



守地产以明志，涉医疗以致远

——宋都股份（600077）调研简报

2017 年 01 月 20 日

强烈推荐/维持

宋都股份

调研简报

报告摘要：

预期 2016 年营收大幅，但受毛利率较低拖累，净利润表现不及预期，2017 年有望实现扭亏大增。自 2015 年的杭州市场回温显著的带动公司业绩回升，2016 年前三季度营收总额约为 50 亿元，同比增长近 60%。据克而瑞数据显示，2016 年公司销售额创历史新高 56.5 亿元。不利因素的影响有望在 2017 年大幅消化，毛利率有望处于快速回升的通道。

土地储备多集中于热点二线城市。公司土地储备多集中于热点二线城市，以杭州大本营数量最多，同时重点布局长三角核心二线城市和浙江省内富裕地级市。截止 2016 年底，公司的土地及在建建筑面积总和约为 134 万方，其中杭州大本营最多 77.87 万方，南京 24.9 万方，舟山 23 万方。

“地产+医疗大健康”双主业战略确立。大健康平台的成立是公司布局医疗大健康领域的里程碑事件，确立了公司“地产+大健康”双主业战略。未来标的方向主要集中于医疗大健康领域，预期能够通过大量的资源投入和整合实现医疗大健康领域的快速扩张发展。

员工持股绑定管理层利益。2016 年 3 月公司实施了员工持股计划，锁定期为 12 个月，杠杆比例为 2 倍，整体成交额 2.7 亿元，成交均价 5.41 元/股，计划持有公司股权比例为 3.73%。从参与人员结构来看，管理层持股比例较高，董事长持股比例为全计划的 26.3%，整个管理层持股比例为全计划的 55%，有效的使管理层利益与公司利益绑定。

公司盈利预测及投资评级。公司作为杭州区域住宅地产开发的龙头企业，随着医疗大健康产业布局的持续推进有望迎来新的发展机遇，看好公司“地产+医疗大健康”双主业的发展战略。2016 年-2018 年 55.25 亿元、63.82 亿元和 69.45 亿元，EPS 分别为-0.14/0.25/0.42 元，对应 PE 分别为-36.39/19.7/12.00 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：销售进度不及预期、地产调控政策进一步趋严、国内经济复苏不确定

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2,323.03	3,473.49	5,524.77	6,381.72	6,945.00
增长率（%）	-16.78%	49.52%	59.06%	15.51%	8.83%
净利润（百万元）	37.09	77.54	-184.51	340.78	559.36
增长率（%）	-89.93%	109.07%	-337.94	-284.70	64.14%
净资产收益率（%）	0.99%	2.05%	-3.79%	6.74%	10.43%
每股收益(元)	0.03	0.06	-0.14	0.25	0.42
PE	167.00	83.50	-36.39	19.70	12.00
PB	0.64	0.64	1.38	1.33	1.25

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：梁小翠

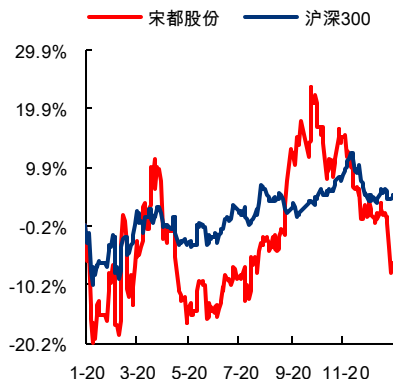
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	5.01-5.41
总市值（亿元）	67.14
流通市值（亿元）	67.14
总股本/流通 A 股（万股）	134012/134012
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《宋都股份（600077）点评报告：再融资增强公司实力 业绩弹性较大》2015-03-09

目 录

1. 受益于杭州市场火热，销售金额创新高	3
1.1 土地储备多集中于热点二线城市	3
1.2 近三年营收快速增长，毛利率水平将稳步回升	4
1.3 员工持股绑定管理层利益	5
2. 布局医疗大健康，双主业格局已成	5
2.1 大健康平台确立	6
2.2 自有资金助力机遇挖掘	7
3. 估值及盈利预测	7
3.1 公司 NAV 估值	8
3.2 同类公司相对估值比较	8
3.3 投资建议与评级	9
4. 风险提示	9

表格目录

表 1: 员工持股计划概况	5
表 2: 公司地产业务收入预测表	8
表 3: 公司地产业务板块 NAV 估值	8
表 4: 同类型房企上市公司市盈率比较（元/股）	9
表 5: 公司盈利预测表	10

插图目录

图 1: 2016 年土地储备分布区域情况（单位：万平方米）	3
图 2: 公司近几年营收构成	3
图 3: 营收总额及同比增速	4
图 4: 归母净利润及同比增速	4
图 5: 近三年三费比率稳步降低	4
图 6: 毛利率受拖累仍在下行区间	4
图 7: 公司打造“地产+医疗大健康”双主业格局	5

1. 受益于杭州市场火热, 销售金额创新高

自 2010 年开始, 公司一直致力于专业的房地产开发与运营, 开发领域主要集中在住宅房地产、旅游房地产、大型商业综合体及政府保障房代建等项目, 在地产和资本的支持下, 在各开发领域都取得了长足的发展。

表 1: 上市以来公司主营业务变化情况

时间	控股股东	主营业务
1997 年 5 月	铁岭精工集团股份有限公司	机械制造与销售
1998 年 12 月	辽宁国能集团股份有限公司	电子通讯产品、半导体、干燥设备、自动化立体仓库的生产与销售
2006 年 8 月	辽宁百科集团股份有限公司	钢铁贸易与物流
2010 年 1 月	浙江宋都控股有限公司	房地产业务开发

数据来源: 公司年报, 东兴证券研究所

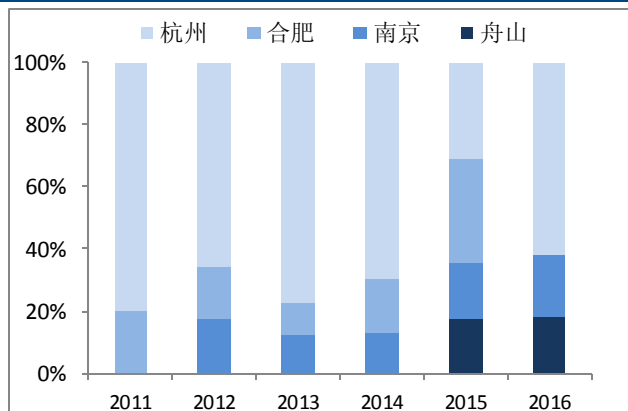
公司业务横跨浙江、江苏、安徽等三省六地, 是浙江最大的房地产开发企业之一。公司始终坚持以资本为纽带, 以房地产业务为主, 以物业服务业和金融贸易业为辅的发展思路, 致力于成为规范化、专业化、品牌化的房地产企业。

1.1 土地储备多集中于热点二线城市

公司土地储备多集中于热点二线城市, 以杭州大本营数量最多, 同时重点布局长三角核心二线城市和浙江省内富裕地级市。公司以优良的产品品质在杭州市场拥有非常好的口碑, 深耕长三角区域使其能够在有效的管理半径内实现规模和效益的最优匹配。

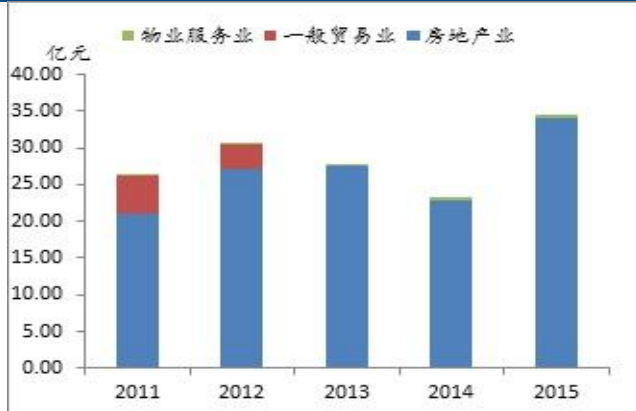
截止 2016 年底, 公司的土地及在建建筑面积总和约为 134 万方, 其中杭州大本营最多 77.87 万方, 南京 24.9 万方, 舟山 23 万方。

图 1: 2016 年土地储备分布区域情况 (单位: 万平方米)



资料来源: 公司 2015 年年报及公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 公司近几年营收构成



资料来源: 公司 2015 年年报, 东兴证券研究所

1.2 近三年营收快速增长, 毛利率水平仍将阶段性拖累业绩

公司深耕杭州大本营, 虽然一度业绩处于下行区间, 于 2014 年达到最底部, 但始自 2015 年的杭州市场回温显著的带动公司销售回升, 据克而瑞数据显示, 2016 年公司销售额创历史新高 56.5 亿元。

- 公司营收业绩连续两年保持 50% 以上的同比增长, 同时归母净利润也实现了高速增长。在经历了 2014 年杭州楼市大跌之后, 2015 年公司实现归母净利润 0.78 亿元, 同比增长 109.07%; 2016 年前三季度公司实现归母净利润 0.85 亿元, 超过去年全年归母净利润, 同比增长达到了 639.97%。

