

买入 维持
滨江集团 (002244)
2011 年 7 月 20 日

资金充裕，中长期价值高

房地产行业分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747
联系人：贾亚童
jiayt@htsec.com
021-23219421

投资建议：

公司上半年实现销售金额 42 亿，完成了销售任务的 43%。截止报告期末，预收账款 165.45 亿元，占负债总额 62.33%。公司财务安全性明显，有息负债率仅为 30%。受项目结算较少影响，公司上半年每股收益较去年同期下降 42%。与此同时，公司预计 1-9 月归属母公司净利润同比下降 60%-80%。我们认为公司资金安全性好、业绩锁定性高且潜在释放能力强，从中长期看依旧具备明显投资价值。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 0.81 和 1.23 元。截至 7 月 19 日，公司收盘于 11.26 元，对应 2011 年 PE 为 13.90 倍，2012 年 PE 为 9.15 倍，对应的 RNAV 为 14.18 元。由于公司经营优势明显，我们给予公司适度溢价。按照 17 倍市盈率计算，对应目标价格 13.77 元，维持“买入”评级。

主要内容：

1. 结算原因造成上半年营业收入小幅回落。2011 年上半年公司完成营业收入 8.55 亿元，同比下滑 2.44%；实现营业利润 2.57 亿元，同比下滑 18.23%；归属于上市公司所有者净利润 1.49 亿元，同比下滑 40.16%。实现基本每股收益 0.11 元，比去年同期减少 42%。造成归属于上市公司净利润下滑的原因主要是上半年阳光海岸项目少数股东损益较大所致。

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	1H2010	1H2011	Ppt	2010	海通分析
毛利率	51.23	52.59	1.35	44.83	
净利率	28.81	22.05	-6.76	23.03	
资产负债率	80.49	80.78	0.29	79.85	
有息负债率	44.05	30.12	-13.92	37.95	公司稳健经营，上半年没有大规模投资情况
三项费用占收入比	8.48	12.86	4.38	5.35	
ROE	7.16	3.46	-3.70	25.08	
(百万元)	1H 10	1H 11	YOY%	2010	
总资产	22587.26	32663.88	44.61%	29699.90	
净资产	4407.68	6278.66	42.45%	5984.20	
货币现金	761.63	1569.00	106.01%	3897.24	
预收账款	8230.98	16545.28	101.01%	12443.83	上半年收到相应的销售房款
经营活动现金流净额	-2311.84	-2812.48	21.66%	198.61	

资料来源：公司公告、海通证券研究所

截止报告期末，公司资产总额 326.63 亿元，负债总额 263.85 亿元，资产负债率为 80.79%。预收账款 165.45 亿元，占负债总额 62.33%，预收账款将随着项目的竣工结算转为本公司的主营业务收入。在负债结构上，短期借款和一年内到期的非流动负债 99.4 亿元，占负债总额的 37.67%，短期偿债压力不大。上半年经营活动净现金流量为-2.81 亿元，每股经营活动净现金流为-2.08 元。

公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比（百万元）

	1H 2010	1H 2011	YOY%	海通分析
一、营业总收入	876.65	855.27	-2.44%	
二、营业总成本	561.01	598.85	6.75%	
营业成本	427.50	405.50	-5.15%	
营业税金及附加	59.22	90.64	53.06%	主要系新城时代广场、金色蓝庭项目完成土地增值税清算所致。
销售费用	21.12	20.32	-3.78%	
管理费用	43.48	71.24	63.85%	公司随着异地项目的大量增加，短期内导致人员及办公费用等相关支出增加较多所致
财务费用	9.71	18.40	89.52%	主要由于人民银行基准利率连续上调，房地产行业资金成本大幅提高所致。
资产减值损失	-0.01	-7.25	55887.27%	坏账损失计提增多
投资净收益	0.00	1.53		
三、营业利润	315.64	257.95	-18.28%	
加：营业外收入	20.10	7.45	-62.94%	收到杭州市江干区财政局的上市财政资助款减少
减：营业外支出	3.34	5.29	58.56%	
四、利润总额	332.40	260.10	-21.75%	
减：所得税	79.81	71.50	-10.42%	
五、净利润	252.59	188.61	-25.33%	
减：少数股东损益	2.30	38.84	1590.34%	阳光海岸项目少数股东损益较大所致。
归属母公司净利润	250.29	149.77	-40.16%	主要系所实现净利润中阳光海岸项目少数股东损益较大所致。
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	0.19	0.11	-42.11%	主要系所实现净利润中阳光海岸项目少数股东损益较大所致

