

# 重组转型新能源，前景广阔成长可期

## 广宇发展(000537)

### 住宅开发深耕多年，资产重组转型新能源

广宇发展于1986年3月在天津注册成立，1993年12月在深交所挂牌上市。公司作为整合及发展中国绿发系统内住宅类房地产开发业务为主的综合性地产业务平台，主营业务为房地产开发与销售，业务板块集中于住宅地产开发，布局区域集中于北京、济南、成都、宜宾等18个城市。2021年9月，公司公告称拟将所持所属房地产公司及物业公司股权等资产负债与鲁能集团、都城伟业合计持有的鲁能新能源100%股权进行资产置换。通过资产置换，公司将原有地产业务资产置出，同时置入行业前景良好、竞争优势突出、发展前景较好的新能源发电业务。本次交易完成后，上市公司将持有鲁能新能源100%股权。上市公司的主要业务将变更为风能和太阳能的开发、投资和运营。

### 地产业务稳健发展，重组完成全部置出

2021Q1-3，公司实现销售金额129.62亿元，同比增加174.27%；销售面积77.32万平方米，同比增加122.38%；结算面积69.41万平方米，较上年同期减少7.58万平方米，同比减少9.85%。截至2021年上半年，公司剩余可开发土储规模为290.56万平方米，可支撑公司未来2-3年开发经营。2021年上半年公司共新增土地4块，土地总价57.8亿元，拿地态度较为谨慎，公司地产开发业务整体发展较为稳健。根据资产重组方案，上市公司拟将所持全部23家房地产开发公司股权置出，置入鲁能集团与都城伟业合计持有的鲁能新能源100%股权，估值差额部分以现金方式补足。此次交易完成后，鲁能集团支付的132亿元现金将有力支持公司进行新能源业务的顺利发展。

### 海陆齐发多能互补，新能源发展可期

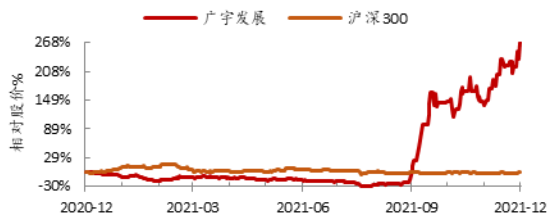
公司置入资产为鲁能新能源，主营业务为风能和太阳能的开发、投资和运营。截至2021年12月，鲁能新能源自主运营项目43个，自主运营装机规模344.15万千瓦，其中：海上风电40万千瓦、陆上风电230.20万千瓦、光伏发电68.95万千瓦、储能5万千瓦。公司新能源业务以风电为主，占比高达79%，同时布局光伏发电和光热发电等新能源项目，形成海陆齐发、多能互补的绿色能源体系。2020年，我国提出“2030年实现碳达峰，2060年实现碳中和”的“3060”双碳目标，到2030年非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右，电力行业清洁低碳化转型是实现双碳目标的关键条件。从装机容量来看，公司自主运营装机规模344.15万千瓦，处于行业中等水平，随着新项目陆续开工建设，鲁能新能源有望迎来高速发展期。从经营情况来看，鲁能新能源2021年前8月实现主营业务收入23.69亿元，毛利率为59.05%，高于行业平均值。近年鲁能新能源收入规模与利润率持续提升，发展状况良好。

### 盈利预测与投资建议

在电力行业低碳化转型的背景下，同时伴随着电站开发成本下降，我国风电与光伏行业迎来了行业的市场规模扩张与盈利水平

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	24.81
最新收盘价：	18.95
股票代码：	000537
52周最高价/最低价：	29.15/4.26
总市值(亿)	352.95
自由流通市值(亿)	328.10
自由流通股数(百万)	1,731.41



分析师：由子沛

邮箱：youzp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话：

研究助理：侯希得

邮箱：houxd@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

研究助理：肖峰

邮箱：xiaofeng@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

相关研究

向好的高速发展机遇。广宇发展通过资产重组，将原有地产业务资产置出，同时置入行业前景良好、竞争优势突出、发展前净较好的新能源发电业务。公司积极布局风力、光伏以及光热发电等新能源项目，具有较强的成长性，受益于“3060”的双碳目标，公司新能源业务有望实现高速增长。

鲁能新能源 2021 年前 8 月实现归母净利润 5.05 亿元，线性外推预计 2021 年全年实现 7.6 亿元。同时考虑到公司手握大量现金，为公司后续加速扩张提供了坚实保障，我们预计 2022-2023 年末鲁能新能源装机容量分别为 12GW、18GW，假设装机容量 1GW 可实现 2.2 亿元归母净利润，因此，我们预测公司 2022-2023 年可分别实现归母净利润 17.0 亿元和 33.0 亿元（考虑时间加权，按照年初和年末的装机量均值进行计算）。

广宇发展把握可再生能源行业发展机遇，资产重组实现转型升级，同时资金充裕有望实现公司规模的迅速扩张。若资产重组完成，鲁能新能源顺利置入后，我们预计公司 2022-2023 年可分别实现归母净利润 17.0/33.0 亿元，对应 2022 年 2 月 11 日收盘价 18.95 元/股，预计 2022-2023 年 PE 为 20.8/10.7。目前公司资产重组未完成，对于公司原地产业务，我们预计公司地产业务 2021-2023 年可分别实现归母净利润-13.6/18.2/22.5 亿元，对应 2022 年 2 月 11 日收盘价 18.95 元/股，预计 2021-2023 年 PE 为-26.0/19.4/15.7。考虑到公司行业景气度向好、公司资金充裕有望实现快速规模扩张，给予公司 2023 年 14 倍 PE（资产重组完成后），对应目标价 24.81 元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

### 风险提示

资产重组进度不及预期；行业支持政策变动；上网电价及补贴政策变动风险

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,987	19,751	16,236	19,865	21,431
YoY (%)	-15.0%	-14.1%	-17.8%	22.4%	7.9%
归母净利润(百万元)	3,142	2,212	-1,358	1,822	2,248
YoY (%)	25.6%	-29.6%	-161.4%	234.1%	23.4%
毛利率 (%)	38.3%	30.0%	26.4%	25.9%	25.3%
每股收益 (元)	1.69	1.19	-0.73	0.98	1.21
ROE	23.1%	14.4%	-9.7%	11.5%	12.4%
市盈率	11.21	15.92	-25.98	19.38	15.70

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 住宅开发深耕多年，资产重组转型新能源 .....	4
2. 地产业务稳健发展，重组完成全部置出 .....	9
3. 海陆齐发多能互补，新能源发展可期 .....	12
4. 盈利预测与投资建议 .....	15
5. 风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1 广宇发展历史沿革 .....	4
图 2 广宇发展资产重组前股权结构图（截至 2021 年 12 月 6 日） .....	5
图 3 广宇发展资产重组前股权结构图（截至 2021 年 12 月 6 日） .....	5
图 4 公司历年销售金额及同比增速 .....	9
图 5 公司历年销售面积及同比增速 .....	9
图 6 鲁能新能源已建设运营的发电场站类型占比 .....	12
图 7 鲁能新能源已建设运营的发电场站区域分布占比 .....	12
表 1 广宇发展主要管理层履历 .....	6
表 2 广宇发展置出资产评估值（评估基准日 2021 年 8 月 31 日） .....	10
表 3 广宇发展资产重组交易方案（单位：亿元） .....	11
表 4 鲁能新能源同行业可比公司装机容量（单位：万千瓦） .....	13
表 5 鲁能新能源近年营收情况（万元） .....	13
表 6 鲁能新能源与同行业可比公司毛利率比较分析 .....	14
表 7 公司分项业务预测 .....	15
表 8 可比公司估值表 .....	16

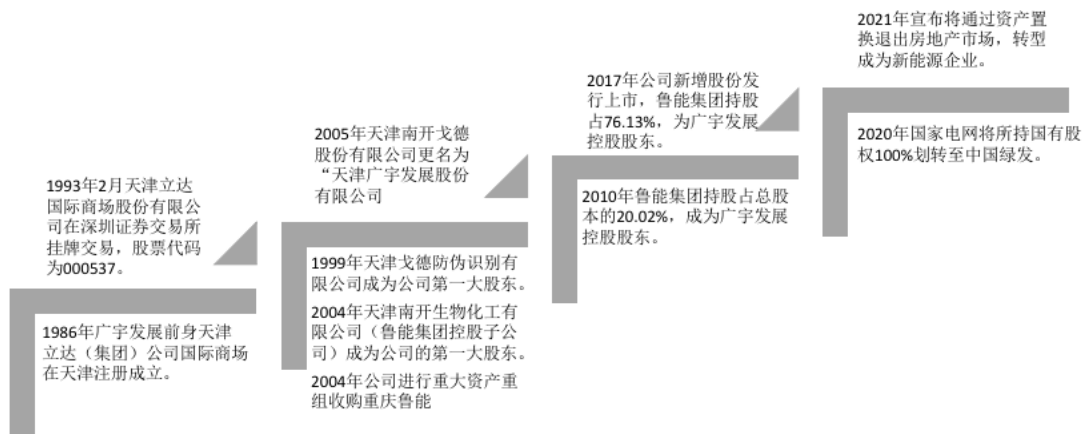
## 1. 住宅开发深耕多年，资产重组转型新能源

广宇发展前身为天津立达（集团）公司国际商场，于 1986 年 3 月在天津注册成立。1993 年 12 月在深圳证券交易所挂牌上市。2010 年 2 月鲁能集团正式成为公司控股股东，持股 20%。2017 年 10 月，广宇发展新增股份发行上市，鲁能集团持股增加至 76.13%。2020 年 11 月，中国绿发与国家电网签署《无偿划转协议》，国家电网持有的鲁能集团 100% 股权无偿划转至中国绿发。本次收购完成后，中国绿发直接持有鲁能集团 100% 股权，间接持有广宇发展 76.13% 股份，成为广宇发展的间接控股股东。

公司作为整合及发展中国绿发系统内住宅类房地产开发业务为主的综合性地产业务平台，主营业务为房地产开发与销售，业务板块集中于住宅地产开发，布局区域集中于北京、济南、成都、宜宾等 18 个城市。

