房地产行业下迅速发展。海南国际旅游岛的建设已获批准，并将陆续获得全岛消费品免税优惠等。可以预见，海南岛将不仅仅成为一个度假天堂，未来还将成为一个购物天堂，旅游和消费双重刺激支持海南经济繁荣。同时，国际旅游岛免税等政策必然吸引世界各地的投资客来投资海南房地产，近期不断有外资投行大举投资海南房地产，例如摩根士丹利 52 亿元投资于清水湾，就是明证。我们相信，伴随着自然风光的合理开发，海南的房地产市场价值将被充分挖掘。

3.3 济南房地产市场 - 仍处稳定增长期中

济南人均可支配收入增长较快，2008 年，全市人均可支配收入为 20800 元，居民购买力较强，济南人均 GDP 为 47100 元，折合 7600 美金左右，人均 GDP 处于这个阶段的城市，正处在住房消费稳定增长期并将逐步向住宅消费升级阶段过渡。

此外，济南房价短期涨幅较小，受政策冲击较小，且济南是山东人口大户，人口红利可观等因素，都将随着山东经济发展，形成合力推动济南房地产市场稳定发展。

表 6：人均 GDP 水平对应的住宅业发展阶段

国际经验		中国情况	
人均 GDP 美元	房地产发展阶段	中国人均 GDP 美元	
300	开始起步	1273 (2003)	进入快速增长期
1300	进入快速增长期	1000	住房消费开始进入快速增长期
超过 1000	大宗商品的消费	1270	开始进入快速增长期
1500	达到增速的峰值	1500	住房消费增速超过 20%
8000	进入平稳期	3600 (09E)	稳定增长期
超过 13000	住宅业开始衰退	超过 10000	住房消费结构升级

资料来源：中投证券研究所

四、本次注资后全部项目 NAV158 亿元

4.1 山东鲁能亘富

拟注入鲁能亘富 100% 股权，该部分股权预估值为 15.93 亿元，其公司总资产的预估值为 41.99 亿元，注入后上市公司拥有该公司 100% 的股权。旗下领秀城有八个项目，分别是市中央公园、A1 地块、B 街区、D 地块、E1 地块、F 地块，领秀城二期、三期工程，八个项目，注入后上市公司拥有这八个项目 100% 的权益。项目位于济南市市中区二环南路鲁能泰山俱乐部西侧，交通便利，且鲁能在当地有很强的品牌优势。8 个项目合计占地面积 2,766,073 平米，合计权益建筑面积 4,452,438 平方米，尚未销售建筑面积 378 多万平米，剩余

未出售未开发资源预计楼面地价为 430 元/平米。具体项目明细见表 4。

领秀城--产品非常丰富，有别墅、花园洋房、多层、小高层、高层住宅，还有写字楼、商铺、酒店式公寓等投资型物业。

09 年 1-11 月，领秀城住宅成交均价为 5524 元/平米，9-11 月成交均价均价 7150 元/平米。我们参考周边同比房价或早期开盘的价格，考虑到领秀城二期、三期面积较大，属于大盘开发，估值时按保守价格已以 5500 元出售，预计该部分股权一共将为上市公司提供 61.07 亿净利润。

4.2 海南鲁能广大置业

拟注入海南鲁能广大 100% 股权，该部分股权预估值为 17.09 亿，其公司总资产预估值为 17.65 亿元，注入后上市公司拥有该公司 100% 的股权。海南鲁能广大旗下一共 7 个项目，分别为度假底层住宅项目、度假高公寓、三亚度假区 B-1-15 地块项目、三亚美丽城一区二期、美丽 Mall 155 亩地项目、高尔夫而去项目、山海天三期项目，注入后，上市公司占这 7 个项目权益的 100%。7 个项目合计总占地面积 587474 平方米，总建筑面积 309059 方米。预计楼面地价接近 5600 元/平米，美丽 Mall 一期 12814 元/平米的均价，周边半山半岛 2.2 万均价，我们给出中高密度住宅均价为 12800 元/平米，低密度住宅 20000-22000 元/平米的估价，我们预计这些项目将为上市公司带来 12.23 亿净利润。

4.3 海南三亚湾

拟注入三亚湾 100% 股权，该部分股权预估值为 5.80 亿元，其公司总资产预估值为 18.17 亿，注入后上市公司拥有该公司 100% 的股权。海南三亚湾新城开发有限公司旗下有 5 个项目：美丽 Mall 一期 1#8# 项目，三亚湾游艇湾一区一期项目，美丽 Mall 二期项目，606 项目和 508 项目。这 5 个项目总占地 598959 平米，建筑面积 447014 平方米，预计楼面地价 1320 元/平米，参照周边低密度住宅 20000-22000 元每平米以及中高密度 13000 左右每平米的价格，我们认为，注入后，公司持有这 5 个项目的 100% 权益，预测这些将为上市公司带来 16.69 亿净利润。

4.4 海南英大

拟注入海南英大 100% 股权，该部分股权预估值为 5.41 亿元，其公司资产预估值为 8.93 亿元，注入后上市公司拥有该公司 100% 的股权。海南英大旗下一共有鲁能·海蓝椰风二期，鲁能·海蓝椰风二期，鲁能·海蓝椰风后期项目这三个项目。项目总共占地 687634 平米，建筑面积 299026 平米，预计楼面地价 2000 元/平米，注入后公司将持有这三个项目 100% 的权益，我们预测，这三个项目将为上市公司带来 4.51 亿元净利润。

4.5 海南盈滨岛

拟注入海南盈滨岛 50% 的股权，该部分股权预估值为 4.42 亿元，其公司

总资产预估值为 12.39 亿元，注入后上市公司拥有该公司 50% 的股权。盈滨岛旗下一共 5 个项目注入上市公司，注入后，上市公司对其中 2 个项目拥有 40% 的权益，对另外 3 个拥有 50% 的权益，盈滨岛项目为持有型物业，**建筑面积 48 万平米，预计楼面地价 920 元/平米**。考虑到该地区现在同类型房价 7000 元每平方米的水平，该项目如果出售，**将为上市公司带来 6.94 亿的净利润**。

4.6 重庆鲁能开发（集团）有限公司

拟注入重庆鲁能 34.5% 的股权，该部分股权估价 5.99 亿元，该公司总资产预估值为 17.38 亿。该部分股权注入之后，上市公司将拥有重庆鲁能 100% 股权。该公司旗下有 9 个项目：鲁能星城三期-8 街区项目，鲁能星城五期-9，10 街区，12 街区、五街区，13 街区，6 街区，重庆鲁能领秀城，鲁能星城四期-11，8 街区基本结算完毕，剩下 1000 平米左右尾盘，而 12 街区和 5 街区均为商住二用房，9 个项目，占地面积总计为 1604416 平米，建筑面积为 3859354 平米，**未出售权益建筑面积是 3568948 平米，预计楼面地价 300 元/平米**，参考之前鲁能星城项目售价 4500-5000 元/平米，**预计鲁能星城合鲁能领秀城两项目一共将提供 38.77 亿元净利润**。

其中鲁能·领秀城是未来继鲁能星城之后重庆鲁能开发的重点。该项目位于重庆市南岸区茶园新区核心地段，紧邻南岸新区府，项目南北两端各以玉马路和规划路为界，东临 810 亩新区中心公园和公务员小区，西傍铜锣山天然森林绿地，内有梨子园河蜿蜒贯穿项目南北，景观资源可谓非常丰富。项目产品业态主要为中式联排低密度住宅、花园洋房、高层住宅、集中商业及配套建设小区中小学等其他设施。该项目总占地面积 1,095,900 平方米，规划建设用地面积 742,104 平方米，总建筑面积 1,429,200 平方米。规划建设以住宅和商业为主，配建学校，主要为中式联排低密度住宅、花园洋房、高层住宅、集中商业及配套建设小区中小学等其他设施；本项目拟分五期实施，一期项目预计于 2010 年上半年开工，预计竣工时间 2011 年 6 月；目前该项目处于一期展示区报建阶段，其余各期正处于规划阶段，预计总体竣工时间为 2015 年。该项目预计一共可为公司提供 14.86 亿元的净利润。

