

广宇集团 (002133.SZ) 房地产开发行业

评级: 增持 首次评级

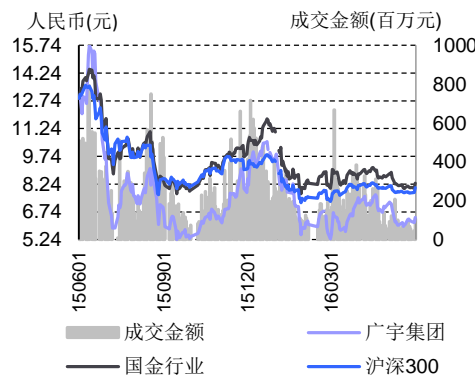
公司研究

市场价格 (人民币): 6.43 元
目标价格 (人民币): 7.20-7.70 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	601.13
总市值(百万元)	4,977.75
年内股价最高最低(元)	15.74/5.24
沪深 300 指数	3169.56
深证成指	10159.93



地产进入结算高峰、有序布局影像医疗

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.170	-0.083	0.515	0.483	0.456
每股净资产(元)	3.68	3.52	4.04	4.52	4.97
每股经营性现金流(元)	0.55	1.96	1.70	0.03	-0.20
市盈率(倍)	28.77	-116.00	11.74	12.51	13.25
行业优化市盈率(倍)	27.70	46.45	33.39	33.39	33.39
净利润增长率(%)	-40.15%	N/A	N/A	-6.21%	-5.55%
净资产收益率(%)	4.60%	-2.36%	12.75%	10.68%	9.17%
总股本(百万股)	774.14	774.14	774.14	774.14	774.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- ❖ **地产业务实施三三制战略:** 公司成立三十多年来, 开拓了以杭州为中心, 周边二、三线城市为重点的开发局面, 未来将推进“三三制”战略布局, 即杭州地区、浙江其他城市、长三角地区其他二三线城市的储备各占三分之一。截至 2015 年末, 公司储备项目权益建面 61 万方, 其中杭州地区约 21 万方, 浙江其他城市约 15 万方, 长三角地区其他城市约 25 万方。公司地产开发业务总体上采取维持补充的发展策略。
- ❖ **项目结算进入高峰期:** 公司 2015 年实现商品房销售额 35 亿元, 超出年度计划目标 40%, 其中杭州武林外滩、舟山锦澜公寓等项目均超额完成销售目标。2016 年公司销售目标 30 亿, 可能再次超出目标。截止 2015 年底, 公司在建项目建面约 56 万方, 主要包括杭州武林外滩、杭州锦绣桃源、杭州公园里、舟山锦澜公寓、肇庆星湖名郡(部分)、黄山江南新城(部分)等。受益杭州房地产市场回暖, 预计毛利较高的项目杭州武林外滩大部分在 2016 年进入结算, 锦绣桃源、公园里等项目大部分在 2017 年进入结算, 今明两年公司业绩增长的确切性较强。
- ❖ **出资成立医学影像中心:** 2015 年 6 月, 公司与上海世正医疗共同出资成立杭州德康医学影像诊断中心, 公司出资 1000 万, 持有 20% 股权。德康医学影像中心是国内首家第三方医学影像诊断中心, 以高端医学影像诊断技术为支撑进行相关会诊、体检和疾病筛查。上海世正医疗是专业从事医疗机构投资管理与运营的公司, 目前在上海、杭州、广州等 8 个城市为近 20 个肿瘤诊疗中心提供技术支持和管理咨询服务。
- ❖ **积极打造大健康生态圈:** 由于第三方医学影像诊断的设立在每个城市是有限的, 而且门槛比较高, 公司初探阶段会选择杭州, 预计在明年该地的第三方独立医学影像中心将正式运营。公司通过人才方面的积极储备和地产业务的良好现金回流, 布局产业上下游, 规划用 3-5 年时间实现其它区域的成功复制, 在大健康环保领域开辟出新的利润增长点。

投资建议

- ❖ 我们预计公司 2016 年实现 EPS0.52 元, 对应股价 12PE, 地产 RNAV 为 5.19 元每股, 考虑到公司积极布局影像医疗, 首次覆盖给予增持评级。

