



评级：
推荐

所属行业： **房地产**

行业评级： **谨慎推荐**

股价数据

过去6个月区间(元) 4.91-19.50

股本结构

总市值(亿元) 211

流通市值(亿元) 45.83

总股本(亿股) 13.52

流通A股(亿股) 2.93

B股(万股) -

股价表现图:



数据来源: wind

房地产分析师:

涂力磊

Tel: (8621) 5830-6749

Email: tull@qlzq.com.cn

证书号: S0740210020003

联系人:

丁晨

Tel: (8621) 6876-6624

Email: dingchen@qlzq.com.cn

Fax: (8621) 5831-8543

滨江集团(002244)年报点评: 走稳步,不停步,抓住机会就跑步

投资要点:

➤ 2009年公司实现营业收入约28.34亿元,实现归属母公司净利润6.43亿元,分别较上年增长21.83%和6.52%;09年实现每股收益0.48元,略为低于我们之前预计的0.53元。主要原因是公司资产减值损失高于我们的预期。2009年度向股东进行利润分配的预案为,向全体股东每10股送红股3股,派1.22元人民币现金(含税),剩余未分配利润留转以后年度分配。

➤ 09年底公司资产负债率为77.93%,主要是因为报告期内商品房预收账款增加较快,以及为配合后期开发项目向银行贷款增加所致。公司最近三年利息保障倍数分别为6.85、3.67和3.60,公司具有较强的长期偿债能力。

➤ 报告期末,公司毛利率和净利率分别为29.76%和22.17%,较08年均有所降低。主要原因是所结算项目销售时间较早,价格相对较低。09年度公司现金流量净额为负,但较08年末增长170,369.68万元,主要公司项目销售扩大。

➤ 报告期内,公司项目保持了较好的销售态势,2009年杭州市主城区商品房销售总额为1024.17亿元,公司项目累计实现销售合同金额67.6亿元,占杭州市场销售总额的6.60%。

➤ 报告期末,公司预收账款余额为71.60亿元,折合每股预收5.29元。09年公司10送3。扩大股本之后,较08年的每股预收4.1元仍增长30%。

➤ 报告期内,公司通过招拍挂及合作开发的形式,共增加权益土地面积219,829平方米,增加权益建筑面积667,270平方米。公司目前土地储备权益规划建筑面积273.41万平方米,权益土地总价为1,443,955.92万元,平均土地成本仅为5,281元/平方米。是否能进一步走出杭州、拓展更多新城市将决定公司未来成长的高度。

➤ 2010年公司提出“走稳步,不停步,抓住机会就跑步!”的战略目标。将继续保持灵活的销售策略,坚持“不惜售”的销售原则。力争2010年总开工量达到200万平方米,突破100亿销售目标。

➤ 我们预计公司2010、2011年末摊薄前每股收益在0.69、0.81元每股。截止3月19日,公司股价12.98元,对应2010和2011年P/E在18.81和16.02倍。对应2010年RNAV为10.72元。维持对公司的“推荐”评级。



一、公司业绩稳健，每股预售达5.29元

2009 年公司实现营业收入约 28.34 亿元，实现归属母公司净利润 6.43 亿元，分别较上年增长 21.83% 和 6.52%；09 年实现每股收益 0.48 元，略为低于我们之前预计的 0.53 元。主要原因是公司资产减值损失高于我们的预期。2009 年度向股东进行利润分配的预案为，向全体股东每 10 股送红股 3 股，派 1.22 元人民币现金（含税），剩余未分配利润留转以后年度分配。

表一：公司利润表对比（单位：百万元，元/股）

单位：百万元	2008	2009	YOY%
一、营业总收入	2326	2834	21.83%
二、营业总成本	1541	1990	29.19%
营业成本	1273	1649	29.56%
营业税金及附加	137	181	32.29%
销售费用	38	26	-30.17%
管理费用	88	92	4.39%
财务费用	22	12	-47.02%
资产减值损失	(16)	31	-285.38%
三、其他经营收益	0	0	
投资净收益	1	0	-100.00%
四、营业利润	787	843	7.19%
加：营业外收入	34	0	-99.71%
减：营业外支出	10	7	-24.11%
五、利润总额	810	836	3.13%
减：所得税	208	208	-0.28%
六、净利润	602	628	4.31%
减：少数股东损益	(2)	(16)	649.70%
归属母公司净利润	604	644	6.52%
七、每股收益：			
稀释每股收益(元)	0.61	0.48	-21.31%

