

2010 年 04 月 23 日

房地产行业

滨江集团 (002244)

评级: 买入

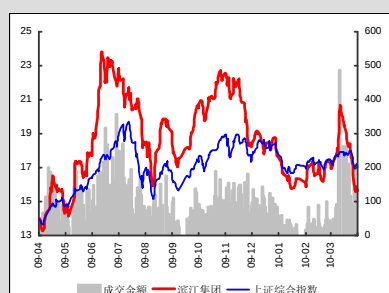
房地产行业研究员

邱晨翥

010-88086830-695

qiusy@rxzq.com.cn

滨江集团与上证指数走势对比图



预收锁定两年收入，安全大于风险

投资要点

- 杭州区域龙头房企开发商，权益土地储备面积 273 万平米，土地储备价格 5281 元/平米，收益区域房价快速上涨，项目整体盈利能力较强，14 个项目静态净利润率达 23.1%
- 81.9 亿元预收款基本锁定 2010 年、2011 年全部营业收入，在行业步入调整周期的背景下，安全边际较高。
- 股东大会授权董事会 110 亿元的土地收购额度，使公司下半年在市场调整期面临着较好的发展机遇。虽然账面现金仅为 21 亿元，但 37% 的实际资产负债率可以支持公司的扩张。
- 公司 NAV 估值为 19.01 元，以目前收盘价计算，折价率为 37.2%。预计 2010 年、2011 年营业收入 41.16 亿元、48.30 亿元，可实现净利润 9.75 亿元、与 12.02 亿元，每股收益 0.72 元与 0.89 元，CAGR 为 36%，对应 EPS 分别为 16.6 倍与 13.5 倍，给予买入评级。

目 录

投资概述:	4
一、公司概况	5
二、杭州房地产市场	5
1、 杭州经济发展旺盛，地理优势明显	5
2、 房地产市场	6
三、房地产项目立足杭州	7
1、 优质土地储备收益房价快速上涨	7
● 滨江千岛湖湖滨花园	8
● 阳光海岸	9
● 金色蓝庭	9
● 城市之星	10
● 万家新城	10
● 杭汽发项目	11
2、 高额预收款锁定未来两年业绩	11
四、公司估值	12
五、业绩预测	13

图表目录

图表 1: 股权结构.....	5
图表 2: 全国主要城市GDP.....	6
图表 3: 全国与杭州GDP增速.....	6
图表 4: 杭州商品房交易情况.....	7
图表 5: 杭州销售面积、价格同比.....	7
表格 1: 公司项目明细.....	8
表格 2: 2009 年底预收款明细.....	11
表格 3: NAV估值.....	12
表格 4: 项目结算预测表.....	13
表格 5: 业绩预测表.....	13

投资概述:

公司在改制后十年左右的时间内得到了快速发展, 09 年末总资产达到 200 亿元, 充分体现了其旺盛的活力, 同时高效、灵活的管理机制对公司在项目开发及获取土地方面起到了积极的作用。当前杭州市场占有率为 6.6%, 杭州的地理位置及宜居环境产生的吸引力从而推动地区房价不断上涨, 使公司成为主要受益者。

公司在建可售项目基本售罄, 预收款达 81.9 亿元, 其 2010 年及 2011 年可结算收入完全锁定。在市场受政策调控进入调整周期后, 滨江集团成为业绩保障性最强的上市公司, 行业顺周期阶段市场追逐的是业绩弹性较大的公司, 而逆周期中业绩的相对确定会给予公司较高的安全边际。

公司亮点:

- 受益于杭州房价的上涨, 现有土地储备的单项目利润率较高, 平均静态净利润率为 23.1%, 其中 4 个高端项目净利润高达 33%, 随着房价的上涨公司现有土地储备的净利润率还将稳步提升。
- 2010 年一季度末公司 81.9 亿元的预收款锁定了 2010 年及 2011 年的全部营业收入, CAGR 达到 35%, 业绩的高度锁定及稳步增长使公司获得较高安全边际。
- 公司 2008 年的土地扩张显现了管理层对市场的把握能力, 2010 年股东大会授权董事会 110 亿元的土地收购资金使公司在下半年面临较佳的发展机遇, 无论是在杭州区域市场的巩固还是借机扩张至长三角其它地区都会对公司估值起到积极的正面作用。

风险:

