

滨江集团(002244)中报点评

-----继续关注现金周转情况

金融/房地产行业

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2011 年 7 月 19 日

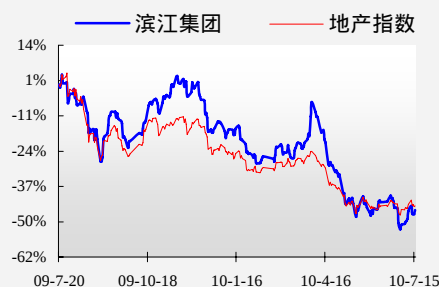
投资要点：

- 2011 年 1-6 月，公司实现营业收入和归属于母公司净利润分别同比下降 2.44%和 40.16%。每股收益 0.11 元，净资产收益率为 3.45%，大幅低于去年同期 7.13%的水平。公司预计 2011 年 1-9 月净利润同比下降幅度在 60%-80%。
- 销售和结算的极度不均衡使得公司的业绩波动也非常之高。公司截止 6 月底的账面预收账款余额较年初再度增加 41 亿元达到 165.5 亿元，如此高额的预收账款，使得公司的业绩释放具有一定的不确定性。
- 上半年，公司没有新增土地储备。我们认为，公司利用预售楼款来进行扩张的方式已经发展到极限，下一步减少新增土地储备规模可以有效增加公司抵抗行业风险的能力。
- 公司的当期预收账款余额为 165.5 亿元，远远高于我们预测的 2011 年全年结算收入水平，应该说公司实现 2011 年业绩增长是有资源保障的。
- 由于公司账面高额的预收账款显示出公司未来再继续大量新开工项目的能力已有限，今后会有较多的工程款和土地款需要支付，因此，公司将不得不重视其可能面对的资金周转问题。
- 盈利预测及投资评级：我们暂时维持对公司未来 2 年的业绩预测为 2011 年每股收益为 0.86 元，2012 年每股收益为 1.10 元，并暂时维持谨慎推荐的投资评级，继续建议投资者关注公司现金流周转情况的变化。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	283,361	21.8	64,367	6.5	0.48		--	
2010	621,800	119.5	96,600	50.2	0.71		--	
2011E	57,2400	-8.5	116,320	20	0.86			
2012E	838,600	46.50	148,118	28	1.10			

走势图



市场数据

2010-7-19

收盘价：	11.26 元
52 周最高价：	17.68 元
52 周最低价：	7.85 元
平均持仓成本：	11.68 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	135,200
流通 A 股（万股）：	135,200
每股收益（元）：	0.11
每股净资产（元）：	3.22
每股经营现金流（元）：	-2.08
市净率：	3.50

分析师：高建

执业证书编号：S05500511020011

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: gaoj@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

2011年7月19日，滨江集团公布了2011年中期报告。2011年1-6月，公司实现营业收入8.55亿元，归属于母公司净利润1.49亿元，分别较去年同期下降2.44%和40.16%。每股收益0.11元，每股净资产达到3.22元，加权净资产收益率为3.45%，大幅低于去年同期7.13%的水平。公司预计2011年1-9月净利润同比下降幅度在60%-80%。

销售和结算的极度不均衡使得公司的业绩波动也非常之高。今年1-6月，公司仅实现结转收入8.55亿元。同时，由于可结算资源不足，公司预计今年1-9月的净利润同比仍将下滑60%-80%。而公司截止6月底的账面预收账款余额较年初再度增加41亿元达到165.5亿元，如此高额的预收账款，项目的集中结算将会使得公司的业绩在季度甚至年度间有较大的起伏，也使得公司的业绩释放具有一定的不确定性。

今年上半年，公司实现服务和销售现金回笼49.65亿元，比上年同期数19.57亿元大幅增长，其中，二季度实现销售回笼25.1亿元，与一季度基本持平。从目前来看，公司的项目销售和回款情况良好，但是，由于公司项目铺摊较大，导致预收账款非常之高，需要对公司后续可售资源的持续性进行跟踪和观察。

上半年，公司没有新增土地储备。而去年同期，公司新增土地储备可建建筑面积19.4万平方米，支付地价7.05亿元。截至6月底，公司仍有近360万平方米的可结算资源，足够公司3-5年的开发所需。我们认为，公司利用预售楼款来进行扩张的方式已经发展到极限，下一步减少新增土地储备规模可以有效增加公司抵抗行业风险的能力。

从毛利率水平来看，2011年上半年公司的毛利率达到52.59%，与2010年同期全年51.23%的水平基本持平。我们认为毛利率变动一方面是由于结算项目较少，另外是由于房地产公司项目结算结构的差异所致，预计2011年全年的毛利率水平会低于一季度，但会略高于上年的水平。

公司上半年期间费用率水平12.86%，较2010年同期8.48%的水平大幅提高。公司的期间费用上升较多，一方面是由于结算项目较少所致，另一方面是由于公司在异地项目数量的增加造成管理费用增加所致，符合我们的预期。

公司的当期预收账款余额为165.5亿元，远远高于我们预测的2011年全年结算收入水平，应该说公司实现2011年业绩增长是有资源保障的。

截止6月底，公司账面货币资金余额为15.69亿元，较年初下降了23.3亿元，而公司短期借款和一年内到期的非流动负债为19.6亿元，货币资金余额已经不能覆盖短期债务。由于公司账面高额的预收账款显示出公司未来再继续大量新开工项目的能力已有限，今后会有较多的工程款和土地款需要支付，因此，公司将不得不重视其可能面对的资金周转问题。

盈利预测及投资评级：我们暂时维持对公司未来2年的业绩预测为2011年每股收益为0.86元，2012年每股收益为1.10元，并暂时维持谨慎推荐的投资评级，继续建议投资者关注公司现金流周转情况的变化。

附表 1：滨江集团盈利预测表

单位：元

	2008 年报	2009 年报	2010	2011E	2012E
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
一、营业总收入	2,325,909,410.66	2,833,614,162.22	6,218,083,386.36	5,724,000,000.00	8,386,000,000.00
营业收入	2,325,909,410.66	2,833,614,162.22	6,218,083,386.36		
二、营业总成本	1,540,740,685.28	1,990,434,394.98	4,278,850,712.74	4,091,454,000.00	6,062,569,000.00
营业成本	1,272,643,976.98	1,648,851,194.28	3,430,763,801.01	3,262,680,000.00	4,863,880,000.00
营业税金及附加	136,879,526.74	181,074,791.76	517,856,082.96	486,540,000.00	696,038,000.00
销售费用	37,795,574.64	26,392,416.11	49,173,657.65	8,586,000.00	12,579,000.00
管理费用	88,140,452.21	92,013,316.32	140,682,972.87	297,648,000.00	436,072,000.00
财务费用	21,770,744.49	11,534,212.81	143,102,193.92	36,000,000.00	54,000,000.00
资产减值损失	-16,489,589.78	30,568,463.70	-2,727,995.67	-	-
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益					
投资净收益	1,480,478.16		274,395.19	-	-
四、营业利润	786,649,203.54	843,179,767.24	1,939,507,068.81	1,632,546,000.00	2,323,431,000.00
加：营业外收入	33,617,645.09	97,090.28	21,118,701.04		
减：营业外支出	9,847,151.56	7,473,245.04	17,763,528.21		
其中：非流动资产处置净损失	115,187.58	708,471.21			
五、利润总额	810,419,697.07	835,803,612.48	1,942,862,241.64	1,632,546,000.00	2,323,431,000.00
减：所得税	208,220,871.96	207,639,139.91	510,571,482.97	408,136,500.00	580,857,750.00
六、净利润	602,198,825.11	628,164,472.57	1,432,290,758.67	1,224,409,500.00	1,742,573,250.00
减：少数股东损益	-2,068,560.34	-15,508,012.90	466,085,198.85	61,220,475.00	261,385,987.50
归属于母公司所有者的净利润	604,267,385.45	643,672,485.47	966,205,559.82	1,163,189,025.00	1,481,187,262.50
七、每股收益：			135200	135200	135200
摊薄每股收益	0.61	0.48	0.71	0.86	1.10

数据来源：东北证券整理

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。