风险提示

- ❖ 地产结算、影像医疗布局速度不及预期。

胡华如 分析师 SAC 执业编号: S1130516010001
(86755)83831622
huhuaru@gjzq.com.cn

贾翔夫 联系人
(8621)60230248
jiaxiangfu@gjzq.com.cn

内容目录

公司简介.....	3
地产主业稳步推进.....	3
坚定布局影像医疗.....	5
投资建议.....	6
风险提示.....	6

图表目录

图表 1：近五年销售额及增速.....	3
图表 2：近五年营业收入及增速.....	3
图表 3：杭州武林外滩项目位置.....	4
图表 4：杭州武林外滩项目实景图.....	4
图表 5：杭州广宇万科公园里项目位置.....	4
图表 6：杭州广宇万科公园里项目效果图.....	4
图表 7：舟山锦澜公寓项目位置.....	5
图表 8：舟山锦澜公寓项目效果图.....	5
图表 9：截止到 2015 年末主要项目开发情况.....	5
图表 10：杭州德康医学诊断中心股权结构.....	6
图表 11：医学影像中心的主要诊断类别.....	6
图表 12：公司房地产业务 RNAV 估算.....	6

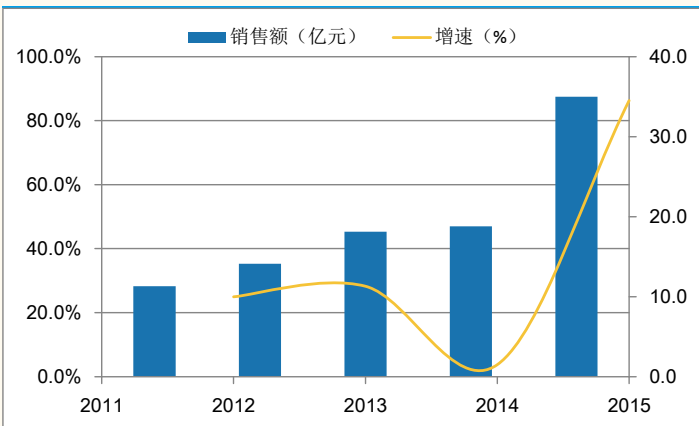
公司简介

- 广宇集团股份有限公司（以下简称“广宇集团”或“公司”）成立于 1984 年，具有房地产开发一级资质。公司于 2007 年 4 月在深交所上市，是浙江首家在 A 股 IPO 上市的民营房企。公司现有总股本 7.74 亿股，其中流通股 6.02 亿股，公司实际控制人为王轶磊。
- 广宇集团的地产项目以杭州为中心，其他二三线城市为重点。公司主打的产品是性价比高的中小户型，同时开发一定比例的高端住宅，并将经验移植到中小户型的设计中。
- 除房地产开发外，公司还涉及商业物业经营，已有新东方大厦、平海公寓商业街、河滨公寓商业广场、大名空间写字楼等出租型商业物业；物业管理方面，全资子公司广宇物业为公司旗下楼盘及其他住宅小区提供物业管理服务，通过建立“保洁+保安+健康管家”的服务模式，延长物业服务链条；房地产金融方面，公司旗下拥有方舟资产和广宇小贷，分别持有私募和小贷牌照，并在房地产投融资和小额贷款领域开展业务。

地产主业稳步推进

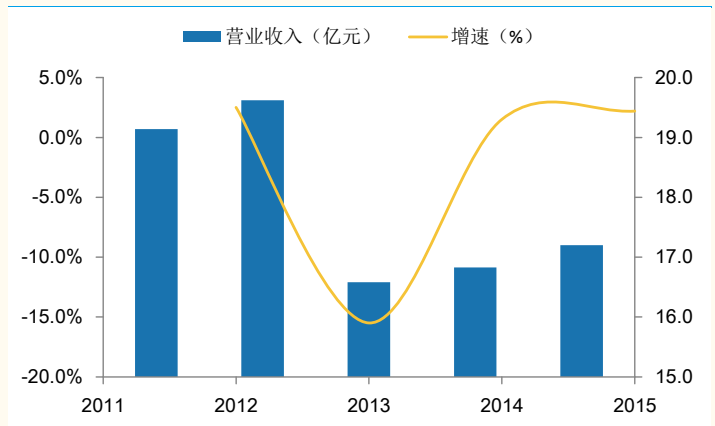
- 2015 年，公司实现营业收入 17.2 亿元，较 2014 年增长 2.2%，实现归母净利润-0.64 亿元，主要是因为报告期内结转的房地产项目利润率较低，武林外滩项目因精装修进度问题未能实现提前交付。
- 公司收入构成较为简单，主营业务中房地产业务占比 93.6%。截至 2015 年底，公司储备项目建面 70 万方，权益建面 61 万方，其中杭州地区约 21 万方，浙江其他城市约 15 万方，全国其他城市约 25 万方。另外还有代建项目一个，建面 17 万方。

