

评级: 强烈推荐 (维持)

房地产行业

公司研究报告

第一创业研究所

陈晓波 S1080510120009

电话: 0755-25832872

邮件: chenxiaobo@fcsc.cn

瑕不掩瑜, 期待结算高峰来临

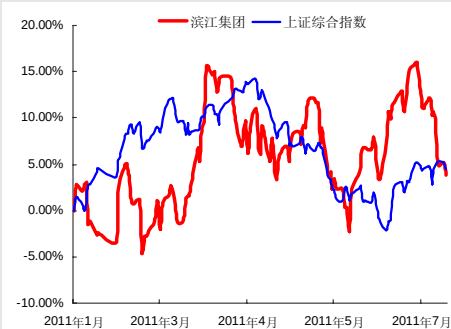
——滨江集团(002244)中报点评

交易数据

52周内股价区间(元):	4.91-26.96
总市值(百万元):	15,412.80
流通股本(百万股):	1,122.68
流通股比率(%):	83%

资产负债表摘要(06/10)

股东权益(百万元):	4,356.66
每股净资产:	3.22
市净率:	3.54
资产负债率:	80.78

公司与上证指数比较(2011.1-2011.7)**相关报告**

- 1、高速增长, 用数据说话 (2011.04.18)
- 2、2011年或遇业绩增速低点 (2011.03.12)
- 3、无与伦比的“确定性” (2010.08.30)

报告要点:

● **中期业绩下滑符合预期** 滨江集团7月19日晚发布了2011年中期报告。2011年上半年公司实现营业收入8.55亿, 同比下滑2.44%, 实现归属上市公司净利润1.50亿, 同比下滑40.16%, 合EPS 0.11元/股。中期盈利同比大幅下滑符合预期。公司同时发布2011年1-9月业绩预告, 预计净利润同比下滑60%-80%, 亦符合我们预期。

● **营业收入主要来自尾盘结转; 短期偿债能力有所下滑** 上半年结算主要来自尾盘结转, 包括滨江·千岛湖湖滨花园约1.8万平米、阳光海岸和金色蓝庭剩余全部约1.8万平米。扣除预收款后的短期偿债指标——速动比率连续两个季度下滑, 我们认为主要是公司支付土地款导致现金减少而存货增加所致。公司中期账面现金15.69亿, 而1年内到期的有息负债约为20亿, 存约4个亿资金缺口, 不过考虑到1年内到期的长期财务基本上全部集中于2012年一季度, 公司完全可以通过下半年的销售回款弥补该缺口。

● **增值税集中清算致营业税费占比营业收入明显提高, 后期清算税率将上升** 由于新城时代广场、金色蓝庭项目结转完毕, 项目公司进行了土地增值税清算, 公司补缴增值税使得中期营业税费占营业收入明显提升, 达到历史新高10.60%。我们前期调研了解, 随着后期杭汽发、城市之星等高端项目进入清算阶段, 土地增值税清算税率可能由目前的2-3%上升至5%左右, 由于预提税率一般是2%左右, 清算时补缴增值税金额将有较大幅度上升, 并对清算当期利润表带来一定影响。

● **2011-2013年业绩确定性高** 上半年实现销售收入42.53亿, 完成全年计划的43%, 去化率总体较高。下半年密切关注金色黎明一期、曙光之城以及万家星城三期推盘。三个项目的推盘货量合计约45万平米, 可售金额约110亿, 以公司在杭州市场快速销售的策略, 去化率有望保持高位, 完成全年销售计划无虞。以结算收入口径, 2011年、2012年和2013年业绩锁定性分别为100%、64%和59%。预计下半年的持续销售将使得2012-2013年业绩锁定性提高至70-80%。

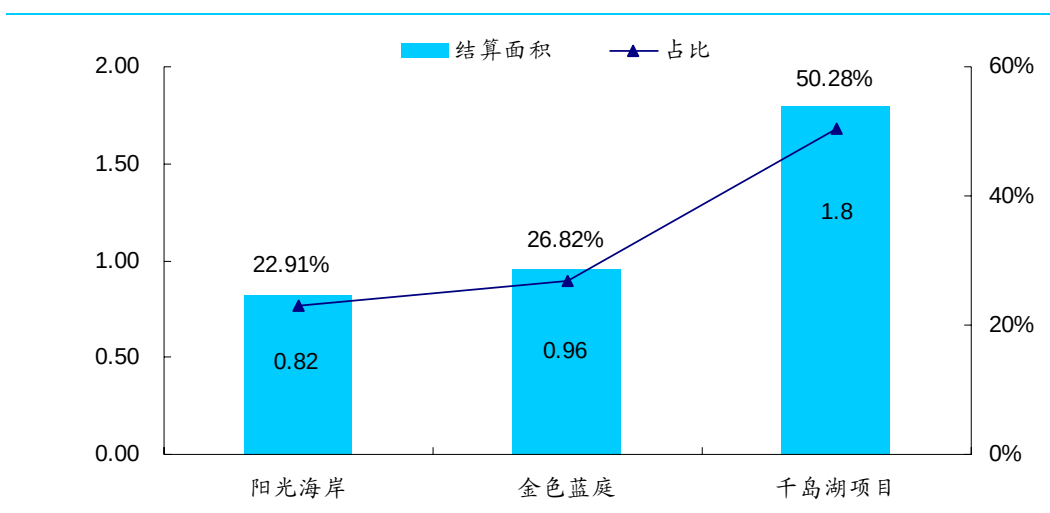
● **维持“强烈推荐”** 维持强烈推荐。理由是: A、估值优势明显; B、业绩确定性在A股中异常突出, 即使未来出现2-3年的市场调整对公司业绩影响甚微; C、公司灵活的经营策略、优秀的成本控制能力以及优质的土地储备使得公司未来超越行业表现的概率非常高; D、异地扩张步入正轨, 公司长足的成长空间已经打开; E、代建业务顺利开展使得公司业绩存在超预期的可能。

1、2011 年中期业绩明显下滑符合预期

中期业绩同比下滑 40.16%，符合预期。滨江集团 7 月 19 日晚发布了 2011 年中期报告。2011 年上半年公司实现营业收入 8.55 亿，同比下滑 2.44%，实现归属上市公司净利润 1.50 亿，同比下滑 40.16%，合 EPS 0.11 元/股。中期盈利同比大幅下滑符合预期。公司同比发布 2011 年 1-9 月业绩预告，预计净利润同比下滑 60%-80%，亦符合我们预期。

营业收入同比下滑 2.44%，结算部分主要来自尾盘结转。上半年结算主要来自尾盘结转，包括滨江·千岛湖湖滨花园约 1.8 万平米、阳光海岸和金色蓝庭剩余全部约 1.8 万平米。

图 1：上半年滨江集团结算收入来源



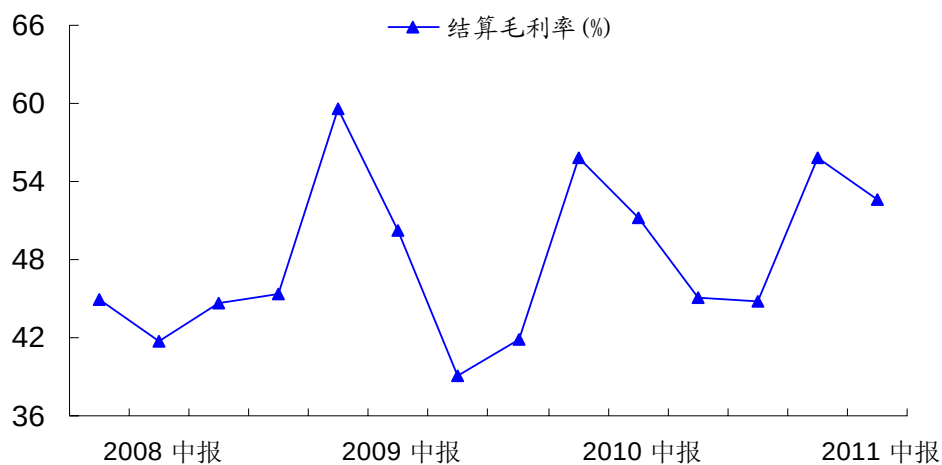
资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

结算毛利 52.59%，较 1 季报下滑约 3 个百分点，因结算结构所致。上半年结算产品中，阳光海岸、金色蓝庭和千岛湖湖滨花园结算毛利分别为 61%、30%和 64%，一季度结算收入中千岛湖湖滨花园占比较高。

长期偿债能力增强，短期指标有所恶化。扣除预收款后的短期偿债指标——速动比率连续两个季度下滑，我们认为主要是公司支付土地款导致现金减少而存货增加所致。公司中期账面现金 15.69 亿，而 1 年内到期的有息负债约为 20 亿，存约 4 个亿资金缺口，不过考虑到 1 年内到期的长期财务基本上全部集中于 2012 年一季度，公司完全可以通过下半年的销售回款弥补该缺口。



图 2: 滨江结算毛利波动情况

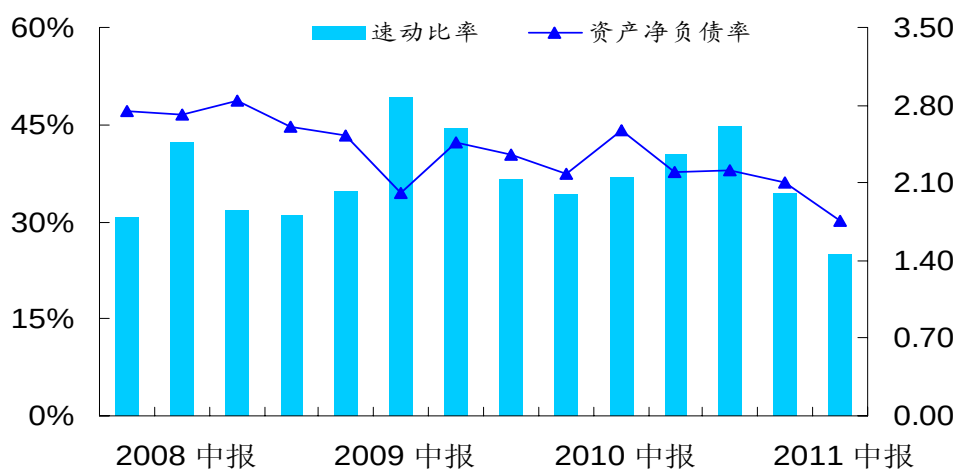


资料来源: 公司公告, 第一创业证券研究所

表 1: 滨江集团一年内到期长期借款列表

贷款单位	借款起始日	借款到期日	年利率(%)	贷款额(元人民币)
农行中山支行	2009-03-30	2012-03-20	5.85	740,000,000
民生银行杭州分行	2010-10-27	2012-04-25	5.67	570,000,000
杭州银行秋涛支行	2009-06-09	2011-12-08	5.85	280,000,000
农行中山支行	2009-05-05	2012-03-20	5.85	60,000,000
农业银行采荷支行	2007-01-12	2012-01-11	6.40	22,500,000
小计				1,672,500,000

图 3: 滨江短期和长期偿债指标

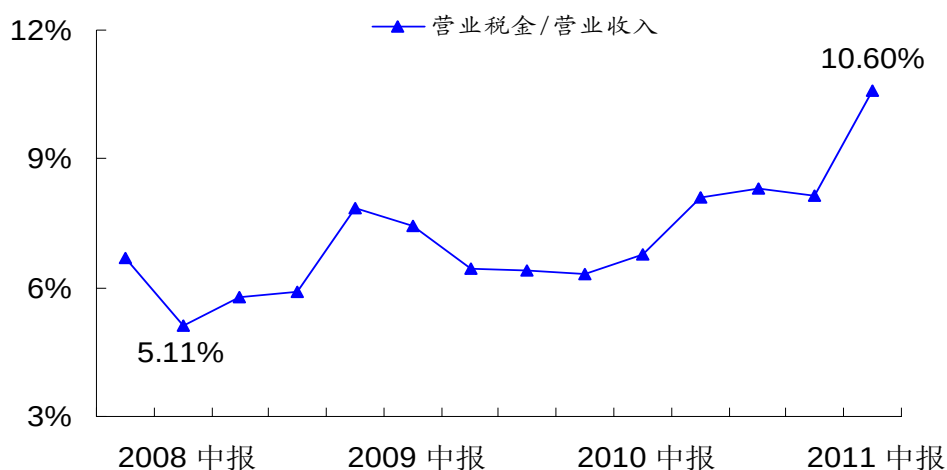


资料来源: 公司公告, 第一创业证券研究所



增值税集中清算致营业税费占比营业收入明显提高，后期清算税率将上升。由于新城时代广场、金色蓝庭项目结转完毕，项目公司进行了土地增值税清算，公司补缴增值税使得中期营业税费占营业收入明显提升，达到历史新高 10.60%。我们前期调研了解，随着后期杭汽发、城市之星等高端项目进入清算阶段，土地增值税清算税率可能由目前的 2-3% 上升至 5% 左右，由于预提税率一般是 2% 左右，清算时补缴增值税金额将有较大幅度上升，并对清算当期利润表带来一定影响。

图 4：滨江营业税金占比营业收入统计



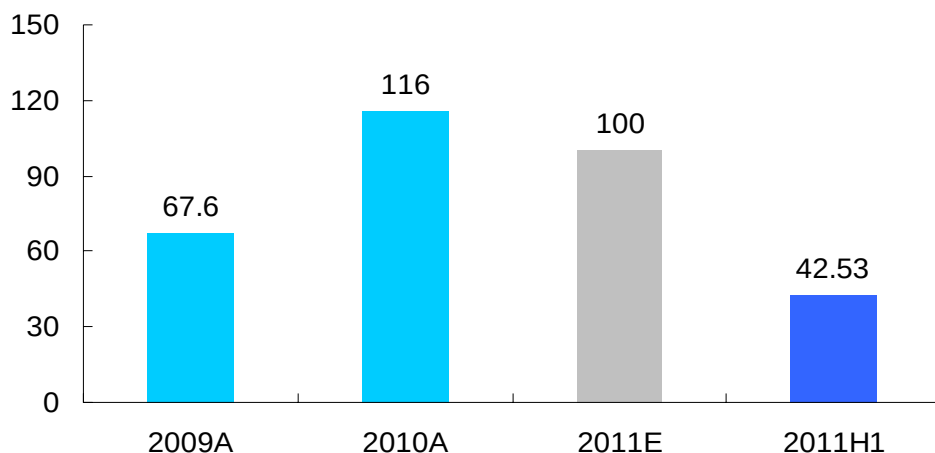
资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

2、2011-2013 年业绩确定性高

上半年实现销售收入 42.53 亿，完成全年计划的 43%，去化率总体较高。2011 年计划完成销售额 100 亿，上半年销售完成约 43%。其中，城市之星项目实现销售近 30 亿，万家星城完成销售 8 亿，其它项目实现销售合同金额约 4.6 亿。公司上半年在售项目有 5 个，分别是千岛湖项目、城市之星、万家星城三期、衢州春江月和绍兴金色家园，除千岛湖项目去化率较为缓慢外，其他项目均销售顺畅，销售金额与公司推盘进度密切相关。



图 5: 滨江年度实现销售金额

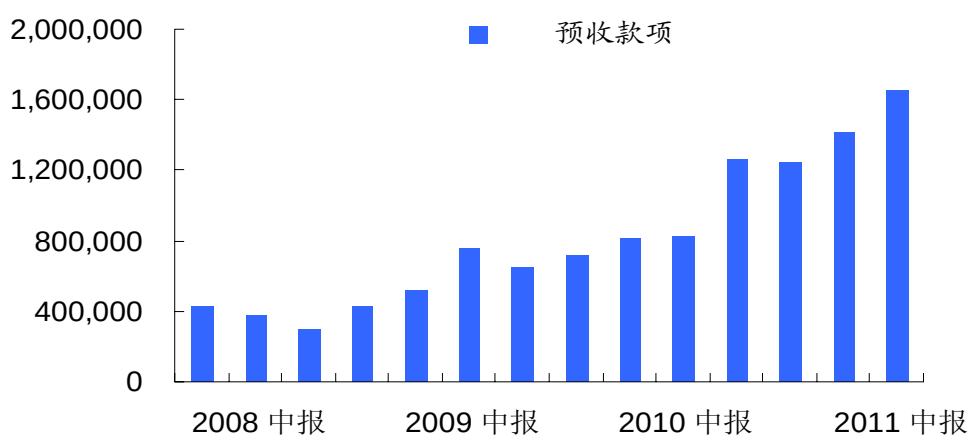


资料来源: 公司公告, 第一创业证券研究所

下半年密切关注金色黎明一期、曙光之城以及万家星城三期推盘。三个项目的推盘货量合计约 45 万平方米, 可售金额约 110 亿, 以公司在杭州市场快速销售的策略, 去化率有望保持高位, 完成全年销售计划无虞。

账面预收款 165 亿, 2011-2013 年业绩高锁定。以结算收入口径, 2011 年、2012 年和 2013 年业绩锁定性分别为 100%、64%和 59%。预计下半年的持续销售将使得 2012-2013 年业绩锁定性提高至 70-80%。需要提醒的是, 由于 2011 年结算收入主要来源——万家星城 1 期在 2011 年 12 月才能交房满足结算条件, 因此前三季度结算收入仍表现为同比大幅下滑。

图 6: 滨江季度预售账款变化



资料来源: 公司公告, 第一创业证券研究所



3、盈利、估值与投资建议

盈利预测：预计公司 2011、2012、2013 年实现净利 10.9、22.7 和 39.4 亿，对应 EPS 0.81、1.68 和 2.92 元/股。预计 2012-2013 年较 2011 年复合增长率达到 80%。2011 年为近年盈利增速低点，仅为 13%。

估值：公司 19 日股价对应 PE 分别为 14 倍、7 倍和 4 倍。NAV=15.69 元/股，P/NAV=0.73，股价折价率达到 27%。

投资建议：维持强烈推荐。理由是：A、估值优势明显；B、业绩确定性在 A 股中异常突出，即使未来出现 2-3 年的市场调整对公司业绩影响甚微；C、公司灵活的经营策略、优秀的成本控制能力以及优质的土地储备使得公司未来超越行业表现的概率非常高；D、异地扩张步入正轨，公司长足的成长空间已经打开；E、代建业务顺利开展使得公司业绩存在超预期的可能。

表 2：滨江集团近 3 年盈利预测

利润表(单位: 万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	283,361	621,808	374,435	784,876	1,459,658
营业收入	283,361	621,808	374,435	784,876	1,459,658
二、营业总成本	199,043	427,885	222,306	463,577	920,279
营业成本	164,885	343,076	169,311	354,363	718,237
营业税金及附加	18,107	51,786	34,273	69,970	129,059
销售费用	2,639	4,917	3,744	7,849	14,597
管理费用	9,201	14,068	13,105	27,471	51,088
财务费用	1,153	14,310	1,872	3,924	7,298
资产减值损失	3,057	-273	-	-	-
三、其他经营收益	-	-	-	-	-
公允价值变动净收益	-	-	-	-	-
投资净收益	-	27	-	-	-
汇兑净收益	-	-	-	-	-
四、营业利润	84,318	193,951	152,130	321,299	539,379
加：营业外收入	10	2,112	-	-	-
减：营业外支出	747	1,776	-	-	-
五、利润总额	83,580	194,286	152,130	321,299	539,379
减：所得税	20,764	51,057	38,032	80,325	134,845
加：未确认的投资损失	-	-	-	-	-
六、净利润	62,816	143,229	114,097	240,974	404,535
减：少数股东损益	-1,551	46,609	5,119	14,079	10,312
归属于母公司所有者的净利润	64,367	96,621	108,978	226,895	394,223
七、每股收益：	-	-	-	-	-
股本	135,200	135,200	135,200	135,200	135,200
EPS	0.48	0.71	0.81	1.68	2.92
PE (倍)	24	16	14	7	4

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120