

审慎推荐-A (维持)**滨江集团** 002244.SZ

目标估值: 14.40 元

当前股价: 11.22 元

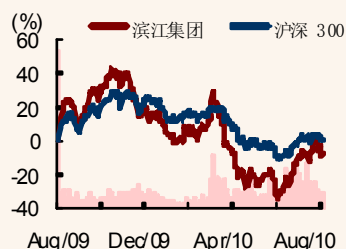
2010 年 8 月 30 日

看好公司的“三多三少”的战略**基础数据**

上证综指	2611
总股本(万股)	135200
已上市流通股(万股)	29342
总市值(亿元)	152
流通市值(亿元)	33
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	24.2
资产负债率	80.5%
主要股东	杭州滨江投资控股有
主要股东持股比例	53.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-14	-20
相对表现	4	-1	-10

**相关报告**1、《房地产行业半年报前瞻》
2010/07/052、《滨江集团(002244)——稳健中
求发展》2010/03/30**贾祖国**010-57601862
jjazg@cmschina.com.cn
S1090205070135**研究助理****洪俊骅**
021-68407139
hongjh@cmschina.com.cn

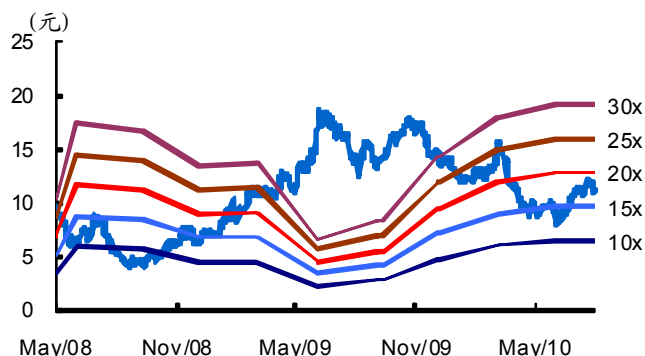
公司在杭州的品牌已经获得了万科等行业龙头的认可，未来公司除在杭州巩固区域龙头地位外，还将积极在省内的三四线城市拓展项目，公司业绩保障度高，我们维持公司“审慎推荐”的投资评级。

- **中期业绩符合预期：**2010 年上半年，公司实现主营收入 8.76 亿元（YOY340.11%）；实现净利润 2.50 亿元（YOY810.92%）；业绩同比大幅度增长，主要是报告期内万家花城二期尾盘与新城时代广场部分实现结转。公司实现 EPS0.19 元，与公司前期的业绩快报完全相符，也符合我们的预期；
- **公司未来将向省内三四线城市拓展项目：**公司在杭州的土地储备质量以及开发能力、战略均为一流。近期公司提出了“三多三少”战略，即土地储备上多看少动；市场选择上多关注三四线城市（含富裕的县城），少参与房价已过快上涨的一线城市；风险控制上多合作，少单干；从项目拓展上看，今年公司拓展的项目均位于衢州、萧山等浙江省内三四线城市；
- **与万科合作开发草庄项目彰显公司品牌与开发能力：**今年 7 月 21 日公司受让万科项目公司东尚置业 50% 的股权，两者合作开发万科在今年 5 月拍卖下来的杭州草庄 25 号地块项目，这表明公司在杭州的开发能力与品牌业绩获得行业龙头的认可；
- **公司业绩保障度高：**公司去年预收账款 71.6 亿元，加上今年上半年预售房款 4.5 亿、公司 7、8 月万家星城二期与城市之星项目的预售款 10 亿，预售账款足够保障公司今明两年的业绩；
- **业绩预测与投资评级：**我们预计公司 2010 年、2011 年及 2012 年的 EPS 分别为 0.79 元、0.97 元及 1.21 元。获取新项目后，公司 2010 年的 RNAV 为 12.6 元。我们维持公司股价 15.6 元的目标值，维持公司“审慎推荐”的投资评级；
- **风险提示：**公司项目结算可能会低于预期。

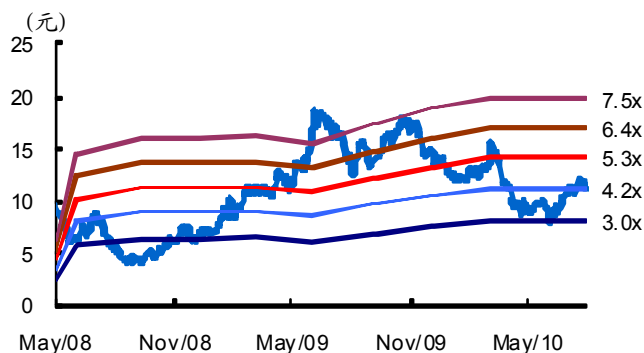
财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2326	2834	4002	6260	9517
同比增长	-12%	22%	41%	56%	52%
营业利润(百万元)	787	843	1431	1807	2404
同比增长	13%	7%	70%	26%	33%
净利润(百万元)	604	644	1067	1309	1638
同比增长	33%	7%	66%	23%	25%
每股收益(元)	0.58	0.48	0.79	0.97	1.21
PE	19.3	23.6	14	11.6	9.3
PB	4.0	4.5	3.4	2.7	2.1

