

湘财证券研究所

房地产

杨森: Tel: 021-68634518-8990
 E-Mail: ys2875@xcsc.com

张化东: Tel: 021-68634518-8051
 E-Mail: zhd3063@xcsc.com

徐广福: Tel: 021-68634518-8626
 E-Mail: xgf2388@xcsc.com

首次目标价： 8.5 元

首次评级： 买入

当前价格： 6.91 元

广宇集团最近一年走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

事件：

□ 我们最近对广宇集团进行了实地调研，和公司领导交流了行业和公司的状况。

投资要点与关注：

□ **立足杭州，拓展二三线，项目因地制宜：**广宇集团立足杭州经营 20 余年，并提前布局黄山和肇庆，且在当地市场取得了良好的开端，消除了资本市场对公司异地经营能力的担忧。公司目前在杭州的土地储备占比 48% 左右，我们预计公司未来的区域发展战略仍将以立足杭州本地为主，并伺机拓展二三线城市。项目设计仍以中低端住宅为主，个别项目将因地制宜向高端靠拢。

□ **10 年业绩保障能力强，再融资后未来 3 年业绩有保证：**

公司目前房地产业务主要由 10 个项目，在售和可售项目共拥有 130 万平方米左右的商住开发项目储备，权益可售面积 110.20 万平方米。

公司今年一季度的业绩主要由黄山江南新城和绍兴康郡尾盘的收入贡献。二季度业绩主要由黄山江南新城和肇庆星湖名郡的收入贡献。公司 10 年营收将主要来自下半年的销售。我们预计公司下半年业绩将主要由广宇上东领地、杭州西城美墅尾盘（只剩部分车位）、黄山江南新城和肇庆星湖名郡继续贡献。明年的销量和今年差不多，不过由于销售结构原因，售价将高于今年。

我们预计公司 10 年、11 年和 12 年将分别结算 28.5 万平米、32.18 万平米和 36.18 万平米，预计将分别实现结算收入 24.06 亿元、28.78 亿元和 36 亿元。截至 10 年 1 季度，公司共有已售未结算收入 22.86 亿元，锁定 10 年预计营业收入超过 80%。

□ **首次给予公司“买入”评级，RNAV 为 8.92 元/股，目标价 8.5 元。**

公司房地产业务 RNAV 为 8.93 元，截止至 7 月 27 日，公司股价 6.91 元，对比 RNAV 折价 22%。我们认为杭州房地产市场的调控效果将在下半年继续体现，不过仍然给予公司“买入”评级，主要因为：1、公司目前 RNAV 折价明显；2、公司定向增发通过的可能性非常大，募投项目将对未来 3 年的业绩都将形成有力度支撑；3、公司管理层对市场运行的节奏把握较好，跨区域经营能力较强。黄山和肇庆项目将在后面持续的贡献公司业绩。

我们预计公司 10 年和 11 年将分别实现净利润 3.26 亿、4.07 亿，实现 EPS 0.65 元和 0.82 元。对应现价的 PE 分别为 10.58X 和 8.46X。

□ **风险提示：**公司目前资产规模还比较小，抵御风险能力较弱；相对同业来看，目前公司项目周转效率还有待提高；后续出台严厉的税收政策和加息。

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	947	1310	2406	2963	3839
YoY (%)	-28%	38%	84%	23%	30%
归属母公司净利润	118	166	326	407	548
YoY (%)	-23%	41%	96%	25%	34%
毛利率	35.7%	32.0%	35.0%	35.5%	36.0%
ROE	10.6%	13.5%	21.5%	22.4%	24.4%
EPS	0.24	0.33	0.65	0.82	1.10
P/E	29.25	20.72	10.58	8.46	6.29
P/B	3.11	2.79	2.28	1.89	1.53
EV/EBITDA	26.63	17.89	9.13	7.49	5.61

目录

一、公司基本情况	5
二、公司项目与优势分析	6
1、杭州房地产市场发展基础牢固，调控有利于未来更健康发展	6
2、肇庆星湖名郡	14
3、黄山江南新城	15
三、盈利分析	16
四、首次给予公司“买入”评级，目标价 12 元	17
湘财证券投资评级体系	20

