

分析师： 苏雪晶 李兴 021-63296838 suxj@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) yangjf@cjsc.com.cn

最坏时刻已过

事件描述

2009年4月17日广宇集团公布2008年报，2008年广宇集团实现营业收入94723万元，同比下降27.51%；实现营业利润16045万元，同比下降52.61%；实现归属母公司净利润11780万元，每股收益0.24元，净利润比去年同期下降22.6%。

2009年一季度报实现营业收入13884万元，同比增长62.58%；实现营业利润1443万元，同比增长66.26%；实现归属母公司净利润871.49万元，每股收益0.02元，净利润比去年同期下降51%。

事件评论

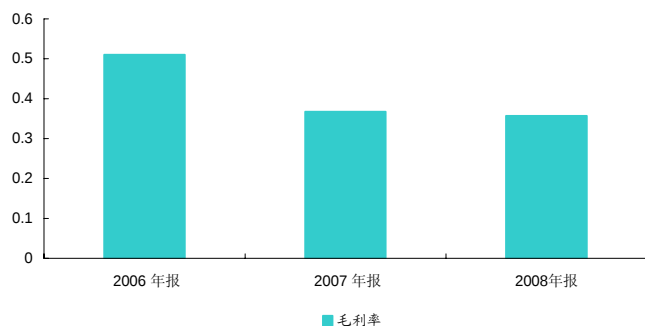
第一，公司拐点已现

2007年以来，公司土地储备、资金、人员调整等诸多问题集中爆发，历经了上市之后的阵痛，广宇集团在各个问题都出现了明显改善。

2007年公司土地获得成本较高，公司选择解决方式为抓紧开工销售，并没有盲目等待。丁桥上东城项目已于去年11月开始销售，后期新盘推出，我们预计销售数量和价格相对会超出市场预期。面粉厂地块高地价问题将在今年彻底解决，前期设计工作09年完成，该地块会成为广宇集团丰富产品线的最佳选择。

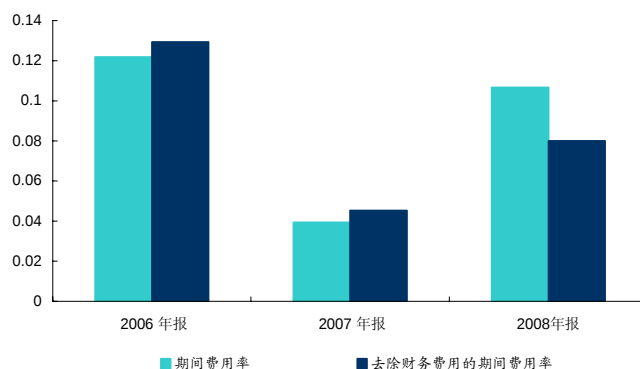
而市场普遍担心的公司财务费用问题，随公告已经大部分解决，最后一笔高利率委贷也在今年6月份彻底解决，报告期末短期借款余额为45,000.00万元，较年初减少30.77%，主要系归还短期借款所致。

图 1：近年毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：近年期间费用率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

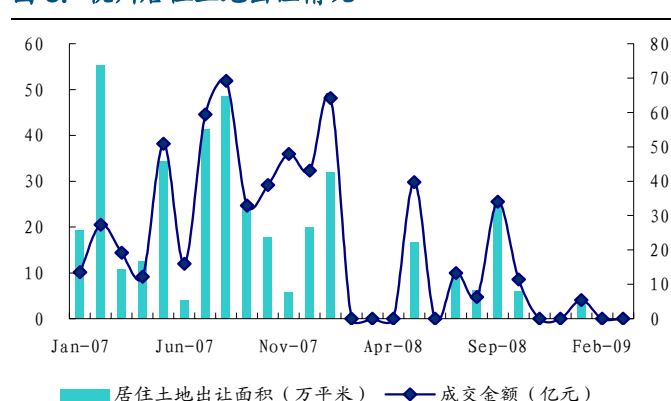
表 1: 短期借款和一年内到期借款明细

贷款单位	贷款性质	金额	是否关联	截止年报公告日归还情况
浙江省国际贸易集团有限公司	委托贷款	20,000	否	已提前归还
百大集团股份有限公司	委托贷款	10,000	否	提前还 3000 万
杭州金隆投资咨询有限公司	委托贷款	8,000	否	已提前归还
杭州平海投资有限公司	委托贷款	20,000	是	未到期
杭州平海投资有限公司	委托贷款	7,000	是	未到期
小计		65,000		
中国建设银行杭州吴山支行	银行贷款	24,000	/	已提前归还
中国建设银行肇庆分行	银行贷款	2,500	/	按期归还
中国工商银行黄山城建办	银行贷款	3,000	/	按期还 2000 万
中国银行肇庆分行	银行贷款	2,000	/	未到期
小计		31,500		
合计		96,500		已还 59500 万元

