

滨江集团 002244.SZ

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

资源丰富，业绩弹性较大

—— 滨江集团调研报告

事件：

我们于近日走访了滨江集团，与公司董秘等进行了交流。

报告要点：

● **今明两年业绩高度锁定。**截止 2010 年 1 季度末公司的预收帐款为 2009 年全年营业收入的 289%。即使 1 季度以后，公司不再新增任何销售，只要已售项目进展顺利、正常交付，公司已经可以保证今明两年 25% 以上的业绩增速。

● **资源丰富，顺应时势调整节奏。**公司拥有可售土地储备约 150 万平方米，折合按权益计算的建筑面积约 249 万平方米，其中，79% 位于杭州，项目地理位置较为优越，项目含金量高。在房地产调控新政出台之后，公司略显谨慎。全年销售和开工计划将依市场形势适度微调。

● **分散风险，向周边渗透。**长期以来，公司的项目主要集中在杭州，地域分布相对单一，市场风险较高。2009 年来，公司在牢据杭州“大本营”的同时，通过合作方式，有选择性地稳步向经济发展较快，市场发展潜力较大，开发风险较小的二、三线城市拓展。

● **资金状况良好。**扣除预售房款之后，公司的资产负债比率为 40.34%。公司整体资金状况良好。公司 2009 年提出的非公开增发方案目前仍在等待相关部门的审核结果。

● **盈利预测和投资建议。**目前公司估值合理。公司土地储备资源充足，项目含金量较高。随着公司开发力度的加大，未来销售、结转面积也有较大的提升空间。短期内，公司股价表现或受制于中诚信托 5000 万股的抛压。但从中诚信托近期的表现来看，预计其相关信托产品展期的可能性较大。我们给与公司“推荐”评级。

● **风险提示。**政策调控导致房地产市场深度低迷的风险。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	2630.66	2325.91	2833.61	3320.0	6189.28
增长率(%)	94.87	(11.58)	21.83	17.17	86.42
归属母公司股东的净利润(百万元)	456.00	604.27	643.67	1146.0	1404.79
增长率(%)	124.00	32.51	6.52	78.05	22.58
每股收益(元)	0.99	0.58	0.48	0.85	1.04
市盈率	10.11	17.25	21.05	11.79	9.63

请务必阅读正文之后的重要声明

房地产

评级：推荐（首次）

当前价格：¥10.02

2010.05.24

基础数据

总市值(百万元)	13547.04
总股本/流通 A 股(百万股)	1352/293
流通市值(百万元)	2940.02
每股净资产(元)	2.61
净资产收益率(%)	5.27

交易数据

52 周内股价区间(元)	8.64 ~ 19.5
静态市盈率(倍)	21.05
动态市盈率(倍)	11.8
市净率(倍)	3.84

52 周内股价走势图



左红英 执业证书编号：S0820209120023

电话 021-32229888*3506

邮箱 zuohongying@ajzq.com

相关报告

1. 今明两年业绩高度锁定

2010 年 1 季报显示，公司预收帐款已达 81.9 亿元。2009 年年报披露，2009 年全年公司的营业收入为 28.34 亿元。即截止 2010 年 1 季度末公司的预收帐款为 2009 年全年营业收入的 289%。也就是说，即使 1 季度以后，公司不再新增任何销售，只要已售项目进展顺利、正常交付，公司已经可以保证今明两年 25% 以上的业绩增速。

表 1：公司今明两年结算的主要项目（面积单位：万平方米；预售房款：亿元）

项目名称	占地面积	规划建面	权益%	权益建面	开工时间	竣工时间	项目进度	预售比例%
千岛湖湖滨花园	20.04	6.01	100	6.01	2006.07	2010.12	一期主体施工完成，处于市政景观建设阶段；小区景观施工及二期主体施工	86.39
新城时代广场	3.36	19.67	100	19.67	2007.04	2010.12	外立面及内部装修施工	100
金色蓝庭	3.30	12.35	100	12.35	2008.06	2010.12	主体装饰、安装工程施工阶段	100
阳光海岸	3.36	10.72	52	5.58	2007.12	2011.01	外立面、精装修施工	99.09
万家星城	18.97	62.72	100	62.72	2009.08	2011-2012	分三期，一期：建筑主体施工阶段；二、三期：已开工	89.73 (一期)

数据来源：公司公告，爱建证券研发部

2. 资源丰富，顺应时势调整节奏

公司现有资源储备丰富。截至目前，公司拥有可售土地储备约 150 万平方米，折合按权益计算的建筑面积约 249 万平方米，其中，79%位于杭州，项目地理位置较为优越，项目含金量高。根据公司 2010 年经营管理计划，公司将加快销售速度，销售额力争突破 100 亿，力争 2010 年总开工量达到 200 万平方米（非权益）。在房地产调控新政出台之后，公司略显谨慎。全年销售和开工计划将依市场形势适度微调。

表 2：公司 2012 年及以后可结算的主要项目（面积单位：万平方米）

项目名称	占地面积	规划建面	权益%	权益建面	开工时间	竣工时间	项目进度	预售时间
城市之星	4.75	32	100	32	2008.07	2012.12	主体施工	预计在 2010 年 6 月份以后
万家星城	18.97	62.72	100	62.72	2009-2010	2011-2012	分三期，一期：建筑主体施工阶段；二、三期：已开工	二期预计在 6 月份以后，三期预计在年底前后
杭汽发项目	10.41	43.4	50	21.70	2010.10	2014.06	项目设计报批阶段	

萧山湘湖项目	23.32	29.16	50	14.58	2010.12	2013.12	项目设计报批阶段	预计在8月份左右预售
东方海岸项目	25.72	19.02	51	9.70	2011.12	2014.12		
金色黎明一期	7.75	22.04	100	22.04	2010.09	2013.06		预计在2011年预售
金色黎明二、三期	11.76	35.49	51	18.10				
杭政储出(2009)102号地块	4.65	16.99	100	16.99				
上虞金色家园	7.18	19.2	50	9.60				
绍兴金色家园	8.06	22.38	100	22.38	2010.03	2012.12	项目设计报批阶段	
衢州项目	26.08	38.86	50	19.43			1期预计今年下半年开工	
合计	148.6	341.3		249.2				

数据来源：公司公告，爱建证券研发部

3、分散风险，向周边渗透

长期以来，公司的项目主要集中在杭州，地域分布相对单一，市场风险较高。近年来，公司在立足杭州，面向浙江的基础上，致力于布局长三角，走向全国。公司在牢据杭州“大本营”的同时，有选择性地稳步向经济发展较快，市场发展潜力较大，开发风险较小的二、三线城市拓展。

2009年，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。

今年3月，公司与金都房产集团有限公司签订《项目合作协议书》，公司以2500万元收购金都房产持有的金都房产集团衢州置业有限公司50%的股权。公司和金都房产合作开发衢市储(2010)3号地块和衢市储(2009)12号地块。

通过与其他开发商合作开发，一方面可以分担资金压力，另一方面，可以借助其他开发商在当地的资源，更好的进入其他区域的房地产市场。既分散了风险，又成功实现异地扩张。

4、资金状况良好

1季报显示，截止2010年3月底，公司持有货币资金21.15亿元，应付帐款4.65亿元，其他应付款34亿元，一年内到期的非流动负债5.07亿元，资金缺口为22.57亿元。但根据公司年报披露的信息，公司的其他应付款主要为公司合作项目的合作对方因按照项目股权比例承担土地款而借给子公司的股东借款。此类借款需等到合作项目共同投入资金回笼后才予以归还，短期并无偿还压力。因此，扣除34亿元其他应付款之后，公司尚有资金11.43亿元，并无短期偿债压力。此外，扣除预售房款之后，公司的资产负债比

率为 40.34%。公司整体资金状况良好。公司 2009 年提出的非公开增发方案目前仍在等待相关部门的审核结果。

表 3：按金额排前五位的其他应付款明细（单位：元）

单位名称	期末数	款项性质及内容
绿城房地产开发集团有限公司	1038120535.93	合作开发方同比例投入款
杭州盛元房地产开发有限公司	849400000.00	合作开发方同比例投入款
杭州添惠置业有限公司	379673984.07	合作开发方同比例投入款
杭州欣盛房地产开发有限公司	286880000.00	合作开发方同比例投入款
杭州绿滨房地产开发有限公司	203002714.00	合作开发方同比例投入款
小计	2757077234.00	合作开发方同比例投入款

数据来源：公司公告（2009 年报数据）

表 4：公司近三年的偿债能力指标

	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
流动比率	1.72	1.59	1.53
速动比率	0.71	0.90	0.41
资产负债率（合并）	77.93%	75.21%	83.89%
资产负债率（合并，扣除 预售房款）	40.34%	44.66%	36.50%
利息保障倍数	3.60	3.67	6.85

数据来源：公司公告（2009 年报数据）

5、盈利预测和投资建议

公司 2009 年的每股收益为 0.476 元，我们预测，公司 2010-2011 年的每股收益分别为 0.85 元和 1.04 元，按照 5 月 24 日的收盘价 10.02 元计算，对应的市盈率分别为 21 倍、11.8 倍和 9.6 倍，估值合理。

此外，公司目前土地储备资源充足，项目含金量较高。随着公司开发力度的加大，未来销售、结转面积也有较大的提升空间。一旦市场企稳，公司的价值能较快体现。短期内，公司股价表现或受制于中诚信托 5000 万股的抛压。但从中诚信托近期的表现来看，预计其相关信托产品展期的可能性较大。我们给与公司“推荐”评级。

表 5：公司主要项目结算进度及盈利预测

项目名称	2010E				2011E			
	结算面积	结算均价	毛利率	毛利润	结算面积	结算均价	毛利率	毛利润
千岛湖湖滨花园	4	18200	70%	50960.00	2.00	18200.00	70.00%	25480.00
新城时代广场	9	18600	40%	66960.00	10.00	18600.00	40.00%	74400.00
金色蓝庭	6	15300	38%	34884.00	6.00	15300.00	38.00%	34884.00
阳光海岸					5.58	36600.00	58.00%	118452.24
万家星城					5.00	20100.00	52.00%	52260.00
合计				152804.00				305476.24
所得税				38201.00				76369.06
净利润				114603.00				229107.18
少数股东利润				0.00				88627.97
归属于母公司所有者的净利润				114603.00				140479.21
总股本（万股）				135200.00				135200.00
每股收益（元）				0.85				1.04

数据来源：爱建证券研发部

注：结算面积单位为万平方米，结算均价单位为元/平方米，毛利润单位为万元。

投资评级说明

● 公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级：

强于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间；

弱于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅 5%以上；

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。