

事件：

我们于近日拜访了滨江集团，与公司董秘等进行了交流，并参观了公司的城市之星等项目。

报告要点：

● **特殊的公司文化造就稳定的管理团队。** 迄今为止，公司仍未推出股权激励，但公司管理团队非常稳定，人员流动性极低。稳定的管理团队来自于公司特殊的文化和氛围。

● **充足的授信，充裕的资金。** 由于公司资质好，银行贷款方面仍然具有一定的优势。此外，大量的预售帐款使得公司货币资金大幅增长，资金充裕。

● **高效的管理=低廉的成本+精良的品质。** 高效的管理团队不仅节约了人力成本，也更易于其他成本控制，同时也能有效的保证产品质量。

● **以住宅为主，增加自持商业。** 公司为纯住宅开发商，公司致力于在能力范围内逐步增加投资性房地产的规模。目前，公司杭州项目的商业部分全部自留，作为公司投资性房地产。

● **政策趋紧，预期较谨慎。** 在政策从紧背景下，公司对未来的预期较为谨慎，故采取现金为王，快速回笼现金，以及稳健经营，暂缓拿地等策略。

● **今年为公司盈利低点。** 按照工程进度，2011年公司可竣工结算的项目资源相对较少。预计2011年盈利将为公司近年来的低点。但2012年，公司将有大量项目竣工交付，公司业绩将迎来爆发式的增长。

● **估值与预测。** 公司2010年实现每股收益0.71元，我们预计公司2011-2012年每股收益约为0.72元和1.86元。动态估值优势明显，且公司经营稳健，预售账款高，给与“推荐”评级。

● **风险提示。** 政策风险；销售受阻的风险。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	2325.91	2833.6	6218.1	6374.2	9257.5
增长率(%)	(11.58)	21.83	119.44	2.51	45.2
归属母公司股东的净利润(百万元)	604.27	643.67	966.21	973.44	2519.5
增长率(%)	32.51	6.52	50.11	0.75	158.8
每股收益(元)	0.58	0.48	0.71	0.72	1.86
市盈率	20.07	24.49	16.32	16.19	6.27

请务必阅读正文之后的重要声明

滨江集团 002244

评级： 推荐（维持）

当前价格： ¥11.66

2011.04.12

基础数据

总市值(百万元)	15764
总股本/流通A股(百万股)	1352/293
流通市值(百万元)	3421
每股净资产(元)	3.19
净资产收益率(%)	25.16

交易数据

52周内股价区间(元)	8.02 ~ 14.04
静态市盈率(倍)	16.32
动态市盈率(倍)	16.19
市净率(倍)	3.66

52周内股价走势图



左红英 执业证书编号：S0820209120023

电话 021-32229888*3506

邮箱 zuohongying@ajzq.com

●特殊的公司文化造就稳定的管理团队

迄今为止，公司仍未推出股权激励，但公司管理团队非常稳定，人员流动性极低。近20年里，公司总共仅流出12人，而中高层基本未动。稳定的管理团队来自于公司特殊的文化和氛围。概括来说，包括以下几点：（1）家长式的管理。（2）独特的公司文化和氛围；（3）对公司发展前景的认同；（4）威总的人格魅力。严格而人性化的家长式管理方式，使得管理层凝聚在威总周围，形成强大的向心力，也保证了公司管理团队的稳定性。从公司目前的发展阶段来看，这种家长式的管理方式有利于加强管理、凝聚人才。

●充足的授信，充裕的资金

目前，公司拥有可用银行授信超过100亿元，已落实贷款20亿元。由于公司资质好，银行贷款方面仍然具有一定的优势。此外，2010年公司项目累计实现销售合同金额116亿元，大量的预售帐款使得公司货币资金大幅增长，资金充裕。截至2010年底，公司持有货币资金38.97亿元，同比增长135.04%；每股经营性现金流量净额0.15元，为2007年以来首次转为正值。

图 1：货币资金及增速

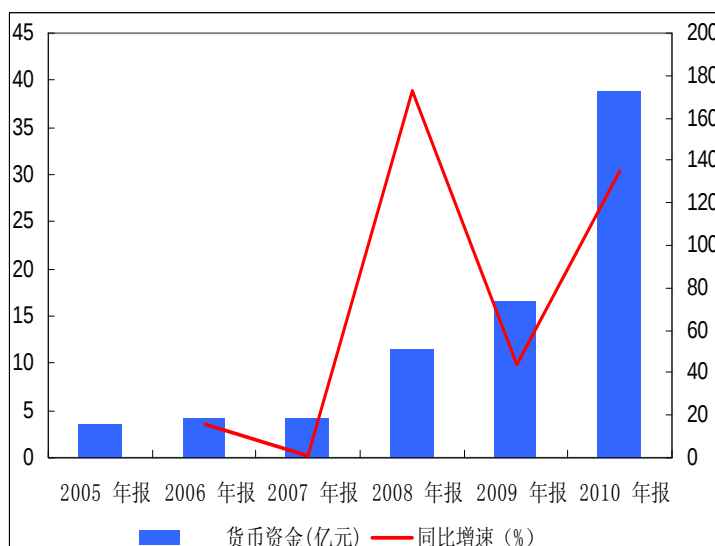
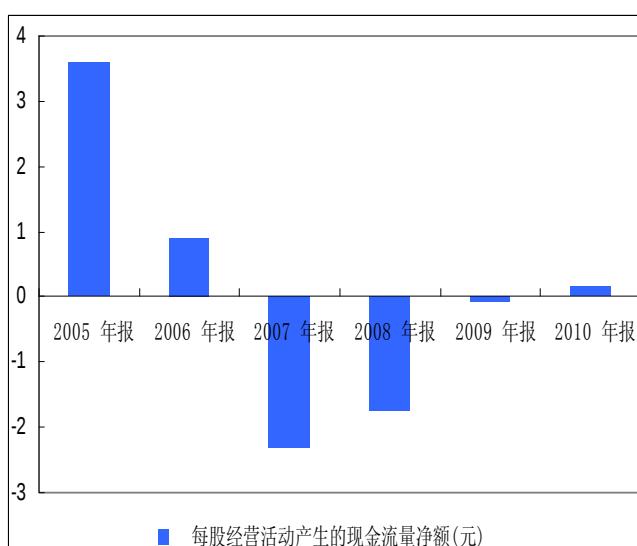


图 2：每股经营性现金流量净额



数据来源：公司公告，爱建证券研发部

●高效的管理=低廉的成本+精良的品质

公司房地产开发系统共有员工180人，包括建筑工程、财务管理、销售策划、企业管理等。扁平化、家长式的管理方式，不仅造就了团队的稳定性，也造就了其高效性。在扁平化的管理模式下，从指令的下达到最后的执行，将中间环节降到最低，也将误差和无谓的损耗降至最低。高效的管理团队不仅节约了人力成本，也更易于其他成本控制，同时也能有效的保证产品质量。低廉的成本使得公司拥有更多的主动权。而精良的品质更为公司赢得了声誉和客户群。

由于公司卓越的成本控制能力，公司于 2010年成功竞得普福村农转非居民拆迁安置房项目的开发。该

请务必阅读正文之后的重要声明

项目总建筑面积19.86万平方米，由政府出资，公司收取代建管理费。

●以住宅为主，增加自持商业

公司为纯住宅开发商。2010年随着新城时代广场的交付使用，公司投资性房地产有所增加，相应租赁收入绝对值也有所增长，但其占比仍然较小。以2010年报为例，在公司的收入构成中，99.32%来自于房地产开发，仅0.68%来自投资性房地产的租赁收入。公司致力于在能力范围内逐步增加投资性房地产的规模。目前，公司杭州项目的商业部分全部自留，作为公司投资性房地产。外地项目的商业部分去向暂不确定。

截至2010年12月31日，公司投资性房地产为庆春发展大厦部分写字楼、南萧埠·文景苑商铺、新城市广场商铺，新城时代广场写字楼及商场。

表：投资房地产按项目分列如下：

单位：万元

	2010年12月31日	2009年12月31日	2008年12月31日
账面原值			
新城时代广场	30013.57		
新城市广场商铺	7142.31	7142.31	7142.31
南萧埠 文景苑商铺	4898.52	4898.52	4898.52
庆春发展大厦	9317.38	9317.38	9317.38
账面价值（扣除折旧）	47801.76	18860.57	19536.94

数据来源：公司公告，爱建证券研发部

●政策趋紧，预期较谨慎

公司认为，此次楼市调控不同以往。主要体现在如下方面：（1）政策出台时点提前至1月份，国务院1号文件即要求打压房价；（2）近期，杭州1个月的成交量仅相当于过去1个星期的成交量；（3）按揭放款周期拉长，从原来的一周左右延至目前的1个月左右；（4）贷款政策从严，首套房贷款为基准利率，二套房首付6成，利率上浮10%。

在政策从紧背景下，公司对未来的预期较为谨慎，主要表现在：（1）现金为王，快速回笼现金（项目理性定价）；（2）稳健经营，不过大放大财务杠杆（公司可用信贷额度为120亿元，但仅用了20亿）；（3）暂缓拿地，等待局势明朗。

公司期待政策延续，行业理性调整。

●今年为公司盈利低点

由于理性定价，品质过硬，公司产品销售情况相对较好。同时，高额的预售帐款使得公司的盈利有保障。但按照工程进度，2011年公司可竣工结算的项目资源相对较少。预计2011年盈利将为公司近年来的低点。但2012年，公司将有大量项目竣工交付，届时，公司业绩将迎来爆发式的增长。

表：公司主要项目开竣工时间表

序号	项目名称	开工时间	预计竣工时间
1	城市之星	2008.07	2013.06
2	万家星城 1 期	2009.08	2011.12
3	万家星城 2 期	2010.03	2012.07
4	万家星城 3 期	2010.04	2012.08
5	杭汽发项目	2010.10	2014.06
6	绍兴金色家园	2010.03	2012.12
7	萧山湘湖项目（滨江盛元）	2011.01	2013.12
8	东方海岸项目	2011.12	2014.12
9	金色黎明一期	2010.09	2013.06
10	金色黎明二期	2011.05	2014.06
11	金色黎明三期	2011.06	2014.06
12	上虞金色家园	2010.06	2012.12
13	曙光家园	2011.06	2014.06
14	千岛湖滨江酒店项目	2007.08	2011.12
15	衢州春江月	2010.02	2012.09
16	上虞城市之星项目	2011.02	2014.01
17	衢州月亮湾项目	2011.03	2015.02

数据来源：公司公告，爱建证券研发部

● 估值与预测

公司 2010 年实现每股收益 0.71 元，我们预计公司 2011-2012 年每股收益约为 0.72 元和 1.86 元。按 4 月 11 日的收盘价 11.66 元计算，对应的市盈率分别为 16.42 倍、16.19 倍和 6.27 倍，动态估值优势明显。且公司经营稳健，预售账款高，给与“推荐”评级。

● 风险提示。政策风险；销售受阻的风险。

分析师简介：

左红英：上海交通大学管理学博士，2007年加入爱建证券有限责任公司，现从事房地产行业研究。

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。