

房地产行业

ST 松江 (600225)

评级: 增持

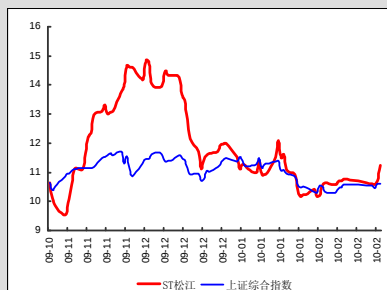
房地产行业研究员

邱晨翥

010-88086830-695

qiusy@rxzq.com.cn

ST 松江与上证指数走势对比图



滨海控股借壳上市——整装待发

投资要点

- 天津滨海控股主营业务专注于城市基础设施建设、城市土地开发及房地产开发业务。目前正在做的土地一级整理项目主要位于天津及呼和浩特，合计面积高达 26422 亩。09 年公司借壳，以松江集团为平台注入其房地产开发业务，实现其房地产开发业务的上市。
- 天津房地产市场近几年在天津整体发展的背景下及滨海新区效应、城市大范围改造的带动下出现了快速增长。2009 年天津月平均成交量超越 2007 年的水平，增幅达 36%，同比 08 年增幅达 164%，预计 2010 年天津市场还将保持稳步发展的态势。
- 公司现有项目 15 个土地储备达 232 万平米。借助大股东滨海控股的土地一级开发优势，公司在项目拓展上以天津及呼和浩特为基础，并开始布局全国其他二三线城市，其全国性发展的战略意图比较明显。此外滨海控股在张贵庄居住区南侧取得的土地一级开发项目属于遗留问题，其解决方式能否影响到公司土地储备的增加值得期待。
- 公司 NAV 估值为每股 7.50 元，房价在现有假设每年 10% 的增长基础上，每增加 1 个百分点，其每股 NAV 值增厚 0.20 元。预计公司 09 年及 10 年营业收入分别为 9.87 亿元及 17.28 亿元，每股收益分别达到 0.26 元与 0.45 元，对应 PE 分别为 40 倍与 23 倍。鉴于公司目前处于重组完成初期，后期发展在项目拓展方面具有较大空间，给予增持评级。

一、滨海控股借壳上市

1、滨海控股

滨海控股成立于1997年，大股东为天津市政建设集团，主营业务专注于城市基础设施建设、城市土地开发及房地产开发业务。城市土地开发（土地一级整理）的项目有：梅江南居住区、张贵庄居住区、内蒙古呼和浩特市滨海新城、内蒙古呼和浩特市东河土地整理项目、天津市静海区团泊新城的开发项目等项目。

在土地一级整理项目中，除梅江南项目已基本完工并成功转入房地产开发外，其他四个项目中张贵庄居住区南侧是滨海控股“以路换地”模式的遗留问题，公司于2002年自筹资金承建了张贵庄路扩宽改造项目，作为补偿，公司获得张贵庄居住区南侧地块约5015亩的土地一级开发，该项目未来有可能复制梅江南项目的开发模式。

除张贵庄居住区南侧外，滨海控股现有土地一级整理项目规模较大，合计约26422亩，其中张贵庄居住区北侧约6322亩，内蒙古呼和浩特市滨海新城约2300亩，呼和浩特市东河改造及两岸项目约13,600亩，天津静海县团泊新城约4200亩。

2、房地产开发业务借壳上市

2009年8月滨海控股完成了对上市公司的资产重组。重组中，上市公司向华通置业出售公司的全部资产，作为对价，华通置业承接了公司全部负债、或有负债。在资产及负债完全处置后，上市公司向滨海控股以每股4.3元定向发行3.27亿股，发行后滨海控股将其旗下的三块房地产开发业务资产注入上市公司，其中包括控股子公司天津松江集团85.13%的股权、深圳梅江南投资发展公司66.67%的股权以及百合三期单项目资产，从而完成了对公司的重组。重组后，滨海控股作为控股股东持有59.67%的上市公司股权，并将公司更名为松江集团股份有限公司。

在注入的三块房地产开发业务中，天津松江集团作为主要的项目注入体，将其所拥有的108.7万平米的开发业务注入上市公司，其业务主要集中在天津梅江南地区以及呼和浩特，从项目分部看，松江集团主要承接了滨海控股土地一级整理后的二级开发业务，成为滨海控股房地产开发业务的主要整合平台。

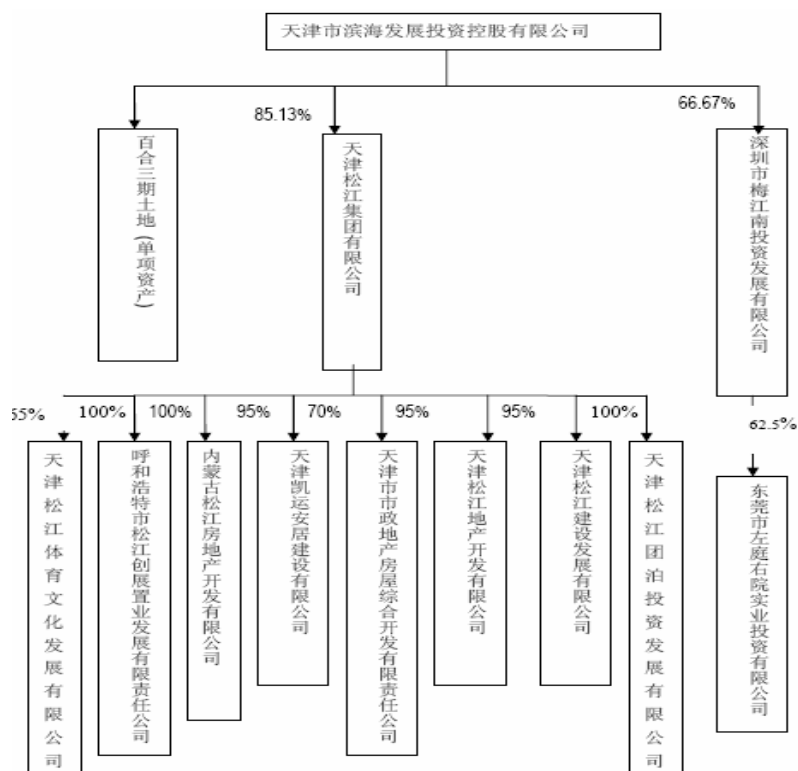
注入的另外两个房地产开发项目有建面10万平米的深圳左庭右院项目（开发主体为深圳梅江南投资发展公司中）及建面3.7万平米的百合三期单体项目，合计注入的三块房地产开发资产可开发面积达122.4万平米。

天津松江集团注入项目明细:

项目名称	地点	产品	可售建面 (万平米)
天汐园	天津梅江南	住宅	0.51
水岸公馆一期	天津梅江南	住宅	2.13
水岸公馆二期	天津梅江南	住宅	11.76
水岸公馆三期	天津梅江南	高层住宅	6.4
	天津梅江南	洋房	3.2
水岸江南	天津梅江南	小户型住宅	7.6
	天津梅江南	洋房	2
	天津梅江南	公建	1.5
静海芳湖园	天津梅江南	住宅	19
	天津梅江南	洋房	2
零号岛	天津梅江南	别墅	6
天骄领域二期	呼和浩特	住宅	29.6
阳光诺卡二期	呼和浩特	住宅	14.8
	呼和浩特	商业	2.2

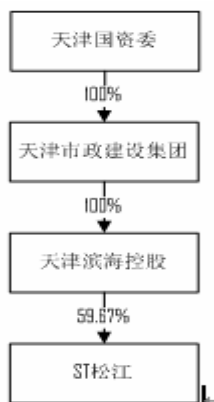
数据来源: 日信证券

注入资产框架图:



数据来源: 日信证券

资产注入后上市公司股权架构图：

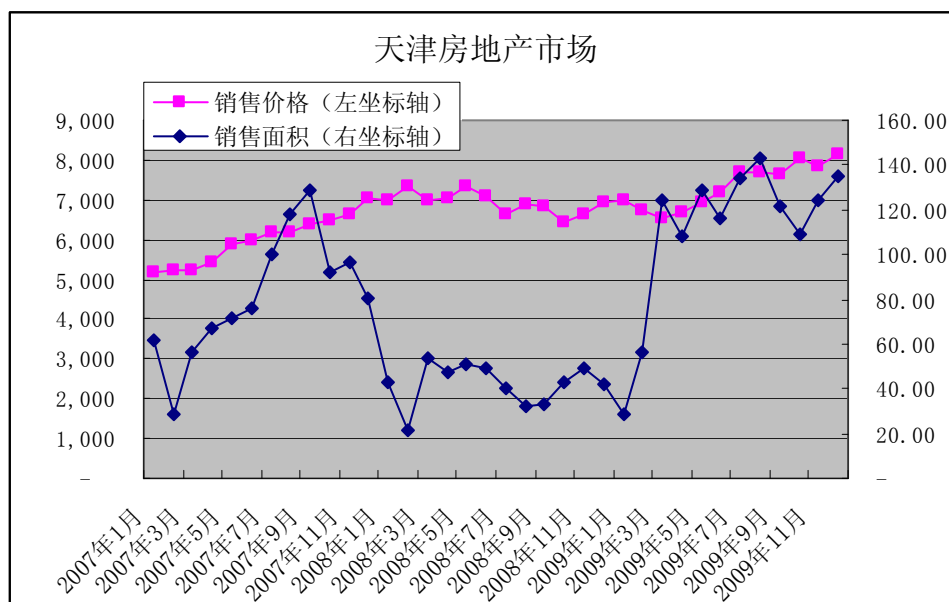


数据来源：日信证券

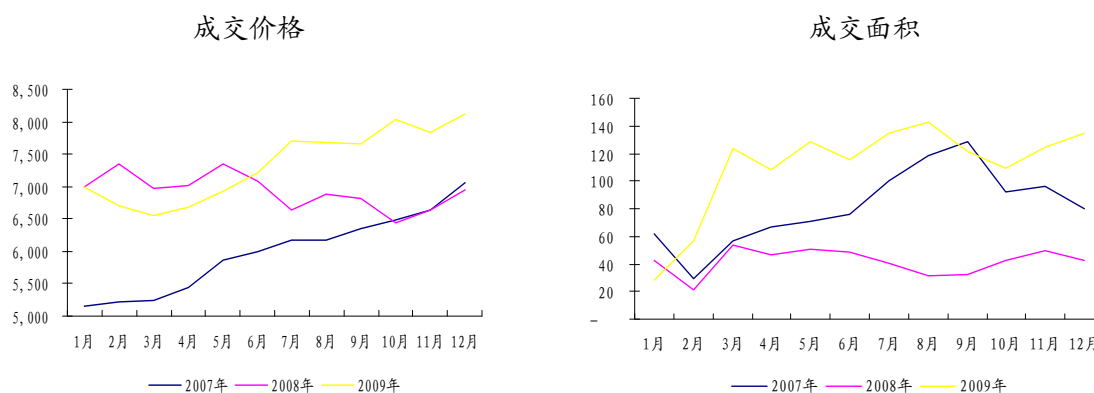
二、天津房地产市场

近几年，天津市借助整体发展及滨海新区效应的带动发展迅速，城市整体改造的加速也刺激了房地产市场的稳步快速发展，2007 年以前天津市场还处于稳健的发展态势，进入 2007 年后在大量的外地开发商进津拿地投资的影响下，给市场提供了较强的外来资金支持，市场出现地王现象并带动整体市场量价齐升。2008 年市场在政策调控及金融危机的影响下虽然全年房地产开发累计完成投资增长 29.4%但成交出现大幅下滑，房价小幅回调。2009 年，在国家及天津市支持居民住房消费一系列政策措施的促进下，天津房地产市场量升价稳，居民住房消费信心日渐增强，天津月平均成交量超越 2007 年的水平，增幅达 36%，同比 08 年增幅达 164%。在天津市还处于大规模的城市改造及滨海新区效应的影响下，预计 2010 年天津市场还将保持稳步发展的态势。

天津房地产市场交易情况：



近三年交易情况同比:



数据来源: 日信证券

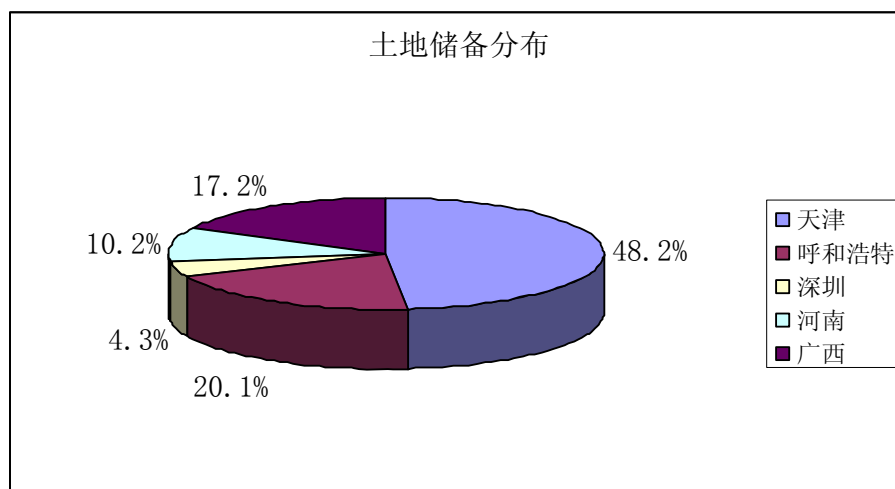
三、公司土地储备充裕，大股东助力未来项目拓展

1、现有土地储备 232 万平米

公司完成重组后，在 09 年 11 月、12 月新获得开发项目 3 个，分别位于天津武清、东丽区及河南新乡，2010 年在广西钦州新获得项目 1 个，至此公司土地储备达 232 万平米。从新项目的拓展方向看，公司还是基于滨海控股的土地一级开发项目作为获取新项目的主要来源，其明显优势在于对区域整体规划的掌握落实到对土地的选取上，在信息上的优势可以使公司在该区域获得性价比较高的土地储备。河南及广西项目的扩张也体现出了公司在稳固天津及呼和浩特两地拓展的基础上开始布局全国二三线城市，体现了公司外延式战略发展的意图。

从公司目前项目储备分布看，公司 15 个房地产开发项目中有 10 个项目合计 111.9 万平方米位于天津，占全部可建面积的 48.2%；2 个项目合计 46.6 万平方米位于呼和浩特，占全部可建面积的 20.1%。此两地土地储备合计占比接近 70%，这一方面源于资产重组的资产置入，另外，大股东滨海控股的一级开发项目也主要位于天津和呼和浩特，因此公司在未来的项目拓展方面，大股东滨海控股将对公司起到带动作用。

此外值得关注的是滨海控股在张贵庄居住区南侧“以路换地”模式取得的 5015 亩土地一级开发属于遗留问题，能否延续梅江南项目的操作模式或以其他方式（如：附加条件定向招、拍、挂等）成功转化为二级开发值得期待，这将对公司增加土地储备方面起到积极的作用。



数据来源：日信证券

储备项目明细：

项目名称	权益比例	地点	产品	可售建面 (万平米)	销售价格 (元/平米)	楼面地价 (元/平米)	竣工期
天汐园	85.13%	天津梅江南	住宅	0.68	11,000	2,000	尾房
水岸公馆一期	85.13%	天津梅江南	住宅	1.8	9,000	2,000	现房
水岸公馆二期	85.13%	天津梅江南	高层与商业	11.76	9,000	2,000	09年10月
水岸公馆三期	85.13%	天津梅江南	高层住宅	6.4	10,000	2,000	11年
	85.13%	天津梅江南	洋房	3.2	15,000	2,000	11年
水岸江南	85.13%	天津梅江南	小户型住宅	7.6	9,000	1,562	09年底入住
	85.13%	天津梅江南	洋房	2	9,500	1,562	10年底入住
	85.13%	天津梅江南	公建	1.5			
静海芳湖园	85.13%	天津梅江南	住宅	19	5,500	880	未建
	85.13%	天津梅江南	洋房	2	15,000	880	10年
零号岛	85.13%	天津梅江南	别墅	6		4,000	规划中
天骄领域二期	85.13%	呼和浩特	住宅	29.6	3,800	1,000	11年
阳光诺卡二期	85.13%	呼和浩特	住宅	14.8	4,000	1,000	10年
	85.13%	呼和浩特	商业	2.2	8,000	1,000	12年
百合三期	100%	天津	住宅	3.7	9,000	1,800	11年
左庭右院	41.68%	深圳	住宅	10	8,000	1,700	11年（未建）
武清项目	100%	天津	住宅	28		1,250	
东丽湖项目	100%	天津	住宅	15.12		2,080	
	100%	天津	商业	3.15		2,080	
河南新乡项目	83.67%	河南	住宅	23.66		400	
钦市 GC2009-29 号	60%	广西钦州	住宅	40		438	

数据来源：日信证券

2、近两年内可结算项目

公司 09-11 年在建及可结算项目近 10 个，水岸公馆二期项目已竣工，目前销售比例达到 75%，自 09 年 10 月开始入住；水岸江南项目自 09 年 12 月竣工并入住，由于本项目以小户型为主，项目销售比例已达到 95%。以上两个项目将作为 09 年 10 年主要结算项目，此外水岸江南洋房项目预售比例达到 75%，水岸公馆三期预售比例达 24%，天骄领域二期预售比例达 19%，良好的预售情况使得公司 10 年以及 11 年的收入锁定率较高。

未来两年可结算项目统计：

	产品	09 年结算面积 (万平方米)	09 年结算收入 (万元)	10 年结算面积 (万平方米)	10 年结算收入 (万元)	11 年结算面积 (万平方米)	11 年结算收入 (万元)
天沙园	住宅	0.65	8,398	0.03	442		
水岸公馆一期	住宅	1.66	14,904	0.14	1,296		
水岸公馆二期	住宅及商业	5.88	52,920	5.88	52,920		
水岸公馆三期	高层住宅					5	50,000
	洋房			0.8	12,000	2.4	36,000
水岸江南	小户型住宅	2.50	22,500	5.10	45,900		
	洋房		-	2.00	19,000		
静海芳湖园	洋房			0.67	10,050	1.33	19,950
天骄领域二期	住宅			4	15,200	7	26,600
阳光诺卡二期	住宅			4	16,000	6	24,000
	商业						
百合三期	住宅					3	27,000
左庭右院	住宅					6	48,000
合计		10.68	98,722.00	22.63	172,808.00	30.73	231,550.00

数据来源：日信证券

在建项目销售进度：

		截至 09 年底销售面积比例
天沙园	住宅	95%
水岸公馆一期	住宅	92%
水岸公馆二期	住宅	75%
水岸公馆三期	高层住宅	24%
	洋房	0%
水岸江南	小户型住宅	95%
	洋房	75%
静海芳湖园	洋房	42%
天骄领域二期	住宅	19%
阳光诺卡二期	住宅	预售阶段
	商业	

数据来源：日信证券

四、估值与业绩预测

1、NAV 估值

公司现有项目 15 个，去除水岸江南 1.5 万平米的公建项目，公司土地储备 228.9 万平方米，每股 NAV 为 7.50 元，房价在现有假设每年 10% 的增长基础上，每增加 1 个百分点，其每股 NAV 值增厚 0.20 元。

序号	项目名称	权益比例	规划可建面积 (平米)	权益可建面积	NAV/股
1	天汐园	85%	6,800	5,789	0.04
2	水岸公馆一期	85%	18,000	15,323	0.09
3	水岸公馆二期	85%	117,600	100,113	0.63
4	水岸公馆三期	85%	96,000	81,725	0.75
5	水岸江南	85%	96,000	81,725	0.50
6	静海芳湖园	85%	210,000	178,773	0.72
7	零号岛	85%	60,000	51,078	0.72
8	天骄领域二期	85%	296,000	251,985	0.70
9	阳光诺卡二期	85%	170,000	144,721	0.47
10	百合三期	100%	37,000	37,000	0.23
11	左庭右院	42%	100,000	41,680	0.23
12	武清项目	100%	280,000	280,000	0.89
13	东丽湖项目	100%	182,700	182,700	1.01
14	河南新乡项目	84%	236,600	197,963	0.15
15	钦市 GC2009-29 号	60%	400,000	240,000	0.35
合计			2,306,700	1,890,575	7.50

数据来源：日信证券

2、业绩预测

预计公司 09 年及 10 年营业收入分别为 9.87 亿元及 17.28 亿元，归属母公司净利润分别为 1.56 亿元及 2.64 亿元，每股收益分别达到 0.26 元与 0.45 元，对应 PE 分别为 40 倍与 23 倍。鉴于公司目前处于重组完成初期，后期发展在项目拓展方面具有较大空间，给予增持评级。

业绩预估:

		2007A	2008A	2009E	2010E
一、	营业收入	57,541,820.79	52,681,370.59	987,220,000	1,728,080,000
二、	营业总成本	133,542,436.24	131,295,957.80	745,415,000	1,318,340,801
	营业成本	50,743,635.44	43,827,919.91	572,587,600	1,019,567,200
	营业税及附加	207,676.18	887,804.43	103,658,100	181,448,400
	销售费用	2,720,014.31	4,540,338.92	34,552,700	60,482,800
	管理费用	16,086,537.87	24,095,526.27	29,616,600	51,842,400
	财务费用	39,148,997.03	38,275,579.31	5,000,000	5,000,001
	资产减值损失	24,635,575.41	19,668,788.96	-	-
三、	其他经营收益	114,786,185.85	31,337,926.61	-	-
三、	营业利润	38,816,550.40	-47,276,660.60	241,805,000	409,739,199
	加: 营业外收入	11,435,137.28	114,410,526.49	-	-
	减: 营业外支出	2,207,658.37	344,402.84	-	-
四、	利润总额	48,044,029.31	66,789,463.05	241,805,000	409,739,199
	减: 所得税	88,622.45	2,666,546.35	60,451,250	102,434,800
五、	净利润	47,955,406.86	64,122,916.70	181,353,750	307,304,399
	减: 少数股东权益	-977,543.04	-381,294.11	25,389,525	43,022,616
	归属母公司所有者权益	48,932,949.90	64,504,210.81	155,964,225	264,281,783
六、	每股收益	0.22	0.29	0.26	0.45

数据来源: 日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12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。

行业投资评级:

以报告日后的6-12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。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。