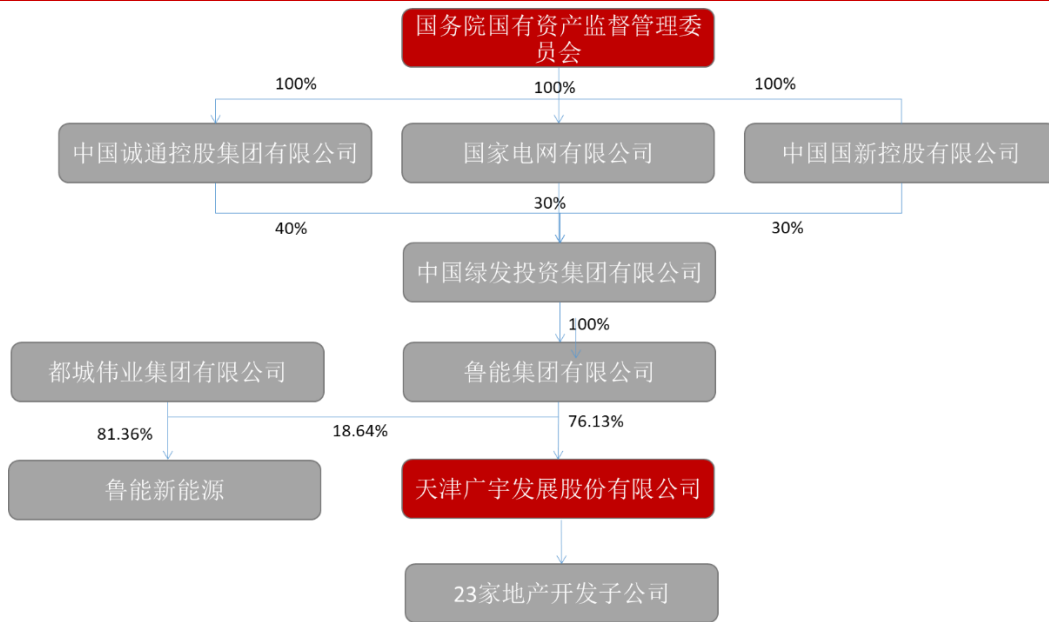
2021 年 9 月，公司发布公告称拟将所持所属房地产公司及物业公司股权等资产负债与鲁能集团、都城伟业合计持有的鲁能新能源 100% 股权进行资产置换。通过资产置换，公司将原有地产业务资产置出，同时置入行业前景良好、竞争优势突出、发展前景较好的新能源发电业务。本次交易完成后，上市公司将持有鲁能新能源 100% 股权。上市公司的主要业务将变更为风能和太阳能的开发、投资和运营。

图 1 广宇发展历史沿革



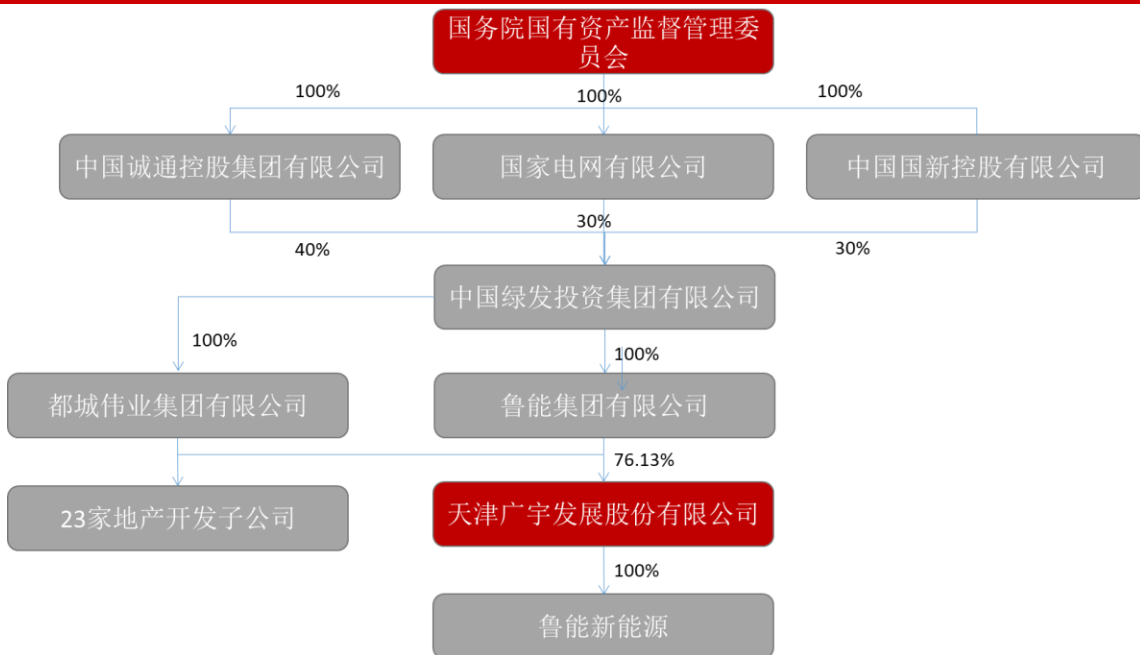
资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

图 2 广宇发展资产重组前股权结构图（截至 2021 年 12 月 6 日）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 广宇发展资产重组后股权结构图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

目前公司董事长为王科先生，其自 2015 年在都城伟业集团任职，2020 年在中国绿发集团任职，在控股股东公司有着丰富工作经验。其他高管如李景海、蔡红君、周现坤、王晓成、冉令虎等人均在都城伟业、鲁能集团有着多年管理经验。此次都城伟业和鲁能集团持有的鲁能新能源公司置入上市公司广宇发展体内，鲁能新能源也属于当前管理层任职单位旗下子公司，对其业务也较为熟悉，有助于公司顺利完成转型发展。

同时，本次交易完成后，上市公司将保持鲁能新能源原有经营管理团队的相对独立和稳定，并在业务层面授予其较大程度的自主度和灵活性，以保证交易完成后主营业务的稳定可持续发展。