图表目录

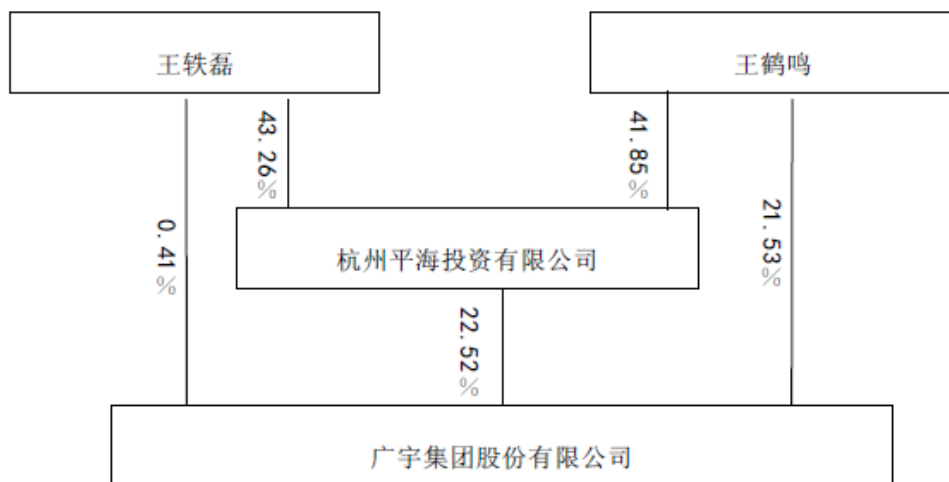
表 1: 募投项目情况	11
表 2: 广宇集团项目情况 (单位: 万平米)	16
表 3: 广宇集团业绩预测 (单位: 万平米)	17
表 4: 广宇集团出租物业	17
表 5: 广宇集团 RNAV (万元, 亿元)	17
表 6: 广宇集团利润表预测	18
表 7: 广宇集团预测与估值表	19
图 1: 广宇集团实际控制权结构	5
图 2: 杭州市人均 GDP 位居全国第四位	
图 3: 杭州市房价在 10 年 4 月份后触顶回落	6
图 4: 杭州市房地产市场去化速度延长	
图 5: 杭州商品房新政后销售面积下降明显	7
图 6: 杭州市房屋施工面积保持健康增长	
图 7: 杭州市房屋竣工面积增速回升	7
图 8: 杭州房地产市场量价走势图	8
图 9: 广宇上东城区位图	9
图 10: 广宇上东城区位图	9
图 11: 广宇上东城配套规划图	10
图 12: 广宇上东城配套规划图	10
图 13: 广宇上东城实景	
图 14: 广宇上东城样板房实景	11
图 15: 广宇西城美墅区位图	12
图 16: 广宇西城美墅周边	12
图 17: 广宇西城美墅	
图 18: 广宇上东城样板房实景	13
图 19: 杭州面粉厂地块区位图	13
图 20: 杭州面粉厂地块区位图	14
图 21: 肇庆星湖名郡实景 1	
图 22: 肇庆星湖名郡实景 2	14
图 23: 黄山江南新城区位图	15
图 24: 黄山江南新城实景图	16

一、公司基本情况

公司成立于1984年，是一家具有20多年房地产开发经验、国家建设部颁发一级房地产开发资质的大型集团公司。公司以“面积不大功能全，总价不高品位高”为产品核心定位，以开发高性价比商品住宅和经营具有稳定现金流的商业物业为主营业务，实现跨区域、专业化经营。公司于2007年3月顺利通过中国证监会IPO审核，于2007年4月正式上市，成为浙江省首家A股IPO房地产企业。

公司自1984年开发建设杭州市第一个旧城改造小区——“大学路住宅小区”以来，已建成观音塘小区、金钱巷小区、华藏寺巷小区、建国南路小区、金隆花园、元华广场、之江花园、胭脂新村等多个项目，近年来先后又开发了广宇平海公寓、广宇广复大厦、广宇吴山鸣翠苑、广宇河滨公寓、广宇河滨花园、广宇水岸雅苑、广宇大名空间及广宇西城年华等楼盘，目前在建楼盘包括广宇黄山江南新城、广宇肇庆星湖名郡、广宇西城美墅、广宇上东城等。建立了以杭州为中心、以二、三线城市为重点，跨省市发展的开发局面和战略布局。

图 1：广宇集团实际控制权结构



王铁磊为公司实际控制人王鹤鸣之子，系一致行动人。

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

二、公司项目与优势分析

1、杭州房地产市场发展基础牢固，调控有利于未来更健康发展

2009 年，杭州市实现生产总值（GDP）5098.66 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.0%，连续 19 年保持两位数增长。户籍人口 683.38 万人，比上年末增加 5.74 万人。全市按常住人口计算的人均 GDP 为 63471 元，按户籍人口计算的人均 GDP 为 74924 元，分别增长 8.4% 和 9.1%，按国家公布的 2009 年平均汇率计算，分别达 9292 美元和 10968 美元。据抽样调查，市城镇居民人均可支配收入 26864 元，比上年增长 11.5%。人均生活消费性支出 18595 元，比上年增长 11.2%。2009 年全年完成财政总收入 1019.43 亿元，比上年增长 12.0%，其中地方财政一般预算收入 520.79 亿元，比上年增长 14.4%。

截至 10 年 6 月，杭州市完成房地产开发投资累计 267.98 亿元，累计同比增长 34.20%；完成房地产施工面积 3164 万平米，累计同比增长 8.10%。完成房屋竣工面积 165.51 万平米，累计同比增长 26.5%。投资开发的健康发展为后几年珠海市房地产市场提供了有力的房源供给。

新政出台后，杭州商品房成交量萎缩明显，5 月和 6 月都只有 10 多万平米销售。从商品房供应指标来看，商品房可售面积/销售面积在 4 月份房地产新政出台后上升明显，5 月份指标升至 28.38，6 月有所下降至 23.18。杭州房价在 2009 年 3 月附近触底，全市商品房均价 11270 元/平米左右，随后一路猛涨至 10 年 5 月均值高点的 23000 元/平米左右，涨幅达到 110%。不过房价从 10 年 6 月份开始回落，较峰值回落 10% 左右。基于对本次调控管理层出发点的考虑，以及房地产市场自身运行规律和开发商资金压力大的判断，我们认为，如果新政得以持续的话，预计下半年杭州房价仍将继续回落，房价回落至年初的可能性较大，幅度大概在 20% 左右。预计新政效果显现时，刚性需求也将有效拉动成交量回升。

