

审慎推荐-A (维持)

天津松江 600225.SH

目标估值: 9.5 元

当前股价: 8.3 元

2010 年 8 月 9 日

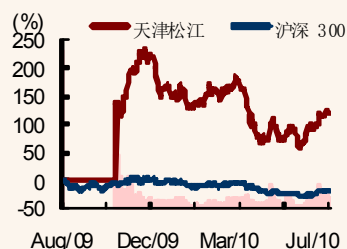
业绩释放还需时日

基础数据

上证综指	2658
总股本 (万股)	62640
已上市流通股 (万股)	12372
总市值 (亿元)	52
流通市值 (亿元)	10
每股净资产 (MRQ)	1.1
ROE (TTM)	13.4
资产负债率	90.2%
主要股东	天津滨海发展投资控股
主要股东持股比例	56.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	32	-7	120
相对表现	19	3	144



相关报告

1、《房地产行业半年报前瞻》
2010/07/05

2、《ST 松江 (600225) 一立足天津、面向二三线城市的地产新贵》
2010/01/19

贾祖国

010-88088569
jiazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

研究助理

洪俊骅
021-68407139
hongjh@cmschina.com.cn

2009 年重大重组完成后, 公司变身为房地产开发公司。今年中期业绩释放较少, EPS0.002 元; 上半年实现预售近 10 亿元; 大股东在天津背景雄厚, 公司项目获取无瓶颈; 我们看好公司未来的发展潜力, 但考虑到公司业绩将主要在 2011 年后释放, 维持公司股票“审慎推荐-A”评级。

- **中期业绩释放较少:** 2010 年上半年, 公司实现主营收入 3.03 亿元 (YOY503.79%); 实现净利润 146 万元 (YOY105.78%); 因为上半年公司商品房销售结算额较少, 所以半年业绩释放较少, 低于我们的预期;
- **上半年地产预售近 10 亿元, 全年预计销售额在 20-25 亿元:** 上半年预售近 10 亿元, 其中天浦园项目销售 4 亿元; 半年报中预收账款达到 15.7 亿元, 相对实现我们全年业绩预测所需的 18.73 亿元的销售收入, 业绩保障率达到 84%, 公司下半年开盘体量较大, 预计全年将实现 20-25 亿元的销售额;
- **大股东背景雄厚:** 大股东滨海控股自 1997 年成立以来, 主要从事天津市城市建设以及土地的一级开发工作。滨海控股在天津以及呼和浩特共有约 10.5 万亩 (合 7000 万平方米) 的土地一级开发权;
- **上半年积极获取土地:** 截止今年 8 月, 公司在广西钦州、天津共获得 3 块土地, 增加权益土地储备 65.4 万平方米, 目前公司总的权益土地储备达到 312.08 万平方米。大部分项目将在 2011 年前后结算, 业绩将进入爆发期;
- **业绩预测与投资评级:** 根据公司的项目进度, 我们调低公司 2010 年、2011 年及 2012 年的 EPS 分别为 0.38 元、0.81 元及 1.00 元。获取新项目后, 公司 2010 年的 RNAV 为 7.82 元。我们按照 2010 年 25 倍 PE 给予公司股价 9.5 元的目标值, 维持“审慎推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 公司估值较高, 预收账款保障率较低。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	53	1561	1873	3685	4540
同比增长	-8%	2863%	20%	97%	23%
营业利润(百万元)		223	364	873	1085
同比增长	-222%	-571%	63%	140%	24%
净利润(百万元)	64	133	236	509	624
同比增长	32%	106%	77%	116%	23%
每股收益(元)	0.29	0.22	0.38	0.81	1.00
PE	28.5	37.0	22	10.2	8.3
PB	-7.6	7.0	5.3	3.5	2.5

资料来源: 招商证券

表 1：公司项目一览表

名称	区域	土地面积（万平）	规划建筑面积（万平）	未结可售（万平）	权益	权益可售（万平）
水岸公馆一二期以及前期尾盘	天津市西青区	14.93	21.80	1.34	85.13%	1.14
水岸公馆三期	天津市西青区	7.20	9.68	9.68	85.13%	8.24
梅江南·水岸江南	天津市西青区	9.00	11.56	6.24	85.13%	5.31
梅江南·零号岛项目	天津市西青区	11.09	6.00	6.00	85.13%	5.11
武台项目	天津市西青区	10.27	23.98	23.98	59.59%	14.29
团泊东区 A 地块	天津市静海县	14.68	21.25	21.25	85.13%	18.09
团泊东区 C 地块	天津市静海县	18.49	18.49	18.49	85.13%	15.74
团泊东区 D 地块	天津市静海县	3.80	11.39	11.39	85.13%	9.69
团泊新城西区 5 地块	天津市静海县	26.95	50.10	42.59	85.13%	36.26
张贵庄限价房	天津市东丽区	8.42	12.45	12.45	85.13%	10.60
百合春天三期	天津市东丽区	2.35	3.72	3.72	100.00%	3.72
张贵庄项目	天津市东丽区	13.60	29.01	29.01	85.85%	24.91
东丽湖项目	天津市东丽区	14.14	18.28	18.28	100.00%	18.28
曹园南项目	天津市武清区	24.59	28.34	28.34	100.00%	28.34
2010 年 5 月武清区	天津市武清区	8.80	7.06	7.06	100.00%	7.06
宝坻项目	天津市宝坻区	22.07	35.93	35.93	44.27%	15.91
呼和浩特天骄领域 3 期	呼和浩特市新城区	12.23	14.58	14.58	85.13%	12.41
呼和浩特天骄领域 4 期	呼和浩特市新城区	11.81	15.06	10.51	85.13%	8.95
呼和浩特阳光诺卡 2 期	呼和浩特市新城区	13.19	17.05	17.05	85.13%	14.52
东河 6 号地	呼和浩特市新城区	2.22	3.32	3.32	85.13%	2.83
东河 7 号地	呼和浩特市新城区	8.59	12.87	12.87	85.13%	10.95
左庭右院项目	广东东莞市	3.62	10.15	9.13	41.67%	3.81
留庄营项目	河南省新乡市	6.76	16.90	16.90	83.67%	14.14
广西宁海花园	广西钦州市	11.39	40.38	36.35	60.00%	21.81
合计		265.27	417.54	395.10		310.94

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

表 2：重点公司估值一览表

	股价	每股净资产	PB	RNAV	P/RNAV	房价下跌 30% 后 RNAV	P/调整后 RNAV	10EPS	10PE	11EPS	11PE	评级
服务类												
世联地产	31.34	4.74	6.61					1.02	30.73	1.26	24.87	强烈推荐—A
商业地产												
中国国贸	11.52	4.24	2.71	14.10	0.80			0.17	67.76	0.58	19.86	强烈推荐—A
开发类												
金融街	7.54	5.03	1.50	13.40	0.56	10.00	0.80	0.57	13.23	0.74	10.19	强烈推荐—A
世茂股份	13.58	5.33	2.55	22.90	0.59	11.40	1.20	0.80	16.98	1.00	13.58	强烈推荐—A
张江高科	10.11	3.64	2.78	14.20	0.71	13.50	0.70	0.60	16.85	0.68	14.87	审慎推荐—A
浦东金桥	10.90	3.92	2.78	13.00	0.83	12.40	0.90	0.46	23.70	0.52	20.96	审慎推荐—A
开发类												
荣盛发展	11.90	2.86	4.16	9.80	1.17	3.70	3.10	0.65	18.31	0.98	12.14	强烈推荐—A
冠城大通	10.48	2.50	4.20	8.60	1.20	4.40	2.30	1.02	10.27	1.59	6.59	强烈推荐—A
格力地产	9.76	2.98	3.28	10.60	0.92	8.00	1.20	0.57	17.12	0.73	13.37	强烈推荐—A
首开股份	16.61	8.41	1.98	18.50	0.89	11.80	1.40	1.18	14.08	1.60	10.38	强烈推荐—A
金地集团	6.93	3.56	1.94	7.50	0.92	3.60	1.90	0.52	13.33	0.63	11.00	强烈推荐—A
鲁商置业	8.78	0.65	13.48	7.90	1.08	4.20	2.00	0.81	10.84	1.15	7.63	强烈推荐—A
福星股份	10.20	6.22	1.64	11.90	0.85	7.30	1.40	0.64	15.94	0.89	11.46	强烈推荐—A
苏宁环球	9.89	1.74	5.67	12.00	0.82	7.00	1.40	0.70	14.13	0.90	10.99	强烈推荐—A
华业地产	7.66	3.25	2.35	10.60	0.73	9.40	0.80	0.50	15.32	0.80	9.58	强烈推荐—A
招商地产	18.83	10.00	1.88	28.40	0.66	16.30	1.20	1.21	15.56	1.60	11.77	审慎推荐—A
万科 A	8.00	3.48	2.30	8.10	0.99	5.70	1.40	0.60	13.33	0.70	11.43	审慎推荐—A
保利地产	12.66	5.53	2.29	11.50	1.09	8.20	1.50	0.88	14.39	1.05	12.06	审慎推荐—A
北京城建	13.43	6.50	2.07	20.90	0.64	16.80	0.80	1.00	13.43	1.20	11.19	审慎推荐—B
天津松江	8.30	1.13	7.34	6.10	1.37	5.30	1.60	0.38	21.84	0.81	10.25	审慎推荐—A
新湖中宝	5.68	1.20	4.72	3.70	1.55	2.30	2.40	0.37	15.35	0.58	9.79	审慎推荐—A
龙元建设	10.57	4.84	2.18					0.50	21.14	0.80	13.21	审慎推荐—A
浙江广厦	5.55	2.17	2.56	5.10	1.09	4.10	1.40	0.43	12.91	0.48	11.56	审慎推荐—A
滨江集团	11.15	2.61	4.28	12.70	0.88	9.60	1.20	0.79	14.11	0.97	11.49	审慎推荐—A
信达地产	7.58	3.45	2.20	8.00	0.95	5.40	1.40	0.45	16.84	0.50	15.16	审慎推荐—A
苏州高新	6.29	2.96	2.12	6.20	1.00	5.70	1.10	0.45	13.98	0.49	12.84	审慎推荐—A
华丽家族	10.31	2.12	4.86	7.70	1.34	4.20	2.40	0.96	10.74	1.09	9.46	审慎推荐—A
亿城股份	5.37	2.82	1.90	6.40	0.82	3.90	1.40	0.49	10.96	0.58	9.26	审慎推荐—A
建发股份	7.43	2.14	3.48	7.70	0.96	4.70	1.60	0.49	15.16	0.61	12.18	审慎推荐—A
中南建设	11.10	3.47	3.20	13.90	0.80	6.70	1.60	0.79	14.05	0.87	12.76	审慎推荐—A
平均	10.65	3.78	3.50	11.48	0.94	7.61	1.49	0.67	17.41	0.88	12.40	

资料来源：Wind、招商证券研发中心

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十——城市兴衰的总结与展望》2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》2010/01/2

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	261	6482	6484	9908	13770
现金	6	845	100	163	1883
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	40	0	0	0
应收款项	17	41	18	36	44
其它应收款	229	138	187	369	454
存货	8	4886	5616	8303	10123
其他	1	533	562	1038	1265
非流动资产	230	606	639	619	600
长期股权投资	63	18	18	18	18
固定资产	15	100	91	80	71
无形资产	19	3	3	3	2
其他	133	485	528	518	508
资产总计	491	7088	7123	10527	14370
流动负债	666	5076	4656	7257	10138
短期借款	282	409	1448	30	30
应付账款	41	1627	281	623	759
预收账款	4	832	1123	3113	5062
其他	340	2207	1805	3491	4287
长期负债	61	1158	1308	1458	1608
长期借款	0	1158	1308	1458	1608
其他	61	0	0	0	0
负债合计	727	6234	5964	8715	11746
股本	221	593	626	626	626
资本公积金	121	(130)	(130)	(130)	(130)
留存收益	(583)	244	480	988	1613
少数股东权益	5	147	182	326	515
母公司所有者权益	(241)	707	976	1485	2109
负债及权益合计	491	7088	7123	10527	14370

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	5	373	(1255)	1347	1597
净利润	64	133	236	509	624
折旧摊销	0	0	12	11	9
财务费用	0	0	34	16	26
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(1523)	657	738
其它	(59)	241	(14)	155	199
投资活动现金流	2	(119)	0	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	2	(119)	0	0	0
筹资活动现金流	(39)	247	510	(1284)	124
借款变动	0	0	511	(1268)	150
普通股增加	0	0	33	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(39)	247	(34)	(16)	(26)
现金净增加额	(32)	501	(745)	63	1720

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	53	1561	1873	3685	4540
营业成本	44	1072	1123	2076	2531
营业税金及附加	1	150	258	537	671
营业费用	5	12	28	55	68
管理费用	24	83	66	129	159
财务费用	38	34	34	16	26
资产减值损失	20	(16)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	31	(3)	0	0	0
营业利润	(47)	223	364	873	1085
营业外收入	114	1	0	0	0
营业外支出	0	3	2	2	2
利润总额	67	221	362	871	1083
所得税	3	74	90	218	271
净利润	64	147	271	653	813
少数股东损益	(0)	14	35	144	188
母公司所有者净利润	64	133	236	509	624
EPS (元)	0.29	0.22	0.38	0.81	1.00

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-8%	2863%	20%	97%	23%
营业利润	-222%	-571%	63%	140%	24%
净利润	32%	106%	77%	116%	23%
获利能力					
毛利率	16.8%	31.3%	40.0%	43.7%	44.3%
净利率	122.4%	8.5%	12.6%	13.8%	13.7%
ROE	-26.8%	18.8%	24.1%	34.3%	29.6%
ROIC	-13.9%	5.4%	7.5%	19.9%	19.3%
偿债能力					
资产负债率	148.1%	87.9%	83.7%	82.8%	81.7%
净负债比率	60.7%	32.4%	39.4%	14.6%	11.7%
流动比率	0.4	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.4	0.3	0.2	0.2	0.4
营运能力					
资产周转率	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3
存货周转率	7.2	0.6	0.4	0.5	0.5
应收帐款周转率	2.7	54.0	63.6	135.3	112.6
应付帐款周转率	1.8	1.3	1.2	4.6	3.7
每股资料(元)					
每股收益	0.29	0.22	0.38	0.81	1.00
每股经营现金	0.02	0.63	-2.00	2.15	2.55
每股净资产	-1.09	1.19	1.56	2.37	3.37
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	28.5	37.0	22.1	10.2	8.3
PB	-7.6	7.0	5.3	3.5	2.5
EV/EBITDA	-633.2	17.9	11.2	5.1	4.1

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，本报告清晰、准确地反映了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。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

洪俊骅，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，2006 年 7 月-2009 年 3 月在保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作，1 年证券从业经验，2010 年 1 月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。