

滨江集团(002244.sz)

销售踏上新台阶，异地扩张渐行渐近

徐军平 分析师

电话: 021-68829441

eMail: xjp@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210040021

赵强 分析师

021-68829698

zhaoq@gf.com.cn

S0260210030007

沈爱卿 分析师

020-87555888-637

saq@gf.com.cn

S0260209080530

上周，我们调研了滨江集团，详细了解公司目前经营状况，主要结论是：公司对市场把握能力强，销售踏上新台阶；2011年可售资源丰富，销售将会平稳增长；完善杭州市场布局，战略进入城西板块；加快异地扩张步伐，积累异地操盘经验；我们重申公司“买入”评级，目标价15.0元。

销售踏上新台阶，明年稳定增长

公司销售已突破百亿，全年预计在100至110亿元之间，销售踏上新台阶，这主要是归功于公司对市场把握能力强、产品品质口碑好。2011年可售资源丰富，约200亿元，全年销售将会保持30%左右的平稳增长。

完善杭州布局，加快异地扩张

今年以来，公司新增建筑面积86万平，其中杭州约为17.7万平，进一步完善了杭州项目布局，并且项目均属于稀缺资源，符合滨江打造高端精装修的风格；异地项目约增加了68.3万平，显示公司正加快对异地项目的扩展，若能顺利进入经济实力较强的一、二线城市，那么公司的成长空间则更为广阔。

重申“买入”，目标价15.0元

我们预计公司2010年至2012年的每股收益分别为0.76元、1.13元及1.71元；相应的PE分别为15.07倍、10.18倍及6.68倍。全额计提土地增值税之后，公司的NAV估值为14.67元/股，因此，综合来看，我们给予公司15.0元的目标价，对应于2011年13.3倍的PE，重申“买入”。

风险提示

行业销售风险，异地扩张风险

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2325.91	2833.61	4931.53	5768.34	8486.50
增长率(%)	-11.58%	21.83%	74.04%	16.97%	47.12%
EBITDA(百万元)	817.44	913.00	1691.03	2351.84	3370.12
净利润(百万元)	604.27	643.67	1027.03	1521.03	2316.71
增长率(%)	32.51%	6.52%	59.56%	48.10%	52.31%
每股收益(元)	0.58	0.48	0.76	1.13	1.71
市盈率	13.51	30.39	15.07	10.18	6.68
市净率	2.83	5.75	3.49	2.60	1.87
EV/EBITDA	12.75	24.14	10.63	6.40	4.72

数据来源: 杭州滨江房产集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	11.45
目标价格(元)	15.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	1.91%	6.49%	-23.37%
沪深300	1.47%	12.73%	-4.90%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

1,352.00/293.42

主要股东:

杭州滨江投资控股有限公司

主要股东持股比例

53.31%

财务比率

ROE	18.92%
ROA	5.14%
资产负债率	77.93%
每股净资产(元)	2.52

2009年报数据

上周，我们调研了滨江集团，详细了解公司目前新获得项目的情况，并就公司未来跨区域扩张战略进行沟通，主要结论是：公司对市场把握能力强，销售踏上新台阶；2011年可售资源丰富，销售将会平稳增长；完善杭州市场布局，战略进入城西板块；加快异地扩张步伐，积累异地操盘经验；我们看好公司发展前景，重申“买入”评级，目标价15.0元。

销售踏上新台阶，明年稳定增长

抓住机遇，项目取得热销。截止到目前为止，滨江集团销售额已经过百亿元，完成了年度计划，公司销售踏上了新台阶；预计今年全年的销售额应该在100至110亿元之前，主要来自于以下几个楼盘销售：（1）万家星城约销售了33亿元左右，现在每周去化10套左右，每套约200万元，该项目目前均价2.3万元/平；（2）城市之星项目，公司总共推出了3栋楼，每栋价值15亿元，基本售罄，大约销售了45亿元，今年已经没有继续推盘计划；（3）外地项目中，其中绍兴项目约销售了14亿元，衢州约为4至5亿元，上虞约为4到5亿元。我们认为，公司项目取得热销的原因主要有两点：（1）由于公司抓住了市场回暖时机大量推盘；（2）公司产品品质深受人心，受客户追捧。

2011年可售资源丰富，全年销售将稳定增长。2011年上半年的主要可推楼盘有，城市之星后续项目、万家星城三期项目、绍兴金色家园、上虞金色家园及衢州春江月等仍有大量可售资源；而2011年下半年的可售资源则主要是明年上半年即将开工的金色黎明项目、滨江盛元以及杭汽发项目，初步估算，明年可售资源应该在200亿元左右，可售资源丰富，我们认为，公司未来将以杭州为中心，逐渐向异地扩张，因此，我们预计公司2011年的销售额将会在今年100亿元的基础上保持30%左右的平稳增长。

完善杭州布局，加快异地扩张

今年以来，公司继续增加土地储备，新增建筑面积86万平，其中杭州约为17.7万平，异地为68.3万平，进一步完善了公司在杭州的土地储备布局，加快了对浙江省内的二三线城市的布局，并有向外省经济潜力较好的城市扩张的意向。

完善杭州项目布局

2010年以来，公司在杭州新增了两块土地储备，一块位于江干区，一块位于杭州城西地区，两块土地均属于稀缺项目，符合滨江集团一贯的拿地风格，也进一步完善了公司在杭州的项目布局。

2010年9月，公司获得“杭政储出[2010]34号”地块，该地块位于江干区，拟定名为“凯旋门”，是名副其实的市中心地块，周边的生活配套设施齐全、交通网络发达，具有非常强的稀缺性，这有利于发挥滨江集团的特长--打造成高端精装修产品，因此，我们预计，该项目推出后，其售价应该在4.5万元/平方米以上。

图1、2010【34】号地块位置图



数据来源：GOOGLE地图、广发证券发展研究中心

2010年11月，公司获得“杭政储出（2010）51号地块”，占地71393平，建筑面积为70177平，该项目临近西溪湿地，获得该项目是公司战略布局城西地区的一部分。对于该项目未来售价，我们可以参考该项目附近的其他楼盘，如“绿城留庄”项目，容积率为1.17，其二手房销售价格在4万元以上；而公司该项目容积率低于1，更有利于公司将该项目打造成低密度联排项目；同时，我们也可以看到，在杭州的高端楼盘中，滨江集团的品牌口碑好、操盘能力强，因此，我们认为，该项目的定位、开发及后续品牌口碑等将不会亚于绿城项目，考虑到该项目容积率更低的原因，所以，公司该项目推出时的定价应该会在5万元/平方米以上。

图2、2010【51】号地块位置图



数据来源：HOUSE 365、广发证券发展研究中心

异地扩张提速中

除了深耕杭州之外，公司也在加快异地扩张步伐，目前，公司主要是集中在浙江省

内进行异地扩张；2010年以来，在浙江省内、杭州之外获得四幅地块，其中衢州两个项目，上虞和绍兴各一个项目，公司在浙江二、三线城市进行异地开发，能积累更多的异地扩张经验；公司也一直有计划向其他省内外经济发展较好的城市扩展，如宁波、武汉和西安等城市；若公司能顺利的进入一线城市或其他经济发展潜力好的省会城市，那么滨江集团的成长空间将更为广阔。

重申“买入”，目标价15.0元

我们预计公司2010年至2012年的结算收入分别为49.32亿元、57.68亿元及84.87亿元，归属母公司净利润分别为10.27亿元、15.21亿元及23.17亿元；每股收益分别为0.76元、1.13元及1.71元；相应的PE分别为15.07倍、10.18倍及6.68倍。全额计提土地增值税之后，公司的NAV估值为14.67元/股，因此，综合来看，我们给予公司15.0元的目标价，对应于2011年13.3倍的PE，重申“买入”评级。

风险提示

行业销售风险，异地扩张风险。

资产负债表

单位：百万元

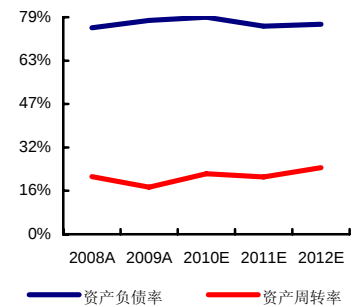
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	13,442	18,424	25,213	28,838	40,020
货币资金	1,150	1,658	1,596	4,523	3,651
应收及预付	6,427	5,946	11,082	11,451	17,170
存货	5,865	10,820	12,535	12,864	19,199
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	492	587	525	541	552
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	93	82	56	37	18
在建工程	0	92	122	142	162
无形资产	142	146	143	148	153
其他长期资产	257	266	204	214	219
资产总计	13,934	19,011	25,737	29,379	40,572
流动负债	8,446	10,723	16,269	18,201	26,956
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	7,066	10,670	16,269	18,201	26,956
其他流动负债	1,380	53	0	0	0
非流动负债	2,033	4,092	4,092	4,092	4,092
长期借款	2,033	4,092	4,092	4,092	4,092
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	10,480	14,815	20,361	22,293	31,048
股本	1,040	1,352	1,352	1,352	1,352
资本公积	746	746	746	746	746
留存收益	1,100	1,305	2,332	3,853	6,170
归属母公司股东权益	2,886	3,403	4,430	5,951	8,268
少数股东权益	569	793	946	1,134	1,256
负债和股东权益	13,934	19,011	25,737	29,379	40,572

利润表

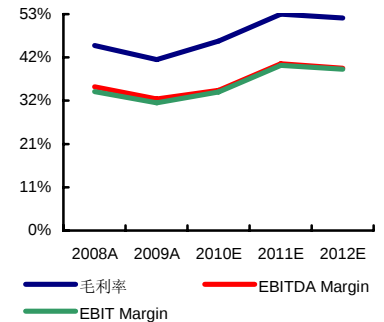
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2326	2834	4932	5768	8486
营业成本	1273	1649	2644	2714	4075
营业税金及附加	137	181	419	490	721
销售费用	38	26	74	87	127
管理费用	88	92	123	144	212
财务费用	22	12	135	86	126
资产减值损失	-16	31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	15	10	5
投资净收益	1	0	0	0	0
营业利润	787	843	1551	2257	3231
营业外收入	34	0	30	30	30
营业外支出	10	7	8	8	9
利润总额	810	836	1574	2279	3252
所得税	208	208	393	570	813
净利润	602	628	1180	1709	2439
少数股东损益	-2	-16	153	188	122
归属母公司净利润	604	644	1027	1521	2317
EBITDA	817	913	1691	2352	3370
EPS (元)	0.58	0.48	0.76	1.13	1.71

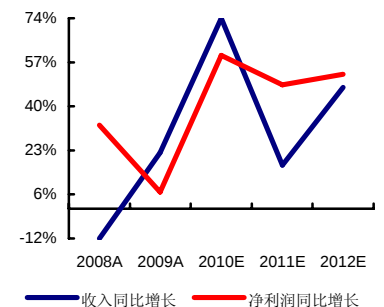
资产负债率趋势



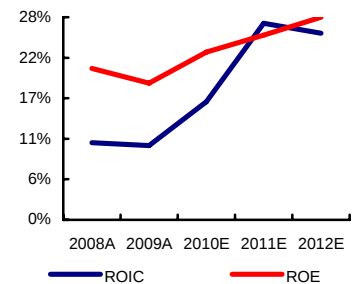
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

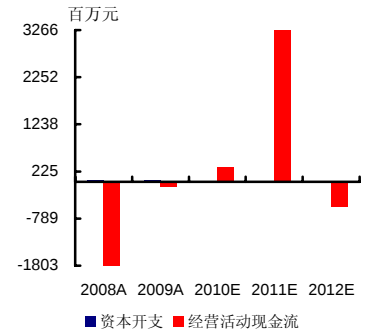
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-1,803	-99	150	3,078	-661
净利润	602	628	1,180	1,709	2,439
折旧摊销	27	28	20	19	19
营运资金变动	-2,451	-790	-1,257	1,235	-3,300
其它	19	35	207	115	181
投资活动现金流	39	-33	2	-3	-4
资本支出	-29	-33	2	-3	-4
投资变动	79	0	-15	-10	-5
其他	-11	0	15	10	5
筹资活动现金流	2,484	642	-214	-147	-207
银行借款	1,880	3,170	0	0	0
债券融资	-584	-2,437	-47	0	0
股权融资	1,429	240	0	0	0
其他	-241	-331	-167	-147	-207
现金净增加额	720	510	-62	2,928	-872
期初现金余额	421	1,150	1,658	1,596	4,523
期末现金余额	1,141	1,660	1,596	4,523	3,651

主要财务比率

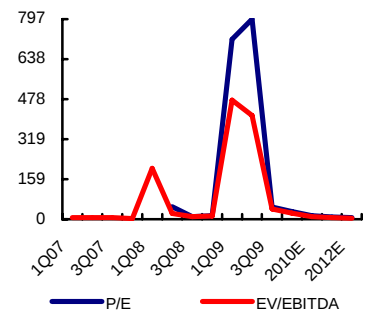
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	-11.6%	21.8%	74.0%	17.0%	47.1%
营业利润	12.6%	7.2%	84.0%	45.5%	43.2%
归属于母公司净利润	32.5%	6.5%	59.6%	48.1%	52.3%
获利能力					
毛利率	45.3%	41.8%	46.4%	52.9%	52.0%
净利率	25.9%	22.2%	23.9%	29.6%	28.7%
ROE	20.9%	18.9%	23.2%	25.6%	28.0%
ROIC	10.7%	10.3%	16.3%	27.2%	25.8%
偿债能力					
资产负债率	75.2%	77.9%	79.1%	75.9%	76.5%
净负债比率	65.3%	59.1%	46.4%	-6.1%	4.6%
流动比率	1.59	1.72	1.55	1.58	1.48
速动比率	0.14	0.21	0.13	0.28	0.17
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.17	0.22	0.21	0.24
应收账款周转率	89.32	144.86	146.00	146.00	146.00
存货周转率	0.23	0.20	0.21	0.21	0.21
每股指标 (元)					
每股收益	0.58	0.48	0.76	1.13	1.71
每股经营现金流	-1.73	-0.07	0.11	2.28	-0.49
每股净资产	2.78	2.52	3.28	4.40	6.12
估值比率					
P/E	13.5	30.4	14.0	9.5	6.2
P/B	2.8	5.7	3.3	2.4	1.7
EV/EBITDA	12.7	24.1	10.0	5.9	4.4

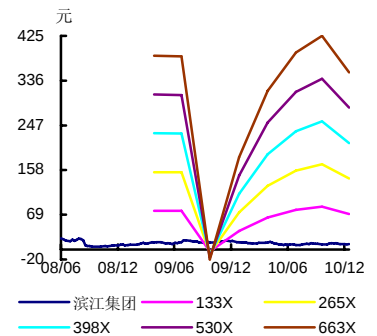
资本支出与经营活动现金流



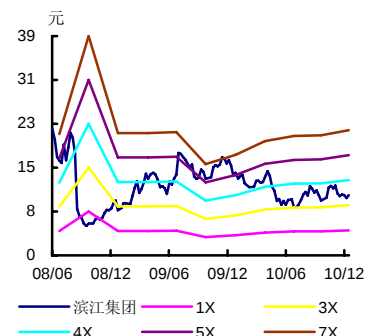
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009 年第五名、2008 年第三名，2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010 年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009 年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008 年第三名，2009 年“金手指奖”房地产行业第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围 2009 年房地产行业最佳分析师，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

滨江集团(002244.sz)_公司调研简报	徐军平	2010-10-17
滨江集团(002244.sz)_中报点评	徐军平	2010-08-29
滨江集团(002244.sz)_公司跟踪研究报告	徐军平	2010-07-08

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。