

广宇集团 (002133) 深度调研报告

原始股东抛压已尽，股价仍存安全边际

金融/房地产开发

谨慎推荐

首次评级

发布时间：2012 年 3 月 29 日

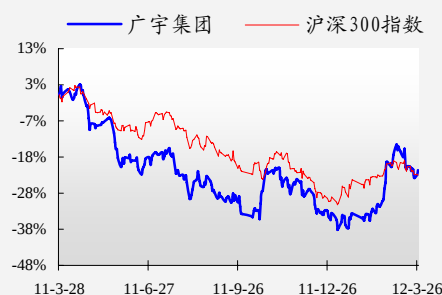
投资要点:

- 看好公司理由之一: 长期困扰公司股价上行的管理层和大股东减持与套现已至尾声，股价上行压力锐减。
- 理由之二: 公司净资产重估值高达 8.2 元，按公司 5.37 元左右的股价计算，公司的净资产折让达到 35%，具有相当的安全边际。其中，广宇集团开发项目和土地储备项目增值为 8.38 亿元，出租物业增值为 16.8 亿元，合计增值 25.18 亿元，按目前近 5 亿股的总股本计算，每股净资产增值 5 元以上，根据公司公布的 2011 年业绩预告，公司净资产账面值为 3.2 元左右，则广宇集团净资产重估值为 8.2 元。
- 理由之三: 经预测，广宇集团 2012 和 2013 年的每股收益为 0.60 和 0.54 元，目前 2012 年动态 PE 为 9 倍，估值仍有较高的安全边际。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益 率(%)
2010	215,600	64.58	21,900	31.92	0.44		12.2	
2011	191,500	-11.18	29,142	33.06	0.58		9.3	
2012E	198,800	3.80	29,954	2.79	0.60		9.0	
2013E	176,500	-11.22	26,897	-10.20	0.54		9.9	

走势图



市场数据

2012-3-28

收盘价:	5.37 元
52 周最高价:	7.13 元
52 周最低价:	4.19 元
平均持仓成本:	5.40 元

基本数据

2011Q4

总股本 (万股):	49,860
流通 A 股 (万股):	49,860
每股收益 (元):	0.58
每股净资产 (元):	3.24
每股经营现金流 (元):	--
市净率:	1.66

分析师: 高建

执业证书编号: S0550511020011

TEL: (8621)20361169

FAX: (8621)20361159

Email: gaoj@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

目录

定位于二、三线城市的中小型地产开发商	4
历史沿革	4
区域布局定位于二三线城市	4
管理层减持和套现压力已尽	5
大股东比较厚道，多数一起创业的高管都在上市前获得了股份	5
管理层减持和套现已至尾声，影响股价上行压力锐减	5
父子之间的管理交接实现平稳过渡，房地产开发仍然为主业	6
2011 年起，公司项目进入收获期，但中长期增长潜力仍显不足。	6
项目概况：土地储备 92 万平米，一半以上在杭州	6
公司土地平均取得成本为楼面地价 5730 元/平方米	7
广宇集团重点项目介绍	7
广宇集团经营情况分析	13
盈利情况回升，但将于 2012 年达到高点	13
公司在费用控制方面表现较好，综合期间费用率处于行业中等稍好水平	13
公司在 2009 年以来就开始有意降低财务杠杆，实现经营现金流量的净流入	14
净资产重估值高达 8.2 元，估值仍有一定的安全边际	15
财务预测：2011 年起进入收获期，但短期内也是公司盈利水平高点	16
投资建议	17
风险提示	18

图表目录

图表 1: 公司土地储备分布	4
图表 2: 2007 年 4 月上市后广宇集团持股结构	5
图表 3: 截至 2011 年 9 月 30 日广宇集团持股结构:	5
图表 4: 广宇集团土地储备可建建筑面积 92 万平方米	6
图表 5: 广宇集团土地储备成本情况	7
图表 6: 广宇上东城项目配套图	8
图表 7: 广宇上东城区位图	8
图表 8: 广宇上东城项目鸟瞰图	9
图表 9: 杭州天城项目位置图	10
图表 10: 杭州临平鼎悦府项目区位图	11
图表 11: 黄山新城区位图	12
图表 12: 广东肇庆星湖名郡项目区位图	12
图表 13: 广宇集团销售毛利率和销售净利率变动情况	13
图表 14: 广宇集团期间费用率变动情况	13
图表 15: 广宇集团近年来经营性现金净流量情况	14
图表 16: 广宇集团筹资活动产生的现金流量净额变动情况	14
图表 17: 广宇集团开发项目和土地储备重估表 (单位: 平方米, 元/平方米, 亿元)	15
图表 18: 广宇集团出租物业重估值计算表 (单位: 平方米, 亿元)	15
图表 19: 广宇集团销售收入预测	16
图表 20: 广宇集团净利润预测	17
图表 21: 广宇集团结算面积和结算收入预测	17
图表 22: 广宇集团利润表预测 (单位: 百万元)	18
图表 23: 广宇上东城项目实景图 1	19
图表 24: 广宇上东城楼盘实景 2	19
图表 25: 肇庆星湖名郡实景图 1	20
图表 26: 肇庆星湖名郡实景图 2	20
图表 27: 安徽黄山江南新城小区实景	21
图表 28: 杭州鼎悦府项目设计图	21

