

泛海建设（000046）中报点评：

——结转资源稀少，业绩大幅下滑

投资评级： 增持

当前价格： 4.04 元

目标价格：

目标期限：

市场数据

总股本(百万股)	4557.31
A 股股本(百万股)	4557.31
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	99.41
12 个月最高/最低(元)	11.60/3.76
第一大股东	泛海集团
第一大股东持股比例	73.67%
上证综指/沪深 300	2,576/2,853

注：2011 年 8 月 29 日数据

近十二个月股价表现



投资要点：

□ 当期结转资源稀少致公司业绩大幅下滑

报告期内公司实现营收 3.85 亿元，同比下降 51.89%；归属于母公司净利润 -0.34 亿元，同比下降 140.54%；稀释每股收益 -0.015 元，同比下降 141.76%，公司业绩大幅下滑。2011 年上半年在售项目大多未达到收入确定条件，可供结转资源稀少是公司业绩大幅下滑的主要原因。报告期内公司房地产销售营业收入 2.37 亿元，同比下降 65.76%；公司其他业务稳中有升，物业管理、物业出租、商品销售等营业收入分别为 0.58 亿元、0.05 亿元和 0.84 亿元，分别同比增长 13.15%、9.03%和 65.46%。

□ 项目获取时间较早致使公司毛利率较高

公司所拥有的项目获取时间较早，武汉王家墩中央商务区项目源于 2000 年，大股东介入项目股权也要追溯至 2002 年。其他项目如杭州钱江新城、上海董家渡、深圳泛海拉菲和北京东风乡取得时间较早，土地成本低廉。随着这些项目开始预售并结转，公司项目均价和毛利率依然会维持在较高的水平上，报告期内房地产销售业务毛利率 64.51%，远高于行业平均水平。但我们认为随着这些项目的日益消化，公司毛利率将逐年下降，回归行业平均水平。

□ 新开工量大幅增加带动可售资源增加

上半年，公司新开工量大幅增加，北京泛海国际居住区、武汉王家墩中央商务区、浙江泛海国际中心、上海董家渡项目、青岛泛海名人广场二期等项目实现开工。在新开工量的带动下，可售资源显著增加，深圳泛海拉菲花园二期实现预售，销售情况良好。但由于总的可售资源相对较少，公司业绩锁定性不强，公司每股预收账款仅 0.46 元，处于行业较低水平。因此，我们对公司全年业绩保持审慎态度，全年业绩下滑已成定局。

□ 大股东减持加剧了公司股价波动风险

公司大股东中国泛海控股集团有限公司与泛海能源投资股份有限公司计划在年内通过证券交易系统以大宗交易方式出售所持本公司股份，出售股份占本公司总股本比例预计在 5%以上。两大股东累计持有公司 76.39%的股份，上半年泛海能源投资股份有限公司连续两次减持公司股份 7858 万股，减持后仍持有公司股份 6200 万股。同时，中国泛海控股集团有限公司 16.79 亿股，预计下半年两大股东仍将继续减持公司股份，减持进一步加剧公司股价波动风险。

估值和投资建议：

预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.06 元、0.13 元和 0.19 元，对应 2011 年 8 月 29 日的收盘价 PE 分别为 69.63 倍、32.08 倍和 21.36 倍，PB 分别为 2.30 倍、2.20 倍和 2.10 倍。结合公司基本面，参照同类地产公司平均估值，给予公司“增持”评级。

%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-4	-6	-13
绝对收益	-7	-11	-15

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 苏多永

(8621) 68634510-8010

sd3378@xcsc.com

执业证书编号： S0500511070003

联系人： 张化东

zhd3310@xcsc.com

附表：公司财务预测

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入	1625	1463	2560	4735	营业成本	866	702	1382	2652
流动资产	22135	23951	26292	29534	营业税金及附加	223	29	102	284	营业费用	62	44	102	284	管理费用	146	59	128	379
现金	2678	12233	12747	13029	财务费用	74	338	242	256	资产减值损失	91	61	71	67	公允价值变动收益	3	3	3	3
应收账款	54	33	119	163	投资净收益	0	25	28	30	营业利润	167	259	563	846	营业外收入	46	2	2	2
其他应收款	330	267	485	886	营业外支出	1	0	0	0	利润总额	212	260	564	847	所得税	92	0	0	0
预付账款	1587	1217	2442	4656	净利润	119	260	564	847	少数股东损益	-3	-5	-10	-15	归属母公司净利润	123	264	574	862
存货	17486	10200	10500	10800	EBITDA	252	606	815	1112	EPS (元)	0.05	0.06	0.13	0.19	主要财务比率				
其他流动资产	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	成长能力					营业收入	-31.7%	-10.0%	75.0%	85.0%
非流动资产	211	1115	1130	1160	营业利润	-72.1%	55.0%	117.8%	50.3%	营业利润	-69.5%	115.2%	117.1%	50.2%	归属于母公司净利润	-69.5%	115.2%	117.1%	50.2%
长期投资	0	440	460	480	获利能力					毛利率(%)	46.7%	52.0%	46.0%	44.0%	净利率(%)	6.5%	7.6%	18.1%	22.4%
固定资产	98	92	85	77	净利率(%)	6.5%	7.6%	18.1%	22.4%	ROE(%)	1.6%	3.3%	6.9%	9.8%	ROIC(%)	0.9%	8.0%	10.2%	13.4%
无形资产	5	5	4	4	偿债能力					资产负债率(%)	62.7%	66.1%	67.7%	70.0%	资产负债率(%)	50.61%	53.89%	51.93%	45.97%
其他非流动资产	109	579	581	598	流动比率	3.42	2.83	2.56	2.26	速动比率	0.72	1.63	1.54	1.43	营运能力				
资产总计	22346	25066	27422	30694	总资产周转率	0.07	0.06	0.10	0.16	应收账款周转率	33	33	33	33	应付账款周转率	1.36	1.21	1.88	1.85
流动负债	6480	8453	10254	13061	每股指标(元)														
短期借款	615	2500	2800	3000															
应付账款	686	478	992	1871															
其他流动负债	5179	5475	6462	8190															
非流动负债	7521	8119	8320	8419															
长期借款	4334	4934	5134	5234															
其他非流动负债	3187	3185	3186	3185															
负债合计	14001	16572	18573	21480															
少数股东权益	485	481	471	456															
股本	2279	4557	4557	4557															
资本公积	4501	2679	2679	2679															
留存收益	1080	774	1135	1512															
归属母公司股东权益	7860	8014	8378	8757															
负债和股东权益	22346	25066	27422	30694															

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	经营活动现金流	-2426	8958	251	805
净利润	119	260	564	847	折旧摊销	12	9	10	10
折旧摊销	12	9	10	10	财务费用	74	338	242	256
财务费用	74	338	242	256	投资损失	0	-25	-28	-30
投资损失	0	-25	-28	-30	营运资金变动	-2197	8489	-549	-281
营运资金变动	-2197	8489	-549	-281	其他经营现金流	-434	-114	12	2
其他经营现金流	-434	-114	12	2	投资活动现金流	-288	-770	-5	-6
投资活动现金流	-288	-770	-5	-6	资本支出	15	0	0	0
资本支出	15	0	0	0	长期投资	-273	793	31	34
长期投资	-273	793	31	34	其他投资现金流	-545	23	26	28
其他投资现金流	-545	23	26	28					

筹资活动现金流	340	1368	266	-516	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.06	0.13	0.19
短期借款	155	1885	300	200	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.53	1.97	0.06	0.18
长期借款	-1044	600	200	100	每股净资产(最新摊薄)	1.72	1.76	1.84	1.92
普通股增加	15	2279	0	0	估值比率				
资本公积增加	-643	-1823	0	0	P/E	149.88	69.63	32.08	21.36
其他筹资现金流	1856	-1572	-234	-816	P/B	2.34	2.30	2.20	2.10
现金净增加额	-2374	9556	513	283	EV/EBITDA	105	44	32	24

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。