



绝对收益 5 号-终成大器

广宇发展(000537)

特批保障重组，时间窗口将至

2011 年 3 月 1 日据悉，5 家央企被国资委特批保留房地产业务，其中包括鲁能集团。鲁能集团持有公司（000537）20.02% 股权，2010 年 6 月 12 日，公司（000537）发布公告，国资委已经原则同意鲁能集团向公司（000537）的资产注入方案。2010 年 6 月 29 日，资产注入方案获股东大会通过。观察从央企地产整合以来的资本运作以及金隅股份回归 A 股获批案例，可见监管层对于房地产资产注入上市公司的审批并非不留例外。鲁能集团资产注入上市公司（000537），有利于解决集团和上市公司同业竞争问题，有利于推进央企整体上市。我们认为资产注入方案在 2011 年 6 月 29 日前获得证监会批准是极大概率事件，否则国资委不得不重新动用行政资源审批；鲁能集团也不得不重新进行资产评估、重新报会，以消除同业竞争。

资产注入对公司影响

鲁能集团拟将旗下 7 家房地产公司注入广宇发展（000537），拟注入的资产评估基准日账面价值为 22.33 亿元，评估值为 59.33 亿元，增值率 165.72%。公司（000537）本次重组拟发行 600,480,566 股，非公开发行股份的价格为 9.88 元/股。资产注入完成后，公司重估每股净资产升至 18.53 元以上。

此次注入 7 家公司仅是鲁能集团地产板块资本运作的开始，根据公司（000537）的公告，鲁能集团将会继续向公司（000537）注入旗下优质房地产资源，实现资源集中与资产增值、流通。同时，鲁能集团避免同业竞争承诺耐人寻味，留下了鲁能集团与公司（000537）并肩作战的空间。这样鲁能集团可以在保证控制权的同时，实现上市公司资产注入与增发现金融资的循环发展。因此广宇发展（000537）未来的价值增长空间不可限量。

除了股东背景带来的庞大体外资产和充足现金流，公司（000537）还具备优秀的专业团队和品牌优势。我们认为当前公司股价已有足够的安全边际，六个月目标价 13.86 元，给予买入评级。

预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万）	1530.01	4,453.83	5344.6	5344.6
主营收入增长率	50.39%	191.1%	20%	-
净利润（百万）	106.68	325.39	396.98	396.98
净利润增长率	30.38%	205%	22%	-
ROE	17.75%	11.44%	13.8%	13.8%
EPS（元）	0.21	0.29	0.35	0.35
P/E	46	48	50	50
P/B	15.32	5.49	6.78	6.78

首次评级

买入

张朝晖

zhangzhaohui@csc.com.cn

010-85130972

执业证书编号：S1440206070058

联系人：李文青

liwenqing@csc.com.cn

010-85156322

发布日期：2011 年 3 月 24 日

当前股价：9.17 元

目标价格 6 个月：13.86 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
0.00/0.45	-3.33/-3.85	-43.43/-38.59
12 月最高/最低价（元）		16.25/7.2
总股本（万股）		51271.76
流通 A 股（万股）		51271.76
总市值（亿元）		44.61
流通市值（亿元）		44.61
近 3 月日均成交量（万）		1079.82
主要股东		
山东鲁能集团有限公司		20.02%

股价表现



相关研究报告

10.04.20 广宇发展-----终成大器

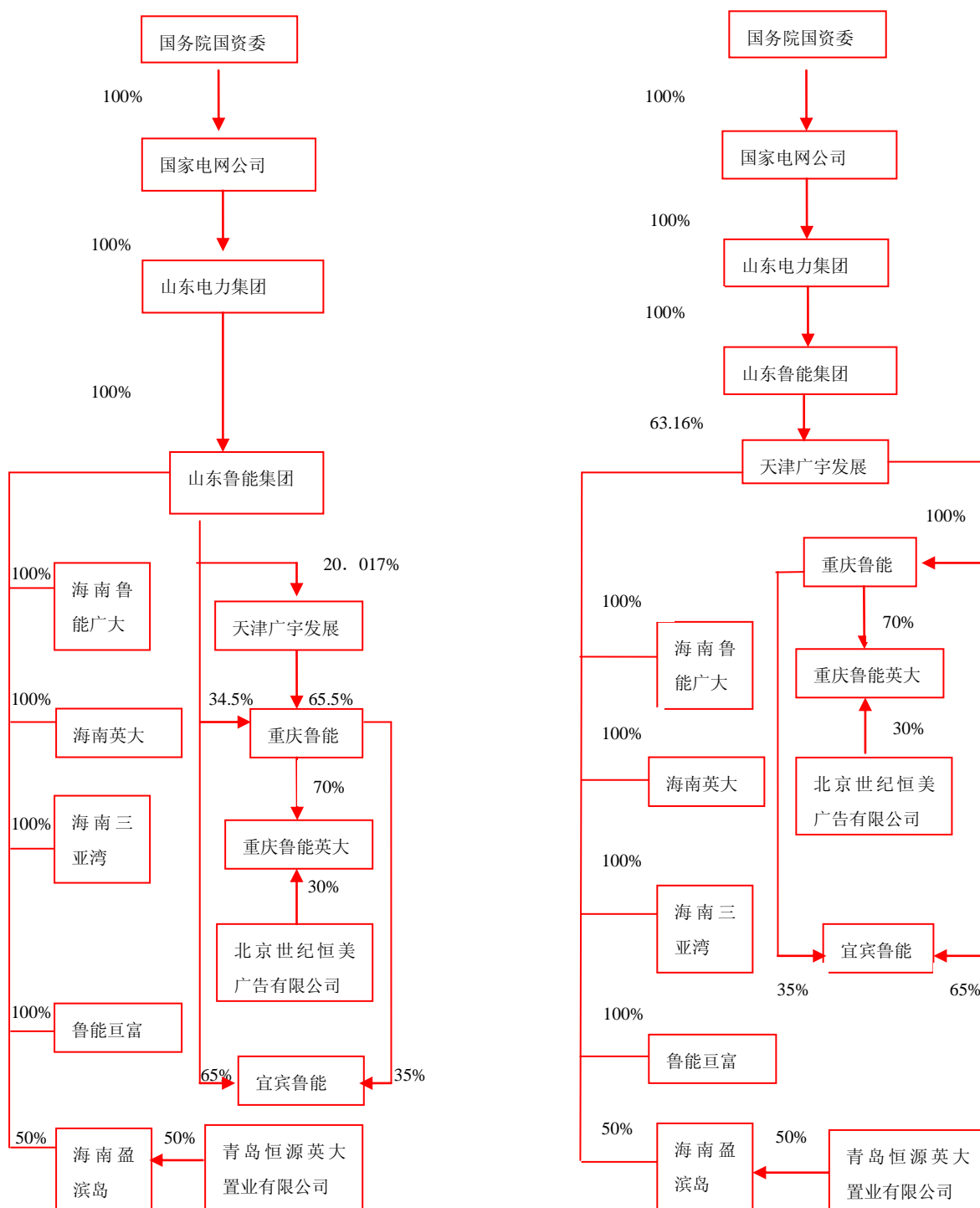
09.02.25 广宇发展：两年内必有新的资产重组

广宇发展（000537）2007 年年报简评--
HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

公司概况

天津广宇发展股份有限公司(000537)原名为天津立达国际商场股份有限公司，成立于 1986 年 3 月 5 日，于 1993 年 12 月公司股票在深圳证券交易所挂牌交易。

图 1：广宇发展（000537）股权结构 左图为重组前，右图为重组后





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。此次资产注入前，鲁能集团持有本公司 102,632,930 股，占本公司总股本的 20.017%，为本公司控股股东。

公司营业范围为 GD 系列自动售货机的生产和销售、租赁和技术与售后服务、维修、改造、测试及技术咨询；GD 系列防伪检测仪生产、销售；电子设备产品生产、销售；软件技术开发、销售；计算机相关产品生产、销售业务；金融机具、自动售检票系统、智能卡、多维码识读设备等电子设备产品生产、销售、租赁和技术与售后服务、维修、改造、测试及技术咨询；喷涂；自营和代理各类商品和技术的进出口；电气设备的检修、维护。

目前，房地产收入占公司营业收入的 90%以上，公司利润的来源主要依靠子公司重庆鲁能。重庆鲁能主营业务为房地产开发与销售，拥有壹级房地产开发资质。

鲁能集团及其控制人

山东鲁能集团有限公司，成立于 2002 年 12 月 12 日，法定代表人徐鹏，注册资本 100 亿元。注册地址为济南市市中区经三路 61 号。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（不含法律、法规限制的范围）；批发和零售贸易（不含法律、法规限制的范围）；企业管理服务

近年来，鲁能集团围绕建设“资源型、公众型，集团化、国际化，资产质量优良、经营业绩优秀”的一流企业集团战略目标，大力发展资源型产业，形成了发电、煤炭、房地产、铝产业以及物流在内的发展战略格局。具体业务经营情况如下：

1、发电业务

鲁能集团拥有的火力发电机组性能稳定、能耗低，且大多都定位于大型煤电一体化基地或坑口电厂，用煤有保障，抗风险能力强。

2、煤炭业务

鲁能集团战略定位为电力为主的资源型企业。围绕电力主业，鲁能集团积极发展煤炭采掘业，拥有山东省内及山西、内蒙古、新疆、黑龙江等大型煤矿项目，大部分煤矿项目为当地电厂项目提供配套煤源，已具备较强的煤电产业联动优势。

3、房地产业务

鲁能集团在房地产行业的战略是坚持住宅地产与商业地产并举，重点在中心城市和优势区域发展有影响力项目，以千亩以上大盘为主。2004 年，鲁能地产荣获“中国十大地产品牌”称号。2006 年，鲁能置业集团公司被国务院发展研究中心评为中国房地产百强企业“成长性”第四位、“规模性”第五位；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。

4、其他业务

鲁能集团除经营上述三类业务外，还向下游适度拓展，进入了氧化铝、电解铝产业以及物流等业务。同时积极参与风能、太阳能等资源开发，促进低碳经济和清洁能源发展。

表：鲁能集团两年主要财务数据

单位：万元

指标	2009-12-31	2008-12-31
资产合计	10,091,163.34	11,604,482.71
负债合计	8,080,772.77	9,995,605.73
归属于母公司所有者权益	1,534,759.48	926,937.09
营业收入	2,688,747.39	4,023,458.57
净利润	418,609.36	14,850.33
归属母公司股东的净利润	403,896.53	18,792.04

资料来源：广宇发展（000537）公告

山东电力集团公司成立于 1997 年 7 月，为国家电网公司的全资子公司，其主要业务为：电网经营；电力生产；电力勘测、设计、建设、施工、修造、调试、工程总承包；电力购销；电力投资，工程监理；电力系统所需原材辅料、燃料、设备的销售（不含专营）；技术开发，人员培训；信息咨询服务。国家电网公司是关系国家能源安全和国民经济命脉的重要国有骨干企业，以建设和运营电网为核心业务，承担着为经济社会发展提供安全、经济、清洁、可持续的电力供应的基本使命。国家电网公司经营区域包括 26 个省（自治区、直辖市），拥有 54 个全资企业（含区域电网公司和省电力公司 30 个）、控股企业，参股中国南方电网有限责任公司，直接服务客户 1.45 亿户，直属单位员工 87.22 万人。国家电网公司名列 2009 年《财富》全球企业 500 强第 15 位，比 2008 年上升了 9 位，是全球最大的公用事业企业，2009 年营业收入 12659.8 亿元，资产总额 18600 亿元。

资产注入估值

公司估值计算

根据公司公告，本次鲁能集团向公司（000537）共计注入 7 家子公司。其中鲁能英大属于重庆鲁能子公司，但是按照公司（000537）披露的草案，我们也将其单独列出计算，所以下表中是 8 家公司。本报告根据公司公告内容，整理注入资产并计算未来收益如下：

表 1：本次注入资产和未来收益

指标/项目	重庆鲁能	鲁能英大	宜宾鲁能	鲁能亘富	鲁能广大	三亚湾	海南英大	盈宾滨岛	合计
权益	100%	70%	100%	100%	100%	100%	100%	50%	
建筑面积(万平方米)	155.83	109.59	142.34	334.37	30.20	42.10	60.89	140.18	1048.82
可售建筑面积(万平方米)	140.25	98.63	128.11	300.93	27.18	37.89	54.80	126.16	943.94
总资产(亿元)	28.51		9.99	60.69	13.85	16.18	7.46	10.31	147.00



楼面地价 (元)	1194	1,193.62	780	2017	5098	4271	1361	817	
单方售价(元 /平方米)	7300	7,300.00	3200	8500	19800	19800	18000	7200	
销售收入(亿 元)	102.38	71.99	41.00	255.79	53.81	75.02	98.64	90.84	811.37
建安成本(亿 元)	23.37	16.44	11.39	60.19	5.74	8.00	11.57	26.63	163.33
期间费用(亿 元)	7.37	5.18	2.95	18.42	3.87	5.40	7.10	6.54	58.42
营业税及附 加(亿元)	5.63	3.96	2.25	14.07	2.96	4.13	5.42	5.00	44.63
土地增值税 (亿元)	10.24	7.19	4.10	25.58	5.38	7.50	9.86	9.08	81.14
税前利润(亿 元)	39.03	27.44	10.31	76.85	22.00	33.81	57.22	33.27	313.28
归属上市公 司净利润(亿 元)	29.27	14.40	7.73	57.64	16.50	25.35	42.91	12.48	213.31

资料来源：中信建投发展研究部

参数选取的解释

- 1，上表中土地增值税率以销售收入的 10% 估算（历年上市公司公告之最大值）
- 2，建安成本以各地平均成本估算
- 3，期间费用以公司历史数据估算
- 4，估值采用 DCF 模型。房地产行业销售的特殊性，现金流先于利润以预收款形式入账。因此，我们直接以利润替代现金流进行贴现，贴现率设置为 7%，同时考虑到此次注入资产均为优质房地产项目，我们预测其房价每年涨幅也为 7%，与 GDP 十二五期间增长率基本持平。这样相当于以现价出售所有房地产，将税后利润记入股东权益。
- 5，公司（000537）原有资产主要为持有重庆鲁能 65.5% 股权，这部分资产的收益已经包含在计算中。

计算结果的扩展

照保守估计的原则，若 7 家分公司所在区域已有完工项目，我们按照完工项目的平均价格估计以后的销售收入，若还没有完工项目，则按照草案中拟开发计划，比对当地同等档次楼盘均价计算未来销售收入。在房地产估值过程中，上市公司缴纳的土地增值税率为四级累进，折合占销售收入之比为从 2% 到 10% 不等，是成本中最大的不确定性因素。因此，我们根据三个比率，列出重估后的每股净资产：



表 2：公司（000537）重估每股价格

土地增值税率	2%	5%	10%
税收净利润（亿元）	249.64	233.39	206.3
重估每股净值（元/股）	22.43	20.97	18.53
当前股价（元/股）	9.17	9.17	9.17
折价率	59.11%	56.27%	50.51%

资料来源：中信建投研究发展部

一级开发项目

根据公司（000537）公告，海南三亚湾的一级开发项目是按照鲁能集团与三亚市人民政府签定的协议进行政企合作开发，该项目开发总面积 10,297.65 亩，可出让土地 6,522.92 亩。因盈利模式未见披露，故此一级开发项目利润未计入重估后的净资产。

根据我们对三亚土地出让的公开历史资料的研究，该项目可出让土地每亩的一、二级差价收益在 250 万元左右，海南三亚湾新城开发有限公司在差价收益中分成比例不少于 50%。保守估计，该项目可以为公司（000537）贡献 53 亿利润，增厚每股权益 4.76 元。因盈利模式未见披露，故此一级开发项目利润未计入重估后的净资产，作为安全边际留给投资者。

持续资产注入预期

此次注入 7 家公司仅是鲁能集团地产板块资本运作的开始。根据广宇发展（000537）的公告，鲁能集团将会继续向公司（000537）注入旗下优质房地产资源，实现资源集中与资产流通、增值。根据鲁能集团避免同业竞争承诺，鲁能集团并未放弃房地产开发业务，可在保证控制权的同时，实现资产注入与增发金融资产的循环发展。因此广宇发展（000537）未来的价值增长空间十分广阔。

