

2009 年 2 月 4 日

房地产

滨江集团 (002244)

评级: 买入

行业研究员

庞剑锋

010-88086830-690

pangjf@rxzq.com.cn

滨江集团与上证指数走势对比图



城区改造专家的价值

投资要点

- 由于房地产调控政策的重点不同,中国房地产市场的发展可以分为两个主要阶段:1998 年~2007 年和 2009 年以后。2008 年和 2009 年的上半年是一个短暂的调整。
- 本文认为,1998 年~2007 年是中国房地产市场的大扩张时期。这段时期以万科为代表的“城市扩张专家”最能受益。而 2009 年以后中国房地产市场将出现结构性变化,城乡结合部不再是香饽饽。在未来,以滨江集团为代表的“城区改造专家”将最能受益。所谓“城区改造专家”是指集中在市中心拿地的房地产公司。
- 滨江集团是一个集中在杭州市中心拿地的房地产公司,具有 15 年的房地产经营历史,积累了丰富的市区房地产开发的经验。从公司的经营历史、逆周期拿地的举动看来,公司管理层具有充足的动力、足够的知识来管理公司,为股东创造价值。2008 年公司的销售业绩在杭州地区最好的。
- 根据预售的情况,可以确定,滨江集团 2009 年的业绩必然高于 2008 年。由于公司在市中心拿地,公司的土地储备基本没有受到房地产调整的负面影响。2009 年以后,这些土地储备的高含金量将得到释放。2010 年以后,只要房地产市场回暖,并且公司管理层愿意,将目前的项目储备释放出来,可以轻而易举地实现业绩翻番。
- 预计 2008 年~2010 年的每股收益分别为 0.61 元、0.87 元和 1.15 元。1 年内合理估值为 20 倍市盈率,目标价 17 元。由于 2009 年业绩增长的高度确定性,对于想抄底地产股却担心太早的投资者来说,滨江集团是很好的选择。给予“买入”评级。

1、房地产市场的新时期将迎来新的明星企业

1.1 房地产市场迎来新的发展阶段

自从 1998 年以来，作为一个整体，中国的房地产市场没有经历过真正的调整，除了 2008 年以外。2008 年以前之所以没有经历过真正的调整，主要的原因在于政府将紧缩土地当作调控房地产市场的重点措施之一。在“保护 18 亿亩耕地”的思想指导下，面对社会上房地产开发商暴利的情况，中央政府调控的重点之一放在治理乱批土地上。紧缩土地的直接结果是缩小了房地产的供给，导致房价进一步上涨。于是，在 2005 年左右，建设部和国土资源部为了究竟是房价拉高了地价还是地价拉高了房价而相互“打架”。但是，房价和地价的相互加强的循环并不可持续。由于 2007 年的房价地价高涨，地方政府为了充实地方财政，积极卖地，从而大大增加了城市的土地供给。另一方面，中央政府的调控重点发生了转变。2008 年受到金融危机影响，为了扩大内需，中央政府真正下决心落实保障性住房的建设。

住房和城乡建设部计划在未来 3 年内投资 9000 亿元用于保障性住房的建设，这么大的规模和决心在房地产调控史上是第一次。虽然保障性住房和商品房属于两个不同的细分市场，但是毫无疑问，大规模的保障性住房建设将在一定程度上打压、抑制城市边缘地区的房价。所以，原来的郊区和市区全面上涨的局面未来可能不会出现了。郊区的房价上涨速度将得到一定程度的控制，市区的房价将在市政交通建设的推动下继续上涨。这将是未来中国的房地产市场的一个结构性变化。

1.2 寻找新阶段的明星企业

可以认为，2009 年以后，中国房地产市场将迎来新的发展时期。在这个新的时期，房地产企业需要新的发展战略。在从 1998 年到 2007 年这段城市大扩张的时期，只要拿到更多的土地储备，有相应的现金流，房地产企业便能充分享受中国城市化的成果。因此，这段时期是“城市扩张专家”的黄金时期，以万科为代表的在城乡结合部大肆扩张的公司受益最多。然而，2009 年以后，形势发生了变化。由于保障性住房的建设，城乡结合部成了政府与开发商争利的地方，是竞争最激烈的地方。而在市区，随着地铁等基础设施的改善，房价依然有上升潜力。所以在这个阶段，“城区改造专家”最能受益。

表一 房地产公司的类型

代表性公司	
物业持有者	中国国贸
城市扩张专家	万科
城区改造专家	滨江集团

从上述表中可以看到，虽然都是房地产公司，但是不同房地产公司的发展战略有很大的不同。在新的时期，以滨江集团为代表的城区改造专家最能受益房地产市场的转暖，最有可能成为房地产板块的明星股。鉴于此，可以预测，在未来三五年内，万科将不再是房地产的领涨股或龙头股，取而代之的是以滨江集团为代表的城区改造专家。目前，正是新的房地产领涨股酝酿的阶段。

2、滨江集团的价值

2.1 公司的基本战略

滨江集团是杭州房地产市场的龙头企业。2007 年公司销售额 40.6 亿元，占杭州市场份额的 8

%。公司成立于 1993 年。长期以来，公司在杭州市中心获取土地进行房地产开发，用公司自己的话说，“建造现代化的商圈”。由于需要拆迁，城市中心地区的地块始终是稀缺的。这样的战略使得公司少了一点其他公司的冲劲、猛劲，但是却可以在暴风雨来袭的时候岿然不动。郊区降价的时候市区可以不降价，而市区降价必然打压郊区的价格。

正是因为滨江集团立足市中心，2008 年的销售业绩才没有下滑。2008 年是房地产的调整年，在其他公司降价甩卖的时候，滨江集团的销售却异常火爆，大量的预售已经提前锁定了未来的业绩。比如精装修的阳光海洋位于钱塘江畔，是第一线的观景房。该项目首期推出 99 套，单价在 3.4 万元以上，截止去年年底已经全部卖完（包括预售和预订的）。该项目将在 2010 年结算。2009 年结算的项目万家花城目前也基本预售完毕，2009 年的成长性已经有了保证。

正是因为公司的销售顺畅，现金流充沛，所以公司还有可能逆周期拿地。2008 年 9 月，公司竞得重机厂一期的三块土地使用权。平均楼面价 5000 元/平米左右。该价格在下城区的老城区是比较低的。三块土地的成交均价仅仅高出地价 20 万。这又为 2010 年以后的发展奠定了基础。

2.2 未来的成长性

预计公司 2008 年~2010 年的主营业务收入分别为 26 亿元、37 亿元和 60 亿元，对应净利润分别为 6.3 亿元、9.0 亿元和 12.0 亿元，按照最新股本对应的每股收益分别为，0.61 元、0.87 元和 1.15 元。

在上述的估计中，2009 年的业绩是相对确定的。至于 2010 年后的成长性部分地取决于房地产市场，部分地取决于公司的储备项目的释放。对整个房地产市场，至少 2010 年是看好的。关键是储备项目。当前公司权益土地储备可售面积大约为 250 万平米。这 250 万平米的含金量却与一般的房地产公司有显著不同。因为公司立足市中心，2008 年公司的销售单价最低是金色蓝庭项目，为 1.5 万元，最高的是阳光海岸单价在 3.4 万元以上。如果简单地按照 2 万元/平米计算，那么这 250 万平米意味着 500 亿元。而公司在 2007 年的主营收入只有 26 亿元，2008 年受到房地产调整的影响也不到 30 亿元。如果现有储备在五年内开发完，则每年的平均销售规模将达到 100 亿元，超过了现有销售规模的 3 倍多。不妨以杭汽发项目为例，该项目的定位在阳光海岸之上，权益土地储备可售面积为 17 万平米，按照 3.5 万/平米计算，将达 60 亿元。公司的项目储备什么时候释放，主要取决于公司管理层对市场形势的判断。一旦市场形势好转，公司管理层要将业绩翻番，可以说易如反掌。

目前公司董事长和总经理皆持有大量的公司股票，合计大约 9000 万股，按照 9 元价格计算，为市值 8.1 亿元。面对如此大量的财富，相信任何个人都不会无动于衷。公司董事长在房地产行业工作了二十多年，目前年龄在四十五六岁，正处在人生的黄金时期。对于这样的人来，房地产便是自己的全部事业。公司总经理在年龄和工作背景上与董事长几乎如出一辙。两人的相互合作具有二十多年的历史。如此悠久的团队合作在目前的房地产上市公司中并不多见。相信该管理层具有足够的知识、经验和动力经营好公司，给股东创造财富。

2.3 投资建议

考虑到公司确定性的高成长性，给予 2009 年 20 倍的市盈率应该不算大胆。那么，2009 年的目标价应该为 17 元，相对目前 9.33 元的收盘价有 80% 的上涨空间，给予“买入”的评级。主要的风险来自房地产整个行业。如果 2009 年房地产见底的话，那么滨江集团达到 20 倍的市盈率是很正常的；如果 2009 年万一不见底，那么滨江集团的业绩增长也是确定的。所以，对于想抄底地产股又怕过早入市的投资者来说，买入滨江集团是一个很好的选择。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。