

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

增长无悬念，关注公司能否实现跨区域发展

事件描述

滨江集团今日发布中期业绩快报与非公开增发调整方案，其主要内容为：

- 公司报告期内实现营业总收入 8.75 亿，同比增加 339%；实现营业利润 3.08 亿元，同比增加 864%；实现归属母公司净利润为 2.53 亿元，同比增加 820%。每股收益 0.19 元。
- 公司调整后非公开增发方案为：发行不超过 15000 万股，发行价格不低于 8.2 元/股，募集金额不超过 25 亿元。

评论要点如下：

公司报告期内营业收入与净利润同比大幅增长是在预期之内。这主要是因为公司在一季度万家花城二期项目完成交付，二季度中新城时代广场项目也实现了部分交付。因此在业绩上实现了大幅增长。公司全年业绩高增长也将无悬念，这主要是因为下半年的结算的主力为公司高毛利项目，主要来自金色蓝庭与阳光海岸。预计公司全年的毛利率在 50% 左右。

我们曾在去年年底以及一季度的点评中谈到该公司的业绩确定性是我们跟踪公司中首屈一指的。公司在上半年的销售主要来自万家星城。从最新的销售来看，7 月 6 日，万家星城二期推出首批 128 套住宅房源，当天预定 107 套，预定率为 83.6%。7 月 19 日，万家星城二期加推 3 号、9 号两栋总共 280 套住宅房源，均价 20660 元/平米。从当天的去化速度来看，房源当天的预订率超过了 60%。我们了解到该项目热销和推出户型结构有关（主要为中小户型），在购买人群中一次性付款人数在明显增加。

公司自上市以来一直未实现在资本市场融资，从资产负债率的角度来说相对于其他一线公司还是偏高的。2009 年股东大会通过预案决议定向增发不超过 1.5 亿股，增发价格不低于 13.73，拟募集资金不超过 25 亿。此次把价格下限调整为 8.2，其他并没有发生变化。我们关注公司能否在成功增发前后实现跨区域的发展，我们知道公司一直以来在杭州发展。目前估值的瓶颈在于公司的土地储备相对于市值来说同比其他公司没有优势，也就是 NAV 折价不高。能否实现跨区域发展是公司估值提升的关键。

根据公司计划，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 11.07、7.34 倍。目前考虑到公司 NAV 估值优势不大，维持公司“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，全年业绩增长确定，符合预期

公司报告期内营业收入与净利润同比大幅增长是在预期之内。这主要是因为公司在一季度万家花城二期项目完成交付，

二季度中新城时代广场项目也实现了部分交付。因此在业绩上实现了大幅增长。

公司全年业绩高增长也将无悬念，这主要是因为下半年的结算的主力为公司高毛利项目，主要来自金色蓝庭与阳光海岸。预计公司全年的毛利率在 50% 左右。

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

第二，公司业绩确定性较高，万家星城销售火爆

我们曾在去年年底以及一季度的点评中谈到该公司的业绩确定性是我们跟踪公司中首屈一指的。公司在上半年的销售主要来自万家星城。

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	3778.84	25	7987.71	21138
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
2009 年 12 月	79918.09	743	162717.64	20361
2009 年 11 月	32576.82	303	62752.73	19263
总计	137772.83	1264	279064.32	20255.40

资料来源：CREIS，长江证券研究部

表 2：09 年末预收账款明细 (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

资料来源：公司公告，长江证券研究部

另外，从最新的销售来看，7月6日，万家星城二期推出首批128套住宅房源，当天预定107套，预定率为83.6%。7月19日，万家星城二期加推3号、9号两栋总共280套住宅房源，均价20660元/平米。从当天的去化速度来看，房源当天的预订率超过了60%。我们了解到该项目热销和推出户型结构有关（主要为中小户型），在购买人群中一次性付款人数在明显增加。

第三，调整增发方案，关注跨区域发展

公司自上市以来一直未实现在资本市场融资，从资产负债率的角度来说相对于其他一线公司还是偏高的。2009年股东大会通过预案决议定向增发不超过1.5亿股，增发价格不低于13.73，拟募集资金不超过25亿。此次把价格下限调整为8.2，其他并没有发生变化。

表3：拟募集资金投入项目

项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
万家星城	463,885	200,000
绍兴金色家园	136,690	50,000
合计	600,575	250,000

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表4：滨江集团09年拿地情况

土地名称	土地面积	权益	建筑面积	地价	楼面价
杭州市江干区黎明村北杭政储出[2009]23号、24号地块	117604	51%	354941	278500	7846
杭州市江干区草庄杭政储出[2009]38号地块	77459	100%	220410	191500	8688
上虞市城南N2号地块	71810	50%	191954	35630	1856
杭州市江干区彭埠单元杭政储出[2009]102号地块	46487	100%	134812	171000	12684

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们关注公司能否在成功增发前后实现跨区域的发展，我们知道公司一直以来在杭州发展。目前估值的瓶颈在于公司的土地储备相对于市值来说同比其他公司没有优势，也就是NAV折价不高。能否实现跨区域发展是公司估值提升的关键。

第四，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11.07、7.34倍。但目前考虑到公司NAV估值优势不大，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					其他流动负债	3385	4685	5876	7399
的净利润	643.7	1194.6	1800.4	2203.5	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	0	0	0	0	归属于母公司	3403	4418	5949	7822
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	793	878	878	970
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	4196	5297	6827	8792
固定资产投资	-33	-49	-65	-42	负债及股东权益	19011	26202	32624	40741
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-33	-49	-65	-42		2009A	2010E	2011E	2012E
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	20.54	11.07	7.34	6.00
筹资成本	324	-217	-303	-381	PEG	0.41	0.22	0.14	0.12
其他	-656	0	0	0	PB	3.89	2.99	2.22	1.69
筹资活动现金流净额	642	-264	-303	-381	EV/EBITDA	17.80	8.06	5.51	4.06
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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。