根据公告，以下 5 家公司目前因存在注入广宇发展的障碍，暂不适合注入广宇发展，待条件成熟后择机注入广宇发展：

表 3：后续资产注入

序号	公司名称	鲁能集团控股比例	暂不注入原因
1	北京顺义新城建设开发有限公司	23.57%	信托股权持股，待此问题解决后，注入广宇发展
2	北京海港房地产开发有限公司	27.27%	
3	大连鲁能置业有限公司	28.29%	
4	大连神农科技有限责任公司	100.00%	土地性质为农业旅游用地，目前业务与广宇发展战略发展目标不符，暂不注入广宇发展。
5	大连金石滩板道街项目有限公司	80.00%	大连金石滩板道街项目有限公司目前仅拥有一宗土地，位于大连鲁能置业有限公司的土地中间，拟与大连鲁能置业有限公司的土地统一规划，统一建设，其人员均为大连鲁能置业有限公司的人员，待与大连鲁能置业有限公司一起注入广宇发展。

资料来源：中信建投研究发展部

在公司（000537）公告中，鲁能集团作出如下承诺：

(1) 在广宇发展(000537)已开展房地产开发业务的城市中,鲁能集团不再从事新的房地产业务。

(2) 在广宇发展(000537)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,而鲁能集团可能利用自身优势获得该等项目时,则在获取该等项目后,将在同等商业条件下将其优先转让给广宇发展或采取合作方式由广宇发展为主开发。

(3) 若广宇发展拟在其现有进行房地产开发的城市之外的城市进行房地产开发业务,而鲁能集团已在该等城市中开展房地产开发业务时,则鲁能集团在该等城市中不再开发新的房地产项目,并同意广宇发展对正在经营的房地产项目在同等条件下享有优先收购权或采取合作方式由广宇发展为主开发。

按照这三条承诺,鲁能集团并未排除集团层面直接参与房地产竞争的可能性。可以按照如下路径不断做强做大房地产业务,跻身 A 股市场一线房地产商:1,通过上市公司非公开增发,进行现金融资,扩大上市公司股本和资金实力,同时自身股权被稀释。2,在上市公司市场势力较弱的区域和城市,以集团实力甚至依靠电网集团强大的融资能力为上市公司取得项目,而后已定向增发形式注入上市公司,再度集中自己的控制权。如此循环运作,将会使得上市公司在短时间内获得股本、资产和市值的迅速增长。

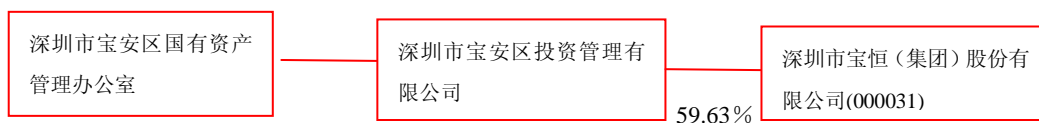
为什么注入获批是极大概率事件——参考案例

2004.6.28,国资委发布《关于央企房产重组通报》,拉开央企房地产业务整合大幕。公告称“根据2003年底有关财务数据及主业发展有关情况,中央企业中,中国建筑工程总公司、招商局集团有限公司、中国房地产开发集团公司、中国保利(集团)公司、华侨城集团公司的房地产业务规模较大、在企业全部业务收入中比例较高,并拟以房地产作为主业(或主业之一)发展。拟寻求重组合作方并准备将房地产业务作为非主业剥离的有关中央企业,根据本企业发展战略,可与上述企业联系,在自愿协商的基础上,研究有关重组问题。我委将做好有关协调工作。”2004年-2007年,国资委先后公布央企主业划分范围,16家企业央企“获准”经营房地产业务。在此期间,央企房地产业务的资本运作密集展开。

中粮集团:以收购方式进入央企房地产名单

2005年6月22日,中粮集团签署《收购报告书》,以2.255元/股受让宝投公司持有的深宝恒(000031)278,062,500股,占深宝恒总股本比例为59.63%。通过此收购,中粮集团实现房地产业务的借壳上市。此收购方案于当年获得国资委、证监会批准。中粮集团并未入选第一批可以拥有房地产主业的央企名单。根据《收购报告书》中显示,中粮集团彼时的经营范围中尚无“房地产开发”。但是在此次收购完成后,中粮集团入选央企地产名单。

