

广宇集团（002133）： 打造易居品质，增发来助推

2010年8月24日

推荐/首次

广宇集团

公司报告

报告摘要:

- **公司战略稳健，立足打造易居品质。**公司依靠杭州悠久的人文地理资源以及经济上的发达，立足杭州易居城市商品房开发市场。目前公司在杭州建设的项目有西城美墅和上东城等。其中上东城项目居丁桥新城核心，拥有皋亭山等自然风景资源，创造出较好的生态环境以及更为宜居的生活空间。上东城项目将对2010年-2013年的业绩有很大的贡献。2009年12月，公司又在该区域取得新的土地，使公司继续保持在丁桥板块的领军地位。
- **取西湖精华，易居品质走向全国。**经过二十多年的发展，公司已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。目前，公司已进入安徽黄山和广东肇庆市，异地开发的这二个项目仍拥有较好风景资源等易居要素。在黄山市和肇庆市开发的项目分别为江南新城和星湖名郡。黄山的江南新城依据黄山市美丽的山色，将黄山的新安江南岸打造成一座宜居新城，成为当地标杆住宅区。肇庆市星湖名郡项目引进杭州精典户型，在异地打造易居住宅。
- **公司以置业和改善需求为目标。**公司房地产项目开发定位于二三线城市，以长三角为开发重点，以“全功能、低总价、高品质”的中小户型住宅为主导产品，公司以首次置业和改善需求者为主要客户。目前公司在杭州、黄山和广东肇庆的项目多以小户型为主，受到政策鼓励。
- **投资建议。**目前公司共有6个在建项目，分别为杭州西城美墅、杭州上东城（上东领地、上东臻品、上东名筑）、黄山江南新城、肇庆星湖名郡。下半年公司加大了全年新开工面积和竣工面积。截止6月份，公司预收帐款较好达25.42亿元，每股经营活动净现金流为0.89元，好于行业平均水平。公司拥有权益建筑面积118.28万平方米，能满足的三年的开发。我们预测公司2010年至2012年每股收益分别为0.57元/股、0.78元/股和1.00元/股，相对应的PE为12.18、8.86和6.87，给予“推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	947	1,310	1,595	2,138	2,780
增长率（%）	-28%	38%	22%	34%	30%
净利润（百万元）	118	166	282	388	500
增长率（%）	-23%	41%	70%	37%	29%
每股收益(元)	0.24	0.33	0.57	0.78	1.00
净资产收益率（%）	11%	13%	20%	23%	24%
PE	28.71	20.88	12.18	8.86	6.87
PB	3.10	2.78	2.40	2.02	1.67

郑闵钢

房地产行业分析师

010-66507310

zhengmg@dxzq.net.cn

执业资格证号:S1480208060050

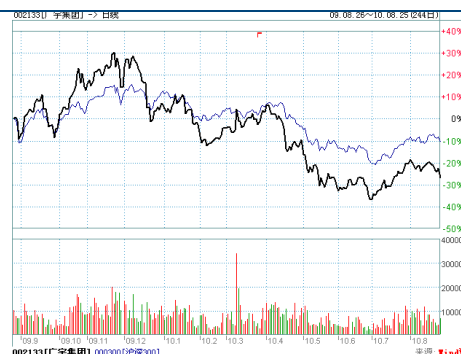
资产负债表数据

总资产（百万元）	6,932.51
股东权益（百万元）	1,823.02
每股净资产（元）	2.57
市净率（X）	2.58
负债率（%）	73.63

交易数据

52周股价区间（元）	5.58	12.40
总市值（万元）	314,616.60	
流通市值（万元）	199,687.70	
总股本/流通A股（万股）	49,860	31,646
流通B股/H股	0.00	
52周日均换手率	3.23	

52周股价走势图



资料来源: wind

相关研究报告

1. 《鲁商置业（600223）：优势的鲁商模式，进军区域龙头》2010-07-16
2. 《房地产：政策预期趋松，把握投资机会》2010-07-12
3. 《房地产：拐点已显，波动将减弱》2010-06-11
4. 《房地产：销售已“折腰”，迎来喘息机会》2010-06-8

