

未来业绩增长锁定

增持调低

目标价格: 12.5 元

投资要点:

- 中报盈利不佳, 但销售业绩稳定增长。
- 代建业务模式初步发展, 前景看好。
- 即将步入结算期, 项目未来收益可观。

报告摘要:

- 结算不平衡, 中报盈利下滑。**报告期内, 公司实现营业收入 85,527 万元, 较上年同期下降了 2.44%; 实现利润总额 26,010 万元, 下降 21.75%, 其中归属于母公司所有者的净利润 14,977 万元, 下降 40.16%。报告期内 EPS 为 0.11 元。公司中报显示, 上半年业绩较低的主要原因是房地产开发业务结算不平衡。受交付周期影响, 预计前三季度公司仅阳光海岸、金色蓝庭等部分尾盘交付, 而 2010 年前三季度公司项目有新城时代广场及万家花城尾盘交付, 故预计公司 2011 年 1-9 月业绩较上年同期有较大的下降, 其中归属于母公司所有者的净利润预期下降幅度为 60-80%。
- 淡季中销售业绩稳定增长。**由于受到上半年的限购政策以及紧缩货币政策的影响, 杭州的房地产市场处于销售的淡季, 但在这样的环境下, 公司报告期的销售业绩还是实现了稳定的增长。预收款项为 165.26 亿元, 较年初增长 32.96%, 主要是因为城市之星、万家星城等项目销售业绩稳定。上半年公司项目累计实现销售金额 42.54 亿元, 其中城市之星项目实现销售金额 29.77 亿元, 万家星城项目实现销售金额 8.18 亿元, 其它项目实现销售合同金额 4.58 亿元。
- 盈利预测与估值。**预测公司 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.736 元、1.39 元、2.41 元, 按 8 月 10 日的公司收盘价为 10.22 元计算, 对应的市盈率分别为 13.81 倍、7.35 倍、4.24 倍, 按 2012 年 10 倍市盈率估值, 未来 6 个月的目标价格为 12.5 元, 给予“增持”评级。

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入 (百万)	2,833.61	6,218.08	4,211.11	8208.79	13,521.93
增长率 (%)	21.83	119.44	-32.27	94.93	81.5
归属母公司股东的净利润(百万)	643.67	966.21	1,001.96	1888.02	3278
增长率 (%)	6.52	50.11	3.7	88.43	73.62
每股收益-摊薄	0.4761	0.7146	0.736	1.39	2.41
市盈率	30.39	15.79	13.81	7.35	4.24

中小市值上市公司研究组

房地产行业

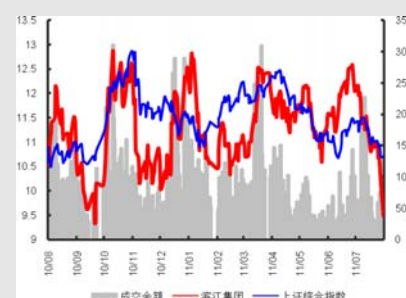
分析师:

王凤华 (S1180511010001)

电话: 010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源: Wind

公司 2011 中报数据

基本每股收益	0.11
摊薄每股收益	0.11
每股净资产	3.22
净资产收益率	3.45%
净利润增长率	-21.75%
发行股数 (百万)	1,352
流通股 (%)	22
流通股市值 (百万)	3,040
8 月 10 日收盘价 (元)	10.22

数据来源: Wind

相关研究

《运营能力强, 两年业绩高增长锁定——滨江集团调研报告——王凤华》2011 年 5 月 16 号

代建业务模式初步发展，成为公司未来发展亮点。公司目前拥有 3 个代建项目，建筑面积为 628,886.83 平方米，其中保障房代建项目 1 个，建筑面积为 198,623.98 平方米；商业代建项目两个，建筑面积为 430,262.85 平方米。品牌代建业务作为房地产公司的一种新的业务模式，具有很多的优势：1、不需要垫付项目资金，有效减少和控制公司风险。2、在房地产市场不景气的现状下，帮助公司扩展业务范围，增加盈利。3、利用公司品牌获取品牌管理费用，实现品牌无形资产的变现。4、使房地产开发业务与拿地招标相分离。代建业务将改变房地产企业的盈利模式，成为公司未来发展的亮点。

风险提示

三季度仍然存在结算不足的压力；代建项目作为新的项目模式，其发展是否符合预期以及委托方的选择等都存在一定的风险；房地产市场继续低迷导致消费者观望、达不到销售预期的风险。

公司重点项目分析

万家星城。公司 2011 年的营业收入主要集中在 4 季度万家星城一期项目结算的 29.2 亿元，该项目总占地面积约 19 万平方米，总建筑面积近 70 万平方米，是滨江集团杭州核心区超大型品质住区。其中一期、二期已经基本售完，预计一期在今年年底交付，二期、三期在 2012 年和 2013 年交付，预计结算收入将达到 74.3 亿元，保证公司在未来业绩的增长。

城市之星。公司项目位于钱江新城核心区域，楼盘具有酒店式公寓的投资属性、市中心 CBD 稀缺地段的优势，另外加上滨江集团合理定价的推动，目前去化率已经超过 8 成，销售速度非常快。项目将于 2013 年 6 月开始交付，预计 2013 年结算收入将达到 63.3 亿元。

金色黎明。该项目位居城东新城，2011 年下半年会推出首批 250 多套住宅，近 3 万方面积，全部一期工程约 17 万方年内将达到预售条件，预计均价约 22,000 元，低于市场原先预期的 24,000 元左右，有较高的认购预期。金色黎明一期将在 2013 年交付使用，预计结算收入 15 亿元。

另外在 2012 年即将交付的重点项目还有上虞、衢州、绍兴项目，预计交付金额 19.6 亿元。

表 1：重点项目交付结算收入一览表(亿元)

项目名称	2011E	2012E	2013E
万家星城一期	29.2		
万家星城二期		25	
万家星城三期		21.5	27.8
湘湖项目			14.7
衢州、上虞、绍兴项目		19.6	
金色黎明一期			15
城市之星			63.6

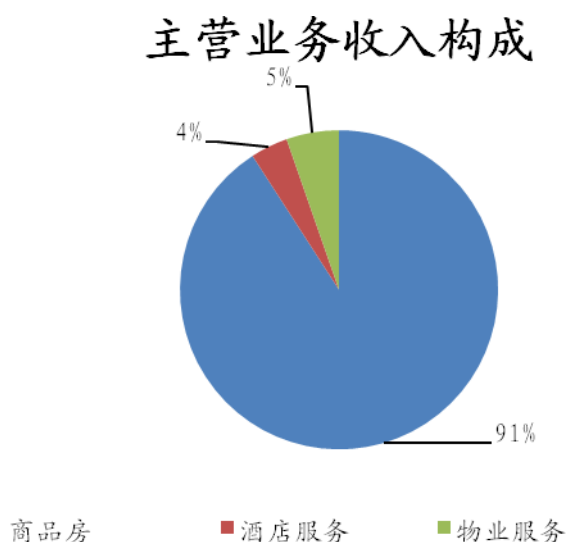
资料来源：宏源证券 公司公告

主营业务收入分析

从公司的中期报告中可以看出,公司的主营业务主要分布在商品房、酒店服务和物业服务,其中商品房业务的收入为 74,43.70 万元,占上半年全部主营业务收入的 91%,其毛利率为 53.07%;酒店服务的营业收入为 3,116.79 万元,占主营业务的比例为 4%,毛利率为 51.99%,物业服务营业收入为 4,365.72,占比为 5%,该业务的毛利率达到 24.71%。

从主营业务的分布地区看,杭州地区占了 99.75%,而衢州地区仅占了 0.25%,主营业务存在明显的地区集中特点,虽然近几年公司在绍兴、衢州、金华等地储备了几个项目,但仍在建设阶段,预期 2012 年才可以交付。公司正逐渐发展杭州市外的项目,扩展外地市场,降低市场集中度过高的风险。

图 1: 主营业务收入构成



资料来源: 宏源证券 公司中报

财务指标分析

从公司最近几年的营业收入中可以看出,公司的业绩波动比较大,主要是因为房地产行业的结算不平衡。2010 年结算项目主要来自阳光海岸、金色蓝庭、新城时代广场、千岛湖别墅及万家花城二期等项目,而 2011 年公司仅阳光海岸、金色蓝庭等部分尾盘以及四季度万家星城一期等项目交付。同时,由于 2011 年房地产限购令的施行及紧缩货币政策的影响,使得房地产市场迎来销售淡季,大多数消费者保持观望,因此 2011 年的财务分析显示,营业收入预计下降 32.27%,但利润仍然可以保持小幅的增长。

公司的销售毛利率和销售净利率最近几年来都比较稳定,只有小幅的波动,销售毛利率维持在 44%左右,即使市场不景气的状态下,公司仍然能够将销售利润控制在一定的范围内,并且随着公司进入结算期、代建业务模式的发展等利好因素的影响起作用,公司的盈利预期将大幅增长。

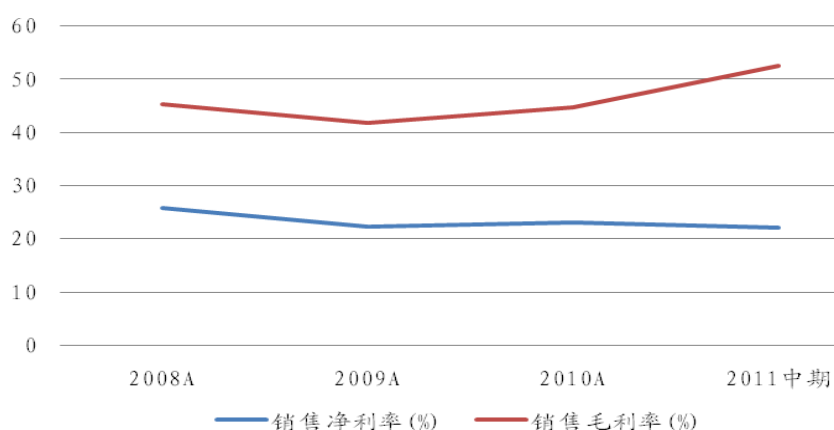
表 2: 近三年主要财务指标

滨江集团	2008A	2009A	2010A	2011 中期	2011E
营业总收入(百万)	2,325.91	2,833.61	6,218.08	855.27	4,211.11

元)					
同比增长率(%)	-11.58	21.83	119.44	-2.44	-32.27
净利润(百万元)	604.27	643.67	966.21	149.77	1,001.96
同比增长率(%)	32.51	6.52	50.11	-40.16	3.7
销售毛利率(%)	45.28	41.81	44.83	52.59	
销售净利率(%)	25.89	22.17	23.03	22.05	

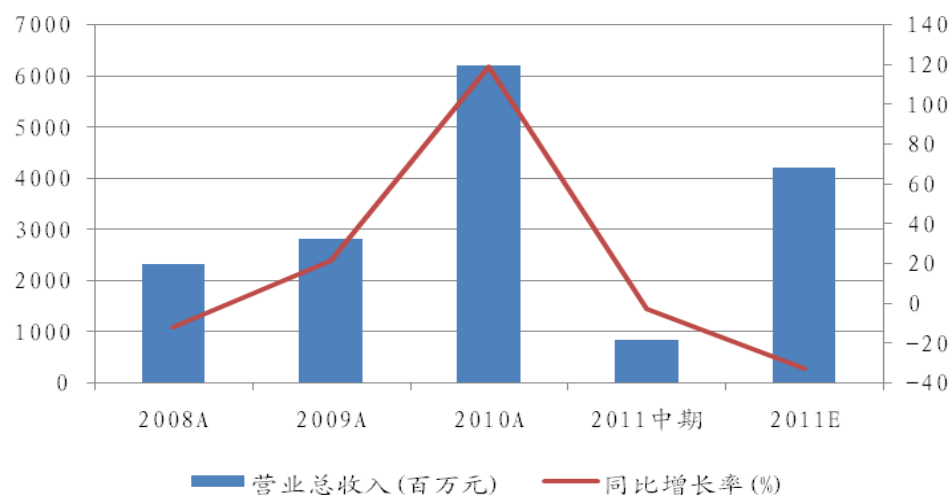
资料来源：宏源证券 Wind

图 2：销售毛利率与净利率



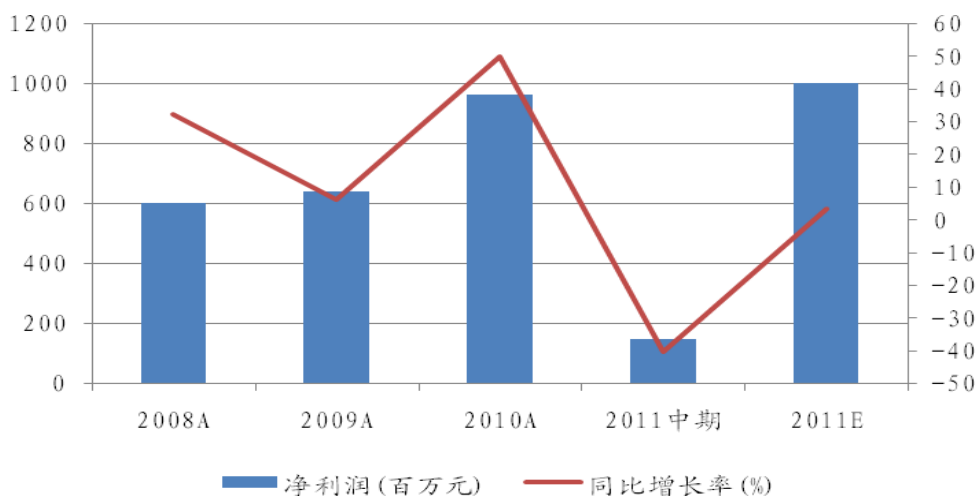
资料来源：宏源证券 Wind

图 3：近三年营业收入及增长情况



资料来源：宏源证券 Wind

图 4: 近三年净利润及增长情况



资料来源: 宏源证券 Wind

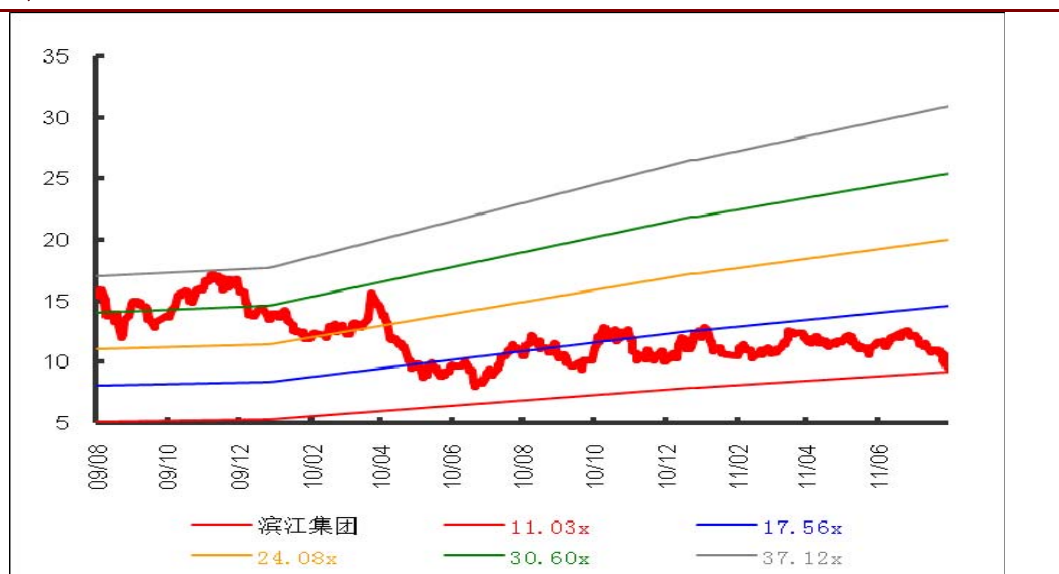
盈利预测与估值

由于房地产公司存在资金结算不平衡的特点,故 2011 年的整体盈利能力相对 2010 年有所下降,但是从公司公告的商品房项目存货交付期来看,2012 年和 2013 年将有大批的项目进入结算期,会促进公司业绩爆发式增长。

根据我们的业绩估值模型,预测公司 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.736 元、1.39 元、2.41 元,按 8 月 9 日的公司收盘价为 10.22 元计算,对应的市盈率分别为 13.81 倍、7.35 倍、4.24 倍;根据历史 PE/PB 估值区间分析,按 2012 年 10 倍市盈率估值,未来 6 个月的目标价格为 13.9 元,调低投资评级至“增持”评级。

公司的历史 PE 估值区间

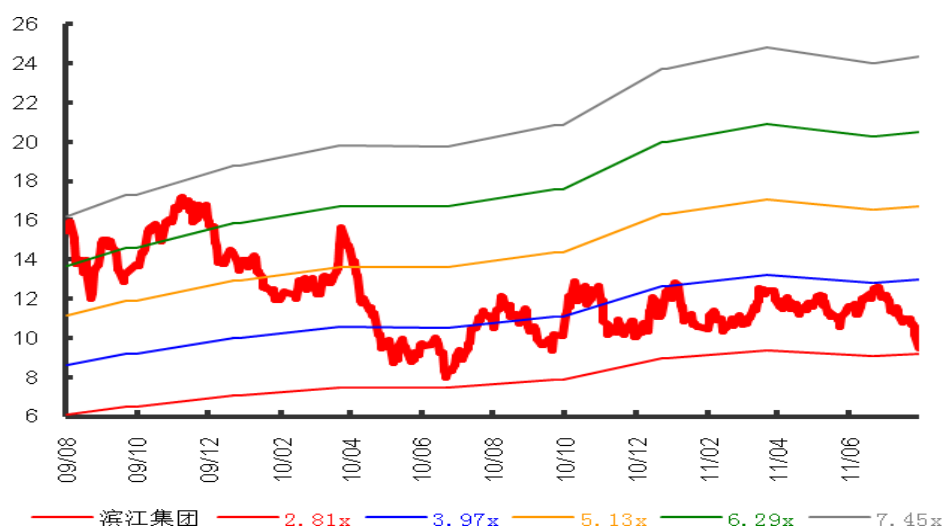
图 5: PE-Bands



资料来源: 宏源证券 Wind

公司的历史 PB 估值区间

图 6: PB-Bands



资料来源: 宏源证券 Wind

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所高级策略研究员, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、电力设备新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。