图2: 公司(000031)与实际控制人之间的产权和控制关系

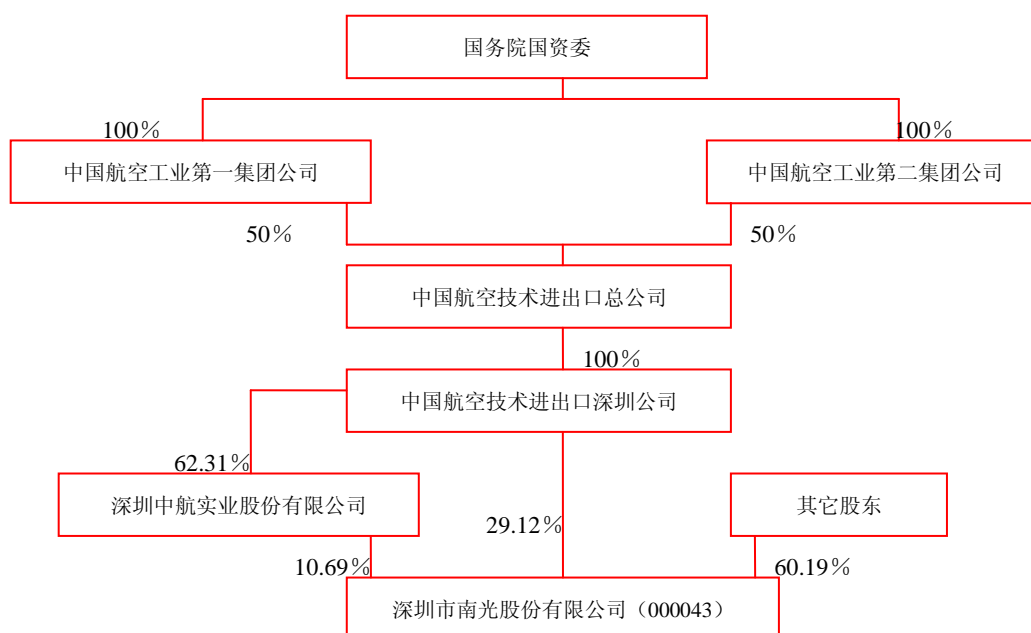


资料来源: 公司(000031)2004年年报

中航工业：资产不断注入上市公司，最终获批

央企房产重组通报发出后，中航工业也未入选第一批和第二批央企名单，但是中航工业不断通过增发、托管、现金收购等方式，将旗下与房地产开发相关的酒店、物业、商业和住宅地产开发业务以及监理、装修等业务先后注入上市公司深南光（000043）（后改名为“中航地产”）。最终，中航工业集团与鲁能集团一起被划入特批 5 家央企的名单中。

图 3：公司（000043）与实际控制人之间的产权和控制关系



资料来源：公司（000043）2006 年年报

1，2006 年 10 月 22 日，公司（000043）发布定向增发关联交易公告，中航系向上市公司注入酒店和物业管理资产。本次发行为向特定对象非公开发行股票，发行股票总数不超过 14,000 万股（含 14,000 万股）。特定的发行对象数量不超过十家，控股股东中国航空技术进出口深圳公司（下称“深圳中航”）、深圳中航地产公司（下称“中航地产”）及深圳中航控制的其他关联企业将认购不少于本次非公开发行股票总数的 40%，认购方式为：深圳中航、中航地产以其持有的地产、物业管理、酒店管理业务股权作价约 15,945.17 万元认购部分新增股份，不足 40%部分由深圳中航及其控制的关联企业以现金认购。其它机构投资者认购不超过本次非公开发行股票总数的 60%。

2，2006 年 10 月 22 日，公司（000043）第四届董事会第十八次会议作出决议，同意公司（000043）受托经营管理深圳中航地产公司暂未整合进入南光公司的房地产开发业务相关资产，公司（000043）按照受托资产经营收入的 3.5%收取受托经营管理费用，受托经营的具体资产由公司与深圳中航地产公司签订协议书，公司（000043）按规定履行相关程序并及时进行信息披露。

3，2006 年 12 月 4 日公司（000043）第四届董事会第二十一次会议作出决议，同意公司（000043）以现金 2062.5 万元人民币收购江西中航地产有限责任公司 75%的股权。江西中航地产有限责任公司成立于 2006 年

8月17日，注册资本2750万元人民币，是江西南昌滕王阁房地产开发有限公司的全资子公司。江西南昌滕王阁房地产开发有限公司由江西智融投资有限责任公司、深圳中航地产公司、江西鼎城实业投资有限公司分别持有48%、12%和40%的股权；深圳中航地产公司为公司（000043）第一大股东中国航空技术进出口深圳公司的全资子公司，公司（000043）第一大股东中国航空技术进出口深圳公司持有江西鼎城实业投资有限公司80%的股权，公司（000043）第一大股东中国航空技术进出口深圳公司与深圳中航地产公司合计持有江西智融投资有限责任公司55.6%的股权，其中中国航空技术进出口深圳公司持有43.82%，深圳中航地产公司持有11.78%。

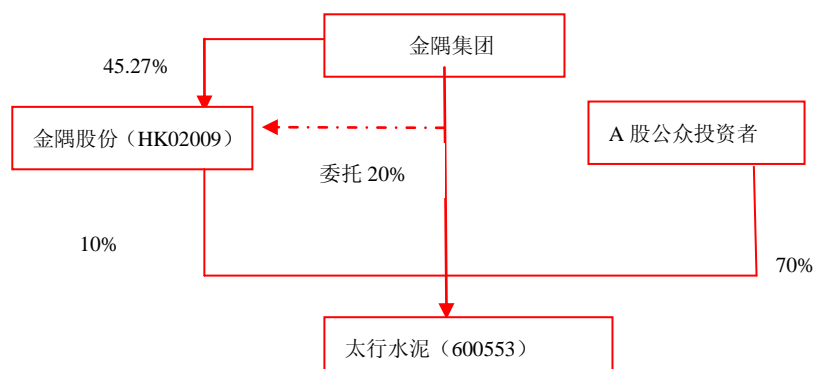
4，2006年12月4日公司（000043）第四届董事会第二十一次会议作出决议，同意公司全资子公司深圳市中航地产发展有限公司以现金60万元人民币收购深圳市中航建设监理有限公司原由深圳市中航建筑设计有限公司持有的30%股权，并以现金100万元人民币认购深圳市中航建设监理有限公司增资后新增100万元人民币注册资本。收购及增资完成后，深圳市中航建设监理有限公司注册资本为300万元人民币，其中深圳市中航地产发展有限公司现金出资160万元人民币，持有53.33%股权，深圳中航地产公司现金出资140万元人民币，持有46.67%股权。深圳中航地产公司系公司（000043）第一大股东中国航空技术进出口深圳公司的全资子公司，深圳市中航建筑设计有限公司由中国航空工业二集团的全资子公司中国航空工业规划设计研究院持有60%的股权，深圳中航地产公司持有40%股权。

5，2008年12月26日，公司（000043）全资子公司深圳市中航地产发展有限公司与中国航空技术进出口深圳公司、深圳中航城发展有限公司签署了《产权交易合同》，以挂牌竞买的方式收购两家公司持有的深圳中航幕墙工程有限公司100%股权，总价款人民币27,131,200.18元。

金隅股份借壳回归A股——房地产业务注入上市公司获批案例

2011年1月28日，中国证券监督管理委员会核准了金隅股份（HK02009）换股吸收太行水泥（600553）合并方案。虽然金隅集团并非央企，但是此次资本运作的成功也说明了证监会对于涉及房地产业务的资本运作并非一概不批。

图4：太行水泥（600553）股权结构



资料来源：公司公告

金隅集团在收购太行水泥以及金隅股份H股首次公开发行申请时均已承诺在时机成熟时整合旗下水泥资产，以解决金隅股份和太行水泥之间的同业竞争问题。



1、金隅集团在 2007 年收购太行水泥报告中承诺：“在本次收购完成后，金隅集团将在时机成熟时通过资产重组与整合将与水泥相关产业的资产与业务全部注入上市公司，以解决同业竞争问题”。

2、金隅集团在 2009 年金隅股份 H 股首次公开发行申请时承诺：“本次水泥资产整合将以太行水泥向金隅股份发行股份购买资产等方式进行。金隅集团拟通过资产整合将太行水泥发展成为金隅集团下属水泥业务的唯一发展平台，统一运营和管理金隅集团的水泥资产及业务，成为金隅股份绝对控股的水泥业务公司，从而妥善解决金隅集团与太行水泥之间水泥业务的竞争问题”；“金隅集团将于金隅股份上市后 12 个月内完成水泥资产整合方案并进入申报程序”。