2012 年 3 月中旬，我们调研了广宇集团，与公司董秘进行了交流，并实地调研了公司在杭州市的几个开发项目，以下为调研报告。

定位于二、三线城市的中小型地产开发商

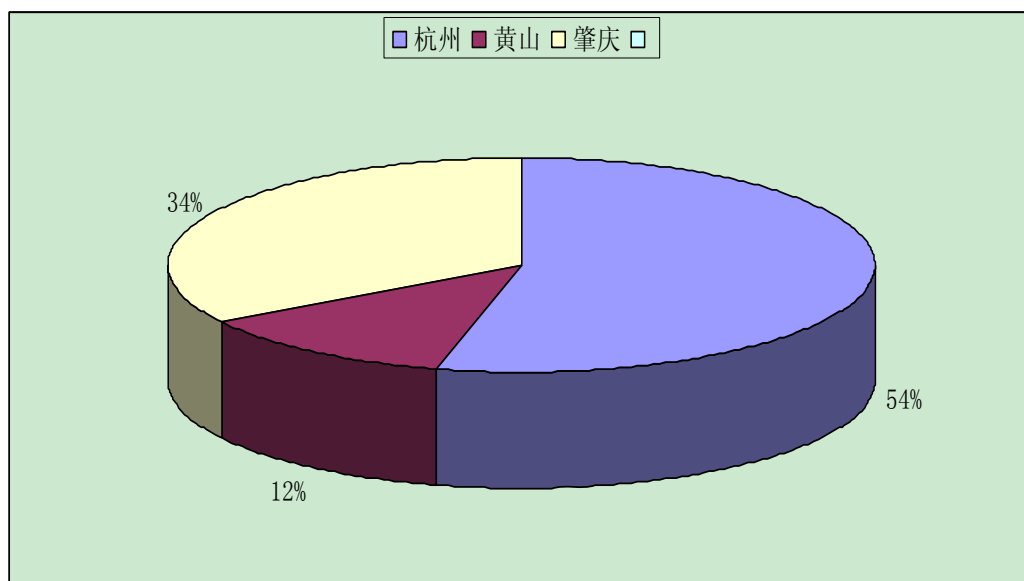
历史沿革

广宇集团的前身为杭州市上城区房屋建设开发公司，经过改制和多次股权转让后，广宇集团变身作为一家民营房地产开发公司，公司拥有 20 多年房地产开发经验以及国家一级房地产开发资质，并于 2007 年 4 月通过 IPO 在中小板上市，成为杭州市首家 A 股 IPO 房地产企业。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商业物业为主营业务，实现跨区域、专业化经营。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，先后开发了平海公寓、广复大厦、大名空间、西城年华、西城美墅等楼盘，在建楼盘包括黄山江南新城、肇庆星湖名郡、广宇上东城、东承府、鼎悦府等楼盘。

区域布局定位于二三线城市

公司在区域布局上采取“三三制”的战略，即三分之一在杭州，三分之一布局杭州以外的浙江地区，还有三分之一布局到省外。以规避一线和部分二线城市房价过快上涨引致的政策风险，分享三、四线城市城市化建设的蛋糕。截止目前，公司在杭州的项目储备占比达到 54%。

图表 1：公司土地储备分布



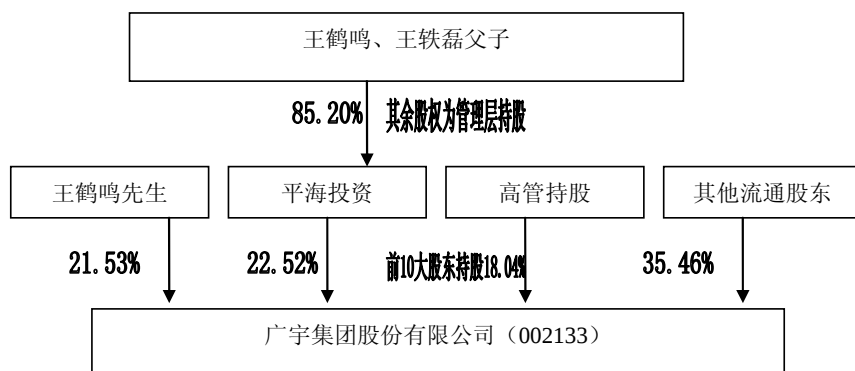
数据来源：东北证券整理

管理层减持和套现压力已尽

大股东比较厚道，多数一起创业的高管都在上市前获得了股份

广宇集团在 IPO 上市之前，多数随大股东王鹤鸣先生一起创业或者公司的核心高管都获得了公司的股权，合计通过平海投资间接或直接持股的比例合计达到 20% 以上，从 A 股民营上市公司的股权结构来看，这样的股权设置显示出大股东比较厚道。

图表 2：2007 年 4 月上市后广宇集团持股结构

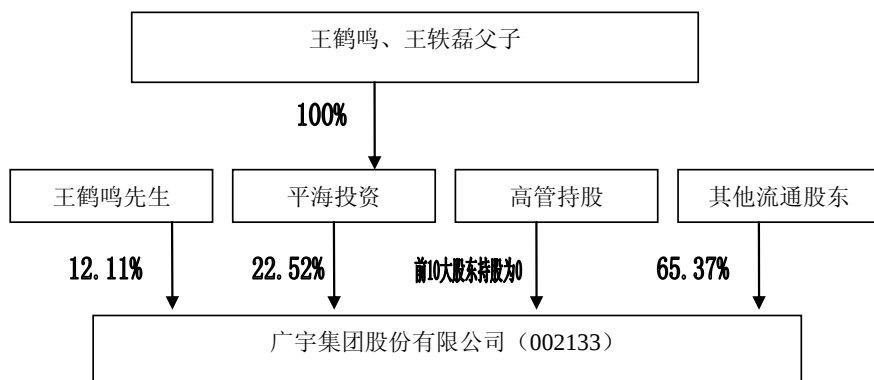


数据来源：东北证券整理

管理层减持和套现已至尾声，影响股价上行压力锐减

由于管理层持股较高且较分散，绝大多数高管在解除流通受限以后进行了多次减持以锁定收益。截止目前，高管持股已基本减持完毕，大股东减持后间接和直接持股比例刚刚超过 1/3，后续继续减持动力也已不大。过去因股东和管理层减持从而影响股价上行的压力得以解除。据我们了解，这些减持的高管中除了一位辞职，一位退休以外，其余高管均仍在公司服务，并没有影响公司的经营运作。

图表 3：截至 2011 年 9 月 30 日广宇集团持股结构：



数据来源：东北证券整理

父子之间的管理交接实现平稳过渡，房地产开发仍然为主业

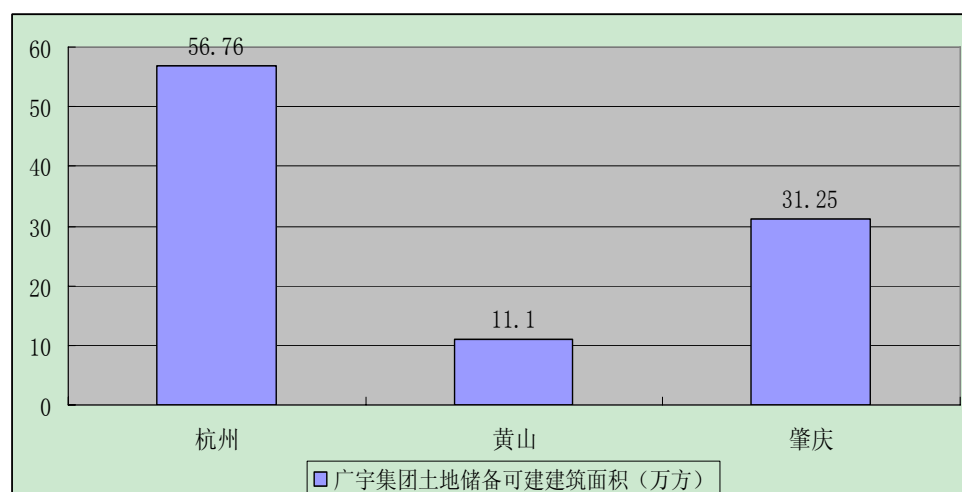
家族企业的权利交接和传承一直以来受到投资者的重视，广宇集团的创始人王鹤鸣先生在这方面显示出远见卓识。王鹤鸣先生今年 63 岁，其子王轶磊今年则 30 岁。王轶磊自 2007 年公司上市后即担任公司副总裁，2010 年升任公司总裁，期间曾负责过营销、项目开发等多方面管理业务，经过 5 年多的实践，王轶磊先生已经基本能够把握公司房地产业务的全局。目前，王鹤鸣先生有点类似于万科董事长王石的角色。可以说，广宇集团父子之间的管理交接基本实现了平稳过渡。公司在未来仍然以房地产开发为主业，在多元化发展方面仍然处于试探和摸索阶段。

2011 年起，公司项目进入收获期，但中长期增长潜力仍显不足。

项目概况：土地储备 92 万平米，一半以上在杭州

公司属于跨区域发展的中小型地产公司，目前在手项目共计 8 个，拥有未结算土地储备 92 万平米（权益土地储备 80 万平米），其中杭州地区储备 56.8 万平米（权益储备 52 万平米），占比 54%；安徽黄山地区储备 11 万平米（权益储备 10 万平米），占比 12%；广东肇庆储备 31.25 万平米（权益储备 25 万平米），占比 34%。以目前平均 30 万方新开工的开发速度来看，公司现有土地储备仅可以支撑未来 2-3 年的发展，土地储备略显不足。

图表 4：广宇集团土地储备可建建筑面积 92 万平方米

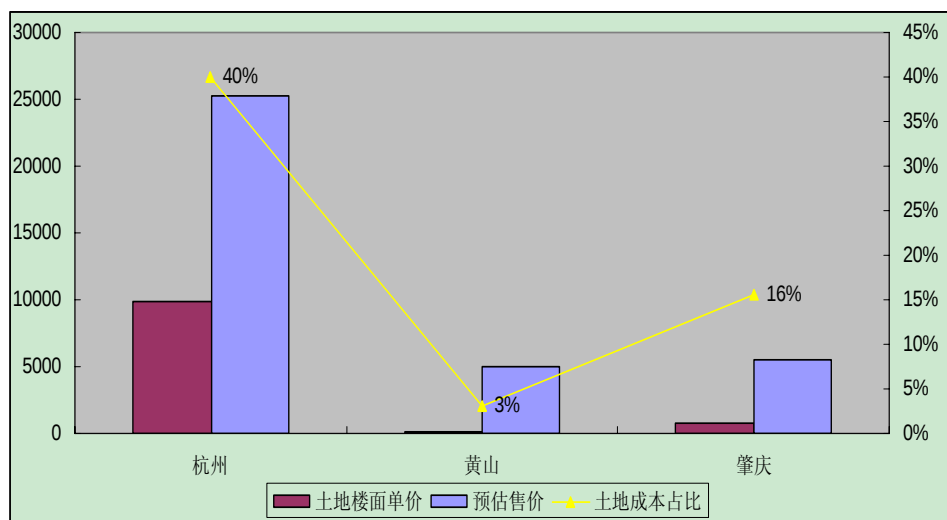


数据来源：东北证券整理

公司土地平均取得成本为楼面地价 5730 元/平方米

杭州市场也是国内较早实施招拍挂制度的城市，因此广宇集团在杭州的土地项目基本都是通过招拍挂的方式取得。黄山市和肇庆市的项目取得时间都已超过 5 年以上，土地取得成本较低。公司杭州地区平均楼面地价约为 8700 元/平米，有逐年抬高之势，黄山江南新城平均楼面地价为 150 元/平米，肇庆星湖名郡的楼面地价成本为 850 元/平米左右，总体平均取得成本为 5730 元/平方米。

图表 5：广宇集团土地储备成本情况



数据来源:东北证券整理

广宇集团重点项目介绍

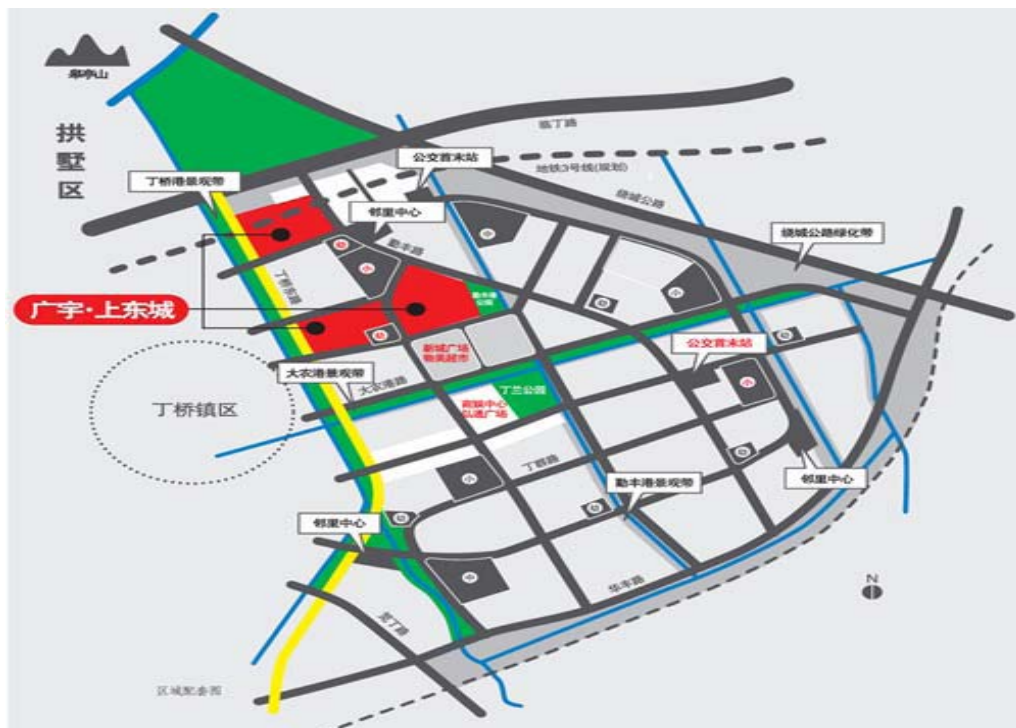
杭州：广宇上东城项目

广宇上东城项目位于杭州城北新城丁桥居住核心区。丁桥新城位居杭城东北，隶属主城江干区，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。

广宇上东城项目由上东领地、上东臻品、上东名筑和东承府 4 个紧邻的项目共同组

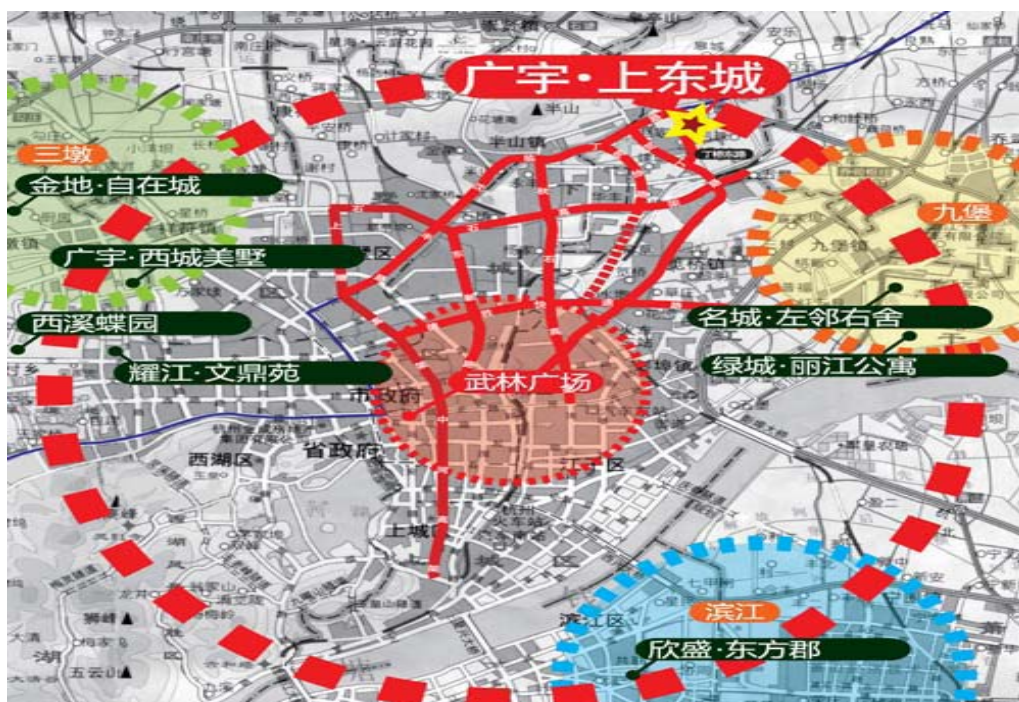
成，总建筑面积约 51 万平方米，容积率建面约 42 万平方米，项目集成了广宇集团 21 年的开发经验，以打造城市复合型社区为目标，是杭州主城区品质大盘之一，也是未来 1、2 年广宇集团的主要利润贡献项目。

图表 6：广宇上东城项目配套图



资料来源：东北证券整理

图表 7：广宇上东城区位图



资料来源：东北证券整理

图表 8：广宇上东城项目鸟瞰图



资料来源：东北证券整理

上东领地，为广宇上东城一期项目（杭政储（2007）49 号地块），项目占地面积约 40578 平方米，总建筑面积约 121897 平方米，容积率建筑面积 97387 平方米，容积率为 2.4。项目总投资预计为 6.92 亿元，土地成本 3.72 亿元。上东领地项目总计 1000 多套商品房，销售均价 8000 元/平米，后期部分价格 12000 元/平米，已全部售罄，并已基本全部结转。

上东臻品，为广宇上东城二期项目（杭政储（2007）36 号地块），项目南邻紫丁香路，北邻勤丰路，西临蕙兰雅路，东告勤丰港公园。项目地处丁桥大型居住区作核心位置与上东领地一路相邻，南面为新城广场大型商业中心。上东臻品占地约 58700 平方米，容积率建筑面积为 117430 万平方米，项目容积率为 2.0。项目总投资预计为 9.18 亿元，土地成本 5.13 亿元，楼面地价为 4240 元/平方米。该项目全部共 1100 多套，截止目前已基本售完，仅剩 70-80 套尾盘，项目平均销售均价为 14000 元/平方米。该项目毛利率较高，预计可达 40%左右，将是 2011 和 2012 年的主要利润贡献项目之一。

上东名筑，为广宇上东城三期项目（杭政储（2007）48 号地块），项目西邻丁桥东路，东邻临丰路，北邻勤丰北支路，南邻规划道路，与上东领地、上东臻品项目一脉相连，位于整个居住区的核心区，毗邻购物中心、市政公园以及幼儿园和小学。项目占地面积约 48000 平方米，容积率建筑面积约 106157 平方米，规划容积率为 2.4。项目总投资预计为 7.6 亿元，土地成本 4.06 亿元，楼面地价为 3830 元/平方米。该项目目前去化率已达 80%，剩余部分基本为准现房，项目平均销售均价为 12000-14000 元/平方米。该项目毛利率较高，预计可达 40%左右，将是 2012 和 2013 年的主要利润贡献项目之一。

东承府，为广宇上东城四期项目（杭政储（2009）82号地块），项目紧临2期上东名筑。容积率为2.0，总土地成本6.29亿元，合楼面地价6386元/平方米，目前已开工，但尚未获得预售许可，拟规划做部分高层住宅和联排别墅。该项目取得于2009年，取得成本已较前3期大幅上涨，预计项目毛利率不会太高，将于2014年及以后贡献利润。

杭州：天城地块项目（即杭州面粉厂项目）

该项目即杭储出（2007）70号地块，位于杭州市下城区，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。土地占地面积29371平方米，其中住宅占地面积25277平方米，商业占地面积4094平方米；容积率内建筑面积共计89821.9平方米，其中住宅建筑面积（设配套公建用地）78358.7平方米，商业物业建筑面积11463.2平方米。该项目楼面地价1.9万元/平方米，系公司与西湖房产在2007年通过拍卖方式获得，该地块将由西湖房产主要操盘，公司主要取得投资收益。该地块为杭州主城区内少有的位置较好的地块，周边住宅区像朝晖一、三、五、七区、青园等大部分是2000年以前建成，竞争楼盘较少，项目规划将定位于高端精装修住宅项目，预计售价将在5万元/平方米以上，有着较好的利润空间。

图表 9：杭州天城项目位置图



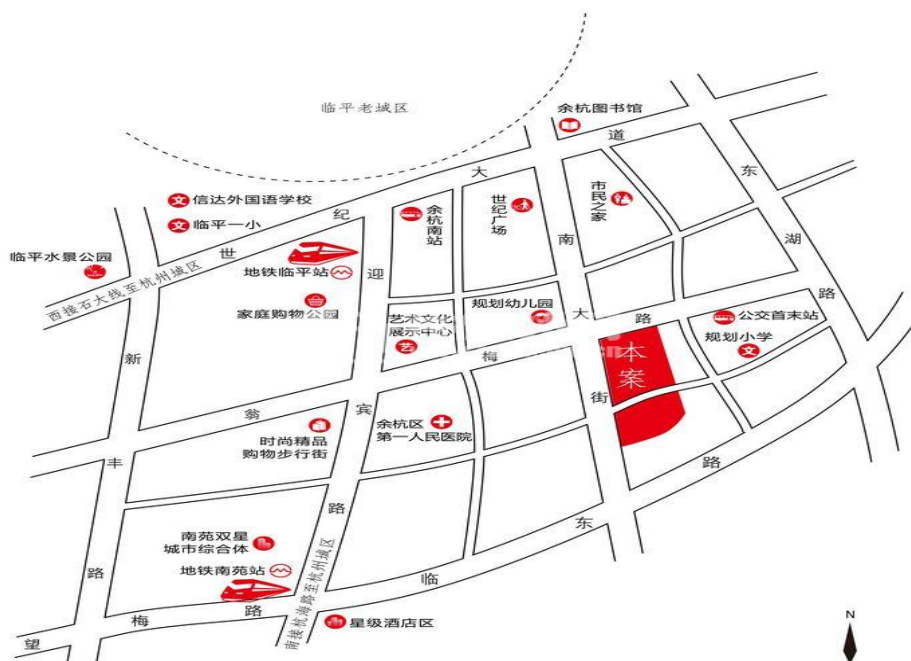
资料来源：东北证券整理

杭州临平鼎悦府项目

该项目位于杭州余杭区临平新城瓮梅路南侧、南大街东侧，东至南苑街道联盟社区，南至规划道路，西至南大街，北至翁梅路，系广宇集团于2010年底和2011年初分二次拍卖获得，土地取得成本为楼面地价8520元/平方米。项目规划地上总建筑面积约8.57万平

米,规划建设 7 幢高百米、风格简约的高层建筑。项目距地铁一号线“临平站”仅约 600 米,距高铁余杭站约 3 公里,周围配套有区第一人民医院,家庭时尚购物公园、艺术文化展示中心、精品商业步行街等。该项目已开工,预计将在 2015 年及以后贡献利润。目前项目周边房价在 13000-15000 元/平方米,由于项目取得成本较高,预计毛利率不高。

图表 10: 杭州临平鼎悦府项目区位图



资料来源：东北证券整理

安徽黄山新城项目

黄山江南新城项目位于安徽省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，南隔佩郎路与徽杭高速相望，西临佩郎河，北临新安江，总占地面积 656,879.5 平方米，共分为东、南、西、北四个区块，滚动开发，规划建设多层和小高层普通住宅，总建筑面积 797615 平方米。项目本着创建园林小区、生态小区的理念，设计总体容积率不高于 1.2，绿地率大于 35%，以居住为主，并配有商服、办公商务等配套公建。该项目取得较早，楼面地价仅 150 元/平方米，毛利率较高。项目 2004 年 6 月开始销售。目前，该项目剩余未结算面积为 11 万方左右，预计未来 2 年开发完毕。目前销售价格多层在 5000 元/平米左右，排屋为 10000 元/平米左右。

图表 11: 黄山新城区位图



资料来源：东北证券整理

广东肇庆星湖名郡项目

星湖名郡位于肇庆的主城端州区，坐落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。该项目取得较早，土地成本为楼面地价 850 元/平方米左右，目前在售多层房屋单价在 5000-6000 元/平方米，别墅售价为 10000 元/平方米以上，项目的毛利率较高。目前，该项目还有近一半约 32 万平方米没有结算，预计 2012、2013 和 2014 年将会贡献利润。

图表 12: 广东肇庆星湖名郡项目区位图



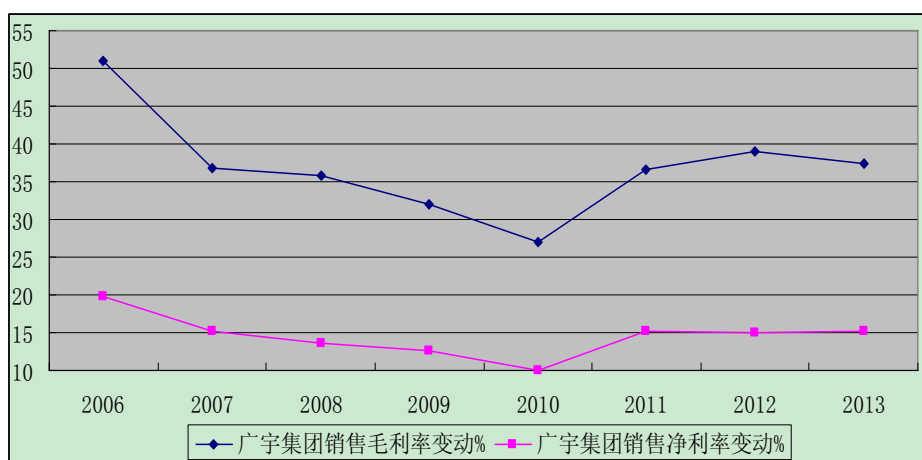
资料来源：东北证券整理

广宇集团经营情况分析

盈利情况回升，但将于 2012 年达到高点

广宇发展的销售毛利率和销售净利率自 2006 年达到高点后逐年回落，在 2010 年达到 27% 的销售毛利率和 10% 的销售净利率水平。由于毛利率相对较高的杭州上东臻品项目部分在 2011 年结转，公司的毛利率和净利率水平都将在 2011 年起得以回升。但由于公司在近 2 年获得的地块成本较高，预计 2012 年后公司的毛利率水平将会再度趋于下降。

图表 13：广宇集团销售毛利率和销售净利率变动情况

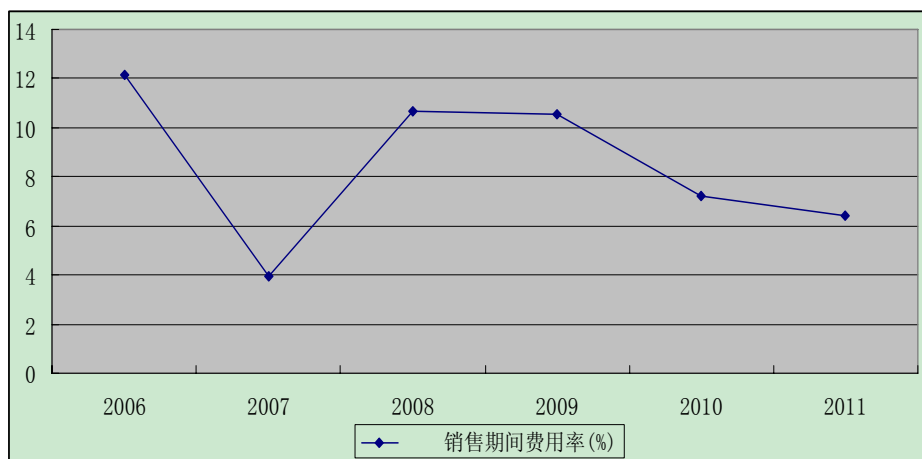


数据来源：东北证券整理

公司在费用控制方面表现较好，综合期间费用率处于行业中等稍好水平

广宇集团近 5 年来的平均期间费用率水平在 7.7% 左右，处于行业内中等略好的水平，表明公司在费用支出和控制方面的努力。从公司简朴而不张扬的办公场地来看，也显示出公司是一家以发展和事业为主的公司。

图表 14：广宇集团期间费用率变动情况

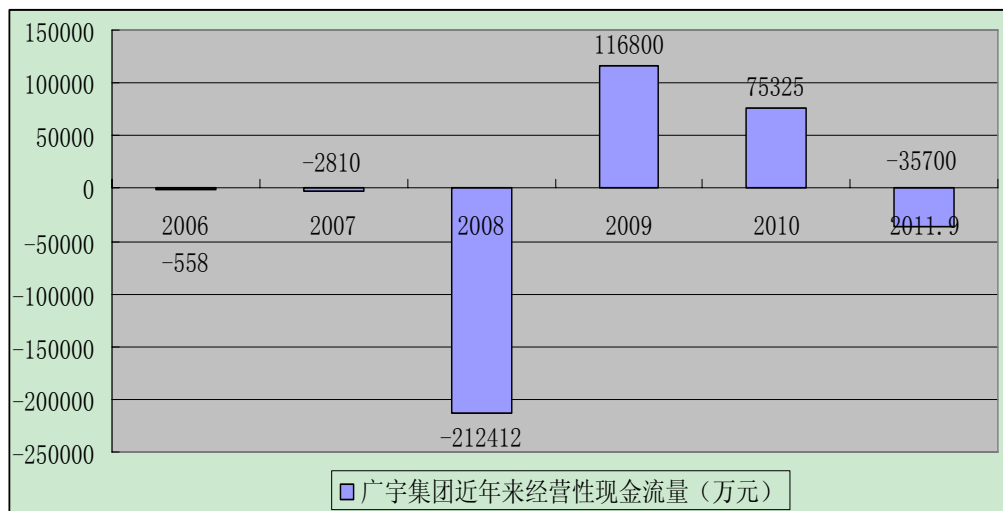


数据来源：东北证券整理

公司在 2009 年以来就开始有意降低财务杠杆，实现经营现金流量的净流入

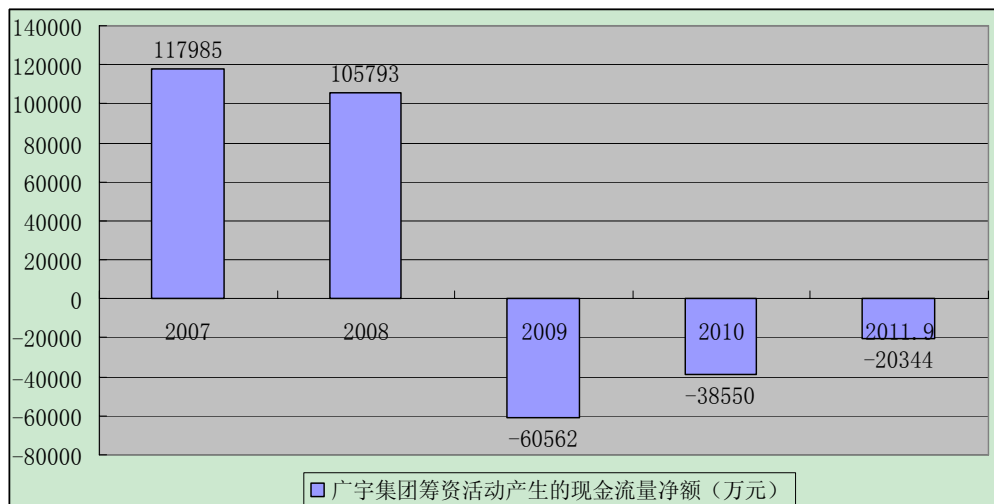
广宇集团 2007 年上市融资 6.5 亿元，除了当年购买土地 21.2 亿元以外（基本在 2008 年支付），2009 年后公司即开始着力改善财务状况，包括有意控制经营现金净流量，归还高息借款等，基本上连续 3 年实现了经营性现金净流入。同时，2009 年起连续 3 年合计归还负债 12 亿元，保持了财务平衡，降低了财务风险。截止 2011 年 9 月底，公司账面货币资金 5.8 亿元，短期负债和一年内到期的非流动负债 4.9 亿元，考虑到公司尚有 5 亿元以上的可销售准现房，因此，公司短期内基本没有财务风险。

图表 15：广宇集团近年来经营性现金净流量情况



数据来源：东北证券整理

图表 16：广宇集团筹资活动产生的现金流量净额变动情况



数据来源：东北证券整理

净资产重估值高达 8.2 元，估值仍有一定的安全边际

公司的净资产值计算主要由以下几方面构成：

- 1、开发物业的净资产值。对现有开发项目以未来开发形成的净现金流折现得到；
- 2、对土地储备采用类似市场比较的方法估算地块现在的市场价值；
- 3、对投资物业采用目前可变现的市场价值方法进行估算；
- 4、计算所有资产重估价值与账面值之差，然后加上账面净资产确定 RNAV 值。

其中，折现率取 10%。折现率的计算通过加权资金成本（WACC）得到，其中股权资本回报率的估算采取资本定价模型（CAPM），公式为： $Re = R_f + \beta * (R_m - R_f)$ ，其中 β 系数用来衡量个股相对市场平均的风险系数，无风险回报率 R_f 按长期国债收益率计算，然后考虑一定的市场风险溢价后综合取值。

图表 17: 广宇集团开发项目和土地储备重估表（单位：平方米，元/平方米，亿元）

城市	项目名称	权益	总建面	可结转面积	楼面地价	2011 年底售价	较账面增值
	上东臻品:	90%	117430	57430	4240	14000	1.21
	上东名筑:	100%	106157	106157	3830	12000-13000	2.02
	上东领地:	100%	97387	0	3710		0.00
	天城:	50%	89822	89822	19050	5 万-5.5 万	2.00
	东承苑:	100%	98500	98500	6390	15500	0.00
	鼎悦府:	100%	85700	85700	8520	15000	0.00
	杭州江干区（2011）20 号地块	49%	70000	70000	13700		0.00
安徽	江南新城	90%	797615	111000	150	5000	1.00
肇庆	星湖名郡	80%	498000	312500	850	5000-6000	2.15
合计							8.38

数据来源：东北证券整理

图表 18: 广宇集团出租物业重估值计算表（单位：平方米，亿元）

项目	权益	建筑面积	重估值	账面值	增值
河滨公寓地下营业房	100%	10000	2	-	
西湖大道广复大厦裙房	100%	27500	13.8	-	
平海路裙房及办公房	100%	9000	2.5	-	
合计			18.3	1.5	16.8

数据来源：东北证券整理

经上述估算，广宇集团开发项目和土地储备项目增值为 8.38 亿元，出租物业增值为 16.8 亿元，合计增值 25.18 亿元，按目前 4.99 亿股的总股本计算，每股净资产增值 5 元以上，根据公司公布的 2011 年业绩预告，公司净资产账面值为 3.2 元左右，则广宇集团净资产重估值为 8.2 元，按公司 5.20 元左右的股价计算，公司的净资产折让达到 37%，具有一定的安全边际。

财务预测：2011 年起进入收获期，但短期内也是公司盈利水平高点

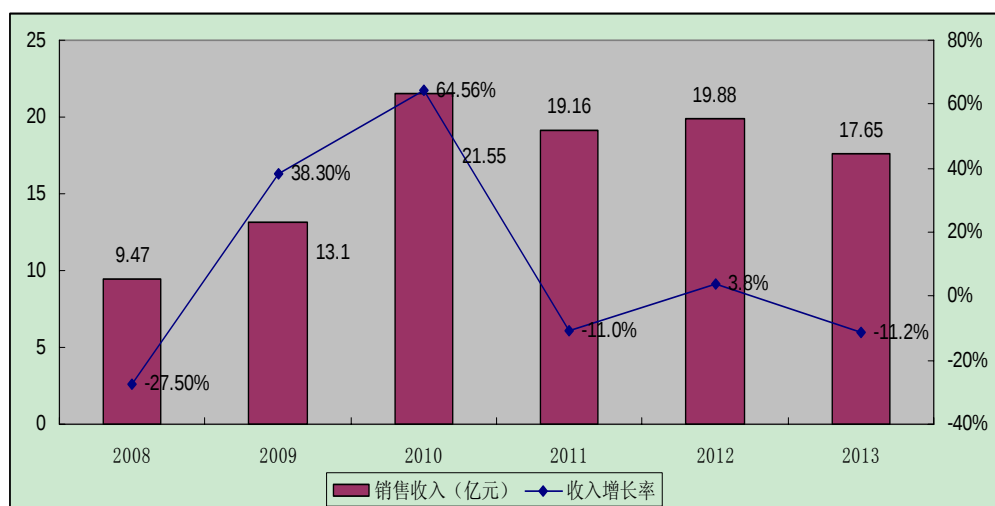
2011 年公司已经发布的业绩预告，2011 年公司将部分毛利率较高的上东臻品进行结算，有力提升了 2011 年的毛利率水平，使得公司 2011 年虽然结算收入较上年下降 10% 左右，但归属于母公司的净利润却能够上升 32%。2011 年全年实现净利润 2.92 亿元，合每股收益 0.58 元，同比上升 32%，对应销售净利润率为 15%。

2012 年，除了毛利率较高的上东臻品继续贡献利润以外，上东名筑也将开始贡献利润，同时黄山新城项目和肇庆项目也将成为重要的利润贡献项目，预计公司 2012 年将实现结算收入 19.88 亿元，比上年略有增长，结算面积 21.87 万平米，由于今年结算项目毛利率均较高，故综合毛利率有所提高，为 39% 左右。全年实现盈利 3 亿元，合每股收益 0.60 元，保持略有增长，对应的销售净利润率为 15.09%。

2013 年，杭州项目上东名筑将贡献主要的利润来源，同时黄山新城尾盘和肇庆项目也将贡献较多利润，预计公司 2013 年将实现结算收入 17.65 亿元，与上年基本持平，结算面积 21.10 万平米，由于毛利率较高的项目结算占比下降，预计全年毛利率水平为 37% 左右。全年实现盈利 2.69 亿元，合每股收益 0.54 元，基本保持稳定中略有增长，对应的销售净利润率为 15.24%。