图 2：杭州市人均 GDP 位居全国第四位

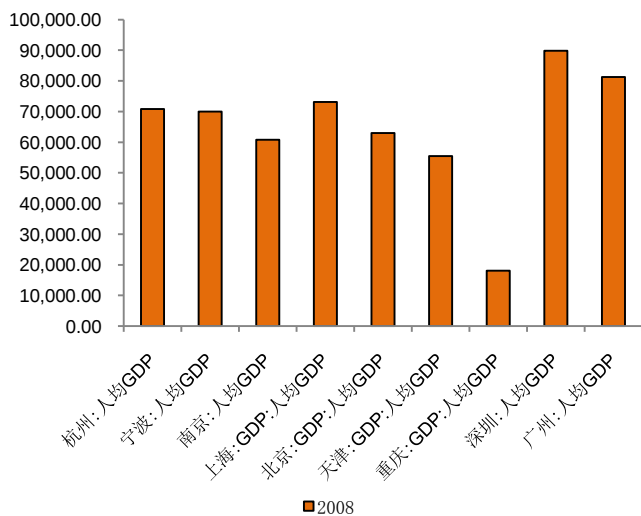
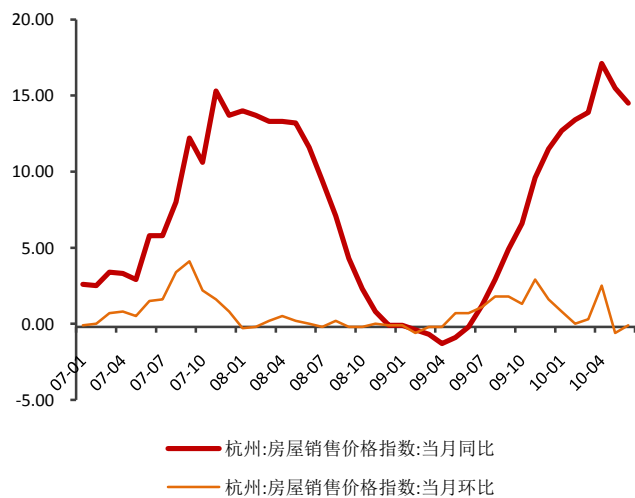


图 3：杭州市房价在 10 年 4 月份后触顶回落



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 4：杭州市房地产市场去化速度延长

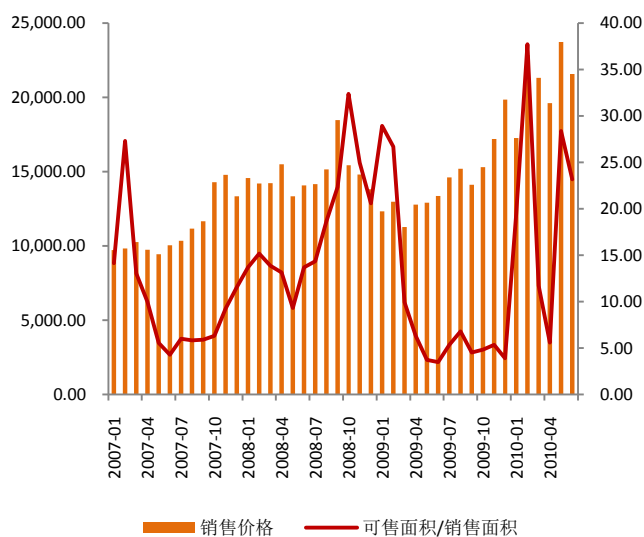
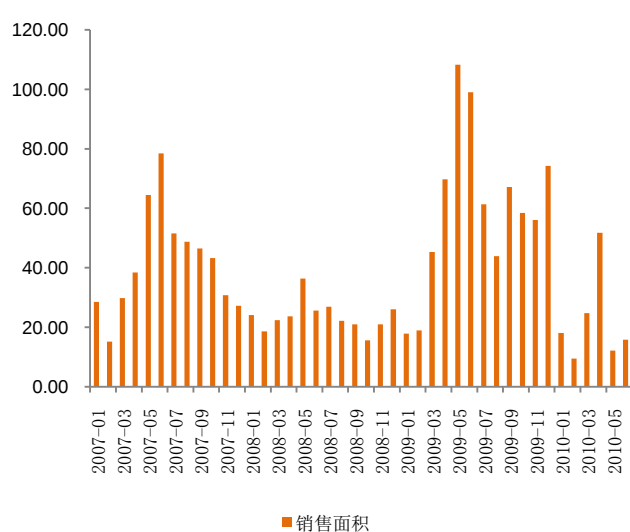


图 5：杭州商品房新政后销售面积下降明显



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 6：杭州市房屋施工面积保持健康增长

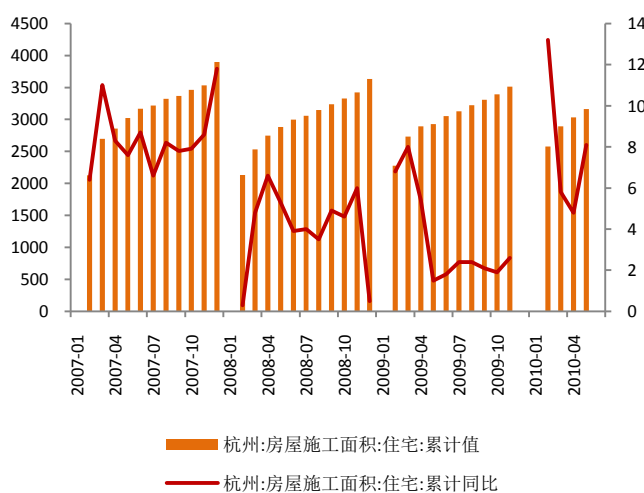
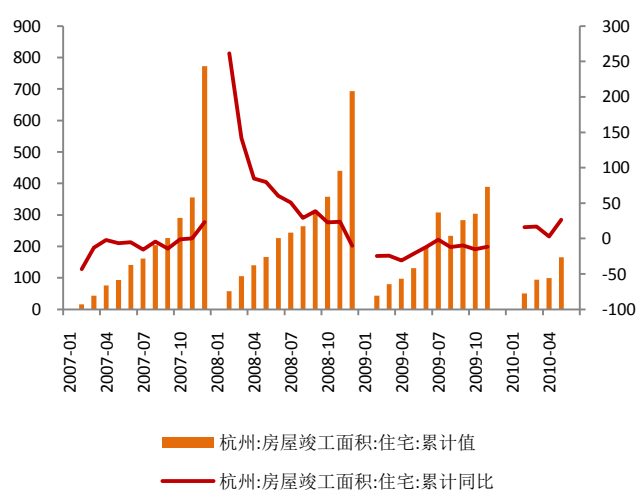


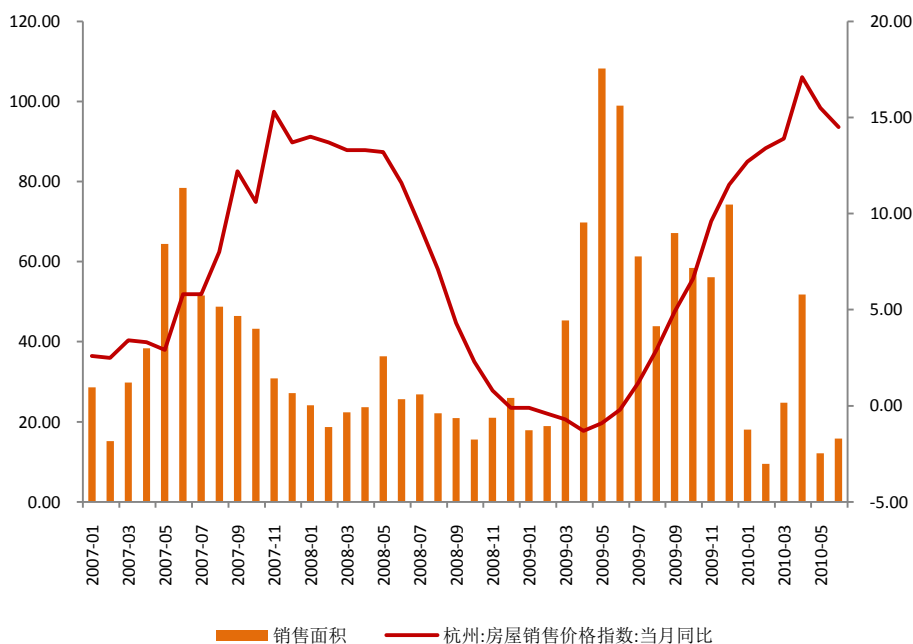
图 7：杭州市房屋竣工面积增速回升



资料来源：Wind，湘财证券研究所

综上，我们认为，杭州市房地产市场基础较牢固。庞大的常住人口和外来人口、较高的人均收入、政府充足的财力等，都为杭州市房地产市场的发展提供了坚实的基础。至于 09 年以来杭州房价的大幅上涨，其中虽不乏刚性需求，但非理性成分也较大。我们认为本轮调控的效果将在下半年中显现，目前是市场调整主要表现为量跌价稳；接下来市场将主要表现为成交量继续低位盘整，房价开始下跌。但是调整到位后有利于市场需求的快速回升，有利于杭州房地产市场的长期发展。

图 8：杭州房地产市场量价走势图



资料来源：Wind，湘财证券研究所

公司在杭州市在售和未售项目主要有 6 个项目，集中在丁桥居住区和下城区面粉厂核心区域。丁桥居住区主要有广东上东城的三个项目，分别为上东领地、上东臻品、上东名筑。同样位于丁桥居住区的 82 号地块目前政府还没有交地。另外广宇西城美墅项目预计今年将全部结转完毕。

广宇上东城

广宇上东城位于杭州城北新城丁桥居住核心区，由上东领地、上东臻品、上东名筑 3 个紧邻的项目所共同组成总建筑面积约 32 万平方米。丁桥新城位居杭城东北，隶属主城区江干区，距离武林广场约 10 公里，是城北 CLD 的重要组成部分，也是城市东北片区近十年来最大的商品房住宅区之一。规划居住人口约 40 万人。

丁桥居住区配套品质分为二大部分，一是具有共享性的区域配套，二是具有私享性的楼盘配套，在上东城 500 米生活圈，可以享有包括商业、教育、休闲娱乐、医疗等相关配套。另外，丁桥到钱江新城的隧道年底通车，钱江新城 CBD 白领在丁桥的居住需求很大。规划建设中的地铁 3 号线也通往丁桥居住区。未来丁桥 CLD 的“一绕、二快、三横、四纵”区域路网将基本建成。“一绕”是指：由丁桥上绕城公路，通达市区半小时车程。“二快”是指：秋石高架和留石高架城市快速路，直接贯通钱江新城和城西。“三横”是指：临丁桥、华丰路、大农港路，组成新城外联东西向路网骨架。“四纵”是指：勤丰路、同协路、丁桥东路和笕丁路，组成新城外联南北向路网骨架，未来经同协路直达钱江新城仅需 10 分钟。

