

湘财证券研究所
行业研究部
刘飞烨 分析师
执业编号：S0500511010006
联系人：
张化东
Tel: 021-68634518-8051
E-mail: zhd3063@xcsc.com
近一年来滨江集团走势


资料来源：Wind，湘财证券研究所

相关报告：
世茂股份：潜龙在渊 2010.12.25
房地产行业点评：我们回到了三个季度前？ 2011.1.19
万科年报点评：再造一个万科！ 2011.3.8
亿城股份(000616)：销售有爆发性，新一轮扩张将演绎 2011.2.28
事件：

滨江集团公布2010年年报，公司2010年实现净利润9.66亿元，同比增长50.11%，实现营业收入62.18亿元，同比增长119.44%；每股收益0.71元，同比增长47.92%。公司拟每10股派发现金股利0.7元（含税）。

投资要点：

- **公司依然维持较强的业绩锁定性。**报告期末公司预收账款余额为 71.60 亿元，比上年增长 68.06%。我们认为，公司的业绩锁定性强一方面表示未来的营业收入有所保障，另一方面也说明公司的公司结转速度相对较慢。我们已经在前述相关报告中反复提出，由于公司的精品化战略以及部分产品采取精装修交房实际上延迟了公司的从建成至交房的时间，从而影响了公司的结转速度。
- **2012 年业绩开始受益于省内扩张步伐加快。**2010 年公司新获取 9 个项目，其中杭州以外区域的项目有 6 个，在项目总量和土地储备面积等方面均超过了杭州本区域。在衢州、上虞、绍兴、金华获取的六个项目之权益建筑面积 935,599 平方米土地，占总权益土地储备的四分之一左右。
- **公司作为精品化开发商理应享受高估值水平。**但提醒投资者注意相较于大公司公司的 P/S 值不低。报告期内，公司项目累计实现销售合同金额 116 亿元，而截至目前公司市值在 146 亿元，P/S 值为 1.26 倍，单纯从销售的角度看公司并不具有估值优势。
- **公司现金充裕，可维持投资持续增长。**截至报告期末，公司持有现金 38.97 亿元，短期借款及年内到期长期负债 7.27 亿元，长期借款 54.15 亿元，净负债率为 37.5%，水平偏低，有继续扩大投资的余地。

维持买入评级，6-12 个月目标价格 14.5 元

- 根据审慎的销售和结转的假设，我们预测 2011 年至 2013 年的 EPS 分别为 0.98 元、1.04 元和 1.17 元，对应 2011 年 3 月 16 日的收盘价 11.05 元的 PE 为 11.22X、10.65 X 和 9.45X；我们预测 2011 年至 2013 年的每股净资产分别为 4.17 元、5.20 元和 6.37 元，对应 2011 年 3 月 16 日的收盘价 11.05 元的 PB 为 2.65X、2.12X 和 1.73X。
- 公司的 RNAV 为每股 14.28 元。RNAV 对应 2011 年 3 月 16 日的收盘价 11.05 元具有 29.2% 的折价。

投资风险：

紧缩的货币政策和浙江房地产市场风险。

表 1: 滨江集团财务预测表

资产负债表			单位: 百万元		利润表			单位: 百万元	
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	28575	33660	36632	42779	营业收入	6218	8410	9419	11774
现金	3897	5469	3767	3600	营业成本	3431	4836	5557	7182
应收账款	4	38	9	50	营业税金及附加	518	631	706	883
其他应收款	1111	1514	1695	2119	营业费用	49	72	104	105
预付账款	10121	13540	15561	20110	管理费用	141	190	213	266
存货	13341	13000	15500	16800	财务费用	143	215	288	356
其他流动资产	100	100	100	100	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	1125	1165	1251	1322	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	76	160	179	163	营业利润	1940	2466	2551	2982
无形资产	141	141	141	141	营业外收入	21	0	0	0
其他非流动资产	908	864	930	1017	营业外支出	18	0	0	0
资产总计	29700	34826	37883	44101	利润总额	1943	2466	2551	2982
流动负债	18301	20426	20621	23678	所得税	511	666	689	820
短期借款	200	250	300	1091	净利润	1432	1800	1863	2162
应付账款	440	725	834	1077	少数股东损益	466	469	459	581
其他流动负债	17661	19451	19488	21510	归属母公司净利润	966	1332	1403	1580
非流动负债	5415	6615	7615	8615	EBITDA	2114	2713	2893	3407
长期借款	5415	6615	7615	8615	EPS（元）	0.71	0.98	1.04	1.17
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	23716	27041	28236	32292	主要财务比率				
少数股东权益	1683	2151	2610	3192	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1352	1352	1352	1352	成长能力				
资本公积	746	746	746	746	营业收入	119.4%	35.3%	12.0%	25.0%
留存收益	2204	3535	4939	6519	营业利润	130.0%	27.2%	3.5%	16.9%
归属母公司股东权益	4302	5633	7036	8617	归属于母公司净利润	50.1%	37.8%	5.4%	12.6%
负债和股东权益	29700	34826	37883	44101	获利能力				
					毛利率(%)	44.8%	42.5%	41.0%	39.0%
现金流量表			单位: 百万元		净利率(%)	15.5%	15.8%	14.9%	13.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	22.5%	23.6%	19.9%	18.3%
经营活动现金流	199	125	-2475	-1812	ROIC(%)	20.4%	20.7%	14.7%	13.2%
净利润	1432	1800	1863	2162	偿债能力				
折旧摊销	32	32	54	69	资产负债率(%)	79.9%	77.6%	74.5%	73.2%
财务费用	143	215	288	356	净负债比率(%)	25.90%	29.08%	31.93%	34.39%
投资损失	-0	0	0	0	流动比率	1.56	1.65	1.78	1.81
营运资金变动	-1253	-1912	-4629	-4349	速动比率	0.83	1.01	1.02	1.10
其他经营现金流	-155	-10	-50	-50	营运能力				
投资活动现金流	-889	-62	-90	-90	总资产周转率	0.26	0.26	0.26	0.29
资本支出	87	40	40	40	应收账款周转率	506	400	400	400
长期投资	-120	22	50	50	应付账款周转率	7.18	8.30	7.13	7.52
其他投资现金流	-922	0	0	0	每股指标（元）				
筹资活动现金流	2929	1508	863	1736	每股收益(最新摊薄)	0.71	0.98	1.04	1.17
短期借款	200	50	50	791	每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.09	-1.83	-1.34
长期借款	1323	1200	1000	1000	每股净资产(最新摊薄)	3.18	4.17	5.20	6.37
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	15.46	11.22	10.65	9.45
其他筹资现金流	1405	258	-187	-55	P/B	3.47	2.65	2.12	1.73
现金净增加额	2238	1571	-1702	-167	EV/EBITDA	9	7	6	5

资料来源: 公司公告; 湘财证券研究所

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。