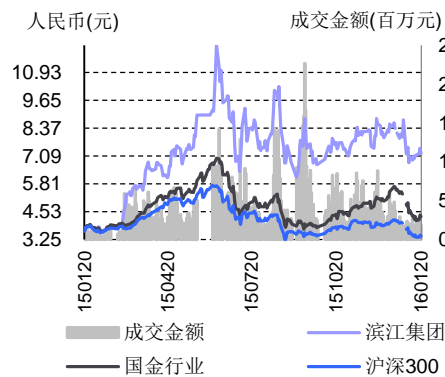


市场价格 (人民币): 6.94 元  
 目标价格 (人民币): 8.40-9.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,295.46
总市值(百万元)	19,495.84
年内股价最高最低(元)	12.18/3.65
沪深 300 指数	3174.38
深证成指	10366.85



### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.521	0.307	0.422	0.564	0.794
每股净资产(元)	5.38	5.89	6.60	7.77	9.46
每股经营性现金流(元)	0.30	-0.97	2.45	0.91	2.56
市盈率(倍)	13.52	26.22	18.87	12.31	8.74
行业优化市盈率(倍)	84.30	71.12	71.12	71.12	71.12
净利润增长率(%)	11.39%	-41.21%	37.60%	53.34%	40.83%
净资产收益率(%)	19.37%	10.41%	12.78%	16.66%	19.27%
总股本(百万股)	2,704.00	2,704.00	2,704.00	3,104.00	3,104.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 积极布局跨界转型投资领域:** 2016年1月26日公司发布公告,与浙江普华天勤股权投资公司合作设立某管理公司,公司将投入资金9,990万元与该管理公司合作设立滨江普华基金,投资方向以国内成长期互联网创业方向为主。自去年初以来,公司不断开展“互联网+”等新兴产业投资方向的探索,期间分别通过增资或合作的方式拆资合计1.9亿投资沃安供应链管理有限公司、三仁焱兴投资及和金丹丰股权投资,进一步深化向互联网产业的拓展。去年6月,公司控股股东滨江控股向天堂硅谷协议转让其持有的1.08亿股上市公司股份(占总股本8%)。公司将利用天堂硅谷国内外渠道资源以全球化视野优选并购互联网+等标的,天堂硅谷可给公司提供股权并购的咨询顾问,协助公司设立并购基金对标的进行并购等。此外,公司利用自身品牌和客户优势积极布局生活房地产,包括生鲜产品的种植配送服务等等。
- 受益杭州市场回暖、进入上海及境外市场:** 公司2015年全年销售额233亿(包括代建项目),同比大增48.4%,市占率高居杭州第二,其中武林一号单盘就贡献了55亿元。随着杭州市G20的召开和亚运会的筹备,短期来看杭州市场不必悲观。公司2015年成功进入上海,通过与平安不动产旗下的深圳联新投资合作取得宝山区祁连社区项目(公司投资比例为30%,项目建面12万方)。另外,公司在2015年先后出资7040万美元投资纽约和西雅图地产项目,开启全球化资产配置,业务布局的优化将逐步改观过去公司对单一市场的依赖。
- 定增获证监会批复、财务状况明显优化:** 公司2015年三季度末净负债率24.8%,扣预收款后的资产负债率31.4%,较年初分别降29.9和9.3个百分点,短期偿债倍数大幅上升至2.35倍,财务状况改善明显。公司目前有息负债约40亿元,综合资金成本在7%以下。公司融资渠道不断拓展,近期公司30亿公司债和28亿定增相继获批,主要用于现有地产项目开发及置换银行贷款。公司的资金实力是后续推动转型和跨领域布局的坚实基础。
- 大股东罕见持续增持、彰显对未来的信心:** 2016年1月以来,公司控股股东滨江控股于11日起分别五次通过二级市场增持公司股份合计1933.09万股(占公司股份总额的0.73%),增持金额合计1.32亿,增持均价6.83元/股。本次增持是大股东08上市以来首次公开增持,彰显了大股东对公司未来发展的信心。

### 投资建议

- 公司 15 年销售额大幅增长，1 月 8 日获批的定增发行价格不低于 6.76 元，其后大股东持续增持公司股份。我们预计公司 15-17 年实现 EPS 分别为 0.42、0.56 及 0.79 元，当前股价对应 16 年业绩仅为 12 倍，首次覆盖给予买入评级。

### 风险提示

- 杭州房地产市场不及预期、新业务探索不畅等。

## 内容目录

基本情况介绍.....	4
业绩增长有基础.....	4
区域市场回暖明显.....	4
财务指标明显改善.....	6
积极布局跨界转型领域.....	7
探索轻资产运营模式.....	9
拓展物管、养老和生活房地产.....	10
大股东持续增持彰显信心.....	11
估值分析.....	11
投资建议.....	12
风险提示.....	12

