

贾祖国 010-88088569
 jiazg@cmschina.com.cn
 洪俊骅 021-68407139
 hongjh@cmschina.com.cn

2010年3月3日

浙江广厦(600052.SH)/7.62元

投资收益贡献09年大部分利润

金融·房地产

目标估值: 8.6元

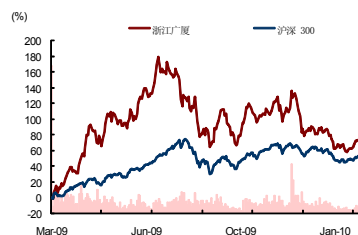
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	3088
总股本(万股)	87179
已上市流通股(万股)	42232
总市值(亿元)	66
流通市值(亿元)	32
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	10.6
资产负债率	77.2%
主要股东	广厦控股创业投资有
主要股东持股比例	38.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	5	68
相对表现	-2	-12	13



相关报告

公司 09 年的业绩大部分来自于股权转让收益 2.25 亿元,借此,公司也完成了股改时对 09 的业绩承诺。公司在 09 年没有新增加项目储备,目前项目储备较为集中。未来公司业绩增长的催化剂在于公司再融资方案能否获得顺利实施。

- **年报符合市场预期:** 公司实现主营收入 43.87 亿元,营业利润 6.32 亿元,归属于母公司净利润 4.38 亿元,分别同比增长 29%, 13%, 19%; 实现每股收益 0.5 元,业绩符合市场的预期。报告期内,公司实现销售金额 30.2 亿元。受到 08 年房地产市场调控影响,09 年公司毛利率为 23.5%,比 2008 年下降 5.2 个百分点,净利率为 10%,比 2008 年下降了 0.8 个百分点;
- **投资收益贡献大部分利润,完成股改承诺:** 报告期内,公司转让持有的金信信托股份有限公司和通和投资控股有限公司的股权,实现投资收益 2.25 亿元。凭借此项收益,公司完成了股改时 09 年每股收益不低于 0.4 元的业绩承诺;
- **公司项目结转速度低于市场预期:** 公司预收账款相比每年结转金额显得较多,主要是公司会计政策较为严谨,结转较为谨慎,因此也显得结转速度较慢;
- **公司 09 年末增加项目储备:** 公司目前的项目主要分布在杭州市萧山区、余杭区、南京市、西安市以及东阳市,权益可售面积为 216.35 万平方米,其中余杭天都城项目就占可售面积的 50%以上,项目有过于集中在某一区域的风险。公司在 09 年末拓展新的项目,未来公司打算在江浙一带择机拓展项目;
- **再融资将是未来股价的催化剂:** 公司在 09 年提出了拟非公开发行不超过 1.8 亿股,募集资金不超过 12 亿元的融资方案。如果 10 年可以顺利实施,则公司资产负债率过高(77.2%)的情况可以得到改善,而且公司业绩释放的动力也会加强;
- **业绩预测与投资评级:** 按照目前总股本 8.72 亿计算,我们预测公司 2010 年、2011 年及 2012 年的 EPS 分别为 0.43 元、0.48 元及 0.58 元,公司 RNAV 为 5.1 元。按照公司 2010 年 20 倍 PE 估值,我们给予公司股价 8.6 元的目标值,首次给予公司股票“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3394	4387	2295	2842	3052
同比增长	22%	29%	-48%	24%	7%
营业利润(百万元)	560	632	506	566	676
同比增长	78%	13%	-20%	12%	19%
净利润(百万元)	367	437	375	420	502
同比增长	101%	19%	-14%	12%	20%
每股收益(元)	0.42	0.50	0.43	0.48	0.58
PE	18.1	15.2	18	15.8	13.2
PB	4.5	3.5	2.9	2.5	2.1

资料来源:招商证券

表 1: 公司项目一览表

名称	区域	物业类型	规划建筑面积 (万平)	可售 (万平)	权益	权益可售 (万平)
杭州香榭花园	余杭临平天都城	普通住宅	35.50	20.67	100%	20.67
杭州爱丽山庄	余杭临平天都城	联排独栋	9.30	2.60	100%	2.60
杭州丽舍花园	余杭临平天都城	普通住宅	110.50	88.40	100%	88.40
天都城剩余地	余杭临平天都城	普通住宅	40.00	32.00	100%	32.00
杭州通和戈雅	萧山区闻堰镇	公寓	49.40	14.82	100%	14.82
杭州南岸花城	萧山区闻堰镇	住宅/别墅	22.86	18.29	100%	18.29
江南紫荆庄园	东阳西, 近义乌	联排独栋	16.62	0.00	100%	0.00
新天地 2-3 号	东阳西, 近义乌	联排独栋	12.48	9.98	100%	9.98
南京邓府巷	新街口邓府巷	住宅\商业	27.50	8.25	100%	8.25
西安水岸东方	铲河东长乐路	住宅	111.60	23.71	90%	21.34
合计			435.76	218.72		216.35

注明: 公司 1993 年以协议方式购入海南洋浦金海岸实业开发有限公司及其在木棠开发区取得的海南洋浦土地使用权, 协议价格为 2,216 万元。2002 年儋州市政府出具换地权益书, 给予公司 1,005.68 万元的土地指标。2006 年公司未按规定换发新的换地权益书, 对该项目公司已全额计提减值准备。在此我们不将海南洋浦项目计入。

资料来源: 招商证券研发中心

- 预计 10 年, 11 年, 12 年结算面积分别为 25.6 万平米, 33 万平米和 35.63 万平米, 结算收入分别为 22.03 亿元, 27.5 亿元, 29.6 亿元;

表 2: 2010 年-2012 年公司结转面积以及结转收入预测表

名称	10 年结转面积 (万平)	11 年结转面积 (万平)	12 年结转面积 (万平)	10 年结算收入 (亿元)	11 年结算收入 (亿元)	12 年结算收入 (亿元)
杭州香榭花园	9.00	5.00	6.67	5.40	3.30	4.00
杭州爱丽山庄	2.60			3.38		
杭州丽舍花园		9.00	9.00		5.40	5.40
天都城剩余地						
杭州通和戈雅		5.00			5.00	
杭州南岸花城	5.00		5.00	5.50		5.50
新天地 2-3 号		3.00	3.00		3.30	3.30
南京邓府巷	2.00	3.00	3.25	4.60	6.90	7.48
西安水岸东方	7.00	8.00	8.71	3.15	3.60	3.92
合计	25.6	33	35.63	22.03	27.50	29.60

资料来源: 招商证券研发中心

- 公司 RNAV 为 5.1 元/股, 当前股价溢价 49.4%。

表 3: RNAV 计算表

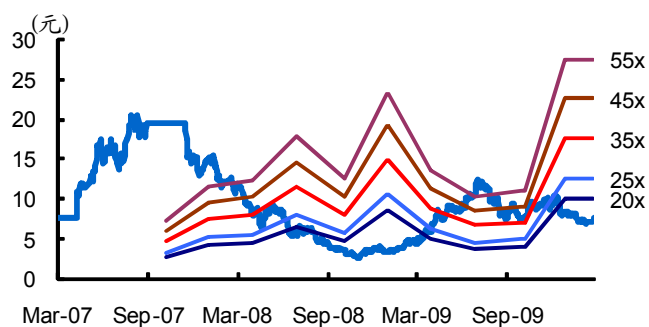
开发项目评估溢价 (亿元)	25.28
帐面净资产 (亿元)	19.16
重估净资产 (亿元)	44.44
总股本 (亿)	8.72
RNAV	5.10

资料来源: 招商证券研发中心

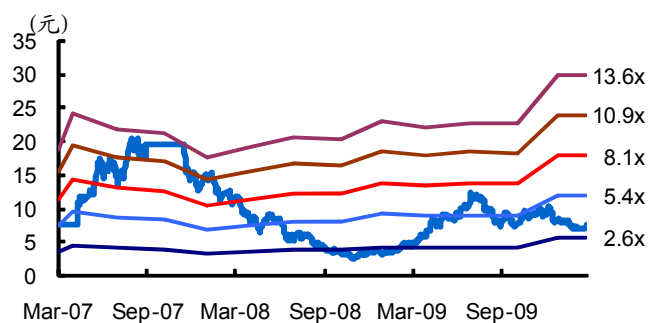
表 4: 公司盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	3394	4387	2295	2842	3052
二、营业总成本	2969	3981	1789	2276	2376
其中: 营业成本	2421	3356	1134	1531	1566
营业税金及附加	223	313	428	468	540
营业费用	89	86	80	99	107
管理费用	113	112	103	128	137
财务费用	87	75	44	50	26
资产减值损失	35	40	0	0	0
三、其他经营收益	134	226	0	0	0
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0
投资收益	135	225	0	0	0
四、营业利润	560	632	506	566	676
加: 营业外收入	5	5	0	0	0
减: 营业外支出	18	12	0	0	0
五、利润总额	547	626	506	566	676
减: 所得税	179	188	126	141	169
六、净利润	367	438	379	424	507
减: 少数股东损益	0	1	4	5	5
七、归属母公司所有者净利润	367	437	375	420	502
股本(百万)	872	872	872	872	872
每股收益(元)	0.42	0.50	0.43	0.48	0.58

资料来源: 招商证券研发中心

图 1: 浙江广厦历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 浙江广厦历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》 2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》 2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》 2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》 2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》 2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》 2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》 2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》 2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》 2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十——城市兴衰的总结与展望》 2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》 2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》 2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》 2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产: 美国最大的上市写字楼 REIT》
2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕: 全球房地产服务业龙头》 2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪: 全球房地产开发业龙头》 2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》 2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》 2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》 2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》 2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》 2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》 2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》 2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》 2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》 2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》 2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》 2010/01/2

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7902	7519	7716	7823	8478
现金	435	1017	1731	507	1777
交易性投资	2	3	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	7	6	11	14	14
其它应收款	83	66	23	28	31
存货	6765	5477	5668	6891	6264
其他	610	951	283	383	392
非流动资产	1094	981	893	829	782
长期股权投资	349	334	334	334	334
固定资产	500	433	386	342	303
无形资产	71	69	62	56	50
其他	174	145	112	98	94
资产总计	8996	8500	8609	8653	9259
流动负债	7236	5005	4752	4122	4071
短期借款	817	833	600	600	600
应付账款	714	903	567	613	470
预收账款	3611	2421	2834	2297	2349
其他	2095	848	752	612	652
长期负债	258	1561	1543	1793	1943
长期借款	242	1543	1543	1793	1943
其他	16	18	0	0	0
负债合计	7494	6566	6295	5915	6014
股本	872	872	872	872	872
资本公积金	280	276	276	276	276
留存收益	333	769	1144	1564	2066
少数股东权益	17	18	22	27	32
母公司所有者权益	1485	1916	2292	2711	3213
负债及权益合计	8996	8500	8609	8653	9259

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(692)	644	691	(1173)	1145
净利润	367	437	375	420	502
折旧摊销	0	0	61	54	48
财务费用	0	0	44	50	26
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	198	(1712)	564
其它	(1059)	207	13	15	5
投资活动现金流	422	274	17	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	422	274	17	0	0
筹资活动现金流	(428)	(674)	6	(50)	124
借款变动	0	0	67	0	150
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(428)	(674)	(62)	(50)	(26)
现金净增加额	(697)	244	714	(1223)	1269

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3394	4387	2295	2842	3052
营业成本	2421	3356	1134	1531	1566
营业税金及附加	223	313	428	468	540
营业费用	89	86	80	99	107
管理费用	113	112	103	128	137
财务费用	87	75	44	50	26
资产减值损失	35	40	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	1	0	0	0
投资收益	135	225	0	0	0
营业利润	560	632	506	566	676
营业外收入	5	5	0	0	0
营业外支出	18	12	0	0	0
利润总额	547	626	506	566	676
所得税	179	188	126	141	169
净利润	367	438	379	424	507
少数股东损益	(0)	1	4	5	5
母公司所有者净利润	367	437	375	420	502
EPS (元)	0.42	0.50	0.43	0.48	0.58

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	22%	29%	-48%	24%	7%
营业利润	78%	13%	-20%	12%	19%
净利润	101%	19%	-14%	12%	20%
获利能力					
毛利率	28.7%	23.5%	50.6%	46.1%	48.7%
净利率	10.8%	10.0%	16.4%	14.8%	16.5%
ROE	24.7%	22.8%	16.4%	15.5%	15.6%
ROIC	10.6%	11.5%	8.7%	8.9%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	83.3%	77.2%	73.1%	68.4%	65.0%
净负债比率	28.7%	27.9%	28.4%	28.2%	28.0%
流动比率	1.1	1.5	1.6	1.9	2.1
速动比率	0.2	0.4	0.4	0.2	0.5
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.5	0.7	0.4	0.5	0.5
应收帐款周转率	410.7	685.5	277.0	232.9	218.0
应付帐款周转率	4.7	4.2	1.5	2.6	2.9
每股资料(元)					
每股收益	0.42	0.50	0.43	0.48	0.58
每股经营现金	-0.79	0.74	0.79	-1.35	1.31
每股净资产	1.70	2.20	2.63	3.11	3.69
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	18.1	15.2	17.7	15.8	13.2
PB	4.5	3.5	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	15.9	15.1	18.2	16.6	14.8

分析师简介

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

洪俊骅，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，2006 年 7 月-2009 年 3 月在保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作，2009 年 3 月至 2010 年 1 月任湘财证券房地产行业研究员，2010 年 1 月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。