数据来源：公司公告，齐鲁证券

表二：公司重要经营数据

(%)	2008	2009	Ppt
毛利率	33.76%	29.76%	-4.00%
净利率	25.89%	22.17%	-3.72%
资产负债率	75.21%	77.93%	2.72%
三项费用占收入比	6.35%	4.59%	-1.76%
(百万元)	2008	2009	YOY%
货币现金	1150	1658	44.17%
预收账款	4260	7160	68.06%
经营活动现金流净额	-1803	-99	-94.50%

数据来源：公司公告，齐鲁证券

- 报告期内公司的营业收入比上年增长了 21.83%，报告期内公司主要结转的项目为万家花城一期和二期的部分，较上年有所增长。
- 公司三项费用占比较 08 年降低 1.76 个百分点，达到 4.59%。期间费用处于行业较低水平。
- 报告期末公司货币资金余额为 165,786.25 万元比上年增长了 44.17%，主要是由于公司项目取得了很好的预售业绩，回笼资金较多所致。
- 09 年度公司现金流量净额为负，但较 08 年末增长 170,369.68 万元，主要公司项目销售扩大。
- 报告期末，公司毛利率和净利率分别为 29.76% 和 22.17%。较 08 年均有所降低。主要原因是所结算项目销售时间较早，价格相对较低。
- 报告期末，公司预收账款余额为 71.60 亿元，占流动负债的 66.77%，比上年增长 68.06%。
- 09 年底公司资产负债率为 77.93%，主要是因为报告期内公司商品房预收账款增加较快，以及为配合后期开发项目向银行贷款增加所致。
- 公司最近三年利息保障倍数分别为 6.85、3.67 和 3.60，公司具有较强的长期偿债能力。



二、公司经营状况分析

2.1 项目去化率高，未来业绩有保障

报告期内，公司项目保持了较好的销售态势，2009 年，杭州市主城区商品房销售总额为 1024.17 亿元，公司项目累计实现销售合同金额 67.6 亿元，占杭州市场销售总额的 6.60%。

其中阳光海岸项目实现销售合同金额 191415.96 万元，销售率达到 99.09%；金色蓝庭项目三期实现销售合同金额 19285.02 万元，销售率达到 100%。新城时代广场项目实现销售合同金额 84787.80 万元，销售率达到 83.66%；千岛湖湖滨花园实现销售合同金额 27840.62 万元，销售率达到 86.39%。万家星城一期项目实现销售合同金额 261,171.50 万元，其中万家星城第一期销售于 2009 年 11 月 22 日开始预售，实现销售合同金额 94709.57 万元；万家星城第二期销售于 2009 年 12 月 6 日开始预售，实现销售合同金额 80958.19 万元；万家星城第三期销售于 2009 年 12 月 21 日开始预售，实现销售合同金额 85,503.74 万元。

表三：公司预收情况（单位：元）

项目名称	期末数	期初数
万家花城一期	38,547,851.00	1,563,091,265.00
万家花城二期	402,950,884.00	1,206,221,439.00
阳光海岸项目	2,794,474,368.00	681,257,158.00
金色蓝庭项目	1,481,426,272.00	549,395,492.00
新城时代广场项目	807,194,034.00	97,252,175.00
滨江·千岛湖湖滨花园项目	291,987,008.00	40,000,000.00
万家星城一期	1,325,940,287.00	
小计	7,142,520,704.00	4,137,217,529.00

数据来源：公司公告，齐鲁证券

公司最近几年因开发节奏的原因，主营业务收入相对稳定。最近三年，公司主要项目销售收入情况如下：

表四：公司销售收入（单位：万元）

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
新城市广场项目	—	—	95.58
文景苑项目	—	—	791
金色家园项目	—	—	16,262.32
金色海岸项目	14,746.72	223,271.57	170,098.47
北景东苑项目	—	—	3,866.98
御景苑项目	1136.84	—	57,355.74
庆春发展大厦	—	—	8,939.14
万家花城一期	164,832.81	—	—
万家花城二期	93,238.83	—	—
合计	273,955.2	223,271.57	248,470.09

数据来源：公司公告，齐鲁证券



报告期末，公司预收账款余额为 71.60 亿元，折合每股预收 5.29 元。在 09 年 10 送 3，扩大股本之后，仍然较 08 年的每股预收 4.1 元仍增长 30%。

