

滨江集团（002244） 房地产开发

—公司将在下半年释放业绩

投资评级 谨慎推荐 公司评级 A 收盘价 15.70 元

事件：

2009 年 7 月 30 日，公司公布了半年报。半年报显示，公司实现营业收入为 19918.62 万元，同比下降 84.81%；实现归属上市公司股东净利润为 2747.65 万元，同比下降 91.67%；实现每股收益为 0.02 元，同比下降 92.59%。公司总资产 166.52 亿元，股东权益为 27.87 亿元，每股净资产为 2.06 元。

正文：

1、由于房地产行业结算标准导致公司上半年营业收入等指标同比下降。公司半年报显示，公司实现的营业收入及每股收益大幅度下降，其原因在于公司杭州万家花城项目按合同约定日期在 2009 年 10 月 31 日前进行交付，因此表现为 09 年上半年同比大幅下降，随着项目交付结转，公司业绩将在下半年得到释放。

2、公司财务状况良好。中报显示，公司拥有账面现金为 20.75 亿元，无短期借款，一年内到期的非流动负债为 4.23 亿元，长期借款为 26.30 亿元，短期资金压力小。公司总资产为 166.52 亿元，总负债为 133.02 亿元，资产负债率为 79.89%，其中预售账款为 75.51 亿元，扣除后的资产负债率为 34.54%，公司财务状况在地产股中属于优质类（具体情况见表 1）。

3、公司手握大量预售账款，09 年业绩无忧，2010 及 2011 年业绩部分锁定。截止到 09 年中报，公司拥有 75.51 亿元的预售款，比我们预计 2009 年及 2010 年的营业收入总和还要多；公司 09 年业绩主要来自于万家花城一期、二期项目，该部分已经预售完毕。2010 年业绩主要是千岛湖湖滨花园、新时代广场及金色蓝庭项目，其中金色蓝庭项目基本售罄，新时代广场销售比例也在 40%左右。公司 2011 年业绩主要来自于千岛湖湖滨花园、新时代广场及阳光海岸，其中阳光海岸基本售罄。（见表 2、公司预售账款明细），因此公司 2009 年业绩锁定，2010 年及 2011 年锁定了大部分。

4、公司业绩具有灵活、可调整性。由于公司阳光海岸计划在 2011 年 1 月竣工交付，公司只要稍微加快施工进度等，提前 1 月竣工，就能在 2010 年计入营业收入，从而大幅度影响公司业绩。（我们做预测均是按照公司计划预计，阳光海岸在 2011 年结算）

5、公司盈利预测。根据公司项目的开竣工计划，我们可以得出，公司 2009 年至 2011 年，营业收入分别为 30.81 亿元、36.40 亿元及 45.19 亿元；每股收益分别为 0.62 元、0.81 元及 0.90 元，对应的市盈率分别为 25.47 倍、19.50 倍及 17.40 倍（见表 4、公司财务预测）。公司 RNAV 估值为

2009 年 7 月 30 日

联系方式

研究员： 徐军平
电 话： 021-51097188-1928
电 邮：
联系人： 朱厚中
电 话： （86-21）51097188-1853
电 邮： zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址： 中国上海市浦东南路 379 号
金穗大厦 15F（200120）

10.6 元，对应股价溢价 48.11%，考虑到公司未全额计缴土地增值税，因此给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

6、风险提示。由于公司根据杭州市地方税务局规定的预缴率计缴土地增值税，并将当期实现的营业收入额对应的预缴金额计入当期营业税金及附加；对于以前年度预估数则在完成相关项目税务清算后，将产生的汇算清缴差额直接记入清算当期损益，因此，如果国家严格征收土地增值税的话，将对公司业绩造成不利影响。

