

分析师： 苏雪晶 021-63296838 suxj@cjsc.com.cn
 联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

夏季进攻风暴—广宇集团 09 年中报点评

事件描述

2009 年 7 月 25 日广宇集团公布 2009 年半年报，2009 年上半年广宇集团实现营业收入 80011.92 万元，同比增长 194.80%；实现营业利润 12723.56 万元，同比增长 77.88%；实现归属母公司净利润 8906.37 万元，每股收益 0.18 元，净利润比去年同期上涨 57.47%。

事件评论

第一，中期业绩符合预期，销售再超市场预期

我们在四月份的一季度报点评中就已指出公司最坏的时期已经过去，公司的业绩拐点即将到来。从公布的中期报表来看公司业绩正如我们预计出现大幅度增长。而公司 09 年销售金额已达到 17 亿元以上，并调高全年销售目标。

报告期内，我们看到公司的营业收入大幅度的增加了接近 2 倍，而营业利润只增加了 77.88%。这主要是由于公司毛利率较上年同期下降 7.08%，主要系上年同期商铺结转较多毛利率较高，公司 2009 年 1-6 月毛利率较 2008 年度毛利率增加 0.99%。

图 1：公司毛利率变化

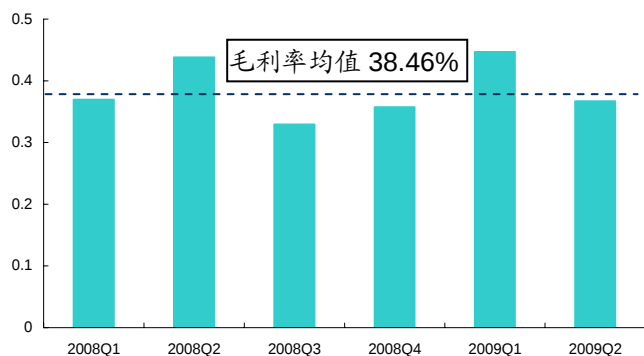
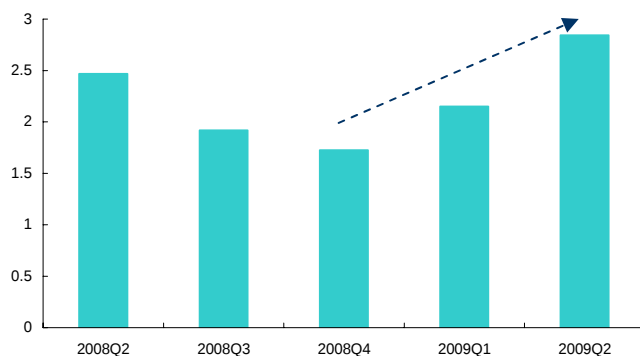


图 2：公司每股预收账款



资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司在每股预收账款方面继续增长，目前达到了每股 2.84 元，环比上涨 32%，同比方面也上升了 15%。我们曾在第一季度报点评中就指出每股预收账款将会继续上升，目前看来与我们的预期是一致的。

在下表的预收账款明细可以看到公司在下半年西城年华将会进入全面结算，09 年业绩确定性度高。

表 1: 预收款项明细 (万元)

项目名称	期末数	期初数	预计竣工时间	预售比例
河滨花园	---	10.67	已完工	100.00%
水岸雅苑	16.00	16.00	已完工	100.00%
江南新城	6,865.05	6,583.67	2005-2012 年	80.88%
西城年华	32,114.94	67,188.10	2007-2009 年	98.87%
大名空间	388.05	10.00	已完工	
星湖名郡	5,236.85	1,920.23	2007-2012 年	75.49%
河滨公寓	197.43	197.52	已完工	100.00%
徽派美食城	35.01	35.01	已完工	
上东领地	31,645.63	3,997.82	可能提前	78.81%
西城美墅	64,442.31	5,393.56	可能提前	93.53%
其他	736.68	667.81		
合计	141,677.95	86,020.39		

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

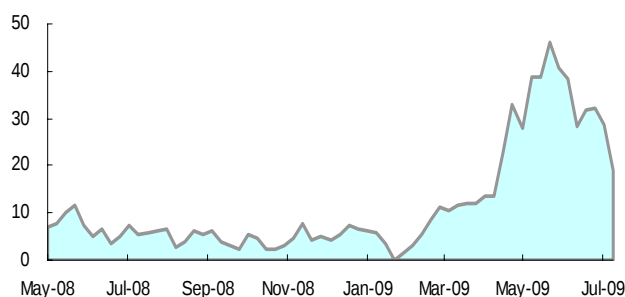
第二, 现金流持续改善, 增加土地储备成必然之选

公司财务费用较上年同期增长 2,602.34%, 主要系报告期内借款利息费用化增加所致。公司今年以来解决了高利息委贷, 并调整了短期贷款和长期贷款的比重, 从而降低了财务风险。

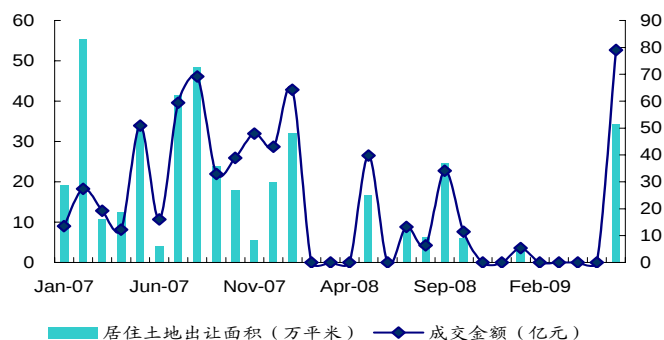
表 2: 公司期末负债明细

项目	2009.6.30		2008.12.31		增减变动	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
借款	220,000.00	51.20%	247,300.00	64.13%	-11.04%	-12.93%
短期借款	16,000.00	3.72%	65,000.00	16.86%	-75.38%	-13.14%
一年内到期借款	5,000.00	1.16%	31,500.00	8.17%	-84.13%	-7.01%
长期借款	199,000.00	46.31%	150,800.00	39.11%	31.96%	7.20%
应付账款	20,130.33	4.69%	18,268.02	4.74%	10.19%	-0.05%
预收账款	141,677.95	32.97%	86,020.39	22.31%	64.70%	10.66%
应交税费	10,166.01	2.37%	5,864.30	1.52%	73.35%	0.85%
其他应付款	35,517.42	8.27%	26,107.37	6.77%	36.04%	1.50%
流动负债总额	229,189.21	53.34%	233,760.51	60.62%	-1.96%	-7.28%
负债总额	429,669.81	100.00%	385,596.48	100.00%	11.43%	0.00%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 杭州商品房预售面积 (万平方米)


资料来源: 长江证券研究部

图 4: 杭州土地出让情况


资料来源: 长江证券研究部

上表 2 我们可以明显的看出短期借款占负债的比重由 17%下降到目前的 4%。长期借款比重由 32%上升到目前 46% 的水平。

由于公司今年以来销售情况较好，公司现金流情况得到了较大幅度的改善，中期财务报表显示公司经营活动产生的现金流净额为 8.7 亿元。现金流的改善将为公司增加新开工以及土地储备提供资金支持。（报告后附杭州读地手册明细）

根据我们调研，公司未来土地储备不仅仅选择“招拍挂”一种方式，更多以股权合作方式进行，区域选择直指杭州市。

第三，从防守走向进攻

我们在六月份公司增发方案公布后就认为公司战略已从防守走向进攻。中报披露，年初公司计划本年新开工面积 13.5 万平方米，竣工面积交付面积 26.09 万平方米，全年实现销售 10 亿元以上。截止本报告期末，按照年度计划，公司上半年无新开工项目，竣工面积 15.43 万平方米，签约销售合同金额 17.55 亿元。鉴于当前各地房地产市场迅速回暖的局势，公司为了更好地抓住市场复苏的机会，公司决定将全年经营计划调整为本年新开工面积 37.5 万平方米，新开工面积增加了近两倍。竣工交付面积 26.09 万平方米，全年实现合同销售金额 22 亿元。在防守和进攻之间，公司选择后者，夏季攻击风暴开始。

表 3：公司开竣工变化

时间	新开工(万平米)	竣工(万平米)	销售额(亿元)
2009 年初计划	13.5	26.09	10
2009 年中完成	-	15.43	17.55
2009 调整计划	37.5	26.09	22

资料来源：公司公告，长江证券研究部

按照公司调整后战略思路，我们预期“面粉厂”地块无论从开工、设计还是建设、销售都将成为杭州高档公寓项目之一，值得期待。

第四，再次上调业绩，维持“推荐”评级

我们实地调研了上东领地一期项目，目前销售基本完成，有望在 2010 年提前结算，因此我们调高 10 年的业绩。预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.41、0.74、0.97 元，对应目前股价 PE 分别为 27、15、11 倍，维持“推荐”评级。