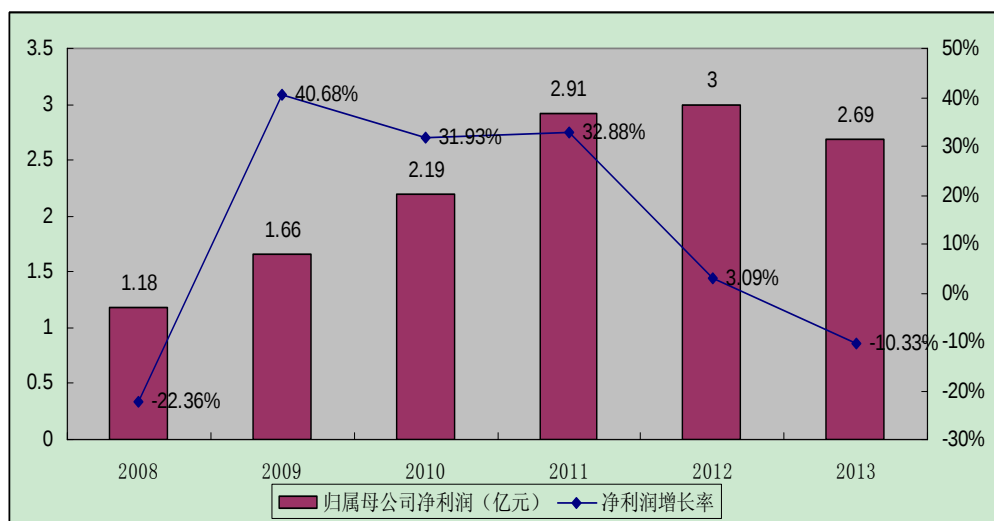
总体上看，我们认为广宇集团在未来 2 年将会达到其盈利水平的高点，2014 年起，公司土地成本较高的项目将会陆续上市并结算，如果不考虑房价变动的話，公司的毛利率水平将会趋于下降，这应该也与整个房地产行业的盈利情况变动趋势是一致的。

图表 19：广宇集团销售收入预测



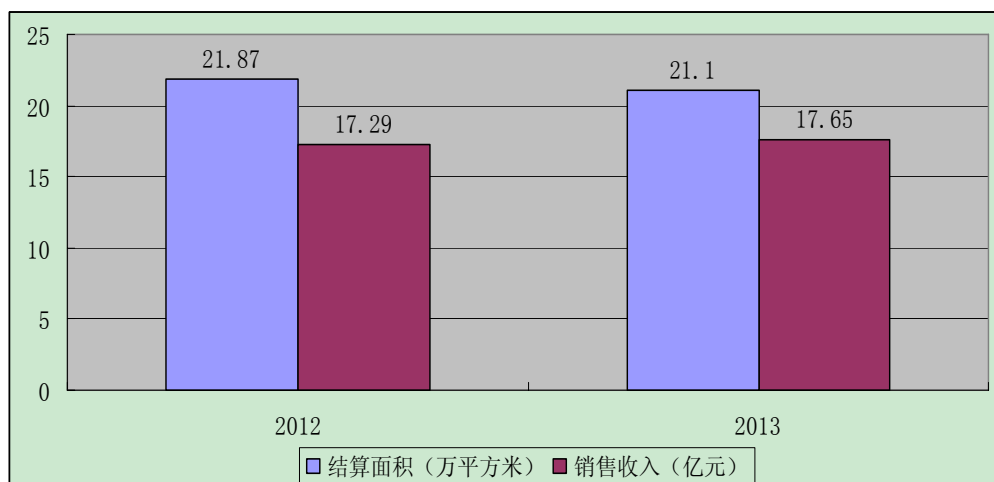
数据来源：东北证券整理

图表 20: 广宇集团净利润预测



数据来源: 东北证券整理

图表 21: 广宇集团结算面积和结算收入预测



数据来源: 东北证券整理

投资建议

经预测, 广宇集团 2012 和 2013 年的每股收益为 0.60 和 0.54 元, 目前 2012 年动态 PE 为 9 倍; 净资产重估值为 8.2 元, 折价 35%。由于公司有较高的安全边际, 且现有资产重估值中已建成物业占比较高, 资产质量较好; 而且, 前期因公司高管和大股东的持续减持给股价造成的压力也渐趋消除, 我们给与公司谨慎推荐的投资评级。

风险提示

- 1、房地产市场硬着陆，从而引发地产股和资本市场的再度大幅调整；
- 2、受宏观调控的影响，公司的房地产项目销售低于预期；
- 3、公司属于跨区域发展的地方民企，融资渠道偏少，公司如若没有较好的销售回款，将面临比国企地产公司更大的现金流压力，抗风险能力偏弱；
- 4、公司是一家杭州为基地、二三线城市跨省市发展的区域性地产公司，目前，黄山市和肇庆市的项目开发将要接近尾声，而新的开发项目尚未接上，未来跨区域扩张时可能面临项目管控风险。

图表 22：广宇集团利润表预测（单位：百万元）

项目	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	947.23	1309.99	2155.70	1915.49	1988.00	1765.00
减：营业成本	608.84	891.19	1573.71	1214.56	1212.81	1105.00
营业税金及附加	73.29	108.91	164.72	146.29	151.09	132.38
营业费用	17.21	22.92	21.78	25.00	25.00	26.00
管理费用	58.57	52.26	63.09	64.00	65.00	66.00
财务费用	25.29	63.27	70.61	53.80	55.00	56.00
资产减值损失	17.61	-8.42	0.67	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	17.29	33.32	35.26	35.00	5.00	6.00
公允价值变动损益	-3.26	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	160.45	213.17	296.39	446.84	484.10	385.63
加：其他非经营损益	10.68	1.54	-1.55	-2.84	0.00	0.00
利润总额	171.14	214.71	294.84	444.00	484.10	385.63
减：所得税	41.65	49.80	78.20	121.00	121.03	96.41
净利润	129.49	164.90	216.64	323.00	363.08	289.22
减：少数股东损益	11.68	-1.39	-2.76	31.58	63.54	20.25
归属母公司股东净利润	117.81	166.29	219.40	291.42	299.54	268.97
总股本（万股）	49860	49860	49860	49860	49860	49860
每股收益（元）	0.24	0.33	0.44	0.58	0.60	0.54

数据来源：东北证券整理

图表 23: 广宇上东城项目实景图 1



资料来源: 东北证券整理

图表 24: 广宇上东城楼盘实景 2



资料来源: 东北证券整理

图表 25: 肇庆星湖名郡实景图 1



资料来源：东北证券整理

图表 26: 肇庆星湖名郡实景图 2



资料来源：东北证券整理

图表 27：安徽黄山江南新城小区实景



资料来源：东北证券整理

图表 28：杭州鼎悦府项目设计图



资料来源：东北证券整理

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。