

2009-08-02

房地产开发

滨江集团 002244.SZ

发展不失稳健，品牌深入人心

- ◇ 报告起因：公司公布半年报，并通过拍卖拿地
- ◇ 潜在催化因素：杭州楼市持续上升

◆项目结算不均衡加剧利润波动

2009 年上半年，滨江集团（002244）确认收入 1.9 亿元，下降 85%，归属于上市公司股东的净利润也骤降 92%至 2164 万元。以最新股本摊薄计算，每股收益为 0.02 元。上半年，公司的利润主要来自金色海岸项目的少量尾盘结算，而在售项目均不能参与结算，导致其利润大幅波动。

◆品牌深入人心，产品继续热销

凭借产品的优异品质和在杭州深入人心的品牌形象和良好口碑，滨江集团上半年在售的项目一如既往地热销。上半年，公司完成合同销售额 34.4 亿元，不仅高于去年全年 27.6 亿的销售业绩，也提前完成了 30 亿元的今年全年的销售目标。截止到 6 月底，滨江集团的帐面预收款已经高达 75.4 亿元，相当于去年收入的 324%。不出意外的话，万家花城一期和二期将在今年年底竣工结算。公司在半年报中预计 2009 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润比上年同期相比下降 35%-65%。

◆再次出手拿地，看好地段升值潜力

滨江集团在 7 月 28 日通过拍卖方式，在杭州火车东站附近拿下一幅地块（杭政储（2009）23、24 号地块），楼面地价达到 9867 元。根据媒体报道，当天拍卖现场，滨江集团与来自义乌的小商品城展开了激烈的竞争。由于市场对楼市的预期转为乐观，所以滨江集团这次的拿地成本不能算便宜，但以静态房价估算，仍有利润。公司可能更为看重的是，政府在杭州东站附近的整体规划和基础设施投资，将带动地段未来的升值。

◆长期投资的放心之选

与一些同行相比，滨江集团并不盲目追求规模扩张和向外发展，而是扎扎实实地巩固在本土市场的地位和影响力，不急不躁伺机寻找投资机会。在我们看来，在地产股中，滨江集团是可以放心投资的长期选择。估值方面，当前股价相当于今明两年预测每股收益的 31 倍和 22 倍，在同行中居于中等水平，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	1,350	2,642	2,326	3,080	4,350
营业收入增长率	43.10%	95.7%	-12.0%	32.4%	41.2%
净利润（百万元）	204	456	604	699	986
净利润增长率	115.10%	123.5%	32.5%	15.7%	41%
EPS（元）	0.15	0.34	0.45	0.52	0.73
ROE	44.0%	40.9%	20.9%	24.2%	27.5%
P/E	108	48	36	31	22
P/B	47.5	19.7	7.6	6.1	4.8
EV/EBITDA	20	14	12	11	10

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	16.25 元
目标价格	20.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

赵强

021-22169113

zhaoqiang@ebcn.com

翁非玉

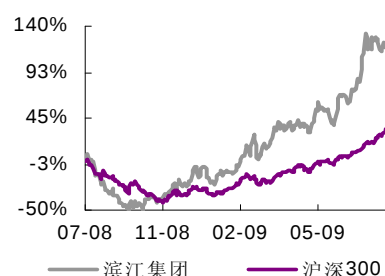
021-22169116

wengfy@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,352
总市值(百万元)	25,756
流通比例(%)	21.70%
12 个月最高/最低（元）	21.68/4.91
近 3 月日均成交量(百万股)	9.65
主要股东	杭州滨江投资控股有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-17.16	7.95	62.35
绝对收益	-1.82	50.34	93.82

相关报告：

最佳区域性开发商

..... 2009-03-19

项目结算不均衡加剧利润波动

7月30日，滨江集团（002244）公布了半年报：2009年上半年，公司确认收入1.9亿元，下降85%，归属于上市公司股东的净利润也骤降92%至2164万元。以最新股本摊薄计算，每股收益为0.02元。上半年，公司的利润主要来自金色海岸项目的少量尾盘结算，导致其利润的大幅波动。（关于这点，我们在今年3月20日发表的《最佳区域性开发商》的报告中早已做出提示）。

由于滨江集团的开发项目定位高端、产品品质精细，不少项目均是以装修房为交房标准，项目从预售到交房的周期较同行更长，因此导致其利润的波动性也较大，但这并不会对公司的价值产生任何影响。

表1、滨江集团的业绩比较

单位: 百万元	2008 年中期	2009 年中期	变动
一、营业总收入	1311	199	-85%
二、营业总成本	874	167	-81%
营业成本	764	99	-87%
营业税金及附加	67	15	-78%
销售费用	15	11	-25%
管理费用	31	33	4%
财务费用	13	4	-69%
资产减值损失	-17	6	-132%
加: 公允价值变动收益			
投资收益	1		-100%
三、营业利润	438	32	-93%
营业外收入	9	0	-100%
营业外支出	8	4	-54%
四、利润总额	439	28	-94%
减: 所得税	110	7	-94%
五、净利润	329	22	-93%
归属于母公司股东的净利润	330	27	-92%
少数股东损益	-1	-6	531%
总股本	1352	1352	0%
每股收益	0.24	0.02	-92%
毛利率	41.7%	50.2%	8.5%
主营税金率	5.1%	7.4%	2.3%
营业利润率	33.4%	16.0%	-17.4%
净利率	25.1%	10.9%	-14.2%

资料来源：光大证券研究所

品牌深入人心，产品继续热销

销售方面，凭借产品的优异品质和在杭州深入人心的品牌形象和良好口碑，滨江集团上半年推出的产品一如既往地热销。上半年，公司完成合同销售额 34.4 亿元，不仅高于去年全年 27.6 亿的销售业绩，也提前完成了 30 亿元的今年全年的销售目标。

表 2、滨江集团的合同销售金额

	2008 年上 百万元	2008 年下 百万元	2008 年全年 百万元	2009 年上 百万元
金色海岸	76	2	77	
万家花城二期	770	18	788	
金色蓝庭		786	786	607
阳光海岸		957	957	1859
新城时代广场	85	28	113	561
千岛湖湖滨花园	30	10	40	104
其他	2	0	2	308
合计	964	1799	2763	3438

资料来源：公司数据、光大证券研究所

截止到 6 月底，滨江集团的帐面预收款已经高达 75.4 亿元，相当于去年收入的 324%。不出意外的话，万家花城一期和二期将在今年年底竣工结算。（其中，一期按计划将在 9 月底竣工、二期将在 12 月底竣工。）实际上，公司在半年报中预计 2009 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润比上年同期相比下降 35%-65%。

表 3、滨江集团的帐面预收款

	2007 年下 百万元	2008 年上 百万元	2008 年下 百万元	2009 年上 百万元
金色海岸				
万家花城一期	1482	1556	1563	1604
万家花城二期	209	1085	1206	1290
金色蓝庭			549	1429
阳光海岸			681	2709
新城时代广场		75	97	412
千岛湖湖滨花园		22	40	98
其他				
合计	1691	2737	4137	7542

资料来源：公司数据、光大证券研究所

再次出手拿地，看好地段升值潜力

投资方面，滨江集团 7 月 28 日通过拍卖方式，在杭州火车东站附近拿下一幅地块（杭政储（2009）23、24 号地块），楼面地价达到 9867 元。根据媒体报道，当天拍卖现场，滨江集团与来自义乌的小商品城展开了激烈的竞争。从项目的位置来看，该板块处于中心城区和九堡、丁桥等新居住区之间，属于中心城区的边缘地带。从目前的开发状况来看，整个区域还处于刚刚起步阶段。附近但位置更好些的可参考项目有绿城玉兰公寓（08 年 7 月开盘 16000 元/平米）和中凯东方红街公寓（网上显示 7 月份售价 18921 元/平米）。

由于市场对楼市的预期转为乐观，所以滨江集团这次的拿地成本不能算便宜，但以静态房价估算仍有利润。公司可能更为看重的是，政府在杭州东站附近的整体规划和基础设施投资，将带动地段未来的升值，而该地块距离中心城区的距离又很近，未来可以打造成高端项目，定价方面仍有潜力可挖。

