

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

滨江集团

002244

推荐

盈利进入爆发性增长期

投资要点:

- 10年公司继续稳居杭州市场占有率第二的地位。坚持精耕杭州的同时拓展周边市场空间大的城市, 不急于全国发展。除杭州外, 已进入金华、千岛湖、衢州、上虞和绍兴等5个三线城市。坚持拿高度稀缺和一定稀缺的地, 逆市场而动拓展项目。根据上述拿地策略, 10年在杭州、绍兴、上虞、金华、萧山等地获取资源规划建面81.2万平方米, 权益建面65.8万平方米, 楼面地价9600元/平米。按照周边楼盘售价预计上述资源平均净利润率19%, 保持了公司一贯的低成本拿地高性价比、高附加值和高回报开发的风格。10年末, 公司尚余可结算和可开发资源规划建面超400万平方米。
- 公司高性价比、高附加值的稀缺精品路线很好的回避了政策调控带来的冲击, 并在售价持续上扬中进一步彰显。我们跟踪的数据显示公司10年销售收入约110亿元, 超出公司年初100亿元的目标, 同比增长62%, 业绩增速在业内遥遥领先。销售收入来自城市之星(约44亿元)、万家新城(约33亿元)、杭州部分项目尾盘、绍兴(10多亿元)、衢州和上虞(约10多亿元)等项目。其中, 杭州的销售收入超过82亿元, 均价2.79万元/平米, 远超09年底时我们的预期。
- 公司11年可售规模超过200亿元, 单价均超过2万元/平米, 我们保守估计销售收入增速30%。主要销售项目: 1、3栋城市之星12万平方米, 2栋商业9万平方米, 1栋出售, 1栋自持, 1栋住宅出售, 商业售价预计4万元/平米, 住宅售价预计4.8-5万元/平米。2、万家星城预计尚余可售建面20万平方米, 目前售价2.5万元/平米左右。3、杭州城东新城新拓展的第一个项目-金色黎明总建面60万平方米, 一期3、4月份可能推出, 周边楼价2.5万元/平米。4、西湖附近最稀缺项目-杭汽发可售34万平方米, 将达到预售条件, 售价预计6-8万元/平米, 届时售价可能高于预期。5、23万平方米的萧山滨江盛元达到预售条件。11年公司在09、10年获取的资源将陆续进入规划开发, 将保障2两年后的销售高增长。
- 短期内盈利高增长确定。09年末以来可结算销售收入预计181亿元, 已锁定10-12年3年多的结算利润。中期内, 城市之星、杭汽发、城东新城及周边城市高毛利项目的入市, 盈利高增长可期。以09年为基数, 预计从10年开始连续7年净利润复合增长67%。维持10-12年EPS0.78、1.05、1.5元的判断, RNAV16.4, 股价7.6折交易。基于公司近3年业绩增长锁定, 7年净利润复合增长67%的可能, 我们认为公司股价被严重低估, 10年12月中旬推荐以来再度推荐, 6个月合理股价16.4元。

风险提示: 注意政策调控加强、调控时间超预期等带来的行业及经营的风险

6个月目标价: 16.4元

当前股价: 12.45元

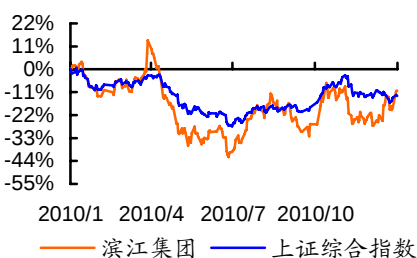
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2838.59
总股本(百万)	1352
流通股本(百万)	293
流通市值(亿)	37
EPS (TTM)	0.53
每股净资产(元)	3.10
资产负债率	77.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
滨江集团	14.01	0.00	47.16
上证综合指数	-0.14	0.00	20.08



相关报告

《滨江集团-3季报符合预期, 未来两年业绩基本锁定》2010-10-20

《滨江集团-盈利略低预期, 未来三年复合增长46%》2010-3-18

《滨江集团-区域性一线城市中高端住宅地产龙头》2009-11-25

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2834	3900	4900	6517
同比(%)	22%	38%	26%	33%
归属母公司净利润(百万元)	644	1059	1418	2151
同比(%)	4%	68%	34%	52%
毛利率(%)	41.8%	49.0%	51.5%	57.0%
ROE(%)	15.0%	20.3%	21.4%	24.6%
每股收益(元)	0.48	0.78	1.05	1.59
P/E	26.80	15.99	11.94	7.86
P/B	4.01	3.25	2.56	1.93
EV/EBITDA	23	14	10	7

资料来源: 中投证券研究所

附表：2010年部分项目销售收入（不含绍兴、衢州和上虞的销售收入）

项目名称	成交面积(m ²)	成交套数(套)	成交金额(万元)	销售均价(万元/平米)
滨江.城市之星	102211	486	443913	4.34
滨江.万家花城	1769	17	3694	2.09
滨江.万家星城	151767	1438	332433	2.19
滨江.新城时代广场	38640	17	40684	1.05
金色蓝庭	176	3	165	0.94
千岛湖滨江度假别墅	7857	23	14523	1.85
阳光海岸	754	2	2492	3.31
合计	295317	1986	837905	2.84

资料来源：中投证券研究所

附：公司10年3季报财务与经营等指标

图 1：经营情况

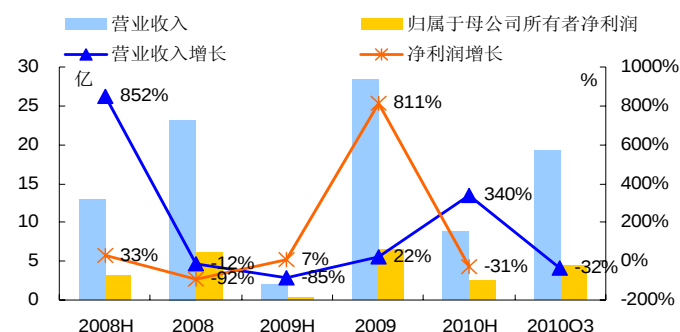


图 2：EPS 和 ROE

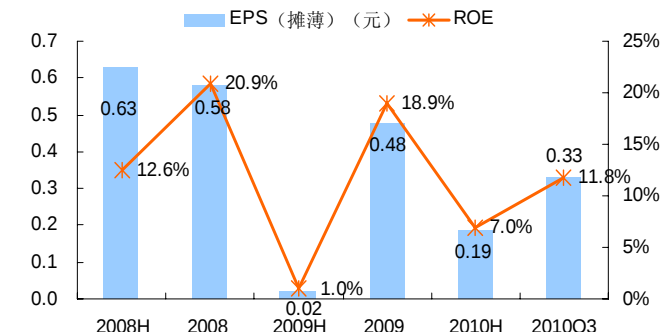


图 3：综合毛利率和净利率

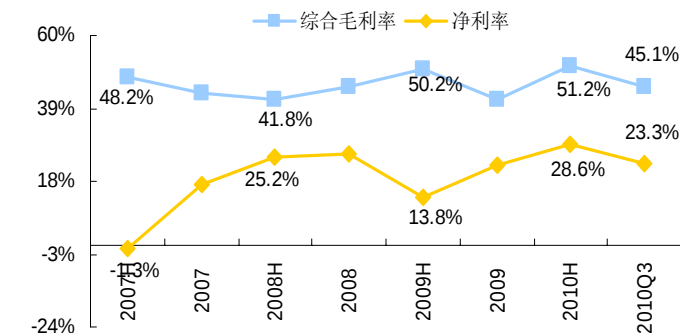


图 4：三费水平

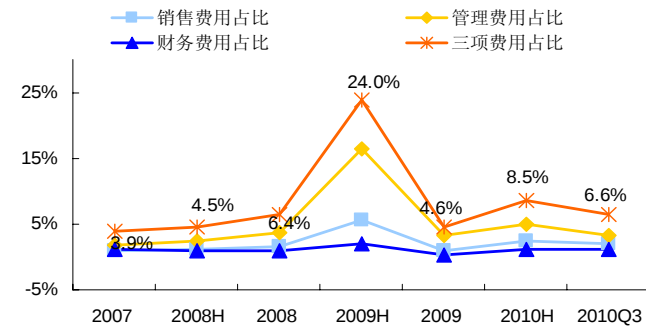
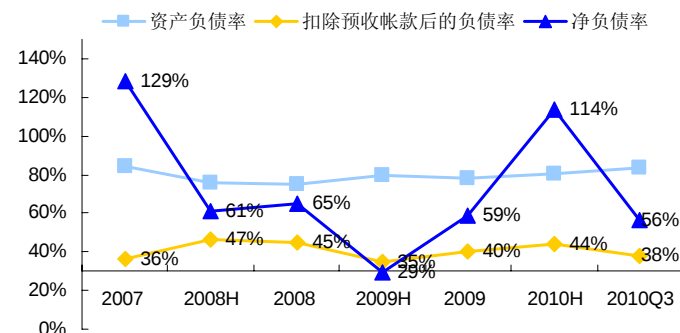


图 5：负债水平



数据来源：上市公司，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	18424	27837	32570	37012	营业收入	2834	3900	4900	6517
现金	1658	4000	4000	6285	营业成本	1649	1989	2377	2802
应收账款	17	49	49	49	营业税金及附加	181	312	441	587
其它应收款	532	540	540	540	营业费用	26	39	49	65
预付账款	5397	8100	8505	8930	管理费用	92	156	157	209
存货	10820	15149	19477	21208	财务费用	12	-10	-14	-19
其他	0	0	0	0	资产减值损失	31	11	8	16
非流动资产	587	690	786	876	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	82	97	105	108	营业利润	843	1404	1883	2857
无形资产	146	142	137	133	营业外收入	0	0	0	0
其他	359	451	543	635	营业外支出	7	0	2	2
资产总计	19011	28526	33356	37888	利润总额	836	1404	1880	2855
流动负债	10723	18068	21541	23919	所得税	208	351	470	714
短期借款	0	2650	1782	0	净利润	644	1059	1418	2151
应付账款	7160	12171	17150	22295	少数股东损益	-16	-6	-8	-10
其他	3564	3247	2609	1624	归属母公司净利润	644	1059	1418	2151
非流动负债	4092	5284	5238	5261	EBITDA	882	1416	1897	2873
长期借款	4092	5192	5192	5192	EPS (元)	0.48	0.78	1.05	1.59
其他	0	92	46	69					
负债合计	14815	23351	26779	29180	主要财务比率				
少数股东权益	793	787	779	769	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1352	1352	1352	1352	成长能力				
资本公积	746	746	746	746	营业收入	21.8%	37.6%	25.6%	33.0%
留存收益	1305	2290	3701	5842	营业利润	7.2%	66.5%	34.1%	51.7%
归属母公司股东权益	3403	4388	5798	7940	归属于母公司净利润	4.3%	67.6%	34.0%	51.8%
负债和股东权益	19011	28526	33356	37888	获利能力				
					毛利率	41.8%	49.0%	51.5%	57.0%
					净利率	22.2%	27.0%	28.8%	32.9%
					ROE	15.0%	20.3%	21.4%	24.6%
					ROIC	13.3%	15.7%	19.9%	38.1%
					偿债能力				
					资产负债率	77.9%	81.9%	80.3%	77.0%
					净负债比率				
					流动比率	1.72	1.54	1.51	1.55
					速动比率	0.71	0.70	0.61	0.66
					营运能力				
					总资产周转率	0.17	0.16	0.16	0.18
					应收账款周转率	126	99	84	112
					应付账款周转率	3.15	3.90	4.72	5.57
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.48	0.78	1.05	1.59
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	-0.95	0.75	3.08
					每股净资产(最新摊薄)	3.10	3.83	4.86	6.44
					估值比率				
					P/E	26.80	15.99	11.94	7.86
					P/B	4.01	3.25	2.56	1.93
					EV/EBITDA	23	14	10	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 14 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、金地集团、首开股份、滨江集团、世茂股份、苏宁环球、泛海建设、广宇发展、亿城股份、金融街、中国国贸、中华企业、冠城大通、上实发展、华发股份、大龙地产、沙河地产、胜利股份、香江控股。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434