



上市公司年报点评

证券研究报告
房地产行业

暂不评级

天津松江 (600225)

2014年4月11日

财务压力大而业绩为负，定向募资有望缓解

2014年4月10日收盘价：7.42元

房地产行业核心分析师：涂力磊

SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747

房地产行业分析师：谢 盐

SAC 执业证书编号：S0850511010019
xiey@htsec.com
021-23219436

事件：

公司公布 2013 年年报。报告期内，公司实现营业收入 28.41 亿元，同比增加 5.49%；归属于上市公司股东的净利润-2.89 亿元；实现基本每股收益-0.46 元。

投资建议：

定向募集资金将缓解财务压力，暂不评级。借助大股东干线建设和一级开发实力（有助于公司低成本获得二级开发项目），公司房地产已形成沿干线区域开发中高端大盘模式。除保持天津环郊竞争优势外，公司还通过大股东优势拓展外地项目。未来公司将重视区域和产品类型的均衡发展。目前公司项目储备权益建面 353 万平，可满足未来三年开发。2014 年公司计划销售 22 亿元增长 29%，考虑到目前公司财务压力较大，定向融资何时获批存在一定的不确定性，因此，我们暂不进行业绩预测。目前，公司的 RNAV 是 7.42 元/股。截至 4 月 10 日，公司收盘于 7.42 元/股。考虑到募集资金将缓解公司财务压力，未来公司业绩存在一定的不确定性，因此我们暂不评级。

主要分析：

1. 2013 年，受项目转让推动，公司结算收入增加 5.5%；而借款规模增加使得利息支出大幅上升，本期公司净利润亏损：2013 年，公司因出售团泊西区 3 号地及内蒙阳光诺卡在建工程项目结算收入增加，但毛利率有所下滑。报告期内，公司实现营业收入 28.41 亿元，同比增加 5.49%；在借款规模大幅上升的背景下公司财务成本增加较多，这使得报告期内公司实现净利润-2.89 亿元，亏损程度比前三季度有所缩小。

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2012	2013	Ppt	海通分析
毛利率	25.72	24.52	-1.20	本期公司结转项目毛利率偏低；而借款利息大幅上升导致公司净利率为负
净利率	3.18	-10.18	-13.35	
资产负债率	86.60	91.36	4.76	受借款规模上升的影响，本期公司有息负债率上升较多
有息负债率	75.69	87.91	12.22	
三项费用占收入比	14.14	26.58	12.43	本期公司借款利息大幅增加
ROE	8.88	-31.68	-40.56	同上
(百万元)	2012	2013	YOY%	海通分析
总资产	10755.09	12746.60	18.52	本期公司总资产规模保持增长，净资产规模受制于净利润亏损而下滑
净资产	1218.96	929.84	-23.72	
货币现金	1289.04	2279.32	76.82	本期公司新增借款较多；本期公司结转确认而使预收款下滑
预收账款	1173.76	440.09	-62.51	
一年内到期的非流动负债	666.44	1860.71	179.20	本期长期借款转入一年内到期的借款
经营活动现金流净额	-421.22	-1675.65	—	本期公司销售回款减少而土地支出款增加

资料来源：2012 年年报、2013 年年报、海通证券研究所

对公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比

单位：百万元	2012	2013	YOY%	海通分析
一、营业总收入	2693.24	2841.15	5.49	本期公司因出售团泊西区 3 号地及内蒙阳光诺卡在建工程而营收增加
二、营业总成本	2652.16	3173.11	19.64	
营业成本	2000.52	2144.54	7.20	本期公司项目结转毛利率偏低使得结算成本升幅大于营收
营业税金及附加	266.93	241.48	-9.54	本期武台松江城（限价房）结转而计提的土地增值税准备金较少
销售费用	78.26	86.69	10.78	本期公司销售支出增加
管理费用	103.56	123.28	19.04	本期公司营运费用支出增加
财务费用	199.07	545.08	173.81	本期公司借款大幅增加导致利息支出上升幅度大
资产减值损失	3.81	32.03	741.74	本期公司计提各项资产减值准备 3203.37 万元
投资净收益	69.71	63.91	-8.32	
三、营业利润	110.79	-268.05	-341.94	受借款大幅增加而利息支出上升较多影响，本期公司营业利润出现亏损
加：营业外收入	34.72	13.84	-60.14	
减：营业外支出	10.43	30.45	192.04	
四、利润总额	135.09	-284.65	-310.72	同上
减：所得税	26.09	22.40	-14.17	本期公司利润为负基本不需计提所得税
五、净利润	108.99	-307.05	-381.71	同上
减：少数股东损益	23.45	-17.93	-176.45	本期少数股东权益占比较少
归属母公司净利润	85.54	-289.12	-437.98	同上
六、每股收益				同上
稀释每股收益(元)	0.14	-0.46	-428.57	

资料来源：2013 年年报、海通证券研究所

2013 年，公司实现新开工 55 万平，竣工 32 万平，实现签约销售面积 19 万平，签约额 17 亿元。截至 2013 年底，公司期末银行贷款余额为 18.41 亿元，信托贷款余额为 35.29 亿元，其他为 15.70 亿元。报告期内，公司利息资本化率为 14.30%。报告期内的银行贷款加权平均融资成本为 7.1%，信托贷款加权平均融资成本为 10.88%，其他贷款加权融资成本 11.44%。

表 3 2013 年公司各项主营业务发展情况

分行业	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	毛利率 (%)	营业收入比上年增 减 (%)	营业成本比上年增 减 (%)	毛利率比上年增减百 分点
房产销售	2470.62	1914.97	22.49	-7.69	-3.63	减少 3.26 个百分点
在建工程	263.62	188.63	28.45	100	100	不适用

资料来源：公司 2013 年年报、海通证券研究所

2. 2013 年 8 月，公司定向增发募集资金投向两商业地产项目合计权益建面 16.81 万平。两项目完成后总利润达 4.89 亿元，销售净利率和投资收益率分别达 10.71% 和 14.24%。募集资金到位后公司的资产负债率和有息负债率有望分别降至 78.51% 和 67.44%；大股东的持股比例降至 41.89%。2013 年 8 月 29 日，公司第八届董事会第二次会议决议通过了《关于公司符合非公开发行 A 股股票条件的议案》。公司拟采取非公开发行的方式向特定对象发行股票（公司控股股东滨海控股承诺以现金方式并且与其他认购对象相同的价格认购，认购数量不低于本次非公开发行股份总数的 20%）。本次非公开发行股票的定价基准日为公司第八届董事会第二次会议决议公告日（2013 年 8 月 29 日）。经董事会讨论决定，本次发行股票价格不低于 3.93 元/股，发行股份数量不超过 50890 万股，拟募集资金总额不超过人民币 20 亿元，计划 10 亿元用于美湖里商业综合体项目、7 亿元用于张贵庄南侧 A 地块项目和 3 亿元补充流动资金。本议案尚需提交公司股东大会审议，其生效和完成尚待有关审批机关的批准或核准。

表 4 本次募集自己投向项目的基本情况

项目名称	四至范围	公司权益 (%)	占地面积	建筑面积	权益建面	建设周期	总投资	预计销售额
			(万平)	(万平)	(万平)		(亿元)	(亿元)
美湖里商业综合体项目	位于天津南开区中部，东至白堤路，南至美湖里 3 号楼，西至南体路，北至鞍山西道	50.85	0.92	10.64	5.41	2013 年 8 月 31 日开工，2016 年 8 月 31 日竣工	21.11	27.77
张贵庄南侧 A 地块项目	位于东丽区津滨大道南侧，规划用地东至登州南路、南至海昆道、西至贵莲南路、北至海莲道	85.13	5.15	13.39	11.40	2012 年 9 月 10 日开工，2014 年 9 月 10 日竣工	13.26	17.91
合计		—	6.07	24.03	16.81		34.37	45.68

资料来源：公司 2013.8.29 非公开发行股票预案公告、海通证券研究所

公司主营业务为住宅和商业地产开发，目前正在加强商业地产开发力度。本次公司拿出美湖里商业综合体项目和张贵庄南侧 A 地块项目两个商业地产项目（合计权益项目建面 16.81 万平，合计总投资达 34.37 亿元，预计销售额达 45.68 亿元）进行定向发行 A 股募集资金，符合未来公司整体战略发展方向，有利于增强公司的持续盈利能力和抗风险能力。

根据公司非公开发行股票预案披露，上述两商业地产项目合计需要投资 34.37 亿元。公司本次定向发行拟募集资金总额 20 亿元，计划 10 亿元用于美湖里商业综合体项目、7 亿元用于张贵庄南侧 A 地块项目。上述分析可知，预计两项目可获得销售收入合计 45.69 亿元；项目净利润合计达 4.89 亿元，两项目的平均销售净利率和整体投资收益率可以分别达到 10.71% 和 14.24%。

表 5 公司募集资金投向项目的投资收益情况估算

项目	美湖里商业综合体项目总额 (万元)	张贵庄南侧 A 地块项目总额 (万元)	合计 (万元)
销售收入	277728.00	179143.10	456871.10
项目净利润	30354.75	18581.79	48936.54
销售净利率 (%)	10.93	10.37	10.71
投资收益率 (%)	14.38	14.01	14.24

资料来源：公司 2013.8.29 非公开发行股票预案公告、海通证券研究所

根据前述建设周期，假设美湖里商业综合体项目贡献业绩平均分布在 2016-2017 年，张贵庄南侧 A 地块项目贡献业绩平均分布在 2014-2015 年，则上述两项目合计贡献净利润 4.89 亿元，对应发行后的每股 EPS 合计 0.78 元/股；2014-2017 年各年 EPS 贡献分别为 0.15、0.15、0.24、0.24 元/股。

表 6 本次募集自己投向项目的净利润各年贡献情况预测

项目名称	项目总净利润 (万元)	2014 净利润	2015 净利润	2016 净利润	2017 净利润
		(万元)	(万元)	(万元)	(万元)
美湖里商业综合体项目	30354.75			15177.38	15177.38
张贵庄南侧 A 地块项目	18581.79	9290.90	9290.90		
净利润贡献合计 (万元)	48936.54	9290.90	9290.90	15177.38	15177.38
EPS 贡献合计 (元/股)	0.78	0.15	0.15	0.24	0.24

资料来源：公司 2013.8.29 非公开发行股票预案公告、海通证券研究所

假设本次公司发行募集资金约 20 亿元，预计发行募集资金完成后，公司总资产和净资产分别上升至 139.44 亿元和 29.97 亿元，分别增长 200.56% 和 16.74%。同时，发行完成后公司的资产负债率和有息负债率也将分别降至 78.51% 和 67.44%，分别降低了 7.33 个百分点和 6.23 个百分点。此外，公司的实际控制人滨海集团的控股比例将下降至 41.89%。公司债务结构有望得到改善。

3. 2013 年，公司转让东莞市益展恒泰公司 100% 股权，以回笼资金用于公司运营发展；2013 年 10 月，公司拟转让新乡松江 100% 股权，可回笼资金不低于 5245 万元：2013 年 6 月，公司公告称，公司控股 66.67% 的子公司深圳梅江南公司将持有的东莞市益展恒泰公司 100% 股权转让给德弘基公司，转让价 6054.22 万元。该项转让深圳梅江南公司将获得投资收益 6398 万元。我们认为，公司回笼资金将有利于其重点项目的开发和运营。2014 年 1 月，公司公告称，公司和控股 66.67% 的子公司梅江南投资公司通过挂牌方式分别将持有的新乡松江 51% 股权和 49% 股权公开转让给深圳市利涛源投资有限责任公司，转让价 5451.88 万元。公司出资 1530 万元，持有新乡松江 51% 股权；梅江南投资出资 1470 万元，持有 49% 股权。

表 7 2013 年以来公司股权投资变动情况

公告时间	相关公司	变动前股份 份(万股)	变动前股份 比例(%)	变动后股份 份(万股)	变动后股份 比例(%)	投资金额 (万元)	投资盈亏 (万元)
2013-6-15	东莞市益展恒泰房地产开发有限公司	—	66.67	0	0.00	-6054	6398
2014-1-4	新乡市松江房地产开发有限公司	—	83.67	—	0.00	-5452	—
合计						-11506	

注：投资金额负值表示撤资。

资料来源：公司 2013.6.15 - 2014.1.4 公告、海通证券研究所

4. 2013 年以来公司增加土地储备 3 个，转让在建工程项目 4 个：2013 年 1 月，公司通过挂牌方式取得位于南开区鞍山西道与白堤路交口的一宗商业金融用地，地块出让面积 9243.8 平米，总成交价 7.82 亿元，容积率不大于 11.5。2013 年 7 月，公司控股 85.13% 的子公司内蒙古松江房地产公司将呼和浩特市新城区成吉思汗大街阳光诺卡北侧（在建工程）转让给内蒙古爱屋公司，转让价 1.64 亿元。土地占地面积为 2.93 万平，商业用地。此次股权转让有利于公司盘活资产，提高资产周转速度。2013 年 11 月，公司通过挂牌方式取得位于天津南开区通南路与和平路交口的一宗土地，编号津南通（挂）2013-125 号。土地总面积 9685.8 平米，总成交价 6.37 亿元，商业金融用地，容积率不大于 5.5。公司通过拍卖方式取得位于天津武清区城区北运河北侧的一宗土地，编号为津武（拍）2013-110 号。出让土地面积为 1.16 万平，总成交价格为 2620 万元，商业金融用地，容积率不大于 1。2013 年 11 月，公司控股 85.13% 的内蒙古松江开发公司以 1.15 亿元价格成功挂牌转让了其位于呼和浩特市新城区成吉思汗大街阳光诺卡北侧的在建工程。2013 年 12 月，公司控股 85.13% 的天津松江团泊投资公司以 1.24 亿元价格成功挂牌转让了其名下在建工程“依水郡”项目。该项目坐落于天津市静海县团泊新城西区规划主干道一西侧，宗地面积 3.76 万平，建筑规模 8.16 万平，其中地下面积 1.43 万平。土地用途为城镇住宅用地。截至 2013 年底，公司拥有在建拟建项目 23 个，权益建筑面积 259 万平，其中在建面积 95 万平。2014 年 4 月，公司审议通过了公司控股 85.13% 的天津松江集团有限公司转让名下房产的议案，即以不低于 6837.42 万元挂牌转让其名下房产天涛园 22 号楼，该房产为天津河西区友谊南路与潭江道交口东南侧天涛园 22 号楼，建筑面积 3123.25 平米。

表 8 2013 年公司土地储备变更情况

时间	地区	项目名称	用地性质	公司权益(%)	占地面积 (万平)	建筑面积 (万平)	权益建面 (万平)	土地成本/ 转让价 (亿元)
2013-1-11	天津武清区	津南白（挂）2012-125 号	商业	100.00	0.92	10.63	10.63	7.82
2013-7-16	呼市新城区	成吉思汗大街阳光诺卡北侧在建工程	工程	85.13	2.93	—	—	-1.64
2013-11-9	天津南开区	津南通（挂）2013-125 号	商业	100.00	0.97	5.33	5.33	6.37
2013-11-11	呼和浩特市	成吉思汗大街阳光诺卡北侧在建工程	工程	85.13	—	—	—	-1.15
2013-12-3	天津静海县	“依水郡”在建工程	工程	85.13	3.76	8.16	6.95	-1.24
2014-1-29	天津武清区	津武（拍）2013-110 号	商业	100.00	1.16	1.16	1.16	0.26
2014-4-11	天津河西区	天涛园 22 号楼	住宅	85.13	—	0.31	0.26	-0.68
合计					9.74	25.59	24.33	9.74

注：投资金额负值表示撤资。

资料来源：2013.1.11 - 2014.4.11 公司公告、海通证券研究所

5. 2014 年公司计划实现销售额 22 亿元（同比增 29%）；未来聚焦城市区开发有利于减轻去化压力。2014 年，公司将加大天津市内六区和滨海新区的投资力度，缩小天津郊县的投资规模，同时逐步收缩外阜地区三四线城市的投资份额。同时，2014 年，公司计划投资 31 亿元，计划开工面积 28 万平，竣工面积 21 万平，签约销售面积 19 万平，签约销售额 22 亿元。我们认为，公司未来聚焦城市区开发有利于减轻去化压力。

6. 投资建议：定向募集资金将缓解财务压力，暂不评级。借助大股东干线建设和一级开发实力（有助于公司低成本获得二级开发项目），公司房地产已形成沿干线区域开发中高端大盘模式。除保持天津环郊竞争优势外，公司还通过大股东优势拓展外地项目。未来公司将重视区域和产品类型的均衡发展。目前公司项目储备权益建面 353 万平，可满足未来三年开发。2014 年公司计划销售 22 亿元增长 29%，考虑到目前公司财务压力较大，定向融资何时获批存在一定的不确定性，因此，我们暂不进行业绩预测。目前，公司的 RNAV 是 7.42 元/股。截至 4 月 10 日，公司收盘于 7.42 元/股。考虑到募集资金将缓解公司财务压力，未来公司业绩存在一定的不确定性，因此我们暂不评级。

7. 风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业
谢 盐：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、招商地产（000024.SZ）、金地集团（600383.SH）、华侨城 A（000069.SZ）、金融街（000402.SZ）、首开股份（600376.SH）、北京城建（600266.SH）、苏宁环球（000718.SZ）、荣盛发展（002146.SZ）、滨江集团（002244.SZ）、广宇集团（002133.SZ）、亿城股份（000616.SZ）、新潮实业（600777.SH）、广宇发展（000537.SZ）、天房发展（600322.SH）、栖霞建设（600533）、张江高科（600895.SH）、陆家嘴（600663.SH）、浦东金桥（600639.SH）、南京高科（600064.SH）、苏州高新（600736.SH）、黑牡丹（600510.SH）、天津松江（600225.SH）和外高桥（600648.SH）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。