2.2 土地储备扩大、异地扩张稳健

报告期内，公司通过招拍挂及合作开发的形式，共增加权益土地面积 219,829 平方米，增加权益建筑面积 667,270 平方米。

值得注意的是报告期内，公司通过合作方式，与亚厦房产共同开发上虞市城南 N2 号地块，这是公司绍兴以外第二个外地项目，实现了逐步走出杭州，向长三角区域的二、三线城市扩张的目标。2010 年公司再次在衢州市拿地，外地扩张步伐继续加大。

公司在杭州地产的龙头地位基本已经形成，是否能进一步走出杭州、拓展更多新城市将决定公司未来成长的高度。

表五：公司项目储备（截至 2009 年 12 月 31 日）

序号	项目名称	占地面积 (平方米)	规划建面 (平方米)	权益	土地权益面积 (平方米)	权益建面 (平方米)
1	滨江 千岛湖湖滨花园	200,402	60,122	100%	200,402	60,122
2	新城时代广场	33,595	196,671	100%	33,595	196,671
3	阳光海岸	33,642	107,235	52%	17,494	55,762
4	金色蓝庭	32,950	123,491	100%	32,950	123,491
5	城市之星	47,455	319,990	100%	47,455	319,990
6	万家星城	189,655	627,213	100%	189,655	627,213
7	杭汽发项目	104,070	433,953	50%	52,035	216,977
8	绍兴金色家园	80,644	223,842	100%	80,644	223,842
9	萧山湘湖项目	233,240	291,550	50%	116,620	145,775
10	东方海岸项目	257,230	190,217	51%	131,187	97,011
11	金色黎明二、三期	117,604	354,941	51%	59,978	181,020
12	金色黎明一期	77,459	220,410	100%	77,459	220,410
13	上虞金色家园	71,810	191,954	50%	35,905	95,977
14	杭政储出（2009）102 号地块	46,487	169,863	100%	46,487	169,863
	合计	1,526,243	3,511,452		1,121,866	2,734,124

数据来源：公司公告，齐鲁证券

公司目前土地储备权益规划建筑面积 273.41 万平方米，权益土地总价为 1,443,955.92 万元，平均土地成本仅为 5,281 元/平方米。

2.3 发展战略清晰

2010 年公司提出“走稳步，不停步，抓住机会就跑步！”的战略目标。将继续保持灵活的销售策略，坚持“不惜售”的销售原则。力争 2010 年总开工量达到 200 万平方米，突破 100 亿销售目标。





在扩张方面，公司提出根据市场变化，理性完成与自身发展规模相匹配的规模型土地储备以及战略意义的对外扩张型土地储备。

三、投资建议

我们预计公司 2010、2011 年末摊薄前每股收益在 0.69、0.81 元每股。截止 3 月 19 日，公司股价 12.98 元，对应 2010 和 2011 年 P/E 在 18.81 和 16.02 倍。对应 2010 年 RNAV 为 10.72 元。维持对公司的“推荐”评级。

四、相关研究

1. 滨江集团快报：金色蓝庭 1、2 期基本售罄，继续确认业绩锁定性 09 年 2 月 6 号
2. 滨江集团 (002244)：每股预售帐款 4.1 元，09 年业绩已基本锁定 09 年 3 月 30 号
3. 滨江集团 (002244) 三季度报点评：继续夯实业绩，静待未来释放 09 年 10 月 23 号
4. 滨江集团 (002244) 事件点评：不断成长，在新城市拓展新项目 09 年 11 月 4 号
5. 滨江集团 (002244) 调研简报：把鸡蛋放在最安全的篮子里 09 年 11 月 17 号



附表 1: 公司 RNAV

项目	权益	权益规划建筑面积 (平方米)	总收入(百万 元)	权益净资产值 (百万元)	占权益净资 产值比例
新城时代广场项目	100%	196,671	2881.42682	813.94	8.56%
阳光海岸项目	52%	55762.2	1895.9148	556.08	5.85%
金色蓝庭项目	100%	118,370	1775.55	337.53	3.55%
城市之星项目	100%	319,990	4079.8725	487.47	5.12%
杭汽发项目	50%	216976.5	8679.06	2188.33	23.00%
萧山湘湖项目	100%	291,550	5247.9	938.66	9.87%
滨江·千岛湖湖滨花园项目	100%	60,122	1202.44	341.21	3.59%
千岛湖乌嘴洞项目	51%	97,011	1358.154	236.01	2.48%
绍兴金色家园	100%	233,867	2221.7365	441.68	4.64%
万家新城	100%	627212.5	7526.55	1538.12	16.17%
杭政储出[2009]23号	51%	72,562.39	1306.12306	201.68	2.12%
杭政储出[2009]24号	51%	71,384.90	1284.92827	182.23	1.92%
杭政储出[2009]38号	100%	170,409.80	3749.0156	615.02	6.47%
上虞市城南N2号地块	50%	71,810.00	574.48	98.93	1.04%
杭政储出[2009]102号	100%	134,812.30	2965.8706	355.39	3.74%
衢市储(2010)3号地块	50%	127,655.50	1276.555	180.54	1.90%
分计		2,967,062		9512.83	100.00%

