

分析师： 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209010200

联系人： 乐加栋 (8621)68751692 lejd@cjsc.com.cn

三季度销售井喷预期中

事件描述

滨江集团今日发布三季度财务报表，其主要内容为：

- 前三季度实现营业收入 19.18 亿元，同比增长 5.24%；实现营业利润 5.8 亿，同比增长 19.67%；实现归属上市公司股东净利润 4.47 亿元，同比增长 20.28%。每股收益 0.33 元。

点评要点：

- 公司前三季度归属母公司净利润增长幅度超过营业收入的原因来自两个方面：一方面是公司本期的结算的项目主要是万家花城二期项目、新城时代广场以及阳光海岸与金色蓝庭项目，结算毛利率提高至 45%，比去年同期高了 6 个百分点；另一方面是公司在三季度中收到政府补助 2000 万元。我们从公司近期的销售以及公司目前项目储备来看，未来几年内维持高毛利将不成问题，预计全年结算的毛利率水平在 48% 左右。
- 公司在三季度中的销售表现较好，销售的主要楼盘为万家星城以及城市之星。例如城市之星在 9 月 16 日推出 3 号楼 162 套房源，当日销售近九成，销售均价高达 43860 元/平方米。楼盘延续了滨江集团开盘就热销的历史，充分体现了公司产品实力。在现金流量方面，火爆的销售使得本期公司经营性现金实现了正流入。体现在预收账款方面，公司目前预收账款余额达到 126 亿，合每股 9.34 元创出新高，这部分为公司未来锁定的 EPS 高达 2 元。值得关注的是，杭州限购令出台后，近期杭州的成交量开始明显回落，是否会影响到公司四季度的销售还有待观察，但从历史来看公司的产品就是在楼市调控中仍然能保持热销。
- 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，另外从 PB 估值的角度来说也是偏高的，这是未实现再融资公司的共同特征。从三季报中也可以看出财务费用较上年同期增长 224.37%，这主要原因是公司银行借款增加，导致相关的利息支出增加。为此 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 元，拟募集资金不超过 25 亿，前期公司公告已将价格下限调整为 8.2 元。公司一直以来在杭州发展，我们关注公司能否在成功增发后实现跨区域的发展。目前观察向外拓展的速度和决心令人较失望，我们期待公司这一策略的改变。
- 根据实际的工程进度，公司预计在四季度有千岛湖湖滨花园的剩余部分以及金色蓝庭和阳光海岸项目部分将陆续实现交付。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，我们略微下调公司 10-11 年 EPS 为 0.80, 1.22 元，对应目前股价的 PE 为 16.22、10.58 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。

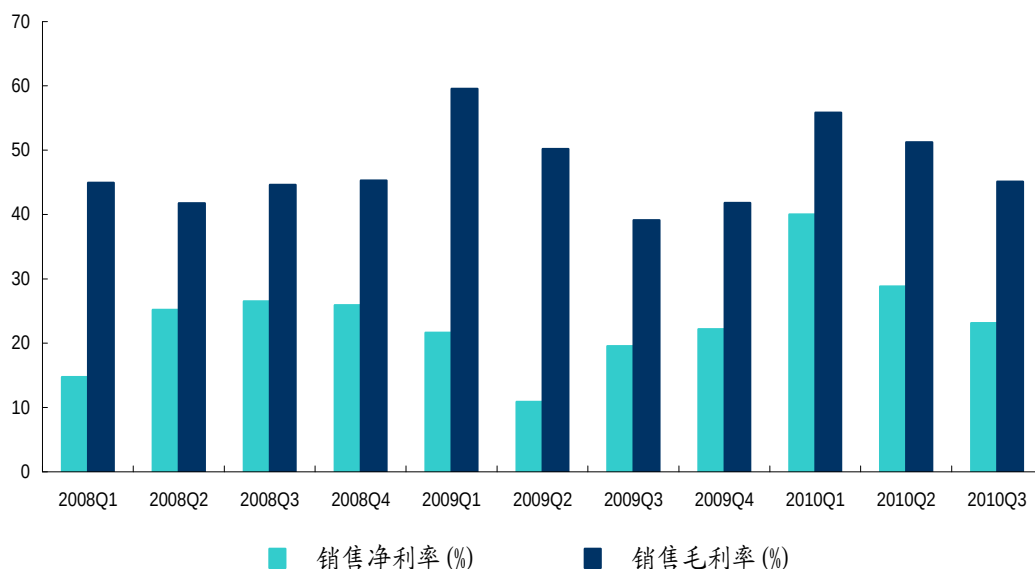
事件评论

第一，业绩符合预期，维持高毛利

公司前三季度归属母公司净利润增长幅度超过营业收入的原因来自两个方面：一方面是公司本期的结算的项目主要是万家花城二期项目、新城时代广场以及阳光海岸与金色蓝庭项目，结算毛利率提高至 45%，比去年同期高了 6 个百分点；另一方面是公司在三季度中收到政府补助 2000 万元。

我们一直认为公司未来几年内维持高毛利将不成问题，预计全年结算的毛利率水平仍能维持 48% 左右。

图 1：公司近期结算利润率

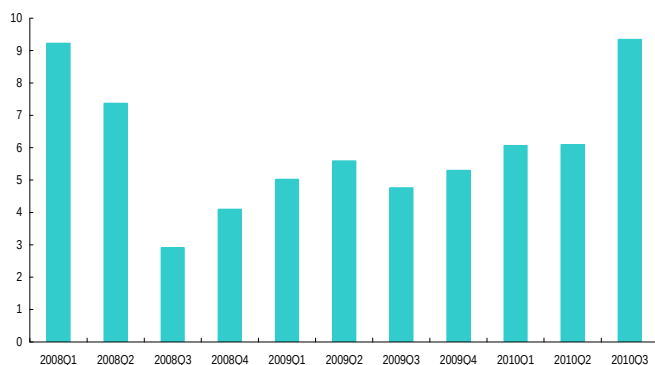


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，三季度销售火爆符合预期

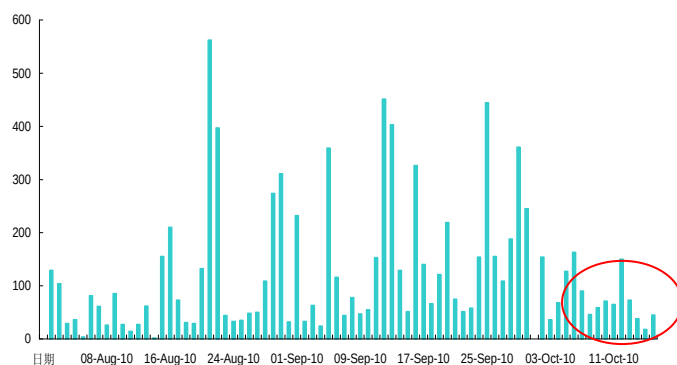
公司在三季度中的销售表现较好，销售的主要楼盘为万家星城以及城市之星。例如城市之星在 9 月 16 日推出 3 号楼 162 套房源，当日销售近九成，销售均价高达 43860 元/平方米。楼盘延续了滨江集团开盘就热销的历史，充分体现了公司产品实力。在现金流量方面，火爆的销售使得本期公司经营性现金实现了正流入。

图 2：公司每股预收账款



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：杭州近期成交情况



资料来源：网上房地产，长江证券研究部

表 1：滨江集团近期项目销售情况

项目名称	城市	行政区域	销售状态	物业类型	统计时间起点	预售面积	成交面积	成交均价
------	----	------	------	------	--------	------	------	------

滨江万家星城	杭州	下城	在售	普通住宅	2010年7月	137635	113468	21260
城市之星花园	杭州	江干	在售	普通住宅	2010年9月	68127	64332	43271

资料来源：透明网，长江证券研究部

体现在预收账款方面，公司目前预收账款余额达到 126 亿，合每股 9.34 元创出新高，这部分为公司未来锁定的 EPS 高达 2 元。值得关注的是，杭州限购令出台后，近期杭州的成交量开始明显回落，是否会影响到公司四季度的销售还有待观察，但从历史来看公司的产品就是在楼市调控中仍然能保持热销。

表 2：各地限购令明细

地区	时间	具体措施
北京	2010-4-30	北京出台《国十条实施细则》，规定从 5 月 1 日起， 北京家庭只能新购一套商品住房 ，购房人在购买房屋时，还需要如实填写一份《家庭成员情况申报表》，如果被发现提供虚假信息骗购住房的，将不予办理房产证。这是全国首次提出的家庭购房套数“限购令”。
深圳	2010-9-30	深圳出台《关于进一步贯彻落实国务院文件精神坚决遏制房价过快上涨的补充通知》，规定 拥有深圳市户籍的居民家庭，限购两套房，持有一年以上纳税证明或者社会保险缴纳证明的非户籍居民家庭，限购一套房 。10 月 5 日，市规划国土委发布特别提示，对不符合限购令规定条件者，市房地产主管部门将不予以办理备案和登记过户，由此造成的法律责任由买卖双方自行承担。
上海	2010-10-7	上海市政府批转了市住房保障房屋管理局等五部门《关于进一步加强本市房地产市场调控加快推进住房保障工作的若干意见》。除了全面贯彻新国五条，还规定， 暂定居民家庭只能在本市新购一套商品住房 （含二手存量住房）；加强土地增值税征管,住房开发项目销售均价低于项目所在区域（区域按外环内、外环外划分）上一年度新建商品住房平均价格的,预征率为 2%;高于但不超过 1 倍的,预征率为 3.5%;超过 1 倍的,预征率为 5%;动迁安置房提前上市交易，允许上市交易期限由取得房地产权证满 5 年调整为满 3 年；提高商品住房预售门槛。
厦门	2010-10-1	福建厦门国土房产、金融管理、税务等 7 个部门联合下发临时性限购措施，规定从 10 月 1 号起到底， 每个购房家庭只能在本市新购买一套商品住房 ；加强土地增值税征管,按不同的销售价格确定土地增值税预征率。
福州	2010-10-10	福州出台房价调控补充细则，细则规定，从即日起至 2010 年 12 月 31 日， 行政区域内户籍居民同一购房家庭(包括购房人、配偶及未成年子女)只能在本市五城区新购买一套商品住房 。暂停在本市拥有 2 套以上(含 2 套)住房的本市户籍居民家庭、拥有一套以上(含一套)住房的非本市户籍居民家庭、无法提供在本市一年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民在本市五城区继续购买商品住房。
宁波	2010-10-10	宁波市政府办公厅下发《关于进一步贯彻落实国务院坚决遏制房价过快上涨文件精神的通知》，规定宁波市户籍居民家庭（含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭）， 只能新购 1 套住房 ；能提供 1 年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非宁波市户籍居民家庭只能新购 1 套住房。
杭州	2010-10-11	杭州市出台《关于进一步加强我市房地产市场调控加快保障性住房建设的实施意见》，暂定 杭州市及外省市居民家庭只能在杭州市新购买一套商品住房 （含二手存量住房）；停止执行购房补贴政策，恢复征收房地产登记等相关收费，并提出实施差别化信贷政策。
南京	2010-10-12	南京出台楼市调控细则，内容主要包含五个方面。除加快保障房、普通商品房建设，调整房地产交易环节契税、个人所得税有关优惠政策等内容外，南京楼市调控细则同样发布了限购令—— 严格限制购买第三套住房 。
三亚	2010-10-12	三亚出台《关于进一步贯彻实施促进房地产市场平稳健康发展政策意见》，提出即日起对包含购房人、配偶及未成年子女在内的 三亚市及外省市居民家庭只能新购买 1 套商品住房 。
天津	2010-10-13	天津发布通知，即日起 天津市及外省市居民家庭在天津市内六区范围内只能新购一套商品住房 。对违反规定购房的，房地产登记机构不予受理权属登记手续。
海口	2010-10-14	海口出台《关于进一步贯彻实施促进房地产市场平稳健康发展政策意见》，提出即日起对包含购房人、配偶及未成年子女在内的 海口市及外省市居民家庭从即日起至 12 月 31 日只能在海口新购买 1 套商品住房 。
广州	2010-10-15	广州出台商品房限购政策。穗版限购令规定 户籍家庭和常住家庭只能新购一套房 ，同时非常住家庭不

准在广州购房，未满 18 岁不得单独购买商品房。

温州 2010-10-15 温州市政府下发《关于进一步加强我市房地产市场调控和住房保障工作的补充意见》，其中明确规定一个家庭限购一套新开楼盘住房(含二手存量房)，多买一套新房将无法进行登记备案。

资料来源：各地政府网站，长江证券研究部整理

第三，期待增发放行，实现规模增长

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，另外从 PB 估值的角度来说也是偏高的，这是未实现再融资公司的共同特征。从三季报中也可以看出财务费用较上年同期增长 224.37%，这主要原因是公司银行借款增加，导致相关的利息支出增加。为此 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 元，拟募集资金不超过 25 亿，前期公司公告已将价格下限调整为 8.2 元。

图 4：资产负债率横向比较

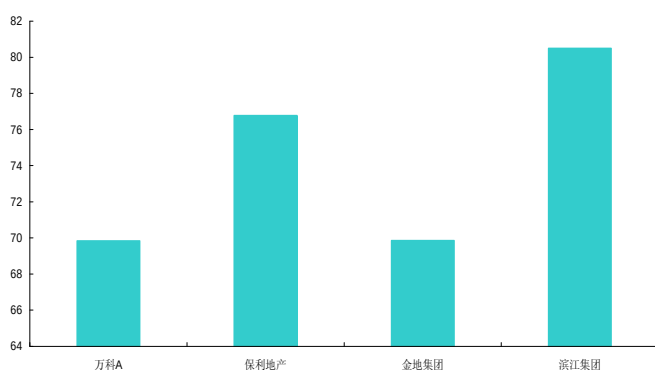
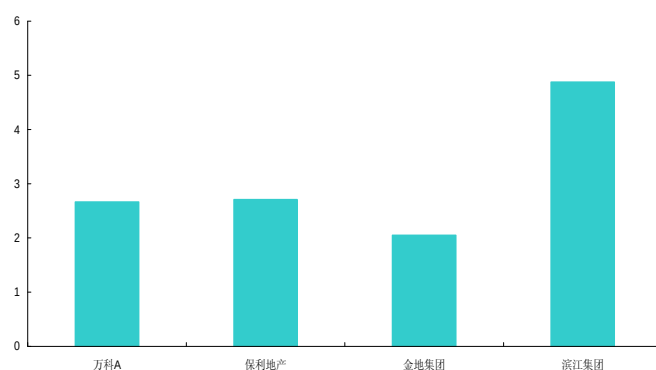


图 5：PB 估值横向比较



资料来源：wind，长江证券研究部

资料来源：wind，长江证券研究部

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
杭政储出[2010]34 号地块	39745	70%	107312	256500	23902

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司一直以来在杭州发展，我们关注公司能否在成功增发后实现跨区域的发展。目前观察向外拓展的速度和决心令人较失望，我们期待公司这一策略的改变。

第四，盈利预测与投资评级

根据实际的工程进度，公司预计在四季度有千岛湖湖滨花园的剩余部分以及金色蓝庭和阳光海岸项目部分将陆续实现交付。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，我们略微下调公司 10-11 年 EPS 为

0.80, 1.22 元, 对应目前股价的 PE 为 16.22、10.58 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	4788	6290	8440	货币资金	1658	2379	2814	4207
营业成本	1649	2491	3142	4056	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1185	2296	3148	4384	应收账款	549	947	1257	1705
% 营业收入	41.8%	48.0%	50.0%	51.9%	存货	10820	14888	18589	23135
营业税金及附加	181	479	629	928	预付账款	5397	7044	8795	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	43	57	76	流动资产合计	18424	25259	31455	39993
% 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	153	201	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	69	56	52	投资性房地产	189	189	189	189
% 营业收入	0.4%	1.4%	0.9%	0.6%	固定资产合计	174	191	210	199
资产减值损失	31	13	3	0	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	3	1	0
营业利润	843	1540	2203	3057	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	29.8%	32.2%	35.0%	36.2%	资产总计	19011	25781	31987	40506
营业外收支	-7	0	0	0	短期贷款	47	0	0	0
利润总额	836	1540	2203	3057	应付款项	516	706	881	1097
% 营业收入	29.5%	32.2%	35.0%	36.2%	预收账款	7160	11970	15725	21100
所得税费用	208	385	551	764	应付职工薪酬	23	26	33	41
净利润	628	1155	1652	2293	应交税费	-407	-907	-1239	-1777
归属于母公司所有者					其他流动负债	3385	4705	5902	7399
的净利润	643.7	1077.9	1652.1	2200.9	流动负债合计	10723	16500	21302	27859
少数股东损益	-16	77	0	92	长期借款	4092	4092	4092	4092
EPS (元/股)	0.48	0.80	1.22	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	1046	802	1818	负债合计	14815	20591	25393	31950
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	3403	4319	5723	7594
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	870	870	962
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	4196	5189	6593	8556
固定资产投资	-33	-48	-63	-42	负债及股东权益	19011	25781	31987	40506
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-33	-48	-63	-42		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.476	0.797	1.222	1.628
股权融资	240	0	0	0	BVPS	2.52	3.19	4.23	5.62
银行贷款增加 (减少)	733	-47	0	0	PE	27.16	16.22	10.58	7.94
筹资成本	324	-231	-304	-383	PEG	0.54	0.32	0.21	0.16
其他	-656	0	0	0	PB	5.14	4.05	3.05	2.30
筹资活动现金流净额	642	-277	-304	-383	EV/EBITDA	22.62	11.65	8.12	5.48
现金净流量	510	721	435	1393	ROE	18.9%	25.0%	28.9%	29.0%

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
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。