

分析师： 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209010200

联系人： 乐加栋 (8621)68751692 lej@cjsc.com.cn

业绩释放放缓，未来高增长可期

事件描述

广宇集团今日发布三季度财务报表，其主要内容为：

- 前三季度实现营业收入 7.31 亿元，同比下降 34.67%；实现营业利润 1.76 亿，同比减少 14.12%；实现归属上市公司股东净利润 1.39 亿元，同比下降 8.44%。每股收益 0.28 元。

点评要点：

- 公司在前三季度的结算毛利率节节提高源于公司结算结构的变化，一季度结算的主要是黄山江南新城和肇庆星湖名郡两个项目，毛利率较低，随着杭州高毛利项目进入结算期，公司毛利率提升也是预期内的。预计公司全年结算的毛利率在 42% 左右。公司目前来说资金还是处于比较紧张的状态，从现金存货比的角度来看，三季度 15.19% 的水平低于全行业的平均水平，从公司最新披露的财务费用来看，近期则是达到一个高峰值。
- 公司在中期报告中调整了 2010 年经营计划，提高了新开工与竣工面积，但调低了销售额。从目前来看，完成销售计划难度掩盖不大，但仍需观察杭州限购令对于最新成交的影响。在竣工方面可能达不到市场之前的预期，因此我们也相应下调业绩预测。
- 相关楼盘销售方面，广宇上东城 II 首开热销，开盘当天旺销逾 85%；肇庆星湖名郡丹霞苑首批房源集中上市，单日销售 80 余套，成交率超 80%；黄山江南新城 9 月新推的 3 幢和 5 幢多层引起火爆抢购，开盘当天上午 68 套房源基本售罄。体现在公司三季度预收账款余额为 28.85 亿，高于中期 25 亿的水平，这部分可以为公司未来锁定 EPS 大约为 0.95 元。
- 根据我们了解的公司项目竣工进度，我们适当调整了公司结算项目，10 年将要结算的主要有上东城一期部分，西城美墅以及部分肇庆与黄山项目，预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.46、0.75，对应目前股价 PE 在 15.61、9.64 倍，鉴于公司未来增发可能带来的先机，维持“推荐”评级。

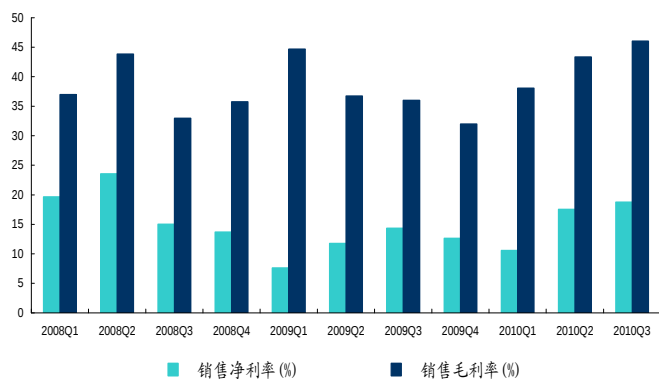
事件评论

第一，结算毛利率提高，财务费用攀升

公司在前三季度的结算毛利率节节提高源于公司结算结构的变化，一季度结算的主要是黄山江南新城和肇庆星湖名郡两个项目，毛利率较低，随着杭州高毛利项目进入结算期，公司毛利率提升也是预期内的。预计公司全年结算的毛利率在 42% 左右。

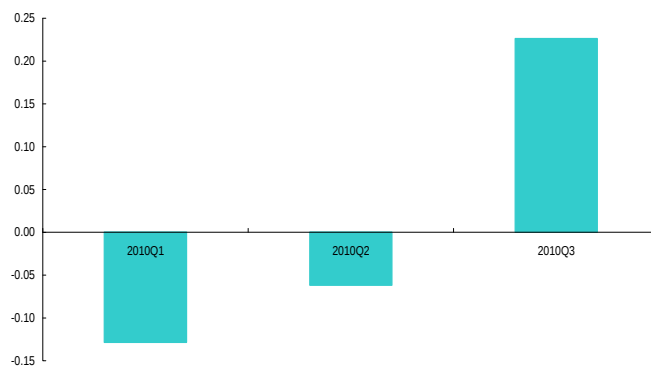
公司目前来说资金还是处于比较紧张的状态，从现金存货比的角度来看，三季度 15.19% 的水平低于全行业的平均水平，从公司最新披露的财务费用来看，近期则是达到一个高峰值。

图 1: 公司结算利润率



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 2: 财务费用同比增长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 前三季度销售基本与市场同步

公司在中期报告中调整了 2010 年经营计划, 提高了新开工与竣工面积, 但调低了销售额。从目前来看, 完成销售计划难度掩盖不大, 但仍需观察杭州限购令对于最新成交的影响。在竣工方面可能达不到市场之前的预期, 因此我们也相应下调业绩预测。

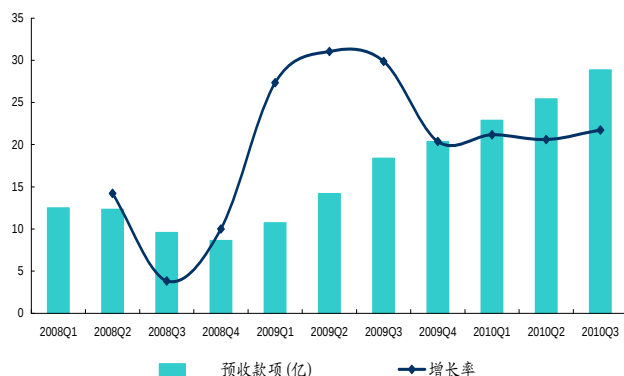
相关楼盘销售方面, 广宇上东城 II 首开热销, 开盘当天旺销逾 85%; 肇庆星湖名郡丹霞苑首批房源集中上市, 单日销售 80 余套, 成交率超 80%; 黄山江南新城 9 月新推的 3 幢和 5 幢多层引起火爆抢购, 开盘当天上午 68 套房源基本售罄。体现在公司三季度预收账款余额为 28.85 亿, 高于中期 25 亿的水平, 这部分可以为公司未来锁定 EPS 大约为 0.95 元。

表 1: 公司经营计划调整

项目	新开工 (万平方米)	竣工 (万平方米)	销售额 (亿元)
年初计划		22	40
修改计划		31	43

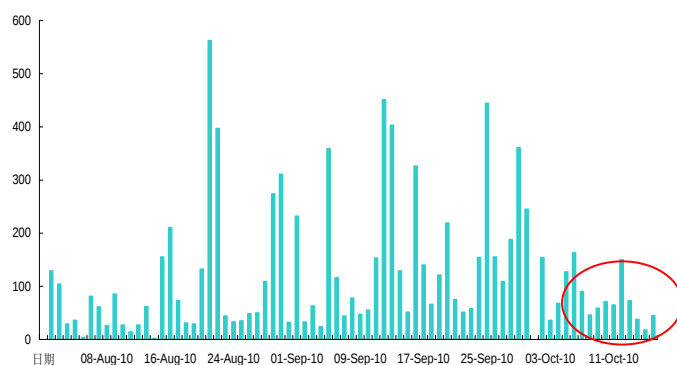
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 公司预收账款情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 杭州近期成交情况



资料来源: 网上房地产, 长江证券研究部

表 2: 广宇集团杭州项目销售情况

项目名称	城市	行政区域	权益	销售状态	物业类型	2010 年以来批准上市面积	2010 年以来成交面积 (m²)	成交均价
广宇上东城	杭州	江干	100%	在售	普通住宅	103465	31200	8981

上东臻品公寓	杭州	下城	90%	在售	普通住宅	115041	71917	13606
--------	----	----	-----	----	------	--------	-------	-------

资料来源：透明网，长江证券研究部整理

第三，估值与投资建议

根据我们了解的公司项目竣工进度，我们适当调整了公司结算项目，10 年将要结算的主要有上东城一期部分，西城美墅以及部分肇庆与黄山项目，预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.46、0.75，对应目前股价 PE 在 15.61、9.64 倍，鉴于公司未来增发可能带来的先机，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)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1310	1408	2363	2981	货币资金	709	2298	1453	1141
营业成本	891	822	1467	1875	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	419	585	897	1105	应收账款	8	13	21	27
% 营业收入	32.0%	41.6%	37.9%	37.1%	存货	5288	3864	6960	8919
营业税金及附加	109	117	196	248	预付账款	128	113	203	260
% 营业收入	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	23	24	40	51	流动资产合计	6133	6288	8638	10347
% 营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	52	56	95	119	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	112	112	112	112
财务费用	63	84	68	60	投资性房地产	150	150	150	150
% 营业收入	4.8%	5.9%	2.9%	2.0%	固定资产合计	23	22	25	23
资产减值损失	-8	-3	0	0	无形资产	10	10	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	33	0	0	0	递延所得税资产	107	0	0	0
营业利润	213	307	498	628	其他非流动资产	5	5	5	5
% 营业收入	16.3%	21.8%	21.1%	21.1%	资产总计	6539	6585	8938	10645
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	200	0	0	0
利润总额	215	307	498	628	应付款项	183	164	296	379
% 营业收入	16.4%	21.8%	21.1%	21.1%	预收账款	2036	2182	3663	4620
所得税费用	50	77	124	157	应付职工薪酬	3	2	4	5
净利润	165	231	373	471	应交税费	9	10	17	22
归属于母公司所有者的净利润	166.3	230.6	373.3	470.7	其他流动负债	572	524	937	1199
少数股东损益	-1	0	0	0	流动负债合计	3002	2882	4917	6225
EPS (元/股)	0.33	0.46	0.75	0.94	长期借款	1718	1718	1718	1718
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	30	0	0	0
经营活动现金流净额	1168	1914	-710	-172	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	4750	4600	6635	7943
收回现金					归属于母公司	1236	1432	1749	2149
长期股权投资	14	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	553	553	553	553
固定资产投资	-1	-7	-12	-9	股东权益	1789	1985	2302	2702
其他	-13	0	0	0	负债及股东权益	6539	6585	8938	10645
投资活动现金流净额	-1	-7	-12	-9	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	125	0	0	0	EPS	0.334	0.462	0.749	0.944
银行贷款增加 (减少)	-555	-200	0	0	BVPS	2.48	2.87	3.51	4.31
筹资成本	176	-118	-124	-130	PE	21.65	15.61	9.64	7.65
其他	-351	0	0	0	PEG	0.52	0.38	0.23	0.18
筹资活动现金流净额	-606	-318	-124	-130	PB	2.91	2.51	2.06	1.68
现金净流量	562	1589	-845	-311	EV/EBITDA	16.91	7.56	6.72	5.98
					ROE	13.5%	16.1%	21.3%	21.9%

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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。