图表 1：近五年销售额及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：近五年营业收入及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司 2015 年实现商品房销售额 35 亿元，完成年度计划的 140%，其中杭州武林外滩和舟山锦澜公寓均超额完成销售计划。2015 年底，公司商品房可售建面 57 万平方米。公司 2015 年新开工面积 4 万平方米，全额完成年度计划；竣工面积 25 万平方米，全额完成年度计划，其中杭州鼎悦府、舟山锦澜公寓整体竣工，肇庆星湖名郡项目部分竣工；在建面积 56 万平方米，项目包括锦绣桃园、武林外滩、锦澜公寓、江南新城、星湖名郡等。
- 公司主要项目情况介绍如下：
 - ① 杭州武林外滩：2007 年获得土地，规划计容建面约 9 万方，公司权益占比 50%。该项目 2012 年开工，预计 2016 年竣工。我们预计该项目目前还有约 13 亿货值（包含车位）。根据该项目当前已售的单价情况和杭州房地产市场行情，我们预计该项目的结算净利率为 20%左右。

图表 3: 杭州武林外滩项目位置



来源: 百度地图、国金证券研究所

图表 4: 杭州武林外滩项目实景图



来源: 搜房网、国金证券研究所

- ② 杭州广宇万科公园里: 2015 年 8 月获得土地, 建面 10 万方, 公司权益 51%, 是简易装修项目, 2016 年 5 月份开始销售, 前期蓄客价格 1.8 万元/平米, 预计后期价格会达到 2.2-2.3 万元/平米, 合计存货价值 20 多亿元, 项目预计 2017 年进入结算。

图表 5: 杭州广宇万科公园里项目位置



来源: 百度地图、国金证券研究所

图表 6: 杭州广宇万科公园里项目效果图



来源: 搜房网、国金证券研究所

- ③ 舟山锦澜公寓: 建筑面积 18 万方, 是 2014 年定增的募投项目, 整个项目的拿地成本和售价在当地市场较有竞争力, 目前销售的均价约 1.3 万元/平米, 2016 年可售货值约 14 亿元, 预计 2017 年开始进入结算。

图表 7：舟山锦澜公寓项目位置



来源：百度地图、国金证券研究所

图表 8：舟山锦澜公寓项目效果图



来源：搜房网、国金证券研究所

- ④ 杭州锦绣桃源：规划计容建面 7.5 万平方米，公司权益 100%，2014 年开工，预计从 2016 年 4 季度开始进入交付阶段。
- ⑤ 杭州锦润公寓：规划计容建面 7.2 万方，公司权益 49%，部分项目预计 2016 年销售。
- ⑥ 杭州鼎悦府：规划计容建面 8.4 万方，2015 年开始竣工交付，目前该项目剩余一部分大户型住宅和商铺的现房。

另外，肇庆星湖名郡、杭州东承府和黄山江南新城等项目这里就不赘述了。

图表 9：截止到 2015 年末主要项目开发情况

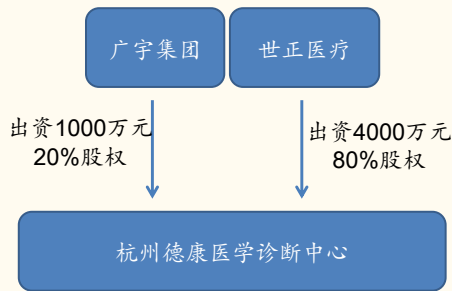
项目名称	所在城市	项目进度
武林外滩	杭州	完成毛坯质检验收及室外景观工程，室内精装进行中
公园里	杭州	开工，未达到预售条件
锦澜公寓	舟山	主体全部结顶，外立面装饰施工进行中
锦绣桃源	杭州	完成主体施工及部分验收
锦润公寓	杭州	已竣工，部分存量物业待售
鼎悦府	杭州	已竣工，部分存量物业待售
东承府	杭州	已竣工，部分存量物业待售
星湖名郡	肇庆	石溪雅筑交付、西湖新筑二期处于内外装修阶段
江南新城	黄山	新城时代广场主体施工

来源：公司公告、国金证券研究所

坚定布局影像医疗

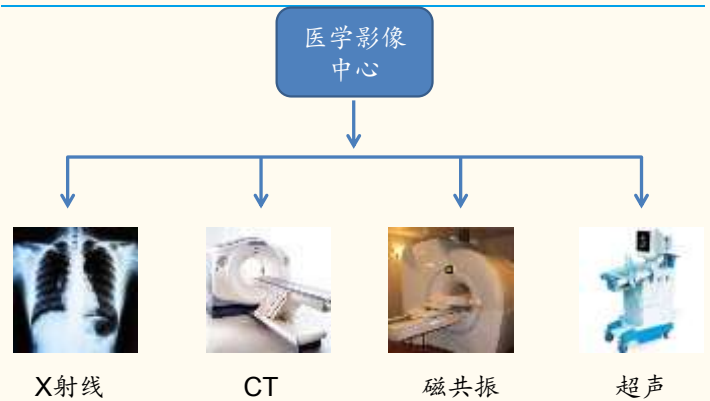
- 2015 年 6 月 1 日，公司发布公告，公司与上海世正医疗共同出资成立杭州德康医学影像诊断中心，拟成立公司注册资本金 5000 万元人民币，其中上海世正出资 4000 万元人民币，持有 80% 股权，广宇集团出资 1000 万元人民币，持有 20% 股权。德康医学影像中心是国内首家第三方医学影像诊断中心，以高端医学影像诊断技术为支撑进行相关会诊、体检和疾病筛查，未来具有较大的市场空间。
- 与传统挂靠在医院的科室和诊断中心相比，杭州德康医学影像诊断中心是独立医学影像检测中心，这类影像中心独立设置 X 射线、CT、磁共振和超声等现代成像技术对人体进行检查并出具影像诊断结果报告。
- 上海世正医疗是依托上海两大国际医学中心之一的上海浦东国际医学中心建立的一家主要从事医疗机构投资管理和运营的专业公司，注册资本 5000 万。公司股东自 2004 年起创建并运营了国内多个医疗服务机构项目，目前主要为上海、杭州、广州、济南、福州、长春、哈尔滨和郑州等城市共 23 家 PET-CT 影像诊断和肿瘤诊疗中心提供技术支持和管理咨询服务。

图表 10: 杭州德康医学诊断中心股权结构



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 11: 医学影像中心的主要诊断类别



来源: 互联网、国金证券研究所

- 独立医学影像中心可与分级诊疗制度相结合。分级诊疗制度是按照疾病的轻重缓急及治疗的难易程度进行分级, 不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗, 实现基层首诊和双向转诊, 分级诊疗过程中独立医学影像第三方服务成为重要环节。医学影像的主流模式为第三方影像中心获取片源与线上远程读片相结合, 双方检查结果互认, 形成协同效应。

投资建议

- 地产业务方面, 我们估算出公司每股 RNAV5.19 元, 如下表所示:

图表 12: 公司地产业务 RNAV 估算

开发类物业增值	1292.64	百万元
总股本	774	百万股
开发类物业每股增值	1.67	元
账面每股净资产	3.52	元
RNAV	5.19	元
股价	6.30	元
折价率	-21.4%	

来源: 国金证券研究所

- 我们预计公司 2016 年实现 EPS0.52 元, 对应当前股价仅 12PE, 考虑到公司布局影像医疗的弹性和溢价空间, 估值存在向上的动力, 首次覆盖给予增持评级。

风险提示

地产结算、影像医疗布局速度不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,658	1,683	1,720	4,038	4,602	3,834	货币资金	995	1,158	1,031	1,654	1,624	1,415
增长率		1.6%	2.1%	134.8%	14.0%	-16.7%	应收款项	92	54	298	360	410	341
主营业务成本	-1,078	-1,214	-1,527	-2,463	-2,991	-2,454	存货	6,341	6,571	6,257	10,461	11,884	10,757
%销售收入	65.0%	72.1%	88.8%	61.0%	65.0%	64.0%	其他流动资产	108	310	556	248	301	247
毛利	580	469	192	1,575	1,611	1,380	流动资产	7,537	8,094	8,142	12,723	14,219	12,761
%销售收入	35.0%	27.9%	11.2%	39.0%	35.0%	36.0%	%总资产	94.0%	94.5%	93.2%	97.3%	97.6%	97.3%
营业税金及附加	-118	-129	-81	-242	-276	-230	长期投资	316	298	318	319	318	318
%销售收入	7.1%	7.7%	4.7%	6.0%	6.0%	6.0%	固定资产	21	21	20	14	7	0
营业费用	-31	-37	-37	-89	-101	-84	%总资产	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
%销售收入	1.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	无形资产	12	11	12	18	24	30
管理费用	-71	-66	-73	-182	-202	-169	非流动资产	478	468	593	353	351	350
%销售收入	4.3%	3.9%	4.3%	4.5%	4.4%	4.4%	%总资产	6.0%	5.5%	6.8%	2.7%	2.4%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	360	237	0	1,062	1,031	897	资产总计	8,014	8,562	8,735	13,076	14,570	13,111
%销售收入	21.7%	14.1%	0.0%	26.3%	22.4%	23.4%	短期借款	1,221	765	675	0	0	0
财务费用	-25	-25	-22	-27	-15	-18	应付款项	2,030	2,045	3,774	7,884	8,581	6,562
%销售收入	1.5%	1.5%	1.3%	0.7%	0.3%	0.5%	其他流动负债	184	255	213	428	487	406
资产减值损失	15	-4	-14	0	0	0	流动负债	3,435	3,065	4,662	8,312	9,068	6,967
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,094	2,131	816	816	816	817
投资收益	-10	-15	-13	0	0	0	其他长期负债	19	25	62	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	5,547	5,221	5,540	9,128	9,884	7,784
营业利润	341	193	-48	1,035	1,016	880	普通股股东权益	1,984	2,852	2,726	3,124	3,498	3,851
营业利润率	20.6%	11.4%	n.a	25.6%	22.1%	22.9%	少数股东权益	483	489	469	823	1,188	1,475
营业外收支	-2	15	8	3	3	3	负债股东权益合计	8,014	8,562	8,735	13,076	14,570	13,111
税前利润	339	207	-40	1,038	1,019	883							
利润率	20.5%	12.3%	n.a	25.7%	22.1%	23.0%							
所得税	-96	-57	-18	-285	-280	-243							
所得税率	28.4%	27.6%	n.a	27.5%	27.5%	27.5%							
净利润	243	150	-58	752	739	640							
少数股东损益	24	19	6	354	365	287							
归属于母公司的净利润	219	131	-64	398	374	353							
净利率	13.2%	7.8%	n.a	9.9%	8.1%	9.2%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	243	150	-58	752	739	640	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.367	0.170	-0.083	0.515	0.483	0.456
非现金支出	-7	12	22	9	11	12	每股净资产	3.316	3.684	3.521	4.036	4.518	4.974
非经营收益	54	50	23	184	46	46	每股经营现金净流	-1.520	0.546	1.960	1.703	0.032	-0.199
营运资金变动	-1,200	211	1,531	373	-771	-851	每股股利	0.080	0.080	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	-909	423	1,517	1,318	25	-154	回报率						
资本开支	-2	-3	-4	42	-6	-7	净资产收益率	11.06%	4.60%	-2.36%	12.75%	10.68%	9.17%
投资	0	-186	177	-1	0	0	总资产收益率	2.74%	1.53%	-0.74%	3.05%	2.56%	2.69%
其他	335	57	-21	0	0	0	投入资本收益率	4.45%	2.74%	0.01%	16.16%	13.58%	10.59%
投资活动现金净流	333	-132	152	41	-6	-7	增长率						
股权募资	0	785	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-15.52%	1.55%	2.14%	134.85%	13.97%	-16.69%
债权募资	1,105	-419	-1,404	-676	0	1	EBIT 增长率	-13.52%	-34.22%	-99.85%	291745.61%	-2.93%	-12.97%
其他	-598	-481	-389	-60	-49	-49	净利润增长率	-11.75%	-40.15%	N/A	N/A	-6.21%	-5.55%
筹资活动现金净流	507	-116	-1,793	-736	-49	-48	总资产增长率	12.78%	6.83%	2.02%	49.69%	11.43%	-10.02%
现金净流量	-69	175	-125	623	-30	-209	资产管理能力						
							应收账款周转天数	1.2	2.3	2.1	2.5	2.5	2.5
							存货周转天数	1,940.3	1,941.0	1,532.9	1,550.0	1,450.0	1,600.0
							应付账款周转天数	101.7	78.5	55.7	40.0	40.0	40.0
							固定资产周转天数	4.7	4.6	4.2	1.2	0.5	-0.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	94.00%	52.00%	14.39%	-21.23%	-17.24%	-11.22%
							EBIT 利息保障倍数	14.6	9.4	0.0	39.0	68.5	51.1
							资产负债率	69.22%	60.98%	63.42%	69.81%	67.84%	59.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD