

厚积薄发，前景看好

推荐（首次评级）

滨江集团（002244）调研报告

公司研究

2009 年 3 月 11 日

调研情况：

- 我们近期实地调研了滨江集团，与公司董秘及董办副主任就公司的经营情况和发展战略等问题进行了沟通与交流，并实地调研了公司的阳光海岸项目、杭汽发及重机厂两个地块。通过调研，我们认为公司 09 年业绩将保持稳定，2010 年和 2011 年净利润将实现快速增长，给予公司“推荐”评级。

调研内容：

- **公司立足杭州市场，以长三角为拓展区域，战略清晰。**公司成立于 1996 年，以杭州江干区起家，02 年后进入快速发展阶段。公司在杭州市场拥有较高的市场占有率和品牌知名度。2007 年和 2008 年公司在杭州的商品房销售额占当地市场份额分别为第一位和第二位。公司未来将继续以杭州为主要发展区域，同时拟在适当的时机向浙江、江苏、上海、北京扩展，公司计划未来几年杭州开发量占到 50%。
- **公司产品以高附加值和高性价比为核心，产品定位明确。**公司产品主要分为两类，一是高附加值的高端豪宅，比如已完成销售的金色海岸项目和目前正在热销的阳光海岸项目，以及目前处于规划阶段的杭汽发项目。公司的高端豪宅地理位置优越，均为观江豪宅或位于市中心，比如金色海岸和阳光海岸均为一线江景精装修豪宅，杭汽发项目是位于市中心的精装修高端项目。公司的高端项目除了地理位置优越，其追求完美的装修风格也极大提高了项目的附加值。二是高性价比楼盘，比如万家花城、金色蓝庭和重机厂项目。此类项目追求快速周转，不追利润最大化。万家花城已销售完毕，09 年进入集中结算期，金色蓝庭的销售也已步入尾声，两个项目均取得了喜人的销售业绩。重机厂项目目前尚在规划设计阶段。
- **公司主要项目分析：**公司目前土地储备总建筑面积约为 230 万平米，除镜湖项目位于绍兴外，其余项目均位于杭州。万家花城、阳光海岸、新城时代广场、城市之星、金色蓝庭和杭汽发项目是公司未来三年盈利的主要来源。

➤ 万家花城

分析师

崔娟

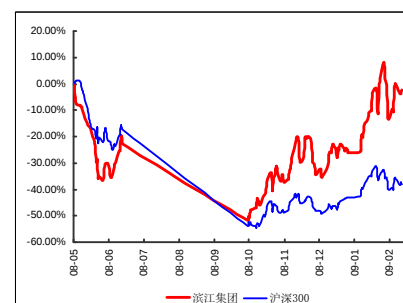
Tel.: 010-59355903

Email: cuij@chinans.com.cn

主要数据

总股本：1040 百万股
流通股本：120 百万股
近 12 个月最高价：13.54 元
近 12 个月最低价：4.91 元
近 1 个月内涨幅：9.72%
近 6 个月内涨幅：110.85%

股价与沪深 300 指数对比



- ◆ 万家花城位于拱墅区丰潭路以东，南临萍水路。项目建筑面积 28.07 万平米，截至 08 年底已销售完毕，09 年进入集中结算期。项目分两期销售，一期均价 8200 元/平米，二期均价 13000 元/平米，项目的综合成本约 6000 元/平米，一期毛利率 27%，二期毛利率 54%。项目整体均价 9989 元/平米，毛利率 40%。万家花城是公司 09 年结算的主要项目，预计结算收入为 27.59 亿元，

图 1 万家花城一期效果图



图 2 万家花城二期效果图



数据来源：住在杭州网，民族证券研发中心

数据来源：住在杭州网，民族证券研发中心

➤ 阳光海岸

- ◆ 阳光海岸位于杭州未来市中心钱江新城核心区域，紧邻钱塘江，地块东至规划路，南至之江路，西至杭州市中级人民法院，北至规划路，与公司开发的金色海岸、金色家园相邻。项目由两幢 19 层板式建筑构成，建筑面积 8.34 万平方米。项目采取国际化豪华装修，分为欧式和中式装修风格。项目定位于钱塘江畔一线江景精装修豪宅，其土地的稀缺性和奢华完美的建筑装修风格使项目具有高附加值和难以复制的特点。
- ◆ 阳光海岸 08 年 11 月份开盘预售，首先预售的是 2 号楼，建筑面积 4.16 万平米，目前销售率为 75%，均价 34002 元/平米，项目综合成本 16000 元/平米，毛利率 53%。阳光海岸将在 2010 年进入结算期，预计 2010 年和 2011 年实现结算收入 13.6 亿元和 13.76 亿元。

图 3 阳光海岸外景效果图



数据来源：搜房网，民族证券研发中心

图 4 阳光海岸户型效果图



数据来源：搜房网，民族证券研发中心

➤ 新城时代广场

- ◆ 新城时代广场位于江干区庆春东路文化广场一带，东至新塘路，南至凤起东路，西至规划路，北至景芳一区，主要包括 5 万平米商业，3 万平米酒店式公寓和 6 万平米写字楼。其中商业采取定向销售，售价为 9300 元/平，公寓销售均价为 18000 元/平米，可售项目毛利率约为 31%。预计 2010 年和 2011 年每年实现结算收入 4.65 亿元。

图 5 新城时代广场外景效果图



数据来源：焦点房地产网，民族证券研发中心

图 6 新城时代广场外景效果图



数据来源：焦点房地产网，民族证券研发中心

➤ 城市之星

- ◆ 城市之星项目位于杭州钱江新城核心板块，地块东至规划路，南至规划路，西至西兴大桥，北至钱江路。本项目地块占地面积为 47,455 平方米，总建筑面积 319,990 平方米，其中住宅建筑面积 13.34 万平米，商场和写字楼合计建筑面积 9.17 万平米。项目均价 28000 元/平米，预计 2011 年实现结算收入 31.51 亿元，毛利率为 43%。

➤ 金色蓝庭

- ◆ 金色蓝庭项目位于杭州城西的文教区板块，总建筑面积9.55 万平米，由6幢纯板式高层构成。项目于08年10月份开盘销售，销售均价15600元/平米，目前销售率为85%，毛利率29%。预计2010年和2011年实现结算收入12.82亿元和2.07亿元。

图 7 金色蓝庭外景效果图



数据来源：焦点房地产网，民族证券研发中心

图 8 金色蓝庭外景效果图



数据来源：焦点房地产网，民族证券研发中心

➤ 杭汽发项目

- ◆ 杭汽发项目位于杭州市中心，西湖文化广场西侧，拟规划总建筑面积为33.06万平米，楼面地价10800元/平米。项目定位于高端豪宅，装修档次可能高于阳光海岸，销售价格可能为40000元/平米，毛利率58%。项目最早于2012年进入结算期，预计可实现结算收入约130亿元，是公司未来几年盈利的重要来源。

盈利预测与评级调整：

■ 公司 2 月 26 日发布业绩快报，08 年公司实现净利润 6.04 亿元，同比增长 32.52%，基本每股收益 0.61 元。我们预计公司 2009 年至 2011 年的每股收益分别为 0.57 元、1.1 元和 1.62 元。公司 09 年毛利率和 08 年相比有所降低，因此 09 年营业收入同比增长 20.55% 而净利润同比下降 2.55%。公司的高端豪宅阳光海岸和城市之星在 2010 年和 2011 年分别进入结算期，由于项目单价和毛利率均较高，因此净利润同比将实现大幅增长，预计公司 2010 年和 2011 年净利润分别同比增长 94.91% 和 47.14%，给予“推荐”评级。

存在风险：

■ 宏观经济恶化以及房地产市场继续调整都可能对公司业绩增长产生负面影响。

表一：公司项目结算面积与结算收入预测表

项目名称	结算面积（万平米）				结算收入（百万元）			
	2008E	2009E	2010E	2011E	2008E	2009E	2010E	2011E
金色海岸	9.07	-	-	-	2285.91	-	-	-
滨江-千岛湖湖滨花园	-	-	3	3.01	-	-	1080	1083.6
千岛湖乌嘴洞项目	-	-	-	-	-	-	-	-
万家花城一期	-	18.55	-	-	-	1,521	-	-
万家花城二期	-	9.52	-	-	-	1,238	-	-
新城时代广场	-	-	4	4	-	-	465	465
阳光海岸	-	-	4	3.93	-	-	1,360	1,376
金色蓝庭	-	-	8.22	1.33	-	-	1,282	207
杭汽发项目	-	-	-	-	-	-	-	-
城市之星	-	-	-	11.255	-	-	-	3151.4
重机厂一期 A 地块	-	-	-	-	-	-	-	-
重机厂一期 C、E 地块	-	-	-	-	-	-	-	-
重机厂一期 B 地块	-	-	-	-	-	-	-	-
湘湖项目	-	-	-	-	-	-	-	-
镜湖项目	-	-	-	-	-	-	-	-
千岛湖-索菲特滨江酒店	-	-	-	-	-	-	-	-
友好饭店	-	-	-	-	40	45	43	40
合计	9.07	28.07	19.22	23.53	2,326	2,804	4,230	6,323

数据来源：民族证券研发中心

财务数据摘要：

项 目	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	2630.66	2325.91	2804.00	4230.00	6323.00
Growth (%)	94.87	-11.97	20.55	50.86	49.48
归属于母公司所有者净利润（百万元）	456	604	588.59	1147.24	1711.82
Growth (%)	123.53	32.52	-2.55	94.91	49.21
毛利率（%）	43.37	48.45	44.94	52.62	51.98
净资产收益率（%）	40.92	20.93	16.94	28.9	30.17
每股收益（元）	1.01	0.61	0.57	1.10	1.65
P/E（倍）	13.96	23.11	24.74	12.82	8.55

数据来源：公司公告，民族证券研发中心

分析师简介

崔娟：先后毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，2005年7月加盟民族证券研发中心，先后从事金融行业和房地产行业研究，目前重点研究保险行业和房地产行业。曾在《中国证券报》、《证券市场周刊》、《证券导刊》、《新财经》等刊物发表研究文章多篇，对金融和地产行业有较深入研究。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数10%以上
	谨慎推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%——10%
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-5%——5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于-5%——10%之间
	回避	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅介于5%——10%之间
	严重回避	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅在10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。

机构销售联系人

	总 部	北京地区	上海地区	深圳地区
	王 旭	衣学伟	张 骊	吴宝峰
电 话	010—59355906	010—84484152	021—62312472	0755—83781415
Email	wangx@chinans.com.cn	yixw@chinans.com.cn	zhangl@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn