

房地产

2017年05月09日

宋都股份 (600077)

——业绩低于预期，公司正处于转型摸索期

报告原因：有业绩公布需要点评

中性 (下调)

投资要点：

- 公司2017Q1实现营业收入3.5亿元，同比下降42%；归母净利润为-487万，同比减小亏损幅度。公司可供出售金融资产为2.6亿元，较年初增加68%，公司于2017年4月公告拟实施最高额度不超过20亿元人民币的自有资金购买理财产品。公司预收账款为25.9亿元，较年初增加47%，主要系预售项目销售增加所致。公司转回资产减值损失379万，主要系结转销售排屋项目转回相应的存货跌价准备。
- 公司2016年实现归母净利润约为-2亿元，业绩低于预期。公司2016年实现营业收入77.6亿元，同比增幅124%；归母净利润-1.99亿元，同比增幅-357%。资产总额95.2亿元，较年初减少30.9%；负债总额57.7亿元，较年初减少41.3%。业绩低于预期主要系公司2016年结算了大量低毛利项目，整体毛利率仅为11%，同比下降7个pc。主要结算项目为香悦郡、东郡国际、晨光国际和南郡国际，其中前三个项目公司净利润均为亏损。此外公司计提了3540万元的存货跌价准备，主要系杭州永都开发的排屋项目去化缓慢，对净利润影响较大。
- 预计2017年公司结算收入负增长，但盈利水平有望得到改善。公司2016年实现销售收入55.8亿元（同比增幅9%），销售面积44.1万平方米（同比增幅47%），销售均价1.27万/平方米（同比下降26%）。考虑到公司2016年结转了大量销售项目，预收账款余额为17.7亿元，叠加公司主要销售城市杭州受限贷政策影响较大，预计2017年公司结算收入大概率负增长。不过，公司2017年进入结算周期的项目毛利率较高，如阳光国际、印象西湖等，预计盈利水平将得到大幅改善。公司目前拥有总可售货值约为150亿，其中在手土地储备建面39.8万方，可保证未来2-3年的销售。
- 公司融资成本较高，杠杆率逐步降低。2016年公司整体平均融资成本8.75%，高于同行业水平。2017Q1公司资产负债率为63.2%，同比下降9.5个pc；净负债率为60%，同比降低33个pc。公司2017年在手货币资金13.4亿，是短期借款和一年内到期的非流动负债的2.1倍，偿债能力较好。
- 2016年公司出让宋都物业资产，涉足医疗大健康产业。2016年12月，公司以2671万元将杭州宋都物业公司转让给大股东浙江宋都控股，产生投资收益2051万元。公司设立了杭州若沐宋都股权投资合伙企业、安徽顺望月子会所、慧源投资管理公司、杭州宋都会展公司、宋都紫阳健康管理公司，并参与入伙深圳达人汇通资产管理企业，该产业资本主要投资医疗健康领域。可以看出，公司正处于摸索阶段，在兼顾房地产主业的同时不断做出转型的尝试。
- 下调至中性评级，下调盈利预测。考虑到公司地产主业规模逐步收缩，同时大健康转型的方向尚不明确，下调至中性评级（原为增持评级）。我们预计公司2017-19年归母净利润分别为2.0/2.5/2.5亿元，对应EPS分别为0.15/0.18/0.19元（原预计公司2017-2018年归母净利润分别为2.5/2.8亿元，对应EPS为0.18/0.21元）。值得注意的是，公司2017年三月员工持股计划解锁，该计划成交均价为5.406元/股，较当前股价溢价25%。

市场数据：2017年05月08日

收盘价(元)	4.3
一年内最高/最低(元)	6.77/4.28
市净率	0.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	5763
上证指数/深证成指	3078.61 / 9833.17

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	4.57
资产负债率%	63.23
总股本/流通A股(百万)	1340/1340
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《宋都股份(600077)点评：大健康转型步伐稳健，地产业务毛利未来有望提升》
2016/10/24

《宋都股份(600077)点评：大健康转型步伐稳健，地产业务逐步收缩》
2016/09/21

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

曹一凡
(8621)23297818×7222
caoyf@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

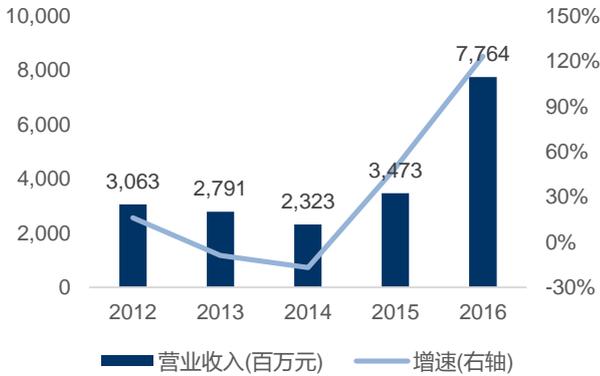
财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,764	354	3,089	3,178	3,849
同比增长率(%)	123.52	-42.35	-60.21	2.88	21.11
净利润(百万元)	-199	-5	199	247	254
同比增长率(%)	-	-	-199.76	24.12	2.83
每股收益(元/股)	-0.15	0.00	0.15	0.18	0.19
毛利率(%)	11.0	21.5	29.2	29.5	26.3
ROE(%)	-5.6	-0.1	5.3	6.2	6.0
市盈率	-29		29	24	23