4.7 宜宾鲁能开发（集团）有限公司

拟注入宜宾鲁能 65% 的股权，该部分股权预估值为 4.54 亿，该公司总资产预估值为 11.72 亿元，注入完成后，上市公司拥有该公司 100% 股权。目前开发的项目主要为宜宾经济技术开发区山水绿城土地整治、基础设施建设和房地产开发建设项目。该项目地处宜宾经济技术开发区西区，位于金沙江东南岸，与宜宾市旧城区隔金沙江相望，与东区紧邻并与宜珙铁路相隔，东靠七星山系，南为丘陵。区域内地质条件较好，地形地貌为丘陵地形，地形破碎。

该项目占地面积累计未 1027601 平米，建筑面积 2426746 平米，**08 年末未结算权益建筑面积 2336297 平米，预计楼面地价 490 元/平米**，以均价 3700 元/平米计算，**宜宾项目将累计提供 18.5 亿净利润**。

4.8 注资后低廉的土地成本带来巨量的净利润—158 亿元

根据本次注入的资产的预估值 59.2 亿元，以及广宇发展原有的股东权益 7.2 亿元，计算注资后上市公司拥有的未出售权益建筑面积 1216 万平米的楼面地价仅为 546 元/平米。相对于目前上述资源所在地住宅的销售价格，集团注入的资源价格非常低廉，开发价值非常凸现。

预计本次注资后重庆、宜宾、济南和海南等地全部土地 1200 万平米的开发建设将给公司带来净值（或净利润）158 亿元的贡献。

上述利润未含三亚 1 万亩土地一级开发和可能的二级联动带来的盈利、宜宾后续二期可能拿地开发带来的盈利、海口盈滨岛（规划 5000 亩）仍可能拿地的情况。

表 7：注入后归属上市公司项目列表以及估值

项目	权益	容积率	开工	竣工	类型	未出售权益 面积	售价	NAV
鲁能领秀城·中央公园	100	2.60	2009.11	2009.8	普通住宅（毛胚）	370,000	7,181	103,950
鲁能领秀城 A1 地块	100	1.34	2009.11	2009.11	普通住宅（毛胚）	100,538	5,500	14,933
鲁能领秀城 B 街区	100	1.80	2009.8	2009.1	普通住宅（毛胚）	68,168	5,821	11,437
鲁能领秀城 D 地块	100	2.75	2009.1	2008.10	普通住宅（毛胚）	120,000	5,940	19,398
鲁能领秀城 E1 地块	100	2.21		2009.12	普通住宅（毛胚）	138,400	5,500	18,656
鲁能领秀城 F 地块	100	1.33		2008.7	普通住宅（毛胚）	89,200	5,500	13,152
鲁能领秀城二期工程	100	1.60		2009.6	普通住宅（毛胚）	1,600,000	5,500	235,087
鲁能领秀城三期工程	100	1.35				1,300,000	5,500	190,876
小计						3,786,306		607,488
鲁能三亚湾度假底层住宅项目	100	0.38		2008.12	酒店式公寓	12,519	18,000	5,021
鲁能三亚湾度假高公寓	100	0.70	2009.3	2009.8	住宅	9,330	15,000	2,865
鲁能·三亚湾度假区 B-1-15 地块项目	100	0.86				13,870	13,000	2,404
鲁能·三亚湾美丽城一区二期	100	0.71				154,383	16,000	55,430
鲁能·三亚湾美丽 MALL55 亩地项目	100	0.95				34,745	13,000	4,343
鲁能·三亚湾高尔夫二区	100	0.25				63,800	22,000	49,090
山海天三期项目	100	1.20				20,412	20,000	9,994
鲁能·三亚湾新城·美丽 MALL 一期 1 #8#楼项目	100	1.76	2009.11	2009.10	酒店式公寓	57,624	13,000	21,476
鲁能三亚湾游艇湾一区一期	100	0.36				68,369	22,000	59,084
美丽 MALL 二期项目	100	1.63				17,016	12,814	6,284
606 项目	100	0.66				144,300	15,000	70,105
508 地块项目	100	1.07				160,382	14,000	68,501
鲁能·海蓝椰风二期	100	0.51	2009.11	2009.1	别墅	77,730	8,000	9,553
鲁能·海蓝椰风三期	100	0.46	2009.12	2009.12	别墅	36,888	9,000	6,962
鲁能·海蓝椰风后期项目	100	0.40				150,000	9,000	28,196
海南盈滨岛—405 亩项目	50	0.34				45,599	7,000	6,531
海南盈滨岛—87 亩项目	50	0.35				10,150	7,000	1,454
海南盈滨岛—10 块土地储备	50	0.20				181,290	7,000	25,966

海南盈滨岛—458 亩项目	40	0.35				42,747	7,000	6,123
永庆生态文化旅游区项目	40	0.20				201,552	7,000	28,868
小计					珠三角	1,502,705		46,8252
鲁能星城三期—8 街区	100	4.27	2009.2	2008.12	普通住宅（毛胚）	1,758	7,113	435
鲁能星城五期—9, 10 街区	100	4.62	2009.12	2009.12	普通住宅（毛胚）	494,373	3,793	40,304
鲁能星城四期—11 街区	100	4.51	2009.10	2008.12	普通住宅（毛胚）	346,911	4,558	37,651
鲁能星城 12 街区项目	100	0.00						
鲁能星城 12 街区项目住宅部分	100		2009.1	2009.11	普通住宅（毛胚）	252,509	4,500	28,068
鲁能星城 12 街区项目商业部分	100				商业	8,868	5,500	1,204
鲁能星城 5 街区项目	100							
鲁能星城 5 街区项目住宅部分	100				普通住宅（毛胚）	222,214	4,500	23,194
鲁能星城 5 街区项目商用部分	100				商业	7,315	5,500	1,182
鲁能星城 13 街区项目	100	6.67			商业+住宅	290,800	5,000	37,554
鲁能星城 6 街区项目	100	5.76			商业+住宅	515,000	5,000	66,645
鲁能领秀城	100	1.30	2009.3	2009.6	普通住宅（毛胚）	1,429,200	4,500	149,114
鲁能山水绿城·林中漫步	100	2.19			普通住宅（毛胚）	120,000	3,000	228
鲁能山水绿城·鑫空间	100	4.43			普通住宅（毛胚）	286,000	3,000	3,913
鲁能山水绿城·鑫领寓项目	100	3.24		2009.5	普通住宅（毛胚）少量商业	288,796	3,700	17,306
鲁能山水绿城·财富中心项目	100	3.76			32%住宅 52%商业地 16%车库	188,733	3,800	12,589
鲁能山水绿城·D0809 地块项目	100	1.96			83%住宅 2%配套车库 15%	139,150	3,000	1,889
鲁能山水绿城·B05 地块项目	100	2.11			80%住宅 20%办公楼	328,000	3,800	21,847
鲁能山水绿城·B07 地块项目	100	2.41			普通住宅（毛胚）	172,300	3,700	10,330
鲁能山水绿城·B11 地块项目	100	2.00			80%住宅+20%办公楼	38,218	3,700	2,305
鲁能山水绿城·B16 地块项目	100	1.83			普通住宅（毛胚）	119,100	3,700	7,155
鲁能山水绿城·B18 地块项目	100	1.82			普通住宅（毛胚）	159,400	3,700	9,560
鲁能山水绿城·B22D03 地块项目	100	1.95			普通住宅（毛胚）	169,000	3,700	10,133
鲁能山水绿城·C03 地块项目	100	1.84			普通住宅（毛胚）	103,100	3,700	6,200
鲁能山水绿城·D06 地块项目	100	2.08			普通住宅（毛胚）	135,000	3,700	8,104
鲁能山水绿城·D07 地块项目	100	1.88			普通住宅（毛胚）	90,000	3,700	5,419
鲁能山水绿城·D13 地块项目	100	1.37			普通住宅（毛胚）	30,500	3,700	1,868
小计						5,936,245		504,194
总计						11,225,256		1,579,934

图 17: 济南·领秀城



图 18: 重庆·鲁能新城



图 19: 重庆·南岸茶园



图 20: 宜宾·山水绿城



图 21: 海口·盈滨半岛



图 22: 海口·海蓝椰风



图 23: 三亚·山海天



图 24: 三亚·三亚湾新城



图 25: 三亚·三亚湾 MALL



图 26: 三亚·三亚湾新城



图 27：三亚湾总体规划图



五、本次注资后公司投资价值分析

5.1 本次注入土地价格资源低廉，开发价值高

通过测算，我们发现，广宇发展所获得的项目土地成本相当低廉，宜宾项目平均楼面地价为294元/平米，而鲁能亘富的楼面地价大约为420元/平米，重庆鲁能的楼面地价大约为486元/平米，海南盈滨岛平均楼面地价为918元，房价早就过万的三亚湾新城，平均楼面地价也不过才1800元左右，英大广大的楼面地价稍贵，分别为1875元和5528元，但是考虑到项目周边房价15000-20000元每平米的现状，楼面地价仍然十分便宜。开发资源的低廉大幅度地降低了公司房地产开发上的市场风险，开发资源抗风险能力超强，同时低廉的资源也为公司锁定了未来的盈利空间。

鲁能集团本次注入广宇发展的资源主要分布于二线城市，属于刚性需求迅速释放的区域，并受益于户籍制度改革和海南国际旅游岛开发。此外本次注入资产的城市近年涨幅小，受政府政策调控影响小，有利于公司项目持续稳定的开发销售，实现预期的盈利目标。

5.2 本次注资完成后每股RNAV=18.26元

我们预计，本次资产注入成功之后，全部土地资源1200万平方米将带来158亿元的净利润（考虑了折现），再加上增发后的公司权益将提升至63.44亿元，

公司重估值为221.4亿元，即每股RNAV=18.26元。

5.3 盈利预测—09-11 年 EPS 分别为 0.20、0.64、1.27 元

广宇发展在09年3季报时曾预告09年全年业绩为0.8-1.2亿元。预计本次注资完成时间可能在2010年中期左右。

根据本次注资公告统计，7家公司09年1-9月销售款为32.6亿元（销售面积74万平米），预计09年4季度7家公司销售收入20.5亿元，09年全年销售款为53.1亿元，扣除1-9月已结算8.54亿元，扣除09年4季度上市公司结算3亿元，拟注入公司结算小部分，则09年将有37-42亿元剩余预收账款供2010年结算，2010年注资后上市公司的业绩有保障。

本次注入7家公司在建在售项目多，预计明年可供销售建面更多，预计本次注资完成后2010年公司的销售金额可望超过70亿元。

假定上市公司09-11年分别结算6.2、42、82亿元，则2009-2011年EPS分别为0.20、0.64、1.27元。09年股本按5.127亿股、2010-2011年股本按12.127亿股计算。2010-2011年两年净利润复合增长285%。

5.4 合理估值—未来 6-12 个月 22 元

本次鲁能集团对广宇发展的注资，是鲁能地产涉足资本市场迈出的重要一步。本次注资将进一步提高广宇发展的综合竞争力，广宇发展的总资产规模、归属于母公司股东权益规模、总收入以及归属于母公司股东的净利润水平均将大幅上升，有利于进一步提升广宇占的综合竞争能力、市场拓展能力、资源控制能力和后续发展能力，提升广宇发展的盈利水平，增强其抗风险能力和可持续发展的能力，最终实现鲁能地产旗舰的最终目标。

从短期来看，广宇发展股价与重估值NAV折价61.7%交易，估值优势非常明显。从中长期来看，土地储备多、市场开发和竞争实力超强的，综合开发实力在全国排名前15位的鲁能地产背靠国资，其在资本市场中的超常的发展令人期待。我们认为，本次注资后的广宇发展无论从经营能力、资源规模、竞争实力、竞争优势和股东背景，广宇发展都应该列入一线地产方阵。并享受一线地产股RNAV溢价交易，参考万科等一线地产股50%的NAV溢价，我们认为，在较长时期内，广宇发展估价至少应该在其RNAV之上。

基于未来上市公司仍有获得三亚1万亩土地一二级联动开发，宜宾后续二期开发，海口盈滨岛仍可能有后续资源，以及本次鲁能注入资产之外的北京和大连较大规模的用地，我们认为应给予广宇发展一定的估值溢价。

