

2010-02-03

房地产开发

广宇发展 000537.SZ

初识鲁能

——海南房地产项目调研概况

- ◇ 调研地点：海口、三亚等地
- ◇ 拜访对象：鲁能地产楼盘及其他地产公司销售经理等人

◆鲁能地产借壳，海南房地产价值重估，公司发展值得期待：

广宇发展公告鲁能地产借壳，以及国务院发布建设海南国际旅游岛等，公司价值需要重估，因此，上周我们调研了海南房地产市场以及鲁能地产项目，认为：海南房地产市场超预期，处处无房可售，售价一天一变，后续开盘涨价成定局；鲁能房地产项目发展规划能力卓越，盈利能力超强，公司中长期发展值得期待。

◆初识鲁能-独特盈利模式：

通过实地调研及查阅资料，总结起来，鲁能地产具备独特的盈利模式，概括如下：

(1) 大盘开发模式，优势在于土地成本低，区域垄断以及杠杆作用大。(2) 与城市发展方向相吻合，提前布局，获得超预期回报。(3) 综合规划开发能力强。(4) 项目产品品质高。

◆鲁能地产海南项目价值分析：

(1) 鲁能海蓝椰风项目价值。该项目为纯别墅项目，分六期，目前已开发三期，四期至六期正在规划设计阶段。注入建筑面积约 31.2 万平方米，项目销售净利润率 26.9%，将为公司贡献净利润为 12.6 亿元，贡献每股收益约为 1.0 元。

(2) 鲁能海蓝福源项目价值。该项目处在开发的初期，售价提升空间较大，项目占地面积为 5100 亩，建筑面积约 113.9 万平方米，权益比例约为 45%。项目销售净利润率 25%，将为公司贡献权益净利润为 19.2 亿元，贡献每股收益约为 1.6 元。

(3) 鲁能三亚湾新城项目价值。此次注入的三亚湾新城二级开发项目的建筑面积约为 67.7 万平方米（包括少量山海天项目）。该项目销售净利润率 27.5%，将为公司贡献净利润为 46.6 亿元，贡献每股收益约为 3.8 元。

(4) 三亚湾土地一级开发项目。土地一级开发剩余面积约为 4762.63 亩，开发成本约为 40 万元/亩，使用假设开发法，倒推预计每亩拍卖价格最少在 500 万/亩以上，每亩利润约为 164 万元，按照公司分四成，将为公司带来约 66 亿元的净利润。

◆鲁能海南项目价值合计：

经计算，鲁能二级开发项目将会为广宇发展带来 78.4 亿元的权益净利润；土地一级开发项目至少能给公司带来 66 亿元的土地收益。综合测算，将为公司带来 144.2 亿元收益，折合每股收益为 11.9 元，若分 10 年结算，静态考虑，海南项目就能为公司贡献巨额盈利，如果考虑重庆，宜宾及山东项目，广宇发展的价值提升空间巨大。

◆主要研究结论及投资评级说明：

此次海南之行，总体超预期，鲁能海南项目发展前景好，盈利能力强，价值提升空间大，具备快速发展的能力及实力，不过此篇报告暂不给予公司投资评级，主要原因在于：(1) 对整个公司理解不够深入，重庆，宜宾，济南等地的项目没有实地调研考察；(2) 公司正在重组中，尚未与管理层作深入交流，同时重组依然具有诸多不确定性，评估价值还未最终确定等等。

当前价格 16.10 元
投资评级 暂不评级

分析师：

赵强

021-22169113

zhaoqiang@ebcn.com

徐军平

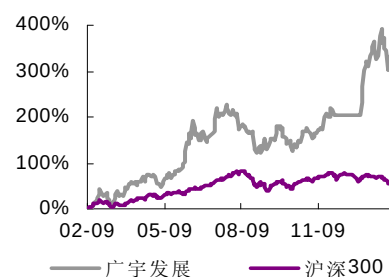
021-22169102

xujp@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	513
总市值(百万元)	8,255
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	16.78/3.33
近 3 月日均成交量(百万股)	14.44
主要股东	天津南开生物化工有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	24.76	91.88	323.47
绝对收益	12.74	84.61	376.41

相关报告：

调研背景介绍

2009年年底，广宇发展（000537）公告发行股份购买鲁能集团持有的七家下属房地产公司的股权，这些注入的土地储备中位于海南省的项目储备占注入后公司总土地储备的20%以上，因此，公司海南房地产项目及海南省整体房地产市场发展对认识广宇发展的价值有非常重要的地位及意义。

2010年1月，国务院出台《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，该意见颁发之后，海南房地产市场迅速升温，市场价值开始重估；不久之后，海南省为了防止海南房地产开发一哄而上，出现新的泡沫，出台了“海南国际旅游岛在获得国家发改委批准总体规划之前，海南将暂停土地出让，暂停审批新的土地开发项目”等言论，因此，海南房地产市场持续超预期，土地拍卖价格，商品房销售价格等不断刷新记录，处处无房可售，售价一天一变。

上述两个原因使得我们有必要对广宇发展的价值进行重估，因此，上周，光大证券房地产研究小组对海南房地产市场进行专项调研，参观及咨询相关销售人员，获得即将注入广宇发展的房地产项目的真实市场情况，以便对其价值进行价值重估。

根据调研结果，我们对海南房地产市场以及鲁能地产项目总的印象是正面的，目前整个海南房地产市场均处于无房可售状态，销售超预期，后续开盘涨价成定局；鲁能地产项目规划能力卓越，盈利能力超强，公司中长期发展值得期待。

初识鲁能，独特盈利模式

通过此次实地调研，公司公告以及资料查询等，我们对鲁能地产以及他的盈利模式有初步的认识，总结起来，有如下几点：

一、大盘开发模式

从鲁能地产位于各地的项目储备规模来看（具体数据见表1），鲁能地产基本上都是成片拿地，大盘开发，这种开发模式具有独特优势，具体而言有如下几点：

一是大盘开发具有土地成本优势。首先，大盘开发，锁定了土地开发成本，享受土地增值；其次，大规模拿地，企业所需要支付的土地总价比较高，直接排除了众多竞争者，降低竞争的激烈程度，有利于控制土地成本。

二是大盘开发具有区域垄断优势。一般大盘开发，基本上项目储备的占地面

积均在千亩以上，有的甚至是几千亩，如鲁能海口盈滨岛项目，占地5100亩，鲁能三亚湾新城项目（包括土地一级开发），合计超过1万亩，大规模土地开发使得公司具有区域垄断优势，也有利于发挥公司综合规划开发能力等。

三是大盘开发具有杠杆的优势。大盘开发模式，当房价上涨，公司的价值则成倍增加，具有较大的杠杆优势。

表 1、鲁能地产主要项目占地及建筑面积规模

地区	占地面积（万平）	建筑面积（万平）
海口海南椰风项目	85.2	36.0
海口盈滨岛项目	340.2	119.1
三亚湾新城项目	110.8	67.7
重庆鲁能星城项目	78.3	332.8
重庆鲁能领秀城项目	74.2	142.9
宜宾鲁能项目	137.4	291.2
济南鲁能项目	261.1	437.1

资料来源：公司公告，光大证券研究所

二、与城市发展方向相吻合

根据鲁能地产的项目布局以及三亚和海口的城市发展规划，可以清晰的看出鲁能地产的发展思路，总结为一句话：与当地城市发展方向相吻合，提前布局，获取超常规收益。

1、三亚及海口的城市发展方向

此次海南调研，我们不仅调研了具体楼盘项目的销售等情况，而且至上而下的考察研究了三亚市及海口的城市发展方向等，具体而言如下：

（1）三亚市

从三亚市的城市发展规划以及目前发展状况来看，**三亚市是以三亚主城区为核心，向东西两翼延伸的带状组团式结构**，形成“一带、两片、一中心、多组团”的空间布局。

三亚市主城区为政治、经济、文化中心，三亚风景名胜区服务基地。

自主城区向西，主要有三亚湾，亚龙湾旅游度假区等。

自主城区向东，依次有海棠湾，清水湾等度假区。

（2）海口市

海口市的城市规划与三亚市城市规划具有相类似之处，都是以主城区为中心，向东西两侧海滩地区发展，**空间形态上形成“一体两翼”的城市发展模式**，海口城市发展原则是“中强、西拓、东优、南控”。

海口市主城区为海南省省会，商务中心等；向西为西海岸旅游带，向东为东海岸旅游带。

2、鲁能地产洞悉城市发展方向，提前布局房地产项目

从鲁能地产在三亚及海口的房地产项目布局来看，鲁能地产基本上能把握整个城市的发展方向，提前布局，获得超预期的收益。

鲁能地产在三亚的项目，位于三亚市的西边的海坡旅游度假区，整个项目（包括土地一级开发）约1万亩，属于二线海景区域，目前为三亚市的标杆性区域，楼盘开发趋于成熟。

鲁能地产在海口的项目，位于海口市的两翼，鲁能海蓝椰风项目位于东海岸，鲁能海蓝福源项目则位于西海岸，均为目前的重点发展区域。

三、综合规划开发能力强

鲁能地产，不只是建商品房，而是对整个区域的综合规划设计，满足各种需求，形成市场标杆，提升区域空间价值。

鲁能地产综合规划开发能力强，这点我们可以从鲁能三亚湾新城项目中窥探究竟。

鲁能三亚湾新城位于三亚市主城区西部，面朝南中国海，东西长 9.7 公里，南北平均宽 700 米，是三亚市人民政府和山东鲁能集团合作开发的大型城市基础设施建设项目，综合娱乐、高尚体育、休闲度假、游艇观光、康体疗养、购物、餐饮以及居住等功能，该项目是个大型复合式休闲度假综合体，囊括各种物业形态，即有别墅、公寓等住宅项目，又有酒店、高尔夫球场、游艇码头、综艺场馆等高档休闲业态等。

鲁能三亚湾新城项目，拥有数不尽的生活配套设施，集合了度假生活之城的现代与繁华、闲适与便利，在海南建设“国际旅游岛”的大战略实施之后，鲁能三亚湾新城项目将会成为三亚乃至海南国际化发展的标杆，对于提升区域价值及公司品牌价值等都具有十分重要的意义，因此，我们认为鲁能地产的综合规划开发能力强。

四、产品品质较高

实地调研鲁能地产在海南开发的众多项目，给我们的印象是，不但定位层次高，而且楼盘产品质量好。

鲁能地产在海南开发的三个房地产项目均是定位于旅游休闲地产，由国内外卓具盛名的专业机构做整体规划设计，产品定位档次高，周边生态环境，基础设施，生活配套等均透露出贵族生活气息。

从产品的质量来看，鲁能地产的户型设计，以及服务等方面都具有一流水准。如三亚湾新城项目户型设计基于迈阿密风格，将海岸的魅力与北美的建筑风格完美结合，内部空间的合理分割，让业主尽享美丽海滩与园林魅力。

即将注入广宇发展的海南项目价值分析

此次海南之行，我们调研了鲁能地产在海南的主要项目，即海口市的项目，分别为鲁能海蓝椰风、鲁能海蓝福源，以及三亚市的鲁能三亚湾新城项目。下面主要描述鲁能地产在海南的项目情况，以及对这些项目进行价值分析，希望有助于投资者加深对广宇发展价值的认识。

鲁能海蓝椰风项目

该项目位于海口市江东板块，临近机场，具体位置为海口市琼山大道 8 号（皇冠酒店旁）。

图 1、海蓝椰风项目所在位置



资料来源：光大证券研究所

图 2、海蓝椰风项目效果图



资料来源：光大证券研究所

鲁能海蓝椰风项目为纯别墅项目，规划建筑面积约为 40 万平方米（具体详细规划如表 2 所示），容积率为 0.45，分六期开发，目前已开发三期，前三期建筑面积约 20 万平方米，产品类型包括独栋、联排、双拼、叠拼。

表 2、海蓝椰风项目土地储备明细表

项目名称	产品类型	收购后总权益	占地面积	建筑面积	容积率
海蓝椰风项目一期	住宅	100%	16.3	4.8	0.29
海蓝椰风项目二期	住宅	100%	17.1	7.9	0.46
海蓝椰风项目三期	住宅	100%	9.1	4.1	0.45
海蓝椰风后期项目	住宅	100%	42.7	19.2	0.45
合计			85.2	36.0	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

一期项目：

鲁能海蓝椰风项目一期占地 244 亩，产品性质为独栋和联排别墅，共 169 户，综合容积率为 0.29。一期项目于 2007 年 3 月份开盘，当时联排别墅价格为 6000 元/平方米，独栋为 2 万元/平方米，已经交房。

二期项目：

鲁能海蓝椰风项目二期占地 320 亩，产品性质为独栋和联排别墅，共 320 户，综合容积率为 0.45。二期项目将于 2010 年年底交房，目前剩余独栋项目，大约 20 套，约 1000 万元一套，每套大约 350 平方米，销售单价约为 3 万元/平方米。

三期项目：

鲁能海蓝椰风项目三期，产品性质为联排别墅，共 136 户，目前剩余 15 套，户均面积在 200 至 260 平方米，综合容积率为 0.45。三期项目将于 2011 年交房，该项目于 2009 年 11 月 28 日开盘，当时开盘价在 9000 至 1.2 万元/平方米，目前销售均价为 1.7 万元/平方米，到目前为止，整体销售均价在 1.2 万元/平方米左右。

一至三期剩余未售面积约 1 万平米，四期至六期正在规划设计阶段。

项目价值分析

根据资产注入公告，一期已经竣工交房，不考虑该部分项目，因此，此次注入的土地面积为 68.9 万平方米，其中二三期正在建设中，后续项目正在规划之中，由于海蓝椰风项目均为别墅项目，综合容积率为 0.45，因此我们假设后期项目的容积率为 0.45，综合来看，该项目注入广宇发展的在建拟建建筑面积约 31.2 万平方米。

表 3、海蓝椰风项目土地储备明细表

项目名称	产品类型	收购后总权益	占地面积	建筑面积	容积率
海蓝椰风项目二期	住宅	100%	17.1	7.9	0.46
海蓝椰风项目三期	住宅	100%	9.1	4.1	0.45
海蓝椰风后期项目	住宅	100%	42.7	19.2	0.45
合计			68.9	31.2	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

根据调研情况，我们预计注入项目的销售均价为 1.5 万元/平方米，因此预计销售价值 46.8 亿元

该项目很早获得，土地成本很低，其成本主要为项目周边配套设成本、建安成本等，合理估计该项目每平方米的成本为 5000 元/平方米，扣除合理税费及全额计提土地增值税等，计算该项目可销售净利润率。

表 4、海蓝椰风项目销售净利率及贡献利润计算表

售价	开发税费	土地及建安	土地增值税	三项费用	税后净利润	净利润率	权益利润 (亿元)	每股收益
15000	832.5	5000	2734	1050	4038	26.9%	12.6	1.0

资料来源：公司公告，光大证券研究所

根据计算，该项目为公司贡献权益净利润为 12.6 亿元，按照增发 7 亿股后的总股本 12.12 亿股计算，贡献每股收益约为 1.0 元。

鲁能海蓝福源项目

鲁能海蓝福源项目为注入广宇发展中的海南盈滨岛置业公司所有，该项目位于海口市西海岸盈滨半岛（澄迈县）。

图 3、鲁能海蓝福源项目所在位置



资料来源：光大证券研究所

图 4、鲁能海蓝福源项目效果图



资料来源：光大证券研究所

盈滨半岛共有 8000 多亩土地，其中鲁能地产拥有的总土地面积约为 5100 亩，基本上为别墅项目，容积率为 0.35 左右。

一期项目

一期项目于 2009 年 12 月 22 日开盘（10 月 1 日接收诚意登记），占地 401 亩，共 371 套别墅，近 10 万平米，其中独栋 247 栋，单套面积在 230-270 平方米，联排单套面积 110-170 平米，基本售完，独栋约有 20-30 套未售。12 月份开盘时销售价格在 1.2 至 1.4 万元/平方米之间，1 月 27 日推出的房源销售价格在 14000 至 16000 元/平方米，预计 2010 年 11 月份交付。

二期项目

二期项目产品类型中式养生别墅，占地 458 亩，0.34-0.35 容积率，正在报建中。

项目价值分析

根据资产注入公告，该项目土地面积为 5100 亩，按照 0.35 的容积率计算，建筑面积约 113.9 万平方米，权益比例约为 45%。

表 5、海蓝福源项目土地储备明细表

项目名称	产品类型	收购后总权益	占地面积	建筑面积	容积率
405 亩项目	低密度住宅	50%	26.7	9.1	0.34
87 亩项目	低密度住宅	50%	5.8	2.0	0.35
10 块宗地土地储备		50%	135.3	47.4	0.35
458 亩	低密度住宅	40%	30.5	10.7	0.35
永庆生态旅游区		40%	5.3	0.6	0.12
4 块宗地土地储备		40%	126.0	44.1	0.35
合计			329.7	113.9	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

根据调研情况，该项目处在开发销售的初期，销售价格较低，销售均价为1.5万元/平方米，与海蓝椰风目前独栋的价格相比，未来有提升的空间，因此保守预计销售价值为170.85亿元

该项目很早获得，土地成本很低，约1100元/平方米，加上周边配套设施成本、建安成本等，假设该项目单方成本为6000元/平方米，扣除合理税费及全额计提土地增值税等，计算该项目可销售净利润率。

表 6、海蓝福源项目销售净利率及贡献利润计算表

售价	开发税费	土地及建安	土地增值税	三项费用	税后净利润	净利润率	权益利润(亿元)	每股收益
15000	832.5	6000	2115	1050	3752	25.0%	19.2	3.5

资料来源：公司公告，光大证券研究所

根据计算，该项目为公司贡献权益净利润为19.2亿元，按照增发7亿股后的总股本12.12亿股计算，贡献每股收益约为1.6元。

鲁能三亚湾新城项目

该项目位于三亚市主城区的西部，为三亚湾海坡片区二线地，距三亚市中心区约10公里。

鲁能三亚湾新城项目拥有6.8平方公里的二线海景，合计1万多亩土地面积（包括土地一级开发，具体在后续详细描述），东西长约9公里，规模庞大，整个项目目前已开发30%。

图 5、鲁能三亚湾新城项目所在位置



资料来源：光大证券研究所

图 6、鲁能三亚湾新城项目实景图



资料来源：光大证券研究所

根据规划，鲁能三亚湾新城项目分为三个板块，分别为**美丽城板块**（东部文化娱乐社区）、**游艇会**（西部游艇港湾社区）以及**高尔夫社区**（中部高尚绿地社区）。

（1）美丽城板块

美丽城一区，共 11 栋，前 9 栋已经建成，项目售罄，公寓起价 1.6 万元/平方米，最高价格约 2.7 万元/平方米，均价大约 2 万/平方米，容积率约为 2.0。

美丽 MALL，该项目目前 2.9 万/平方米，2009 年 5 月份销售均价为 1.4 万/平方米，容积率约为 1.0。

（2）游艇会

游艇会只有一个项目，目前已售完。

（3）高尔夫社区

高尔夫社区共 5 个别墅项目，目前已经开发了 2 个。

别墅项目，约 21 万平方米的建筑面积，联排别墅售价在 3 万/平方米，独栋售价约 4 万/平方米（容积率为 0.45）。

项目价值分析

根据发行股票购买资产公告，此次注入广宇发展，三亚湾新城项目的建筑面积约为 67.7 万平方米（包括少量山海天项目）。

表 7、三亚湾新城项目明细表

项目名称	产品类型	收购后总权益	占地面积	建筑面积	容积率
三亚湾度假区 B-1-15	商业会所	100%	1.6	1.4	0.86
三亚湾美丽城一区二期	低密度住宅	100%	21.6	15.4	0.71
美丽 MALL55 亩	商业住宅	100%	3.7	3.5	0.95
高尔夫二区	低密度住宅	100%	25.6	6.4	0.25
山海天三期	低密度住宅	100%	1.7	2.0	1.20
三亚湾游艇港湾一区一期	低密度住宅	100%	18.6	6.8	0.36
美丽 MALL 二期项目	住宅商业	100%	1.0	1.7	1.63
606 项目	住宅	100%	21.9	14.4	0.66
508 地块	住宅	100%	15.1	16.0	1.07
合计			110.8	67.7	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

假设注入项目的销售均价为公寓与别墅的均价 2.5 万元/平方米，预计销售价值为 169.25 亿元。

该项目很早获得，土地成本很低，其成本主要为项目周边配套设施成本、建安成本等，假设该项目单方成本为 7000 元/平方米，扣除合理税费及全额计提土地增值税等，计算该项目可销售净利润率。

表 8、鲁能三亚湾新城项目销售净利率及贡献利润计算表

售价	开发税费	土地及建安	土地增值税	三项费用	税后净利润	净利润率	贡献利润(亿元)	每股收益
25000	1387.5	7000	5683	1750	6885	27.5%	46.6	3.8

资料来源：公司公告，光大证券研究所

根据计算，该项目为公司贡献权益净利润为 46.6 亿元，按照增发 7 亿股后的总股本 12.12 亿股计算，贡献每股收益约为 3.8 元。

三亚湾土地一级开发项目价值分析

鲁能三亚湾土地一级开发项目在建项目为三亚湾水系工程，根据公告，该项目开发总面积 10,297.65 亩，可出让土地 6,522.92 亩，不可出让的公共土地面积 3,774.7 亩，预计总投资 257,938.50 万元。完成征地拆迁约 4,333.15 亩，通过政府“招拍挂”已完成土地出让 1,760.29 亩，剩余土地一级开发面积约为 4762.63 亩。

根据预计总投资及可出让土地面积，大概测算得出，土地一级开发成本约为 40 万元/亩。

使用假设开发法，倒推合理的土地拍卖价格，从鲁能三亚湾项目售价来看，销售均价为 2.5 万元/平方米，容积率为 0.6 左右，扣除合理开发成本，预

计每亩拍卖价格最少在 500 万/亩以上，因此土地一级开发项目每亩利润约为 164 万元。

通过其他途径及房地产同行介绍，鲁能地产在三亚湾的土地一级开发项目和政府很可能是 4:6 分成，因此，土地一级开发项目为公司带来净利润约为 66 亿元。

该一级土地开发项目与公司正在三亚湾的二级开发项目连为一体，公司获取相应的二级开发权的可能性较大，但由于具有不确定性，因此不考虑该部分开发为公司带来的收益。

表 9、土地一级开发收益敏感性分析

土地面积（亩）	预计拍卖价格（万元/亩）							
4762.63	300	400	500	600	700	800	900	1000
预计出让收入	143	191	238	286	333	381	429	476
营业税及成本	19	19	19	19	19	19	19	19
所得税	31	43	55	67	79	90	102	114
总净利润	93	129	164	200	236	271	307	343
公司分四成	37	51	66	80	94	109	123	137
公司分三成	28	39	49	60	71	81	92	103
公司分两成	19	26	33	40	47	54	61	69
公司分一成	9	13	16	20	24	27	31	34

资料来源：公司公告，光大证券研究所

海南项目价值合计

二级开发项目价值分析：根据对海南椰风项目、福源项目以及三亚湾新城项目的分析与假设，我们认为，此次资产注入，将会为广宇发展带来至少 78.4 亿元的权益净利润，用增发后总股份 12.12 亿股计算每股收益，每股收益约为 6.5 元，若分 10 年结算，静态考虑，海南项目将为公司每年贡献 EPS 为 0.65 元。

表 10、海南项目贡献利润明细表

项目	权益	建筑面积	销售均价	销售总额	净利润率	贡献利润	贡献 EPS
海南椰风项目	100%	31.2	1.5	46.8	26.9%	12.6	1.0
海南鲁能福源项目	45%	113.9	1.5	170.9	25.0%	19.2	1.6
三亚湾新城项目	100%	67.7	2.5	169.3	27.5%	46.6	3.8
合计		212.8		386.9		78.4	6.5

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 11、海南项目评估价

单位：万元	股权比例	帐面价值	建筑面积	权益面积	评估价
海南鲁能广大置业	100%	71225	28.7	28.7	170872
海南三亚湾新城	100%	9113	38.9	38.9	57959
海南英大	100%	14683	31.2	31.2	54082
海南盈滨岛(澄迈县老城区)	50%	14489	113.9	57.0	44189
合计		109510			327102

资料来源：公司公告，光大证券研究所

此次注入广宇发展的资产账面价值及贡献利润总额合计为 89.4 亿元（暂不考虑一级开发转为二级开发的情况），远高于评估价值 32.7 亿元，海南房地产项目升值空间大。

土地一级开发项目价值分析：根据分析，我们认为，土地一级开发至少能给公司带来 66 亿元的土地收益。

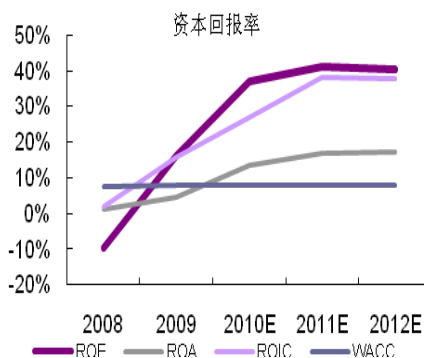
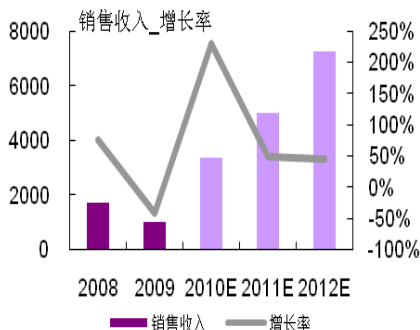
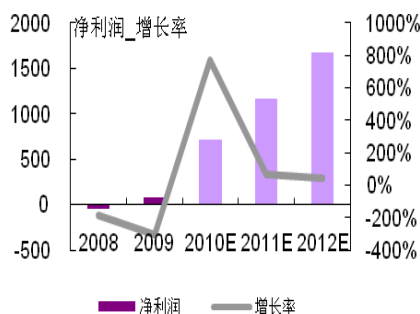
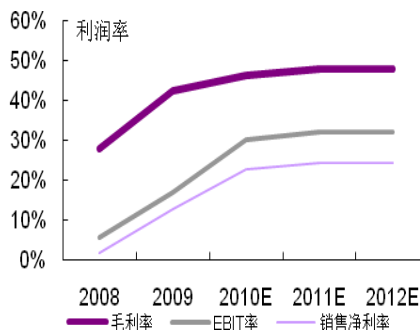
综合土地一级开发及现有项目的二级开发，这些项目将给公司带来 144.2 亿元收益，折合每股收益为 11.9 元，若考虑重庆，宜宾及山东项目（后续我们将逐步实地调研相应楼盘，动态跟踪），广宇发展的价值提升空间较大。

主要结论

此次鲁能地产海南项目调研，总的印象是超出我们之前的预期，海南房地产项目的发展前景趋好，盈利能超强，价值提升空间大，具备快速发展的能力及实力，不过此篇报告暂不给予公司投资评级，主要原因在于：

- 第一，我们对整个广宇发展（鲁能地产）的理解还不够深入，还有其他地方项目，如重庆，宜宾，济南等地的项目没有去实地考察，后续将逐步调研跟踪。
- 第二，公司正在重组中，目前尚未与公司管理层有实质性接触，还需要做深入交流。
- 第三，公司公告重组预案，但依然具有不确定性。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,719	1,017	3,359	5,012	7,268
营业成本	1,243	585	1,808	2,612	3,787
折旧和摊销	(4)	(25)	0	0	0
营业税费	119	169	302	451	654
销售费用	72	45	151	226	327
管理费用	27	30	67	100	145
财务费用	(2)	(2)	15	13	(5)
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	17	1	1	1
营业利润	105	188	991	1,599	2,343
利润总额	98	192	1,011	1,619	2,363
少数股东损益	69	46	47	43	90
归属母公司净利润	(40)	82	711	1,171	1,682

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	2,740	2,882	5,567	7,130	10,255
流动资产	2,415	2,524	5,457	7,020	10,145
货币资金	340	171	638	952	1,381
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	76	167	143	213	309
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	73	37	137	82	85
存货	1,920	2,148	4,521	5,746	8,332
可供出售投资	4	5	4	4	4
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	89	104	104	104	104
固定资产	2	2	2	2	2
无形资产	1	1	1	1	1
总负债	2,080	2,093	3,320	3,896	5,612
无息负债	1,310	1,910	2,660	3,857	5,529
有息负债	770	184	660	39	83
股东权益	660	789	2,248	3,234	4,642
股本	513	513	1,213	1,213	1,213
公积金	180	181	295	477	743
未分配利润	(271)	(190)	408	1,169	2,221
少数股东权益	239	285	333	375	466

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(131)	449	(905)	1,175	744
净利润	(40)	82	711	1,171	1,682
折旧摊销	(4)	(25)	0	0	0
净营运资金增加	329	(458)	2,160	366	1,452
其他	(415)	850	(3,775)	(363)	(2,391)
投资活动产生现金流	1	2	211	(0)	(0)
净资本支出	(1)	(1)	0	0	0
长期投资变化	89	104	(0)	(0)	(0)
其他资产变化	(86)	(101)	211	0	0
融资活动现金流	115	(595)	1,161	(861)	(315)
股本变化	0	0	700	0	0
债务净变化	121	(587)	476	(620)	44
无息负债变化	(298)	600	750	1,197	1,673
净现金流	(15)	(145)	467	314	429

