



2017-06-01

公司深度报告

买入/首次

滨江集团(002244)

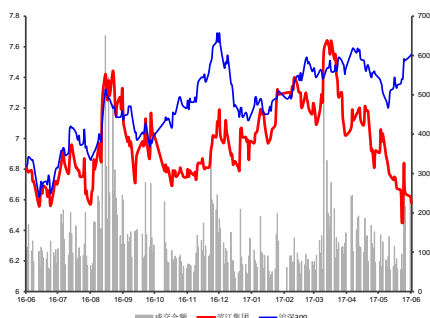
目标价: 9.2

昨收盘: 6.62

房地产 房地产开发 II

## 滨江集团(002244) -- 走出杭州, 广阔天地大有可为

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,111/2,703
总市值/流通(百万元)	20,598/17,893
12个月最高/最低(元)	7.64/6.45

证券分析师: 周炯

电话: 010-88321586

E-MAIL: zhoujiong@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511040001

**核心观点:** 公司处于从区域性优质品牌开发商, 到跨区域乃至全国性品牌开发商转变的起点, 销售规模和公司业绩提升速度或将加快, 千亿销售可期。

**深耕杭州, 布局沪深, 走向全国。** 公司常年占据杭州市场前三的地位, 2016 滨江与万科同以 220 亿的销售并列第二。2015 年和 2016 年分别布局上海、深圳。

**上海和深圳将成为公司未来销售的重要来源。** 土地储备建面约 443 万方, 货值约 1400 亿。按货值分布, 杭州约 600 亿占比 43%, 上海 500 亿占比 36%, 深圳龙华项目约 200 亿占比 14%, 浙江义乌、平湖等城市项目约 100 亿占比 7%; 按建面分布, 杭州、深圳和上海分别占比约 57%、11%和 8%。

**全国布局的开启, 极大打开销售空间。** 滨江凭借强大的口碑和品牌影响力以及美誉度极佳的产品品质, 沪深及其他重点城市的开拓, 将极大打开公司的销售和发展空间。未来公司千亿销售目标的分布, 可能是杭州、上海、深圳、北京(及其他重点城市)各 200 亿, 长三角其他富裕县市 200 亿。

**盈利预测及评级。** 公司 RNAV 为 6.61 元。随着未来两年武林壹号以及华家池等高毛利的项目逐渐进入大规模结算, 预计公司毛利率和净利率将保持稳中有升的态势。我们预测公司 2017 年和 2018 年 EPS 分别为 0.61 元和 0.90 元, 动态市盈率分别为 11 倍和 7 倍, 首次给予公司买入评级。

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2015	2016	2017E	2018E
营业收入(亿元)	126	194	247	324
(+/-%)	7	54	27	31
净利润(亿元)	10	14	19	28
(+/-%)	21	40	36	47
摊薄每股收益(元)	0.37	0.46	0.61	0.90
市盈率(PE)	18	14	11	7

资料来源: Wind, 太平洋证券

## 目录

1. 走出杭州，广阔天地大有可为 .....	4
1.1 深耕杭州 .....	4
1.2 走出杭州，打开发展空间 .....	5
2. 区域品牌领跑者，行业品质领先者 .....	7
2.1 六大竞争优势 .....	7
2.2 三大标签：精装修、热带景观、物业 .....	8
3. 迈出杭州，走向千亿 .....	9
3.1 全国布局的开启，极大打开销售空间 .....	9
3.2 业绩重回成长轨道 .....	10
4. 估值与评级 .....	12

## 图表目录

图表 1: 土地储备 .....	4
图表 2: 储备按货值分布 .....	5
图表 3: 储备按建面分布 .....	5
图表 4: 2016 年杭州房企销售排名 .....	5
图表 5: 上海公园壹号位置图 .....	6
图表 6: 公园壹号实景图 .....	6
图表 7: 与电建地产合作 .....	6
图表 8: 电建地产全国布局 .....	6
图表 9: 第一代金色海岸 .....	8
图表 10: 第二代重奢华的武林壹号 .....	8
图表 11: 第三代重实用的华家池 .....	8
图表 12: 第四代重科技的翡翠海岸 .....	8
图表 13: 滨江热带景观园林 (金色家园) .....	9
图表 14: 滨江热带景观园林 (金色家园) .....	9
图表 15: 2016 年公司销售 367 亿 .....	9
图表 16: 上海等重点城市 2016 年一手房成交金额 (亿) .....	10
图表 17: 2016 年上海房企权益销售排名 (亿) .....	10
图表 18: 2016 年深圳房企销售排名 (亿) .....	10
图表 19: 收入稳步增长 (亿) .....	11
图表 20: 净利润重回高成长轨道 (亿) .....	11
图表 21: 毛利率企稳回升 .....	11
图表 22 预收账款稳步增长 .....	11
图表 23: 资产负债率 .....	12
图表 24: 公司项目 NAV 估值汇总表 .....	13

## 1. 走出杭州，广阔天地大有可为

### 1.1 深耕杭州

公司作为一家杭州起家的优质品牌开发商，2005年金色海岸项目的问世，一举奠定了公司杭州区域地产品牌领跑者和行业品质领先者的地位。目前公司品牌知名度和美誉度在杭州，乃至长三角江浙沪区域名列前茅。

公司土地储备建面约443万方（权益建面约200万方），货值约1400亿。储备按货值分布，杭州约600亿占比43%，上海500亿占比36%，深圳龙华项目货值约200亿占比14%，浙江义乌、平湖等城市项目货值约100亿占比7%；按建面分布，杭州、深圳和上海分别占比约57%、11%和8%。

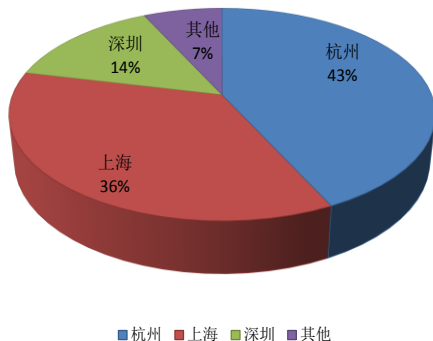
图表 1：土地储备

	权益	计容建面（万㎡）	权益建面（万㎡）	城市
翡翠海岸	33%	12	4.0	杭州
湘湖壹号	50%	19	9.5	杭州
武林壹号	50%	18	9.0	杭州
华家池	51%	19	9.7	杭州
锦绣之城	51%	11	5.6	杭州
奥体项目	10%	57	5.7	杭州
天目山小镇	100%	13	13.0	杭州
万家之星	35%	5.4	1.9	杭州
东方名府	26%	4.8	1.2	杭州
壹品	20%	9.2	1.8	杭州
安定府	75%	1.2	0.9	杭州
东方悦府	32%	7.5	2.4	杭州
萧山东方海岸	50%	22	11.0	杭州
千岛湖东方海岸	100%	13	13.0	杭州
金色江南	100%	9.7	9.7	杭州
西溪明珠	100%	4	4.0	杭州
东方星城	30%	13	3.9	杭州
江南之星	33%	25	8.3	杭州
公园壹号	30%	12	3.6	上海
大兴街	17%	13	2.2	上海
相府花园	12%	10	1.2	上海
义乌后宅	14%	33	4.6	义乌
平湖万家花城	35%	80	28.0	平湖
深圳龙华项目	70%	50	35.0	深圳
合计		461.8	189.2	

资料来源：WIND，太平洋证券

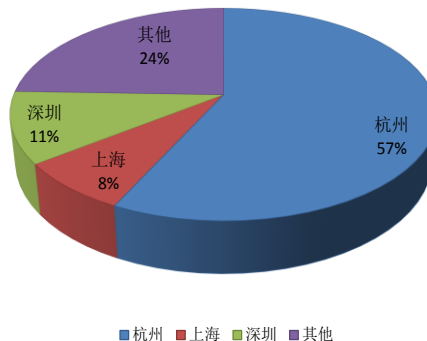
注：深圳龙华项目建面为预估值

图表 2: 储备按货值分布



资料来源: 公司公告, 太平洋证券

图表 3: 储备按建面分布



资料来源: 公司公告, 太平洋证券

稳居杭州市场前三。滨江凭借优异的品牌口碑和优质的项目储备, 常年占据杭州市场前三的地位。

2016 年绿城以 314 亿销售额占据杭州市场第一, 滨江与万科同以 220 亿的销售并列第二。

图表 4: 2016 年杭州房企销售排名

排名	房企	销售额 (亿)
1	绿城	314
2	滨江	220
3	万科	220
4	融创	157
5	德信	98
6	旭辉	84
7	龙湖	75
8	保利	59
9	中铁建	58
10	融信	52

资料来源: 乐居, 太平洋证券

## 1.2 走出杭州, 打开发展空间

我们看好滨江的主要逻辑: 公司处于从区域性优质品牌开发商, 到跨区域乃至全国性品牌开发商转变的起点, 销售规模和公司业绩提升速度将加快, 千亿销售可期。

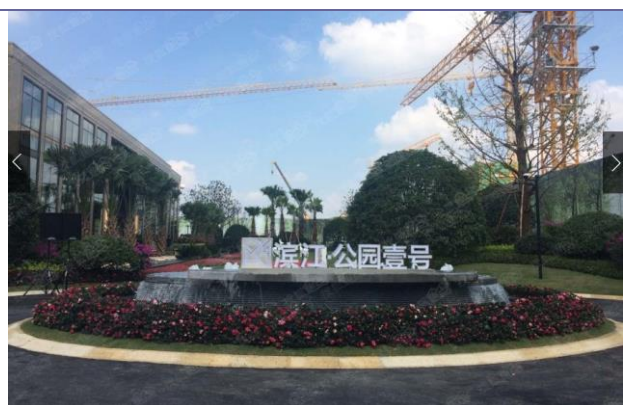
首进上海。2015 年 9 月, 滨江联合平安以 34.65 亿成功竞得上海大场地块, 开发项目第一次落地上海, 项目案名为“滨江公园壹号”。该项目占地面积 6 万方, 计容建面 12 万方, 公司持有权益占比 30%。公司目前上海储备项目 3 个, 合计建面约 35 万平米, 总货值约 500 亿元 (包括代建的上海崇明和闵行项目等)。

图表 5：上海公园壹号位置图



资料来源：焦点网，太平洋证券

图表 6：公园壹号实景图



资料来源：焦点网，太平洋证券

**进军深圳。**2016年8月，公司与深圳安远控股签订合作意向书，合作开发深圳龙华区安丰工业地块旧改项目，公司占70%权益，就此滨江首进深圳。项目占地面积约10万平米，旧改改性后预计建筑面积约50万平米，货值约200亿元。公司2017年3月与深圳中汇盈合投资签署战略合作协议，双方将就北京、上海、深圳的房地产开发项目进行全面合作，初步确定的重点合作项目范围为深圳龙华区和龙岗区项目。

**与央企电建地产合作，助力滨江全国布局。**公司2017年3月与中国电建地产集团签署战略合作协议，合作范围包括住宅、公建、产业地产、养老地产和物流地产等，并优先考虑上海、深圳、北京、杭州等区域。电建地产是中国电力建设集团成员企业，资信AAA级，是国资委首批批准的16家具有房地产主业央企之一，已布局北京、上海、深圳、天津等18个城市共54个项目。电建地产作为全国性的地产企业，一线及其他城市具有较多的项目资源，滨江与之合作，将有助公司加快全国布局。

图表 7：与电建地产合作



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表 8：电建地产全国布局



资料来源：电建地产官网，太平洋证券

**区域布局战略：三点一面一拓展。**三点，指杭州、上海、深圳；一面，指长三角重点富裕县市；一拓展，是指北京。长期保持大本营杭州前三的市场地位，重点加强上海、深圳的项目储备，同时找机会北京取得突破。未来公司销售千亿的分布，希望是杭州、上海、深圳、北京（环渤海）各 200 亿，长三角富裕县市 200 亿。

## 2. 区域品牌领跑者，行业品质领先者

### 2.1 六大竞争优势

**团队优势。**团队年富力强，董事长戚总 55 岁，中高管平均年龄 40 岁，员工 34 岁。人员稳定，2016 年离职率不到 3%。一个人做两个人的事情，发 1.2 倍工资，保持待遇相对优厚。

**管理优势。**团队精干，地产开发系统人员 358 人，同等规模其他开发商人员都在滨江三倍以上。10-20 万方项目，标配 15 人。成本控制上，把设计作为降低成本的突破口，滨江材料采购的成本优势已经成为全行业最具代表性和突显的。

**品牌优势。**2016 年交付一万套住宅，接近零投诉。科技创新，2016 年公司打造的第四代精装修产品，涵盖“地缘热泵毛细血管空调系统”等 8 大科技系统。

**服务优势。**高档楼盘窗口服务已经形成了区域行业的标杆，楼盘小区配套服务在行业中处于比较完善的阶段，标配室内室外泳池、健身会所和儿童游乐设施等，物业服务居于行业领先地位。

**合作优势。**滨江与电建地产、信达地产等央企国企以及其他地产和非地产企业建立了合作关系，目前合作项目达到 14 个，获得累计超过 12 亿元的项目管理服务费用。

**资本优势。**信誉等级高，公司主体信用评级为 AA+，在民营房企中占领先地位。

## 2.2 三大标签：精装修、热带景观、物业

公司精装修产品目前已升级到第四代。

2005年，滨江第一代精装修金色海岸盛装亮相。它的高端精装修概念、江景与建筑的融合度、样板房实地营销体验等，开创了杭州乃至浙江市场的第一，一举奠定了公司杭州地产品牌领跑者和行业品质领先者的地位。

第二代重奢华的武林壹号。项目由滨江和绿城联手竞得，滨江操盘。项目紧邻武林广场北侧，总建面约45万方。绝对市中心的绝对核心位置加上大体量，奠定了项目的绝对高端定位。

图表 9：第一代金色海岸



资料来源：公司网站，太平洋证券

图表 10：第二代重奢华的武林壹号



资料来源：公司网站，太平洋证券

图表 11：第三代重实用的华家池



资料来源：公司网站，太平洋证券

图表 12：第四代重科技的翡翠海岸



资料来源：公司网站，太平洋证券

第三代重实用的华家池。项目以收纳为亮点，包括独立衣帽间收纳、阳台收纳、卫浴间收纳、多功能房收纳等全方位收纳。

第四代重科技的翡翠海岸。项目融入10项科技系统集成：24小时的置换新风系统、抗霾防PM2.5除尘系统、循环地源热泵系统、毛细管网辐射系统、外墙&屋顶&地面热阻隔系统、外窗隔热隔紫



外线系统、抗干扰隔音降噪系统、高性能收纳系统、业主智能感应系统、全屋智能家居系统。

热带景观园林独树一帜。金色家园是滨江集团招牌的“热带景观园林”的开山之作。项目总建面16万方，建筑密度仅为18%，景观绿化率45%。

图表 13: 滨江热带景观园林 (金色家园)



资料来源: 房天下, 太平洋证券

图表 14: 滨江热带景观园林 (金色家园)



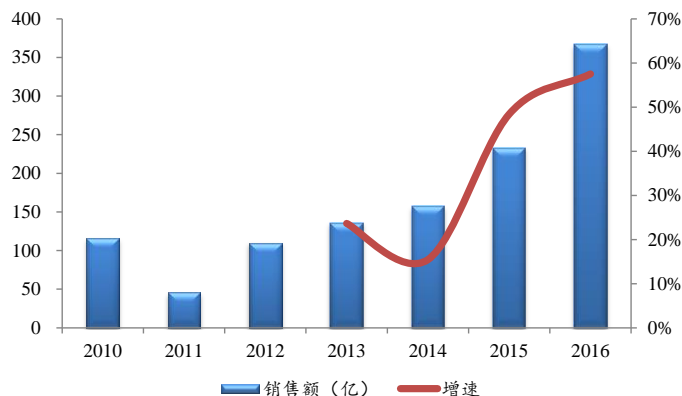
资料来源: 搜房, 太平洋证券

### 3. 迈出杭州，走向千亿

#### 3.1 全国布局的开启，极大打开销售空间

走出杭州，打开销售空间。公司2016年销售367亿元，同比大增58%。其中，杭州销售220亿，占总销售比重60%。随着滨江开始走出杭州，重点布局上海和深圳，并积极拓展北京等其他重点城市，我们认为，滨江凭借其强大的口碑和品牌影响力以及美誉度极佳的产品品质，沪深及其他重点城市的开拓，将极大打开公司的销售和发展空间。未来公司千亿销售目标的分布，可能是杭州、上海、深圳、北京（及其他重点城市）各200亿，长三角其他富裕县市200亿。

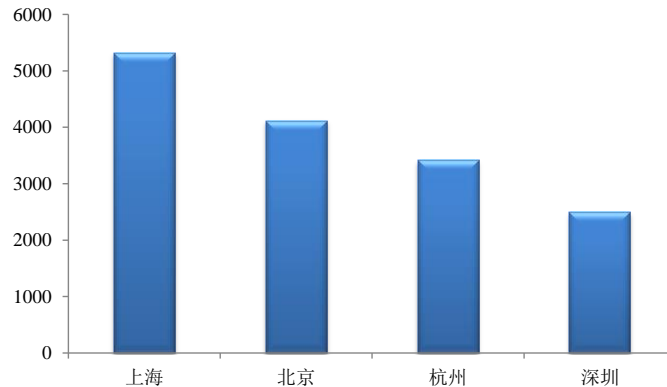
图表 15: 2016 年公司销售 367 亿



资料来源: 公司公告, 太平洋证券

上海等重点城市市场容量大。根据克尔瑞统计，2016年上海一手住宅成交金额 5320 亿元，名列全国第一，北京 4116 亿元，位居第二，深圳约 2500 亿元。滨江的大本营杭州为 3400 亿元，上海市场容量比杭州高 56%。上海 2016 年销售前三房企权益销售金额均超过 200 亿，榜首的绿地达到 356 亿；深圳排名第三的华润也接近 200 亿的销售。

图表 16：上海等重点城市 2016 年一手房成交金额（亿）



资料来源：克尔瑞，太平洋证券

图表 17：2016 年上海房企权益销售排名（亿）

1	绿地	356
2	万科	237
3	融创	218
4	上海地产	137
5	瑞安	130
6	仁恒	128
7	中华企业	104
8	旭辉	98
9	金茂	94
10	金地	92

资料来源：克尔瑞，太平洋证券

图表 18：2016 年深圳房企销售排名（亿）

1	鸿荣源	203
2	万科	186
3	华润	171
4	地铁集团	150
5	深业集团	137
6	华侨城	131
7	宝能	97
8	恒裕实业	90
9	信义地产	89
10	南海控股	81

资料来源：克尔瑞，太平洋证券

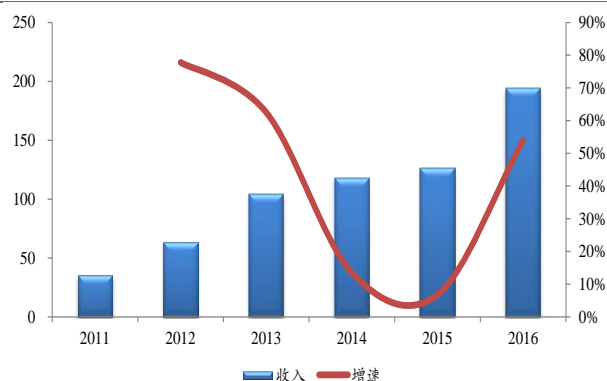
### 3.2 业绩重回成长轨道

收入和利润 2016 年开始重回增长轨道。2014 年和 2015 年，由于调控和市场因素，以及结转结构原因导致的利润率下降，公司净利润较 2013 年出现一定的下滑。随着 2015 年和 2016 年销售恢复强劲增长（分别同增 48%和 58%），公司业绩也开始重回成长轨道，2016 年实现归母净利润 14 亿元，同比增长 40%。2017 年随着公司走出杭州全国布局的开始，销售空间打开，预计公司业绩将维持 2016 年以来的高成长趋势。

毛利率和净利率企稳回升。2015-2016 年，公司毛利率和净利率摆脱近几年的下滑趋势，企稳回升。毛利率由 2014 年的 23%回升至 2015-2016 年的 32%和 25%；净利率由 2014 年的 7%回升至 2015-2016 年的 12%和 10%。2017-2018 年，随着武林壹号和华家池等高毛利的项目开始大规模结算，公司毛利率和净利率将继续保持稳中有升的态势。

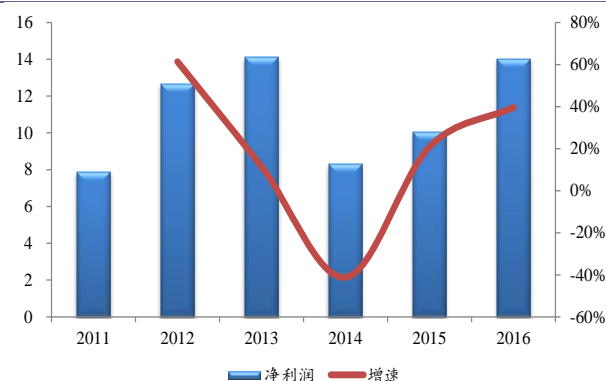
预收账款稳步增长，有力保障公司业绩实现。2017 年 Q1，公司预收账款达到 233 亿元，2016 年营收为 194 亿元，预收账款/营收达到 1.2 倍，公司 2017 年和 2018 年业绩实现得到较好保障。

图表 19：收入稳步增长（亿）



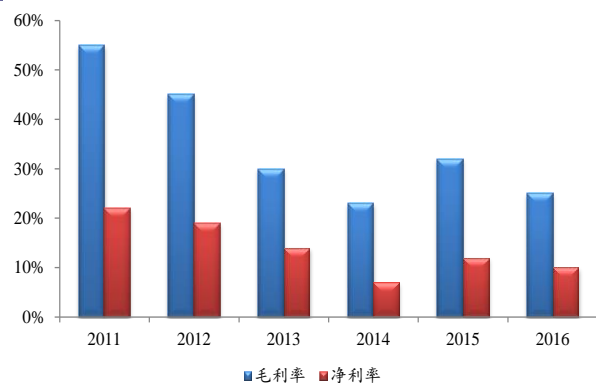
资料来源：公司公告，太平洋证券

图表 20：净利润重回高成长轨道（亿）



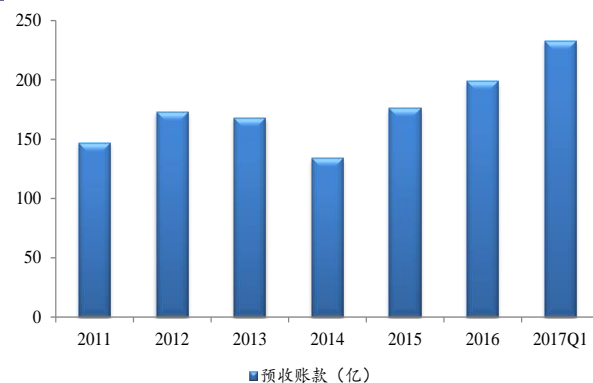
资料来源：公司公告，太平洋证券

图表 21：毛利率企稳回升



资料来源：公司公告，太平洋证券

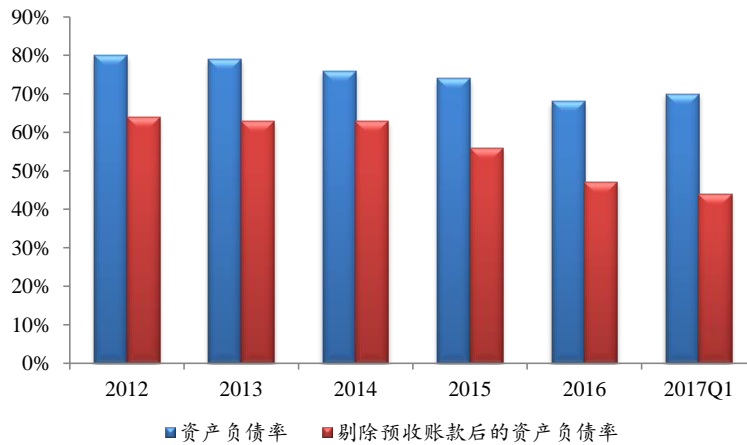
图表 22 预收账款稳步增长



资料来源：公司公告，太平洋证券

财务结构逐渐改善。公司财务相对稳健，资产负债率缓步下降，2016 年为 68%，较 2015 年下降 6 个百分点。得益于预收款的大幅增长，公司剔除预收款后的资产负债率更是明显下降，2017 年 Q1 为 44%，较 2015 年下降 11 个百分点。

图表 23: 资产负债率



资料来源: wind, 太平洋证券

#### 4. 估值与评级

公司 RNAV 为 6.61 元。

盈利预测及评级。我们认为，公司处于从区域性优质品牌开发商，到跨区域乃至全国性品牌开发商转变的起点，销售规模和公司业绩提升速度或将加快，千亿销售可期。随着未来两年武林壹号以及华家池等高毛利的项目逐渐进入大规模结算，预计公司毛利率和净利率将保持稳中有升的态势。我们预测公司 2017 年和 2018 年 EPS 分别为 0.61 元和 0.90 元，动态市盈率分别为 11 倍和 7 倍，首次给予公司买入评级。

图表 24：公司项目 NAV 估值汇总表

项目	权益	未结建面 (万m <sup>2</sup> )	权益未结建面 (万m <sup>2</sup> )	城市	NAV (万元)
翡翠海岸	33%	12	4.0	杭州	27074
湘湖壹号	50%	19	9.5	杭州	65950
武林壹号	50%	18	9.0	杭州	125702
华家池	51%	19	9.7	杭州	46585
锦绣之城	51%	11	5.6	杭州	35983
信达中心	10%	57	5.7	杭州	23405
天目山小镇	100%	13	13.0	杭州	5579
万家之星	35%	5.4	1.9	杭州	4545
东方名府	26%	4.8	1.2	杭州	3049
壹品	20%	9.2	1.8	杭州	13121
安定府	75%	1.2	0.9	杭州	8165
东方悦府	32%	7.5	2.4	杭州	5682
萧山东方海岸	50%	22	11.0	杭州	36012
千岛湖东方海岸	100%	13	13.0	杭州	6169
金色江南	100%	9.7	9.7	杭州	14339
西溪明珠	100%	4	4.0	杭州	22413
东方星城	30%	13	3.9	杭州	14942
江南之星	33%	25	8.3	杭州	25745
公园壹号	30%	12	3.6	上海	25140
大兴街	17%	13	2.2	上海	18407
相府花园	12%	10	1.2	上海	10314
义乌后宅	33%	14	4.6	义乌	9917
平湖万家花城	35%	80	28.0	平湖	30843
深圳龙华项目	70%	50	35.0	深圳	156860
2017Q1净资产					1320000
NAV					2055944

资料来源：wind，太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。