1. 公司战略稳健，立足打造易居品质

1.1 西湖美更易居，建造易居品质建筑

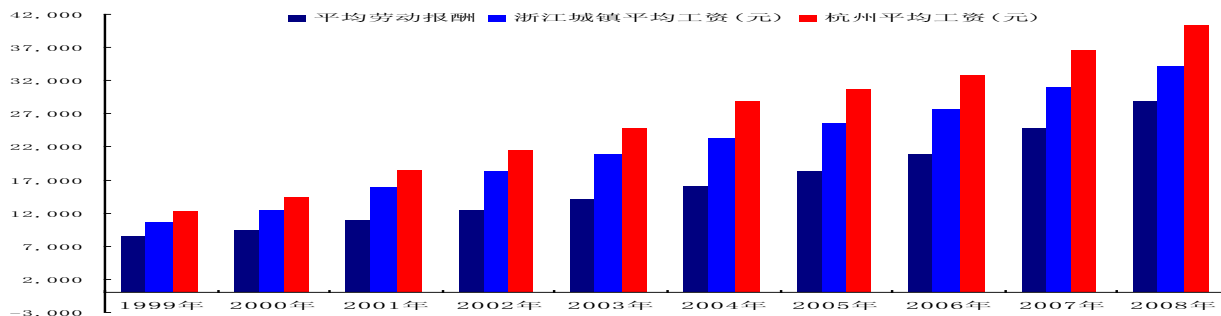
杭州因拥有西湖而美，并吸引着人们在这聚居。西湖水养育着当地经济，自古以来杭州都列于我国经济实力强的主要城市之前位。公司依靠杭州悠久的人文地理资源以及经济上的发达，立足杭州易居城市商品房开发市场。公司自 1984 年开发建设杭州市第一个旧城改造小区——“大学路住宅小区”以来，已建成观音塘小区、金钱巷小区、华藏寺巷小区、建国南路小区、金隆花园、元华广场、之江花园、胭脂新村、平海公寓、广复大厦、吴山鸣翠苑、河滨公寓、河滨花园、水岸雅苑、大名空间及西城年华等十几个项目，目前公司在杭州建设的项目有西城美墅和上东城等。其中上东城项目居丁桥新城核心，拥有较多风景资源，创造出较好的生态环境以及更为宜居的生活空间。上半年上东城四度开盘(开盘项目为上东臻品和上东名筑)，并以 566 套成交套数排名杭州主城区商品房销量第二，成为广宇集团上半年销售回款最多的项目。上东城项目将对 2010 年-2013 年的业绩有很大的贡献。

2009 年 12 月，公司又在该区域取得新的土地，土地出让面积 49250 平方米，容积率 2.0，折合楼面价约 6386 元/平方米。地块南面即是广宇集团上东臻品项目，西面是广宇集团上东名筑项目。周边规划有幼儿园、小学、居住配套等设施。同时地块东面有良好的水景、绿化资源。丁桥新城定位为杭州城东北 CLD 中央生活区，是杭州城北现代大型中央生活区。目前，丁桥板块的房价已经全面突破一万元，在售区域楼盘均价已达 11000—12000 元/平方米。其中上东城销售价格已达 14000 元/平方米。

1.2 杭州市工资高，公司立足杭州有很强的保障

截止 2008 年，浙江省和杭州市的城镇平均工资分别为 34,146 元/人和 40,193 元/人，分别比全国平均的 28,898 元/人高出 18.16%和 39.09%。1999 年至 2008 年的 10 年中，浙江城镇平均工资整体上高出全国平均工资 36.37%，杭州城镇平均工资整体上高出全国平均工资 61.21%。长期的居民收入处在一个全国较高水平，使得杭州以及浙江省内居民具有很强的购房能力。人民生活水平高成为杭州及周边商品房市场活跃的经济保障，也为公司立足杭州提供一个很好的保障基础。公司在积极打造易居品质商品房的同时，目光全国有易居资源的城市开拓项目。

图 1：杭州市平均工资远高于全国水平



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

表 1：近十年杭州平均工资高出全国 61%

年份	浙江城镇平均工资与全国平均工资比	杭州城镇平均工资与全国平均工资比
1999 年	28%	46%
2000 年	33%	53%
2001 年	46%	69%
2002 年	47%	73%
2003 年	49%	77%
2004 年	45%	81%
2005 年	41%	68%
2006 年	32%	57%
2007 年	25%	48%
2008 年	18%	39%
10 年平均	36%	61%