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

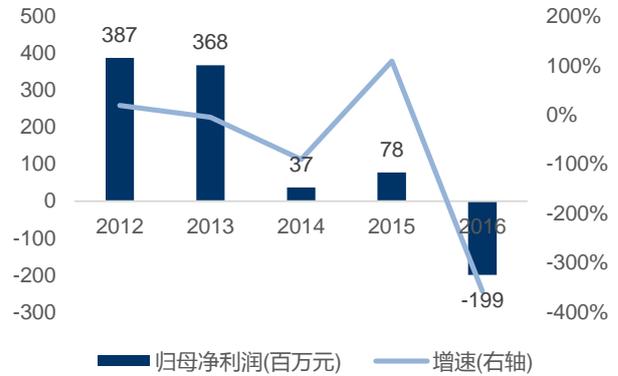
附表

图 1: 2016 年公司营业收入 77.6 亿元, 同比增长 124%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 2016 年公司归母净利润-2 亿元



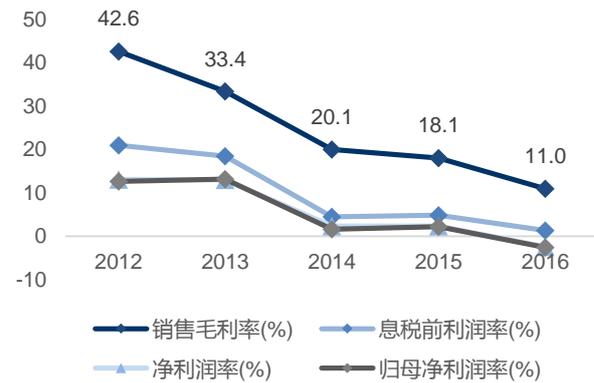
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 公司 2014-2016 年经营数据

	2014	2015	2016
销售面积(万平方米)	22.8	30.0	44.1
yoy		32%	47%
销售金额(亿元)	26.5	51.0	55.81
yoy		92%	9%
销售均价(元/平方米)	11645	17000	12664
yoy		46%	-26%
结算收入(亿元)	18.3	34.1	77.0
yoy		87%	126%
开工面积(万平方米)	45.7	0.0	-
竣工面积(万平方米)	52.2	57.6	-
土地储备建筑面积(万平方米)	34.1	27.6	39.8

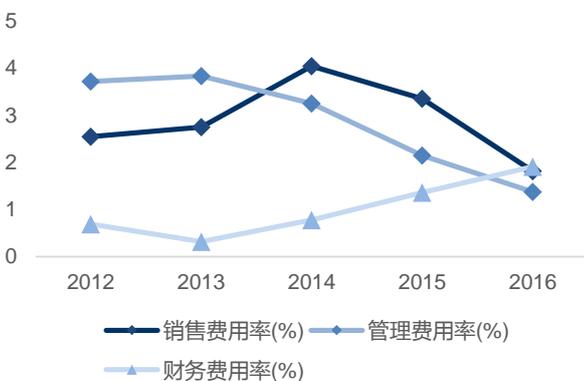
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 公司整体毛利率同比下降 7 个百分点



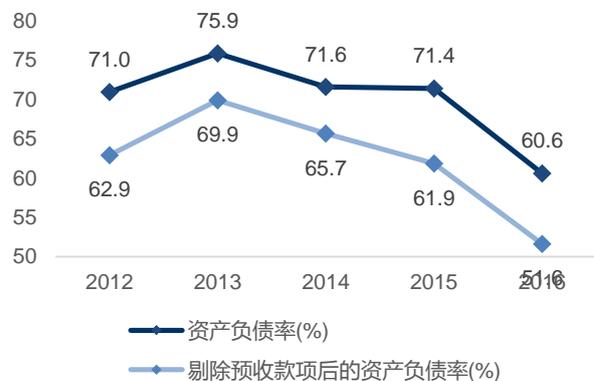
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 5: 2016 年公司三费率 5.1%, 同比减少 1.8 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 6: 2016 年公司剔除预收账款后的资产负债率为 51.6%, 较年初下降 10.3 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

布局医疗大健康，积极尝试双主业驱动模式

公司设立宋都大健康，入股金溪生物，医疗大健康转型稳步推进。2015年7月，宋都股份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。公司未来将以控股子公司杭州宋都新大健康为平台，积极布局中西医、生物基因、药品医疗器械开发营运、健康体检管理、健康养老五大领域。2015年8月，宋都新大健康向杭州金溪生物科技有限公司增资人民币2000万元，股权比例为20%。金溪生物拥有研发和商业化的第三代化学发光免疫检测试纸条和配套检测仪相关产品的专利技术。相关产品有诸如微生物检测系列、真菌毒素检测系列、赭曲霉毒素A免疫亲和柱等。目前国内拥有商业化化学发光免疫检测产品的公司较少，相关市场主要被进口产品占领，金溪生物所研发的国产CLIA产品具有先发优势，将迎来巨大的市场空间。

2016年6月子公司杭州茂都投资管理分别出资3亿、5亿人民币参与设立杭州若沐宋都股权投资合伙企业和参与入伙深圳达人汇通资产管理企业，主要投资医疗健康领域。

2016年8月公司拟使用最高额度不超过(含)5亿元人民币的自有资金进行证券投资，且在该额度内资金可循环使用。本次投资目的是为寻找有利于公司产业布局的战略性证券投资并购机会，实现公司的产业拓展，巩固和提升公司的竞争力和盈利能力。

员工持股计划顺利执行，彰显公司转型信心

公司员工持股计划整体成交额为2.7亿元，成交均价5.406元/股，买入股票数量占公司总股本的3.73%。该计划锁定期为12个月，杠杆比例为2倍。本次员工持股计划参与人数众多，其中管理层持股比例较高，约占整个员工持股计划的55%，董事长持股比例占全部计划的26.3%。

表 1：员工持股计划总体说明

宋都基业投资股份有限公司员工持股计划			
总股数(万股)	4,995	占公司总股本比例	3.73%
成交均价(元/股)	5.406	成交金额(万元)	27,000
锁定期	12个月	锁定期起始日	2016.3.31
杠杆比例	2:1	资金来源	员工自筹
董事长是否参与	是	员工参与人数	不超过115人，其中高管7人

资料来源：公司公告，申万宏源研究

利润表

百万元，百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,323	3,473	7,764	3,089	3,178	3,849
营业收入同比增长率 (yoy)	-17%	50%	124%	-60%	3%	21%
减：营业成本	1,857	2,846	6,913	2,187	2,240	2,836
毛利率(%)	20%	18%	11%	29%	30%	26%
减：营业税金及附加	168	243	487	173	175	212
主营业务利润	298	385	364	729	763	801
主营业务利润率(%)	13%	11%	5%	24%	24%	21%
减：销售费用	94	117	141	163	140	139
减：管理费用	76	75	107	152	136	135
减：财务费用	18	47	148	92	112	147
经营性利润	111	146	(32)	322	375	381
经营性利润率(%)	5%	4%	0%	10%	12%	10%
减：资产减值损失	8	5	42	(33)	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
加：投资收益	7	-16	39	0	0	0
营业利润	111	125	(36)	355	375	381
加：营业外净收入	-24	0	-1	-1	-1	-1
利润总额	87	125	(37)	354	374	380
减：所得税	33	43	150	117	124	126
净利润	55	82	(187)	237	250	254
少数股东损益	17	5	13	38	3	0
归属于母公司所有者的净利润	37	78	(199)	199	247	254
每股收益 (元)	0.03	0.06	(0.15)	0.15	0.18	0.19
归属于母公司所有者的净利润率(%)	2%	2%	-3%	6%	8%	7%

资料来源：申万宏源研究

资产负债表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	13,318	8,916	8,880	8,632	8,634
现金及等价物	943	1,500	1,908	2,977	3,074
应收款项	1,390	1,109	1,160	1,162	1,164
存货净额	10,687	5,964	5,468	4,149	4,052
其他流动资产	298	344	344	344	344
长期投资	172	299	299	299	299
固定资产	54	60	56	52	48
无形资产及其他资产	224	243	241	239	237
资产总计	13,768	9,518	9,476	9,222	9,218
流动负债	6,883	4,015	3,987	3,624	3,409
短期借款	1,472	700	500	500	500
应付款项	4,259	2,432	2,604	2,240	2,026
其它流动负债	445	535	535	535	535
非流动负债	2,951	1,753	1,502	1,381	1,362
负债合计	9,834	5,768	5,489	5,005	4,772
股本	481	781	781	781	781
资本公积	1,267	967	967	967	967
盈余公积	103	109	119	131	144
未分配利润	1,932	1,718	1,907	2,122	2,339
少数股东权益	152	176	213	216	216
股东权益	3,934	3,750	3,987	4,217	4,447
负债和股东权益合计	13,768	9,518	9,476	9,222	9,218

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	82	(187)	237	250	254
加：折旧摊销减值	16	54	(27)	6	6
财务费用	55	151	92	112	147
非经营损失	(34)	(63)	0	0	0
营运资本变动	1,990	2,631	650	954	(120)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	2,108	2,585	952	1,322	287
资本开支	2	(1)	1	0	0
其它投资现金流	2	(108)	0	0	0
投资活动现金流	(0)	(100)	(1)	0	0
吸收投资	0	11	0	0	0
负债净变化	(1,474)	(979)	(451)	(121)	(19)
支付股利、利息	617	354	92	132	171
其它融资现金流	(658)	(450)	0	0	0
融资活动现金流	(2,749)	(1,773)	(543)	(253)	(190)
净现金流	(641)	713	408	1,070	97

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。