## 图表目录

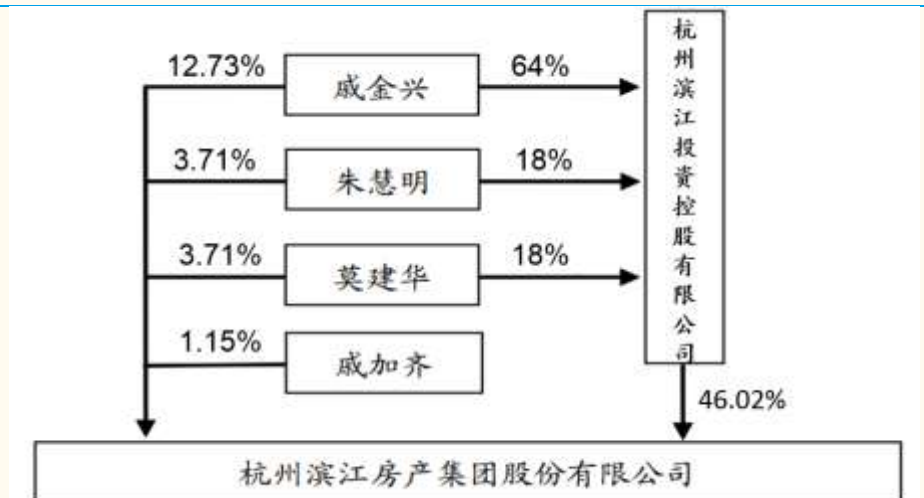
图表 1: 公司股权结构图.....	4
图表 2: 杭州商品住宅去化周期大幅回落.....	5
图表 3: 杭州商品住宅销量持续走高.....	5
图表 4: 公司地产项目布局.....	5
图表 5: 14 年以来拿地区域分布 (按权益建面).....	5
图表 6: 杭州市项目分布图.....	6
图表 7: 杭州亚运后轨道交通示意图.....	6
图表 8: 扣除预收款后的资产负债率明显回落.....	6
图表 9: 2015 年以来净负债率大幅降低.....	6
图表 10: 货币资金/有息负债倍数不断提高.....	7
图表 11: 经营活动现金流量净额持续回升/亿.....	7
图表 12: 硅谷天堂资产管理四大板块.....	7
图表 13: 普华资本部分成功投资标的.....	8
图表 14: 公司“互联网+”布局.....	8
图表 15: 近年来公司签约代建部分项目.....	9
图表 16: 平安不动产部分项目简介.....	10
图表 17: 天目山项目地理位置.....	11
图表 18: 滨江控股增持公司股票情况.....	11
图表 19: 持有型物业基本情况.....	12

## 基本情况介绍

杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“滨江集团”或“公司”）成立于1992年，是长三角区域房地产开发龙头企业。公司于1999年成功转制，是杭州市第一家转制的房地产行业，2007年开始拓展杭州外市场，项目布局为以杭州为中心的长三角地区，逐步实施以浙、沪、江为核心的全国战略，并深入拓展二、三线城市。滨江集团目前已成为集房地产开发销售、商业地产置业、酒店旅业三大产业板块的大型集团公司，在中国房地产百强企业排名中位列第29位。公司控股股东是杭州滨江投资控股有限公司，实际控制人为戚金兴先生。

杭州滨江投资控股有限公司成立于2006年10月，戚金兴、朱慧明、莫建华分别持有该公司64%、18%、18%的股权。滨江控股致力于打造综合性的资本平台，涉及新兴生物医药研发、创业投资、股权投资、产业资本投资等领域。除滨江集团外，滨江控股还持有多家上市和拟上市公司股权。

图表 1：公司股权结构图



来源：公司公告、国金证券研究所

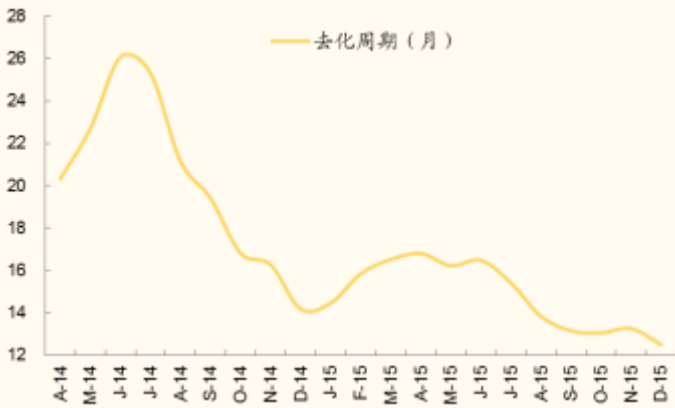
## 业绩增长有基础

公司当前主要包括房地产开发运营、商业地产置业和酒店旅业三大板块业务。目前房地产开发运营仍然是公司最重要的业务，截至2015中报，房地产开发业务对公司收入的贡献超过98%。根据公司规划，未来将逐步形成房地产开发、物业管理服务、经营性物业投资三大板块，成为房地产服务商和投资商（品牌延伸），不断探索轻资产运营模式。公司在14-15年持续加大库存去化力度，受益于政策宽松和区域市场回暖，公司15年销售额大幅增长，为16年的业绩打下基础。

## 区域市场回暖明显

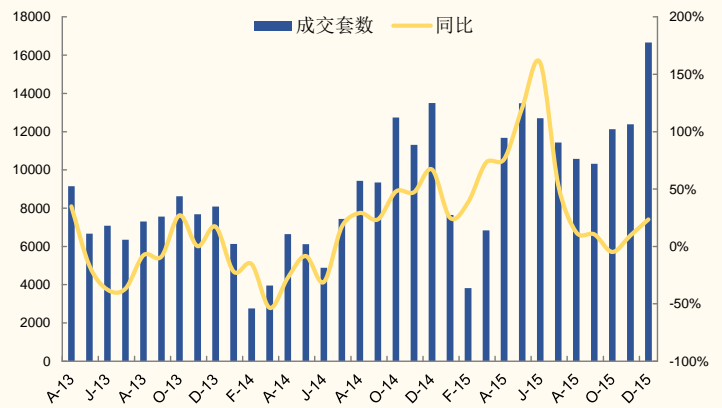
公司的地产项目主要分布在杭州及长三角二三线城市，2015年初探索布局境外以及进军上海市场，提出“聚焦两点（杭州、上海）一线，深耕长三角区域”战略，并择机进入南京等城市。公司目前产品类型主要为商业、中高端住宅及代建项目。2015年杭州房地产市场在政策、货币“双松”背景下成交量持续回暖，全市全年新建商品住宅成交15.23万套，同比上升35.5%。根据CREIS数据，目前杭州住宅库存主要集中在余杭、萧山（已取预售证的可售套数17万套左右），主城区库存已基本回归合理水平。2015年全市去化周期大幅回落，至12月份去化周期已降至12.5个月，达到了13年以来的最低水平。2015年公司完成销售额233亿（其中代建销售金额60亿，自建开发业务销售170亿），同比大增48.4%，其中杭州武林壹号项目单盘就贡献了55亿销售额。