表 1、公司财务状况良好

	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-6-30
货币资金	41908.52	42148.93	114991.84	207499.70
银行借款	102000.00	211000.00	340556.00	305209.00
预售账款	280983.29	389884.87	426014.11	755085.53
负债总额	461923.75	685555.21	1047953.46	1330227.02
资产总额	512618.54	816901.67	1393419.16	1665168.96
资产负债率	90.11%	83.92%	75.21%	79.89%
真实资产负债率	35.30%	36.19%	44.63%	34.54%
银行借款/总负债	22.08%	30.78%	32.50%	22.94%
流动比率	1.10	1.53	1.59	1.51
速动比率	0.34	0.41	0.90	0.84

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

表 2、公司预售账款明细

项目名称	期末数	期初数	预计竣工时间	预售比例
万家花城一期	1,604,249,011.00	1,563,091,265.00	2009 年 9 月	98.87%
万家花城二期	1,289,914,105.00	1,206,221,439.00	2009 年 12 月	98.81%
阳光海岸项目	2,709,156,960.00	681,257,158.00	2011 年 1 月	98.05%
金色蓝庭项目	1,428,651,952.00	549,395,492.00	2010 年 12 月	99.21%
新城时代广场项目	412,014,409.00	97,252,175.00	2010 年 12 月	32.15%
滨江千岛湖湖滨花园	98,440,122.00	40,000,000.00	2010 年 12 月	34.80%
合计	7,542,426,559.00	4,137,217,529.00		

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

表 3、公司主要项目开竣工计划

项目名称	开工时间	竣工时间	预计总投资
万家花城一期	2006.11	2009.09	10.60 亿元
万家花城二期	2007.07	2009.12	5.95 亿元
滨江·千岛湖湖滨花园项目	2006.07	2010.12	2.50 亿元
千岛湖滨江酒店项目	2007.08	2011.12	2.00 亿元
新城时代广场项目	2007.04	2010.12	12.00 亿元
阳光海岸项目	2007.12	2011.01	12.59 亿元
金色蓝庭项目	2008.06	2010.12	10.37 亿元
城市之星项目	2008.07	2012.12	31.87 亿元
杭汽发项目	2009.12	2014.06	53.00 亿元

绍兴镜湖项目	2009. 12	2012. 12	13. 00 亿元
东方海岸项目	2011. 12	2014. 12	19. 00 亿元
滨江盛元项目	2010. 12	2013. 12	35. 00 亿元
万家星城项目	2009. 08	2012. 12	50. 00 亿元

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

注明：2009 年 7 月新增地块没有考虑在内

表 4、公司财务预测

	2008-12-31	2009-6-30	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	232, 591	19, 919	305, 079	364, 030	451, 908
yoy	-11. 58%	-92. 43%	31. 17%	19. 32%	24. 14%
二、营业总成本	154, 074	16, 722	196, 349	221, 476	219, 853
yoy	-20. 24%	-91. 34%	27. 44%	12. 80%	-0. 73%
营业成本	127, 264	9, 919	159, 434	177, 428	165, 172
营业税金及附加	13, 688	1, 480	18, 610	22, 206	27, 566
销售费用	3, 780	1, 104	5, 491	6, 553	8, 134
管理费用	8, 814	3, 252	9, 763	11, 649	14, 461
财务费用	2, 177	416	3, 051	3, 640	4, 519
资产减值损失	-1, 649	551	-	-	-
三、其他经营收益					
四、营业利润	78, 665	3, 197	108, 730	142, 554	232, 055
五、利润总额	81, 042	2, 826	111, 107	145, 169	234, 931
减：所得税	20, 822	661	27, 777	36, 292	58, 733
六、净利润	60, 220	2, 164	83, 330	108, 877	176, 198
减：少数股东损益	-207	-583	-	-	54, 229
归属于母公司所有者的净利润	60, 427	2, 748	83, 330	108, 877	121, 969
总股本(万股)	135, 200	135, 200	135, 200	135, 200	135, 200
七、每股收益：	0. 61	0. 02	0. 62	0. 81	0. 90
每股净资产	2. 78	2. 06	2. 80	3. 49	4. 38
PE	35. 13	772. 53	25. 47	19. 50	17. 40
PB	5. 65	7. 62	5. 60	4. 50	3. 59

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn