

滨江集团 (002244.SZ)

业绩微增符合预期，销售拿地表现显著强于行业

业绩微增符合预期，预收房款充足业绩增长有保障。公司2022年上半年实现营业收入106.9亿元(YoY+44.9%)，其中房产销售业务收入103.9亿元(YoY+45.2%)，归母净利润12.8亿元(YoY+1.3%)，业绩增长符合预期。公司营收大幅下降但利润略增主要由于上半年结算项目中非并表项目较多，使得投资净收益大幅增长所致，上半年投资净收益有9亿元，占净利润比重56.3%，同比增加了53.3pct。上半年公司整体毛利率21%(YoY-1.1pct)，其中房产销售业务毛利率20.9%(YoY-0.6pct)。截止2022年中期未结算的预收房款1198.5亿元，可覆盖去年房产销售收入的3.3倍，为收入增长提供保障。

销售显著跑赢行业，销售回款增加。公司2022年上半年实现销售额683.9亿元(YoY+22.2%)，而百强房企上半年同比下降幅度高达50.7%，公司销售显著跑赢行业。公司上半年销售额位列克而瑞排行榜第13位，同比提升10位，并且获得杭州房企销售冠军。公司全年销售目标为1500~1600亿元，同比为-11.3%~-5.4%，截止上半年完成45.6%~42.7%，考虑到公司上半年补充了大量土储，为下半年供货提供基础，加上杭州新房市场坚挺、去化速度快，全年销售目标有望达成。同时公司积极抓回款，上半年权益销售回笼资金322亿元，比去年同期提升6%。

积极加码杭州补充优质地块，杭州总土储占比超六成。上半年公司新增土储30宗，其中28宗位于杭州，合计新增计容建面366.3万方(YoY+56.5%)，新增土储货值权益比例57.5%，上半年行业整体投资低迷，公司抓住窗口期积极补仓，拿地毛利率得到修复，并可为未来供货形成强力支撑。公司土储充裕且布局优质，截止上半年末，公司土储总建面1586.5万方，同比增长11.2%，其中杭州、浙江省内非杭州以及省外土储总建面占比分别为61%、31%和8%，货值占比分别为62%、22%和16%，考虑到杭州新房销售好、资金回笼快，公司深耕杭州可持续受益于区域优势。

三道红线维持绿档，融资成本继续创新低。截止2022年中期末，公司有息负债558.1亿元(YoY+21.1%)，其中银行贷款占比78.3%，直接融资占比21.7%，债务结构健康。公司现金短债比1.11倍，净负债率85.8%(-5.4pct)，剔除预负债率65.5%(YoY-3.7pct)，三道红线维持绿档。综合融资成本持续下降，已从去年末的4.9%下降至4.7%，创历史新低。公司2022年来共发行两笔超短融、两笔短融和一笔中期票据，票面利率在3.55%~4.8%，融资成本始终保持低位。

投资建议：维持“买入”评级。考虑到公司预收房款充足，结算增长有保障；土储布局优质，销售去化情况较好；2021年下半年和2022年在杭州等核心城市积极拿地，拿地毛利率较以往改善，并为未来的供货形成强力支撑。预计2022/2023/2024年公司营业收入490.7/620.8/769亿元；归母净利润为36.5/44/53.8亿元；对应EPS分别为1.17/1.41/1.73元；当前股价对应2022年动态PE8.1倍。我们认为公司合理市值为364.5亿元，对应目标价格11.7元/股，对应2022年PE10倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期，政策放松不及预期，毛利率改善不及预期，结算进度不及预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,597	37,976	49,073	62,082	76,896
增长率 yoy (%)	14.6	32.8	29.2	26.5	23.9
归母净利润(百万元)	2,328	3,027	3,645	4,398	5,382
增长率 yoy (%)	42.7	30.1	20.4	20.7	22.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.75	0.97	1.17	1.41	1.73
净资产收益率(%)	12.7	13.2	13.7	15.2	16.3
P/E(倍)	12.6	9.7	8.1	6.7	5.5
P/B(倍)	1.6	1.4	1.3	1.1	0.9

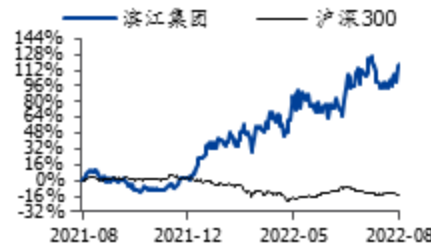
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年8月26日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
8月26日收盘价(元)	9.46
总市值(百万元)	29,434.26
总股本(百万股)	3,111.44
其中自由流通股(%)	86.21
30日日均成交量(百万股)	29.34

股价走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号: S0680522030001

邮箱: jinjing3@gszq.com

研究助理 肖依依

执业证书编号: S0680121070010

邮箱: xiaoyiyi3664@gszq.com

研究助理 肖畅

执业证书编号: S0680122050008

邮箱: xiaochang@gszq.com

相关研究

- 《滨江集团(002244.SZ):把握窗口期在杭州积极补仓,销售显著跑赢行业》2022-08-25
- 《滨江集团(002244.SZ):逆势稳健增长,土储优质确定性高》2022-05-01
- 《滨江集团(002244.SZ):夯实内功,更显从容》2022-02-01

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	156902	189975	214540	228796	240138
现金	18522	21141	21780	30513	40705
应收票据及应收账款	463	487	740	812	1111
其他应收款	15769	17776	21482	28183	30967
预付账款	48	46	76	78	113
存货	116262	142401	162338	161087	159119
其他流动资产	5838	8123	8123	8123	8123
非流动资产	15113	21751	29702	37680	45461
长期投资	5199	10855	16632	22444	28241
固定资产	561	536	697	943	1233
无形资产	145	140	140	135	131
其他非流动资产	9208	10219	12233	14157	15855
资产总计	172016	211726	244242	266476	285599
流动负债	112310	141815	159817	165675	165404
短期借款	0	565	100	127	157
应付票据及应付账款	4204	3411	5960	7022	8988
其他流动负债	108106	137840	153757	158527	156259
非流动负债	31661	32523	41912	51272	61724
长期借款	31015	31766	41154	50515	60966
其他非流动负债	645	758	758	758	758
负债合计	143971	174339	201729	216947	227127
少数股东权益	9676	16808	18992	22110	26251
股本	3111	3111	3111	3111	3111
资本公积	2165	2181	2181	2181	2181
留存收益	13160	15491	20154	26167	33785
归属母公司股东权益	18369	20579	23521	27418	32221
负债和股东权益	172016	211726	244242	266476	285599

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-3157	839	946	4302	3547
净利润	3548	4921	5829	7516	9522
折旧摊销	197	348	226	368	580
财务费用	888	740	966	1297	1561
投资损失	-225	-356	-243	-276	-251
营运资金变动	-7369	-5278	-5834	-4603	-7865
其他经营现金流	-196	465	0	0	0
投资活动现金流	-3139	-8760	-7935	-8070	-8110
资本支出	80	42	888	1008	1096
长期投资	-2705	-5331	-5776	-5812	-5797
其他投资现金流	-5763	-14049	-12823	-12875	-12810
筹资活动现金流	12809	10531	7628	12501	14755
短期借款	-601	565	-465	27	30
长期借款	9510	751	9389	9360	10452
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-33	16	0	0	0
其他筹资现金流	3933	9199	-1296	3115	4273
现金净增加额	6480	2605	639	8733	10192

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	28597	37976	49073	62082	76896
营业成本	20863	28547	37483	46735	57637
营业税金及附加	1409	1008	1302	1862	2307
营业费用	426	713	922	1273	1461
管理费用	409	559	723	962	1230
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	888	740	966	1297	1561
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	4	3	3	3	3
公允价值变动收益	59	0	0	0	0
投资净收益	225	356	243	276	251
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	4827	6746	7923	10232	12954
营业外收入	18	3	8	6	7
营业外支出	58	11	27	27	28
利润总额	4787	6737	7904	10211	12934
所得税	1239	1816	2075	2695	3411
净利润	3548	4921	5829	7516	9522
少数股东损益	1220	1894	2185	3118	4140
归属母公司净利润	2328	3027	3645	4398	5382
EBITDA	5979	8059	8410	10945	13843
EPS (元)	0.75	0.97	1.17	1.41	1.73

