

## 长三角区域标杆企业

### ——2010 年报点评

滨江集团

002244

#### 2010 年全年业绩每股 0.71 元，略低于预期

滨江集团今天公布了 2010 年年报，公司年内实现营业收入 62.2 亿元，同比增长 119%；归属母公司净利润 9.7 亿元，同比增长 50%，略低于我们的预期。公司宣告拟每 10 股派发现金红利 0.70 元（含税）。

#### 评述

2010 年收入增幅高于净利润，原因在于新城时代广场、阳光海岸属于合作项目，实现部分利润为少数股东权益所致。

2010 年，公司累计销售额 116 亿元，创下公司历史新高，顺利完成年初董事会设定的 100 亿目标，占杭州市主城区市场份额达到 10%，进一步强化了区域市场领先地位。

期末，在手现金 39 亿元，而短期借款与一年内到期长期借款合计 7.3 亿元，短期还款压力很小；资产负债率 79.9%，若剔除预收账款，真实资产负债率仅 38.0%，同比降 2.3 个百分点；净负债率 37.5%，同比降 21.6 个百分点，销售良好是公司负债水平行业偏低的主因。

随着业务半径的扩大，公司规模效应显现，费用控制、盈利能力进一步改善。期末，管理费用率、销售费用率同比分别下降 1.12、0.79 个百分点；毛利率、净利率同比分别提高 3.0、0.9 个百分点；加权 ROE 同比提高 4.55 个百分点。

公司作为杭州区域龙头，仅次于绿城，08 年起布局浙江各地级市，经验复制取得成功。期内新获取 9 个项目，新增权益总建面 119 万平米，其中杭州以外 6 个项目，总建面 94 万平米。现有项目 18 个，权益总建面 360 万平米，可供未来 3-5 年开发所需。

严厉调控之下，2011 年公司对市场持谨慎态度，全年销售目标 100 亿元，与 2010 年相若。同时，拿地方面，公司计划新增土地储备 100 亿元，较上年计划下降了 9%。

公司业绩锁定很高，期末预收款 124 亿元，占 2011 年预测收入的 140%。预计 11-13 年主营业务收入分别为 87 亿元、117 亿元、170 亿元，EPS 分别为 1.08 元、1.45 元、2.09 元，目前股价对应 2011 年市盈率 10 倍，对 2011 年 NAV 值有 40% 的折让，估价处行业较低水平，我们设定公司目标价 15 元，维持“买入”评级。

维持

买入

分析师：桂长元

投资咨询执业证书编号：

S0630511010016

联系信息：

021-50586660-8623

gcy@longone.com.cn

日期

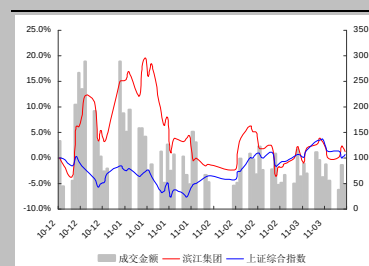
分析：2011 年 03 月 16 日

价格

当前市价：10.9 元

半年目标：15.0 元

股价表现



相关研究报告

1. 《08-09 年业绩 95% 业已锁定》2008/09/10
2. 《2008 年报点评》2009/03/21

公司NAV估值表（贴现率=10%）

| 所在城市            | 地块/楼盘名称                      | 股权比例 | 占地面积<br>(万平) | 总开发建面<br>(万平) | 权益未结面积<br>(万平) | 楼面地价<br>(元/平) | 预期销售均价<br>(元/平米) | 预期销售金<br>额 (万元)  | 权益净增值<br>(万元)    |
|-----------------|------------------------------|------|--------------|---------------|----------------|---------------|------------------|------------------|------------------|
| 杭州              | 城市之星                         | 100% | 4.7          | 32.0          | 32.0           | 4893          | 38000            | 1216000          | 268,837          |
| 杭州              | 杭汽发项目                        | 50%  | 10.4         | 47.1          | 23.6           | 7707          | 60000            | 1413000          | 289,794          |
| 绍兴              | 绍兴金色家园                       | 100% | 8.1          | 22.4          | 22.4           | 3128          | 12000            | 268560           | 50,910           |
| 杭州              | 萧山湘湖项目                       | 50%  | 24.1         | 30.0          | 15.0           | 6267          | 30000            | 450000           | 88,750           |
| 杭州              | 东方海岸                         | 51%  | 25.7         | 28.5          | 14.5           | 2818          | 22000            | 319770           | 65,449           |
| 杭州              | 万家星城                         | 100% | 19.0         | 62.7          | 62.7           | 3922          | 23000            | 1442560          | 278,745          |
| 杭州              | 金色黎明二、三期                     | 51%  | 11.8         | 38.2          | 19.5           | 7291          | 25000            | 487050           | 81,454           |
| 杭州              | 金色黎明一期                       | 100% | 7.7          | 23.5          | 23.5           | 8149          | 25000            | 587500           | 95,187           |
| 杭州              | 曙光之城                         | 100% | 4.6          | 19.3          | 19.3           | 8860          | 25000            | 482500           | 74,740           |
| 上虞              | 上虞金色家园                       | 50%  | 7.2          | 19.2          | 9.6            | 1856          | 15000            | 144000           | 28,739           |
| 衢州              | 衢州·春江月                       | 50%  | 7.8          | 20.5          | 10.3           | 1634          | 10000            | 102500           | 16,929           |
| 衢州              | 衢州月亮湾                        | 50%  | 18.2         | 33.0          | 16.5           | 3260          | 10000            | 164900           | 19,046           |
| 绍兴              | 绍兴金色蓝庭                       | 100% | 8.7          | 13.5          | 13.5           | 3852          | 15000            | 202500           | 32,936           |
| 杭州              | 凯旋门公寓                        | 70%  | 4.0          | 16.7          | 11.7           | 15359         | 45000            | 526050           | 84,134           |
| 上虞              | 上虞城市之星                       | 50%  | 9.5          | 26.2          | 13.1           | 3855          | 15000            | 196800           | 30,733           |
| 杭州              | 杨家牌楼                         | 100% | 7.1          | 13.3          | 13.3           | 13579         | 40000            | 532000           | 89,004           |
| 上虞              | 上虞城北38-1地块                   | 70%  | 9.6          | 28.7          | 20.1           | 5212          | 15000            | 301350           | 41,293           |
| 金华              | 金市土让告字<br>(2010)第23号公<br>告地块 | 100% | 11.1         | 20.1          | 20.1           | 5130          | 15000            | 301500           | 41,888           |
| <b>合计</b>       |                              |      | <b>199</b>   | <b>495</b>    | <b>361</b>     |               |                  | <b>9,138,540</b> | <b>1,678,568</b> |
| 2010年账面净资产 (万元) |                              |      |              |               |                |               |                  |                  | <b>598,420</b>   |
| 投资性房地产增值 (万元)   |                              |      |              |               |                |               |                  |                  | <b>183,075</b>   |
| 总股本 (万股)        |                              |      |              |               |                |               |                  |                  | <b>135,200</b>   |
| NAV (元/股)       |                              |      |              |               |                |               |                  |                  | <b>18.20</b>     |

数据来源：公司公告、东海证券研究所

## 2010年公司业绩分析

| (百万元)      | 年度数据   |        |         | 2010东海简评                           |
|------------|--------|--------|---------|------------------------------------|
|            | 2009   | 2010   | YoY%    |                                    |
| 营业收入       | 2,834  | 6,218  | 119.4%  | 收入增长主要源自于结算面积增加，收入情况基本符合预期         |
| 营业成本       | 1,649  | 3,431  | 108.1%  |                                    |
| 营业税金及附加    | 181    | 518    | 186.0%  | 土地增值税同比增811%至1.64亿元                |
| 销售费用       | 26     | 49     | 86.3%   |                                    |
| 管理费用       | 92     | 141    | 52.9%   | 部分项目提前完工，贷款停止资本化                   |
| 财务费用       | 12     | 143    | 1140.7% |                                    |
| 营业利润       | 843    | 1,940  | 130.0%  | 新城时代广场、阳光海岸属于合作项目，实现部分利润为少数股东权益    |
| 归属于母公司净利润  | 644    | 966    | 50.1%   |                                    |
| 总股本        | 1,352  | 1,352  | 0.0%    |                                    |
| 每股收益       | 0.48   | 0.71   | 50.1%   |                                    |
| 总资产        | 19,011 | 29,700 | 56.2%   | 销售良好，回笼资金较多                        |
| 现金         | 1,658  | 3,897  | 135.1%  |                                    |
| 存货         | 10,820 | 13,341 | 23.3%   | 5.3亿元长期借款2011年到期                   |
| 总负债        | 14,815 | 23,716 | 60.1%   |                                    |
| 预收账款       | 7,160  | 12,444 | 73.8%   |                                    |
| 短期及一年内到期借款 | 47     | 727    | 1448.7% |                                    |
| 长期借款       | 4,092  | 5,415  | 32.3%   | 主要是销售回款增加                          |
| 应付债券       | 0      | 0      | #DIV/0! |                                    |
| 归属母公司权益    | 3,403  | 4,302  | 26.4%   |                                    |
| 经营活动现金流    | -99    | 199    | 300.5%  |                                    |
| 财务比率       |        |        |         |                                    |
| (%)        | 2009   | 2010   | Ppt%    |                                    |
| 资产负债率      | 77.9%  | 79.9%  | 1.9     | 负债率改善明显，11年土地款支付压力较小，资本开支可控，财务风险较低 |
| 真实资产负债率    | 40.3%  | 38.0%  | -2.3    |                                    |
| 净负债率       | 59.1%  | 37.5%  | -21.6   |                                    |
| 银行贷款占总负债比率 | 27.9%  | 25.9%  | -2.0    |                                    |
| 主营业务利润率    | 37.6%  | 41.8%  | 4.1     |                                    |
| 毛利率        | 41.8%  | 44.8%  | 3.0     |                                    |
| 净利润率       | 22.2%  | 23.0%  | 0.9     |                                    |

资料来源：公司数据、东海证券研究所

## 公司盈利预测

| 资产负债表(百万元)       | 2009         | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 利润表(百万元)         | 2009         | 2010        | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|-------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 1658         | 3897         | 4287         | 4716         | 5187         | 营业收入             | 2834         | 6218        | 8705          | 11752         | 17041         |
| 应收款项             | 549          | 1116         | 1208         | 1573         | 2751         | 营业成本             | 1649         | 3431        | 4877          | 6581          | 9543          |
| 存货净额             | 10820        | 13341        | 22797        | 32428        | 47795        | 营业税金及附加          | 181          | 518         | 713           | 964           | 1414          |
| 其他流动资产           | 5397         | 10221        | 14648        | 23419        | 30774        | 销售费用             | 26           | 49          | 78            | 122           | 170           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>18424</b> | <b>28575</b> | <b>42940</b> | <b>62136</b> | <b>86508</b> | 管理费用             | 92           | 141         | 200           | 270           | 392           |
| 固定资产             | 174          | 255          | 283          | 319          | 355          | 财务费用             | 12           | 143         | 49            | 78            | 103           |
| 无形资产及其他          | 146          | 141          | 137          | 132          | 127          | 投资收益             | 0            | 0           | 0             | 0             | 0             |
| 投资性房地产           | 267          | 729          | 729          | 729          | 729          | 资产减值及公允价值变动      | (31)         | 3           | (7)           | (5)           | (10)          |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | (49)         | (61)         | 其他收入             | 0            | 0           | 63            | 94            | 121           |
| <b>资产总计</b>      | <b>19011</b> | <b>29700</b> | <b>44089</b> | <b>63267</b> | <b>87659</b> | 营业利润             | 843          | 1940        | 2844          | 3827          | 5530          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 47           | 727          | 5326         | 9328         | 12388        | 营业外净收支           | (7)          | 3           | 10            | 9             | 8             |
| 应付款项             | 516          | 440          | 1595         | 1949         | 2538         | <b>利润总额</b>      | <b>836</b>   | <b>1943</b> | <b>2854</b>   | <b>3836</b>   | <b>5537</b>   |
| 其他流动负债           | 10160        | 17134        | 22853        | 34100        | 49982        | 所得税费用            | 208          | 511         | 713           | 959           | 1384          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>10723</b> | <b>18301</b> | <b>29774</b> | <b>45378</b> | <b>64907</b> | 少数股东损益           | (16)         | 466         | 685           | 920           | 1328          |
| 长期借款及应付债券        | 4092         | 5415         | 6415         | 7415         | 8415         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>644</b>   | <b>966</b>  | <b>1456</b>   | <b>1957</b>   | <b>2825</b>   |
| 其他长期负债           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |                  |              |             |               |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>4092</b>  | <b>5415</b>  | <b>6415</b>  | <b>7415</b>  | <b>8415</b>  | 现金流量表(百万元)       | 2009         | 2010        | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
| <b>负债合计</b>      | <b>14815</b> | <b>23716</b> | <b>36189</b> | <b>52793</b> | <b>73322</b> | 净利润              | 644          | 966         | 1456          | 1957          | 2825          |
| 少数股东权益           | 793          | 1683         | 2295         | 3119         | 4354         | 资产减值准备           | 47           | (33)        | 3             | 0             | 0             |
| 股东权益             | 3403         | 4302         | 5604         | 7356         | 9983         | 折旧摊销             | 28           | 32          | 10            | 14            | 19            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>19011</b> | <b>29700</b> | <b>44089</b> | <b>63267</b> | <b>87659</b> | 公允价值变动损失         | 31           | (3)         | 7             | 5             | 10            |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用             | 12           | 143         | 49            | 78            | 103           |
| 关键财务与估值指标        | 2009         | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 营运资本变动           | (833)        | (1509)      | (7098)        | (7166)        | (7431)        |
| 每股收益             | 0.48         | 0.71         | 1.08         | 1.45         | 2.09         | 其它               | (63)         | 499         | 610           | 824           | 1235          |
| 每股红利             | 0.05         | 0.00         | 0.11         | 0.15         | 0.15         | <b>经营活动现金流</b>   | <b>(147)</b> | <b>(48)</b> | <b>(5013)</b> | <b>(4367)</b> | <b>(3342)</b> |
| 每股净资产            | 2.52         | 3.18         | 4.15         | 5.44         | 7.38         | 资本开支             | (122)        | (77)        | (44)          | (50)          | (61)          |
| ROS              | 23%          | 16%          | 17%          | 17%          | 17%          | 其它投资现金流          | 0            | 0           | 0             | 0             | 0             |
| ROE              | 19%          | 22%          | 26%          | 27%          | 28%          | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(122)</b> | <b>(77)</b> | <b>(44)</b>   | <b>(1)</b>    | <b>(48)</b>   |
| 毛利率              | 42%          | 45%          | 44%          | 44%          | 44%          | 权益性融资            | 0            | 0           | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 30%          | 33%          | 32%          | 32%          | 32%          | 负债净变化            | 2059         | 1323        | 1000          | 1000          | 1000          |
| EBITDA Margin    | 31%          | 34%          | 33%          | 33%          | 32%          | 支付股利、利息          | (68)         | 0           | (153)         | (205)         | (198)         |
| 收入增长             | 22%          | 119%         | 40%          | 35%          | 45%          | 其它融资现金流          | (3205)       | (282)       | 4599          | 4003          | 3059          |
| 净利润增长            | 7%           | 50%          | 51%          | 34%          | 44%          | <b>融资活动现金流</b>   | <b>777</b>   | <b>2364</b> | <b>5446</b>   | <b>4797</b>   | <b>3862</b>   |
| 资产负债率            | 82%          | 86%          | 87%          | 88%          | 89%          | <b>现金净变动</b>     | <b>508</b>   | <b>2239</b> | <b>390</b>    | <b>429</b>    | <b>472</b>    |
| 息率               | 0.3%         | 0.0%         | 1.0%         | 1.4%         | 1.3%         | 货币资金的期初余额        | 1150         | 1658        | 3897          | 4287          | 4716          |
| P/E              | 30.4         | 15.8         | 10.3         | 7.6          | 5.3          | 货币资金的期末余额        | 1658         | 3897        | 4287          | 4716          | 5187          |
| P/B              | 5.7          | 3.5          | 2.7          | 2.0          | 1.5          | 企业自由现金流          | (127)        | 354         | (5010)        | (4344)        | (3339)        |
| EV/EBITDA        | 27.8         | 10.9         | 22.1         | 22.1         | 19.7         | 权益自由现金流          | 0            | 1396        | 224           | 72            | (54)          |

资料来源：公司公告、东海证券研究所

## 作者简介

**桂长元:** 经济学硕士，房地产行业 5 年相关从业经历。2007 年 12 月起就职于东海证券研究所，从事房地产行业研究。

重点跟踪公司——万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、广宇集团、苏宁环球、栖霞建设、中天城投、亿城股份、中华企业、福星股份、荣盛发展、中南建设等

## 评级定义

**市场指数评级** 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

**行业指数评级** 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

**公司股票评级** 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间  
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

## 免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 联系方式

| 北京 东海证券研究所               | 上海 东海证券研究所              |
|--------------------------|-------------------------|
| 中国 北京 100089             | 中国 上海 200122            |
| 西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F | 世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F |
| 电话: (8610) 66216231      | 电话: (8621) 50586660     |
| 传真: (8610) 59707100      | 传真: (8621) 50819897     |