表 1 广宇发展主要管理层履历

姓名	职位	主要工作经历
王科	董事长	2015.01-2016.06 鲁能集团（都城伟业集团）有限公司工程总监兼工程建设部主任
		2016.06-2019.06 鲁能集团（都城伟业集团）有限公司副总经济师兼发展策划部主任
		2018.10-今 天津广宇发展股份有限公司董事
		2019.06-2020.11 鲁能集团（都城伟业集团）有限公司总经理助理兼发展策划部主任
		2020.11-2020.11 中国绿发投资集团有限公司总经理助理兼规划发展部主任
		2020.11-今 中国绿发投资集团有限公司总经理助理兼天津广宇发展股份有限公司党委书记
		2020.12-今 中国绿发投资集团有限公司总经理助理兼天津广宇发展股份有限公司董事长
李景海	董事	2014.06-2016.01 鲁能集团（都城伟业集团）有限公司发展策划部主任
		2016.01-2016.06 鲁能集团（都城伟业集团）有限公司副总经济师兼发展策划部主任
		2016.06-2017.06 鲁能集团（都城伟业集团）有限公司副总经济师兼北京商业旅游管理分公司总经理、党委书记
		2017.06-2017.07 鲁能集团（都城伟业集团）有限公司总经理助理兼北京商业旅游管理分公司总经理、党委书记
		2017.07-2020.11 鲁能集团（都城伟业集团）有限公司总经理助理兼北京商业旅游管理分公司总经理、党委副书记
		2020.11-今 中国绿发投资集团有限公司总经理助理兼北京商业旅游管理分公司总经理、党委副书记，天津广宇发展股份有限公司董事



蔡红君	董事	2015.07-2016.01	海南亿隆城建投资有限公司副总经理（主持行政工作）、党委副书记、纪委书记
		2016.01-2016.01	海南亿隆城建投资有限公司总经理、党委副书记
		2016.01-2019.06	鲁能集团有限公司海南分公司副总经理、党委委员，兼任海南亿兴城建投资有限公司总经理、党委副书记
		2019.06-2020.11	海南亿兴城建投资有限公司董事长、党委书记
		2020.11-今	鲁能集团有限公司副总经济师兼规划发展部主任
		2020.12-今	天津广宇发展股份有限公司董事
周现坤	董事	2014.08-2016.01	天津广宇发展股份有限公司财务总监
		2016.01-2017.02	北京海港房地产开发有限公司副总经理、总会计师、党委委员
		2017.02-2018.01	北京海港房地产开发有限公司副总经理、总会计师、党委委员
		2018.01-2019.06	北京海港房地产开发有限公司副总经理（主持工作）、党委副书记
		2019.06-2020.11	北京海港房地产开发有限公司总经理、党委副书记
		2020.11-今	中国绿发投资集团有限公司财务资产部主任
		2020.12-今	天津广宇发展股份有限公司董事
王晓成	职工董事、总经理	2010.01-2014.04	鲁能集团有限公司财务资产部副主任
		2014.04-2016.01	鲁能集团有限公司驻澳大利亚办事处主任兼郝立克庄园董事长
		2016.01-2020.11	天津广宇发展股份有限公司董事、总经理
		2020.12-今	天津广宇发展股份有限公司职工董事、总经理
冉令虎	副总经理	2016.01-2017.07	鲁能集团（都城伟业集团）有限公司审计部主任助理
		2017.07-2018.01	吉林鲁能漫江生态旅游开发有限公司党委委员、总会计师
		2018.01-2019.07	吉林鲁能漫江生态旅游开发有限公司党委委员、总会计师、工会主席
		2019.07-2021.01	吉林鲁能漫江生态旅游开发有限公司党委委员、财务总监
		2021.01-今	天津广宇发展股份有限公司党委委员
		2021.02-今	天津广宇发展股份有限公司党委委员、副总经理、工会主席
赵晓琴	监事会主席	2015.05-2017.06	鲁能集团（都城伟业集团）有限公司财务资产部副主任
		2017.06-2017.12	鲁能集团（都城伟业集团）有限公司办公室副主任、党委秘书、值班室主任
		2017.12-2018.07	鲁能集团（都城伟业集团）有限公司重点项目办公室常务副主任、办公室副主任、党委秘书
		2018.07-2020.11	鲁能集团（都城伟业集团）有限公司审计部主任
		2020.11-今	中国绿发投资集团有限公司审计部主任
		2020.12-今	天津广宇发展股份有限公司监事会主席

李振江	监事	2015.07-2016.01	文安鲁能生态旅游开发有限公司总会计师、党委委员
		2016.01-2020.01	鲁能集团（都城伟业集团）有限公司财务资产部副主任
		2020.01-2020.11	鲁能集团（都城伟业集团）有限公司审计部副主任兼审计中心主任
		2020.11-今	中国绿发投资集团有限公司审计部副主任兼审计中心主任
		2020.12-今	天津广宇发展股份有限公司监事
杨林	职工 监事	2015.05-2016.01	鲁能集团有限公司财务资产部主任助理，挂职副主任
		2016.01-2016.12	山东鲁能商贸有限公司总会计师、党委委员
		2016.12-2017.07	山东鲁能贵和商贸有限公司总会计师、党委委员
		2017.07-2018.01	山东鲁能贵和商贸有限公司副总经理、总会计师、党委委员
		2018.01-2019.07	天津鲁能置业有限公司副总经理、纪委书记、党委委员
		2019.07-今	天津鲁能置业有限公司副总经理、党委委员
		2020.12-今	天津广宇发展股份有限公司职工监事
张坤杰	董事 会秘 书	2006.08-2010.01	鲁能集团有限公司资本运营部
		2010.01-2012.05	鲁能集团有限公司财务资产部
		2012.05-2015.07	鲁能集团有限公司财务资产部资产管理处副主管
		2015.07-今	天津广宇发展股份有限公司证券部经理
		2015.12-2018.10	天津广宇发展股份有限公司证券事务代表
		2017.02-2018.10	天津广宇发展股份有限公司总经理助理
		2018.10-今	天津广宇发展股份有限公司董事会秘书

资料来源：公司官网，华西证券研究所

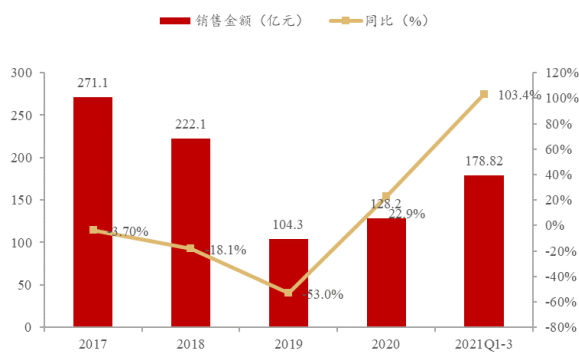


## 2. 地产业务稳健发展，重组完成全部置出

2021Q1-3，公司实现销售金额 178.82 亿元，同比增加 103.4%；销售面积 77.32 万平方米，同比增加 122.38%；结算面积 69.41 万平方米，较上年同期减少 7.58 万平方米，同比减少 9.85%。截至 2021 年上半年，公司剩余可开发土储规模为 290.56 万平方米，可支撑公司未来 2-3 年开发经营。

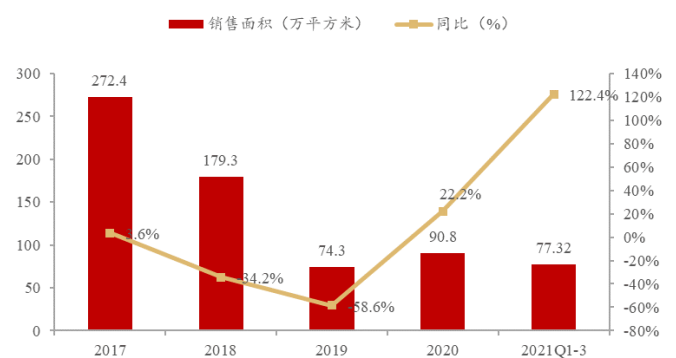
整体而言，公司销售规模自 2017 年开始下降，2020 年开始逐步回暖。2021 年上半年公司共新增土地 4 块，土地总价 57.8 亿元，拿地态度较为谨慎，公司地产开发业务整体发展较为稳健。

图 4 公司历年销售金额及同比增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 公司历年销售面积及同比增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

根据资产重组方案，广宇发展将持有的 23 家房地产开发公司置出。置出资产分别采用收益法和资产基础法进行评估，并最终选取资产基础法评估结果作为本次交易的评估值（山东物业、重庆物业采用收益法结果）。根据评估结果，广宇发展持有的 23 家房地产开发公司评估值为 249 亿元，增值率为 20.66%。

表 2 广宇发展置出资产评估值（评估基准日 2021 年 8 月 31 日；单位：万元）

序号	拟置出资产	账面值	评估值	增值额	增值率
		A	B	C=B-A	D=C/A
1	鲁能巨富 100%股权	321,692.09	654,447.33	332,755.24	103.44%
2	南京鲁能硅谷 100%股权	72,578.72	72,578.78	0.06	0.00%
3	福州鲁能 100%股权	148,057.09	158,118.01	10,060.92	6.80%
4	湖州公司 100%股权	6,594.03	9,902.38	3,308.35	50.17%
5	重庆鲁能英大 100%股权	39,663.60	47,446.50	7,782.90	19.62%
6	张家口鲁能 100%股权	8,647.59	8,645.92	-1.67	-0.02%
7	山东鲁能物业 100%股权	2,439.41	2,646.41	207.00	8.49%
8	重庆鲁能物业 100%股权	2,790.59	3,640.35	849.76	30.45%
9	青岛鲁能广宇 100%股权	11,034.71	11,154.93	120.22	1.09%
10	三亚中绿园 100%股权	30,003.69	31,815.48	1,811.79	6.04%
11	汕头中绿园 100%股权	136,761.72	136,900.11	138.39	0.10%
12	成都鲁能 100%股权	8,401.03	13,023.62	4,622.59	55.02%
13	青岛中绿园 100%股权	17,144.60	17,142.07	-2.53	-0.01%
14	东莞鲁能广宇 100%股权	4,176.60	4,175.73	-0.87	-0.02%
15	苏州鲁能广宇 100%股权	197,260.54	199,540.28	2,279.74	1.16%
16	天津鲁能泰山 100%股权	152,347.15	155,111.23	2,764.08	1.81%
17	鲁能朱家峪 100%股权	62,699.64	63,053.67	354.03	0.56%
18	重庆江津鲁能 100%股权	41,280.43	42,238.11	957.68	2.32%
19	重庆鲁能 100%股权	216,898.01	239,997.54	23,099.53	10.65%
20	顺义新城 100%股权	389,266.71	411,030.33	21,763.62	5.59%
21	鲁能万创 100%股权	105,461.22	105,547.97	86.75	0.08%
22	南京鲁能广宇 100%股权	38,713.74	38,985.21	271.47	0.70%
23	宜宾鲁能 65%股权	50,170.23	63,461.09	13,290.86	26.49%
<b>合计</b>		<b>2,064,083.14</b>	<b>2,490,603.01</b>	<b>426,519.87</b>	<b>20.66%</b>

资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司置入资产为鲁能新能源 100%股权，其评估采用资产基础法估值作为评估结果。截至评估基准日 2021 年 8 月 31 日，鲁能新能源经审计的母公司单体口径净资产账面价值为 86.3 亿元，资产基础法评估值为 117.1 亿元，增值率为 35.72%。

根据交易方案，上市公司拟将所持全部 23 家子公司股权置出，置入鲁能集团与都城伟业合计持有的鲁能新能源 100%股权，估值差额部分以现金方式补足。因此根据评估结果，上市公司 13 家子公司股权与鲁能集团与都城伟业合计持有的鲁能新能源 100%股权置换，其余 10 家子公司股权现金出售给鲁能集团。鲁能集团因此需向上市公司支付 132.3 亿元现金，同时上市公司需要分别向都城伟业及鲁能集团支付 1500 万元和 1932 万元现金。此次交易完成后，鲁能集团支付的 132 亿元现金将有力支持公司进行新能源业务的顺利发展。

表 3 广宇发展资产重组交易方案（单位：万元）

交易对方	上市公司拟置入资产		上市公司拟置出资产		现金支付情况		交易方式
	拟置入资产	拟置入资产交易对价	拟置出资产	拟置出资产交易对价	交易对方支付金额	上市公司支付金额	
都城伟业	鲁能新能源 81.36%股权	952,639.09	1、鲁能豆富 100%股权； 2、南京鲁能硅谷 100%股权； 3、福州鲁能 100%股权； 4、湖州公司 100%股权； 5、重庆鲁能英大 100%股权； 6、张家口鲁能 100%股权	951,138.92	-	1,500.17	资产置换
鲁能集团	鲁能新能源 18.64%股权	218,254.58	1、山东鲁能物业 100%股权； 2、重庆鲁能物业 100%股权； 3、青岛鲁能广宇 100%股权； 4、三亚中绿园 100%股权； 5、汕头中绿园 100%股权； 6、成都鲁能 100%股权； 7、青岛中绿园 100%股权。	216,322.98	-	1,931.60	资产置换
	-	-	1、东莞鲁能广宇 100%股权； 2、苏州鲁能 100%股权； 3、天津鲁能泰山 100%股权； 4、鲁能朱家峪 100%股权； 5、重庆江津鲁能 100%股权； 6、重庆鲁能 100%股权； 7、顺义新城 100%股权； 8、鲁能万创 100%股权； 9、南京鲁能广宇 100%股权； 10、宜宾鲁能 65%股权。	1,323,141.11	1,323,141.11	-	股权出售
合计	-	1,170,893.69	-	2,490,603.01	1,323,141.11	3,431.77	-

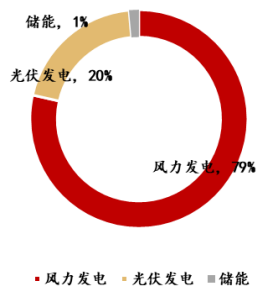
资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. 海陆齐发多能互补，新能源发展可期

公司置入资产为鲁能新能源，主营业务为风能和太阳能的开发、投资和运营。广宇发展重大资产置换及重大资产出售暨关联交易报告书显示，截至2021年12月，鲁能新能源自主运营项目43个，自主运营装机规模344.15万千瓦，其中：海上风电40万千瓦、陆上风电230.20万千瓦、光伏发电68.95万千瓦、储能5万千瓦。公司新能源业务以风电为主，占比高达79%，同时布局光伏发电和光热发电等新能源项目，形成海陆齐发、多能互补的绿色能源体系。按区域来看，公司西北、华北、东北和华东的装机容量占比分别为64%、15%、6%、15%，布局以西北为主。

图6 鲁能新能源已建设运营的发电场站类型占比

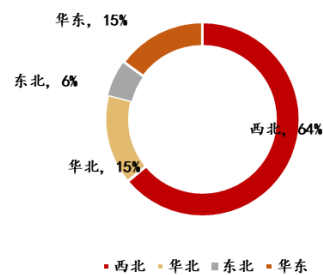
鲁能新能源已建设运营的发电场站类型占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图7 鲁能新能源已建设运营的发电场站区域分布占比

鲁能新能源已建设运营的发电场站区域分布占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2020年，我国提出“2030年实现碳达峰，2060年实现碳中和”的“3060”双碳目标，到2030年非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右，电力行业清洁低碳化转型是实现双碳目标的关键条件。截至2021年6月，我国风力和光伏发电装机容量达到2.92亿千瓦、2.68亿千瓦，同比增长34.7%、23.7%，预计到2030年我国风电、光伏发电将达到12亿千瓦以上，未来清洁能源装机容量提升潜力较高。从装机容量来看，公司自主运营装机规模344.15万千瓦，处于行业中等水平，随着新项目陆续开工建设，鲁能新能源有望迎来高速发展期。从经营情况来看，鲁能新能源2021年前8月实现主营业务收入23.69亿元，毛利率为59.05%，高于行业平均值。近年鲁能新能源收入规模与利润率持续提升，发展状况良好。

表 4 鲁能新能源同行业可比公司装机容量（单位：万千瓦）

序号	证券代码	证券简称	装机容量	
			截至 2021 年 6 月底	
			风力发电	光伏发电
1	000791.SZ	甘肃电投	81.81	13.60
2	000875.SZ	吉电股份	269.99	350.91
3	600032.SH	浙江新能	41.83	157.36
4	600905.SH	三峡能源	941.10	679.80
5	601016.SH	节能风电	193.50	-
6	601619.SH	嘉泽新能	136.15	5.00
7	601985.SH	中国核电	197.39	406.30
8	603693.SH	江苏新能	99.90	9.20

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 5 鲁能新能源近年营收情况（万元）

项目	2021 年 1-8 月		2020 年度		2019 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
主营业务	236995.48	99.95%	237205.19	99.69%	217827.65	99.44%
其他业务	110.91	0.05%	743.71	0.31%	1218.73	0.56%
合计	237106.39	100.00%	238048.90	100.00%	219046.38	100.00%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 6 鲁能新能源与同行业可比公司毛利率比较分析

公司名称	2021 年 1-9 月	2020 年度	2019 年度
	(鲁能新能源为 1-8 月)		
三峡能源 (600905)	59.84%	57.69%	56.74%
节能风电 (601016)	57.29%	52.09%	52.40%
江苏新能 (603693)	51.41%	39.91%	38.69%
太阳能 (000591)	44.37%	48.42%	48.10%
嘉泽新能 (601619)	61.13%	52.14%	57.11%
<b>同行业平均</b>	<b>54.81%</b>	<b>50.05%</b>	<b>50.61%</b>
鲁能新能源	59.05%	50.83%	50.05%

资料来源：公司公告，华西证券研究所



## 4. 盈利预测与投资建议

对于公司资产重组前的房地产业务，我们预计 2021-2023 年营收分别为 162/199/214 亿元。其中，由于 2018 年及 2019 年公司销售下降，我们预计 2021 年的结算收入规模继续下降，2022 年及 2023 年开始缓步上升，因此我们预计公司房地产业务 2021-2023 营业收入为 156/192/207 亿元。公司物业管理服务随着管理规模的扩张，将保持持续增长态势，因此我们预计公司物业服务 2021-2023 营业收入为 2.26/2.94/3.82 亿元。公司租赁业务和宾馆酒店服务业务由于疫情反复，预计收入有所下降，因此我们预计公司租赁业务和宾馆酒店服务业务 2021-2023 营业收入分别为 1.37/1.34/1.31 亿元和 1.02/0.82/0.66 亿元。此外，我们预计公司其他收入继续增长，预计 2021-2023 其营业收入分别为 1.33/1.60/1.92 亿元。同时，我们预计公司毛利率水平将基本保持稳定，但由于 2021 年部分城市出现市场趋冷，房价下跌的情况，因此 2021 年公司大幅计提存货跌价准备，导致净利润大幅下滑，因此我们预计公司地产业务 2021-2023 年可分别实现归母净利润-13.6/18.2/22.5 亿元，对应 PE 为-26.0/19.4/15.7。

表 7 公司分项业务预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>房地产业</b>				
收入 (百万元)	19213	15637	19195	20660
同比增长/减少 (YoY%)	-14%	-19%	23%	8%
<b>物业服务</b>				
收入 (百万元)	174	226	294	382
同比增长/减少 (YoY%)	30.13%	30%	30%	30%
<b>租赁</b>				
收入 (百万元)	140	137	134	131
同比增长/减少 (YoY%)	-1.33%	-2%	-2%	-2%
<b>宾馆酒店服务</b>				
收入 (百万元)	128	102	82	66
同比	-24.34%	-20%	-20%	-20%
<b>其他 (行业)</b>				
收入 (百万元)	95	133	160	192
同比	28.99%	40%	20%	20%
<b>总收入</b>				
总收入 (百万元)	19751	16236	19865	21431
同比增长/减少 (YoY%)	-14.1%	-17.8%	22.4%	7.9%
毛利率 (%)	30.0%	26.4%	25.9%	25.3%

资料来源：WIND，华西证券研究所

在电力行业低碳化转型的背景下，同时伴随着电站开发成本下行，我国风电与光伏行业迎来了行业的市场规模扩张与盈利水平向好的高速发展机遇。广宇发展通过资产重组，将原有地产业务资产置出，同时置入行业前景良好、竞争优势突出、发展前净较好的新能源发电业务。交易完成后，广宇发展将持有鲁能新能源 100% 股权，主要业务将变更为风能和太阳能的开发、投资和运营。同时，根据交易方案，鲁能集团需要支付广宇发展 132 亿元来补足资产重组的估值差额部分，这部分现金将有助于鲁能新能源顺利实现在建项目、筹建项目的落地与并购扩张。

鲁能新能源积极布局风力、光伏以及光热发电等新能源项目，具有较强的成长性，受益于“3060”的双碳目标，公司新能源业务有望实现高速增长。鲁能新能源 2021 年前 8 月实现归母净利润 5.05 亿元，线性外推预计 2021 年全年实现 7.6 亿元。按照鲁能新能源 2021 年 12 月装机容量 3.44GW 计算，装机容量 1GW 大约可实现 2.2 亿元归母净利润。

根据鲁能新能源“十四五”规划，到 2025 年鲁能新能源预计新增装机容量 30GW 以上，同时考虑到公司手握大量现金，为公司后续加速扩张提供了坚实保障，我们预计 2022-2023 年末装机容量分别为 12GW、18GW（考虑时间加权，按照年初和年末的装机量均值计算后 2022-2023 年预计实现装机容量分别为 7.72GW、15GW），假设装机容量 1GW 可实现 2.2 亿元归母净利润，因此，我们预测公司 2022-2023 年可分别实现归母净利润 17.0 亿元和 33.0 亿元。（考虑时间加权，按照年初和年末的装机量均值进行计算）

我们选择中国核电、江苏新能、吉电股份、三峡能源以及节能风电作为可比公司，预测可比公司 2023 年 PE 均值为 16.44。广宇发展把握可再生能源行业发展机遇，资产重组实现转型升级，同时资金充裕有望实现公司规模的迅速扩张。资产重组前，我们预计公司地产业务 2021-2023 年可分别实现归母净利润-13.6/18.2/22.5 亿元，对应 PE 为-26.0/19.4/15.7。

若资产重组完成，鲁能新能源顺利置入后，我们预计公司 2022-2023 年可分别实现归母净利润 17.0/33.0 亿元，对应 PE 为 20.8/10.7。考虑到公司行业景气度向好、公司资金充裕有望实现快速规模扩张，给予公司 2023 年 14 倍 PE，对应目标价 24.81 元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 8 可比公司估值表

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	重点公司 EPS (元)				P/E			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601985.SH	中国核电	7.69	0.38	0.46	0.55	0.61	14.32	16.72	13.98	12.61
603693.SH	江苏新能	23.80	0.25	0.77	1.22	1.44	51.78	30.76	19.57	16.53
000875.SZ	吉电股份	8.26	0.22	0.29	0.42	0.55	19.17	28.48	19.67	15.02
600905.SH	三峡能源	6.91	-	0.19	0.27	0.32	-	37.25	25.59	21.59
601016.SH	节能风电	5.39	0.14	0.20	0.28	0.33	27.68	26.95	19.25	16.44
000537.SZ	广宇发展	18.95	-	-	0.91	1.77	-	-	20.82	10.71

资料来源：Wind，华西证券研究所

备注：股价为 2022 年 2 月 11 日收盘价，广宇发展预测值为资产重组完成后预测结果

## 5. 风险提示

资产重组进度不及预期：公司资产重组计划未能顺利进行，交易能否最终成功实施存在不确定性。

行业支持政策变动：若未来国家风电、光伏发电产业政策发生重大变动，将导致标的公司自身经营情况出现重大不利变化。

上网电价及补贴政策变动风险：随着电力体制改革的持续深入，若光伏和风力发电上网标杆电价继续降低，可能导致电站收益率降低，并对标的公司经营状况产生一定影响。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	19,751	16,236	19,865	21,431	净利润	2,212	-1,358	1,822	2,248
YoY(%)	-14.1%	-17.8%	22.4%	7.9%	折旧和摊销	326	351	377	388
营业成本	13,834	11,942	14,730	16,005	营运资金变动	-10,237	1,243	-9,563	-3,777
营业税金及附加	1,067	880	1,075	1,068	经营活动现金流	-6,385	4,189	-6,483	-439
销售费用	548	464	559	358	资本开支	-190	-1,502	-281	-124
管理费用	431	313	408	380	投资	-187	875	24	-22
财务费用	634	530	588	667	投资活动现金流	-376	-1,534	-318	-158
资产减值损失	-365	-2,386	-121	50	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-13	-8	-11	-2	债务募资	11,668	3,644	2,657	2,065
营业利润	2,871	-1,177	2,331	3,000	筹资活动现金流	9,739	2,972	1,921	1,281
营业外收支	30	8	34	41	现金净流量	2,978	5,626	-4,880	684
利润总额	2,901	-1,169	2,366	3,041	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	690	189	544	793	<b>成长能力</b>				
净利润	2,212	-1,358	1,822	2,248	营业收入增长率	-14.1%	-17.8%	22.4%	7.9%
归属于母公司净利润	2,212	-1,358	1,822	2,248	净利润增长率	-29.6%	-161.4%	234.1%	23.4%
YoY(%)	-29.6%	-161.4%	234.1%	23.4%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.19	-0.73	0.98	1.21	毛利率	30.0%	26.4%	25.9%	25.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率	11.2%	-8.4%	9.2%	10.5%
货币资金	6,696	12,323	7,442	8,127	总资产收益率 ROA	3.0%	-1.8%	2.2%	2.5%
预付款项	163	119	147	160	净资产收益率 ROE	14.4%	-9.7%	11.5%	12.4%
存货	56,743	49,961	64,448	70,208	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	3,382	3,239	3,790	4,148	流动比率	<b>2.40</b>	<b>2.69</b>	<b>2.53</b>	<b>2.57</b>
流动资产合计	66,984	65,642	75,827	82,643	速动比率	0.36	0.64	0.38	0.38
长期股权投资	296	321	351	386	现金比率	0.24	0.51	0.25	0.25
固定资产	1,414	2,278	2,116	1,844	资产负债率	79.5%	81.0%	81.1%	80.0%
无形资产	263	549	634	668	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	7,851	8,140	8,057	7,858	总资产周转率	0.26	0.22	0.24	0.24
资产合计	74,835	73,782	83,885	90,501	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	300	144	101	66	每股收益	1.19	-0.73	0.98	1.21
应付账款及票据	7,479	6,216	7,668	8,331	每股净资产	8.25	7.52	8.49	9.70
其他流动负债	20,083	18,007	22,180	23,820	每股经营现金流	-3.43	2.25	-3.48	-0.24
流动负债合计	27,862	24,367	29,949	32,217	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	27,495	30,995	33,495	35,495	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	4,121	4,421	4,621	4,721	PE	15.92	-25.98	19.38	15.70
非流动负债合计	31,616	35,416	38,116	40,216	PB	0.76	2.79	2.47	2.16
负债合计	59,478	59,783	68,065	72,433					
股本	1,863	1,863	1,863	1,863					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	15,357	13,998	15,820	18,068					
负债和股东权益合计	74,835	73,782	83,885	90,501					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名，第八届Wind“金牌分析师”房地产行业第一名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

肖峰：同济大学土木工程专业学士，上海财经大学金融硕士，2020年加入华西证券任房地产行业分析师。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。