理性投资，进退有度

由于拿地时机正处市场高涨期，投资者可能对公司的投资策略和市场判断产生误解。实际上，公司对市场的判断一直是比较理性的：08 年，在市场一片悲观之际，滨江集团在无人竞争的情况下拿下的起重厂地块，目前已经展现出良好的盈利前景；这次拿地成本虽然不低，但因为看好地块本身的升值潜力，也是无奈之举。而从半年报中的表述看，公司在维持行业总体乐观的长期判断同时，对市场短期的过热仍持谨慎态度。

表 4、滨江集团的拿地记录

拿地时间	项目	权益	占地面积 万平方米	规划建筑面积 万平方米	容积率	地价款 亿元	楼面地价 元/平米	当前售价 元/平米	估计毛利率
2009年									
2009-7-28	杭政储(2009)23号地块	51%	5.9	14.2	2.4	13.90	9770	16000	17%
2009-7-28	杭政储(2009)24号地块	51%	5.8	14.0	2.4	13.95	9966	16000	16%
	小计		11.8	28.2	2.4	27.85	9867	16000	16%
2008年									
2008-9-16	杭政储(2008)20号地块	100%	4.9	14.8	3.0	7.39	5001	13000	35%
2008-9-16	杭政储(2008)21号地块	100%	5.6	13.9	2.5	6.63	4753	13000	37%
2008-9-16	杭政储(2008)22号地块	100%	8.5	21.2	2.5	10.58	5001	13000	35%
	小计		19.0	49.9	2.6	24.60	4932	13000	35%

资料来源：公司数据、光大证券研究所

稳健发展，创造真实回报

在我们看来，滨江集团是一家稳健发展、为股东创造真实回报的公司。与一般的房地产公司不同的是，公司并不盲目追求规模扩张和向外发展，而是扎扎实实地巩固本土市场，伺机寻找其他投资机会。

实际上，每一家房地产开发商都有自己的优势和劣势。与其他行业的经营规律类似，当一家开发商在不断复制成功的盈利模式时，往往能为股东赚取切切实实的回报，而当其进入新的地区和领域时，往往会出现收益下降、风险加大的现象，这实际上正符合“边际收益递减”的一般经济规律（经常可以看到，房地产开发商在本地开发的项目收益最高，而到外地开发的项目收益反而会下降）。

长期投资的放心之选

在房地产股票的投资方面，我们认为滨江集团是可以让投资放心的长期选择，理由在于：公司所处的杭州是中国经济发展最具活力的城市之一；公司的投资和开发管理稳健而不失进取；土地储备充足、质量高；未来几年内，业绩增长确定而且持续等。