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	1020	2523	2671	货币资金	135	400	252	267
营业成本	609	555	1577	1532	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	338	465	946	1139	应收账款	19	20	49	52
% 营业收入	35.7%	45.6%	37.5%	42.6%	存货	4842	3912	10602	9444
营业税金及附加	73	79	195	207	预付账款	54	48	138	133
% 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	18	38	40	流动资产合计	5050	4379	11042	9896
% 营业收入	1.8%	1.8%	1.5%	1.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	59	61	126	107	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.2%	6.0%	5.0%	4.0%	长期股权投资	37	37	37	37
财务费用	25	4	45	79	投资性房地产	153	153	153	153

% 营业收入	2.7%	0.4%	1.8%	3.0%	固定资产合计	39	37	40	43
资产减值损失	18	-3	1	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	306	542	706	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	16.9%	30.0%	21.5%	26.4%	资产总计	5399	4654	11318	10172
营业外收支	11	0	0	0	短期贷款	965	0	4123	2412
利润总额	171	306	542	706	应付款项	183	163	473	454
% 营业收入	18.1%	30.0%	21.5%	26.4%	预收账款	860	918	2271	2404
所得税费用	42	76	135	177	应付职工薪酬	2	2	6	5
净利润	129	229	406	530	应交税费	59	78	165	192
归属于母公司所有者的净利润	117.8	208.6	369.4	481.6	其他流动负债	269	244	680	648
少数股东损益	12	21	37	48	流动负债合计	2338	1405	7718	6115
EPS (元/股)	0.24	0.42	0.74	0.97	长期借款	1508	1508	1508	1508
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	10	0	0	0
经营活动现金流净额	-2124	1270	-4158	1890	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益					负债合计	3856	2913	9226	7623
收回现金	1	0	0	0	归属于母公司	1109	1287	1601	2010
长期股权投资	2	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-2	-5	-13	-13	股东权益	433	454	491	539
其他	-90	0	0	0	负债及股东权益	1543	1741	2092	2549
投资活动现金流净额	-90	-5	-13	-13	基本指标	5399	4654	11318	10172
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.236	0.418	0.741	0.966
股权融资	219	0	0	0	BVPS	2.23	2.58	3.21	4.03
银行贷款增加 (减少)	1048	-965	4123	-1711	PE	48.42	27.35	15.44	11.84
筹资成本	209	-35	-100	-151	PEG	0.81	0.46	0.26	0.20
其他	-418	0	0	0	PB	5.14	4.43	3.56	2.84
筹资活动现金流净额	1058	-1000	4023	-1862	EV/EBITDA	41.46	21.35	18.54	11.72
现金净流量	-1156	265	-148	15	ROE	10.6%	16.2%	23.1%	24.0%