- 政策调控过度导致行业调整周期长度超预期。

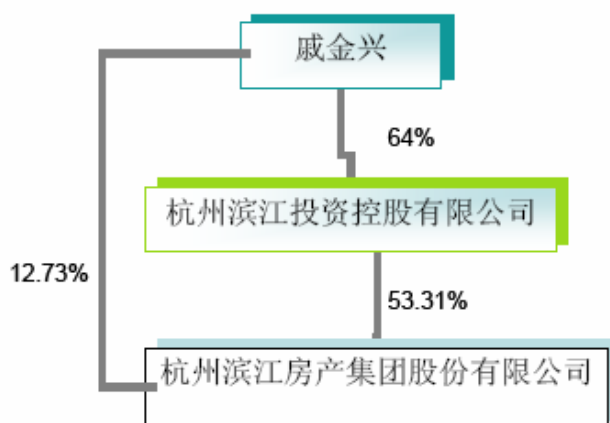
一、公司概况

杭州滨江房产集团股份有限公司成立于 1996 年，原控股大股东为江干区计经委持有公司 96% 的股权，主要专注于杭州地区的房地产开发业务，1999 年 11 月公司通过国资委审批进行改制，以戚金兴为主的管理层实施 MBO 受让 60% 的公司股权，获得企业实际控制权，2001 年及 2002 年公司两年连续实施增资扩股后，管理层控股比例扩大至 92%，此后经过两次股权转让国资股份完全退出，管理层成为公司的实际控制人，戚金兴持股 64% 为控股股东。

2006 年 12 月滨江集团股改变更为“杭州滨江房产集团股份有限公司”，简称滨江集团，注册资本人民币 13.52 亿元，公司股票于 2008 年 5 月 29 日在深圳证券交易所挂牌交易，2009 年末，公司总股本 13.52 亿股，实际控制人戚金兴。

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%，公司在战略上，坚持深耕杭州，巩固和逐步提升目前占有的市场份额。在未来项目扩张上，选择立足杭州，面向浙江的基础上，未来致力于布局长三角地区。

图表 1：股权结构



数据来源：日信证券 公司公告

二、杭州房地产市场

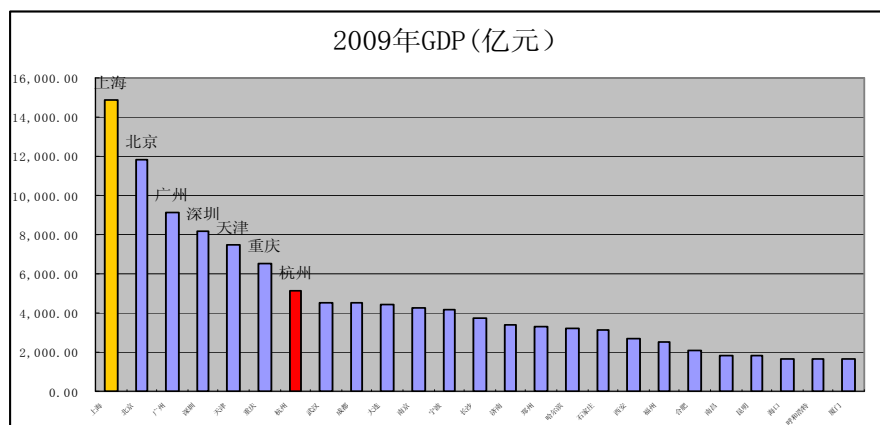
1、杭州经济发展旺盛，地理优势明显

杭州—浙江省省会，地处长三角地区南翼，与上海邻近，是中国东南交通枢纽之一，经济总量在全国所有省会城市中位列第二，2009 年 GDP 为 5098 亿元，仅次于广州市，近 5 年平均 GDP 增长率为 12.58% 超过全国（11.3%）1.28 个百分点，区位优势使得杭州具有较强的城市聚集和辐射能力，其地理位置又被称为上海的后花园。

浙江省民营资本活跃，作为制造业大省，民营企业产品大多是低端产品，行业规模虽然

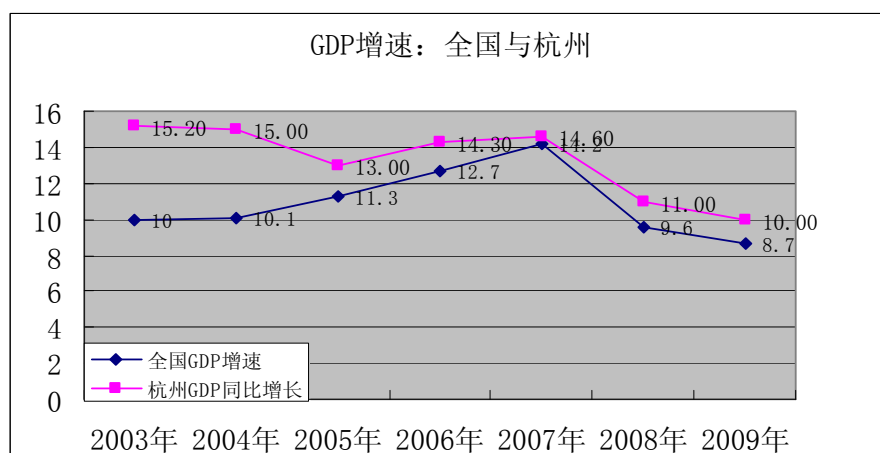
很大，但大部分企业个体规模却不是很庞大，在浙商民营资本完成原始积累后，杭州成为众多浙商投资及发展的首选城市。

图表 2：全国主要城市 GDP



数据来源：日信证券

图表 3：全国与杭州 GDP 增速



数据来源：日信证券

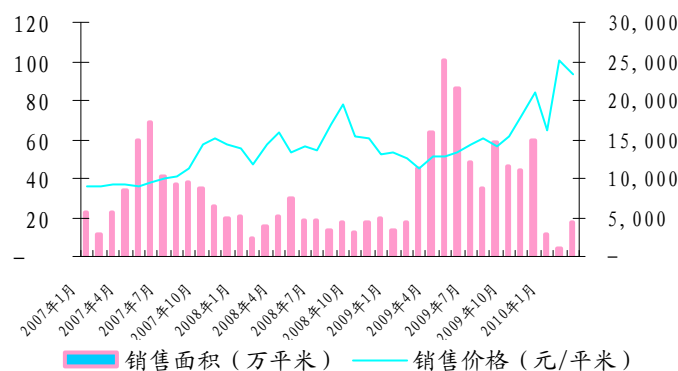
2、房地产市场

杭州房地产市场类似于其他省会城市，市场需求更多来自浙江省其他城市，同时由于其位于长三角地区并作为宜居城市更成为众多周边城市首选购买置业之地，其中包括上海、温州等，本地需求仅占 30%左右，从城市吸引力来看，杭州作为一个获得联合国“人居奖”的城市，一个“最适宜居住的城市”，对外地购房者有着巨大的吸引力。

2009 年杭州房地产市场明显出现过热现象，主城区（不含萧山、余杭）土地出让收入 784.9 亿元名列全国第三，远高于 2007 年的 507.1 亿元，同时全国性地产商万科、保利、华润、绿城、龙湖等都已进入杭州市场。去年市场在 3 月份转暖后投资性需求开始逐渐占据

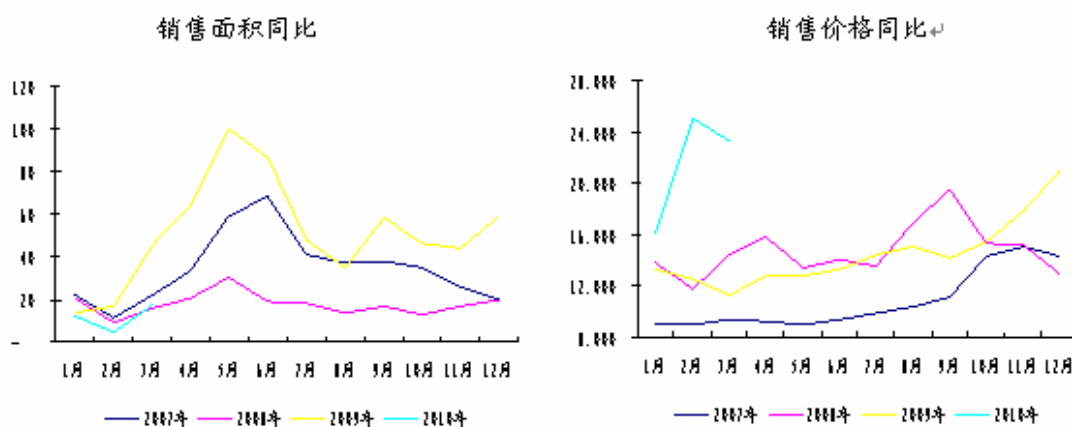
主导地位，以温州为代表的大量投资资金涌入将市场推向全面火爆，在连续几个月快速去库存后，市场存量房从年初 2 万套下降至 6000 套左右，截至年末市场出现供给严重不足现象，12 月将成交均价推升至 2.1 万/平方米的最高水平，全年主城区共成交商品房 6.6 万套，同比增涨 186%，比 07 年增涨 69%。

图表 4：杭州商品房交易情况



数据来源：日信证券

图表 5：杭州销售面积、价格同比



数据来源：日信证券

三、公司房地产项目

1、优质土地储备收益房价快速上涨

公司在开发项目 14 个，权益建筑面积 273 万平米，土地储备价格 5281 元/平米，其中 12 个项目位于杭州市，2 个分布在绍兴及上虞。杭州房价连续上涨凸显公司土地储备价值优势，以现有销售价格及预计销售价估算，14 个项目的静态销售净利润率为 23.1%（其中杭汽发项目公司计划销售价格 10000-15000 美元/平米，现以 5 万人民币/平米估算）。

在项目定位上，部分项目以高端精装投放市场，如阳光海岸，城市之星、萧山湘湖项目

以及杭汽发项目，从而获得较高回报，以目前估计售价计算，四个项目的平均静态净利润率高达 33%，可实现净利润 95 亿元（杭汽发项目以 5 万/平米估算），高端项目虽然利润较高，但销售周期会长于普通住宅项目。

表格 1：公司项目明细

项目名称	占地面积	规划建面	权益比例	权益建面	楼面地价	预计竣工时间	销售均价
滨江千岛湖湖滨花园	200,402	60,122	100%	60,122	200	2010 年 12 月	16,500
新城时代广场	33,595	196,671	100%	196,671	2,644	2010 年 12 月	15,000
阳光海岸	33,642	107,235	52%	55,762	4,196	2011 年 1 月	35,000
金色蓝庭	32,950	123,491	100%	123,491	5,401	2010 年 12 月	16,000
城市之星	47,455	319,990	100%	319,990	4,750	2012 年 12 月	40,000
万家星城	189,655	627,213	100%	627,213	3,922	2011 年 12 月	20,000
杭汽发项目	104,070	433,953	50%	216,977	8,365	2014 年 6 月	50,000
绍兴金色家园	80,644	223,842	100%	223,842	3,127	2012 年 12 月	11,500
萧山湘湖项目	233,240	291,550	50%	145,775	6,448	2013 年 12 月	30,000
东方海岸项目	257,230	190,217	51%	97,011	4,206	2014 年 12 月	15,000
金色黎明二、三期	117,604	354,941	51%	181,020	7,835		
金色黎明一期	77,459	220,410	100%	220,410	8,688	2013 年 6 月	20,000
上虞金色家园	71,810	191,954	50%	95,977	1,823		10,000
杭政储出 102 地块	46,487	169,863	100%	169,863	10,067		23,000
合计	1,526,243	3,511,452	1	2,734,123	5,281		

数据来源：日信证券

● 滨江千岛湖湖滨花园

千岛湖滨江花园位于千岛湖辉照山，呈半岛形状，直视水域达到 150 万平方之广。项目占地 500 亩(含水域面积)，总建筑面积 12 万平方，由五星级的千岛湖滨江度假酒店和千岛湖滨江花园别墅组成，各占建筑面积 6 万平方，花园别墅由 97 栋联排及独栋别墅组成，分两期开发，每期 3 万平米，目前一期项目销售预售 86.39%。



数据来源：日信证券

- 阳光海岸

阳光海岸位于杭州钱江新城 CBD 区域，座处钱江新城之江路与甬江路交界地段。总体布局上阳光海岸充分遵循“全部户型均为一线江景”的原则，两幢 18 层的板式楼半月型展开，最大程度舒展建筑的同时也不存在任何意义上的相互遮挡，使得钱塘江成为每家每户的优美风景。舒适从 380m² 的户型面积开始，直至目前浙江最大的 1200m² 的高层大户型，单套公寓起价甚至达到千万元以上。



