



买入 **51% ↑**
目标价格: 人民币 10.00

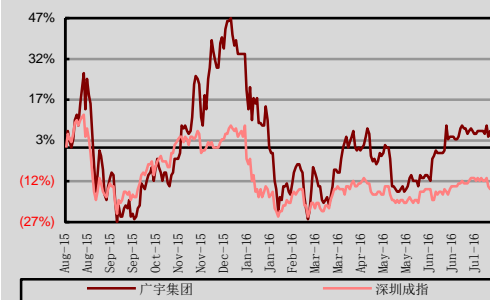
002133.CH

价格: 人民币 6.62

目标价格基础: 市净率 2.7 倍

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(12.1)	2.6	8.8	(7.1)
相对深证成指	9.4	3.9	6.9	12.3

发行股数(百万)	774
流通股(%)	78
流通股市值(人民币 百万)	3,982
3个月日均交易额(人民币 百万)	110
16年末净负债率(%)	12
16年末每股重估净资产值(人民币)	6.35
主要股东(%)	
杭州平海投资有限公司	17.41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银证券
以2016年7月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

袁豪

(8621) 2032 8529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

广宇集团

上半年业绩大增, 医学影像区域优势渐显

广宇集团上半年营收 30 亿元、创历史新高, 净利扭亏为盈、达 1.5 亿元, 源于武林外滩项目集中结算, 并推高毛利率和净利率分别至 29% 和 5%, 预计下半年随武林外滩进一步结算, 公司毛利率和业绩将继续提升; 销售方面, 上半年销售 20 亿元, 在丰富可售和良好市场推动下预计公司全年销售将超 35 亿元, 保证 17 年的业绩稳增; 此外, 15 年公司与世正医疗合作设立杭州影像中心, 正式确定大医疗转型, 目前该中心计划于今年 12 月试营业, 而上海影像中心的今年成功运营也给予其良好展望, 根据 15 年年报公司计划积极拓展新项目, 打造大健康生态圈, 打造大健康第二主业, 同时浙卫计委上半年出台相关范围文件利于区域行业有序发展, 并赋予公司在领域中的区域领先优势。我们维持 2016-17 年每股收益预测 0.40 元和 0.49 元, 同时在地产转型医疗房企的横向对比中, 目前公司市值 51 亿元略高于 NAV49 亿元、市净率仅为 1.9 倍, NAV 溢价和市净率估值对比转型医疗房企均明显偏低, 维持目标价 10.00 元, 重申买入评级。

支撑评级的要点

■ 16 年中期营收创历史新高, 武林外滩结算致业绩大增。16 年上半年营业收入 29.8 亿元, 创历史新高, 同比增长 409%, 净利润 1.5 亿元, 同比扭亏为盈, 符合我们预期; 每股收益 0.20 元; 毛利率和净利率为 29.0% 和 5.2%, 分别提升 14.9 和 5.6 个百分点; 三项费用率由去年同期 9.2% 大降至目前的 1.8%。业绩大增主要源于武林外滩已整体竣工、并部分集中结算, 我们估算其毛利率高达 40% 左右, 对比当期整体 29% 的毛利率而推测本期结算中包含本次低毛利项目, 预计下半年武林外滩项目继续结算将继续推高今年全年的毛利率和业绩。

■ 上半年销售 20 亿元, 可售多和市场好推动全年超 35 亿元。16 年上半年公司实现销售 20 亿元, 同样创历史新高, 相当于全年计划 30 亿元的 67%; 16 年可售货值约 70 亿元 (杭州武林外滩 13 亿元+杭州公园里 20 亿元+肇庆 20 亿元+杭州桃园 6 亿元+舟山项目 10 亿元+杭州景润公寓若干=约 70 亿元); 从当前房地产行业政策支持对于二线城市的利好程度、以及杭州本身 G20 峰会、2022 年亚运会陆续落地杭州, 同时在考虑到目前公司可售 70 亿元, 完成 30 亿元的销售计划并不难, 并且预计全年销售超去年的 35 亿元, 保证 17 年的业绩稳增。

■ 杭州影像中心年底试运营, 浙卫计委规范文件赋予区域领先优势。15 年 6 月, 公司与世正医疗投资设立杭州全景医学影像诊断中心, 参股 20%, 正式确定大医疗转型, 目前杭州影像中心设施设备已接近齐全, 进入最后员工培训阶段, 计划今年 12 月将试营业, 而今年年初上海全景目前运营情况良好, 给予杭州全景医学良好展望, 此外根据 15 年年报, 预计后续公司的影像业务或将继续异地扩张。另一方面, 报告期内, 浙江卫计委印发了《独立医学影像诊断中心基本标准(试行)》和《独立医学影像诊断中心管理规范(试行)》, 设立标准和经营管理制定了规范, 有利于区域内行业的规范发展与快速成长。

评级面临的主要风险

■ 房地产市场销售成交低于预期; 转型进度低于预期。

估值

■ 我们维持 2016-17 年每股收益预测 0.40 元和 0.49 元, 同时在地产转型医疗房企的横向对比中, 目前公司市值 51 亿元略高于 NAV49 亿元、市净率仅为 1.9 倍, NAV 溢价和市净率估值对比转型医疗房企均明显偏低, 维持目标价 10.00 元, 重申买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	1,683	1,720	3,361	3,767	4,319
变动(%)	1.6	2.1	95.4	12.1	14.6
净利润(人民币 百万)	131	(64)	309	378	385
全面摊薄每股收益(人民币)	0.170	(0.083)	0.399	0.488	0.497
变动(%)	(40.2)	(149.1)	(579.9)	22.4	1.8
市盈率(倍)	39.0	(79.6)	16.6	13.6	13.3
每股现金流量(人民币)	0.5	2.0	(0.2)	0.1	(0.1)
价格/每股现金流量(倍)	12.1	3.4	(39.3)	47.4	(112.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	37.5	1,172.7	14.5	15.9	16.8
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	1.2	1.2	0.9	1.1	1.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 广宇集团 2016 年中报业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年中报	2016 年中报	同比变动(%)
营业收入	585	2,976	409.0
营业成本	(502)	(2,113)	320.6
营业税	(34)	(254)	641.1
毛利润	48	609	1,168.1
其他收入	0	(13)	(17,970.1)
销售费用	(13)	(14)	3.1
管理费用	(28)	(32)	16.5
营业利润	7	551	7,491.3
投资收益	2	(31)	(1,364.9)
财务费用	(13)	(8)	(34.7)
营业外收支	(0)	2	(24,724.2)
税前利润	(3)	514	(16,798.3)
所得税	3	(146)	(5,305.8)
少数股东权益	(2)	(215)	9,100.6
归属上市公司股东净利润	(3)	153	(5,965.0)
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	14.1	29.0	14.9
含税毛利率	8.2	20.5	12.3
经营利润率	1.2	18.5	17.3
净利率	(0.4)	5.2	5.6

资料来源：公司数据，中银证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	1,683	1,720	3,361	3,767	4,319
销售成本	(1,343)	(1,608)	(2,473)	(2,876)	(3,375)
经营费用	(103)	(111)	(208)	(234)	(268)
息税折旧前利润	245	8	685	665	684
折旧及摊销	(8)	(8)	(6)	(7)	(8)
经营利润(息税前利润)	237	0	679	658	676
净利息收入/(费用)	(25)	(21)	(29)	(47)	(53)
其他收益/(损失)	(5)	(19)	(16)	(17)	(19)
税前利润	207	(40)	634	593	604
所得税	(57)	(18)	(158)	(148)	(151)
少数股东权益	(19)	(6)	(166)	(67)	(68)
净利润	131	(64)	309	378	385
核心净利润	131	(64)	309	378	385
每股收益(人民币)	0.170	(0.083)	0.399	0.488	0.497
核心每股收益(人民币)	0.170	(0.083)	0.399	0.488	0.497
每股股息(人民币)	0.080	0.080	0.060	0.073	0.075
收入增长(%)	2	2	95	12	15
息税前利润增长(%)	(34)	(100)	186,544	(3)	3
息税折旧前利润增长(%)	(34)	(97)	8,241	(3)	3
每股收益增长(%)	(40)	(149)	(580)	22	2
核心每股收益增长(%)	(40)	(149)	(580)	22	2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	207	(40)	634	593	604
折旧与摊销	8	8	6	7	8
净利息费用	25	21	29	47	53
运营资本变动	211	1,540	(657)	(406)	(575)
税金	(57)	(18)	(158)	(148)	(151)
其他经营现金流	29	7	16	15	15
经营活动产生的现金流	423	1,517	(130)	108	(46)
购买固定资产净值	(3)	(4)	0	0	0
投资减少/增加	(186)	182	21	24	26
其他投资现金流	57	(26)	92	(47)	(52)
投资活动产生的现金流	(132)	152	114	(24)	(26)
净增权益	785	0	0	0	0
净增债务	(419)	(1,404)	1,069	262	399
支付股息	(343)	(235)	(46)	(57)	(58)
其他融资现金流	(138)	(153)	92	(47)	(52)
融资活动产生的现金流	(116)	(1,793)	1,115	158	290
现金变动	175	(125)	1,098	243	218
期初现金	980	1,154	1,030	2,128	2,371
公司自由现金流	290	1,668	(17)	85	(72)
权益自由现金流	(129)	264	1,052	347	328

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,158	1,031	2,128	2,371	2,591
应收帐款	54	298	202	226	259
库存	6,571	6,257	7,393	8,288	9,501
其他流动资产	310	556	224	261	307
流动资产总计	8,094	8,142	9,947	11,147	12,659
固定资产	23	24	14	9	4
无形资产	11	11	11	11	11
其他长期资产	434	559	581	615	659
长期资产总计	468	593	606	634	674
总资产	8,562	8,735	10,553	11,781	13,333
应付帐款	566	571	1,344	1,568	1,845
短期债务	765	675	1,744	2,006	2,405
其他流动负债	1,734	3,416	2,986	3,347	3,837
流动负债总计	3,065	4,662	6,073	6,921	8,087
长期借款	2,131	816	816	816	816
其他长期负债	25	62	63	63	63
股本	774	774	774	774	774
储备	2,078	1,952	2,216	2,538	2,867
股东权益	2,852	2,726	2,990	3,313	3,641
少数股东权益	489	469	611	668	725
总负债及权益	8,562	8,735	10,553	11,781	13,333
每股帐面价值(人民币)	3.68	3.52	3.86	4.28	4.70
每股有形资产(人民币)	0.03	0.03	0.02	0.01	0.01
每股净负债/(现金)(人民币)	2.24	0.59	0.56	0.58	0.81

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.5	0.5	20.4	17.7	15.8
息税前利润率(%)	14.1	0.0	20.2	17.5	15.7
税前利润率(%)	12.3	(2.3)	18.9	15.7	14.0
净利率(%)	7.8	(3.7)	9.2	10.0	8.9
流动性					
流动比率(倍)	2.6	1.7	1.6	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	9.7	0.0	23.3	13.9	12.7
净权益负债率(%)	52.0	14.4	12.0	11.3	14.4
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	39.0	(79.6)	16.6	13.6	13.3
核心业务市盈率(倍)	39.0	(79.6)	16.6	13.6	13.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	59.0	(120.2)	25.0	20.5	20.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.8	1.9	1.7	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	12.1	3.4	(39.3)	47.4	(112.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	37.5	1172.7	14.5	15.9	16.8
周转率					
存货周转天数	1754.3	1455.5	1007.3	995.2	962.0
应收帐款周转天数	15.9	37.4	27.1	20.7	20.5
应付帐款周转天数	133.3	120.7	104.0	141.1	144.2
回报率					
股息支付率(%)	47.2	(96.2)	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	4.6	(2.4)	10.3	11.4	10.6
资产收益率(%)	2.1	0.0	5.3	4.4	4.0
已运用资本收益率(%)	4.1	0.2	12.9	10.5	9.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街110号8层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371