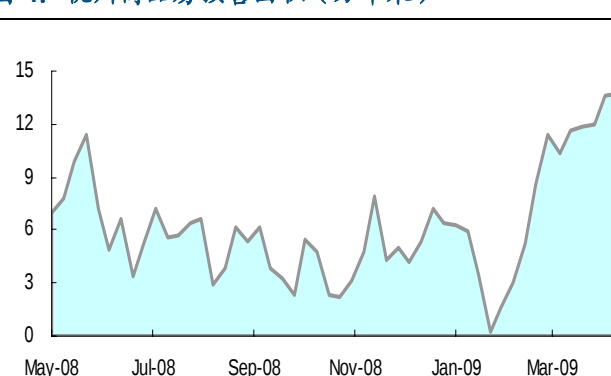
资料来源：公司公告，长江证券研究部

从以上图中可以看出，近两年广宇集团的毛利率维持稳定，都在 36% 左右。这说明公司项目在 07 年与 08 年保持较高的毛利率，并没受到大的影响。从期间费用率观察，08 年接近 12% 的水平，与行业平均水平接近。根据一季报情况，我们基本判断上半年将是财务费用高点。

第二，杭州市场回暖明显

图 3: 杭州居住土地出让情况


资料来源：长江证券研究部

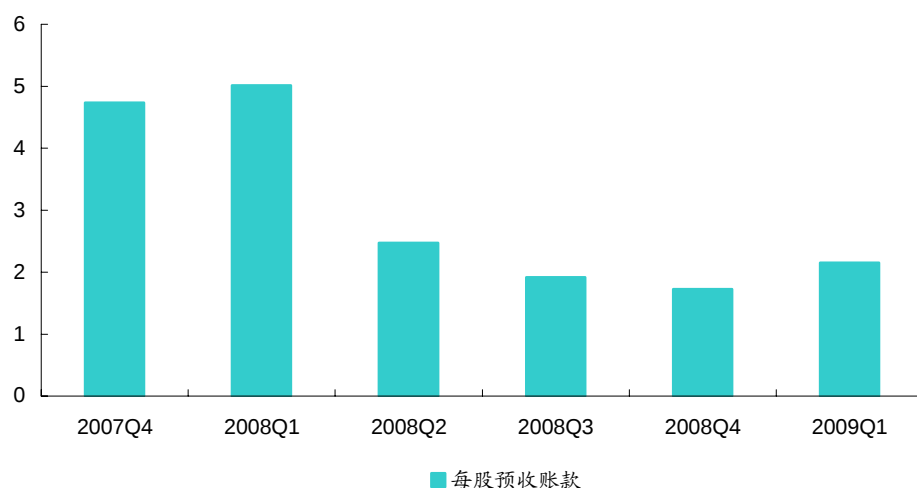
图 4: 杭州商品房预售面积（万平方米）


资料来源：长江证券研究部

我们注意到，杭州市土地手册近期推出，包含了两个含义：市场逐步回暖、政府推地、企业购地意愿开始加强；杭州土地价格不会再出现大幅度调整。我们认为，虽然杭州周边地区销售价格仍在下行中，但市内实际房价调整幅度不会

太大。近期广宇西城年华、西城美墅销售火爆可见一斑，这也在公司一季报预收账款明显体现出来。从杭州商品房预售来看，目前维持在高成交量，复苏的迹象明显。

图 5：每股预收账款



资料来源：公司公告，长江证券研究部

每股预收账款在一季度开始回升，环比去年年底上升了 25%，我们认为中报这一现象将更加明显。

表 2：广宇集团项目销售情况

项目名称	开盘时间	可售套数	可售面积	已售套数	已售均价	预售幢数
西城年华	2007-6-4	2 套	410.05 M ²	17 套	28022 元/M ²	1#商业 2#商业 3#商业
	2007-6-4	19 套	1634.98 M ²	260 套	11550 元/M ²	5 幢 10 幢
西城年华公寓	2007-5-2	28 套	6062.96 M ²	118 套	10295 元/M ²	4 幢 8 幢 9 幢
广宇·西城美墅	2008-12-20	12 套	1903.96M ²	176 套	11365 元/M ²	5 幢
	2008-10-25	149 套	13953.12M ²	188 套	11419 元/M ²	1 幢 2 幢 3 幢 4 幢

资料来源：透明网，长江证券研究部

第三，公司估值低廉，资产富裕

目前公司市值 30 亿左右，作为杭州本地企业严重被市场低估。公司管理层房地产开发经验丰富，未来资本市场对其认知提升空间巨大。公司拥有持有型物业和外地高尔夫别墅在售项目的部分权益，都成为隐蔽资产，具有一定重估提升空间。公司人员流动已基本结束，大比例减持公司股票情况接近尾声。与此同时，广宇集团仍积极储备人才为未来企业发展积累资源。由于整体团队年龄搭配合理，未来工作效率提升幅度将突出体现出来。

表 3：物业出租情况表

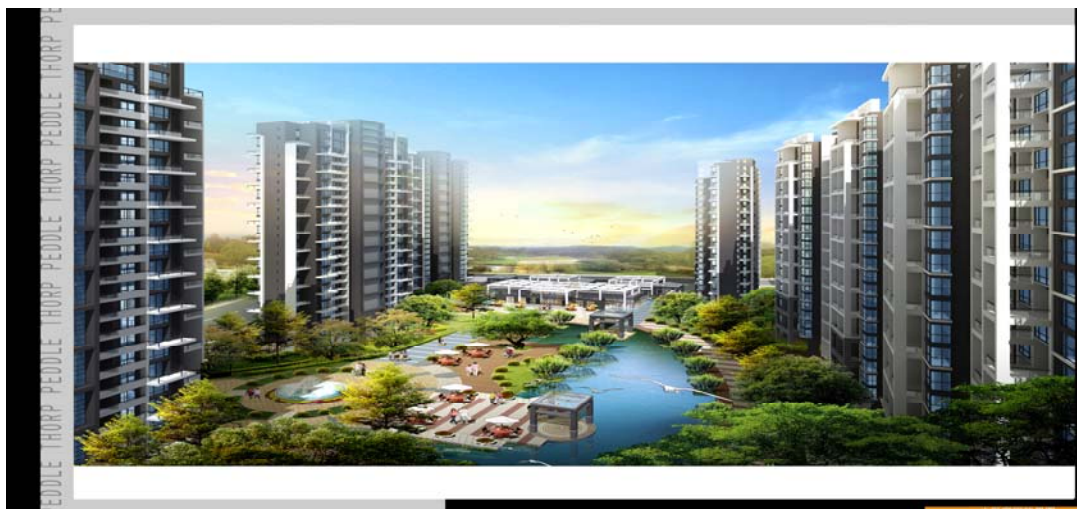
项目名称	区域	类型	权益	规划建筑面积
广复商业	杭州	出租	75%	2.72 万平米
平海公寓	杭州	出租	100%	0.24 万平米

建国北路河滨公寓	杭州	出租	100%	1.04 万平米
黄山徽派美食城	安徽黄山	出租	100%	0.95 万平米
肇庆酒店项目	广东肇庆	出租	80%	6 万平米

资料来源：公司公告，长江证券研究部

根据我们的估算，在 WACC 等于 8% 的情况下，我们对公司 RNAV 估值为 8.3 元。

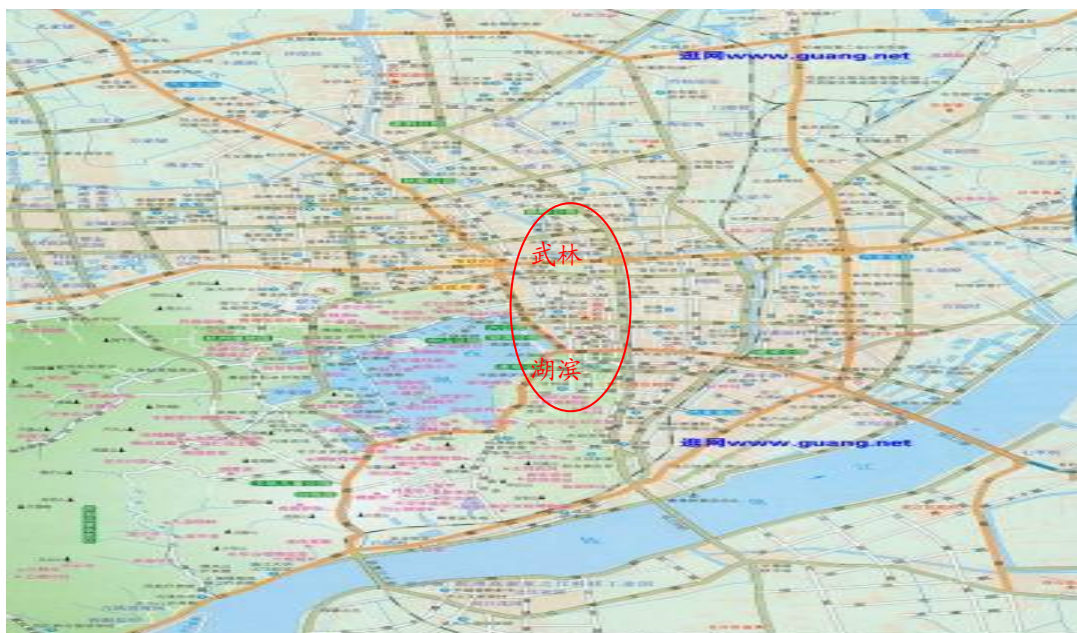
图 6：西城美墅（11 号地）



资料来源：长江证券研究部

2010 年的结算业绩主要来自于西城美墅，项目位于杭州市西湖区，南临广宇·西城年华。占地面积为 34465 平米，总建筑面积为 96864 平米，预计投资 90636 万元。

图 7：东南面粉厂项目



资料来源：长江证券研究部

此项目位于杭州市下城区，占地面积为 29371 平米，总建筑面积为 131229 平米。用地性质包含住宅、商业、办公等，总投资达到 295860 万元。虽为高价土地，仍有望成为公司丰富产品线重要选择之一。

第四，业绩预测和评级

进入到 2 季度，随着西城年华部分结转，业绩将出现同比增长。由于发展的需要，我们判断公司下半年启动再融资可能性在不断加大，这也将为未来企业业绩提供一定保障。由于销售情况，我们上调公司 09、10 年盈利预测，预计三年的 EPS 分别为 0.35、0.55、0.71 元，对应目前 PE 为 18.13、11.40、8.93 倍，上调为“推荐”评级。同时我们强调随杭州市场持续回暖，公司可能出现的市值提升的机会，45 亿市值是我们短期的估值目标。

广宇集团的投资机会正是在我们去年“聚焦长三角”的大投资思路下被发现的，建议大家重温当时的逻辑，长三角仍为毛利和销售量双赢的区域。我们在 2 月推出的《房地产三段增长极研究之一---四大城市房地产差异化解析》，详细论述了珠三角、长三角等地具备的投资机会，建议关注。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	947	1240	2125	2384	货币资金	135	124	212	238
营业成本	609	683	1356	1438	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	338	557	769	946	应收账款	19	24	42	47
% 营业收入	35.7%	44.9%	36.2%	39.7%	存货	4842	4824	9139	8928
营业税金及附加	73	96	164	184	预付账款	54	59	119	125
% 营业收入	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	17	22	38	43	流动资产合计	5050	5031	9513	9338
% 营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	59	74	127	143	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	长期股权投资	37	37	37	37
财务费用	25	113	34	60	投资性房地产	153	153	153	153
% 营业收入	2.7%	9.1%	1.6%	2.5%	固定资产合计	39	38	39	41
资产减值损失	18	-3	0	0	无形资产	49	47	45	42
公允价值变动收益	-3	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	17	0	0	0	递延所得税资产	70	0	0	0
营业利润	160	254	404	516	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	16.9%	20.5%	19.0%	21.6%	资产总计	5399	5306	9788	9612
营业外收支	11	0	0	0	短期贷款	965	392	3256	2431
利润总额	171	254	404	516	应付款项	183	201	408	429
% 营业收入	18.1%	20.5%	19.0%	21.6%	预收账款	860	1116	1912	2146
所得税费用	42	64	101	129	应付职工薪酬	2	2	5	5
净利润	129	191	303	387	应交税费	59	80	133	157
归属于母公司所有者的净利润	117.8	173.3	275.5	351.6	其他流动负债	269	301	597	633

流动负债合计 2338 2091 6311 5801

少数股东损益 12 17 27 35

长期借款 1508 1508 1508 1508

EPS (元/股) 0.24 0.35 0.55 0.71

应付债券 0 0 0 0

现金流量表 (百万元)

递延所得税负债 10 0 0 0

2008A 2009E 2010E 2011E

其他非流动负债 0 0 0 0

经营活动现金流净额 -2124 708 -2690 975

负债合计 3856 3599 7819 7309

取得投资收益收回现金 1 0 0 0

归属于母公司所有者权益 1109 1257 1491 1790

长期股权投资 2 0 0 0

少数股东权益 433 450 478 513

无形资产投资 0 0 0 0

股东权益 1543 1707 1969 2303

固定资产投资 -2 -6 -11 -12

负债及股东权益 5399 5306 9788 9612

其他 -90 0 0 0

投资活动现金流净额 -90 -6 -11 -12

基本指标

债券融资 0 0 0 0

EPS 0.236 0.348 0.553 0.705

股权融资 219 0 0 0

BVPS 2.23 2.52 2.99 3.59

银行贷款增加 (减少) 1048 -573 2864 -825

PE 26.66 18.13 11.40 8.93

筹资成本 209 -139 -76 -113

PEG 0.61 0.41 0.26 0.20

其他 -418 0 0 0

PB 2.83 2.50 2.11 1.76

筹资活动现金流净额 1058 -712 2789 -937

EV/EBITDA 28.24 13.05 17.10 11.62

现金净流量 -1156 -11 88 26

ROE 10.6% 13.8% 18.5% 19.6%

分析师介绍

苏雪晶，天津财经大学国际金融专业毕业，从事房地产行业研究，具有房地产企业管理经验。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。