

分析师： 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209010200

联系人： 乐加栋 (8621) 68751692 lej@cjsc.com.cn

业绩释放仍需等待

事件描述与点评

泛海建设今日发布 2010 年中期报告，其主要内容为：

- 2010 年上半年实现营业收入 8 亿元，同比增长 11.84%；实现营业利润 1.25 亿，同比减少 31.32%；实现归属上市公司股东净利润 8321 万元，同比减少 33.19%。每股收益 0.036 元。

中报点评要点：

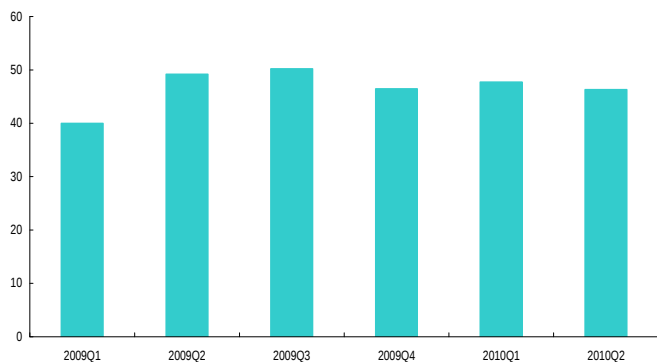
- 公司报告期内主要结算项目来自北京泛海国际居住区 5#、6#、7#、8#地块项目，累计确认收入 6.79 亿元，实现净利润约 1.52 亿元。正是北京项目的结算使得公司结算毛利率高达 46%，我们长期以来关注此公司也正是因为公司当初来自大股东资产注入的优质项目带来的获利空间。从公司期间费用的角度来说变化并不大，费率上升是因为公司在二季度没有项目进入结算。从绝对数来说与去年同期基本持平。
- 公司报告期末预收账款为 1.93 亿元，与一季度的 2677 万相比提高较多，这主要是由于公司在二季度中顺利推出泛海国际居住区·樱海园（武汉）一期项目，目前累计已销售房屋面积达到可销售房屋面积的三分之二以上。但是相对于公司的体量来说，目前公司的预收账款仍然偏低，下半年可售的资源主要来自深圳泛海拉菲花园二期以及武汉项目。另外不排除公司一次性出售杭州项目的可能性。
- 公司一直以来是个重资产轻盈利类型，多年来由于开工有限，业绩受到极大抑制。随着政策调控加剧以及自身发展原因，公司在上半年以来明显的加快了开工的节奏，各个项目都取得明显的进展；下半年单北京项目开工量就超过 100 万平米，这个力度在公司以往是不多见的。由于开工力度的加大，公司对于资金的需求较大。公司在上半年公布了其增发方案，拟筹资 48 亿投入 5 个项目中用以加快项目进度，我们认为如果公司本次能够增发成功将会刺激业绩加快释放。但受政策影响估计增发获批的可能性比较小。另外在对外拓展方面，公司五月份出资 1.8 亿（占 90%）与大连韩伟企业集团有限公司成立合作公司拓展大连市场值得关注。
- 根据公司目前的销售情况以及后续的开发计划，我们预计公司在 10、11 年 EPS 分别为 0.30、0.44 元，对应目前股票的 PE 分别为 31、21 倍，考虑到公司较为优质的土地储备，我们维持“谨慎推荐”的评级。

第一，北京项目结算维持高毛利

报告期内主要结算项目来自北京泛海国际居住区 5#、6#、7#、8#地块项目，累计确认收入 6.79 亿元，实现净利润约 1.52 亿元。正是北京项目的结算使得公司结算毛利率高达 46%，我们长期以来关注此公司也正是因为公司当初来自大股东资产注入的优质项目带来的获利空间。

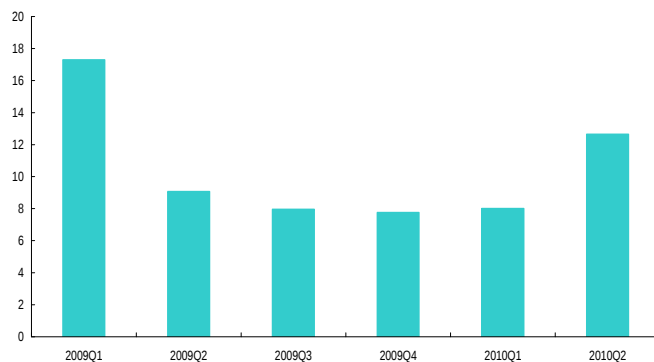
从公司期间费用的角度来说变化并不大，费率上升是因为公司在二季度没有项目进入结算。从绝对数来说与去年同期基本持平。

图 1: 公司近期结算毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 2: 公司近期结算期间费用率 (%)

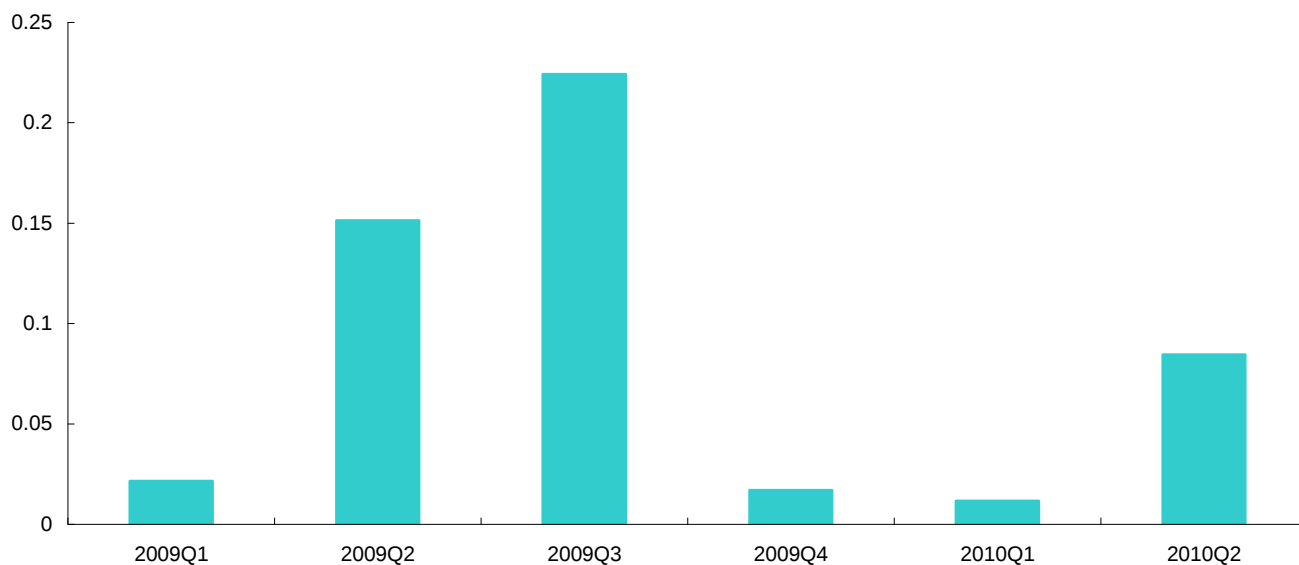


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 依靠武汉项目销售, 预收账款有所提高

公司报告期末预收账款为 1.93 亿元, 与一季度的 2677 万相比提高较多, 这主要是由于公司在二季度中顺利推出泛海国际居住区·樱海园(武汉)一期项目, 目前累计已销售房屋面积达到可销售房屋面积的三分之二以上。但是相对于公司的体量来说, 目前公司的预收账款仍然偏低, 下半年可售的资源主要来自深圳泛海拉菲花园二期以及武汉项目。另外不排除公司一次性出售杭州项目的可能性。

图 3: 公司近期每股预收账款



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 1: 公司上半年销售情况

项目名称	城市	行政区域	销售状态	物业类型	开盘时间	2010 年以来批准上市套数	2010 年以来成交套数	成交均价
泛海国际居住区	北京	朝阳	售罄	公寓	2008-2-7	0	3343.33 平米	18257
泛海国际居住区·樱海园	武汉	江汉	在售	普通住宅	2010-6-6	368 套	190 套	13000

资料来源: 长江证券研究部整理

第三，开工加速，关注公司资金压力

公司一直以来是个重资产轻盈利类型，多年来由于开工有限，业绩受到极大抑制。随着政策调控加剧以及自身发展原因，公司在上半年以来明显的加快了开工的节奏，各个项目都取得明显的进展；下半年单北京项目开工量就超过 100 万平米，这个力度在公司以往是不多见的。

表 2：公司项目情况

项目	开工时间	(预计) 完工时间	预计总投资
青岛名人广场二期	2009.06	2012.05	5.55 亿
东风乡 1# 、 2# 、 3# 土地*1	2010.12	2015.12	165 亿
泛海拉菲花园二、三期*1	2009.05	2012.12	11.8 亿
东风乡绿隔地区第六、七宗地*1	2010.12	2014.01	20 亿元
武汉王家墩中央商务区基础设施建设及其他项目*1 *2	2007.06	2016	61.92 亿
武汉王家墩中央商务区泛海国际居住区-樱海园一期*1	2009.09	2011.11	7.14 亿
黄埔区董家渡聚居区 10 、 12 、 14 号地块	2010.12	2017.12	123 亿
钱江新城 A-08 地块*1	2007.07	2011.06	14.29 亿
钱江新城 A-10 、 11 、 12 地块*1	2010.12	2014.03	16.79 亿

资料来源：公司公告，长江证券研究部

由于开工力度的加大，公司对于资金的需求较大。公司在上半年公布了其增发方案，拟筹资 48 亿投入 5 个项目中用以加快项目进度，我们认为如果公司本次能够增发成功将会刺激业绩加快释放。但目前受政策影响短期增发获批的可能性比较小。另外在对外拓展方面，公司五月份出资 1.8 亿（占 90%）与大连韩伟企业集团有限公司成立合作公司拓展大连市场值得关注。

表 3：募集资金投向项目情况

项目名称	投资总额	拟投入募集资金	占地面积	规划总建筑 面积	预计销售 收入	项目净 利润	销售利 润率	投资收 益率	建设时间
泛海东风 2#、3#地项目	405,779	205,000	17.51	27.19	803510	160359	19.96%	39.52%	2010.7-2012.12
武汉泛海国际居住区·樱海园项目	146,843	70,000	5.86	22.27	269,000	53,000	19.70%	36.09%	2009.9-2013.7
深圳拉菲花园二期项目	38,025	20,000	2.43	7.89	93,000	24,000	25.81%	63.12%	2010.3-2012.3
浙江泛海国际中心、泛海国际公寓项目	204,743	95,000	2.78	22.24	286608	62138	21.68%	30.35%	2008.4-2013.5
武汉泛海城市广场一期项目	184,981	90,000	4.03	29.75	54,042	\	\	\	2010.9-2013.12
合计	980,371	480,000	32.61	109.34	1506160				

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，盈利预测与估值

根据公司目前的销售情况以及后续的开发计划，我们预计公司在 10、11 年 EPS 分别为 0.30、0.44 元，对应目前股票的 PE 分别为 31、21 倍。考虑到公司优质的资产质量，我们维持“谨慎推荐”的评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2379	3300	5020	5664	货币资金	4589	4815	5689	8582
营业成本	1275	1692	2640	2870	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1104	1608	2380	2794	应收账款	381	516	785	886
% 营业收入	46.4%	48.7%	47.4%	49.3%	存货	15543	16348	19149	18004
营业税金及附加	325	422	643	680	预付账款	1960	2615	4114	4513
% 营业收入	13.7%	12.8%	12.8%	12.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	73	106	156	176	流动资产合计	22473	24312	29762	32013
% 营业收入	3.1%	3.2%	3.1%	3.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	112	155	236	266	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-1	14	17	10	投资性房地产	53	53	53	53
% 营业收入	0.0%	0.4%	0.3%	0.2%	固定资产合计	108	107	109	112
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	6	5	5	5
公允价值变动收益	4	0	0	0	商誉	90	90	90	90
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	11	0	0	0
营业利润	599	911	1330	1662	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	25.2%	27.6%	26.5%	29.3%	资产总计	22741	24568	30021	32275
营业外收支	-11	0	0	0	短期贷款	676	0	0	0
利润总额	588	911	1330	1662	应付款项	583	779	1226	1344
% 营业收入	24.7%	27.6%	26.5%	29.3%	预收账款	38	660	2008	2266
所得税费用	197	228	332	416	应付职工薪酬	11	15	24	26
净利润	390	683	997	1247	应交税费	370	455	682	767
归属于母公司所有者的净利润	402.8	683.1	997.1	1246.7	其他流动负债	3568	4591	7166	7897
少数股东损益	-12	0	0	0	流动负债合计	5247	6500	11106	12300
EPS (元/股)	0.18	0.30	0.44	0.55	长期借款	5378	5378	5378	5378
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	7	0	0	0
经营活动现金流净额	-1536	1026	1050	3101	其他非流动负债	3173	3173	3173	3173
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	13805	15051	19656	20851
收回现金					归属于母公司	8481	9061	9909	10969
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	455	455	455	455
固定资产投资	-7	-7	-10	-11	股东权益	8936	9517	10364	11424
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	22741	24568	30021	32275
投资活动现金流净额	-7	-7	-10	-11	基本指标				
债券融资	3174	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.178	0.302	0.440	0.551
银行贷款增加 (减少)	1762	-676	0	0	BVPS	3.75	4.00	4.38	4.85
筹资成本	452	-117	-166	-197	PE	52.99	31.25	21.41	17.12
其他	-871	0	0	0	PEG	1.16	0.68	0.47	0.37
筹资活动现金流净额	4518	-793	-166	-197	PB	2.52	2.36	2.15	1.95
现金净流量	2975	226	874	2893	EV/EBITDA	37.62	23.49	15.53	10.79
					ROE	4.8%	7.5%	10.1%	11.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。