

2014年11月04日

宋都股份 (600077.SH)

开启多元化之路

■**杭州区域地产企业，注重多元化发展：**公司是总部位于浙江省杭州市的区域性房地产开发企业，2011年实现借壳上市。公司地产业务长期坚持“区域聚焦”的地域开发战略，深耕长三角区域，业务横跨浙江、江苏、安徽三省。去年公司制定新一轮的五年战略，计划五年内在全国专业地产公司排名前三十、力争前二十的战略量化指标。

■**增发获证监会批复，和平安展开地产基金合作：**公司定增 11.8 亿增发已经获得证监会批复，预计近期将完成。公司实际控制人俞建午增发前持有公司合计 60.5% 股份，二股东平安置业为上市前引入的战略投资者，目前正持续减持。但平安仍和公司保持战略合作，今年 4 月公司和平安信托共同设立 100 亿额度的平安宋都地产基金。

■**2014 年公司项目陆续进入结算期：**公司目前土地储备 160 万平方米，杭州占比 65%，南京和合肥占 20% 和 15%。主要项目将于今明两年陆续竣工交付，公司业绩将进入结算高峰期。

公司毛利率持续下降，一方面是由于公司目前项目主要以刚需小户型楼盘为主，销售均价较低；另一方面公司近两年借款大幅上升，资本化利息增加使得毛利率持续下行。我们预计公司再融资完成后毛利率将触底回升。

■**杭州、南京住宅市场显露回暖迹象：**公司项目主要集中在长三角区域，该区域是今年楼市调整的重灾区，但随着限贷松绑以及央行限贷政策的放松，杭州、南京市场近 2 个月有明显的回暖迹象，预计公司销售将稳步回升。

■**投资建议：**首次给予买入-A 投资评级，我们预计公司 2014-15 年实现销售收入 39.7 亿和 54.1 亿，同比分别增 42% 和 36%，但由于公司今年毛利率下降，预计实现净利润 2.62 亿和 4.31 亿，对应 EPS 为 0.24 元和 0.40 元。此外，我们计算公司 RNAV 为 6.29 元，目前折让 11%。

我们认为公司布局区域市场正逐渐回暖，增发完成后毛利率预计将触底回升，并且公司转型预期强，市值管理动力充足，看好公司未来的发展。按 RNAV 的 120% 给予目标价 7.55 元。

■**风险提示：**杭州、南京等长三角城市住宅市场大幅调整，信贷政策难以落实致公司收入不及预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,062.6	2,791.3	3,969.1	5,408.8	6,289.9
净利润	387.3	368.2	262.0	431.0	539.8
每股收益(元)	0.36	0.34	0.24	0.40	0.49
每股净资产(元)	2.00	2.39	12.25	13.92	16.01

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	15.8	16.6	23.4	14.2	11.3
市净率(倍)	2.8	2.4	0.5	0.4	0.4
净利润率	12.6%	13.2%	6.6%	8.0%	8.6%
净资产收益率	17.7%	14.1%	9.2%	13.4%	14.6%
股息收益率	0.7%	0.6%	2.1%	3.4%	4.3%
ROIC	6.3%	6.2%	3.9%	4.1%	3.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司分析

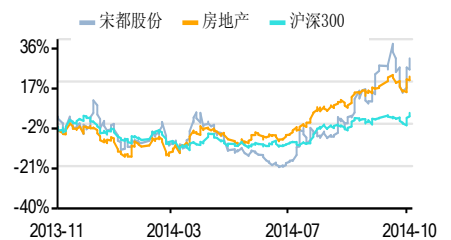
证券研究报告

住宅地产

投资评级

买入-A
首次评级
6 个月目标价
7.55 元
股价 (2014-11-04)
5.43 元
交易数据

总市值 (百万元)	6,120.31
流通市值 (百万元)	6,120.31
总股本 (百万股)	1,090.96
流通股本 (百万股)	1,090.96
12 个月价格区间	3.48/6.02 元

股价表现


资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.79	29.64	24.21
绝对收益	0.72	37.50	29.56

万知

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450513070002
 wanzhi@essence.com.cn
 010-66581690

何益臻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080005

010-66581695

相关报告

投资亮点:

1. 公司增发已获证监会批复，有效期 6 个月，预计近期将启动。公司计划向不超过 10 名符合规定的投资者发行不超过 3.5 亿新股，底价 3.38 元/股，募集资金不超过 11.8 亿元，投入南京南郡国际花园项目和杭州东郡国际三期项目。
2. 公司土地储备超过 160 万平方米，其中 65%位于杭州，20%和 15%位于南京和合肥。以刚需小户型为主，我们预计随着限购、限贷等放松政策的发酵，公司业绩将触底回升，特别是此前本轮地产调整最深的长三角区域。9、10 月杭州、南京楼市已呈现回暖迹象。
3. 公司项目主要在今明两年竣工，预计今年开始进入结算高峰期。我们预计 2014-2015 年公司结算收入同比增 42%和 36%。由于公司近期结算主力为低毛利率刚需楼盘，再加上负债端借款量的大幅上升造成资本化利息增加，公司综合毛利率今年将继续下降，结算净利润同比有所下滑。但我们预计随着公司再融资的推进以及流动性的宽松，预计 2015 年毛利率将稳步提升。
4. 我们计算公司 RNAV 为 6.29 元，目前折让 11%。公司目前管理层持股约 984 万股，市值超过 5500 万。我们认为公司市值管理动力充足。公司年报提出多元化发展，叠加中小市值地产股转型预期强烈，给予公司买入-A 投资评级。目标价按 RNAV 的 120%为 7.55 元。

1. 公司概况：杭州区域地产企业，注重多元化发展

1.1. 2011 年借壳上市，坚持“区域聚焦”，战略跻身前三十

宋都股份是总部位于浙江省杭州市的区域性房地产开发企业，项目布局以长三角区域为主。公司前身为 1974 年设立的江干区住宅统建办公室，1984 年改名设立杭州市江干区房屋建设开发公司，2000 年改制为杭州宋都房地产集团有限公司。2008 年公司引入中国平安，完成治理结构优化，2011 年公司借壳辽宁百科集团实现上交所上市。公司地产业务长期坚持“区域聚焦”的地域开发战略，深耕长三角区域，业务横跨浙江、江苏、安徽三省，并附随高铁线路发散，快速开拓南京与合肥市场。

图 1：公司发展历程



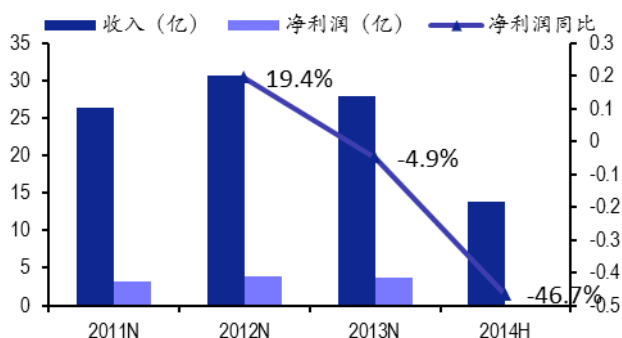
数据来源：公司网站，安信证券研究中心

2013 年，公司制定新一轮的五年战略（2013-2017），继续秉承“创新（Innovation）、品质（Quality）、效益（Effectiveness）”的工作理念，年报内提出要开拓多元化地产业务，不断实现公司规模与利润的双重增长，增加对股东与员工的回报，计划五年内在全国专业地产公司排名前三十、力争前二十的战略量化指标。

2013 年公司实现营业收入 27.91 亿元，净利润 3.68 亿元，同比分别下降 8.86%和 4.94%，EPS0.34 元，业绩下滑主要是由于地产业务毛利率的下降以及一般贸易业逐步停止，房地产结算业务同比仍小幅增长。2013 年公司综合毛利率 33.4%，较上年下降 9.2 个百分点，

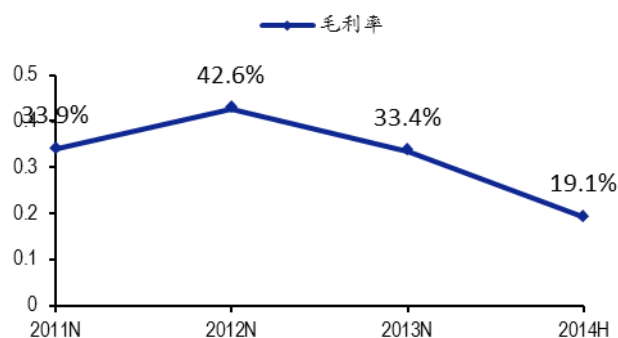
其中房地产销售业务毛利率 33.08%，较 2012 年下降 14.63%，主要是由于公司 2012 年结算的杭州阳光国际项目毛利率较高，而 2013 年交付的晨光国际项目为城市居民的刚需楼盘，利润率较低，拉低了公司整体毛利率。

图 2：2013 年公司一般贸易业逐步停止，收入略有下降



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 3：2013 年刚需盘占比较高拉低公司综合毛利率

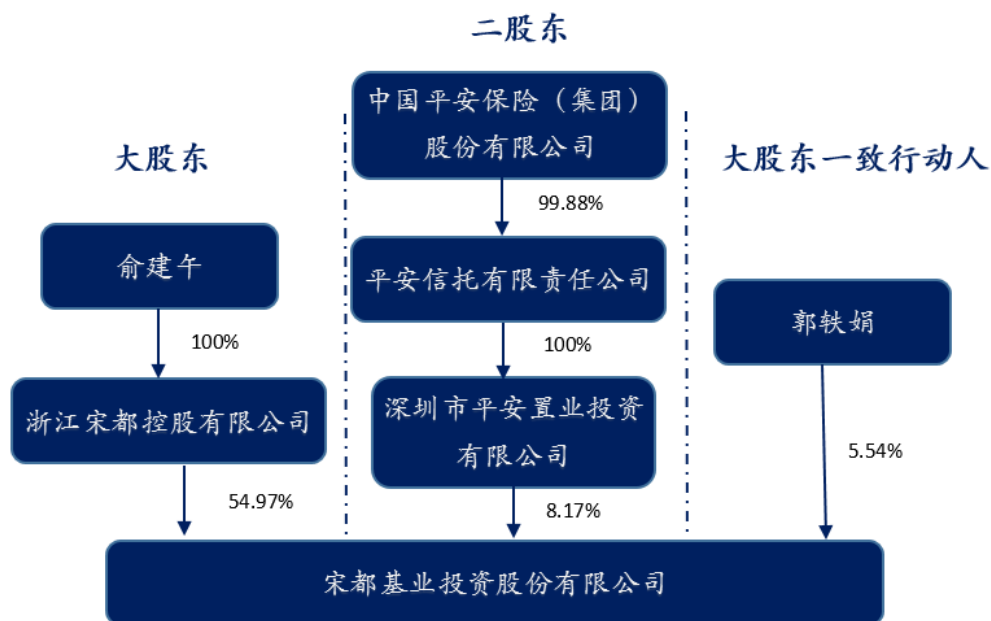


数据来源：wind、安信证券研究中心

1.2. 实际控制人持股超过 60%，二股东平安置业陆续减持

公司总股本 10.91 亿，其中有限售条件的流通股 6.04 亿，无限售条件的流通股 4.87 亿。控股股东为浙江宋都控股有限公司，持股 54.97%，实际控制人俞建午先生持有宋都控股 100% 股权，三股东郭轶娟女士持股 5.54%，与公司实际控制人俞建午先生为夫妻关系，共持股 60.51%。

图 4：实际控制人及其一致行动人共持股 60.51%



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

二股东深圳市平安置业投资有限公司在 2014 年 8 月 27 日到 9 月 24 日间通过大宗交易减持 4.31%，减持后持股 8.17%，并表示在未来 12 个月内在合适的市场时机下将会通过上海证券交易所继续减持宋都股份的股票。平安置业成立于 2005 年，为中国平安保险（集团）股份有限公司全资子公司，主营房地产投资、投资兴办各类实业；房地产经纪；投资咨询等。

表 1: 平安置业持续减持公司股权

股东名称	减持方式	减持期间	减持股数 (万股)	减持比例 (%)
平安置业	大宗交易	2013 年 12 月 16 日-19 日	1500	1.37
	大宗交易	2014 年 8 月 27 日-9 月 24 日	4700	4.31
	合计	2013 年 12 月 16 日-2014 年 9 月 24 日	6200	5.68

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2007 年底平安置业与宋都控股、郭轶娟、宋都集团签署《增资扩股协议》，平安置业向宋都集团增资 4.5 亿元，其中 1500 万元认购宋都集团新增注册资本，其余 4.35 亿元资金进入宋都集团资本公积金。

虽然平安解禁后持续减持公司股份，但公司和平安集团在金融层面依然紧密协作。Z 自从平安置业成为宋都集团的股东后，公司借助平安置业的金融业务平台大力拓展融资范围。

2014 年 4 月公司全资子公司杭州宋都房地产集团有限公司与浙江宋都控股有限公司、平安信托有限责任公司共同签订《关于房地产项目投资战略合作事宜之合作框架协议》，共同设立平安宋都地产基金，对公司单个或多个项目或项目公司进行循环投资，投资总金额上限为 100 亿元，首期募集的信托资金规模约为人民币 10 亿元。该地产基金的存续期限原则上不超过 10 年；平安信托有权根据项目公司或目标项目投资的实际情况调整存续期限。

此外，公司管理层持股较多，根据公司年报显示公司高管持有公司股份 984 万股，参考市值 5520 万元。

表 2: 公司高管持股

姓名	职务	期末持股数 (万股)	参考持股市 值(万元)
汪洋	董事, 总裁	360	2020
戴克强	副总裁	200	1122
汪庆华	副总裁	160	898
程戈	副总裁	120	673
龚睿	董事, 副总裁, 董事会秘书	80	449
陈振宁	财务负责人	64	359
合计		984	5520

注: 按目前股价计算市值

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

1.3. 本次增发已获得证监会批复

公司非公开增发已获证监会核准并于 2014 年 10 月 14 日收到证监会“非公开发行股票”的批复，6 个月内有效。公司计划向不超过 10 名符合规定的投资者发行不超过 3.5 亿股新股，底价 3.38 元/股，募集资金不超过 11.8 亿元，投入南京南郡国际花园项目和杭州东郡国际三期项目。

表 3: 本次增发投入项目一览

序号	募集资金投资项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	拟投入募集资金占 项目投资总额的比例
1	南京南郡国际花园项目	212100	84900	40.03%
2	杭州东郡国际三期项目	100000	33450	33.45%
合计		312100	118350	37.92%

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

南京南郡国际花园项目位于南京市雨花台区板桥新城核心区域，项目占地 10.2 万平

方米，建筑面积 33.0 万平方米，定位于刚性需求的商品住房，销售对象以 20~35 岁年轻人为主，主要针对首次购房需求，90 平方米以下住宅套数占比 92.80%。板桥新城是距离中心城区最近的新城，随着以软件谷为主导的高新科技产业高速发展以及建设“一体两翼”中国软件名城、构建“一谷两园”软件产业集聚区的决策提出，板桥新城将成为南京市重要的高新技术产业基地。因此，该项目销售前景良好。

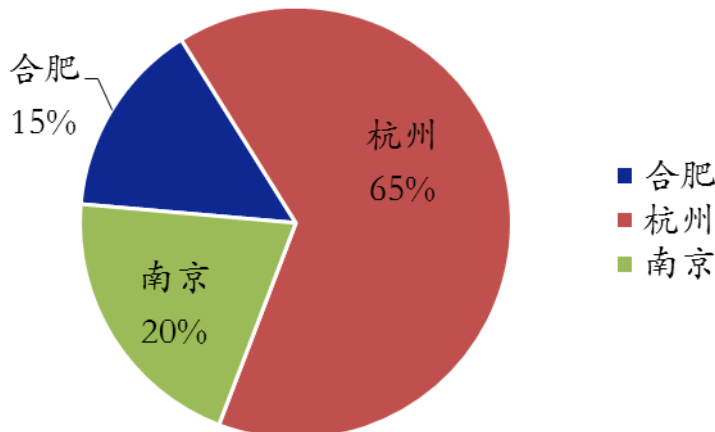
杭州东郡国际位于下沙大学城板块，可以有效依托城北大学城配套发展。项目占地 4.7 万平方米，建筑面积 14.7 万平方米，定位于刚性需求的商品住房，90 平方米以下住宅面积占比 99.65%。目前，下沙正在构建高教园区和工业园区。下沙高教园区总面积约 10.91 平方公里，区内拥有 14 所高校及 16 万名在校大学生，力争建成国际一流的研发和软件基地。下沙工业园区总面积约 20 平方公里，力争建成先进制造业基地。因此，下沙未来将导入数万人口，房地产刚性需求旺盛。

2. 2014 年公司项目陆续进入结算期

2.1. 目前土地储备主要集中在杭州，今年进入竣工高峰期

公司地产业务起源于杭州地区，然后附随高铁线路陆续进入合肥与南京地区，截止今年中期，公司合计土地储备约 160.42 万平方米（不含已结算面积）。杭州项目约占公司总土地储备的 65%，合肥项目占 15%，南京项目占 20%。其中杭州下沙区约占杭州土地储备 41%，桐庐县占 40%，其他地区包括九堡、江干区和拱墅区共占 19%。

图 5：公司土地储备以杭州为主



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司项目在去年底和今年将陆续竣工，我们预计今年开始公司将进入业绩结算的高峰，2013 年底晨光国际竣工并实现整体交付，为去年结算的主力。根据公司竣工计划，今年杭州东郡国际、阳光国际公建部分，桐庐东门新天地和合肥印象西湖花园二期将陆续竣工，2015 年南京南郡国际也将实现竣工。

表 4：公司 2014 年进入项目竣工高峰

项目名称	城市	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	总占地面积	总建筑面积	剩余可售面积
杭州晨光国际	杭州	2010 年 6 月	2013 年 12 月	38.50 亿	12.3	45.0	18.9
杭州阳光国际公建部分	杭州	2008 年 8 月	2014 年 8 月	25.00 亿	11.1	35.4	11.1
桐庐东门新天地	桐庐	2012 年 4 月	2014 年 8 月	1.21 亿	-	-	-
杭州东郡国际	杭州	2011 年 12 月	2014 年 12 月	26.00 亿	9.8	30.2	5.0
合肥印象西湖花园二期	合肥	2010 年 6 月	2014 年 12 月	13.00 亿	13.7	61.6	23.1
南京南郡国际	南京	2013 年 8 月	2015 年 11 月	21.21 亿	11.1	33.0	26.0
杭州东郡国际三期	杭州	2013 年 11 月	2016 年 6 月	10.00 亿	4.8	14.7	10.0
杭州香悦郡	杭州	2014 年 8 月	2016 年 12 月	21.00 亿	5.7	21.2	-
杭州淘天地	杭州	2014 年 8 月	2016 年 12 月	6.50 亿	1.6	6.5	-
桐庐大奇山郡	桐庐	-	-	-	108.2	59.4	51.4
合计				162.42	178.3	307.0	145.4

注：合肥印象西湖花园二期和杭州阳光国际土地面积和总建面是项目全部面积；

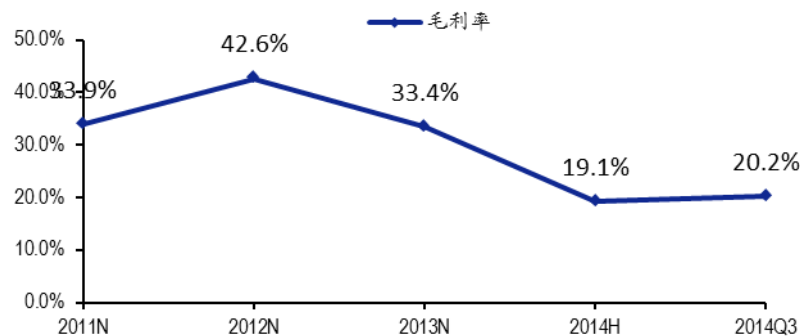
桐庐大奇山郡权益 50%，计入长期股权投资；
剩余可售面积为 2014 年中期；
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 今年结算毛利率处在低位，预计增发后毛利率将有所回升

今年公司可结算项目明显增加，但由于公司毛利率处在低位以及融资费用的增加，预计今年业绩难以大幅增长。公司近期可结算的项目均是以刚需为主，毛利率较低；另一方面由于公司今年借款的大幅增长，财务费用的资本化压低了公司毛利。

由于东郡国际一期、印象西湖二期项目交付结转，今年前三季度公司实现营业收入 16.45 亿，较去年同期 3.87 亿大幅增长，相当于去年全年结算的 58.9%。但前三季度公司综合毛利率仅 20.2%，较去年全年的 33.4% 下降 13.4 个百分点，公司实现归属于母公司净利润仅 613 万，同比下降 66.6%，EPS 为 0.006 元，去年全年为 0.34 元。

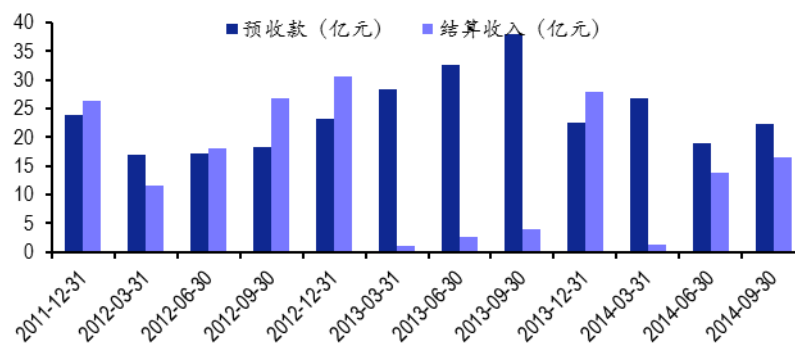
图 6：公司前三季度结算项目毛利率大幅下降



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

三季末公司账面预收款 22.19 亿，同比降 41.53%，较年初降 1.3%，预收款较低主要是由于东郡国际一期、印象西湖二期项目交付结转，公司在二、三季度进行了项目结算。

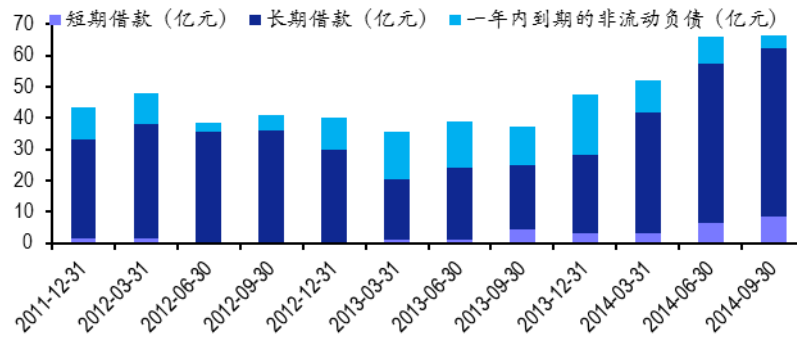
图 7：公司三季末预收款 22.2 亿



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

今年三季度公司短期借款 8.5 亿，长期借款 53.8 亿，较年初分别增长 5.5 亿和 28.6 亿。我们预计增发完成后公司融资成本将下降，预计毛利率将触底回升。

图 8：公司今年借款大幅增加



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 杭州、南京住宅市场显露回暖迹象

公司 2014 年全年实现合同销售 39.25 亿元，今年上半年实现合同销售 11.66 亿，今年销售情况并不理想，主要是受杭州等长三角城市房地产市场整体低迷有关。

表 5：公司 2013 年及今年中期项目销售情况

项目名称	项目种类	2013N			2014H		
		报告期内销售面积 (㎡)	均价 (元)	销售额 (万元)	报告期内销售面积 (㎡)	均价 (元)	销售额 (万元)
印象西湖	商铺及购物中心	1142	23638	2699	16729	8256	13812
	办公写字楼	41212	7831	32273	2354	7634	1797
晨光国际	住宅	6579	7685	5056	-	-	-
	商铺及购物中心	9635	23189	22344	213	20063	428
南郡国际	住宅	141015	13549	191062	3492	12927	4515
	住宅	21110	10971	23160	70639	11532	81458
奥体名座	办公写字楼	1751	14500	2539	-	-	-
美域二期	住宅	634	26566	1685	-	-	-
	车位	2113	8385	1772	-	-	-
东郡国际一、二期	商铺及购物中心	2865	23129	6627	-	-	-
	住宅	39695	11691	46406	612	10099	618
东郡国际三期	住宅	-	-	-	7845	10800	8472
大奇山郡	住宅	17584	14241	25042	4064	13454	5467
阳光国际	商铺及购物中心	951	22147	2106	-	-	-
	住宅	13325	22325	29747	-	-	-
合计		299,612		392,518	105,948		116,567

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

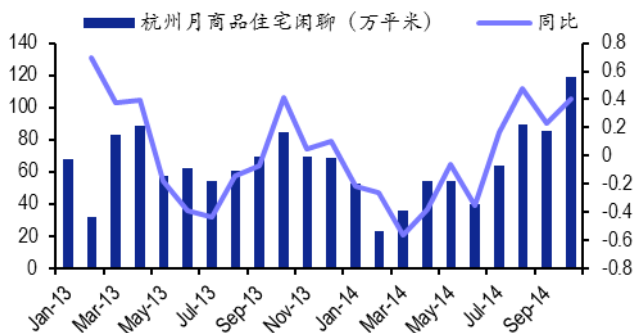
公司项目主要集中在杭州、南京和合肥，今年长三角区域是本轮地产调整的重灾区，尤其是杭州和南京市场，商品住宅库存均大幅增加。

截止至今年前三季度，杭州商品住宅市场成交 499 万平方米，同比降低 13.1%，基本和我们统计的 22 个二线城市均值 13.2% 一致。商品房库存 9.78 万套，同比增 42.1%，去化周期 12.2 个月，较去年同期上升 1 个月，年中一度上升至 25 个月。南京今年前三季度商品住宅成交 501 万平方米，同比降低 30.7%，库存 5.31 万套，同比增 48.9%，去化周期 10.9 个月，较去年同期上升 5.9 个月；合肥今年前三季度商品住宅成交 672 万平方米，同比降低 10.3%，库存 4.32 万套，同比增 11.1%，去化周期 6.5 个月，较去年同期上升 1 个月；

限贷松绑叠加央行限贷政策的放松，长三角区域住宅市场已经有回暖迹象，我们预计随着放松政策的相继落地，未来住宅成交有望企稳回升。10 月单月杭州住宅成交 119 万平方米，同比增 40.5%，环比 9 月上升 38.7%；南京单月住宅成交 81 万平方米，同比

降 10.1%，但环比 9 月上升 54.2%；合肥今年受市场调整的影响较小，10 月单月住宅成交 57.7 万平方米，同比降 31.4%，环比 9 月降低 15.3%。

图 9：杭州限购放松后住宅成交明显增长



数据来源：wind，安信证券研究中心

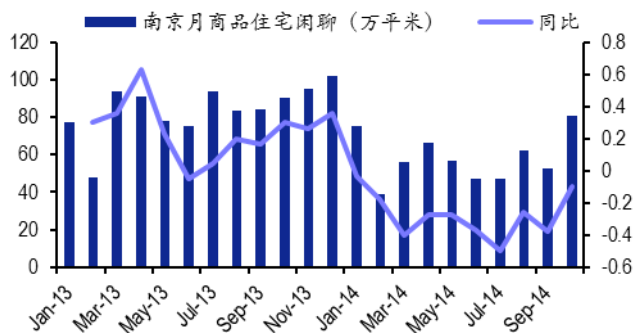
图 10：杭州需去化 9.6 个月，同比减少 0.4 个月



注：以 2012 年 12 月日均库存为基数 100

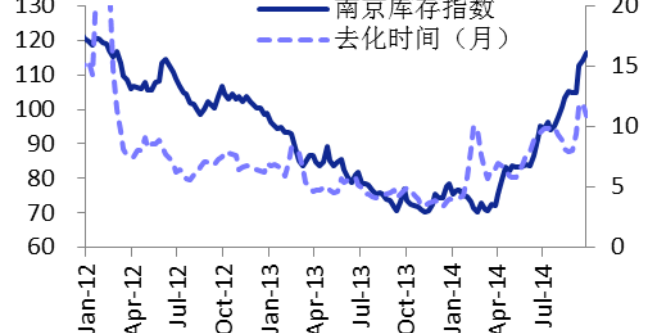
数据来源：wind，安信证券研究中心

图 11：南京今年成交累计同比降 28.5%



数据来源：wind，安信证券研究中心

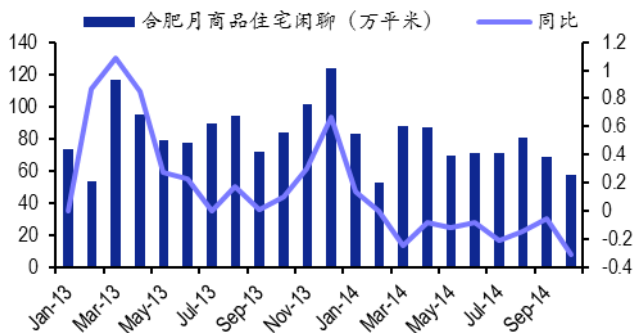
图 12：南京需去化 7.6 个月，同比增加 3.6 个月



注：以 2012 年 12 月日均库存为基数 100

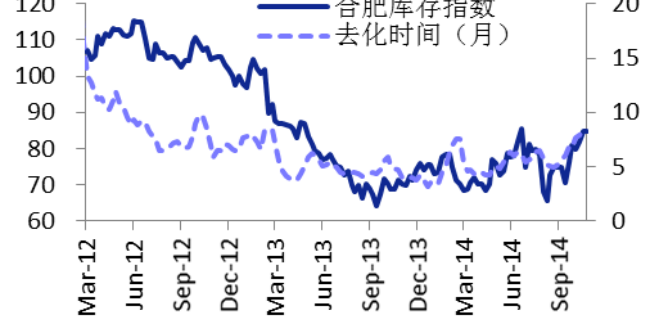
数据来源：wind，安信证券研究中心

图 13：合肥今年住宅市场相对稳定



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 14：合肥需去化 8.5 个月，同比增加 3.8 个月



注：以 2012 年 12 月日均库存为基数 100，5 月调整库存统计口径

数据来源：wind，安信证券研究中心

3. 公司主要项目

3.1. 宋都“江湾系”产品：近两年结算主力

公司坚持“区域聚焦”的发展战略，地产业务坚持深耕大长三角区域，东郡国际、晨光国际、阳光国际项目构成的宋都“江湾系”产品为最主要业务，主打刚需盘，并附少量商铺与购物中心。其中晨光国际与阳光国际已于 2013 年年底竣工，东郡国际将于 2014 年年底竣工。

晨光国际项目位于下沙新城“东部国际湾”核心地段，具有杭州城东交通枢纽优势，紧邻地铁一号线首站江滨站。沿江景观大道可直达钱江新城，耗时约 18 分钟车程。2013 年晨光国际项目完成整体交付，住宅与商铺合计销售面积 15.07 万平方米，实现销售收入

23.14 亿元，占比公司房地产销售收入 84.02%。实现净利润 2.67 亿元，占总房地产业务净利润 72.55%。预计调整后 2014 年结算收入 10.43 亿元。

表 6：晨光国际项目基本情况

项目名称	晨光国际	
用地面积	12.3	万平方米
建筑面积	45.0	万平方米
容积率	3.67	
结算收入		
2014E	10.43	亿元
2015E	14.90	亿元

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

阳光国际项目隶属钱江新城 CBD 十分钟生活圈，经沿江大道约十分钟可达万象城、市民中心、天元大厦。项目位于通盛路与沿江大道交汇处，北临艮山东路，西接圆梦园别墅区，南面 1.5 公里钱塘江，具有一线江景资源。从项目经九堡大桥约 15 分钟可至萧山国际机场。阳光国际已于 2013 年年底竣工，今年陆续开盘。相较晨光国际与东郡国际，阳光国际项目去化速度较慢，但毛利率较高。保守估计 2014 年结算面积 5.97 万平方米，可实现收入 13.33 亿。随着房贷政策宽松化，预计 2015 年结算面积 4 万平方米，实现收入 8.93 亿元。

表 7：阳光国际项目基本情况

项目名称	阳光国际	
用地面积	11.1	万平方米
建筑面积	35.4	万平方米
容积率	3.18	
结算收入		
2014E	13.32	亿元
2015E	8.93	亿元

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

东郡国际项目(指东郡国际一、二期)位于下沙大学城板块核心位置，德胜快速路与沿江大道交叉口，浙江财经学院正北面，交通便利；东临钱塘江与湿地公园；南靠景观绿化带与玉带河，南侧一路之隔是大学城。东郡国际项目仍为刚需盘，总建筑面积约 32 万平方米，将于 2014 年年底竣工。今年上半年已完成批量交付，去化速度较快，2013 年预售比例达到 80.26%。东郡国际项目用地包括住宅、商铺及购物中心，占地面积 9.82 万平方米，规划总建筑面积为 30.24 万平米，容积率 3.08。今年 9 月 20 日加推 9 号楼，69 方户型 59 万元起售。预计该项目调整后 2014 年与 2015 年结算面积分别为 6.37 万平方米与 5 万平方米，结算收入分别为 7.45 亿和 5.85 亿。

表 8：东郡国际一、二期项目基本情况

项目名称	东郡国际	
用地面积	9.82	万平方米
建筑面积	30.24	万平方米
容积率	3.08	
结算收入		
2014E	7.45	亿元
2015E	5.85	亿元

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 东郡三期：继续打造“江湾系”品牌刚需盘稳定未来收入

2013 年 4 月份，公司以获得杭州下沙“东郡三期”地块，同年 11 月底东郡三期开工，

继续打造“江湾系”刚需盘品牌。

东郡三期项目 90 平方米以下住宅套数占比 99.47%，住宅面积占比 99.65%，是定位于刚性需求的商品住房。该项目位于下沙大学城北板块，下沙正在构建高教园区和工业园区，高教园区总面积约 10.91 平方公里，区内拥有 14 所高校及 16 万名在校大学生，计划建成国际一流的研发和软件基地。工业园区总面积约 20 平方公里，计划建成先进制造业基地。因此，下沙未来将导入数万人口，房地产刚性需求旺盛，东郡三期项目可以有效依托城北大学城配套发展，以及区域体育公园生态环境、大学人文环境等优势，加上公司在当地良好的品牌影响力与市场基础，预计销售前景良好。

图 15：东郡国际距杭州市中心 24 公里



数据来源：互联网，安信证券研究中心

东郡三期项目占地 4.75 万平方米，总建筑面积 14.72 万平方米，预计可实现总销售收入 12.93 亿元，销售毛利润率 30.87%，净利润率 15.02%。（募投项目预计）

表 9：东郡三期项目基本情况

项目名称	东郡国际	
用地面积	4.75	万平方米
建筑面积	14.72	万平方米
容积率	2.30	
项目预估		
总销售收入	12.93	亿元
开发成本	8.94	亿元
毛利润	3.99	亿元
净利润	1.94	亿元
销售收入		
2014E	0.54	亿元
2015E	5.64	亿元

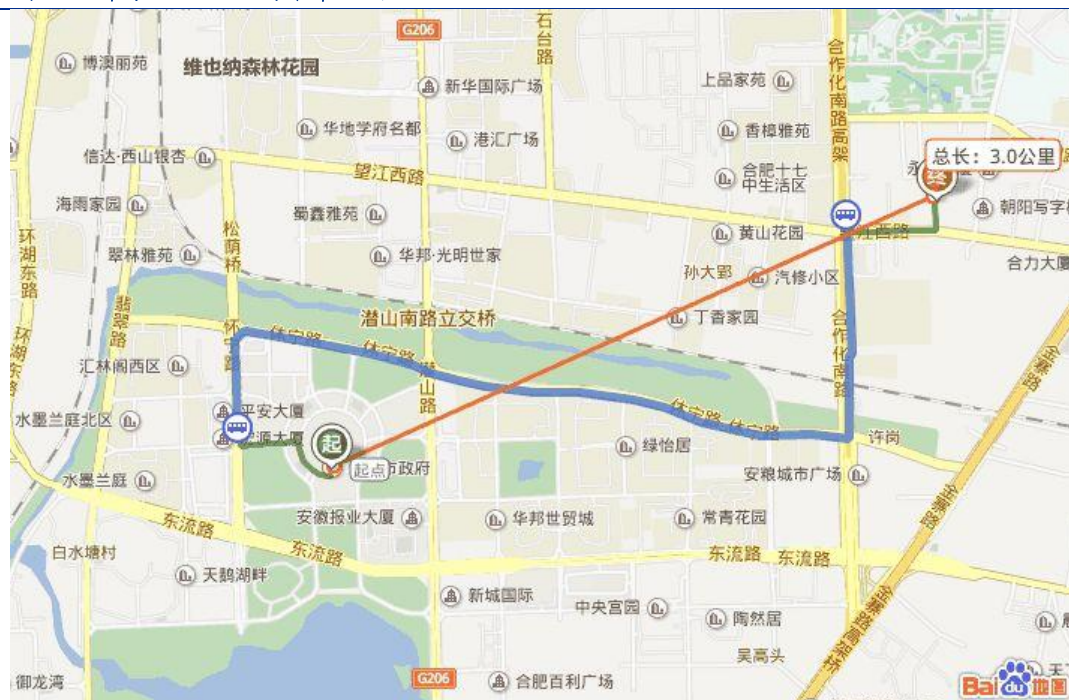
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 合肥印象西湖：未来结算利润增长点

公司以扎根长三角，布局沿海核心城市及直辖市，同时积极进军国内其它意向城市为主要战略，在稳定杭州“江湾系”产品业绩的基础上，向合肥与南京布局。早于 2004

年公司便成功以西湖花苑在合肥获得“中国名胜”的赞誉，2008年印象西湖开工，占地面积13.73万平方米，总规划建筑面积54.93万平方米，容积率4.00，项目预计总投资24.91亿元。印象西湖项目由合肥印象西湖有限责任公司实施完成，公司控股51%。

图 16：印象西湖区距离市中政府仅 3 公里



数据来源：互联网，安信证券研究中心

印象西湖位于老城区与政务区的交接地带——望江路版块，南瞰政务文化新区（2.7公里），西临高新技术开发区（大蜀山6.3公里），北望三里庵、三孝口两大商圈（3.5公里），是合肥整个西南片区的门户，未来新城市副中心所在。印象西湖项目交通便利，有金寨路、合作化路双高架，潜山路、望江路、黄山路等多条城市主干道。区域内学校、医院、银行、餐饮等生活配套成熟。沃尔玛、乐购超市、南七商业大厦、百脑汇、赛博广场等商家遍布区域内；15分钟生活圈内涵盖了安医附院、第三人民医院、省立医院南区等医疗机构；同时有中国科技大学、安徽大学、合肥学院、炮兵学院、解放军电子工程学院等多所名校，是集商业、休闲、娱乐、居住、办公为一体的超大型城市综合体。

表 10：印象西湖项目基本情况

项目名称	印象西湖	
用地面积	13.73	万平方米
建筑面积	54.93	万平方米
容积率	4.00	
销售金额		
2014E	7.94	亿元
2015E	7.77	亿元

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

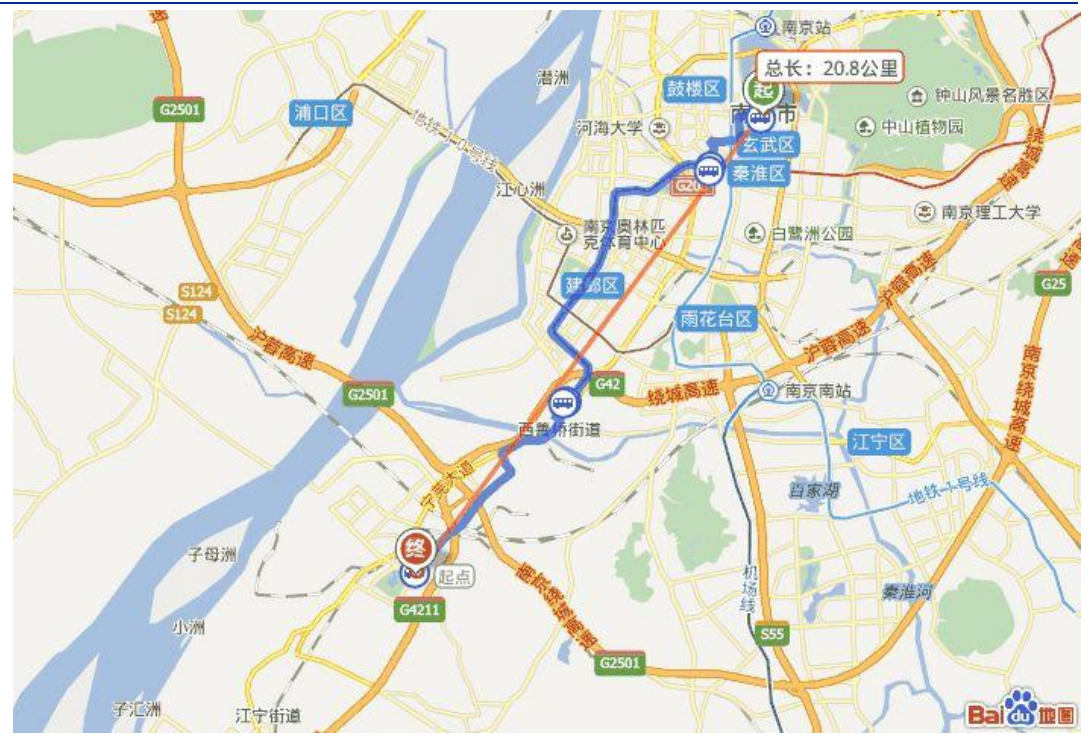
印象西湖项目已于2014年6月竣工，年底即可结算。预计2014年与2015年结算面积分别为10.16与9.94万平方米，结算收入分别为7.94亿元与7.77亿元。

3.4. 南京南郡国际：区域扩张下的优秀产品

2012年11月公司以总价9.3亿元取得位于江苏省南京市雨花台区板桥新城的NO.2012G44地块，东至规划道路，南至新城大街，西至新湖大街，北至规划道路。该地块土地出让面积10.23万平方米，容积率大于1.0且不大于2.4，建筑密度不大于22%，用

地性质为二类居住用地。

图 17：南郡国际距南京市市政府约 21 公里



数据来源：互联网，安信证券研究中心

南郡国际项目总建筑面积约 33 万平方米，位于板桥新城，地理位置较好，周边学校、医院等配套设施齐全。板桥新城是离中心城区最近的新城，将成为南京重要的高新产业基地，再加上南郡国际项目南临 1300 亩的莲花湖公园，东枕景观绿化带板桥河，交通便利，因此销售前景良好。

表 11：南郡国际项目基本情况

项目名称	南郡国际	
用地面积	10.23	万平方米
建筑面积	33.02	万平方米
容积率	2.40	
项目预估		
总销售收入	28.12	亿元
开发成本	17.69	亿元
毛利润	10.42	亿元
净利润	4.42	亿元
销售收入		
2015E	10.38	亿元

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

南京南郡国际项目销售对象以 20~35 岁年轻人为主，主要针对首次购房需求。该项目 90 平方米以下住宅套数占比 92.80%，90 平方米以下住宅面积占比 88.84%，是定位于刚性需求的商品住房。2013 年 8 月开工后，公司采用升级“棉花 TOWN”运营体系，加快推进刚需盘，优先推进以 69 方、89 方为主的小户型住宅建设，造就了南京南郡国际项目首次开盘 280 余套房半日内去化的销售业绩。该项目预计 2015 年年底竣工，2014 年上半年预售 7.06 万平方米，预计调整后 2015 年开始结算，可结算 9 万平方米，结算收入 10.38 亿元。

4. 买入-A 评级，公司将进入业绩收获期

我们预计 2014 年公司结算面积 32.70 万平方米，结算收入 39.7 亿元，实现净利润 2.62 亿元，收入和利润分别变动+42.2%和-28.8%，净利润下滑主要是由于公司项目结算毛利率的大幅下降。销售收入主要来源于“江湾系”产品中去年结算剩余的晨光国际项目、今年集中结算的东郡国际项目、阳光国际项目，和合肥印象西湖项目。预计 2015 年结算面积 47.40 万平方米，实现销售收入 54.1 亿元，净利润 4.31 亿元，收入和利润分别变动+36.3%和+64.5%。南郡国际开始贡献业绩，毛利率较 2014 年缓慢回升。按此推算，预计公司 2014 年-2015 年 EPS 分别为 0.24 元和 0.40 元。

表 12：预计公司结算表（单位：万平方米、亿元）

名称	城市	物业类型	权益	竣工时间	2014 结算 面积	2014 结算 收入	2015 结算 面积	2015 结算 收入
印象西湖	合肥	综合体	51.0%	2015.6	10.2	7.9	9.9	7.8
晨光国际	杭州	综合体	100.0%	2020.6	7.7	10.4	11.0	14.9
东郡国际	杭州	综合体	100.0%	2015.4	6.4	7.4	5.0	5.8
东郡三期	杭州	综合体	100.0%	2014.10	0.5	0.5	5.2	5.6
阳光国际	杭州	综合体	100.0%	2013.12	6.0	13.3	4.0	8.9
南郡国际	南京	住宅	100.0%	2015.11	-	-	9.0	10.4
淘天地	杭州	商业地产	100.0%	2016.12	-	-	0.2	0.4
香悦郡	杭州	综合体	100.0%	2016.12	-	-	0.1	0.3
计入投资收益项目：								
大奇山郡	杭州	住宅	50.0%	2014.12	2.0	2.7	3.0	4.0
合计					32.7	42.4	47.4	58.1

注：报表中大奇山郡为投资收益

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

我们计算公司 RNAV 为 6.29 元，现股价折让 11%。

表 13：公司 RNAV 估值

净资产	26.02	亿元
开发业务增值	42.64	亿元
重估净资产	68.66	亿元
总股本	10.91	亿股
每股净资产	6.29	元

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司主要项目集中在杭州，长期以扎根长三角，布局沿海核心城市及直辖市，同时积极进军国内其它意向城市为主要战略，在稳定杭州“江湾系”产品业绩的基础上，跟随高铁发散向合肥与南京布局。在杭州楼市疲软的趋势下，公司以加快推进杭州刚需楼盘为经营理念，保持销售收入的基础上，调整杭州外项目为未来三年结转点。“江湾系”产品为 2014 年销售收入主要来源，预计调整后将与杭州外项目共同稳定未来三年销售收入。

杭州外合肥印象西湖项目为 2014 年主要结转项目之一，印象西湖位于老城区与政务区的交接地带，是集商业、休闲、娱乐、居住、办公为一体的超大型城市综合体，是合肥整个西南片区的门户，未来新城市副中心所在。预计 2014 年与 2015 年将分别贡献 8 亿左右的销售业绩。南京南郡国际项目开盘即取得优异销售业绩，为 2015 年销售收入提供稳定支撑。随着 2015 年房贷政策宽松化，预计将与利润率较高的阳光国际项目共同成为 2015 年利润重要支撑点。

首次给予买入-A 投资评级，我们认为公司增发完成后，有较强的转型预期，市值管理动力充足。按 RNAV 的 120% 给予目标价 7.55 元。

5. 风险提示

杭州、南京等长三角城市住宅市场大幅调整，信贷政策难以落实致公司收入不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月03日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,062.6	2,791.3	3,969.1	5,408.8	6,289.9	成长性					
减:营业成本	1,756.6	1,858.2	3,059.8	4,048.5	4,675.3	营业收入增长率	16.1%	-8.9%	42.2%	36.3%	16.3%
营业税费	463.1	251.1	325.9	457.6	564.2	营业利润增长率	39.1%	-14.6%	-32.9%	66.9%	24.3%
销售费用	78.0	76.8	111.5	155.2	183.0	净利润增长率	19.5%	-4.9%	-28.8%	64.5%	25.3%
管理费用	113.8	107.0	145.3	194.2	208.2	EBITDA 增长率	43.7%	-15.6%	-31.8%	65.5%	23.2%
财务费用	21.2	8.8	7.8	15.8	15.8	EBIT 增长率	45.1%	-16.0%	-32.6%	67.7%	23.7%
资产减值损失	13.7	-34.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	30.8%	-6.1%	-30.3%	68.2%	24.5%
加:公允价值变动收益	0.1	0.2	0.4	-	-0.1	投资资本增长率	-4.3%	10.0%	59.2%	44.4%	-8.6%
投资和汇兑收益	-9.2	-5.1	28.4	42.7	77.9	净资产增长率	1.2%	-12.1%	8.6%	13.2%	14.4%
营业利润	607.0	518.6	347.7	580.1	721.2	利润率					
加:营业外净收支	18.7	-10.0	7.0	5.2	0.7	毛利率	42.6%	33.4%	22.9%	25.2%	25.7%
利润总额	625.7	508.5	354.7	585.4	721.9	营业利润率	19.8%	18.6%	8.8%	10.7%	11.5%
减:所得税	224.2	143.7	91.7	150.0	181.3	净利润率	12.6%	13.2%	6.6%	8.0%	8.6%
净利润	387.3	368.2	262.0	431.0	539.8	EBITDA/营业收入	20.9%	19.3%	9.3%	11.2%	11.9%
						EBIT/营业收入	20.5%	18.9%	9.0%	11.0%	11.7%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	8	8	5	3	2
货币资金	814.4	551.6	833.5	1,135.9	1,320.9	流动营业资本周转天数	717	810	780	864	842
交易性金融资产	2.9	2.1	2.5	2.5	2.3	流动资产周转天数	1,226	1,376	1,243	1,345	1,321
应收帐款	1,375.2	541.5	671.3	831.2	916.0	应收帐款周转天数	157	124	55	50	50
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	946	1,139	1,077	1,187	1,163
预付帐款	72.4	72.6	429.6	196.2	422.1	总资产周转天数	1,264	1,420	1,271	1,364	1,337
存货	8,079.3	9,588.6	14,170.3	21,506.9	19,145.3	投资资本周转天数	736	829	792	872	848
其他流动资产	-	237.4	297.1	325.9	346.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	17.7%	14.1%	9.2%	13.4%	14.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	3.2%	1.6%	1.8%	2.4%
长期股权投资	91.7	77.3	77.3	77.3	77.3	ROIC	6.3%	6.2%	3.9%	4.1%	3.6%
投资性房地产	45.4	41.8	41.8	41.8	41.8	费用率					
固定资产	65.4	62.2	50.5	38.8	27.2	销售费用率	2.5%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	3.7%	3.8%	3.7%	3.6%	3.3%
无形资产	1.0	0.7	0.4	0.2	-	财务费用率	0.7%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	144.4	148.9	122.6	138.7	136.7	三费/营业收入	7.0%	6.9%	6.7%	6.8%	6.5%
资产总额	10,692.2	11,324.7	16,696.9	24,295.2	22,436.4	偿债能力					
短期债务	20.0	300.0	2,919.1	2,874.4	2,816.7	资产负债率	71.0%	75.9%	82.2%	86.2%	82.9%
应付帐款	641.6	858.4	1,185.6	1,838.5	1,624.7	负债权益比	244.3%	314.7%	462.8%	623.6%	483.9%
应付票据	-	-	116.6	11.7	97.1	流动比率	2.23	1.81	1.78	2.03	1.98
其他流动负债	3,974.6	4,919.9	5,006.1	7,078.5	6,625.6	速动比率	0.49	0.23	0.24	0.21	0.27
长期借款	2,950.5	2,515.7	4,502.7	9,134.5	7,429.7	利息保障倍数	29.69	59.60	45.62	37.63	46.67
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	7,586.7	8,594.1	13,730.1	20,937.5	18,593.7	DPS(元)	0.04	0.04	0.12	0.19	0.24
少数股东权益	919.2	128.3	129.2	133.5	134.3	分红比率	10.3%	10.4%	10.2%	10.3%	10.3%
股本	106.6	231.6	231.6	231.6	231.6	股息收益率	0.7%	0.6%	2.1%	3.4%	4.3%
留存收益	2,079.7	2,370.7	2,606.0	2,992.6	3,476.8						
股东权益	3,105.5	2,730.6	2,966.8	3,357.6	3,842.7						

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
净利润	401.5	364.8	262.0	431.0	539.8	EPS(元)	0.36	0.34	0.24	0.40	0.49
加:折旧和摊销	10.5	11.7	11.9	11.9	11.8	BVPS(元)	2.00	2.39	12.25	13.92	16.01
资产减值准备	13.7	-34.2	-	-	-	PE(X)	15.8	16.6	23.4	14.2	11.3
公允价值变动损失	-0.1	-0.2	0.4	-	-0.1	PB(X)	2.8	2.4	0.5	0.4	0.4
财务费用	24.3	10.5	7.8	15.8	15.8	P/FCF	17.5	12.7	4.6	3.6	5.5
投资损失	9.2	5.1	-28.4	-42.7	-77.9	P/S	2.0	2.2	0.3	0.2	0.2
少数股东损益	14.2	-3.4	1.0	4.3	0.8	EV/EBITDA	7.2	9.5	25.0	22.3	15.7
营运资金的变动	1,291.6	-1,140.3	-3,974.5	-4,792.5	1,321.4	CAGR(%)	2.7%	14.0%	-6.3%	2.7%	14.0%
经营活动产生现金流量	1,364.3	-677.6	-3,719.8	-4,372.0	1,811.6	PEG	5.8	1.2	-3.7	5.2	0.8
投资活动产生现金流量	-420.0	55.1	27.6	42.6	78.2	ROIC/WACC	1.4	1.4	0.9	0.9	0.8
融资活动产生现金流量	-775.3	313.7	3,974.0	4,631.7	-1,704.8	REP	0.5	0.6	1.0	1.0	1.1

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

万知、何益臻分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

