

分析师： 苏雪晶 乐加栋 (8621)68751692 lejd@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209010200
联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 lejd@cjsc.com.cn

业绩锁定高成长，关注区域扩张

事件描述

滨江集团今日发布 2010 年一季度报，一季度公司实现营业收入 4.61 亿元，同比增长 332.42%；实现归属母公司净利润 1.89 亿，同比增长 627.76%，每股收益 0.14 元。

公司一季度结算毛利率达到 55%，结算的项目主要是 08 至 09 年销售的万家花城尾盘项目，值得注意的是公司在 08 至 09 年市场不算太好的情况下，万家花城仍然维持高毛利凸显公司产品溢价能力，这也是我们长期关注该公司的原因所在。上半年结算的主要项目除了万家花城外，还有进入结算的有新城时代广场，预计中期结算的毛利率仍然将维持高位。预计全年营业收入增长 75%左右，净利润预计增长 86%，毛利率维持在 50%以上。

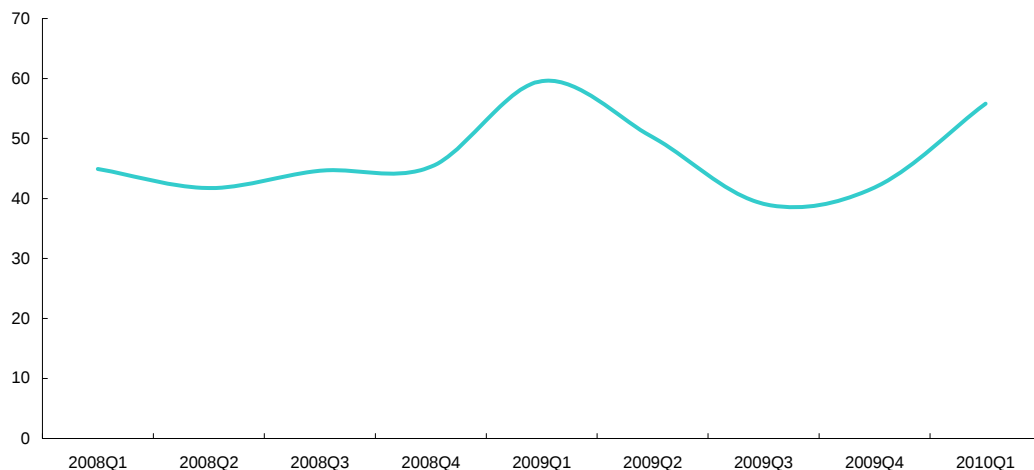
公司一季度主要销售的项目是万家星城一期，公司一季度末每股预收账款达到 6.06 元，我们估计公司净利润率为 24%，这部分已售未结算资源锁定的未来每股收益为 1.45，相对来说是我们跟踪公司中业绩确定性最好的。

根据公司计划的开工与竣工情况，估计 10-11 年 EPS 分别为 0.88、1.33 元，对应目前股价的 PE 为 13.50、8.96 倍。我们预计公司未来即将扩展到新的区域中，杭州外市场能否成功将决定估值提升程度，考虑到公司 NAV 估值优势不大，目前维持公司“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，业绩符合预期，毛利率凸显公司产品溢价能力

图 1：公司近期结算毛利率



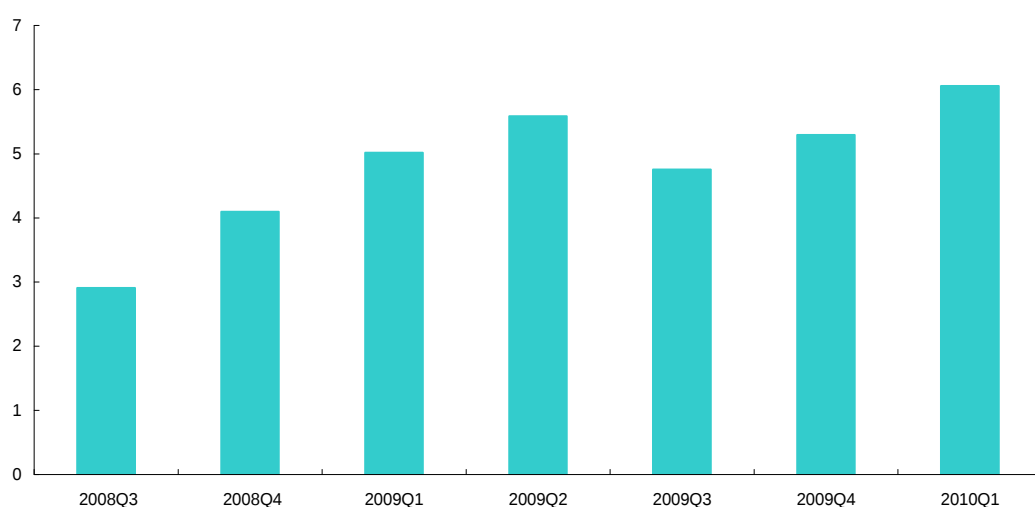
资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司一季度结算毛利率达到 55%，结算的项目主要是 08 至 09 年销售的万家花城一期尾盘与二期尾盘项目，值得注意的是公司在 08 至 09 年市场不算太好的情况下，万家花城仍然维持高毛利凸显公司产品溢价能力，这也是我们长期关注该公司的原因所在。

