

滨江集团：业绩完全锁定，估值优势明显

推荐（维持）

滨江集团（002244）调研简报

目标价：17 元

陈桂柳 黄凡

电话：0769-22119416

邮箱：hf@dgzq.com.cn

2009 年 9 月 29 日

事件：

近期，我走访了滨江集团，与公司证券事务代表就公司的经营情况进行了交流，主要情况如下：

点评：

1. 杭州地产龙头老大

滨江集团是在杭州市品牌优势明显，05-07 年三年在杭州市市场占有率名列第一，08 年位居绿城之后，排名第二，在杭州中高端市场具有很强的影响力，目前公司已经形成了两大清晰的产品系列，其一是以金色海岸、阳光海岸为代表的在稀缺土地上的高附加值产品系列，占比高达 70%，其二是以万家花城、金色蓝庭为代表的高性价比产品系列，占比达到 30%。

2. 土地储备虽不丰富，但是附加值较高

公司的权益未结算面积在 260 万平方米左右，相对于公司目前 180 亿的总市值，土地储备仍显不足。但是公司的项目储备含金量较高，土地成本不高，平均地价只有 4000 元/平米。主要集中在杭州的核心地段，土地附加值较高。董事会授权公司每年准备 50 亿拿地。目前公司已经用掉 33 个亿，公司拿地思路主要有两个，其一就是逆周期，其二就是土地稀缺。在目前土地价格已经不便宜的情况下，公司今年把额度全部用完的可能性也不大。

3. 公司预收账款较多，结算进度直接决定公司业绩

由于公司帐面的预售款较多，截止中报预收账款有 75 亿，相当于去年收入的 322%。不出意外的话，万家花城一期和二期部分楼盘将在今年底竣工结算。

4. 公司未来三年结算情况及盈利预测

表 1：未来三年项目结算情况

单位（元，平米）

		2009E			销售 收入	2010			销售 收入	2011		
		土地 成本	面积	均价		面积	均价	收入		面积	均价	销售收入
千岛湖滨花园	100%	2000				3	15000	45000		3.01	15000	45150
万家花城一期	100%	2333	18.55	9200	170660							
万家花城二期	100%	2820	7.62	14000	106680	1.9	14000	26600				
新时代广场	100%	3500				7.37	18600	137082		2.88	18600	53568
阳光海岸	50%	5510				2.56	35000	44800		5.78	35000	101150
金色蓝庭	100%	7160				9	16000	144000				
城市之星	100%	7050								2	33000	66000
杭重机 A	100%	5000								10	15000	150000
总计					277340			397482				415868

根据公司近年来净利率情况以及未来三年所结算项目毛利率情况，预计 09，10，11 年三年的净利率大概为 30%，28%，26%，对应三年净利润分别为 8.32 亿和 11.13 亿以及 10.81 亿，对应的 EPS 分别为 0.61 元，0.82 元和 0.8 元，摊薄后每股收益分别为 0.57，0.77 和 0.75 元。

5. 公司目前的开工计划

2009 年下半年，公司将开工杭重机地块 A 号地，预计今年年底将实现部分预售，销售均价有望达到 15000 元/平米；2010 年，公司将开工杭汽发项目，该项目位于武林广场周边，属于杭州为数不多的稀缺地块之一，销售均价有望达到 45000 元/平米。2011 年，公司将开工杭政储[2009]23 号、24 号地块，预计 2011 年底实现部分预售，销售均价有望达到 18000 元/平米。

6. 杭州地产的特点，二套房政策影响较大

目前公司高端房购买者多以自住为主。浙江民营经济比较发达，杭州是宜居城市，除宁波人外，浙江其它城市的人都喜欢到杭州买房，杭州对浙江其它地区具有较强的凝聚力。根据上市公司介绍，该公司有一半的客户都是外地人。而这些购房的外地人大部分都是二套房以上。同深圳及其它城市的投资性需求有所区别，这些客户购买房子多属于资产配置的一种需求，他们很多并不出租也不转卖，换手率相对于其它城市较低。因此虽然杭州二手房有一定程度的积压，但是对一手房推盘量的影响仍然相对有限。但是由于杭州二套房较多，因此，二套房收紧对杭州影响较为明显。而且从我们调研的结果来看，在深圳和广州地区，二套房政策基本上是明紧暗松，基本上还是可以 7 折利率，而杭州地区则相对较紧，7 折利率基本上不行。

7. 公司财务状况健康

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，基本上无短期借款，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。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%，公司财务状况非常健康。公司发布 2009 年度非公开发行股票预案，拟向特定对象非公开发行的股票合计不超过 15000 万，增发价格不低于 13.78 元/股。非公开增发总额为 20 亿元，拟投入的项目是万家星辰与绍兴金色家园。公司在公开增发后资产负债率将再次降低到 71%。

8 经营规范稳健，估值低，抗风险能力高，维持“推荐”评级

总体来看，从这次调研的印象来看，滨江集团作为一家主营业务集中于杭州区域的民营房地产公司。公司业务较为简单，即集中于杭州区域的住宅房地产开发，公司内部控制和各项流程较为规范，属于简单透明的白马型公司。公司管理层经营风格也比较稳健，并不着急于向外部扩张，更倾向于巩固本土市场，公司在复苏的市场环境中，公司这种稳健的风格可能有些固步自封，不一定是表现最好的公司，但是公司未来两年业绩已经完全锁定，公司稳健的经营风格在目前形势不明朗的情况下安全系数较高，是较好的长期投资标的，我们预计公司 2009、2010、2011 年摊薄后每股收益分别为 0.57，0.77 和 0.75 元，对应的 PE 分别为 22.79，16.87 和 17.32 倍，公司目前估值合理，维持“推荐”评级。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

东莞证券研究发展中心

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼
邮政编码：523000
电话：(0769) 22119450
传真：(0769) 22119453
网址：www.dgzq.com.cn