图 3: 营收总额及同比增速



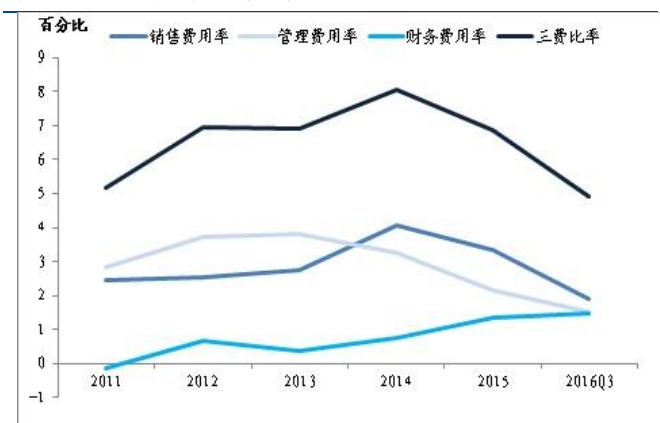
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 4: 归母净利润及同比增速



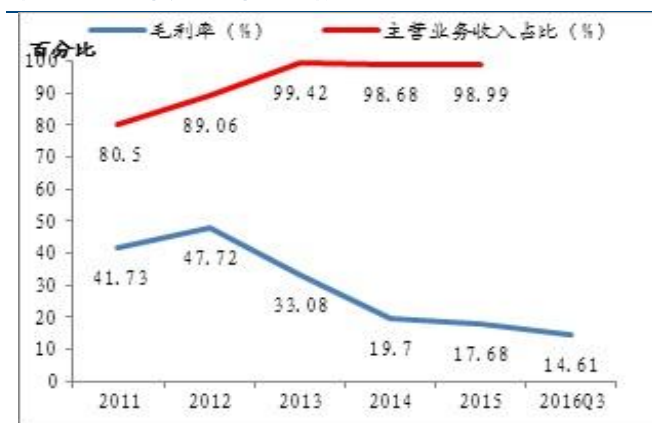
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 5: 近三年三费比率稳步降低



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 6: 毛利率受拖累仍在下行区间



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

- 公司自 2014 年三费比率阶段性飙升至高点以后, 近两年已经开始逐步降低, 并于 16 年三季度创下阶段性新低。三费中只有财务费用仍处于上升空间, 我们认为主要是受部分项目进展慢于预期和公司近两年融资节奏未踏准的影响。
- 毛利率有望 2016 年探底。由于前期定增募投项目中部分项目为刚需项目, 毛利水平较低, 同时受政府对项目区域规模落实慢于预期影响, 公司销售和毛利均受

到拖累。但这些不利因素的影响有望在 2016 年大幅消化，未来公司将摆脱这些不利因素，毛利率处于快速回升的通道。

1.3 员工持股绑定管理层利益

公司的大股东宋都控股持股比例 44.75%，主要经营范围包括实业投资、资产管理、投资咨询等。

2016 年 3 月公司实施了员工持股计划，锁定期为 12 个月，杠杆比例为 2 倍，整体成交额 2.7 亿元，成交均价 5.41 元/股，计划持有公司股权比例为 3.73%。

从参与人员结构来看，管理层持股比例较高，董事长持股比例为全计划的 26.3%，整个管理层持股比例为全计划的 55%，有效的使管理层利益与公司利益绑定。

表 1:员工持股计划概况

员工持股计划概况			
成交金额	2.7 亿元	总股数	4995 万
锁定期	12 个月	成交均价	5.41
杠杆率	2:01	锁定起始日	2016.3.31
占公司股本	3.73%	员工参与人数	高管 7 人，总计不超过 115 人

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 布局医疗大健康，双主业格局已成

医疗大健康领域与地产领域存在较强的互补性，地产行业作为典型的周期行业具有较强的业绩波动性，而医疗大健康作为典型的防御型行业则可以平滑这种波动保障公司业绩增长的稳定性。

图 7:公司打造“地产+医疗大健康”双主业格局



资料来源：东兴证券研究所

2.1 大健康平台确立

2015 年 7 月，公司与宋都大健康共同出资设立杭州宋都新大健康管理有限公司，确立公司医疗大健康运作平台，未来布局领域包含中西医、生物基金、药品医疗器开发营运、健康体检、健康养老五大领域。

