

天津松江 (600225): 营业外收入助推利润增长

中性 (维持)

房地产行业

当前股价: 7.88 元

报告日期: 2011 年 4 月 12 日

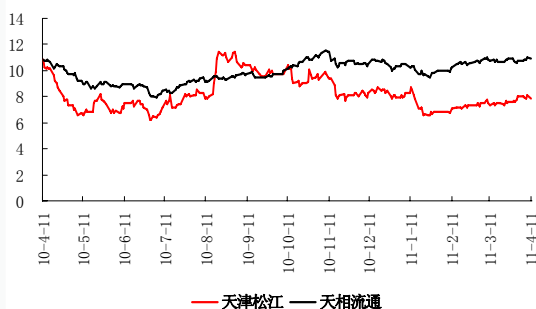
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1561	1775	2025	2531
(+/-)	2540.05%	13.71%	14.09%	25.00%
营业利润	223	133	320	420
(+/-)	634.01%	-40.51%	141.27%	31.33%
归属母公司净利润	132	186	216	284
(+/-)	919.32%	40.24%	16.39%	31.33%
每股收益 (元)	0.22	0.30	0.34	0.45
市盈率 (倍)	35	27	23	17

公司基本情况 (2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通 A 股 (万股)	62640/16227
流通 A 股市值 (亿元)	12.92
每股净资产 (元)	1.43
资产负债率 (%)	88.84

股价表现 (最近一年)



证券分析师 石磊

执业证书编号: A0140511010001

010-66045557 shil@txsec.com

联系人: 金融地产组

010-66045563 zhangfy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年公司实现营业收入 17.75 亿元, 同比增长 13.71%; 营业利润 1.33 亿元, 同比下降 40.51%; 归属母公司净利润 1.86 亿元, 同比增长 40.24%; 实现基本每股收益 0.30 元。2010 年度不进行利润分配。

- **营业外收入助推利润增长。**2010 年公司实现营业外收入 1.83 亿元, 上年同期仅为 72.14 万元。2010 年营业外收入的大幅增加主要在于实现固定资产处置利得 1.81 亿元: 1)、处置位于天津市西青经济开发区的龙府花园 3 号楼、位于天津市西青区友谊南路与外环线交口东北侧天湾园公建 3 号楼、4 号楼、5 号楼、6 号楼, 形成处置收益 1.70 亿元; 2)、处置百合春天底商, 形成处置收益 1142.69 万元。营业外收入的大幅增长是公司业绩增长的主要原因, 2010 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 4503.05 万元, 同比下降 65.61%。

● 2010 年经营情况:

1)、**竣工略低于年初计划。**2010 年公司实现新开工面积 90 万平方米, 完成年初计划的 108.02%; 竣工面积 20 万平方米, 完成年初计划的 89.13%。

2)、**销售、结算同比均有所上升。**实现房地产签约销售面积 34.8 万平方米, 签约销售金额 33.12 亿元, 同比分别增长 35%和 69%; 结算面积 20.98 万平方米, 结算收入 17.45 亿元, 同比分别增长 15.72%和 18.21%。

3)、**张贵庄限价房项目拉低毛利率。**2010 年张贵庄限价房项目结算收入 4.74 亿元, 而该项目毛利率仅 6.16%, 拉低公司房地产业务整体的毛利率至 28.63%, 略低于 2009 年的 29.15%。若剔除该项目计算, 公司 2010 年房地产业务的毛利率为 37%。

4)、**预收款项同比大幅增加。**由于销售金额超过结算金额, 预收款项进一步增加。期末公司拥有预收款项 25.29 亿元, 同比增长 203.85%, 较多的预收款项将为公司 2011 年业绩提供保障。

5)、**持续发展能力提升。**2010 年, 公司新拓展项目 4 个 (不包括从关联方收购的铭朗国际广场项目), 新增土地储备 61 万平方米, 新增权益建筑面积约 77 万平方米。2011 年 3 月, 公司购得武清区京津公路东侧两地块, 按容积率计算, 权益建筑面积为 13.05 万平方米。截至目前, 粗略计算公司拥有未竣工建筑面积 421.68 万平方米, 其中权益部分为 319.17 万平方米 (具体项目见图表 1)。

6)、**负债水平有所下降**。期末剔除预收款项后的资产负债率为 62.33%，同比下降近 14 个百分点，但仍处于行业较高水平。

● **2011 年投资及经营计划：**

1)、2011 年公司计划投资约 41 亿元，将继续加大对水岸公馆三期、武台松江城、百合阳光、百合春天三期、左右城 3#地、左右城 4#地、阳光诺卡二期等在建项目投资；并将根据 2011 年市场情况对团泊西区项目、东丽湖东湖小镇、武清曹园北项目、东河 6#地水晶阁、东河 7#地、河南留庄营帕提欧项目、广西宁越花园及蓬莱大道等项目进行投资。

2)、公司 2011 年计划开工面积 127 万平米，同比增长 41.11%；竣工面积 35 万平米，同比增长 75%。

3)、计划签约销售面积 36 万平米，同比略有增长；签约销售额 31 亿元，同比略有下降。

4)、结算销售面积 23.64 万平米，同比增长 12.68%；结算销售收入 19.28 亿元，同比增长 10.49%，公司期末预收款项已完全覆盖。

● **盈利预测和投资评级**。由于结算进度低于预期，预计公司 2011-2012 年可分别实现每股收益 0.34 元和 0.45 元，按最近收盘价 7.88 元计算，对应的动态市盈率分别为 23 倍和 17 倍；维持“中性”投资评级。

● **风险提示**。2011 年房地产行业仍将处于调控的高压之下，未来销售存在下降的风险。

图 1：公司主要房地产项目表（单位：平米）

项目名称	项目位置	类别	权益 (%)	占地面积	规划建筑面积	权益建筑面积	剩余未竣工面积	权益未竣工面积
汐岸国际	天津	住宅	85.13	112,700	111,300	94,750	0	0
水岸公馆一二期	天津	城镇单一住宅用地	85.13	149,282	218,000	185,583	6,297	5,361
水岸公馆三期	天津	住宅	85.13	72,039	96,800	82,406	96,800	82,406
水岸江南	天津	住宅	85.13	90,007	115,600	98,410	11,041	9,399
梅江南 0 号岛	天津	住宅	85.13	93,285	40,300	34,307	36,900	31,413
武台松江城项目	天津	城镇单一住宅用地	59.59	99,936	239,800	142,899	239,800	142,897
团泊东区 A 地块	天津	住宅用地	85.13	146,775	154,650	131,654	154,650	131,654
团泊东区 D 地块水岸澜轩	天津	城镇住宅用地	85.13	37,957	60,158	51,212	60,158	51,213
团泊西区松江足球场	天津	文体娱乐用地	85.13	134,255	46,032	39,187	46,032	39,187
百合阳光	天津	城镇单一住宅用地	85.13	84,243	124,521	106,005	29,522	25,132
百合春天三期	天津	城镇单一住宅用地	100.00	23,451	37,166	37,166	37,166	37,166
张贵庄项目金色雅筑	天津	城镇住宅、商业用地	42.77	90,792	171,281	73,248	171,281	73,257
武清曹园南项目	天津	城镇单一住宅用地	100.00	245,888	297,834	297,834	284,523	284,523
宝坻项目	天津	商业用地、住宅用地	44.27	220,708	289,200	128,022	289,200	128,029
左右城 3#地	呼和浩特	城镇混合住宅	85.13	125,679	145,811	124,129	128,882	109,717
左右城 4#地	呼和浩特	城镇混合住宅	85.13	122,443	150,597	128,203	88,844	75,633
阳光诺卡二期	呼和浩特	城镇混合住宅	85.13	189,390	170,523	145,166	148,308	126,255
东莞左庭右院项目	东莞	商住	41.67	36,235	103,881	43,286	103,881	43,287
铭朗国际广场	天津	商业金融性用地	100.00	18,690	61,163	61,163	61,163	61,163
团泊东区 C 地块	天津	城镇单一住宅用地	85.13	184,898	184,800	157,320	184,800	157,320
团泊西区住宅	天津	城镇住宅用地	85.13	269,531	501,036	426,532	501,036	426,532
张贵庄 A 地块商业	天津	商业用地	83.85	45,243	117,600	98,611	117,600	98,608
东丽湖东湖小镇项目	天津	城镇住宅用地、商务金融用地	100.00	141,370	180,394	180,394	180,394	180,394
武清曹园北项目	天津	城镇住宅用地、商服用地	100.00	87,961	61,440	61,440	61,440	61,440
天骄领域 2#地	呼和浩特	城镇混合住宅	85.13	103,271	153,405	130,594	153,405	130,594
东河 6#地水晶阁	呼和浩特	居住兼容商业	85.13	21,222	31,800	27,071	31,800	27,071
东河 7#地	呼和浩特	居住兼容商业	85.13	85,640	95,200	81,044	95,200	81,044
河南留庄营帕提欧项目	新乡	批发零售用地、其他普通商品住房用地	83.67	67,617	236,672	198,019	236,672	198,023
广西南越花园及蓬莱大道项目	钦州	商服、其他普通商品住房用地	60.00	113,918	404,065	242,439	404,065	242,439
合计					4,601,029	3,608,094	3,960,860	3,061,155
武清区京津公路东侧两地块：								
2011-003			51.00	62,870	119,453	60,921	119,453	60,921
2011-004			51.00	68,227	136,454	69,591	136,454	69,591
总计					4,856,936	3,738,606	4,216,767	3,191,668

资料来源：公司年报，天相投顾整理

注：有颜色的是公司 2010 年新增项目，末尾两项为公司 2011 年新增项目

图表 2：盈利预测表

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业收入	156,077.25	177,469.45	202,481.86	253,102.33
增长率	2540.05%	13.71%	14.09%	25.00%
减：营业成本	107,157.39	126,649.44	125,538.75	155,657.93
毛利率	31.34%	28.64%	38.00%	38.50%
营业税金及附加	15,042.61	16,013.40	18,628.33	23,285.41
销售费用	1,206.80	3,200.14	4,049.64	5,062.05
管理费用	8,266.23	9,599.89	10,529.06	12,655.12
财务费用	3,365.47	10,785.73	11,743.95	14,426.83
期间费用率	8.23%	13.29%	13.00%	12.70%
资产减值损失	-1,572.55	1,383.40	0.00	0.00
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-320.42	3,422.69	0.00	0.00
二、营业利润	22,290.87	13,260.13	31,992.13	42,014.99
增长率	634.01%	-40.51%	141.27%	31.33%
营业利润率	14.28%	7.47%	15.80%	16.60%
加：营业外收入	72.14	18,288.11	0.00	0.00
减：营业外支出	258.03	528.87	0.00	0.00
三、利润总额	22,104.98	31,019.37	31,992.13	42,014.99
增长率	725.94%	40.33%	3.14%	31.33%
利润率	14.16%	17.48%	15.80%	16.60%
减：所得税	7,373.64	9,205.04	7,998.03	10,503.75
四、净利润	14,731.35	21,814.33	23,994.10	31,511.24
增长率	1580.28%	48.08%	9.99%	31.33%
归属于母公司所有者净利润	13,229.52	18,553.38	21,594.69	28,360.12
增长率	919.32%	40.24%	16.39%	31.33%
净利率	8.48%	10.45%	10.67%	11.21%
少数股东损益	1,501.83	3,260.95	2,399.41	3,151.12
每股收益（元）（摊薄）	0.22	0.30	0.34	0.45
期末总股本（万股）	59,298.12	62,640.17	62,640.17	62,640.17

资料来源：天相投顾预测

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040