图 9：广宇上东城区位图



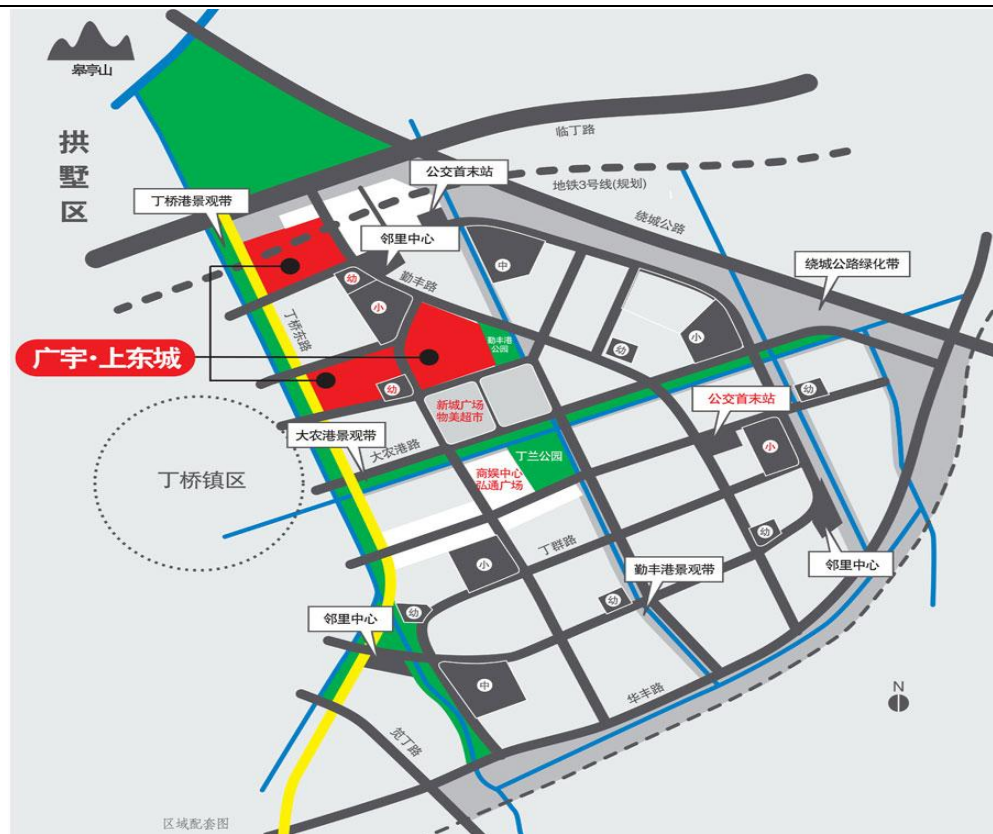
资料来源：公开资料，湘财证券研究所

图 10：广宇上东城区位图



资料来源：公开资料，湘财证券研究所

图 11: 广宇上东城配套规划图



资料来源: 公开资料, 湘财证券研究所

图 12: 广宇上东城配套规划图



资料来源: 公开资料, 湘财证券研究所

广宇上东城主要包括上东领地（49 号地）、上东臻品（36 号地）和上东名筑（48 号地）3 个子项目。上东领地是 2008 年底推出的，目前已经售罄，预计今年底或者明年初可以提前交房。上东臻品项目今年 1 月份开盘，在售面积有 5~6 万平米。上东名筑项目 5 月底已开盘，由于房地产市场调控原因，目前销售速度比较缓慢。同在丁桥居住区的 82 号地，优于目前政府还没有交地，所以还在等待开发。

图 13：广宇上东城实景



图 14：广宇上东城样板房实景



资料来源：公开信息，湘财证券研究所

另外公司定向增发再融资方案已经获得了国土部的批准，目前正在等待证监会的回复，预计年内可完成再融资。本次非公开发行股票发行价格不低于 5.71 元/股。非公开发行股份数量不超过 12,500 万股 A 股，总融资金额不超过 9 亿元。募投项目为广宇上东城的三个项目。再融资成功后将对公司未来几年的项目销售形成很好的支撑。

表 1：募投项目情况

项目	预计投资额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
上东领地	6.92	2.50
上东臻品	9.18	3.25
上东名筑	7.62	3.25

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

杭州西城美墅

广宇西城美墅项目占地面积约 3.4 万平方米，总建筑面积约 9.6 万平方米，由 7 幢高层公寓和 2 万多平方的中心大花园组合而成。西城美墅所在的申花板块由余杭塘路、登云路、莫干山路、三墩路和古墩路围合而成。按照杭州市政府新一轮“东动西进南兴北秀”的城市规划，申花板块是杭州“城西核心示范区”的中心区域。西城美墅正处于这个中心区域的关键位置。

图 15: 广宇西城美墅区位图



资料来源: 公开资料, 湘财证券研究所

图 16: 广宇西城美墅周边



资料来源: 公开资料, 湘财证券研究所

图 17：广宇西城美墅



图 18：广宇上东城样板房实景



资料来源：公开信息，湘财证券研究所

杭州面粉厂（07-70 号地块）

面粉厂地块东至黎明园、市公安局交警支队，南至文晖路、金鹰大厦、河西村综合楼，西至京杭运河，北至南应加河，地理位置十分优越。该地块成交土地占地面积 29,371 平方米，其中住宅占地面积 25,277 平方米，商业占地面积 4,094 平方米。按照公司管理层的规划，预计面粉厂地块在今年 4 季度可达到开工条件。由于该地块将打造成杭州的豪宅区，而且地理位置较好，具有稀缺性，因此预计未来售价较高。根据可比项目衡量，我们认为项目未来售价将达到 4 万/平米左右。