资料来源：CEIC，东兴证券研究所

1.3 取西湖精华，易居品质走向全国

经过十多年的发展，公司已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。目前，公司已进入黄山和广东的肇庆市，异地开发的这两个项目仍拥有较好风景资源等易居要素。目前在黄山市和肇庆市开发的项目分别为江南新城和星湖名郡。

黄山的江南新城依据黄山市美丽的山色，将黄山的新安江南岸打造成一座宜居新城，成为当地标杆住宅区。该项目在当是一 80 万方超级大盘，将为公司带来了持续的收益。目前已开发过半，东区和北区的百合苑和梧桐苑等都已交付并入住，项目预计 2012 年前后全部完工。目前在售的以北区的红枫苑多层以及西区的单身公寓为主。7 月底，又在北区破土动工三幢沿河高层共计 24 层，建筑面积达 43256 平方米，其余高层建筑也将陆续开工。同时开工的还有南区四期共 7 幢花园洋房，建筑面积 25857.3 平方米，户型为 100-135 平方米。目前即将推出的沿河高层西靠北区 4100 平方米中心花园，主要为 98-138 平方米户型。另外还建设有黄山美食城，将形成黄山市最具规模的徽式美食文化街。

肇庆市星湖名郡项目引进杭州精典户型，在异地打造易居住宅。星湖名郡项目是 05 年开始建设，地域环境好。星湖名郡一期 A、B1、B2 组团已竣工、兰瑰雅别墅一期、西湖新筑一期也已竣工。星湖名郡尚林苑 6 号和 18 号楼 8 月已开盘。目前建设的星湖名郡丹霞苑组团为拥有独特山、水与幽静、氧吧环境洋房。在户型设计上主张集约化，套内建筑面积 50—60 平方米两房，丹霞苑组团已基本具备销售条件。

2. 小户型适合政策导向，推荐

2.1 公司以置业和改善需求为目标

公司房地产项目开发定位于二三线城市，以长三角为开发重点，以“全功能、低总价、高品质”的中小户型住宅为主导产品，公司以首次置业和改善需求者为主要客户。目前公司在杭州开发的上东城项目的主要户型为 89 方三室两厅一卫和 110 方三室两厅两卫户型，在安徽黄山的广宇江南新城项目也以 90 方两室两厅和 116 方三室两厅户型为主，在广东肇庆的广宇星湖名郡项目 86 方三室两厅户型也深受市场青睐。由于公司定位置业和改善需求者，是属政策所鼓励的方向。目前在政策持续压制的条件下，我们认为公司后续经营应该比其它公司压力更小些，并且一旦国家对房地产企业融资开闸，公司可能更有先机得到融资机会。

2.2 投资评级

目前公司共有 6 个在建项目，分别为杭州西城美墅、杭州上东城（上东领地、上东臻品、上东名筑）、黄山江南新城、肇庆星湖名郡。上东项目目前的销售价格已达 14000 万元/平方米，又比去年 8500 元/平方米有很大提高，而土地平均成本才 3900 元/平方米。该项目的后续销售仍会给公司带来很好收益。肇庆星湖名郡多层的销售价格在 7000 元/平方米，小高层正在建设。上半年公司签约销售金额 11.15 亿元，已完成调整后年度销售计划 18 亿元的 61.94%。下半年公司加大了全年新开工面积，从年初计划的 22 万平方米增加到 31 万平方米，同时也加大了竣工面积，从年初的 40 万平方米增加至 43 万平方米，计划全年实现合同销售金额 18 亿元。截止 6 月份，公司预收帐款 25.42 亿元，主要是上东城、星湖名郡和西城美墅，这将为公司下半年结算提供很好的保障。

截止目前已公布半年报的房地产上市公司，按申万分类的房地产上市公司业绩略有增长，最大不同是每股经营性现金流已从年初的 0.47 元/股又出现负值，并且负值已达 0.78 元/股，为近几年新低。而公司截止 6 月份上半年每股经营活动净现金流为 0.89 元，上半年经营活动净现金流量为 4.43 亿元，公司现金流较好。

目前公司拥有的土地储备可建建筑面积 134.93 万平方米，公司权益建筑面积 118.28 万平方米，能满足的三年的开发。我们预测公司 2010 年至 2012 年每股收益分别为 0.57 元/股、0.78 元/股和 1.00 元/股，相对应的 PE 为 12.18、8.86 和 6.87 给予“推荐”的投资评级。