图表 2：杭州商品住宅去化周期大幅回落



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：杭州商品住宅销量持续走高



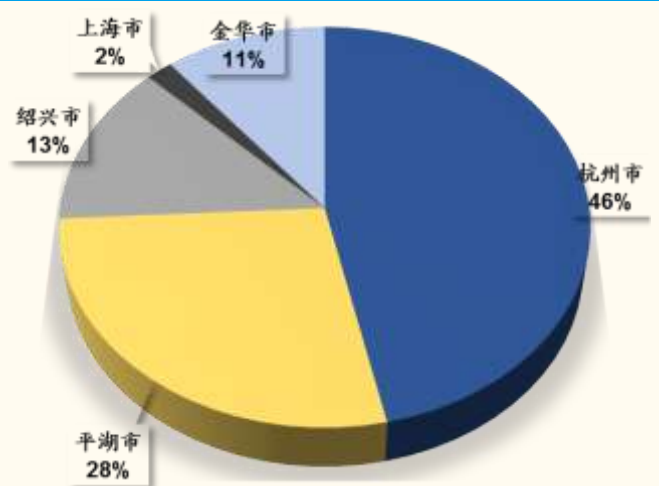
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：公司地产项目布局



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5：14 年以来拿地区域分布 (按权益建面)



来源：公司公告、国金证券研究所

2015 年 9 月 16 日，亚奥理事会正式宣布杭州市取得了 2022 年第 19 届亚洲运动会举办权，同时杭州也是 2016 年 G20 峰会的举办方（中国首个举办城市）。参考国内其他城市，举办同类赛事对基建投资以及城市面貌改善的促进作用巨大。其中广州亚运会总投资高达 1200 亿，该资金除了投入场馆建设及赛事运营外，绝大部分用于城市面貌和环境改善，包括地铁建设、城市道路基建、环境、污水综合整治等；南京青奥会对基础建设投入的促进作用同样显著：仅在 2014 年上半年，南京全市城建投资项目数同比增长 29.8%，完成投资金额同比增长 36.2%。

杭州是长三角核心城市之一，具备深厚人文底蕴及经济基础，随着 G20 召开和亚运会进入筹备期，城市配套会更为完善，对房地产市场也会起到一定的支撑效果。根据《杭州市城市总体规划》，到 2020 年杭州市地铁将增加到 5 条运营线路共计 190 公里，初步形成轨道交通骨架网络，并分担 20% 以上的城市总客运量。另外，2016 年 1 月杭州地铁官微确认，地铁 1 到 10 号线将会在亚运会前全部竣工通车。截至 2015 年底，公司共有土地储备 529.77 万方，其中超过 40% 分布在杭州，处于规划线路沿线的项目资源十分丰富，仅考虑地铁建设的外溢效应，公司目前多个规划项目将直接受益。

图表 6: 杭州市项目分布图



来源: 国金证券研究所

图表 7: 杭州亚运后轨道交通示意图

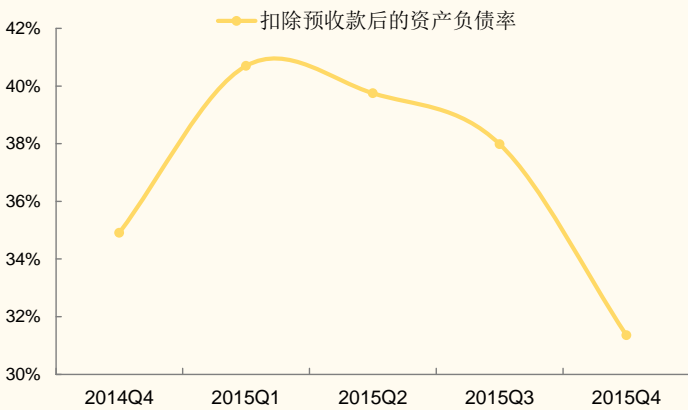


来源: 国金证券研究所

**财务指标明显改善**

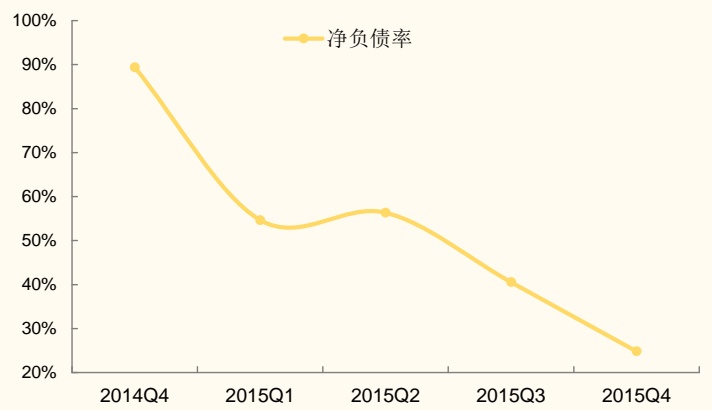
公司此前提出在合理条件下优化债务融资结构, 提升股权融资比例, 降低对银行融资的依赖。目前公司有息负债总额约合 40 亿元, 综合融资成本低于 7%。截至 2015 年三季度末, 公司净负债率 24.8%, 扣除预收款后的资产负债率为 31.4%, 分别较年初下降 29.9 和 9.3 个百分点, 货币资金的短期偿债倍数较年初大幅上升 (2.35 倍), 财务状况不断改善。

图表 8: 扣除预收款后的资产负债率明显回落



来源: 国金证券研究所

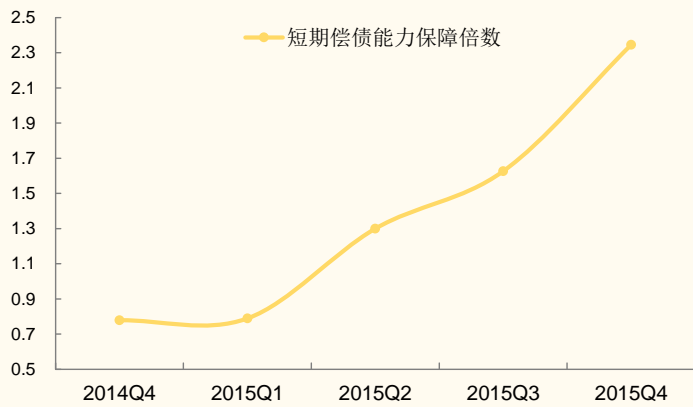
图表 9: 2015 年以来净负债率大幅降低



来源: 国金证券研究所

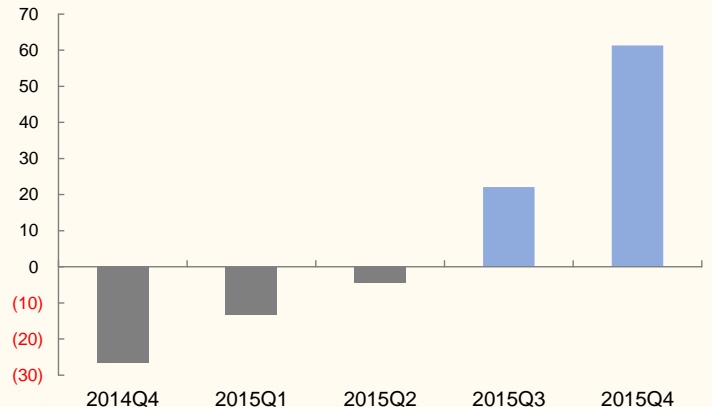
2015 年公司融资渠道拓展顺利, 5 月公司公布 30 亿公司债融资预案, 2016 年 1 月定增预案获批, 将以 6.76 元/股的价格拟募集资金不超过 28 亿元, 加上 15 年底获得核准发行 30 亿中票后, 公司融资结构大大改善。另外, 由于上年公司受益于区域市场回暖, 公司经营活动产生的现金流量净额大幅回升, 业绩支撑回款能力提升。公司持有物业租金收入稳定, 未来有望探索物业抵押、收益证券化等模式, 有助于进一步降低融资成本, 公司轻资产战略有望逐步落实。

图表 10: 货币资金/有息负债倍数不断提高



来源: 国金证券研究所

图表 11: 经营活动现金流量净额持续回升/亿



来源: 国金证券研究所

### 积极布局跨界转型领域

根据公开资料,公司实际控制人戚金兴先生曾表示计划将以不超过公司年度净利润的额度对非地产业务进行投资,不断探索布局新兴产业。公司目前以积极探索和培育投资方向为主,预计未来三年投资额将达到 10-30 亿元,公司参与的多元投资已涵盖“互联网+”及金融投资领域。2015 年初以来公司分别通过增资或合作的方式合计斥资 1.9 亿投资沃安供应链管理有限公司、三仁焱兴投资及和金丹丰股权投资,进一步深化向互联网产业的拓展。

2015 年 6 月,公司控股股东滨江控股向天堂硅谷公司协议转让其持有的 1.08 亿股公司股份,其后其全资子公司宁波硅谷将持有公司 8% 的股份。公司将利用天堂硅谷国内外渠道资源以全球化视野优选并购互联网+等标的,天堂硅谷可给公司提供股权并购的咨询顾问,协助公司设立并购基金对标的进行并购等。

天堂硅谷为硅谷天堂资产管理集团控股子公司,于 2014 年 4 月成为全国首批 50 家私募投资基金管理人之一。截至 2015 年 9 月,公司管旗下基金 185 支,管理资产规模超过 221 亿元。天堂硅谷专注于民间资本对接产业资本,推动支持创新转型升级,逐步形成医药化工、机电一体化、再生资源开发和利用等三大投资领域的优势。

图表 12: 硅谷天堂资产管理四大板块



来源: 国金证券研究所

今年 1 月 26 日，公司公告将投资 150 万元与浙江普华天勤股权投资公司合作设立管理，其后公司将使用自有资金 9,990 万元与管理公司合作设立滨江普华基金，存续期为 5+2 年。主要投资国内互联网创业方向公司，以投资成长期的目标项目为主，适当兼顾早期目标项目。

普华资本是专业化股权投资机构，主要专注于早中期项目，也包括初创期、成长期、成熟期、Pre-IPO 各个阶段。目前管理着包括普华天勤、浙江天勤、普华科华等在内的数支公司制和有限合伙制股权投资基金。公司目前管理资本金由浙江省内知名的企业集团和家族出资。普华资本目前主要业务包括私募股权投资（包括 VC 及 PE）以及财务（融资）顾问、投资咨询、并购等其他投行业务。普华资本重点关注 TMT、消费行业、服务业、节能环保、现代农业、出版传媒、新能源、医药医疗、先进制造等领域具有潜力的企业。普华资本核心团队已成功投资企业 30 以上，涉及细分行业 20 多个。通过 IPO/并购/转让，退出的企业已达 10 余家。普华资本与资本市场知名中介机构、行业领袖企业、政府主管部门建立了良好关系，在提供发展资金外，提供具有实践价值的专业支持、经验和资源。

图表 13：普华资本部分成功投资标的



来源：国金证券研究所

公司显著现金十分充裕，转型动力较强，近期携手具备 PE 运作经验的硅谷天堂和普华资本，有望在未来两三年将逐步培育出 1-2 个落地可能性较大的新兴产业方向。

图表 14：公司“互联网+”布局

时间	投资动作	参与方式	出资额/万元	权益比	简介
2015 年 3 月	设立杭州沃安供应链管理有限公司	增资扩股	10,000	10%	根据海外客户的需求，确定生产工厂、设计公司、自主采购原材料，并完成采购、生产、销售、出口上下游供应链整体服务。
2015 年 7 月	设立宁波金丹丰股权投资公司	出资参股设立	5,000	98%	股权投资、管理、咨询。
2015 年	设立杭州三仁焱兴投资	出资参股设立	4,000	4%	
2015 年 6 月	1500 亩农业示范基地	配合产业后端	-	-	生鲜产品的种植配送服务、生态农业+互联网
2016 年 1 月	设立滨江普华基金	出资参股设立	9,990	99.9%	主要投资国内互联网创业方向公司，以投资成长期的目标项目为主，适当兼顾早期目标项目。

来源：公司公告、国金证券研究所



### 探索轻资产运营模式

2015 年初公司提出房地产业务将逐步减少自有投入，加大无股操盘的开发和有部分股权的合作开发项目储备，形成“合作+自有+代建各占 1/3”的模式，并逐步向房地产服务商（房地产开发、物业管理、经营性物业投资）和投资商（品牌延伸）的业务模式转变。

- 代建业务方面，2011 年公司成立了专业子公司杭州滨江房产建设管理有限公司实施代建业务，成立之初主要以保障房代建为主，近年代建业务增长迅速（13 年代建销售规模同比增 100%，14 年同比 215%），截至 2015 年底，公司代建销售规模达 60 亿元，代建范围已经涵盖各类型层次产品。在盈利模式上，公司代建业务按照项目销售额 5-7%收取委托管理费，其中 70%按工程进度确认，30%按销售额分阶段确认。由于代建业务毛利率高于公司传统开发业务，同时无需太多自有资金，降低了项目风险。

图表 15：近年来公司签约代建部分项目

时间	项目名称	委托开发管理费（万元）	委托方
2015 年 11 月	相江公寓五期	9,000	天名房产
	滨江华成·钱塘艺墅	4,800	亚飞置业
	滨江华成·大江之星	4,000	华成置业
2015 年 7 月	杭州西湖天地二期	7,500	西湖天地公司
2014 年 10 月	杭州钱塘印象	14,000	杭州商单南星
2013 年 11 月	余政储出 48、49 号地块	20,856	滨普公司

来源：国金证券研究所

- 合作开发方面，滨江集团目前已与中国铁建、金茂集团、首开股份、绿城集团、义乌小商品城等均有合作。
- 海外布局方面，2015 年公司首次通过参股合作方式试水海外市场，借鉴海外房企优秀的经营管理理念。2015 年 2 月，公司出资 7040 万美元参与投资纽约和西雅图多处物业开发。目前公司海外资产配置主要以小规模尝试和财务投资为主，并充分挖掘现有高净值客户的价值，未来不排除采取多种资产证券化工具，在成熟条件下逐步扩大规模。
- 与平安进行战略合作：2015 年 6 月，公司与平安不动产签订《战略合作备忘录》，预计到 2016 年末，双方战略合作规模在 100 亿元以上。2015 年 9 月，公司与平安不动产首次合作，取得上海市宝山区地块，拿地价款合计 34.65 亿元，项目建筑面积 12 万方，楼面地价约 28755 元/平方米，其中公司权益占 30%。若按照附近同体量项目测算，预计 2017 年该项目可贡献销售额超百亿。另外，公司计划不断加大上海地区投资，每年将稳定获取 2-3 个项目，以分散单一区域的市场风险。
- 平安不动产简介：公司在深圳及上海两地设立总部。随着保监会对险资的投资范围持续放宽，中国平安保险(集团)股份有限公司于 2011 年获得了投资 PE 和不动产“双牌照”，成为获得保监会下发“双牌照”的首家险资。平安不动产作为平安集团旗下发展不动产投资业务而设立的专业子公司应运而生。平安不动产业务开展主要依托平安集团综合金融平台，提供房地产项目全价值链专业服务。平安不动产业务范围覆盖业务涵盖商业地产、旅游养老地产、工业物流地产和住宅股债权投资等。截至 14 年底，公司资产管理规模已逾 500 亿。平安不动产具有强大的房地产投资及管理能力，投资管理团队来自国内顶尖的金融及房地产机构，对地产和金融的融合具有丰富的经验和准确的视角。目前公司融资渠道广阔，主要包括灵活配置自有资金和第三方资金以及保险资金。
- 平安与房企的合作：平安系目前主要通过成立子公司招拍挂联合拿地、入股优质项目及签订协议成为战略投资者等模式与房企的合作。2015 年来，平安系（包括平安人寿、平安银行、平安不动产、平安信托以及互联网金融）多次参与房地产项目拿地、合作开发及上市房企的股权投资。2015 年 4 月平安人寿斥资 62.95 亿港元认购碧桂园新股，取得 9.9%股权，成为其第二大股东。11 月，平安不动产以 2.14 亿港元认购朗诗绿色地产新发行股份，占扩大后已发行股本的 9.9%，并成为其第二大股东，预计未来平安

系将通过房地产开发、房地产投资、房地产金融服务三个方向布局地产领域。

- **平安不动产投资项目：**包括商业地产、旅游养老地产、工业物流地产和住宅股债权投资等，与公司未来的合作开发模式协同性极强：一方面长期契合公司发展代建及合作模式，拓展资本规模、实现销售持续增长。另一方面平安深厚的客户资源有望促进公司地产延伸服务的拓展。

**图表 16：平安不动产部分项目简介**

类型	项目	简介
城市综合体	深圳平安金融中心大厦	总建筑面积逾 60 万平方米，项目高达 118 层，位于深圳市 CBD 金融区
	杭州平安金融中心大厦	项目总建筑面积 285158.4 万平方米，总投资约 50 亿元，位于浙江杭州钱江新城中央商务区
	晶融汇-国际标准甲级写字楼	由成都铁狮门携手美国 SOM 等十多个团队打造，包含写字楼，购物中心，高端住宅和商务公寓四大物业
	武汉天地企业中心-5 号项目	建筑面积近 6 万平方米，地处武汉天地繁华商业区，截止 2013 年一季度出租率已达 95%
	广州金融城	项目总建筑面积 10.5 万平方米，建筑高度 135 米，位于广州市国际金融城内
	郑州平安金融大厦	项目用地面积 3988.48 m <sup>2</sup> ，建筑面积约 4.39 万平米，其中地上 13 层建筑面积约 3.19 万平米，地下 3 层建筑面积约 1.2 万平米。容积率为 7.99，建筑高度为 60 米，项目建成投入使用后预期新增年销售收入 3 亿元
养老社区	桐乡平安养生养老综合服务社区	总规划用地约 4000 亩，总投资约 170 亿元，总建筑面积约 160 万平方米。桐乡市位于长三角“1 小时生活圈”之内，未来将成为长三角首个新型养生养老综合服务社区
	西双版纳国际温泉休闲养生度假社区	投资规划面积约 20000 亩，项目总投资约 150 亿元，位于版纳州府景洪市，是平安不动产公司目前开发规模最大的高端养生项目
股债投资	平安·方圆-地产股权投资基金	投资于广州番禺云山诗意项目，项目总占地面积约 3 万平方米，总建筑面积约 10 万平方米，总投资约 8 亿元，基金投资期限 1.5 年，金额约 1.5 亿元，年化收益率超过 30%。
	平安·世茂-地产股权投资基金	投资南京秦淮项目，地处南京主城白下区，是高端综合居住社区，建设面积逾 30 万平方米，总投资约 40 亿元，投资期限约 2.5 年，总投资额度 14.14 亿元
工业物流	成都龙泉物流项目	项目总租赁面积约 45 万平方米，预计 16 年初两期高标双层库将全部竣工
	成都空港项目	项目距中西部最重要的航空客货枢纽双流机场仅 2.7 公里，总租赁面积约为 9 万平方米，目前已建成的一期、二期高标标准库已全部满租
写字楼	沈阳平安财富中心	地理位置占据北站金融区（CBD）及省级政务区（CAD）多重繁华优势。地上 30 层，高 140 米，总建筑面积 4.32 万平方米。
	北京平安国际金融中心	地处燕莎商圈的黄金地段，办公楼总建筑面积：9.17 万平方米，地下一层与地铁 10 号线亮马桥站相连接
	北京世纪财富中心	位于光华路 5 号，交通极其便利，获得中国首家 LEED 认证的智能化绿色生态写字楼
	中国电子大厦-国家级商务大厦	位于海淀区中关村，平安信托以约 16 亿元收购
	深圳新城市广场	地处深南中商圈，总占地 5 万平方米，建筑面积 15 万平方米，由购物中心和星光广场两部分组成
	成都平安财富中心	项目位于成都市中心，建筑高度 130 米，总建筑面积 5.61 万平米
	重庆平安财富中心	项目位于江北区，为金融中心建筑群之一。建筑高度 142.7 米，总建筑面积 3.79 万平方米。
苏州平安财富中心	位于苏州圆融时代广场，整个项目建筑面积 3.03 万平方米	
酒店	上海利园国际大酒店	由上海沪平投资管理有限公司投资，香港利园国际酒店集团管理，位于徐家汇高级商务区，项目占地面积 12.86 亩，建筑面积 5.18 万平方米

来源：互联网、国金证券研究所

### 拓展物管、养老和生活房地产

在房地产服务方面，公司立足高粘性的中高端业主，实现房地产业延伸业务的品牌输出，目前主要涉足物业管理、酒店旅业、养老社区管理运营以及探索生活房地产布局（比如农业蔬菜直供业务）等。

- **物业管理方面，**公司目前物业在管面积 660 万方，主要针对高净值、高粘性、高集中度的客户群体，包括目前地产业务（包括代建、合作及自建项目）的优质客户 10 万人。公司在管物业类型涵盖公寓、别墅、排屋、写字楼、住宅、商场等，拟打造成为杭州最大的生活房产运营商。
- **养老社区方面，**目前尚处于探索阶段，未来逐步尝试建设酒店、独家别墅、园区（垂钓、养生）等模式。2015 年 8 月，公司首个养老项目临安天目山小镇正式签约，并计划在探索出可靠盈利模式后复制 5-6 个同类养老项目。

**天目山小镇项目简介：**项目总用地 830 亩，有效建筑面积 330 亩。住宅产品包括一合院、二合院、三合院、四合院四大类，以满足不同规模家庭度假需求，所有建筑将打造成唐、明清、民国以及异域四种风格。项目规划配套包括：1 条 1 公里左右的商业街，销售临安本地产品为主。1 座准五星级酒店，成熟后将推出酒店式公寓或类酒店产品；此外，规划 500 亩土地将建设成蔬菜园、果树园、垂钓园、养殖园及健身五个园区，囊括了传统农业、现代农业、猪羊养殖、水产垂钓等休闲娱乐设施。天目山小镇项目由滨江集团 100% 权益自持，这也是滨江集团 23 年来首次打造的非出售房产项目。天目山景区距杭州市中

心距离约 60 公里左右，高速车程在 2 小时内。公司高层预测，只要杭州的居每人来一次一天，就可以满足该项目 50 年的销售额，盈利空间广阔。

图表 17: 天目山项目地理位置



来源：国金证券研究所

- 互联网+农业：公司在 2015 年 6 月公开宣布布局农业及养老产业。根据公开信息，公司目前已有有序展开通过锁定 C 端客户开展如生鲜种植配送服务等“互联网+农业”布局，目前滨江集团运营自有品牌 1500 亩农业示范基地。

### 大股东持续增持彰显信心

2016 年 1 月以来，公司控股股东滨江控股于 11 日起连续五次通过二级市场增持合计 1933.09 万股公司股份（占公司股份总额的 0.73%），增持金额合计 1.32 亿，增持均价 6.83 元/股。本次增持是大股东 08 上市以来首次公开增持，彰显大股东对公司未来发展的信心。

图表 18: 滨江控股增持公司股票情况

增持时间	增持股份/万股	增持均价/元每股	增持金额/万元
1 月 11 日	554.84	6.81	3779.17
1 月 14 日	125.45	6.876	862.597
1 月 22 日	177.1	6.861	1215.2
1 月 26 日	624.2	6.84	4269.44
1 月 27 日	451.5	6.816	3077.36
<b>合计</b>	<b>1933.09</b>	<b>6.83</b>	<b>1.32 亿元</b>

来源：公司公告、国金证券研究所

公司 1 月 8 日公告定增获批，获准发行股份 4.14 亿股募集资金 28 亿元，将用于以下四个项目（千岛湖东方海岸项目 8 和 9 号地块、衢州市月亮湾、萧山东方海岸、华家池）的开发投资以及偿还银行贷款。项目计划在 2016-2018 年竣工交付，预计可贡献销售额合计 162 亿元，实现净利润 14.74 亿元。

### 估值分析

房地产开发业务方面，2015 年公司武林壹号、金色黎明二、三期、上虞城市之星、绍兴金色蓝庭等项目陆续竣工进入结算期，高端产品的结算会逐步推动公司毛利率的修复。2015 年前三季度毛利率已经从 2014 年的 22.5% 回升到 29.2%。另一方面，随着公司融资渠道的多元化和融资成本的降低，公司的财务费率有望降低，公司的净利率水平有望逐步走高。

商业物业方面，公司目前持有 26 万方商业物业，其中杭州地区的商铺、写字楼约 18 万方（包括庆春发展大厦写字楼、星城大厦写字楼、新城市广场、新城时代广场以及文景苑、万家星城、金色黎明沿街商铺），酒店包括杭州友好饭店和千岛湖希尔顿。目前该部分业务租金收入稳定，毛利近年保持在 38%-45% 之间。

**图表 19：持有型物业基本情况**

物业类别	可租面积/ 万方	累计出租面 积/万方	出租率	平均月租金/元 每平方米	租金收入/万
2012 年度					
写字楼	5.97	5.97	100%	91.75	6,568.05
商铺	2.37	1.58	66.79%	72.02	1,367.35
合计	8.33	7.55	90.56%	87.61	7,935.40
2013 年度					
写字楼	8.52	5.97	70.02%	94.44	6,760.61
商铺	4.95	2.62	52.94%	45.76	1,439.51
合计	13.47	8.59	63.74%	79.58	8,200.12
2014 年度					
写字楼	8.52	6.10	71.59%	93.72	6,859.39
商铺	5.49	4.43	80.69%	40.54	2,156.48
合计	14.01	10.53	76.14%	67.13	9,015.87

来源：公司公告、国金证券研究所

代建业务方面，2015 年实现销售金额约 60 亿元，较上年同比增长 85%，我们预计今年代建收入可达 2.22 亿以上。根据公司轻资产模式规划，未来代建收入将占公司地产业务 30% 以上，代建规模 16 年有望继续保持 30% 以上的增长率。

我们预计 2015 年地产业务的结算规模相比 2014 年会有 15% 左右的增长，但考虑到 15 年结算项目部分是 14 年销售贡献，结算单价方面并不会出现显著提升。但代建业务 15 年的增速会显著高于自主开发项目。16 年考虑到销售额的增速，我们有理由相信结算收入会有比较明显的增长。另外根据公司发展战略，16 和 17 年公司持有现金会有所增长，股权投资和开发合作项目也会相应增多，而存货也会经历一个结构优化的过程。总体上我们预计 15-17 年公司营收的增速分别为 12%、26 和 24%，净利率从 14 年的 7.1% 逐步回升。

另外，我们梳理了公司截止到 2014 年底未结算的主要土地储备、在建工程和持有型物业，并考虑 15 年新增的主要项目，将公司开发类项目和持有类项目分开估算，得出公司每股净资产重估值 RNAV 为 7.06 元。

## 投资建议

公司业绩增长有基础、财务指标显著改善，引入天堂硅谷积极布局跨界跨领域。公司当前股价与定增底价相当，相比 RNAV 还有一定折价。我们预计公司 15-17 年实现 EPS 分别为 0.42、0.56 及 0.79 元，当前股价对应 16 年每股业绩仅 12 倍，我们首次覆盖给予买入评级。

## 风险提示

杭州房地产市场波动加大、公司跨界跨领域布局不顺。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,411</b>	<b>10,382</b>	<b>11,759</b>	<b>13,175</b>	<b>16,554</b>	<b>20,520</b>	货币资金	1,555	2,033	1,877	4,144	4,500	5,000
增长率		61.9%	13.3%	12.0%	25.6%	24.0%	应收款项	941	1,105	196	1,354	1,701	2,108
主营业务成本	-3,521	-7,220	-9,113	-9,684	-11,753	-14,159	存货	31,581	30,121	33,013	28,653	32,845	35,688
%销售收入	54.9%	69.5%	77.5%	73.5%	71.0%	69.0%	其他流动资产	2,426	4,341	1,057	3,436	3,953	4,555
毛利	2,890	3,162	2,645	3,491	4,801	6,361	流动资产	36,504	37,601	36,143	37,587	42,999	47,351
%销售收入	45.1%	30.5%	22.5%	26.5%	29.0%	31.0%	%总资产	95.2%	95.0%	94.5%	91.9%	89.1%	87.0%
营业税金及附加	-800	-1,015	-939	-935	-1,208	-1,498	长期投资	859	1,059	1,211	2,447	4,457	6,327
%销售收入	12.5%	9.8%	8.0%	7.1%	7.3%	7.3%	固定资产	434	400	356	310	263	225
营业费用	-82	-113	-117	-119	-149	-185	%总资产	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.5%	0.4%
%销售收入	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	无形资产	137	136	129	134	141	147
管理费用	-196	-242	-233	-307	-348	-451	非流动资产	1,860	1,964	2,103	3,298	5,268	7,106
%销售收入	3.1%	2.3%	2.0%	2.3%	2.1%	2.2%	%总资产	4.8%	5.0%	5.5%	8.1%	10.9%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	1,812	1,791	1,355	2,130	3,096	4,227	<b>资产总计</b>	<b>38,363</b>	<b>39,565</b>	<b>38,246</b>	<b>40,885</b>	<b>48,267</b>	<b>54,457</b>
%销售收入	28.3%	17.3%	11.5%	16.2%	18.7%	20.6%	短期借款	1,997	3,924	2,380	1,883	3,472	2,831
财务费用	-112	-51	-201	-196	-245	-275	应付款项	21,037	20,934	21,140	21,482	24,967	28,570
%销售收入	1.7%	0.5%	1.7%	1.5%	1.5%	1.3%	其他流动负债	1,215	1,015	976	1,597	1,953	2,371
资产减值损失	-10	-23	7	0	0	0	流动负债	24,249	25,874	24,495	24,961	30,392	33,772
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	6,428	5,183	4,533	4,693	4,893	5,183
投资收益	0	278	1	19	45	98	其他长期负债	0	20	7	900	900	900
%税前利润	0.0%	14.1%	0.1%	1.0%	1.6%	2.4%	<b>负债</b>	<b>30,677</b>	<b>31,077</b>	<b>29,035</b>	<b>30,554</b>	<b>36,185</b>	<b>39,855</b>
营业利润	1,690	1,994	1,162	1,953	2,896	4,050	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,001</b>	<b>7,280</b>	<b>7,961</b>	<b>8,926</b>	<b>10,499</b>	<b>12,787</b>
%营业利润率	26.4%	19.2%	9.9%	14.8%	17.5%	19.7%	少数股东权益	1,685	1,208	1,250	1,406	1,584	1,816
营业外收支	-5	-24	-1	-3	2	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>38,363</b>	<b>39,565</b>	<b>38,246</b>	<b>40,885</b>	<b>48,267</b>	<b>54,457</b>
税前利润	1,685	1,971	1,161	1,950	2,898	4,053	<b>比率分析</b>						
利润率	26.3%	19.0%	9.9%	14.8%	17.5%	19.8%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-442	-514	-355	-653	-971	-1,358	<b>每股指标</b>						
所得税率	26.2%	26.1%	30.6%	33.5%	33.5%	33.5%	每股收益	0.468	0.521	0.307	0.422	0.564	0.794
净利润	1,243	1,456	806	1,297	1,927	2,695	每股净资产	4.439	5.385	5.888	6.602	7.766	9.458
少数股东损益	-23	46	-23	156	178	232	每股经营现金净流	3.338	0.300	-0.974	2.454	0.910	2.558
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,266</b>	<b>1,410</b>	<b>829</b>	<b>1,141</b>	<b>1,749</b>	<b>2,463</b>	每股股利	0.050	0.070	0.058	0.130	0.130	0.130
净利率	19.7%	13.6%	7.1%	8.7%	10.6%	12.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	21.10%	19.37%	10.41%	12.78%	16.66%	19.27%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	3.30%	3.56%	2.17%	2.79%	3.62%	4.52%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	8.30%	7.52%	5.83%	7.95%	9.64%	11.95%
净利润	1,243	1,456	806	1,297	1,927	2,695	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	79.82%	61.94%	13.26%	12.05%	25.65%	23.96%
非现金支出	96	143	117	170	230	322	EBIT增长率	60.23%	-1.17%	-24.32%	57.16%	45.32%	36.55%
非经营收益	5	-158	167	242	287	272	净利润增长率	61.48%	11.39%	-41.21%	37.60%	53.34%	40.83%
营运资金变动	3,168	-1,035	-2,406	1,609	-1,214	169	总资产增长率	10.24%	3.13%	-3.33%	6.90%	18.06%	12.82%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>4,513</b>	<b>405</b>	<b>-1,317</b>	<b>3,318</b>	<b>1,230</b>	<b>3,459</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-62	-50	-24	-132	-188	-287	应收账款周转天数	0.2	1.0	1.9	7.5	7.5	7.5
投资	17	161	65	-1,236	-2,010	-1,870	存货周转天数	3,018.2	1,559.6	1,264.3	1,080.0	1,020.0	920.0
其他	-1	158	917	19	45	98	应付账款周转天数	82.2	71.9	67.4	65.4	65.4	65.4
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-46</b>	<b>269</b>	<b>959</b>	<b>-1,349</b>	<b>-2,153</b>	<b>-2,059</b>	固定资产周转天数	24.7	14.0	11.0	8.6	5.8	4.0
股权募资	0	342	65	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	592	682	-2,195	556	1,789	-351	净负债/股东权益	89.39%	83.34%	54.67%	32.25%	39.43%	26.80%
其他	-4,617	-1,220	2,328	-258	-510	-549	EBIT利息保障倍数	16.2	34.8	6.7	10.9	12.6	15.4
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-4,025</b>	<b>-196</b>	<b>198</b>	<b>298</b>	<b>1,278</b>	<b>-900</b>	资产负债率	79.97%	78.55%	75.92%	74.73%	74.97%	73.19%
<b>现金净流量</b>	<b>442</b>	<b>479</b>	<b>-161</b>	<b>2,267</b>	<b>356</b>	<b>500</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD