

公司动态跟踪

房地产业

房地产开发

滨江集团 (002244)
推荐

(维持评级)

2009年3月20日

房地产行业首席分析师: 方焱

电话: 0755-82130833-1815

Email: fangyan@guosen.com.cn

房地产行业分析师: 陈林

电话: 0755-82130833-1843

Email: chenlin@guosen.com.cn

年报业绩点评

预计 09 年仍将加速成长

近一年收益率比较


资料来源: 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据 (3月19日)

上证综合指数	2267
换手率(3个月)(%)	261
52周价格波动(元)	4.91-26.96
总股本(百万股)	1040
流通股(百万股)	120
息率(%)	

资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《滨江集团: 合理估值 25.6 元 - 32 元》 08/05/15
 《杭州龙头, 成长确定》 08/11/07
 《政策松动超预期, 调高行业评级至推荐》 08/10/23
 《09 年策略: 政策松动提升地产股估值》 08/12/08
 《房地产 2 月策略: 坚持超配地产股判断》 09/02/10

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

● 08 年净利润同比增长 32.6%, EPS 0.58 元, 与我们预期一致

公司 2008 年实现营业收入 23.26 亿元、净利润 6.04 亿元, 同比分别增长 -11.97% 和 32.58%; 基本每股收益 0.61 元, 摊薄后为 0.58 元, 与我们的预期一致。分配方案为: 10 股派 3 股并派发现金 1.22 元。公司收入下滑的主要原因是, 08 年可结转的项目较少 (主要结算项目仅有金色海岸); 但由于利润率的提高, 以及资产减值损失的减少, 净利润仍然实现了较好的增长。

● 销售畅旺, 09 年收入已锁定 90%

公司产品定位清晰, 性价比优势突出, 在行业调整中依然取得了不错的销售业绩。2008 年公司项目累计实现销售合同金额 27.63 亿元, 占杭州市场销售总额的 6.59%。公司 08 年末预收款为 42.6 亿元, 同比增长 9%, 是当年营业收入的近 2 倍。09 年结算的主要项目是万家花城, 该项目为高性价比中档产品, 08 年一期、二期已经全部售罄, 均价约 13000 元, 预计 09 年可确认收入 29 亿元, 占我们对公司 09 年收入预测的 90%。千岛湖湖滨花园别墅项目 (200 余套, 500-1860 万元/套), 08 年 5 月开盘, 目前公司并没有全面推出, 08 年实现销售额约 4000 万元, 预计 09 年贡献收入在 1 亿元以下。

● 2010 年业绩亦有保障

2010 年结算项目金色蓝庭于 08 年 10 月开盘, 一、二期共推出 385 套, 目前整体销售率达到 95%, 销售均价在 15500 元左右, 预计将贡献收入 8 亿元。阳光海岸为高端项目, 公司占 52% 的权益, 08 年 11 月开盘, 首批 99 套已销售 77 套, 均价 34000 元, 预计 10 年将为公司贡献收入 14 亿元。上述两个项目已实现销售额达 22 亿元, 占 10 年收入预测的 50%。此外, 阳光海岸剩余 100 套也将于 09 年全部销售; 新城时代广场 (1240 套/14 万平米), 目前已经销售 123 套 (6350 平米), 销售均价 18500 元/平米, 合计金额 1.2 亿元, 项目将于 10 年竣工, 会有部分商业出租; 城市之星、千岛湖湖滨花园也将是公司 10 年收入的来源。上述项目, 以及未来的杭汽发、重机厂等项目将可以保障公司未来 3-5 年业绩的持续性。

- **稀缺土地资源奠定未来盈利基础**

公司目前土地储备权益规划建筑面积 249 万平方米,并且都为稀缺或者相对稀缺的地块,平均土地成本仅 3980 元/平米,而公司中档产品价格在 15000 元左右,高端项目价格在 35000 元以上,因此,低成本土地奠定了未来项目相对的低风险和高盈利。08 年末公司资产负债率为 75.21%,比上年下降 8.7 个百分点,扣除预收款后的核心负债率为 44.63%,处于健康水平,为进一步融资进行项目拓展提供了较为宽松的财务杠杆空间。

- **维持“推荐”评级**

公司是我们看好的区域龙头代表,拥有确定的业绩增长前景和明显的项目优势,我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.84 元 (16.1x)、1.18 元(11.4x)和 1.54 元(8.8x),维持“推荐”评级。

若 10 送 3 实施,则 09-11 年 EPS 分别摊薄至 0.65 元、0.91 元和 1.18 元。

附：财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1150	800	800	800	营业收入	2326	1571	1806	2167
应收款项	54	178	243	315	营业成本	1273	928	1102	1297
存货净额	5865	7434	10110	13143	营业税金及附加	137	141	144	173
其他流动资产	6373	6513	8857	11514	销售费用	38	47	45	54
流动资产合计	13442	14925	20010	25772	管理费用	88	79	90	108
固定资产	93	81	85	88	财务费用	22	73	70	72
无形资产及其他	141	137	132	127	投资收益	1	50	50	50
投资性房地产	258	258	258	258	资产减值及公允价值变动	16	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	13934	15400	20484	26246	营业利润	787	353	405	512
短期借款及交易性金融负债	1373	1301	2918	4620	营业外净收支	24	0	0	0
应付款项	532	687	934	1214	利润总额	810	353	405	512
其他流动负债	6542	7489	10097	13080	所得税费用	208	53	61	128
流动负债合计	8446	9477	13949	18914	少数股东损益	(2)	(4)	(4)	(5)
长期借款及应付债券	2033	2033	2033	2033	归属于母公司净利润	604	303	348	389
其他长期负债	(0)	(0)	(0)	(0)					
长期负债合计	2033	2033	2033	2033	现金流量表 (百万元)				
负债合计	10480	11510	15982	20947		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	569	567	564	560	净利润	604	303	348	389
股东权益	2886	3323	3938	4738	资产减值准备	(34)	3	0	0
负债和股东权益总计	13934	15400	20484	26246	折旧摊销	27	17	18	19
					公允价值变动损失	(16)	0	0	0
					财务费用	22	73	70	72
					营运资本变动	(2959)	370	(367)	(465)
					其它	33	(5)	(2)	(3)
					经营活动现金流	(2345)	689	(3)	(60)
					资本开支	12	(9)	(9)	(9)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	207	(9)	(9)	(9)
					权益性融资	1429	0	0	0
					负债净变化	53	0	0	0
					支付股利、利息	(230)	(91)	(104)	(117)
					其它融资现金流	1791	0	0	0
					融资活动现金流	2867	(91)	(104)	(117)
					现金净变动	728	589	(117)	(185)
					货币资金的期初余额	421	670	1259	1143
					货币资金的期末余额	1150	1259	1143	958
					企业自由现金流	(2176)	697	3	(55)
					权益自由现金流	(332)	636	(57)	(109)

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.58	0.84	1.18	1.54
每股红利	0.22	0.42	0.59	0.77
每股净资产	2.78	3.19	3.79	4.56
ROIC	12%	15%	17%	17%
ROE	21%	26%	31%	34%
毛利率	45%	51%	50%	49%
EBIT Margin	34%	42%	43%	43%
EBITDA Margin	35%	43%	43%	43%
收入增长	-12%	40%	36%	30%
净利润增长率	33%	45%	41%	30%
资产负债率	79%	78%	81%	82%
息率	1.6%	3.1%	4.4%	5.7%
P/E	23.3	16.1	11.4	8.8
P/B	4.9	4.2	3.6	3.0
EV/EBITDA	30.1	18.5	15.8	14.1

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。