

暂不评级

天津松江 (600225)

2014年11月11日

## 受益京津冀一体化等政策，定增缓解财务压力

2014年11月10日收盘价：7.71元

房地产行业首席分析师：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  
xiex@htsec.com  
021-23219436

主要观点：公司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。目前公司项目储备权益建面357万平，可满足未来三年开发。**2014年公司计划销售22亿元增长29%，近期公司定向募集17亿元获得通过将缓解公司财务压力，但是考虑到目前公司财务压力仍然较大，梅江南·0#岛项目转让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10.08元/股。截至11月10日，公司收盘于7.71元/股。尽管近期公司业绩存在一定的不确定性，但考虑到公司受益于京津冀一体化和天津自贸区建设，因此我们建议给予关注，暂不评级。

## 主要内容：

## 1. 伴随京津冀一体化和环首都经济圈发展，公司将受益于天津新一轮产业人口导入大潮

新一届政府成立的第二个年头，2014年2月，习近平主席专题听取京津冀协同发展工作汇报，强调实现京津冀协同发展，是面向未来打造新的首都经济圈、推进区域发展体制机制创新的需要，是探索完善城市群布局和形态、为优化开发区域发展提供示范和样板的需要，是探索生态文明建设有效路径、促进人口经济资源环境相协调的需要，是实现京津冀优势互补、促进环渤海经济区发展、带动北方腹地发展的需要，是一个重大国家战略，要坚持优势互补、互利共赢、扎实推进，加快走出一条科学持续的协同发展路子来。

而实际上，在长期经济发展过程中，京津冀逐步建立起自身独立的工业体系和主导工业。其中，京津的工业主导行业较为雷同，通信设备计算机、黑色金属冶炼、化学原料、石油加工炼焦等同为两地主导产业。不同的是，北京有交通运输设备制造业，而天津有石油天然气开采业。未来，京津进行工业领域协调的方向是，北京要突出自身的科技和研发优势，天津则要突出港口运输、海洋和土地资源的优势。河北作为黑色金属矿采选业、冶炼重化工业基地；京津则是以高新技术产业为支撑的现代制造业北方双核城市。

历史上，由于行政区划分割，京津冀三地区之间长期在经济往来、人口流动、交通设施和信息互通上存在天然的障碍和差距。后期由于首都功能定位过于庞大，从而造成一直以来如何破局，实现京津冀地区的完全融合、协同发展成为可望而难及问题。

伴随城市圈推进，未来京津冀之间功能定位的差异同样需要进行调整。特别是北京城市功能定位需要重点进行调整，即需要按照习主席所说的，“调整疏解非首都核心功能，优化三次产业结构，优化产业特别是工业项目选择，突出高端化、服务化、集聚化、融合化、低碳化”进行产业结构调整。此外，京津冀还要打破“一亩三分地”思维定式、抱团朝着顶层设计目标一起做；理顺三地产业发展链条，对接产业规划，不搞同构性、同质化发展等。

**表 1 目前京津冀地区经济结构所形成的产业聚集**

序号	地区	工业主导行业	占工业总产值百分比 (%)
1	京津冀地区	黑色金属冶炼及压延加工业	16.29
		通信设备计算机及其它电子设备制造业	13.53
		化学原料及化学制品制造业	7.19
		石油加工、炼焦及核燃料加工	6.75
2	北京	通信设备计算机及其它电子设备制造业	24.74
		交通运输设备制造业	11.97
		黑色金属冶炼及压延加工业	9.87
		化学原料及化学制品制造业	7.09
		石油加工、炼焦及核燃料加工	5.48
		专用设备制造业	3.42
		通信设备计算机及其它电子设备制造业	20.28
3	天津	黑色金属冶炼及压延加工业	9.84
		化学原料及化学制品制造业	7.19
		石油和天然气开采业	5.25
		石油加工、炼焦及核燃料加工	4.61
		金属制造业	3.70
4	河北	黑色金属冶炼及压延加工业	25.51
		电力、热力的生产和供应	6.45
		非金属矿物制造业	5.29
		农副食品加工业	4.90

资料来源：《首都经济圈规划与京津冀经济一体化》、海通证券研究所

未来，北京产业转移与京津冀一体化发展中不同省份的产业布局差异化定位密切相关。其中，北京重点发展以微电子、通信、生物工程等高新技术产业，以科教文为主的创意产业，及以金融、商贸、会展等为现代服务业。天津定位为电子信息、汽车、现代医药、装备制造、新能源等先进制造业；发展现代物流、中介服务等现代服务业，发展临港重化工业。河北 8 市定位在原材料重化工基地、现代化农业基地和休闲度假区，也是研发转化及加工配套基地。

**图 1 京津冀和环首都经济圈产业错位发展情况**


资料来源：百度百科、海通证券研究所

为此，我们应本着**充分考虑土地资源禀赋、环境容量、土地价格及产业定位等因素，合理制定差别化的土地利用和供应政策，按照“有保有压、优势互补”的原则，引导不同类别产业项目的转移、承接和联动，促进区域产业结构和布局的调整优化。**而作为疏解北京产业人口压力的重要承载主体—天津，具备了吸纳承接北京产业人口转移的良好条件。

未来，围绕京津冀一体化建设步伐的加快，一些非首都核心功能向天津等地疏解的举措也将率先启动。首先，一些面向全国的非首都核心功能中的部分科教文卫机构有望外迁至天津等地；其次，聚集北京的一些非关国家经济命脉的央企总部也可能适度外迁至承接功能较强的天津余家堡等地；第三，一些面向京津冀地区需求的经济部门，以及其它服务业内部也有可能疏解到天津等地。

## 2. 公司定增将缓解财务压力，项目转让有望促使今年扭亏

目前，公司面临着较大的财务压力。截至 2014 年三季度末，公司资产负债率为 94.19%，剔除预收款后负债率达 91.57%。

表 2 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	1-3Q13	1-3Q14	Ppt	2013	海通分析
资产负债率	90.56	94.19	3.62	91.36	本期公司长期借款增加使得负债水平上升
剔除预收款后负债率	84.00	91.57	7.57	87.91	

资料来源：2013 年三季度报、2014 年三季度报、海通证券研究所

2014 年前三季度，公司房产结算减少。报告期内公司实现营业收入 5.90 亿元，同比下滑 54.27%；由于公司负债水平较高，这使得公司今年前三季度财务费用支出高达 4.75 亿元，从而使得报告期内公司实现归属于母公司净利润-3.45 亿元。

表 3 公司利润表关键指标对比

单位：百万元	1-3Q13	1-3Q14	YOY%	海通分析
一、营业总收入	1290.38	590.06	-54.27	本期公司房产结转收入减少
二、营业总成本	1715.68	1048.23	-38.90	
营业成本	1036.32	382.31	-63.11	本期公司结转房产项目毛利率较高使得营业成本降幅大于营收
财务费用	409.24	474.94	16.05	本期公司借款增加使得利息支出增加
三、营业利润	-354.37	-424.82	—	本期公司财务费用支出增加使得营业利润为负
四、利润总额	-377.75	-425.69	—	同上
五、净利润	-334.75	-375.19	—	同上
归属母公司净利润	-300.80	-345.35	—	同上

资料来源：2013 年三季度报、2014 年三季度报、海通证券研究所

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%。根据 2014 年 8 月 22 日，公司第八届董事会第十六次会议决议通过了《关于调整公司非公开发行股票募集资金金额及用途的议案》。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%）。本次发行股票价格不低于 3.93 元/股，发行股份数量不超过 43256.99 万股，拟募集资金总额不超过 17 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。2014 年 9 月 23 日，公司定增方案正式获得证监会审核通过。我们认为，公司定增获得通过有助于公司减轻债务压力。

**表 4 本次募集资金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 17 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 17 亿元，预计发行募集资金完成后，公司的资产负债率将分别降至 80%。此外，公司的实际控制人滨海集团的控股比例将下降至 42.52%。公司债务结构有望得到改善。**

**表 7 2014 年公司拟转让梅江南零号岛住宅项目以实现扭亏转盈**

时间	地区	项目名称	用地性质	购买/转让	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)
2014-10-31	天津西青区	梅江南零号岛住宅项目	住宅	转让	85.13	9.33	3.94	3.36	-13.26

注：投资金额负值表示撤资。

资料来源：2014.10.31 公司公告、海通证券研究所

2014 年 10 月，公司控股 85.13% 的子公司天津松江集团有限公司拟挂牌转让其开发的梅江南零号岛住宅项目。该项目位于天津市西青区上岛西路 1 号，建设用地面积 93285.9 平米，规划总建面 39438.54 平米，住宅用地。截止 2014 年上半年底，该项目评估前账面资产 47112 万元，评估后资产计 132558.76 万元。挂牌价不低于资产评估价值。目前尚未有明确受让方。我们认为，如果能顺利转让将为公司贡献 8.54 亿元毛利润，有望使公司今年业绩扭亏。

**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。下半年，公司将积极推进新项目开工和竣工，加大营销力度，力争完成年初制定的主要经营目标。我们认为，公司未来聚焦城市区开发有利于减轻去化压力。

### 3. 公司立足地产开发进行转型

目前，公司二级土地开发项目达 34 个，权益建面达 356.67 万平。按公司年均 90 万平左右的年开发速度，公司目前项目至少可开发 4 年以上。公司项目储备布局以天津为主。

**表 8 公司储备项目一览表**

序号	项目	地点	权益比例 (%)	占地面积 (万平)	规划建面 (万平)	权益建面 (万平)	未结算权益建面(万平)
1	水岸公馆一、二期	天津市	85.13	14.93	21.80	18.56	17.86
2	水岸公馆三期	天津市	85.13	7.20	9.68	8.24	7.36
3	水岸江南	天津市	85.13	9.00	11.56	9.84	9.75
4	梅江南·0#岛项目	天津市	85.13	9.33	4.03	3.43	3.43
5	武台松江城	天津市	59.59	9.99	23.98	14.29	9.28
6	广西宁越花园	钦州市	60.00	5.17	21.16	12.70	10.04
7	高尔夫小镇	天津市	85.13	14.68	15.47	13.17	13.09
8	水岸恬园	天津市	85.13	18.49	18.48	15.73	15.73
9	团泊西区依水郡	天津市	85.13	5.59	13.97	11.89	11.89
10	团泊西区松江之星	天津市	85.13	6.33	15.84	13.48	13.48
11	团泊足球场（代建）	天津市	85.13	14.93	21.80	18.56	18.56
12	津滨置地广场（商业）	天津市	83.85	5.15	13.38	11.22	11.22
13	百合春天三期	天津市	100.00	2.35	3.72	3.72	3.72
14	金色雅筑	天津市	42.77	9.08	17.13	7.33	7.33
15	武清运河城曹园南	天津市	100.00	24.59	30.91	30.91	29.60
16	武清运河城曹园北	天津市	100.00	8.80	6.21	6.21	6.21
17	左右城 4#地	呼和浩特市	85.13	13.65	15.06	12.82	11.27
18	左右城 3#地	呼和浩特市	85.13	12.57	14.58	12.41	12.41
19	呼和浩特天骄领域 2#地	呼和浩特市	85.13	10.33	15.34	13.06	8.95
20	呼和浩特阳光诺卡二期	呼和浩特市	85.13	19.05	27.05	23.03	22.70
21	汐岸国际	天津市	85.13	11.27	11.13	9.47	9.13
22	松江城-水晶阁	呼和浩特市	85.13	2.12	3.62	3.08	2.56
23	松江城-玫瑰郡	呼和浩特市	85.13	8.56	12.67	10.79	9.07
24	华盈大厦	天津市	100.00	1.25	2.03	2.03	2.02
25	百合阳光	天津市	85.13	8.42	12.45	10.60	10.60
26	B#地梅江学校	天津市	85.13	1.85	1.87	1.59	1.59
27	松江之星空港 9 号	天津市	100.00	1.87	6.12	6.12	5.19
28	武清运河城柴官西	天津市	100.00	3.90	3.90	3.90	3.90
29	武清运河城柴官中	天津市	100.00	4.05	4.05	4.05	4.05
30	东湖小镇	天津市	51.00	14.14	18.04	9.20	9.20
31	广西钦州宁越东园	钦州市	60.00	6.20	20.19	12.11	12.11
32	松江置地广场（商业金融业）	天津市	50.85	0.92	10.64	5.41	5.41
33	天津东南角项目(商业金融业)	天津市	100.00	0.97	5.30	5.30	5.30
34	武清运河城柴官北	天津市	100.00	12.42	12.42	12.42	12.42
	合计		—	299.15	445.58	356.67	336.43

资料来源：公司报表，海通证券研究所

**2014 年三季度，为抓住天津自贸区申报的历史机遇，公司在天津东疆保税港区设立两家公司：**2014 年 9 月，公司同意在天津市东疆保税港区设立全资子公司天津松江恒泰房地产开发有限公司，注册资本 3000 万元。2014 年 10 月，公司与天津物能源资源（香港）发展有限公司共同在天津东疆保税港区设立天津恒泰汇金融融资租赁有限公司，该公司注册资本 3000 万美元，其中公司出资 2250 万美元，持股比例为 75%。该公司经营范围为融资租赁，包括向国内外购买租赁财产；租赁财产的残值处理及维修；租赁交易咨询和担保等。我们认为，公司合作设立融资租赁公司有利于拓宽融资渠道，降低融资成本；同时创造新的利润增长点。

**表 9 2014 年三季度公司股权投资变动情况**

公告时间	相关公司	变动前股份 (万股)	变动前股份比例 (%)	变动后股份 (万股)	变动后股份比例 (%)	投资金额 (万元)	投资盈亏 (万元)
2014-9-30	天津松江恒泰房地产开发有限公司	0.00	0.00	—	100.00	3000	—
2014-10-25	天津恒泰汇金融融资租赁有限公司	0.00	0.00	—	100.00	3000	—
	合计						

资料来源：公司 2014.9.30 - 2014.10.25 公告、海通证券研究所

#### 4. 投资建议：受益京津冀一体化等政策，公司定向募集 17 亿元将缓解财务压力，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。目前公司项目储备权益建面 357 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%，近期公司定向募集 17 亿元获得通过将缓解公司财务压力，但是考虑到目前公司财务压力仍然较大，梅江南-0# 岛项目转让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 10.08 元/股。截至 11 月 10 日，公司收盘于 7.71 元/股。尽管近期公司业绩存在一定的不确定性，但考虑到公司受益于京津冀一体化和天津自贸区建设，因此我们建议给予关注，暂不评级。

**表 10 公司 RNAV 估值表**

房地产业务净权益增加值（百万元）	5213.00
帐面净资产（百万元）	1100.73
重估净资产（百万元）	6313.73
总股本（百万股）	626.40
RNAV（元）	10.08
折价率（%）	75.50

资料来源：公司报表，海通证券研究所

**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

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	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%。
2. 投资建议的评级标准	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。