资料来源：长江证券研究部

附表：09 年杭州读地手册

序号	地块名称	土地坐落	土地面积 (亩)	用地性质	容积率	楼面价	总价(万)
1	南星单元 E-02、03 地块	上城区钱江新城南至富春路，西至侯潮路，北至规划三号支路	38.73	住宅	2.4	10003	91554
2	喜得宝地块	下城区东至环城东路，南至莫衙营、永康苑，西至杭州喜得宝集团有限公司，北至环城北路	22.04	住宅	2.8	11000	138356
3	华丰单元 R21-08-01、R21-08-02 地块	下城区东至华中路，南至华丰路，西至褚家河，北至杭波路	19.4	住宅	2.1	3201	17102
			21.11	商业金融兼容办公	2.2	2716	
4	湖墅南路 186 号新华集团地块	拱墅区东至叶青苑，南至清河闸弄，西至湖墅南	56.04	住宅	2.5	13000	121420
5	婆婆桥地区 D-03、04 地块	拱墅区东至湖墅北路，南至贾家弄，西至正兴堂弄 4 幢，北至婆婆新村	26.23	住宅	1.9	10000	53311
6	拱宸桥西“杭—棉”C、C2 地块	拱墅区杭印路以东“杭—棉”地块	61.01	住宅	3.5	10000	163618
7	拱宸桥西“杭—棉”D 地块	拱墅区杭印路以东“杭—棉”地块	10.63	商业	3	10000	
8	桥西单元 R21-B-38 地块	拱墅区东至规划小河路，南至后横港，北至规划文澜街	55.29	住宅	2	10000	73726
9	和睦南区 A-19-B 地块	拱墅区东至京杭运河，北至登云路	32.73	住宅	2.5	10000	54543
10	庆隆地区 A-R21-05-2 地块	拱墅区东至杭州永明树脂化学有限公司，南至沁园路，西至益乐路，北至杭州钱江电梯设备成套公司	7.88	住宅	2.6	6506	8881
11	吉如 R21-05 地块	拱墅区东至巨州路，西至十字港，北至规划杭印路	53.71	住宅	2.8	6000	60152
12	吉如 C-R21-4、25 地块	拱墅区东至巨州路，南、西、北为规划绿化	67.15	住宅	2.5	6502	72764
13	申花路 R21-3 地块	拱墅区东至规划化工路，西至规划一号路，北至规划方家北路	82.9	住宅	2.5	6502	89840
14	申花路 R21-6 地块	拱墅区东至规划一号支路，西至规划益乐路，北至规划方家北路	93.98	住宅	2.6	5500	89592
15	祥符东单元 R21-12 地块	拱墅区东至规划总管路，西、北至规划十字港河	76.9	住宅	2.6	5500	73313
16	祥符东单元 R21-13 地块	拱墅区东至巨州路，西至规划总管路，北至规划上园路，十字港河	17.96	住宅	3.2	3513	13457
17	祥符东单元 R21-14 地块	拱墅区东至规划总管路，南至规划祥园中路，西至规划十字港河	56.1	住宅	2.6	3800	36953
18	三堡单元 R21-11 地块	江干区景御路以北	59.71	住宅	2.6	3800	39331
			49.12	住宅	3.2	6083	63740

19	江干科技园	江干区东至和睦港，北至规划九华路	39.53	住宅	2.2	4900	28409
	R21-1 地块						
20	九堡区块	江干区东至九堡区块 R21-07-B 地块，南至规划 R21-07-A 地块 绿化，西至规划兴安路	75.92	住宅	2.4	4752	57723
21	江干区黎明村北	江干区东至明石路，南至德胜路，西至同协路	88.92	住宅	2.4	4500	64026
	A10-2 地块						
22	江干区黎明村北	江干区东至明石路，南至同协路，北至南都路	87.48	住宅	2.4	4500	62987
	A10-1 地块						
23	丁桥居住区	江干区东至勤丰港，南至勤丰路，北至环丁路	73.88	住宅	2	4000	39400
	R21-02 地块						
24	丁桥东单元	江干区东至丁桥居住区大塘幼儿园，南至蕙北支路，西至丁桥东路，北至大塘新村	51.12	住宅	2.2	3900	29241
	R21-04 地块						
25	丁桥东单元	江干区东至勤丰路，南至规划丁群路，西至长虹路，北至明珠路	98.74	住宅	2.2	3900	56477
	R21-19 地块						
26	丁桥东单元	江干区南至环丁路，西至长虹路，北至丁群路	79.31	住宅	2.3	3900	47426
	R21-23 地块						
27	丁桥大型居住区	江干区东至丁桥港支流，南至丁石路，西至笕丁路	115.45	住宅	2.3	3900	69039
	R21-26 地块						
28	三墩城中村改造	西湖区东至规划吉鸿路，南至苏嘉路，西至规划东陈路，北至厨房斗股份经济合作社商业综合用房	95.7	住宅	2.3	5600	82173
	05、06 地块						
29	三墩城中村改造	西湖区东至规划东陈路，南至苏嘉路，西至规划西陈路，北至规划郑家塘路	76.14	住宅	2.3	5600	65381
	R21-08、10 地块						
30	下沙沿江单元	杭州经济开发区东至沿江大道绿化，南至六号大街绿化	78.98	住宅	2.6	4038	55281
	R21-A-12 地块						
31	杭州经济技术开	杭州经济技术开发区 19 号大街以东，22 号大街以南	72.91	住宅	2.6	4038	51032
	发区 R21-03 地						
	块						
32	杭州经济技术开	杭州经济开发区 23 号路延伸段规划绿化以北	42.91	住宅	2.2	4772	30031
	发区 R21-04 地						
	块						
33	下沙沿江单元	杭州经济开发区 23 号大街以东，16 号大街以北	88.95	住宅	2.7	3889	62265
	R21-C-11 地块						
34	转塘镇区单元	西湖区转塘街道，南至规划镇南路，西至规划村路口	98.18	住宅	2.8	2375	43528
	G-R21-13 地块						
35	下沙沿江单元	杭州经济开发区农垦路以南，春澜路以东	59.06	公共设施 (含商业、 办公建筑 等)及配套 用房	1.5-1.8	5300	37565
	R21-C-03 地块						