表 2：预收款项项目明细

项目名称	年初余额(万元)	期末余额(万元)	预计竣工时间	预售比例
河滨花园			已完工	
水岸雅苑	16	16	已完工	
江南新城	14881	3605	2005-2012	67%
西城年华	18207	5634	2007-2009 年	98%
大名空间	178	0	已完工	
星湖名郡	17351	23836	2007-2012	34%
河滨公寓	197	197	已完工	
徽派美食城	489	35	已完工	
上东领地	70376	72370	2011	88%
上东名筑	1076	0	2013	1%
上东臻品	62659	0	2012	42%
西城美墅	81289	84425	2011	85%
其它	755	179		
合计	203562	254211		

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所。之前在中国东方资产管理公司负责股权资产的管理和处置工作。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

资产负债表			单位:百万元		利润表		单位:百万元		
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	6133	8920	10358	12213	营业收入	1310	1595	2138	2780
货币资金	709	3046	2544	2104	营业成本	891	1037	1378	1779
应收账款	0	2	3	4	营业税金及附加	109	128	171	222
其他应收款	8	10	14	18	营业费用	23	29	38	50
预付款项	128	180	249	338	管理费用	52	64	86	111
存货	5288	5682	7548	9749	财务费用	63	-19	-28	-23
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-8.41	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	405	332	329	325	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	112	112	112	112	投资净收益	33.32	20.00	24.00	26.40
固定资产	22.68	19.99	17.30	14.60	营业利润	213	376	516	666
无形资产	10	9	8	7	营业外收入	3.52	2.00	3.00	4.50
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	1.99	1.00	1.50	2.25
资产总计	6539	9253	10687	12538	利润总额	215	377	518	668
流动负债合计	3002	5218	6380	7880	所得税	50	94	129	167
短期借款	180	0	0	0	净利润	165	283	388	501
应付账款	183	284	377	487	少数股东损益	-1	1	1	1
预收款项	2036	2833	3902	5292	归属母公司净利润	166	282	388	500
非流动负债合计	1748	2048	2048	2048	EBITDA	294	361	492	646
长期借款	1718	1718	1718	1718	BPS（元）	0.33	0.57	0.78	1.00
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	4750	7265	8428	9928		2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	553	554	555	555	成长能力				
实收资本（或股本）	499	499	499	499	营业收入增长	38.3%	21.78%	34.02%	30.03%
资本公积	320	320	320	320	营业利润增长	385.7%	76.37%	37.33%	28.95%
未分配利润	352	521	753	1054	归属于母公司净利润增长	244.7%	69.60%	37.45%	29.06%
归属母公司股东权益合计	1236	1433	1705	2055	获利能力				
负债和所有者权益	6539	9253	10687	12538	毛利率(%)	32%	35%	36%	36%
现金流量表	单位:百万元				净利率(%)	13%	18%	18%	18%
	2009A	2010E	2011E	2012E	总资产净利润(%)	3%	3%	4%	4%
					ROE(%)	13%	20%	23%	24%
经营活动现金流	1168	1789	-436	-339	偿债能力				
净利润	165	283	388	501	资产负债率(%)	73%	79%	79%	79%
折旧摊销	17.37	0.00	3.70	3.70	流动比率	2.04	1.71	1.62	1.55
财务费用	63	-19	-28	-23	速动比率	0.28	0.62	0.44	0.31
应付帐款的变化	1	101	93	110	营运能力				
预收帐款的变化	1175	798	1069	1390	总资产周转率	0.22	0.20	0.21	0.24
投资活动现金流	-1	19	23	25	应收账款周转率	2062	1458	836	825
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率	7.16	6.83	6.46	6.43
长期投资	112	112	112	112	每股指标（元）				
投资收益	33.32	20.00	24.00	26.40	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.57	0.78	1.00
筹资活动现金流	-606	529	-88	-127	每股净现金流(最新摊薄)	1.13	4.69	-1.01	-0.88
短期借款	180	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.48	2.87	3.42	4.12
长期借款	1718	1718	1718	1718	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	20.88	12.18	8.86	6.87
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.78	2.40	2.02	1.67
财务费用	-63.27	18.77	27.95	23.24	EV/EBITDA	15.81	7.22	6.32	5.49
现金净增加额	562	2337	-502	-440					

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。