资料来源：公司公告、海通证券研究所

公司预计 2011 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比下降幅度在 60%-80%之间。

2. 上半年公司销售情况良好，后期可售资源多：上半年公司完成销售额 42.54 亿元，完成全年 100 亿销售目标的 43%。在我们所统计的一线上市企业中，公司销售达标情况中等偏上。公司城市之星项目在 3、4 月夺得杭州市单月销售冠军。

表 3 2011 年上半年公布销售业绩的地产企业销售目标完成情况

	2011 上半年销售额 (亿元)	海通预计 2011 年销售额 (亿元)	目标完成率
万科	644	1200	53.68%
保利地产	385	850	45.29%
金地集团	105	400	26.25%
招商地产	100	200	50.00%
首开股份	57	149*	38.52%
滨江集团	43	100	42.53%

资料来源：CRIC、海通证券研究所（*其中首开股份的 2011 年初销售目标为 2010 年的销售额）

金色黎明一期近期有望入市，该项目大约可贡献 40 亿元销售额。除金色黎明一期外，下半年金色黎明二、三期，曙光之城，湘湖一号等项目也将伺机陆续上市，以上项目约可贡献 150 亿元以上销售额。

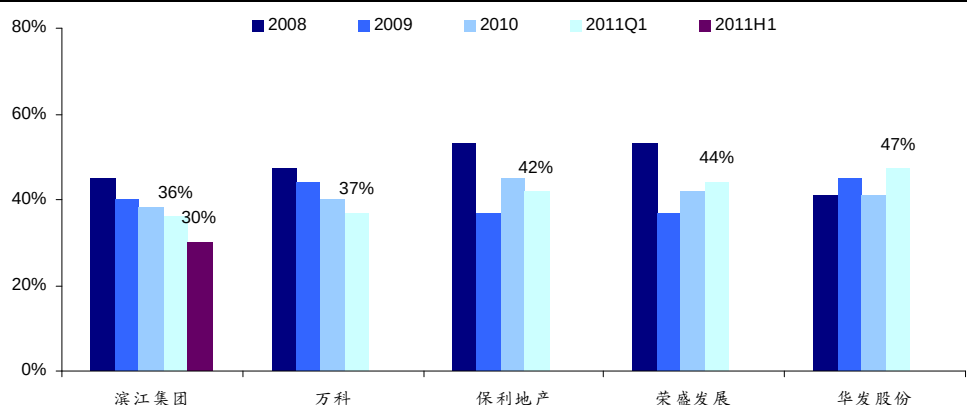
表 4 公司下半年年预计推盘项目

项目名称	开工时间	地上建筑面积（万平）	装修水平
金色黎明一期	2010.09	17	毛坯
曙光之城	2011.06	13	精装修
湘湖壹号	2010.12	23	精装修
金色黎明二、三期	2011.06	28	精装修

资料来源：公司公告、海通证券研究所

3. 财务稳健，有息负债率仅为 30%。报告期末公司有息负债率仅为 30%，不仅处于公司上市以来低点，在全国一线开发商中也具备优势。优异的财务表现将为公司后期应对市场变化增加更多灵活性。目前公司土地储备较为充足，因此上半年并未拿地。此外上半年杭州推地较少，且土地市场价格没有明显回落，也是公司拿地谨慎的原因。

图 1 部分 A 股地产公司有息负债率



资料来源：公司公告、海通证券研究所

考虑到下半年杭州供地量将有放大，且公司当前资金充足，我们预计公司后期在土地市场上依旧会有所作为。按照公司年初制定计划，2011 年计划新增土地储备 100 亿元。

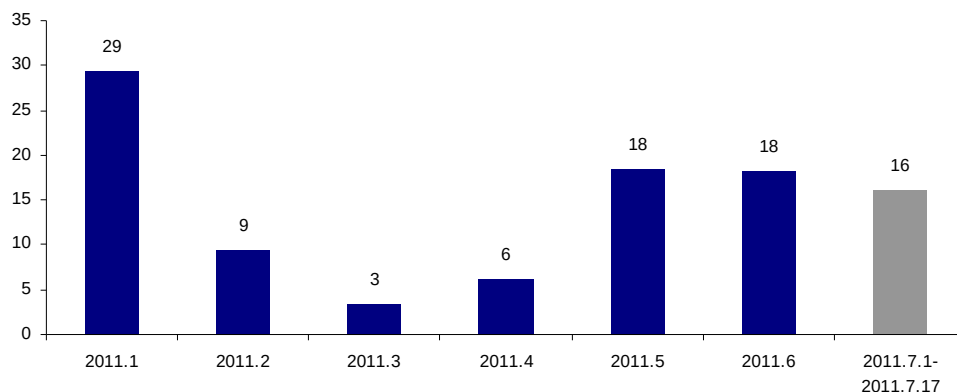
表 5 公司拿地上较多“后程发力”

	上半年拿地	下半年拿地
2008	2008.6.18 合作取得东方海岸项目	2008.9.16 取得万家星城项目
2009		2009.7.28 取得金色黎明二、三期项目 2009.9.8 取得金色黎明一期项目 2009.11.03 合作取得上虞金色家园项目 2009.12.25 取得曙光之城项目
2010	2010.2.5 合作取得衢州月亮湾项目 2010.3.23 合作取得衢州春江月项目	2010.8.21 取得湘湖一号项目 2010.9.7 取得绍兴金色蓝庭项目 2010.9.26 取得凯旋门公寓项目 2010.10.19 取得上虞城市之星项目 2010.11.25 取得西溪明珠项目 2010.12.21 取得上虞金色蓝庭项目 2010.12.22 取得金华金色蓝庭项目

资料来源：公司公告、海通证券研究所

4. 杭州市场仍值得期待：受调控影响，杭州市上半年整体销售情况比较清淡，月均成交面积处于近五年来最低点。2011 年 2、3、4 月单月成交均在 10 万平方米以下。但从当月去化率方面看，2011 年月平均去化率达到了 59%，远高于 2008 年低谷时期的 40%。

图 2 杭州市年初至今的成交情况（单位：万平）



资料来源：CREIS、海通证券研究所

造成成交量低迷的主要原因是上半年开发商推盘量较小，处于近五年来最低点。预计后期随着开发商推盘量放大，成交量将会进一步回升。截止 7 月 17 日杭州市已成交 16 万平，预计到月底将会超越 5、6 月份的 18 万平。公司下半年所推项目大部分集中在杭州地区，市场整体趋势将影响后期去化速度。

表 6 杭州市近四年月均成交和推盘情况

	销售面积（万平）	批准上市面积（万平）	平均单月去化率
2008 年月平均	17.66	44.06	40.08%
2009 年月平均	51.41	35.31	145.59%
2010 年月平均	24.24	36.40	66.59%
2011 年月平均	14.18	23.84	59.48%

资料来源：CEIC、海通证券研究所（单月去化率=月均销售面积/月均批准上市面积）

5. 代建模式有望成为后期新亮点：公司报告期内获取代建项目 1 个。根据公司公告，该代建开发不是简单的建设施工，而是包含前期设计，工程管理，成本管理，项目销售，竣工交付的全程代开发。公司首次在商品房领域跳出投资商与开发商合一的传统模式，开始尝试投资与开发分离的“美国模式”。我们认为这是公司品牌与开发实力的显示，同时也是公司一次非常有益的尝试。在国内目前限购，限贷，限价的“三限”环境下，“美国模式”以其轻资产运营的特点，有助于保持开发商的竞争力；可以在不增加开发商资金的情况下开拓新的盈利渠道。

6. 今年结算资源相对较少，业绩爆发期在明后年。根据公司在 2010 年年报中所披露的施工进度，预计公司 2011 年新增可结算资源只有万家星城一期。由于公司 2011 年结算资源相对较少，因此预计全年业绩增长相对温和。按照竣工计划，公司从 2012 年开始进入项目集中结算期。公司业绩从明年开始有望出现连续高增长。

表 7 公司竣工计划表

	2011	2012	2013	2014	2015
竣工项目	万家星城一期	绍兴金色家园 万家星城二、三期 上虞金色家园 衢州春江月	城市之星 湘湖壹号 金色黎明一期 曙光之城	杭汽发项目 金色黎明二、三期 上虞城市之星	衢州月亮湾
建筑面积合计 (万平)	15	50	75	79	25

资料来源：公司公告、海通证券研究所

7. 投资建议：白马本色十足，维持“买入”评级。我们认为公司运营稳健，具备后续爆发潜力，属于业内少有的白马公司。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 0.81 和 1.23 元。截至 7 月 19 日，公司收盘于 11.26 元，对应 2011 年 PE 为 13.90 倍，2012 年 PE 为 9.15 倍，对应的 RNAV 为 14.18 元。按照 17 倍市盈率计算，对应目标价格 13.77 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。二、三线非限购城市存在限购风险。

相关报告：

滨江集团（002244）公告点评：开始尝试“美国模式”**买入**维持	2011 年 6 月 24 日
滨江集团(002244)调研简报：高业绩锁定带来长期投资价值**买入**维持	2011 年 5 月 25 日
滨江集团（002244）2010 年年报点评：用足够的资金安全应对调控**买入**提高	2011 年 3 月 16 日
滨江集团(002244)跟踪报告：“单价地王”将考验公司后期把控能力**增持**维持	2010 年 11 月 26 日

表 8 重点地产上市公司半年报汇总（截至 7 月 19 日）

公司名称	收盘价	总市值	每股预收 账款	有息 负债率	全年 开工计划	全年 竣工计划	上半年签约 销售金额	海通预计 全年销售	公司预计 1-9 月业绩
	元/股	亿元	元/股	(%)	万平	万平	亿元	亿元	
广宇集团	5.71	28	4.62	37.14	60（维持）	26（维持）	6.89	20（下调）	同比下降幅度小于 50%
滨江集团	11.26	152	12.24	30.12			42.53	100	同比下降幅度在 60%-80%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

损益表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2,326	2,834	6,218	6,113	8,656	13,087
增长率 (%)	-11.6	21.8	119.4	-1.7	41.6	51.2
营业成本	-1,273	-1,649	-3,431	-2,202	-3,875	-5,359
营业成本/销售收入 (%)	54.7	58.2	55.2	36.0	44.8	40.9
毛利	1,053	1,185	2,787	3,911	4,782	7,728
毛利率 (%)	45.3	41.8	44.8	64.0	55.2	59.1
营业税金及附加	-137	-181	-518	-1,776	-1,553	-1,989
营业税金及附加/销售收入 (%)	5.9	6.4	8.3	29.1	17.9	15.2
营业费用	-38	-26	-49	-122	-209	-317
营业费用/销售收入 (%)	1.6	0.9	0.8	2.0	2.4	2.4
管理费用	-88	-92	-141	-306	-580	-654
管理费用/销售收入 (%)	3.8	3.2	2.3	5.0	6.7	5.0
息税前利润 (EBIT)	790	885	2,080	1,707	2,439	4,768
EBIT/销售收入 (%)	34.0	31.2	33.4	27.9	28.2	36.4
财务费用	-22	-12	-143	-271	-249	-274
财务费用/销售收入 (%)	0.9	0.4	2.3	4.4	2.9	2.1
资产减值损失	16	-31	3	1	-1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	78
投资收益	1	0	0	0	0	0
投资收益/税前利润 (%)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	787	843	1,940	1,437	2,188	4,573
营业利润率 (%)	33.8	29.8	31.2	23.5	25.3	34.9
营业外收支	24	-7	3	0	0	0
税前利润	810	836	1,943	1,437	2,188	4,573
利润率 (%)	34.8	29.5	31.2	23.5	25.3	34.9
所得税	-208	-208	-511	-330	-503	-1,052
所得税率 (%)	25.7	24.8	26.3	23.0	23.0	23.0
净利润	602	628	1,432	1,106	1,685	3,521
少数股东损益	-2	-16	466	11	20	46
归属于母公司的净利润	604	644	966	1,095	1,665	3,476
净利率 (%)	26.0	22.7	15.5	17.9	19.2	26.6

现金流量表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	602	628	1,432	1,106	1,685	3,521
少数股东损益	0	0	0	11	20	46
非现金支出	10	58	29	23	23	24
非经营收益	35	4	-9	317	332	234
营运资金变动	-2,451	-790	-1,253	403	-3,487	-1,909
经营活动现金净流	-1,803	-99	199	1,861	-1,428	1,916
资本开支	29	33	87	0	7	10
投资	79	0	-124	10	0	0
其他	-11	0	-678	0	0	78
投资活动现金净流	39	-33	-889	10	-7	68
股权募资	1,429	240	523	0	0	0
债权募资	1,296	733	2,003	-200	0	0
其他	-241	-331	403	-327	-312	-312
筹资活动现金净流	2,484	642	2,929	-527	-312	-312
现金净流量	720	510	2,238	1,344	-1,747	1,672

资料来源：公司公告、海通证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,150	1,658	3,897	5,230	3,463	5,089
应收款项	22	17	4	48	69	104
存货	5,865	10,820	13,341	11,251	13,967	13,688
其他流动资产	6,373	5,929	11,332	7,551	15,241	21,071
流动资产	13,410	18,424	28,575	24,080	32,740	39,953
流动资产/总资产 (%)	96.2	96.9	96.2	95.7	96.9	97.5
长期投资	195	189	488	189	189	189
固定资产	93	174	255	164	153	144
固定资产/总资产 (%)	0.7	0.9	0.9	0.7	0.5	0.4
无形资产	142	146	142	189	184	179
非流动资产	492	587	1,125	782	746	732
非流动资产/总资产 (%)	3.5	3.1	3.8	3.1	2.2	1.8
资产总计	13,934	19,011	29,700	25,165	33,791	40,989
短期借款	1,373	47	727	527	527	527
应付款项	7,283	11,054	17,401	12,918	20,163	24,412
其他流动负债	-216	-384	163	-789	-1,093	-1,666
流动负债	8,439	10,717	18,291	12,656	19,597	23,273
长期贷款	2,033	4,092	5,415	5,415	5,415	5,415
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	10,480	14,815	23,716	18,071	25,012	28,688
普通股股东权益	2,886	3,403	4,302	5,400	7,065	10,541
少数股东权益	569	793	1,683	1,694	1,714	1,760
负债股东权益合计	13,934	19,011	29,700	25,165	33,791	40,989

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标(元)						
每股收益	0.581	0.476	0.718	0.810	1.232	2.571
每股净资产	2.775	2.517	3.182	3.994	5.226	7.796
每股经营现金净流	-1.733	-0.073	0.147	0.595	-0.466	0.602
每股股利	0.000	0.050	0.070	0.000	0.000	0.000
回报率 (%)						
净资产收益率	20.9	16.3	22.6	20.3	23.6	33.0
总资产收益率	4.3	3.4	3.3	4.3	4.9	8.5
投入资本收益率	9.5	14.8	26.9	22.4	22.0	36.8
增长率 (%)						
营业总收入增长率	-11.6	21.8	119.4	-1.7	41.6	51.2
EBIT增长率	6.0	12.0	134.9	-17.9	42.9	95.5
净利润增长率	32.5	6.5	50.7	12.8	52.1	108.7
总资产增长率	70.6	36.4	56.2	-15.3	34.3	21.3
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	4.1	2.5	3.0	2.9	2.9	2.9
存货周转天数	1,622.1	1,846.8	1,148.3	1,862.6	1,314.3	931.3
应付账款周转天数	380.9	487.5	452.0	463.8	459.9	461.2
固定资产周转天数	15.3	11.3	4.6	3.8	1.9	0.9
偿债能力 (%)						
净负债/股东权益	65.3	59.1	37.5	10.0	28.2	6.9
EBIT利息保障倍数(倍)	36.3	76.8	14.5	6.3	9.8	17.4
资产负债率	75.2	77.9	79.9	71.8	74.0	70.0

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。