36	南山路勾山里 B 地块	上城区东至荷花池头,南至河坊街,西至南山路,北至广福里	18.42	商业金融业	1.23	20363	30797
37	复兴地区 C1-17-11 地块	上城区东至飞云江路,南至之江中路,西至杭州钱塘江客运旅游有限公司,北至杭州金澎房地产开发有限公司	18.6	商业金融业	5	7000	43411
38	复兴地区 C2-15-3 地块	上城区	10.03	商业金融业	4.5	5096	15328
39	钱江新城近江单元 B-C2-03-1 地	上城区东至钱江路,北至近江化工厂	12.44	办公、商业金融业	5	6029	25005
40	钱江新城南星单元 E-12 地块	上城区钱江新城东至南星单元 E13 地块,南至望江热电厂地块,西至侯潮路,北至钱江路	12.3	商业金融业	4.8	5315	20927
41	钱江新城南星单元 E-13 地块	上城区钱江新城东至规划二号支路,西至钱江新城南星单元 E-12 地块,北至钱江路	10.73	商业金融业	4.8	5315	18254
42	庆春文化广场西侧地块	江干区东至景昙路,南至庆春东路,北至太平门直街	41.86	办公、商业金融业	7	6000	117214
43	凯旋单元 FG04-C2-08 地块	江干区东至秋涛北路,南、西、北至浙江大学华家池校区	17.75	商业金融业	6	6000	42606
44	凯旋单元 FG04-C2-03 地块	江干区东至秋涛路,南至浙江大学农业科学研究所,西至凯旋路,北至垦山西路	22.69	商业金融业	6	6000	54457
45	九堡中心单元 B13、B14 地块	江干区九堡镇东至一号路,南至九乔路,西至九睦路,北至二号路	34.23	商业金融业	3.3	3200	24096
46	杭州长征无线电厂地块	拱墅区东、南至双荡新村,西至莫干山路,北至双荡弄	4.77	商业金融业	2.4	6000	4575
47	庆隆单元 GS04-01-C2-01 地块	拱墅区东北至莫干山路,西南至规划永固路,西北至萍水东路	49.21	商业金融业	4	4503	59090
48	庆隆单元 FG01-C1/C2-02 地块	拱墅区余杭塘河以北	43.59	商业金融业	2.8	4540	36941
49	申花路 C2-5 地块	西湖区东至丰潭路,南至虾龙圩河,西至娄家湾河,北至申花路	31.51	商业金融业	3	4554	28696
50	华丰单元 C1/C2-09 地块	下城区石桥街道华丰村	51.39	商业金融业	2.5	2900	24839
51	华丰单元临石立交东南侧地块	下城区东至道路,南至杭州第一汽车运输有限公司	12.94	商业办公	4	2249	7762
52	杭高新收储 [2007]15 号地块	滨江区东至杭石滨江加油站,南至大新庄青年旅社,北至新生村,西至石桥路,北至临丁路	33.79	商业办公	3.5	3150	24835
53	杭高新收储 [2008]1 号地块	滨江区南至江南大道绿化,西至火炬大道	31.35	商业办公	4.0-5.0	2800	29260

54	杭州经济技术开 发区 C2-08 地块	杭州经济技术开发区东至浙江国脉电信设备有 限公司, 南至泰尔茂医疗产品(杭州)有限公司, 西至海	13.34	商业金融 业	4.3	2579	9865
55	杭州经济技术开 发区 C2-01 地块	杭州经济技术开发区东、南至保利(杭州)房地 产开发有限公司, 西至 22 号大街, 北至 30 号 渠绿化	39.07	商业金融 业	3	2212	17285
56	下沙沿江单元 C2-C-10 地块	杭州经济技术开发区 14 号大街以南, 23 号大街 以东	54.58	商业金融 业	4	2395	34860
57	之江 A25、26 地 块	之江度假区东至江涵路, 西至枫桦西路, 北至文 景路	86.91	文化娱乐兼 容商业金 融	1.2	2753	19140
58	之江 A46、47、 53 地块	之江度假区东至 320 国道, 西至江涵路, 北至文 景路、枫华路	349.37	商业金融 用地兼容 文化娱乐	0.9	1619	33937

资料来源: 长江证券研究部

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。