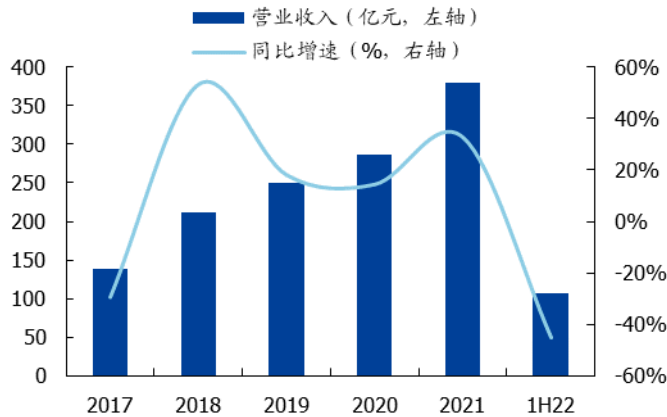
主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	14.6	32.8	29.2	26.5	23.9
营业利润(%)	-10.9	39.7	17.5	29.1	26.6
归属于母公司净利润(%)	42.7	30.1	20.4	20.7	22.4
获利能力					
毛利率(%)	27.0	24.8	23.6	24.7	25.0
净利率(%)	8.1	8.0	7.4	7.1	7.0
ROE(%)	12.7	13.2	13.7	15.2	16.3
ROIC(%)	7.4	8.9	8.0	8.3	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	83.7	82.3	82.6	81.4	79.5
净负债比率(%)	74.6	58.1	71.5	72.6	72.9
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	61.9	80.0	80.0	80.0	80.0
应付账款周转率	5.7	7.5	8.0	7.2	7.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.97	1.17	1.41	1.73
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.01	0.27	0.30	1.38	1.14
每股净资产(最新摊薄)	5.90	6.61	7.56	8.81	10.36
估值比率					
P/E	12.6	9.7	8.1	6.7	5.5
P/B	1.6	1.4	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	10.0	8.4	9.4	8.0	7.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年8月26日收盘价

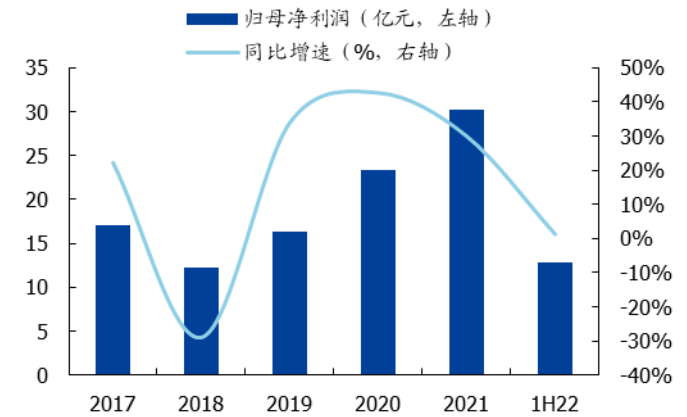
业绩微增符合预期，预收房款充足业绩增长有保障。公司 2022 年上半年实现营业收入 106.9 亿元 (YoY-44.9%)，其中房产销售业务收入 103.9 亿元 (YoY-45.2%)，归母净利润 12.8 亿元 (YoY+1.3%)，业绩增长符合预期。公司营收大幅下降但利润略增主要由于上半年结算项目中非并表项目较多，使得投资净收益大幅增长所致，上半年投资净收益有 9 亿元，占净利润比重 56.3%，同比增加了 53.3pct。公司上半年结算项目多为 2018、2019 年获取的土储，当时公司尚处于通过低权益比模式扩大规模的过程中，随着近年来公司拿地权益比提升，预计营收和投资收益之间的分配会更均衡。上半年公司整体毛利率 21% (YoY-1.1pct)，其中房产销售业务毛利率 20.9% (YoY-0.6pct)。截止 2022 年中期未结算的预收房款 1198.5 亿元，可覆盖去年房产销售收入的 3.3 倍，为收入增长提供保障。

图表 1: 公司营业收入及同比增速



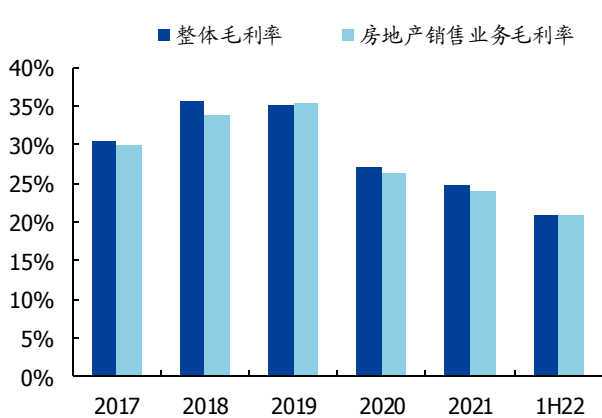
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 公司归母净利润及同比增速



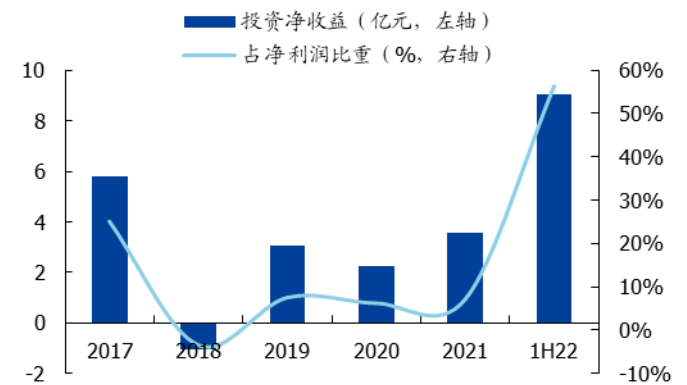
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司整体毛利率及房地产销售业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

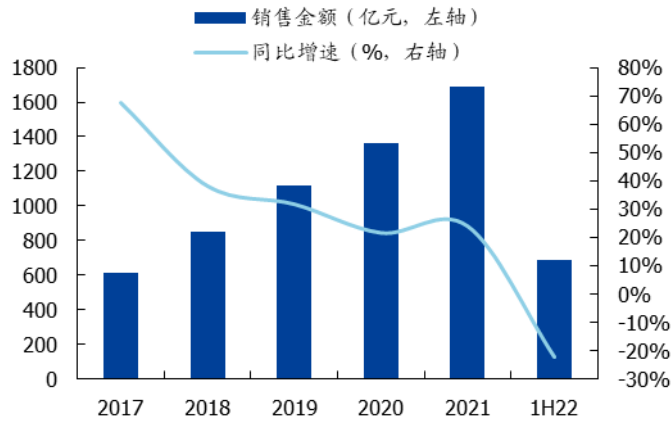
图表 4: 公司投资净收益及占净利润比重



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

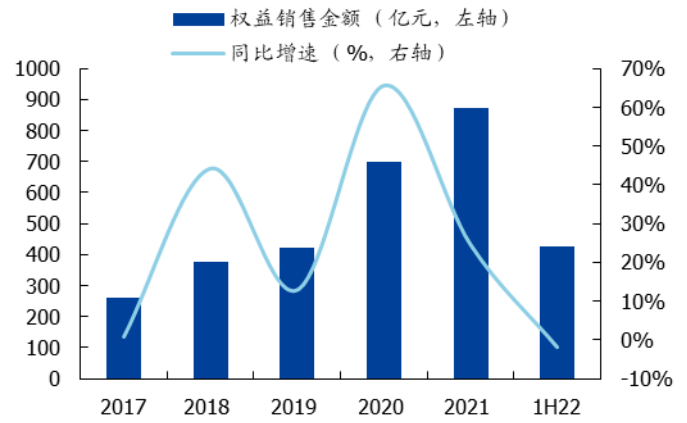
销售显著跑赢行业，销售回款增加。公司 2022 年上半年实现销售额 683.9 亿元 (YoY-22.2%)，而百强房企上半年同比下降幅度高达 50.7%，公司销售显著跑赢行业。公司上半年销售额位列克而瑞排行榜第 13 位，同比提升 10 位，并且获得杭州房企销售冠军。公司全年销售目标为 1500~1600 亿元，同比为-11.3%~-5.4%，截止上半年完成 45.6%~42.7%，考虑到公司上半年补充了大量土储，为下半年供货提供基础，加上杭州新房市场坚挺、去化速度快，全年销售目标有望达成。同时公司积极抓回款，上半年权益销售回笼资金 322 亿元，比去年同期提升 6%。

图表 5: 公司全口径销售金额



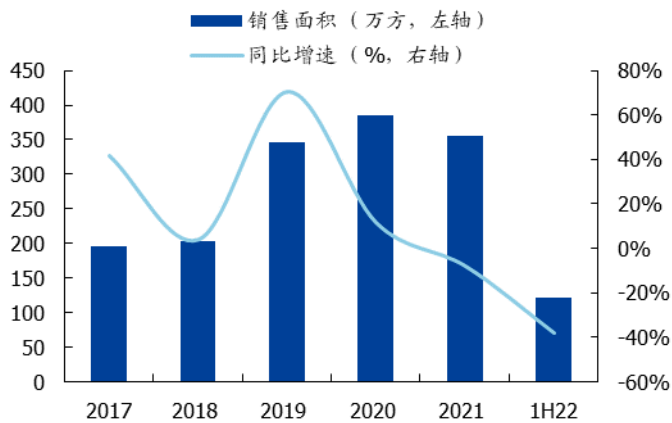
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司权益口径销售金额



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

图表 7: 公司全口径销售面积



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

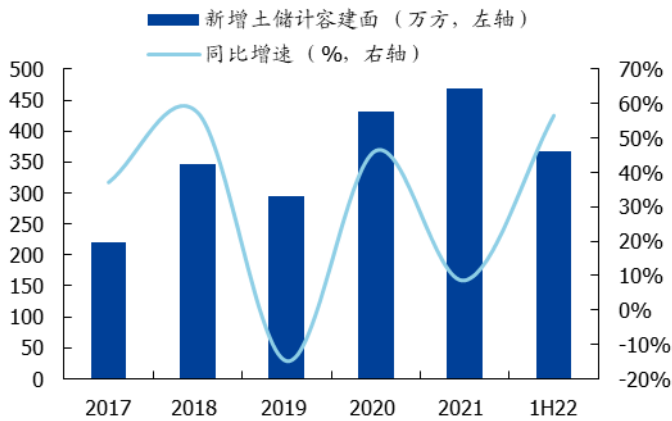
图表 8: 公司销售均价



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

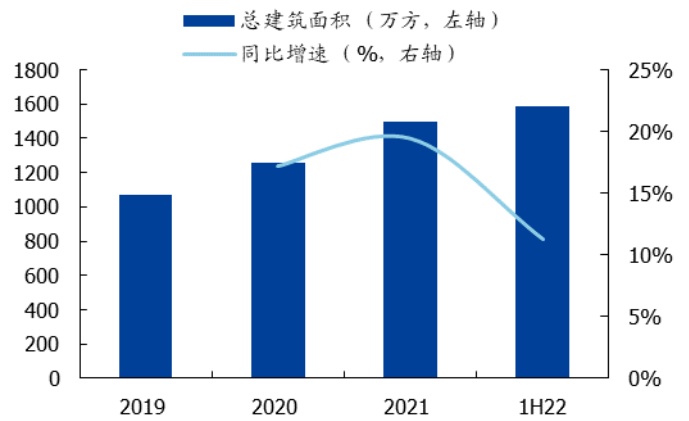
积极加码杭州补充优质地块，杭州总土储占比超六成。上半年公司新增土储 30 宗，其中 28 宗位于杭州，合计新增计容建面 366.3 万方 (YoY+56.5%)，新增土储货值权益比例 57.5%，上半年行业整体投资低迷，公司抓住窗口期积极补仓，拿地毛利率得到修复，并可为未来供货形成强力支撑。公司土储充裕且布局优质，截止上半年末，公司土储总建面 1586.5 万方，同比增长 11.2%，其中杭州、浙江省内非杭州以及省外土储总建面占比分别为 61%、31%和 8%，货值占比分别为 62%、22%和 16%，考虑到杭州新房销售好、资金回笼快，公司深耕杭州可持续受益于区域优势。

图表 9: 公司累计新增土地计容建面及同比



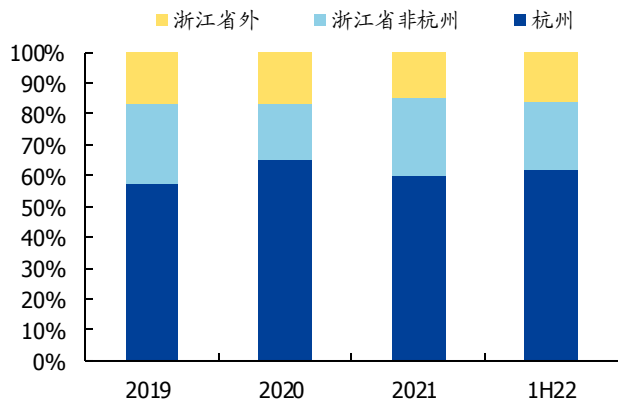
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司土储总建面及同比



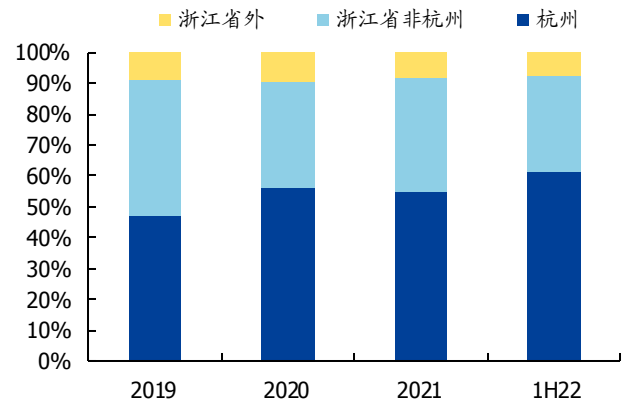
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司土储总货值分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

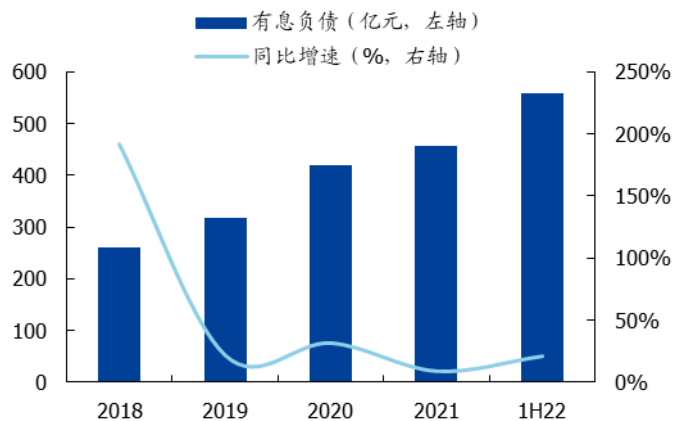
图表 12: 公司土储总建面分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

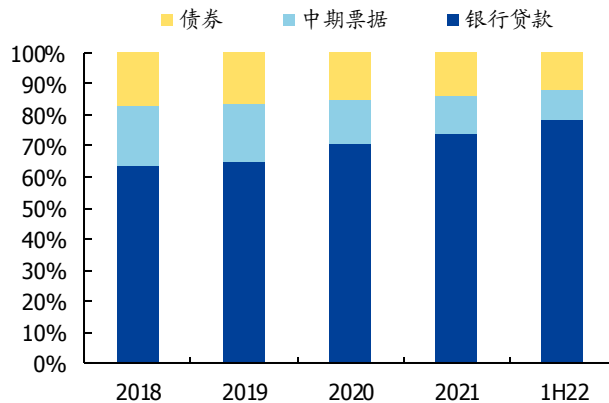
三道红线维持绿档, 融资成本继续创新低。截止 2022 年中期末, 公司有息负债 558.1 亿元 (YoY+21.1%), 其中银行贷款占比 78.3%, 直接融资占比 21.7%, 债务结构健康。公司现金短债比 1.11 倍, 净负债率 85.8% (-5.4pct), 剔除预负债率 65.5% (YoY-3.7pct), 三道红线维持绿档。综合融资成本持续下降, 已从去年末的 4.9% 下降至 4.7%, 创历史新低。公司 2022 年来共发行两笔超短融、两笔短融和一笔中期票据, 票面利率在 3.55%~4.8%, 融资成本始终保持低位。

图表 13: 公司有息负债及增速



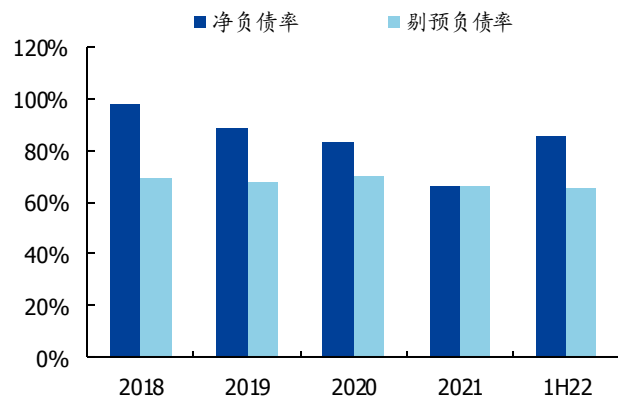
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 公司有息负债结构



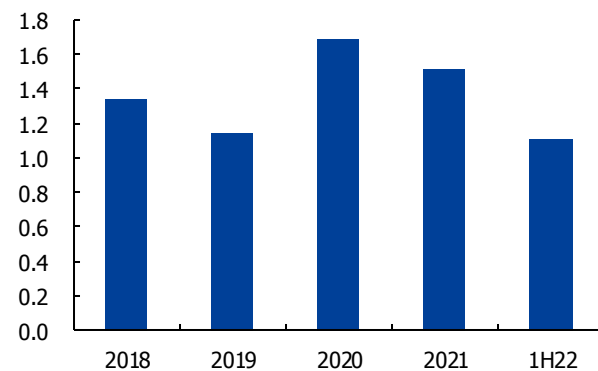
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 公司净负债率及别预负债率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 公司现金短债比



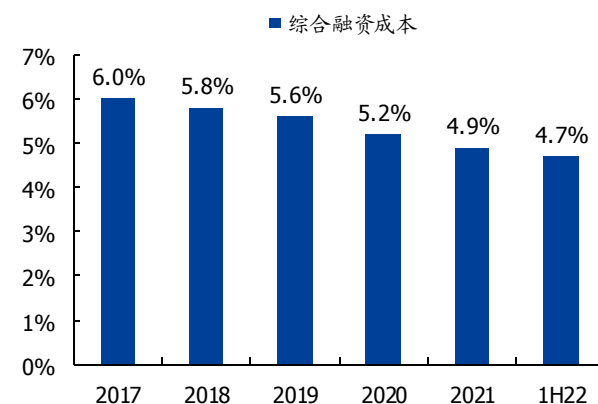
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 17: 公司 2022 年发行债券情况

序号	发行日期	类型	发行总额 (亿元)	发行利率	期限
1	2022/1/4	超短期融资券	9.6	4.00%	184天
2	2022/1/25	超短期融资券	9.3	3.66%	210天
3	2022/2/23	一般短期融资券	7.2	3.55%	365天
4	2022/7/1	一般短期融资券	9.7	3.90%	365天
5	2022/8/19	一般中期票据	9.4	4.80%	2年

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 公司历年融资成本



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

风险提示: 疫情影响超预期, 政策放松不及预期, 毛利率改善不及预期, 结算进度不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com