图 19：杭州面粉厂地块区位图



资料来源：公开资料，湘财证券研究所

2、肇庆星湖名郡

星湖名郡位于肇庆的主城端州区，坐踞七星岩旅游度假区二区，国家 4A 级星湖风景区腹地，七星岩、将军山、盘古山三大景区拥抱之中。项目规划为大规模综合型生态养生居住区，其中住宅规划建筑面积 41.4 万平米，商业规划建筑面积 4.7 万平米，规划容积率低至 0.8，绿化率高达 40%。星湖名郡拥有 2 万余平方米月亮湖、2 万余平方米小西湖、两条数千米的自然山涧、1 万余平方米的玉龙谷湿地公园、上千平方米的鸳然湖，以及佛仔岗上最奢侈的七星岩风景区景观公园。

图 20：杭州面粉厂地块区位图



资料来源：公开资料，湘财证券研究所

图 21：肇庆星湖名郡实景 1



图 22：肇庆星湖名郡实景 2

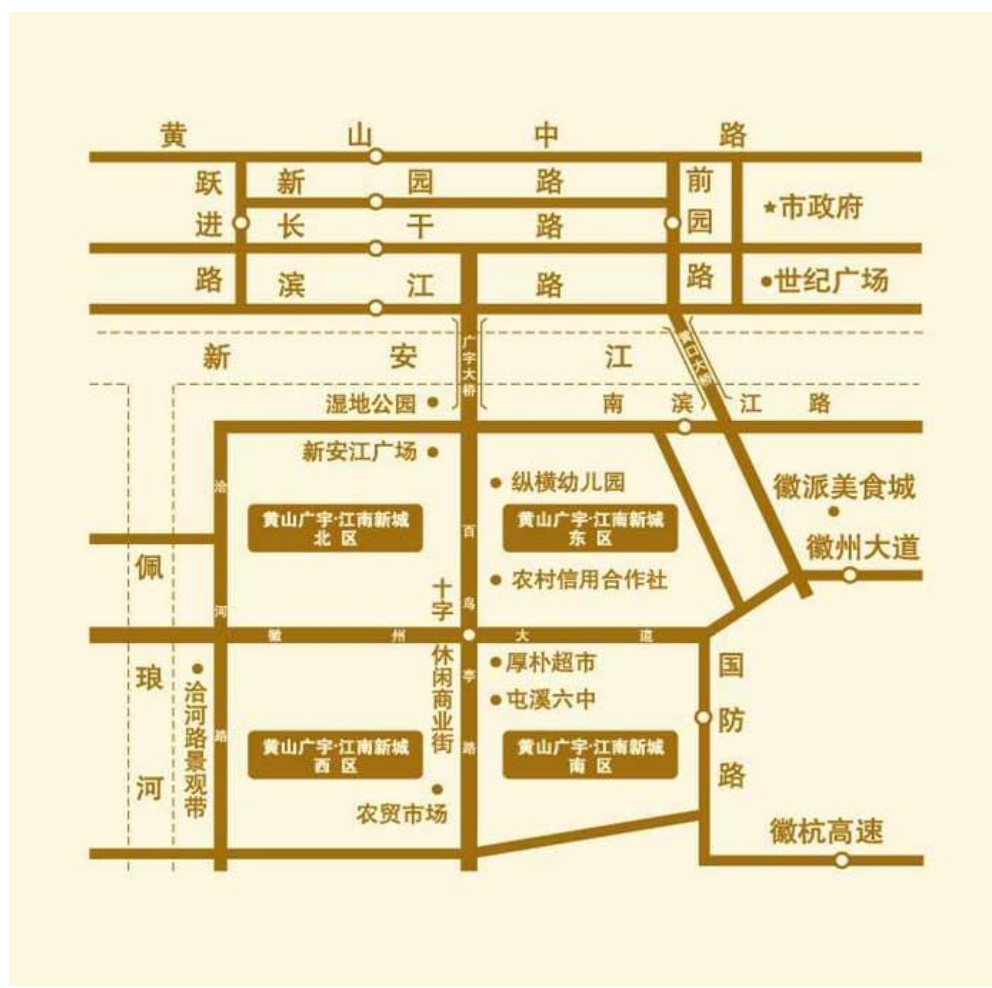


资料来源：公开信息，湘财证券研究所

3、黄山江南新城

黄山广宇江南新城项目位于黄山市中心城区新安江南岸的黄山市旅游度假区内，东望柏山，南接徽杭高速公路入口处，西依佩浪河，北临新安江。建设用地 67 公顷，规划建面 80 万平米。分为东、南、西、北四个区块，滚动开发，是黄山市旗舰级高尚城市住宅社区。设计总体容积率不高于 1.2，绿地率大于 35%，建筑面积约 80 万平方米，以居住为主，并配有商服、办公商务等配套公建。

图 23：黄山江南新城区位图



资料来源：公开资料，湘财证券研究所

图 24：黄山江南新城实景图



资料来源：公开资料，湘财证券研究所

三、盈利分析

公司目前房地产业务主要由 10 个项目，在售和可售项目共拥有 130 万平方米左右的商住开发项目储备，权益可售面积 110.20 万平米。

表 2：广宇集团项目情况（单位：万平米）

序 号	项目名称	地点	权益	占地面积	规划建面	剩余可售面积	权益可售面积
1	江南新城	黄山	90%	66.70	80.00	25.00	22.50
2	星湖名郡	肇庆	80%	30.12	41.40	35.00	28.00
3	星湖名郡	肇庆	80%		4.70	8.00	6.40
5	上东名筑（07-48 号）	杭州丁桥居住区	100%	4.06	9.74	9.74	9.74
6	上东领地（07-49 号）	杭州丁桥居住区	100%	4.05	12.18	12.18	12.18
7	上东臻品（07-36 号）	杭州丁桥居住区	90%	4.83	10.62	10.60	9.54
8	西城美墅	杭州	100%	3.40	9.60	7.50	7.50
9	面粉厂（07-70 号）	杭州	50%	2.94	8.98	8.98	4.49
10	杭政储出[2009]82 号地块	杭州丁桥居住区	50%	4.93	9.85	9.85	9.85
合计					187.07	126.85	110.20

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

公司今年一季度的业绩主要由黄山江南新城和绍兴康郡尾盘的收入贡献。二季度业绩主要由黄山江南新城和肇庆星湖名郡的收入贡献。上半年公司的广宇上东城项目位列杭州全市销售第二名。公司 10 年营收将主要来自下半年的销售。

我们预计公司下半年业绩将主要由广宇上东领地、杭州西城美墅尾盘（只剩部分车位）、黄山江南新城和肇庆星湖名郡继续贡献。目前上东领地项目已售罄，预计今年底或者明年年初可以提前交房。上东臻品项目今年 1 月份开盘，在售面积有 5~6 万平米。上东名筑项目 5 月底已开盘，由于房地产市场调控原因，目前销售速度比较缓慢。预计明年的销量和今年差不多，不过由于销售结构原因，售价将高于今年。

我们预计公司 10 年、11 年和 12 年将分别结算 28.5 万平米、32.18 万平米和 36.18 万平米，预计将分别实现结算收入 24.06 亿元、28.78 亿元和 36 亿元。截至 10 年 1 季度，公司共有已售未结算收入 22.86 亿元，锁定 10 年预计营业收入超过 80%。

表 3：广宇集团业绩预测（单位：万平米）

序 号	项目名称	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
		结算价格	结算价格	结算价格	结算面积	结算面积	结算面积	结算收入	结算收入	结算收入
1	江南新城	3,500	3,570	3,641	8.00	8.00	6.50	2.80	2.86	2.37
2	星湖名郡	5,500	5,610	5,722	8.00	8.00	12.00	4.40	4.49	6.87
3	星湖名郡	12,000	12,240	12,485	2.00	2.00	2.40	2.40	2.45	3.00
5	上东名筑 (07-48 号)	13,000	13,260	13,525	0.00	5.00	4.74	0.00	6.63	6.41
6	上东领地 (07-49 号)	13,200	13,464	13,733	3.00	9.18	0.00	3.96	12.36	0.00
7	上东臻品 (07-36 号)	13,000	13,260	13,525	0.00	0.00	9.54	0.00	0.00	12.90
8	西城美墅	14,000	14,280	14,566	7.50	0.00	0.00	10.50	0.00	0.00
9	面粉厂 (07-70 号)	45,000	45,900	46,818	0.00	0.00	1.00	0.00	0.00	4.68
10	杭政储出[2009]82 号地块	40,000	40,800	41,616	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计		17,689	18,043	18,404	28.50	32.18	36.18	24.06	28.78	36.23

资料来源：湘财证券研究所

表 4：广宇集团出租物业

序 号	项目名称	权益	规划建面(万平米)	权益可售面积(万平米)
1	平海公寓	100%	0.90	0.90
2	广复大厦	100%	2.70	2.70
3	河滨公寓	100%	1.00	1.00

资料来源：湘财证券研究所

四、首次给予公司“买入”评级，目标价12元

公司目前 WACC 是 8.16%，测算结果显示，公司目前房地产业务 RNAV 为 8.93 元，截止至 7 月 27 日，公司股价 6.91 元，对比 RNAV 折价 22%。我们认为杭州房地产市场的调控效果将在下半年继续体现，不过仍然给予公司“买入”评级，主要因为：1、公司目前 RNAV 折价明显；2、公司定向增发通过的可能性非常大，对未来 3 年的业绩都将形成有力度支撑；3、公司管理层对市场运行的节奏把握较好，跨区域经营能力较强。黄山和肇庆项目将在后面持续的贡献公司业绩。我们首次给予公司“买入”评级，给予目标价 8.5 元。

表 5：广宇集团 RNAV（万元，亿元）

WACC	8.16%
住宅、商业 RNAV	232,950.4
出租 RNAV	88,755.3
合计地产 RNAV	321,899.1
账面净资产	123,581.36
股本	4.99
每股 RNAV	8.93

资料来源：湘财证券研究所

表 6：广宇集团利润表预测

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	947.23	1,309.99	2,406.00	2,962.85	3,838.79
营业成本	608.84	891.19	1,563.90	1,911.04	2,456.83
营业税金及附加	73.29	108.91	191.64	237.18	310.73
营业费用	17.21	22.92	38.20	50.90	64.70
管理费用	58.57	52.26	108.25	144.90	171.20
财务费用	25.29	63.27	120.30	133.33	172.75
资产减值损失	17.61	-8.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-3.26	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.29	33.32	36.65	40.32	44.35
营业利润	160.45	213.17	420.37	525.81	706.94
营业外收入	12.69	3.52	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.01	1.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	171.14	214.71	420.37	525.81	706.94
所得税	41.65	49.80	97.51	121.97	163.98
净利润	129.49	164.90	322.86	403.84	542.96
少数股东损益	11.68	-1.39	-2.72	-3.40	-4.58
归属母公司净利润	117.81	166.29	325.58	407.25	547.54
EBITDA	185.74	276.44	541.86	660.43	881.03
EPS	0.24	0.33	0.65	0.82	1.10

资料来源：湘财证券研究所

表 7: 广宇集团预测与估值表

资产负债表						利润表					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5,050	6,133	11,804	13,063	17,477	营业收入	947.23	1,309.99	2,406.00	2,962.85	3,838.79
现金	135	709	714	519	647	营业成本	608.84	891.19	1,563.90	1,911.04	2,456.83
应收账款	1	0	6	0	6	营业税金及附加	73.29	108.91	191.64	237.18	310.73
其他应收款	18	8	67	19	81	营业费用	17.21	22.92	38.20	50.90	64.70
预付账款	54	128	153	215	299	管理费用	58.57	52.26	108.25	144.90	171.20
存货	4,842	5,288	10,858	12,304	16,438	财务费用	25.29	63.27	120.30	133.33	172.75
其他流动资产	0	0	5	5	5	资产减值损失	17.61	-8.41	0.00	0.00	0.00
非流动资产	349	405	423	431	446	公允价值变动收益	-3.26	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	37	112	112	112	112	投资净收益	17.29	33.32	36.65	40.32	44.35
固定资产	25	23	24	24	23	营业利润	160.45	213.17	420.37	525.81	706.94
无形资产	49	10	-1	-21	-38	营业外收入	12.69	3.52	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	237	261	289	316	349	营业外支出	2.01	1.99	0.00	0.00	0.00
资产总计	5,399	6,539	12,227	13,494	17,923	利润总额	171.14	214.71	420.37	525.81	706.94
流动负债	2,338	3,002	8,213	8,958	12,760	所得税	41.65	49.80	97.51	121.97	163.98
短期借款	650	180	4,408	4,467	6,454	净利润	129.49	164.90	322.86	403.84	542.96
应付账款	183	183	556	356	782	少数股东损益	11.68	-1.39	-2.72	-3.40	-4.58
其他流动负债	1,505	2,638	3,249	4,136	5,524	归属母公司净利润	117.81	166.29	325.58	407.25	547.54
非流动负债	1,518	1,748	1,951	2,168	2,374	EBITDA	185.74	276.44	541.86	660.43	881.03
长期借款	1,508	1,718	1,928	2,138	2,348	EPS	0.24	0.33	0.65	0.82	1.10
其他非流动负债	10	30	23	30	26	主要财务比率					
负债合计	3,856	4,750	10,165	11,125	15,134	成长能力					
少数股东权益	433	553	551	547	543	营业收入	-27.51%	38.30%	83.67%	23.14%	29.56%
股本	499	499	499	499	499	营业利润	-52.61%	32.86%	97.20%	25.08%	34.45%
资本公积	320	320	320	320	320	归属于母公司净利润	-22.60%	41.16%	95.79%	25.08%	34.45%
留存收益	291	417	688	998	1,423	获利能力					
归属母公司股东权益	1,109	1,236	1,512	1,821	2,246	毛利率(%)	35.72%	31.97%	35.00%	35.50%	36.00%
负债和股东权益	5,399	6,539	12,227	13,494	17,923	净利率(%)	12.44%	12.69%	13.53%	13.75%	14.26%
现金流量表						ROE(%)	10.62%	13.46%	21.54%	22.36%	24.37%
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	3.87%	7.97%	5.58%	6.20%	6.35%
经营活动现金流	-546	1,100	-4,395	-251	-1,834	偿债能力					
净利润	129	165	323	404	543	资产负债率(%)	71.43%	72.64%	83.13%	82.45%	84.44%
折旧摊销	0	0	1	1	1	净负债比率(%)	64.13%	40.38%	63.50%	60.13%	58.80%
财务费用	25	63	120	133	173	流动比率	216.03%	204.32%	143.72%	145.83%	136.97%
投资损失	-17	-33	-37	-40	-44	速动比率	8.90%	28.16%	11.51%	8.47%	8.14%
营运资金变动	0	0	-4,777	-735	-2,484	营运能力					
其他经营现金流	-684	906	-26	-14	-22	总资产周转率	19.27%	21.95%	25.64%	23.04%	24.44%
投资活动现金流	-90	-1	38	51	48	应收账款周转率	93.15	2062.25	760.15	971.85	1264.75
资本支出	2	2	0	0	0	应付账款周转率	2.73	4.87	4.23	4.19	4.32
长期投资	-97	-1	15	16	18	每股指标(元)					
其他投资现金流	-184	0	53	68	66	EPS(摊薄)	0.24	0.33	0.65	0.82	1.10
筹资活动现金流	1,058	-606	4,362	5	1,913	每股经营现金流	-1.10	2.21	-8.81	-0.50	-3.68
短期借款	650	-470	4,228	58	1,987	每股净资产(摊薄)	2.23	2.48	3.03	3.65	4.51
长期借款	213	210	210	210	210	估值比率					
普通股增加	249	0	0	0	0	P/E	29.25	20.72	10.58	8.46	6.29
资本公积增加	-273	0	0	0	0	P/B	3.11	2.79	2.28	1.89	1.53
其他筹资现金流	219	-346	-77	-264	-284	EV/EBITDA	26.63	17.89	9.13	7.49	5.61
现金净增加额	0	0	5	-195	128						

资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。