

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

布局富裕长三角城市，业绩确定性增长

——滨江集团（002244）2010 年年报点评报告

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期: 2011 年 3 月 16 日

报告关键要素:

滨江集团布局富裕的长三角一线及三四线城市，公司资金实力雄厚，未来两年业绩保障性很高，同时估值处于历史底部。我们看好公司发展，但是由于行业政策压制，我们维持公司“增持”投资评级。

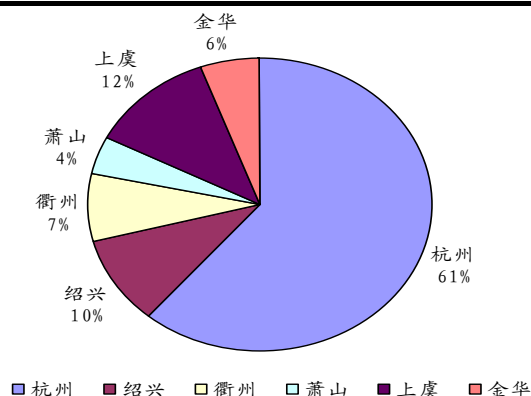
事件:

滨江集团公布了 2010 年年报。报告期，公司实现营业收入 62.18 亿元，比上年增长 119.44%；实现营业利润总额 19.39 亿元，比上年增长 130.02%，实现归属于母公司所有者的净利润 9.66 万元，比上年增长 50.11%；每股收益 0.71 元。

点评:

- **公司销售超百亿。**报告期内，公司项目累计实现销售合同金额 116 亿元，创造了公司新的历史记录。公司 2010 年销售额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的市场份额、强化了公司区域市场的领先地位。公司 2010 年结算项目主要来自阳光海岸、金色蓝庭、新城时代广场、千岛湖别墅及万家花城二期等项目。
- **公司土地储备充足，布局富裕城市。**2010 年，公司通过招拍挂及合作开发的形式，新增土地储备 71.80 亿元，增加权益土地面积 54.63 平方米，增加权益建筑面积 119.15 万平方米。截至 2010 年末，公司权益土地储备面积达到 138.37 万平方米，权益建筑面积 360.58 万平方米。公司已经成功走出杭州，开始布局富裕的长三角三、四线城市。公司已有土地储备分布在杭州、绍兴、上虞、衢州、萧山和金华。

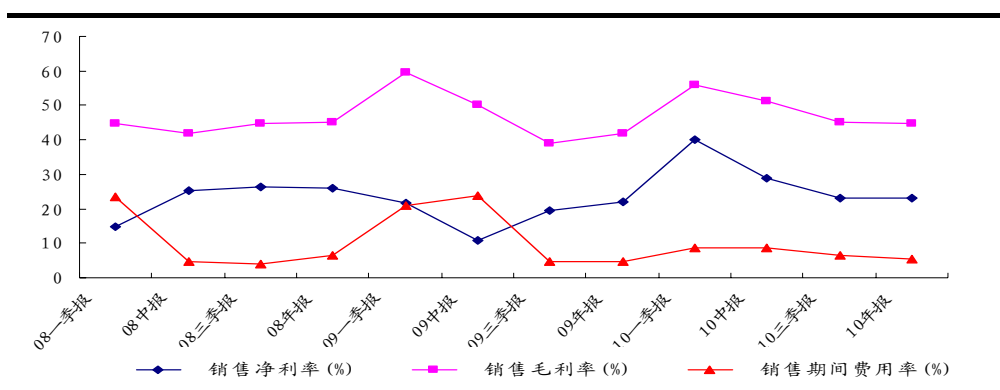
图 1: 滨江集团土地储备地区分布图



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

- **现金充裕，资金链安全。**公司2010年末资产负债率为79.89%，但是扣除无需还本付息的预收账款之后的负债率仅为37.99%，处于行业较低水平。公司目前手持现金39.97亿，而短期借款只有2亿元，一年内到期债务只有5.27亿元，短期偿债压力很小。报告期末公司的每股经营现金流量为0.15元，而行业大部分公司每股经营现金额都为负值。我们认为在行业资金紧张的2011年，公司充裕的资金将是度过行业难关，实现逆势发展的重要资本。
- **未来两年业绩保障性高。**报告期末，公司预收账款达到124亿元，是2010年营业收入的2倍，2011年的业绩已经完全锁定，2012年的业绩也已经大部分锁定。
- **毛利率稳定维持在高位。**公司近几个季度的毛利率都超过45%。公司高毛利主要因为结算项目毛利高及公司期间费用率低。公司结算项目绝大部分处于房价较高的杭州，而且产品类型除了普通商品房外，还包括面向高收入人群的高附加值住宅。另外，公司高毛利还来自公司较低的销售费用率，报告期末的销售期间费用率仅为5.35%，低于行业平均水平。

图 2：滨江集团近几个季度毛利率、销售净利率与期间费用率走势图



资料来源：中原证券研究所，Wind

- **盈利预测。**我们预计公司2011-2012年每股收益分别为1.04元和1.38元，3月15日收盘价对应的市盈率分别为10.67倍和8.00倍，相对于其确定性的增长，其估值低估。但是短期内，由于地产板块整体估值一直收到政策调控和成交量萎缩双重压制，公司短期内也难有大的投资机会，我们维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示。**房地产调控政策风险；公司限售股解禁风险。

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入（百万元）	18.23	62.18	74.52	92.41
增长比率（%）	194.07	119.44	19.85	24.02
净利润（百万元）	6.44	9.66	14.02	18.68
增长比率（%）	50.23	50.11	44.84	33.49
每股收益（元）	0.48	0.71	1.04	1.38
市盈率（倍）	23.02	15.56	10.67	8.00

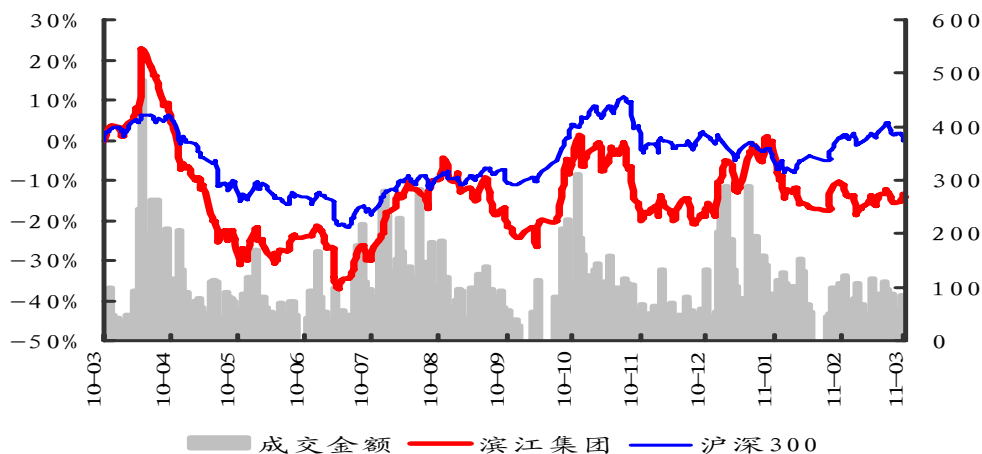
市场数据（2011年3月15日）

收盘价（元）	11.05
一年内最高/最低（元）	16.15/7.85
沪深300指数	3203.96
市净率（倍）	3.47
流通市值（亿元）	32.42

基础数据（2010年12月31日数据）

每股净资产（元）	3.18
每股经营现金流（元）	0.18
毛利率（%）	44.83
净资产收益率（%）	22.46
资产负债率（%）	79.89
总股本/流通股（亿股）	11.52/2.93
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。