上半年结算的主要项目除了万家花城外，还有进入结算的有新城时代广场，预计中期结算的毛利率仍然将维持高位。进入下半年，结算的主要项目将是阳光海岸、金色蓝庭项目。预计全年营业收入增长 75% 左右，净利润预计增长 86%，毛利率维持在 50% 以上。

第二，一季度销售良好，未来关注城市之星

图 2：每股预收账款



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司一季度主要销售的项目是万家星城一期项目，公司一季度末每股预收账款达到 6.06 元，我们保守估计公司净利润率为 24%，这部分已售未结算资源锁定的未来每股收益为 1.45，相对来说是我们跟踪公司中业绩确定性最好的。此外，五月份公司将推出城市之星，预计销售价格 42000-45000 左右，比此前市场估计的价格要高；政策调整后，该楼盘的去化速度可能会有所减慢，值得关注。

表 1：万家星城销售情况

时间	成交面积 (m²)	成交套数	成交金额 (万元)	成交价 (元/m²)
2010 年 4 月	3259.68	22	6906.92	21189
2010 年 3 月	3253.41	27	6911.67	21244
2010 年 2 月	391.45	4	830.91	21227
2010 年 1 月	17854.22	162	37863.66	21207
总计	24758.76	215	52513.16	21217

资料来源：长江证券研究部整理

表 2：滨江万家星城批准上市情况

时间	批准上市套数	可售套数	当月批准上市套数	累计成交套数
----	--------	------	----------	--------

Apr-10	1267	10	0	2141
Mar-10	1267	60	0	2091
Feb-10	1267	108	0	2043
Jan-10	1267	114	0	2037

资料来源：长江证券研究部整理

第三，盈利预测与投资评级

根据公司计划的开工与竣工情况，10 年结算项目主要为万家花城尾盘、新城时代广场、阳光海岸与金色蓝庭项目，11 年结算的主要是今年销售的万家星城、新城时代广场与阳光海岸尾盘，估计 10-11 年 EPS 分别为 0.88，1.33 元，对应目前股价的 PE 为 13.50、8.96 倍。我们预计公司未来即将扩展到新的区域中，杭州外市场能否成功将决定估值提升程度，考虑到公司 NAV 估值优势不大，目前维持公司“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2834	4948	6494	8440	货币资金	1658	2941	3630	4440
营业成本	1649	2491	3142	4056	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1185	2456	3352	4384	应收账款	549	979	1298	1705
% 营业收入	41.8%	49.6%	51.6%	51.9%	存货	10820	14770	18438	23135
营业税金及附加	181	495	649	928	预付账款	5397	6988	8724	10946
% 营业收入	6.4%	10.0%	10.0%	11.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	26	45	58	76	流动资产合计	18424	25678	32090	40226
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	92	158	208	270	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	12	38	33	51	投资性房地产	189	189	189	189
% 营业收入	0.4%	0.8%	0.5%	0.6%	固定资产合计	174	193	213	202
资产减值损失	31	14	3	-1	无形资产	146	138	132	125
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	77	4	1	0
营业利润	843	1707	2401	3060	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	29.8%	34.5%	37.0%	36.3%	资产总计	19011	26202	32624	40741
营业外收支	-7	0	0	0	短期贷款	47	0	0	0
利润总额	836	1707	2401	3060	应付款项	516	700	874	1097
% 营业收入	29.5%	34.5%	37.0%	36.3%	预收账款	7160	12370	16235	21100
所得税费用	208	427	600	765	应付职工薪酬	23	26	32	41
净利润	628	1280	1800	2295	应交税费	-407	-967	-1312	-1778
归属于母公司所有者	643.7	1194.6	1800.4	2203.5	其他流动负债	3385	4685	5876	7399

的净利润					流动负债合计	10723	16813	21705	27858
少数股东损益	-16	85	0	92	长期借款	4092	4092	4092	4092
EPS (元/股)	0.48	0.88	1.33	1.63	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-99	1596	1057	1233	负债合计	14815	20905	25797	31950
取得投资收益					归属于母公司	3403	4418	5949	7822
收回现金	0	0	0	0	所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益				
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	793	878	878	970
固定资产投资	-33	-49	-65	-42	负债及股东权益	4196	5297	6827	8792
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-33	-49	-65	-42		19011	26202	32624	40741
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.476	0.884	1.332	1.630
股权融资	240	0	0	0	BVPS	2.52	3.27	4.40	5.79
银行贷款增加 (减少)	733	-47	0	0	PE	25.06	13.50	8.96	7.32
筹资成本	324	-217	-303	-381	PEG	0.49	0.27	0.18	0.14
其他	-656	0	0	0	PB	4.74	3.65	2.71	2.06
筹资活动现金流净额	642	-264	-303	-381	EV/EBITDA	21.09	9.69	6.68	4.98
现金净流量	510	1283	689	810	ROE	18.9%	27.0%	30.3%	28.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。