

20 July 2011 | 3 pages

滨江集团(002244)

短期业绩下滑，不改长期投资价值

—— 滨江集团(002244)半年报点评报告

戴方

执业证书编号: S1230511010016

86-21-64718888-1219

daifang@stocke.com.cn

投资要点:

■ 多重因素导致短期业绩同比下滑约 4 成

7 月 19 日晚，公司公布 2011 年半年报，公司实现营业收入 8.55 亿元，同比小幅下滑 2.44%，主要源于报告期内公司结算项目较少；实现利润总额 2.6 亿元，同比下滑 21.75%，高于营业收入下滑幅度的 2.44%，主要源于报告期内公司营业税金及附加（同比上升 53.06%）、管理费用（同比上升 63.85%）以及财务费用（同比上升 89.52%）的大幅增加；实现归属上市公司股东的净利润为 1.5 亿元，同比下滑 40.16%，下滑幅度高于利润总额的 21.75%，其中的原因在于作为主力结算的阳光海岸项目少数股东权益较大所致。

■ 业绩保障率环比 1 季度上升 41 个百分点

尽管有杭州商品房限购令的政策环境，报告期内公司销售态势依旧良好，实现销售收入 42.54 亿元，继续大幅增加公司的可结算资源。期末公司预收账款达 165.45 亿元，同比翻番，环比上升 17.27%。依据“（当期营业收入+期末预收账款）/上年营业收入”，我们可得报告期末公司业绩保障率达 280%，较 1 季度末大幅提升了 41 个百分点，未来 2 年公司业绩成长有保障。

■ 产品精准定位与项目跨区域布局

我们认为公司未来成长潜力在于外延式的跨区域布局与内生式的精准产品定位的有机结合，即公司内生的核心竞争力能够在外延式扩张中得到有效复制。从跨区域分布看，公司已经走出杭州，迈向浙江，分别沿着浙赣线和萧甬线呈“人字形”进军，土地储备在 100 万方（权益建筑面积），占比 30% 左右。从精准产品定位竞争力看，报告期内公司良好销售业绩是最好的脚注，作为公司最新高端房代表的城市之星项目大卖 29.77 亿元，与此同时，高性价比楼盘代表的万家星城 1 期项目亦进账 8.18 亿元。

■ 维持“买入”的投资评级

随着 4 季度万家星城 1 期等主力项目进入交房结算，公司业绩将有明显回升，我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.66 元、1.25 元和 1.79 元，当前股价对应的动态 PE 分别为 16.7 倍、8.7 倍和 6.13 倍。尽管公司当前股价处于相对合理水平，但考虑到公司良好的业绩保障率、未来 2 年公司成长性看好以及公司跨区域布局展开夯实发展前景，我们维持公司“买入”的投资评级。

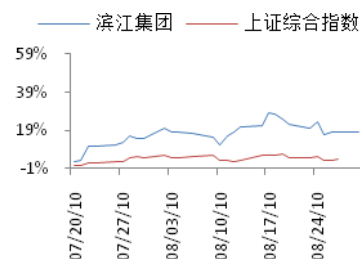
财务摘要（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	6218.08	4514.33	8238.65	10916.21
(+/-)	119.44	-27.40	82.50	32.50
净利润	966.21	894.84	1703.35	2437.51
(+/-)	50.11	-7.39	90.35	43.10
每股收益（元）	0.71	0.66	1.25	1.79
P/E	10.68	16.70	8.77	6.13

评级: 买入

上次评级: 买入

当前价格: ¥11.26

单季度业绩	元/股
1Q/2011	0.18
4Q/2010	0.73
3Q/2010	0.14
2Q/2010	0.05



公司简介

相关报告

1 《销售进入百亿时代 跨区域布局初现_滨江集团(002244)年报点评报告》2011.03.15

2 《巨额预收账款打底，静待公司业绩释放_滨江集团(002244)中报点评报告》2010.08.29

报告撰写人: 戴方

数据支持人: 戴方





附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	28574.78	33048.11	50565.76	51881.08	营业收入	6218.08	4514.33	8238.65	10916.21
现金	3897.24	2257.16	4943.19	5458.11	营业成本	3430.76	2394.96	4370.79	5769.45
应收账款	4.19	28.86	20.41	34.50	营业税金及附加	517.86	338.57	741.48	927.88
其它应收款	1111.32	0.00	1817.00	679.76	营业费用	49.17	50.37	77.94	103.80
预付账款	10120.89	4133.93	21661.50	9925.22	管理费用	140.68	124.36	206.68	287.29
存货	13341.13	26574.79	21989.57	35704.89	财务费用	143.10	283.22	293.33	201.49
其他	100.00	53.36	134.08	78.60	资产减值损失	-2.73	4.90	31.40	16.23
非流动资产	1125.12	911.41	1167.36	1332.74	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.36	0.48	0.64	投资净收益	0.27	0.57	0.34	0.33
固定资产	75.54	63.22	161.59	216.43	营业利润	1939.51	1318.50	2517.36	3610.42
无形资产	141.49	60.14	198.51	281.66	营业外收入	21.12	18.88	18.43	14.63
其他	908.09	787.69	806.78	834.01	营业外支出	17.76	11.69	12.31	13.92
资产总计	29699.90	33959.53	51733.12	53213.83	利润总额	1942.86	1325.69	2523.48	3611.13
流动负债	18300.96	23788.55	38338.28	37495.74	所得税	510.57	331.42	630.87	902.78
短期借款	200.00	17705.92	680.83	19594.04	净利润	1432.29	994.27	1892.61	2708.35
应付账款	439.90	715.28	1097.06	1046.91	少数股东损益	466.09	99.43	189.26	270.83
其他	17661.06	5367.34	36560.39	16854.79	归属母公司净利润	966.21	894.84	1703.35	2437.51
非流动负债	5414.74	3097.39	4518.40	4302.83	EBITDA	2201.32	2076.19	3268.45	4416.02
长期借款	5414.74	3097.39	4518.40	4302.83	EPS（元）	0.71	0.66	1.25	1.79
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
负债合计	23715.70	26885.94	42856.68	41798.57		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1682.66	1782.09	1971.35	2242.19	成长能力				
归属母公司股东权益	4301.54	5291.50	6905.08	9173.08	营业收入	119.44%	-27.40%	82.50%	32.50%
负债和股东权益	29699.90	33959.53	51733.12	53213.83	营业利润	130.02%	-32.02%	90.93%	43.42%
					归属母公司净利润	50.11%	-7.39%	90.35%	43.10%
					获利能力				
					毛利率	44.83%	46.95%	46.95%	47.15%
					净利率	23.03%	22.02%	22.97%	24.81%
					ROE	23.93%	14.06%	21.32%	23.73%
					ROIC	15.54%	5.69%	17.53%	9.30%
					偿债能力				
					资产负债率	79.85%	79.17%	82.84%	78.55%
					净负债比率	102.63%	309.41%	77.83%	227.58%
					流动比率	1.56	1.39	1.32	1.38
					速动比率	0.83	0.27	0.75	0.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.26	0.14	0.19	0.21
					应收帐款周转率	585.21	273.13	334.40	397.58
					应付帐款周转率	7.18	4.15	4.82	5.38
					每股指标(元)				
					每股收益	0.71	0.66	1.25	1.79
					每股经营现金	0.29	-12.78	13.55	-13.30
					每股净资产	4.43	5.19	6.51	8.37
					估值比率				
					P/E	10.68	16.70	8.77	6.13
					P/B	2.40	2.82	2.16	1.63
					EV/EBITDA	6.47	17.57	5.82	8.57
现金流量表									
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	398.68	-17281.06	18320.91	-17985.99					
净利润	1432.29	994.27	1892.61	2708.35					
折旧摊销	0.00	15.84	39.70	57.59					
财务费用	143.10	283.22	293.33	201.49					
投资损失	-0.27	-0.57	-0.34	-0.33					
营运资金变动	-1013.43	-18687.76	16117.22	-20929.51					
其它	-163.01	113.93	-21.62	-23.56					
投资活动现金流	-375.23	84.50	-273.69	-199.07					
资本支出	76.09	-93.47	233.10	140.18					
长期投资	0.00	-0.36	-0.12	-0.16					
其他	-299.14	-9.33	-40.72	-59.06					
筹资活动现金流	1792.36	-1949.44	1663.90	-213.24					
短期借款	200.00	0.00	0.00	0.00					
长期借款	1323.06	-2317.35	1421.01	-215.57					
其他	269.30	367.90	242.90	2.33					
现金净增加额	1815.81	-19146.00	19711.12	-18398.30					

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