资料来源：招商证券

图 1: 滨江集团历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 2: 滨江集团历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

表 1: 房地产行业覆盖公司基本面和股票表现情况

元,亿元,万平	总市值	每股净资产	土地储备	股价	RNAV	10EPS	11EPS	10 年 PE	11 年 PE	评级
服务类										
世联地产	75.88	5.00		34.87		1.01	1.33	34.52	26.22	审慎推荐—A
商业地产										
中国国贸	121.48	4.24	110	12.06	14.10	0.17	0.58	70.94	20.79	强烈推荐—A
开发类										
金融街	212.20	5.16		7.01	16.10	0.58	0.74	12.09	9.47	强烈推荐—A
世茂股份	157.09	5.85		13.42	22.90	0.80	1.04	16.78	12.90	强烈推荐—A
张江高科	151.00	3.66	362	9.75	13.65	0.60	0.68	16.25	14.34	审慎推荐—A
浦东金桥	87.59	3.56	91	9.43	13.00	0.46	0.52	20.50	18.13	审慎推荐—A
开发类										
冠城大通	70.31	2.50	215	9.56	8.60	1.02	1.59	9.37	6.01	强烈推荐—A
华业地产	47.02	3.37	122	7.29	10.60	0.50	0.80	14.58	9.11	强烈推荐—A
荣盛发展	168.73	2.86	1144	11.77	9.80	0.65	0.98	18.11	12.01	强烈推荐—A
格力地产	54.12	2.98	199	9.37	10.60	0.57	0.73	16.44	12.84	强烈推荐—A
首开股份	191.43	8.72	969	16.65	21.40	1.21	1.50	13.76	11.10	强烈推荐—A
金地集团	292.44	3.59	1480	6.54	7.46	0.52	0.63	12.58	10.38	强烈推荐—A
鲁商置业	82.48	0.68	274	8.24	8.83	0.63	0.92	13.08	8.96	强烈推荐—A
福星股份	71.28	6.22	315	10.04	11.90	0.64	0.89	15.69	11.28	强烈推荐—A
苏宁环球	152.39	1.74	1451	8.95	12.00	0.70	0.90	12.79	9.94	强烈推荐—A
招商地产	328.69	10.00	1051	19.14	28.40	1.21	1.60	15.82	11.96	审慎推荐—A
万科 A	928.00	3.62		8.44	8.90	0.60	0.74	14.07	11.41	审慎推荐—A
保利地产	552.28	5.76	2966	12.07	12.95	0.97	1.25	12.44	9.66	审慎推荐—A
北京城建	94.88	5.07	186	10.67	18.30	0.85	0.99	12.55	10.78	审慎推荐—B
华发股份	96.49	6.30	633	11.81	17.30	0.96	1.08	12.30	10.94	审慎推荐—A
天津松江	66.96	1.13	283	10.69	7.82	0.38	0.81	28.13	13.20	审慎推荐—A
南湖中宝	269.06	1.26	763	5.30	6.20	0.36	0.49	14.72	10.82	审慎推荐—A
龙元建设	53.78	4.84		11.35		0.50	0.80	22.70	14.19	审慎推荐—A
浙江广厦	46.47	2.17	219	5.33	5.10	0.43	0.48	12.40	11.10	审慎推荐—A
滨江集团	151.69	2.61	329	11.22	12.70	0.79	0.97	14.20	11.57	审慎推荐—A
信达地产	110.20	3.45	465	7.23	8.00	0.45	0.50	16.07	14.46	审慎推荐—A
苏州高新	53.69	2.99	263	6.09	6.20	0.45	0.49	13.53	12.43	审慎推荐—A
华丽家族	60.12	2.12	86	11.40	7.70	0.96	1.18	11.88	9.66	审慎推荐—A
亿城股份	53.93	2.88	185	5.43	6.37	0.48	0.60	11.31	9.05	审慎推荐—A
建发股份	158.21	2.14	545	7.07	6.53	0.55	0.68	12.85	10.40	审慎推荐—A
中南建设	118.65	3.61	1027	10.16	13.90	0.79	0.87	12.86	11.68	审慎推荐—A
中天城投	94.27	1.48	1027	10.32	11.24	0.59	0.98	17.49	10.53	审慎推荐—A

注明：公司每股净资产和 EPS 等数据会根据公司股票调整以及最新研究报告预测数进行不定期修正

资料来源：招商证券研发中心

表 2：重点公司核心观点

公司名称	重点公司核心观点
世联地产	公司一直致力于学习国际房地产业龙头世邦魏理仕，我们认为公司现在所处阶段与 1970 年前后的世邦魏理仕很像——正处于大幅全国扩张的前期，公司将的区域扩张和并购作为全国扩张的两个重要途径，公司价值长期看好。
中国国贸	我们看好北京写字楼价格的长期空间，预期明年底后租金将快速上涨，未来公司还有 3 期 B20 多万方储备，预计未来写字楼租金年均复合增长率将从过去 10 年的 4.1% 提高到 7% 左右。公司 RNAV16 元左右，现金流折现每股价值是 20 元。国贸 3 期即将开业构成了股价上涨的催化剂。
金融街	京津是中国未来房地产最有前景的地区，公司正在聚焦京津地区，大幅增加该区域的土地储备。公司在京津地区的持有物业达到 60 多万方，具有绝对的战略价值，未来 3 年公司将保持每年 30% 左右的高增长。经过 08 年的股权融资和 09 年的债券融资，目前公司手握 150 多亿的现金，是 100 多家地产 A 股公司中资金最充裕的公司。在未来的行业调整期里，公司有望在北京、天津等战略重点城市的土地储备有更实质性的增长。
世茂股份	公司资产重组完成后，公司又先后在南京、青岛、厦门、无锡、杭州、武汉等地获得了优质的项目储备，目前公司的土地储备达到了 831.4 万平，权益土地储备为 689.3 万平。公司的核心竞争优势在于“拿便宜的土地，卖贵的房子”。目前公司的楼面地价仅为 1395 元/平。09 年许薇薇女士来到公司后，详细制定了公司的发展和经营计划，原有项目开始大规模动工，我们预计公司业绩也将随之大幅增长。公司这两年的业绩主要依靠北京的太阳星城项目和冠城名敦道，这两个项目都是 2004 年前拿的地，地价非常便宜。09 年底目前未结算面积分别为 73.1 万平和 8.3 万平。这两个项目主要在 2010 年到 2012 年结算。我们即使采用最保守的房价和结算条件，公司业绩依然能高速增长。我们认为公司未来还是有拿优质土地储备的能力，其来源目前主要有海西文化创意产业园项目、海科建股权以及太阳星城 D 区 20 多万建面的一级开发。前期市场一直担心公司放弃配股后是否还会释放业绩。7 月 29 日公司公告了股权激励，我们认为这使得公司管理层和投资者的利益更趋于一致。
冠城大通	公司在通州有 67.4 万可售的土地储备，占公司当前土地储备的 55%。该项目楼面价仅 3000 元/平米左右。该项目大概在 2011 年达到结算条件，估计要结算 4 年左右的时间。这就充分锁定了公司在 2011-14 年的业绩。通州项目 2010 年 8 月份开盘。
华业地产	定位于全国二三线城市，目标清晰，项目周转快。未来成长性好，股权激励已经实施。缺点估值较高，目前已经接近 20 倍 PE。我们看好公司快速成长的潜力，公司有成为全国一线地产商的潜力。
荣盛发展	用工业化的标准要求来建造房子，公司背景较好，珠海市政府积极扶持，管理层实干型干部，忠诚度较高。缺点：今年业绩释放较慢。格力海岸项目将在 2012 年体现业绩，明年将会预售。投资格力，就像当初投资苏宁电器一样，需要长期持有。
格力地产	北京国资背景，在京土地储备最多，并且其拿地能力有望随着北京土地出让制度调整而强化；现金激励方案奖金延期提取，提供业绩持续增长动力；资金充足而具备较强的进攻潜力；
首开股份	2010 年公司达到考核目标已无悬念，公司必将积极推动第二期奖励计划，但由于集团公司与上市公司管理层不完全重合，可能会增加第二期奖励计划的阻力；2010 年业绩已无忧。
金地集团	渐渐掉队的一线地产商，上半年销售较差，下半年将会有 200 万平的货源，销售将会有明显起色。股权激励明年授权，业绩增长确定。管理层变动带来的负面影响已经在最近走势中反映。投资金地建议关注公司下半年上海青浦徐泾项目的销售情况，将具有代表性。
鲁商置业	山东人均可支配收入比全国高 3.3%，但房价比全国低 22%，销售额排全国第 5，但缺乏本土龙头；“鲁置业捆绑银座”堪比“万达捆绑沃尔玛”，最有实力成为本土龙头；各方动力推动公司做大做强，2010 年所有项目全部开工建设，为未来业绩增长奠定基础。青岛燕儿岛项目有望在第三季度预售。
福星股份	武汉将大幅受益于四面高铁网络的建设，是我们非常看好的为数不多的几个城市之一。公司市场领街城中村改造，孕育巨大的机会；福星股份有望借助城中村改造实现土地储备翻番，并成为武汉房地产市场龙头；今年三四季度将获得 2 个城中村约 230 万平方米土地，土地储备有望翻番。
苏宁环球	南京跨江战略进入实质性实施阶段，未来几年里江北交通将大幅改善，江北房价在快速上涨，公司在江北项目的权益建面 728.8 万平米，占江北供应 2/3 左右，已成为南京跨江战略的最大受益者。经公司江北项目过江的地铁 3 号线 2014 年通车。在目前二套房政策下，因江北交通还不是很便利，公司楼盘销售不畅。

资料来源：招商证券研发中心

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十——城市兴衰的总结与展望》2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》2010/01/2

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	13442	18424	18782	27508	39300
现金	1150	1658	1758	1201	2064
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	22	17	39	61	93
其它应收款	32	532	400	626	952
存货	5865	10820	12220	19215	25971
其他	6373	5397	4364	6405	10342
非流动资产	492	587	557	526	496
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	93	82	75	66	59
无形资产	141	146	131	118	106
其他	258	359	351	341	331
资产总计	13934	19011	19339	28034	39796
流动负债	8446	10723	10000	17295	27214
短期借款	0	0	30	30	30
应付账款	532	516	436	961	1558
预收账款	4260	7160	5237	9608	15582
其他	3655	3047	4296	6697	10121
长期负债	2033	4092	4142	4192	4242
长期借款	2033	4092	4142	4192	4242
其他	0	0	0	0	0
负债合计	10480	14815	14142	21487	31456
股本	1040	1352	1352	1352	1352
资本公积金	746	746	746	746	746
留存收益	1100	1305	2307	3616	5254
少数股东权益	569	793	793	834	992
母公司所有者权益	2886	3403	4405	5714	7352
负债及权益合计	13934	19011	19339	28034	39796

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(1803)	(99)	125	(562)	894
净利润	604	644	1067	1309	1638
折旧摊销	0	0	24	22	19
财务费用	0	0	43	46	81
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(1011)	(1989)	(1063)
其它	(2407)	(743)	2	51	166
投资活动现金流	39	(33)	(0)	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	39	(33)	(0)	0	0
筹资活动现金流	2484	642	(25)	4	(31)
借款变动	0	0	83	50	50
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(65)	0	0
其他	2484	642	(43)	(46)	(81)
现金净增加额	720	510	100	(557)	863

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2326	2834	4002	6260	9517
营业成本	1273	1649	1746	3203	5194
营业税金及附加	137	181	600	939	1428
营业费用	38	26	43	46	77
管理费用	88	92	140	219	333
财务费用	22	12	43	46	81
资产减值损失	(16)	31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	787	843	1431	1807	2404
营业外收入	34	0	0	0	0
营业外支出	10	7	8	8	8
利润总额	810	836	1423	1799	2396
所得税	208	208	356	450	599
净利润	602	628	1067	1350	1797
少数股东损益	(2)	(16)	0	41	159
母公司所有者净利润	604	644	1067	1309	1638
EPS (元)	0.58	0.48	0.79	0.97	1.21

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-12%	22%	41%	56%	52%
营业利润	13%	7%	70%	26%	33%
净利润	33%	7%	66%	23%	25%
获利能力					
毛利率	45.3%	41.8%	56.4%	48.8%	45.4%
净利率	26.0%	22.7%	26.7%	20.9%	17.2%
ROE	20.9%	18.9%	24.2%	22.9%	22.3%
ROIC	8.8%	7.7%	11.7%	12.8%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	75.2%	77.9%	73.1%	76.6%	79.0%
净负债比率	24.4%	21.8%	21.8%	15.2%	10.9%
流动比率	1.6	1.7	1.9	1.6	1.4
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
应收帐款周转率	89.3	144.8	142.2	124.5	123.1
应付帐款周转率	2.1	3.1	3.7	4.6	4.1
每股资料(元)					
每股收益	0.58	0.48	0.79	0.97	1.21
每股经营现金	-1.73	-0.07	0.09	-0.42	0.66
每股净资产	2.78	2.52	3.26	4.23	5.44
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	19.3	23.6	14.2	11.6	9.3
PB	4.0	4.5	3.4	2.7	2.1
EV/EBITDA	8.4	8.0	4.7	3.7	2.8

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

洪俊骅，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，2006 年 7 月-2009 年 3 月在保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作，1 年证券从业经验，2010 年 1 月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。