估值方面，当前股价相当于今明两年预测每股收益的 31 倍和 22 倍，在同行中居于中等水平，维持“买入”评级。

表 5、房地产行业重点公司的盈利预测及估值

证券	公司	股价	总市值	流通市值	EPS			PE			BVPS	PB	NAV	折溢价率	投资评级	
代码	名称	2009-7-31	亿元	亿元	08A	09F	10F	08A	09F	10F	元/股		元/股		上次	本次
住宅开发																
000002	万科A	13.36	1469	1255	0.37	0.51	0.67	36.4	26.2	19.9	2.97	4.5	7.17	86%	增持	增持
600048	保利地产	27.32	962	444	0.64	0.84	1.51	42.9	32.6	18.1	4.00	6.8	13.08	109%	买入	买入
600383	金地集团	17.68	386	377	0.39	0.50	0.60	45.9	35.1	29.2	4.29	4.1	8.28	114%	增持	增持
000718	苏宁环球	14.40	245	133	0.31	0.50	0.70	47.2	28.8	20.6	1.29	11.2	7.43	94%	增持	增持
002244	滨江集团	16.25	220	48	0.45	0.52	0.73	36.4	31.4	22.3	2.06	7.9	7.90	106%	买入	买入
000667	名流置业	9.29	125	125	0.23	0.21	0.35	39.7	44.2	26.9	3.49	2.7	6.98	33%	增持	增持
600533	栖霞建设	7.88	83	83	0.18	0.30	0.85	44.0	25.9	9.3	2.49	3.2	4.05	95%	增持	增持
000616	亿城股份	7.11	64	52	0.30	0.38	0.42	23.7	18.7	16.8	2.81	2.5	5.38	32%	增持	买入
002133	广宇集团	10.75	54	27	0.24	0.31	0.39	45.5	34.6	27.5	2.32	4.6	4.58	135%	增持	增持
平均								40.2	30.8	21.2		5.3		89%		
综合经营																
000024	招商地产	33.19	570	215	0.71	0.94	1.45	46.4	35.4	22.9	8.75	3.8	25.75	29%	增持	买入
600208	新潮中宝	13.45	380	95	0.30	0.41	0.56	45.2	33.0	24.0	1.63	8.3	7.68	75%	增持	买入
601588	北辰实业	7.14	240	107	0.13	0.23	0.27	53.6	31.3	26.1	2.60	2.7	7.32	-2%	增持	增持
600675	中华企业	18.17	198	136	0.43	0.60	0.74	42.6	30.3	24.5	3.09	5.9	13.50	35%	买入	买入
600246	万通地产	13.07	133	64	0.52	0.58	0.81	25.1	22.7	16.1	2.70	4.8	7.57	73%	中性	中性
000926	福星股份	10.39	73	54	0.47	0.50	0.62	22.2	20.8	16.8	5.19	2.0	11.90	-13%	买入	买入
000608	阳光股份	12.32	66	47	0.05	0.32	0.49	233.0	38.1	25.0	3.39	3.6	11.00	12%	增持	增持
平均								66.9	30.2	22.2		4.5		30%		
商业地产																
600663	陆家嘴	28.44	531	386	0.47	0.60	0.66	60.3	47.4	43.3	4.59	6.2	19.62	45%	中性	中性
000402	金融街	14.85	368	356	0.42	0.53	0.64	35.5	27.9	23.2	5.93	2.5	15.5	-4%	增持	增持
600639	浦东金桥	17.40	147	104	0.33	0.43	0.44	52.9	40.8	39.6	3.82	4.6	15.4	13%	增持	增持
600007	中国国贸	11.38	115	91	0.35	0.33	0.50	32.3	34.7	22.9	4.27	2.7	14.7	-22%	增持	增持
平均								45.3	37.7	32.3		4.0	16.3	8%		

资料来源：公司数据、光大证券研究所

分析师介绍

赵强：复旦大学工商管理硕士、中国注册会计师、中国注册资产评估师。拥有 10 年证券研究经验，曾任京华山一上海研究部主管，2001 年加入光大证券，历任房地产行业分析师、行业公司部副经理、经理。2008 年，带领研究团队同时获得《新财富》和《证券市场周刊》评选的房地产行业最佳卖方分析师称号。

翁非玉：管理学硕士，曾任中国银行上海分行住房信贷客户经理、中远三林置业集团投资发展部、江苏新城股份投资发展部高级经理。2007 年加入光大证券，任房地产行业分析师。

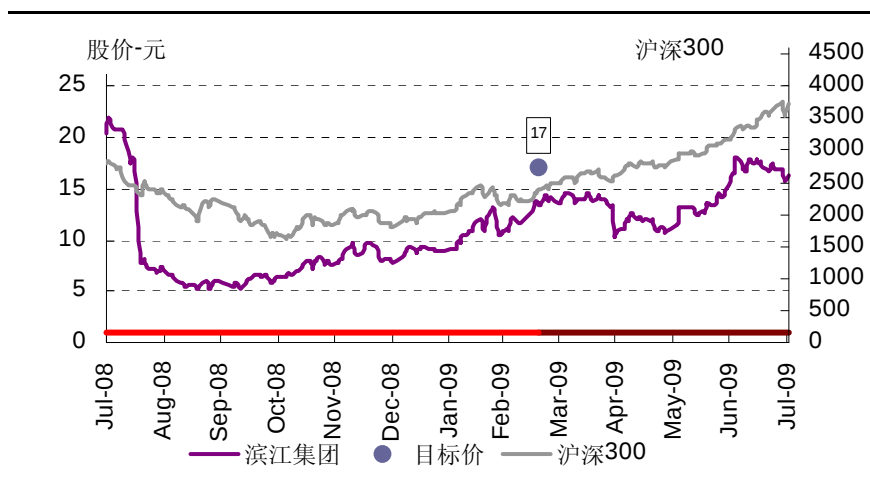
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

滨江集团（002244）

分析师：赵强



日期	股价	目标	评级
2008-07-24	19.05	21.45	增持
2009-01-07	9.00	-	买入
2009-03-19	13.79	17.00	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表，篡改或者引用。