

滨江集团 (002244): 确定性下的低估值

房地产行业研究小组

联系人: 黄玉梅 8621-68761616-8288

huangym@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

<http://www.tebon.com.cn>

事项:

2010年实现营业收入621,808.34万元, 比上年增长119.44%; 实现营业利润总额193,950.71万元, 比上年增长130.02%, 实现归属于母公司所有者的净利润96,620.56万元, 比上年增长50.11%; 每股收益0.71元。利润分配预案每10股派发现金红利0.70元(含税)。

点评:

销售强劲, 结算业绩略低于预期。

公司项目累计实现销售合同金额116亿元, 创造了滨江集团新的历史记录。2010年, 杭州市主城区商品房销售总额为853.01亿元, 公司杭州主城区项目的销售合同金额为85.50亿元, 占杭州市主城区商品房销售总额的10%, 进一步扩大了公司在杭州市场的市场份额、强化了公司区域市场的领先地位。

公司以质量比拼, 准确的把握住了销售节奏, “万家星城” “城市之星” “绍兴金色家园”, 平均去化率90%以上。这三个项目销售签约的贡献达90亿。

结算业绩略低于预期, 我们预期EPS0.81元。

向外扩张战略以及业务结构逐渐清晰

2010年公司新获取9个项目, 新增土地储备71.8亿元, 其中杭州以外区域的项目有6个, 占全年新增土地储备面积的78.52%。报告期内公司的营业收入99.65%来自于杭州地区, 随着绍兴、衢州等外地项目的开发和交付, 未来几年由杭州以外地区贡献的营业收入将逐步增加。

业务结构方面, 公司也明确提出以房地产开发为主, 以酒店服务、物业服务、投资性房地产租赁为辅的经营结构。逐渐增加经营性业务将提升未来公司经营的稳定性。

稳健成长, 财务状况尚可。

2011年公司力争销售额100亿元，主要销售项目城市之星、万家星城和金色黎明。力争新增土地储备100亿元。目标凸显公司稳健进取的态度。当前公司账面现金39亿，短期借款2亿，一年内到期的流动负债5.3亿，扣除预收账款的资产负债率仅为37.6%，短期偿债能力无忧。

账面预收账款锁定2年高增长

截止2010年底，预收账款124亿，其中万家星城58亿，城市之星42亿，绍兴项目11亿。尽管公司高端住宅未来在调控背景下，销售速度可能放缓，但是我们预计2011年和2012年营业收入分别为72亿和89亿，锁定未来2年77%的业绩。我们预测，未来2011-2013年的EPS为0.92/1.23/1.9元，对应当前PE12/9.02/5.8倍。NAV15元/股。我们看好公司确定性下的低估值。给予逢低“增持”的评级。

重要财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标 (元)					
每股收益	0.48	0.71	0.92	1.22	1.90
每股经营现金流	(0.07)	0.15	(0.85)	2.62	2.17
每股红利	0.09	0.05	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.10	4.43	5.44	6.95	9.29
盈利能力 (%)					
ROIC	11.22	23.46	23.57	22.07	28.05
ROE	14.97	23.93	22.59	23.50	27.25
毛利率	41.81	44.83	48.00	50.00	52.00
EBITDA Margin	31.00	33.93	36.17	38.17	40.12
EBIT Margin	30.16	33.49	35.90	37.90	39.90
成长能力 (%)					
收入同比增长	21.83	119.44	15.97	23.04	42.17
净利润同比增长	6.52	50.11	33.68	32.93	55.01
偿债能力 (%)					
资产负债率	77.93	79.85	77.31	77.68	77.75
流动比率	1.72	1.56	1.63	1.45	1.38
速动比率	0.71	0.83	0.88	0.81	0.76
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.26	0.23	0.23	0.26
应收帐款周转率	144.86	585.21	140.05	80.54	85.71
存货周转率	0.34	0.51	0.50	0.53	0.59
税费率 (%)					
销售费用率	0.93	0.79	0.80	0.80	0.80
管理费用率	3.25	2.26	2.30	2.30	2.30
财务费用率	0.41	2.30	4.06	3.49	2.38
有效税率	24.84	26.28	25.00	25.00	25.00
估值指标 (倍)					
P/E	23.21	15.46	11.99	9.02	5.82
P/B	3.56	2.50	2.03	1.59	1.19
EV/Sale	6.44	3.04	2.96	2.45	1.78
EV/EBITDA	20.78	8.95	8.18	6.42	4.42

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。