数据来源：日信证券

- 金色蓝庭

金色蓝庭，位于文一路与古翠路交汇处，总建筑面积为 12 万余平方米，由 6 幢纯板式高层围合而成。项目紧临黄龙贵族商务区、武林 CBD 商圈、西湖休闲胜地等杭城核心资源以 90-180 平方米大面宽多居室为主。



数据来源：日信证券

- 城市之星

城市之星位于杭州钱江新城钱江路与城星路交界处，整个小区由 6 幢超高层半围合展开，150 米的高度将使其成为杭州目前最高的住宅之一。城市之星主力户型为 190-250 平方米，内部统一为格调精装修。



数据来源：日信证券

- 万家新城

万家星城，位于下城区北侧新天地板块东新路与石祥路交汇处，项目总占地面积约 19 万平方米，其中一期占地 49266 平方米，总建筑面积约 19 万平方米。一期由 9 幢 18-23 层高层建筑组成，主力户型 80-140 平方米，预计入住 1200 余户。



数据来源：日信证券

● 杭汽发项目

项目由滨江房产和绿城房产联手以 36.3 亿元竞得，位于寸土寸金的市中心武林广场北侧，占地面积 107945 平方米，将建成顶级住宅和写字楼（宾馆）的物业，成为长三角首屈一指的标志性建筑之一，公司计划未来销售价格为 1-1.5 万美元/平米。



数据来源：日信证券

2、高额预收款全部锁定未来两年业绩

公司 2009 年房屋销售预收款为 71.43 亿元，2010 年 3 月末，预收款增涨至 81.9 亿元，从项目，阳光海岸项目销售率达 99.09%，金色蓝庭项目三期销售率达到 100%，新城时代广场项目销售率达到 83.66%，千岛湖湖滨花园一期 3 万平米销售率达到 86.39%，除阳光海岸项目可部分竣工结算外其余三个项目均可在 2010 年结算；万家星城一期可售面积 14 万平米，项目实现合同销售额 26.1 亿元将主要在 2011 年结算。

预计公司 2010 年、2011 年可实现结算营业收入 89.46 亿元，除去一季度结算的 4.6 亿元以外，81.9 亿元的预收款已基本锁定未来两年可结算收入的 96.7%，因此公司未来两年内的业绩保障率远远高于同行业其他上市公司。同时，其他在建项目中城市之星处于主体在建，项目的精装修会延长项目竣工周期，因此难以在 2011 年结算，除此之外，千岛湖湖滨花园二期别墅项目的短周期建设是唯一可能对公司收益产生正面影响的项目。

表格 2：2009 年底预收款明细

项目名称	09 年末预收款：（亿元）
万家花城一期（已竣工）	0.39
万家花城二期（已竣工）	4.03
阳光海岸项目	27.95
金色蓝庭项目	14.81
新城时代广场项目	8.07

滨江·千岛湖湖滨花园项目	2.92
万家星城一期	13.26
合计	71.43

数据来源：日信证券

四、公司估值

我们预计在严厉政策调控下，本次房地产行业调整还是属于阶段性调整，不会改变市场的长期运行趋势，预计 2010 年底至 2011 年一季度市场将从逆周期转向步入另一个顺周期，在估值中假设未来 5 年内房价年增长率为 6%，根据测算公司每股股权净资产值为 19.01 元，较高的估值更多收益于公司对项目预期的销售价格。

表格 3：NAV 估值

序号	项目名称	权益比例	权益可售面积（平方米）	权益 NAV
1	滨江千岛湖湖滨花园	100%	48,098	363,335,283
2	新城时代广场	100%	118,003	967,085,883
3	阳光海岸	52%	44,610	827,436,980
4	金色蓝庭	100%	98,793	862,409,278
5	城市之星	100%	239,993	5,044,909,531
6	万家星城	100%	489,226	4,931,367,489
7	杭汽发项目	50%	162,732	4,089,383,727
8	绍兴金色家园	100%	179,074	966,906,816
9	萧山湘湖项目	50%	116,620	1,813,837,041
10	东方海岸项目	51%	77,609	589,114,208
11	金色黎明一期	100%	176,328	2,073,817,692
12	金色黎明二三期	51%	144,816	1,651,308,628
13	上虞金色家园	100%	153,563	636,166,870
14	杭政储出（2009）102 地块	100%	135,890	2,038,228,103
合计			2,185,353	26,855,307,528

现金、应付其他股东土地款及千岛湖酒店工程（元）	-1,419,240,102
固定资产及投资性房产（元）	271,000,000
总计（元）	25,707,067,425
股本摊薄（元）	1,352,000,000
每股净资产值（元/每股）	19.01

数据来源：日信证券

公司2010年1月股东大会通过了授权董事会至2011 年召开2010 年年度股东大会前，公司及控股子公司购买经营性土地（含通过股权收购购买经营性土地）的金额不超过110亿元

人民币的决议。在行业进入调整期间土地价格也将进入理性阶段，在此期间规模性的扩充土地储备对公司的发展及估值的提升都会起到正向的作用，目前公司资产负债率为78%，去除81.9亿元的预收款，实际资产负债率仅为37.4%，以目前21.1亿元的现金及无短期负债看，按照国家规定的首付土地款比例50%计算，年内良好的财务状况可以支持其扩张的战略。

五、业绩预测

2010年及2011年公司有6个项目进入结算期，包括已竣工的万家花园一二期尾盘，滨江千岛湖湖滨花园一期3万平米别墅，新时代广场的单身公寓项目，金色蓝庭，阳光海岸以及万家星城一期，其中阳光海岸项目已进入精装修阶段，工程进度会对2010年项目结算产生影响，但两年内的可结算项目均已基本完成销售，业绩全部被锁定，如果预期本次行业调整为6-9个月的中期调整，公司将成为受影响最小的上市房地产公司之一。

预计公司2010年2011年营业收入41.16亿元、48.30亿元，实现净利润9.75亿元、与12.02亿元，每股收益0.72元与0.89元，CAGR为36%，对应EPS分别为16.6倍与13.5倍，给予买入评级。

表格 4：项目结算预测表

	2010 年			2011 年		
	结算面积	销售均价	营业收入	结算面积	销售均价	营业收入
万家花园一二期			442,000,000			
滨江千岛湖湖滨花园	27,055	16,500	446,405,850	6,012	16,500	99,201,300
新城时代广场	70,000	15,000	1,050,000,000			-
阳光海岸	36,460	35,000	1,276,096,500	45,575	35,000	1,595,120,625
金色蓝庭	83,974	16,000	1,343,582,080	20,993	16,000	335,895,520
万家星城			-	140,000	20,000	2,800,000,000
合计	217,489		4,116,084,430	212,581		4,830,217,445

数据来源：日信证券

表格 5：业绩预测表

	2008 A	2009 A	2010E	2011E
一、营业总收入(元)	2,325,909,410.66	2,833,614,162.22	4,116,084,430	4,830,217,445
营业收入(元)	2,325,909,410.66	2,833,614,162.22	4,116,084,430	4,830,217,445
二、营业总成本(元)	1,540,740,685.28	1,990,434,394.98	2,654,874,457	3,047,867,208
营业成本(元)	1,272,643,976.98	1,648,851,194.28	1,811,077,149	2,028,691,327
营业税金及附加(元)	136,879,526.74	181,074,791.76	535,090,976	724,532,617
销售费用(元)	37,795,574.64	26,392,416.11	49,393,013	7,032,652
管理费用(元)	88,140,452.21	92,013,316.32	123,482,533	144,906,523
财务费用(元)	21,770,744.49	11,534,212.81	135,830,786	144,906,523
资产减值损失(元)	-16,489,589.78	30,568,463.70	-	-

三、其他经营收益(元)				
投资净收益(元)	1,480,478.16			
四、营业利润(元)	786,649,203.54	843,179,767.24	1,461,209,973	1,782,350,237
加：营业外收入(元)	33,617,645.09	97,090.28	18,133,664	17,282,800
减：营业外支出(元)	9,847,151.56	7,473,245.04	7,629,312	8,316,570
其中：非流动资产处 置净损失(元)	115,187.58	708,471.21		
五、利润总额(元)	810,419,697.07	835,803,612.48	1,471,714,325	1,791,316,468
减：所得税(元)	208,220,871.96	207,639,139.91	367,928,581	447,829,117
六、净利润(元)	602,198,825.11	628,164,472.57	1,103,785,744	1,343,487,351
减：少数股东损益(元)	-2,068,560.34	-15,508,012.90	128,947,190	141,309,736
归属于母公司所有者的 净利润(元)	604,267,385.45	643,672,485.47	974,838,553	1,202,177,615
七、每股收益：				
(一) 基本每股收益(元)	0.61	0.48	0.72	0.89

数据来源：日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。