大健康平台的成立是公司布局医疗大健康领域的里程碑事件，确立了公司“地产+大健康”双主业战略。2015、2016 两年一系列的事件是对这一战略的贯彻落实。

- ◆ 2015 年 8 月，宋都新大健康向金溪生物增资人民币 2000 万元，持股比例 20%。
金溪生物在药品、生物制品、检测试剂的开发和生产拥有核心技术实力，拥有国家千人计划专家、博士层级的核心技术团队。公司于 2016 年 12 月获得医疗器械类产品证书，开始正式进军医疗器械行业。
- ◆ 2016 年 6 月投资 3 亿元参与设立杭州若沐宋都股权投资合伙企业。杭州若沐知藏是杭州地区知名的阳光私募，专长于医疗健康领域投资。若沐宋都的成立使公司能够借力于若沐，未来有望快速涉透医疗健康领域股权投资领域。
- ◆ 2016 年 6 月投资 5 亿元参与设立深圳达仁汇通资产管理企业，主要投资领域为医疗健康领域。深圳达仁投资是新三板挂牌企业，专注于股票、债券等二级市场投资，拥有强大的投资管理团队。
- ◆ 2016 年 11 月认缴 8 亿元设立英欧投资合伙企业，定位为有限合伙人和普通合伙

人双重角色，主要投资医疗健康相关领域，目前合伙企业已经完成工商设立登记手续。

目前公司参与的若沐和达仁角色均为 LP，英欧为 GP 和 LP，未来标的方向主要集中于医疗大健康领域，预期能够通过大量的资源投入和整合实现医疗大健康领域的快速扩张发展。

2.2 自有资金助力机遇挖掘

公司利用自有资金进行证券和私募投资基金投资，一方面为公司拓展业务领域提供机会，另一方面实现资产的全球化配置。

- ◆ 2016 年 8 月公司拟用最高额度不超过 5 亿元的自有资金进行证券投资，投资额度可循环使用。投资领域多集中于股票、债券等标的，投资风格偏向于谨慎稳健。设立该基金的目的是为了寻找未来公司产业布局的机会，服务于“地产+医疗大健康”双主业战略。
- ◆ 2017 年 1 月，公司以自有资金 1.05 亿元认购美国南加州牡蛎湾地产综合开发私募投资基金，通过资金出境和特殊目的公司持股美国合资公司等形式间接投资美国房地产开发项目。公司此举是对海外地产项目的拓展，有利于公司地域多元化配置资产。

3. 估值及盈利预测

我们预计公司在未来三年仍然以地产业务的营收为主 2016 年-2018 年 52.25 亿元、

60.81 亿元和 69.45 亿元，增速分别为 59.06%、15.51%和 8.83%。

表 2:公司地产业务收入预测表

	2015A	2016E	2017E	2018E
物业销售收入（亿元）	34.73	55.25	63.82	69.45
物业销售增速（%）	7.65%	59.06%	15.51%	8.83%
净利润（亿元）	0.77	-1.85	3.41	5.59

资料来源：东兴证券研究所

借助医疗产业和医疗供应链等实体产业，公司有望建立“地产+医疗大健康”的双主业驱动模式，奠定公司未来五至十年的发展基础。

3.1 公司 NAV 估值

公司仅地产业务 NAV 估值就已经与公司当前股价持平，并未体现出其医疗大健康板块业务布局的成果，因此我们认为公司股价还有较大的上行空间。

表 3:公司地产业务板块 NAV 估值

	日期	股票代码
公司地产业务 NAV 估值	2017/1/19	600077
开发项目评估溢价（百万元）	2773.7	
帐面净资产（亿元）	3934.0	
重估净资产（亿元）	6707.7	
总股本	1340.1	
RNAV	5.01	
当前股价	5.010	
当前股价溢价	0%	

资料来源：WIND，东兴证券研究所

3.2 同类公司相对估值比较

我们选取了 3 家地产业务同样重点布局杭州的房企与公司进行比较，公司估值水平略高于行业均值，但地产行业的估值无法反映公司医疗健康板块的业务布局，我们认为 2017 年公司的 PE 可达 30，目标价 7 元，公司目前股价仍然存在较大提升空间。

表 4：同类型房企上市公司市盈率比较（元/股）

代码	公司	EPS				PE				股价
		2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	
600823	宋都股份	0.06	-0.14	0.25	0.42	83.50	36.39	19.71	12.00	5.01
	行业均值					24.87	15.71	12.88	10.64	
	广宇集团	-0.08	0.35	0.42	0.48	-116.0	20.47	16.86	14.88	7.15
	滨江集团	0.37	0.49	0.61	0.75	18.79	14.31	11.37	9.28	7.02
	新湖中宝	0.13	0.18	0.26	0.32	37.4	23.48	16.73	13.46	4.28

资料来源：wind，东兴证券研究所

3.3 投资建议与评级

公司作为杭州区域住宅地产开发的龙头企业，随着医疗大健康产业布局的持续推进有望迎来新的发展机遇，看好公司“地产+医疗大健康”双主业的发展战略。2016 年-2018 年 55.25 亿元、63.82 亿元和 69.45 亿元，EPS 分别为-0.14/0.25/0.42 元，对应 PE 分别为-36.39/19.7/12.00 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

销售不及预期、地产调控政策进一步趋严、国内经济复苏不确定。

表 5: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	13248	13318	20436	20661	23920	营业收入	2323	3473	5525	6382	6945
货币资金	1303	943	1492	1723	4734	营业成本	1857	2846	4982	4860	4851
应收账款	45	9	15	17	19	营业税金及附加	168	243	387	447	486
其他应收款	453	1323	2104	2430	2644	营业费用	94	117	182	211	229
预付款项	65	59	109	157	206	管理费用	76	75	116	134	146
存货	11111	10687	16378	15977	15950	财务费用	18	47	74	126	128
其他流动资产	269	298	339	356	368	资产减值损失	7.64	4.61	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	437	450	663	679	701	公允价值变动收益	0.42	-0.35	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	202	455	455	455	455	投资净收益	7.35	-16.07	-20.00	-20.00	-20.00
固定资产	59.90	54.21	-30.14	-103.69	-171.84	营业利润	111	125	-241	580	1080
无形资产	0	4	4	3	3	营业外收入	1.21	3.06	3.00	3.00	3.00
其他非流动资产	3	0	15	15	15	营业外支出	24.85	3.06	3.00	3.00	3.00
资产总计	13685	13768	21100	21340	24621	利润总额	87	125	-241	580	1080
流动负债合计	5971	6883	12096	10479	10803	所得税	33	43	-83	199	370
短期借款	1202	44	5260	1758	0	净利润	55	82	-159	381	709

应付账款	749	708	1228	1198	1196	少数股东损益	17	5	26	40	150
预收款项	2372	3447	5105	7019	9103	归属母公司净利润	37	78	-185	341	559
一年内到期的非	865	1428	0	0	0	EBITDA	140	187	-172	690	1186
非流动负债合计	3829	2951	3958	5588	8088	BPS (元)	0.03	0.06	-0.14	0.25	0.42
长期借款	3829	2951	3951	5451	7951	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	9801	9834	16054	16067	18890	成长能力					
少数股东权益	144	152	178	218	368	营业收入增长	-16.78%	49.52%	59.06%	15.51%	8.83%
实收资本 (或股	481	481	1340	1340	1340	营业利润增长	-78.59%	12.57%	-293.04%	-340.23%	86.29%
资本公积	1290	1267	1267	1267	1267	归属于母公司净利润	-89.93%	109.07%	-337.94%	-284.70%	64.14%
未分配利润	1871	1932	1886	1971	2111	获利能力					
归属母公司股东	3741	3782	4868	5055	5363	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	13685	13768	21100	21340	24621	净利率 (%)	2.35%	2.37%	-2.87%	5.97%	10.21%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	0.27%	0.56%	-0.87%	1.60%	2.27%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	0.99%	2.05%	-3.79%	6.74%	10.43%
经营活动现金流	-970	2108	-5031	2538	2673	偿债能力					
净利润	55	82	-159	381	709	资产负债率 (%)	72%	71%	76%	75%	77%
折旧摊销	11.21	15.13	0.00	-16.02	-21.42	流动比率	2.22	1.93	1.69	1.97	2.21
财务费用	18	47	74	126	128	速动比率	0.36	0.38	0.34	0.45	0.74
应收账款减少	0	0	-6	-2	-2	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1657	1915	2084	总资产周转率	0.19	0.25	0.32	0.30	0.30
投资活动现金流	-133	0	-40	-25	-25	应收账款周转率	47	129	463	391	380
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.57	4.77	5.71	5.26	5.80
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	7	-16	-20	-20	-20	每股收益 (最新摊薄)	0.03	0.06	-0.14	0.25	0.42
筹资活动现金流	1863	-2749	5619	-2281	362	每股净现金流 (最新	1.58	-1.33	0.41	0.17	2.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	7.78	7.87	3.63	3.77	4.00
长期借款增加	0	0	1000	1500	2500	估值比率					
普通股增加	249	0	859	0	0	P/E	167.00	83.50	-36.39	19.70	12.00
资本公积增加	890	-22	0	0	0	P/B	0.64	0.64	1.38	1.33	1.25
现金净增加额	760	-641	549	231	3011	EV/EBITDA	49.92	31.42	-83.81	17.68	8.37

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

梁小翠

博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。