通过换股吸收合并，金隅集团将实现对旗下水泥资产的整合，并实现解决金隅股份和太行水泥之间的同业竞争、完善公司治理架构等目的。金隅股份（601992）的主营业务包括水泥、新型建筑材料、房地产开发和物业投资及管理。金隅股份（601992）是中国环渤海地区最大的建材企业之一，是北京地区具有领导地位的房地产开发商和大型物业投资及管理公司。通过下表可发现，房地产开发业务的收入占金隅股份（601992）的收入比重在30%左右，可见监管部门对于房地产业务注入上市公司，并未完全封死。

表 4：金隅股份（601992）主营业务收入的构成分析

单位：万元

板块	2010 年 1-6 月		2009 年度	
	金额	比例	金额	比例
水泥	343,754.11	42.45%	484,554.19	39.46%
新型建筑材料	182,842.26	22.58%	308,067.23	25.09%
房地产开发	243,190.03	30.03%	365,930.26	29.80%
物业投资及管理	40,063.41	4.95%	69,265.8	5.64%
合计	809,849.80	100.00%	1,227,817.48	100.00%

资料来源：公司公告

盈利预测

表 5：盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万）	1530.01	4,453.83	5344.6	5344.6
主营收入增长率	50.39%	191.1%	20%	-
净利润（百万）	106.68	325.39	396.98	396.98
净利润增长率	30.38%	205%	22%	-
ROE	17.75%	11.44%	13.8%	13.8%
EPS（元）	0.21	0.29	0.35	0.35
P/E	46	48	40	40
P/B	15.32	5.49	6.78	6.78

由于公司（000537）获得资产注入后，仍然存在极大的现金融资和资产继续注入空间，所以 2012 年以后的业绩难以确定。我们基于保守原则，维持 2013 年业绩和 2012 年持平。

投资建议

我们从三点考虑，认为方案获得证监会通过是极大概率事件：

- 1，此次资产注入首先可以解决集团和上市公司（000537）同业竞争的问题，同时可以提高鲁能集团证券化率、推进央企整体上市。
- 2，前述中粮集团、中航工业两大央企均为先将地产业务注入上市公司而后获得央企地产牌照，地方国企金隅股份回归 A 股、注入地产业务也于不久前获批。鲁能集团如今已经进入央企房地产特批名单，资产注入上市公司不存在政策障碍。

经过我们较为保守的推算，公司（000537）重组后 RNAV 在 18.53 元左右，当前交易价格折价约 49.65%，这个折价水平相比招商地产（000024）、保利地产（600048）和金地集团（600383）的折价率显著偏高。如果在 9.88 元以下买入，还将低于集团资产注入的成本。给予买入评级，六个月目标价位 13.86 元。

表 6:公司（000537）RNAV 与折价

单位：元

	RNAV	现价	折价率
招商地产（000024）	22.81	17.15	24.81%
保利地产（600048）	16.31	13.21	19.00%
金地集团（600383）	8.81	6.81	22.7%
广宇发展（000537）	18.53	9.17	50.51%

资料来源：中信建投研究发展部

风险分析

证监会审批的风险

鲁能集团资产注入方案目前已经获得国资委和股东大会的批准，尚需证监会审批。资产注入议案是在 2010 年 6 月 29 日由公司（000537）临时股东大会通过，这意味着 2011 年 6 月 29 日前，倘若无法通过证监会审批，则资产注入方案必须重新进行估值和报批。

房地产调控政策的影响

房地产行业的调控政策，目的是为了限制房价的过快上涨，保持金融稳定。分析前期的调控政策，其着力点在于增加交易成本以抑制投机。因为在一个投机占主导的市场上，供求关系决定均衡价格的经济规律已经失灵。成功遏制投机之后，调控政策将会回归市场的基本逻辑，即在人口和城镇化支撑的刚性需求条件下，进一步调控房市就必须着力于扩大供给，从而在资金面和政策面对房地产开发商产生一定的利好。我们认为，当前



国务院组织调查组摸底楼市调控成效，就是为了找准政策转换的节奏，在适当的时候放松信贷，扩大供给，从而将房价的波动控制在合理范围内。这样，客观上有利于房地产上市公司释放业绩，回归合理估值。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

基金研究服务

张朝晖：对外经济贸易大学工商管理硕士，绝对收益分析员，从业 12 年。专注于公司重组、兼并、收购、再融资前后及过程中的投资价值发现。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。