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	76.61%	-40.81%	230.20%	49.20%	45.00%
净利润增长率	-185.74%	-304.37%	768.70%	64.78%	43.61%
EBITDA 增长率	-11.93%	56.63%	597.58%	60.27%	45.06%
EBIT 增长率	14.58%	75.97%	493.03%	60.28%	45.07%
估值指标					
PE	(488)	239	27	17	12
PB	30	25	9	6	4
EV/EBITDA	99	59	20	12	8
EV/EBIT	95	50	20	12	8
EV/NOPLAT	445	79	27	16	11
EV/Sales	5	8	6	4	3
EV/IC	8	13	7	6	4
盈利能力 (%)					
毛利率	27.71%	42.46%	46.17%	47.89%	47.89%
EBITDA 率	5.41%	14.33%	29.93%	32.15%	32.16%
EBIT 率	5.66%	16.82%	29.92%	32.14%	32.16%
税前净利润率	5.70%	18.85%	30.09%	32.30%	32.52%
税后净利润率 (归属母公司)	-2.33%	8.04%	21.16%	23.37%	23.15%
ROA	1.04%	4.45%	13.62%	17.03%	17.28%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-9.50%	16.23%	37.12%	40.97%	40.27%
经营性 ROIC	1.83%	15.91%	27.05%	38.26%	37.92%
偿债能力					
流动比率	1.36	1.21	1.65	1.80	1.81
速动比率	0.28	0.18	0.28	0.33	0.32
归属母公司权益/有息债务	0.55	2.75	2.90	72.92	50.23
有形资产/有息债务	3.54	15.50	8.44	181.84	123.33
每股指标					
EPS	(0.03)	0.07	0.59	0.97	1.39
每股红利	0.00	0.00	0.19	0.30	0.44
每股经营现金流	(0.11)	0.37	(0.75)	0.97	0.61
每股自由现金流(FCFF)	(0.12)	0.47	(1.14)	0.71	0.26
每股净资产 (按最新预测年度)	0.54	0.65	1.85	2.67	3.83
每股销售收入	1.42	0.84	2.77	4.13	5.99

资料来源：光大证券、上市公司

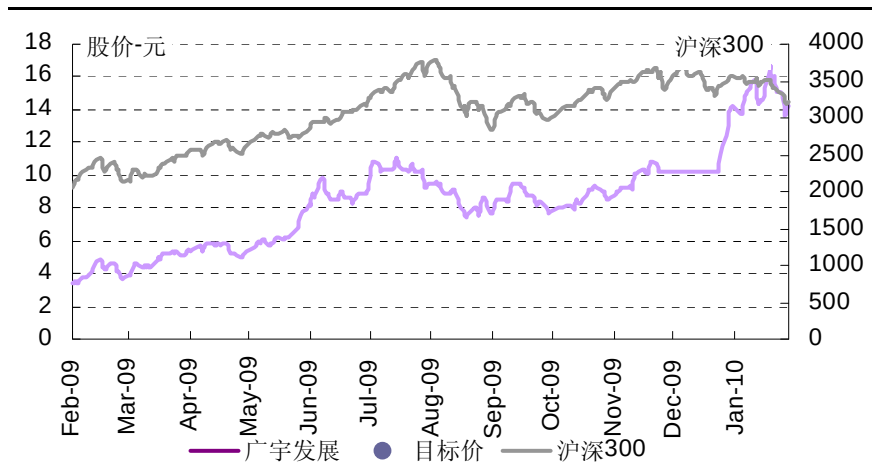
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

广宇发展（000537）

分析师：徐军平



日期	股价	目标价	评级
Feb-09	4.5	10.0	买入
Mar-09	4.0	10.0	增持
Apr-09	5.0	10.0	中性
May-09	6.0	10.0	减持
Jun-09	10.0	10.0	卖出
Jul-09	10.0	10.0	买入
Aug-09	10.0	10.0	增持
Sep-09	8.0	10.0	中性
Oct-09	8.0	10.0	减持
Nov-09	10.0	10.0	买入
Dec-09	10.0	10.0	增持
Jan-10	14.0	10.0	中性

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。