我们预计注资后的广宇发展2010-2011年EPS0.64和1.27元，盈利增长迅速，也应给予较高的市盈率估值。

综合上述分析，我们认为广宇发展未来6-12个月内的合理股价应为22元。投资评级由09年初的“推荐”评级提升至“强烈推荐”评级。

风险提示：注意注资进程、行业发展、资本市场估值变化对公司估值的影响。

附：财务预测表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2415	2665	10633	13621
现金	340	828	538	2833
应收账款	76	97	350	380
其它应收款	73	430	430	430
预付账款	5	10	30	30
存货	1920	1300	9285	9948
其他	0	0	0	0
非流动资产	332	313	715	715
长期投资	95	91	91	91
固定资产	2	2	1	1
无形资产	1	3	3	3
其他	233	217	620	620
资产总计	2747	2978	11348	14335
流动负债	1751	1601	7426	8003
短期借款	470	0	70	70
应付账款	596	441	1200	1200
其他	685	1160	6156	6733
非流动负债	309	590	1690	2790
长期借款	300	590	1690	2790
其他	9	0	0	0
负债合计	2060	2191	9116	10793
少数股东权益	248	248	248	248
股本	513	513	1213	1213
资本公积	89	89	89	89
留存收益	-163	-63	683	1993
归属母公司股东权益	439	539	1985	3294
负债和股东权益	2747	2978	11348	14335

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-131	532	-1670	1525
净利润	30	100	776	1543
折旧摊销	8	0	0	0
财务费用	-2	24	54	98
投资损失	-9	0	0	0
营运资金变动	-335	941	-2501	-116
其它	178	-534	0	0
投资活动现金流	1	160	-403	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	2	-160	403	0
其他	4	0	0	0
筹资活动现金流	115	-204	1783	770
短期借款	105	-470	70	0
长期借款	290	290	1100	1100
普通股增加	0	0	700	0
资本公积增加	-9	0	0	0
其他	-272	-24	-87	-330
现金净增加额	-15	488	-290	2295

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1719	619	4037	6632
营业成本	1243	378	2282	3051
营业税金及附加	119	43	404	995
营业费用	72	29	195	319
管理费用	27	11	68	113
财务费用	-2	24	54	98
资产减值损失	163	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	0	0	0
营业利润	106	134	1035	2057
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	9	0	0	0
利润总额	100	134	1035	2057
所得税	70	33	259	514
净利润	30	100	776	1543
少数股东损益	69	0	0	0
归属母公司净利润	-39	100	776	1543
EBITDA	112	158	1089	2156
EPS (元)	-0.08	0.20	0.64	1.27

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	76.6%	-64.0%	552.2%	64.3%
营业利润	11.6%	25.6%	674.5%	98.8%
归属于母公司净利润	-178.6	156.5%	674.5%	98.8%
获利能力				
毛利率	27.7%	38.9%	43.5%	54.0%
净利率	-2.3%	16.2%	19.2%	23.3%
ROE	-8.9%	18.6%	39.1%	46.8%
ROIC	4.9%	48.6%	29.8%	56.5%
偿债能力				
资产负债率	75.0%	73.6%	80.3%	75.3%
净负债比率	37.37%	26.93%	19.31%	26.50%
流动比率	1.38	1.66	1.43	1.70
速动比率	0.28	0.85	0.18	0.46
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.22	0.56	0.52
应收账款周转率	13	6	18	18
应付账款周转率	3.07	0.73	2.78	2.54
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	-0.08	0.20	0.64	1.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.26	1.04	-3.26	2.97
每股净资产 (最新摊薄)	0.86	1.05	3.87	6.43
估值比率				
P/E	-134.41	52.40	6.77	3.40
P/B	11.97	9.74	2.65	1.59
EV/EBITDA	50	35	5	3

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

24/25

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 13 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、泛海建设、金融街、苏宁环球、上实发展、中华企业、滨江集团、冠城大通、广宇发展、沙河地产、首开股份、华发股份、大龙地产、香江控股、世茂股份、胜利股份等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434