项目	权益	权益规划建筑面积 (平方米)	预计总投资 (百万)	权益净资产值 (百万元)	占权益净资 产值比例
庆春发展大厦	100%	17,924.79	na	199.66	25.27%
滨江度假酒店	100%	54,590	200	90.54	11.46%
友好饭店	100%	17,479	na	330.83	41.87%
南萧埠·文景苑商场	100%	22744	na	169.18	21.41%
分计				790.20	100.00%
销售型物业净资产值(百万元):					9513
投资型物业净资产值(百万元):					790
物业总净资产值(百万元):					10303
公司权益					4,196
总股本(百万股):					1352
每股净资产市值(元/股):					10.72

数据来源: 齐鲁证券


资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	7448	13442	18424	19881	21245
现金	419	421	1150	1658	2257
应收账款	30	22	17	13	10
其它应收款	383	32	532	316	293
预付帐款	1164	6373	5397	4311	5360
存货	5447	5865	10820	12984	15581
非流动资产	721	492	587	230	253
长期投资	195	0	0	65	22
固定资产	102	93	82	477	565
资产总计	8169	13934	19011	20111	21498
流动负债	4876	8446	10723	5487	5765
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	672	532	516	602	524
长期负债	1980	2033	4092	4501	4951
长期借款	1980	2033	4092	4501	4951
负债合计	6856	10480	14815	9988	10716
少数股东权益	199	569	793	520	627
股本	1352	1352	1352	1352	1352
资本公积	156	746	746	156	156
留存收益	469	990	1195	0	0
股东权益合计	1313	3455	4196	10123	10782
负债和股东权益	8169	13934	19011	20111	21498

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	-1069	-1803	-3798	-4021	-1257
净利润	455	602	628	932	1094
折旧摊销	25	2	1	0	1
财务费用	29	6	115	254	265
投资收益	-0	1	0	0	1
营运资金变动	25	2	1	0	1
投资活动现金流	-218	203	2	491	126
资本支出	-27	7	2	555	82
长期投资	-191	195	0	-65	43
其他	-0	1	0	0	1
筹资活动现金流	1516	-83	1583	-213	-171
短期借款	-29	0	0	0	0
长期借款	1660	53	2059	409	450
现金净增加额	-417	-428	1658	599	-2257

利润表

单位: 百万元

会计年度	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2631	2326	2834	4853	5833
营业成本	1490	1273	1649	2824	3394
营业税金及附加	320	137	181	270	405
销售费用	25	38	26	95	114
管理费用	50	88	92	168	201
财务费用	29	22	12	254	265
投资收益	-0	1	0	0	1
营业利润	699	787	843	1242	1453
营业外收入	21	34	0	8	14
营业外支出	5.57	9.85	7.47	7.63	8.32
利润总额	714	810	836	1242	1458
所得税	259	208	208	311	365
少数股东损益	-1	-2	-16	-6	-8
净利润	455	602	628	932	1094
EBITDA	732	812	859	1501	0
EPS (元)	1.01	0.61	0.48	0.69	0.81

主要财务比率

会计年度	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
成长能力					
营业收入	94.87%	-11.58%	21.83%	71.27%	20.19%
营业利润	141.8%	12.6%	7.2%	47.3%	17.0%
净利润	123.6%	32.4%	4.3%	48.3%	17.4%
获利能力					
毛利率	26.6%	33.8%	29.8%	25.6%	24.9%
净利率	17.3%	25.9%	22.2%	19.2%	18.8%
ROE	34.6%	17.4%	15.0%	9.2%	10.1%
ROIC	17.2%	11.0%	10.2%	10.0%	2.3%
偿债能力					
资产负债率	83.9%	75.2%	77.9%	49.7%	49.8%
净负债比率	118.66%	25.56%	58.00%	22.16%	45.92%
流动比率	1.53	1.59	1.72	3.62	3.68
速动比率	0.41	0.90	0.71	1.26	0.98
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.21	0.17	0.25	0.28
应收账款周转率	70.56	101.02	118.90	189.41	427.91
应付账款周转率	2.31	2.12	3.15	5.05	6.03



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

