

滨江集团 (002244.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，持续深耕杭州

事件

2023年8月29日滨江集团披露2023年半年报。上半年实现营收270.3亿元，同比+152.8%；实现归母净利润16.4亿元，同比增长27.3%。2023年二季度单季实现营收169.4亿元，同比+275.9%；实现归母净利润10.8亿元，同比+1.8%。

点评

营业收入大幅增长，归母净利润符合预期：1H23 营收大幅增长主要由于结转并表项目比例增加，去年同期并表项目较少；与之对应的则是合联营项目投资收益的下滑，1H23 投资净收益 3.7 亿元，同比下降 5.3 亿元。归母净利润增速低于营收增速，主要由于：
①1H23 年整体毛利率 18.25%，较 1H22 下降 2.73 pct；②基于谨慎原则，1H23 年计提资产和信用减值损失合计 7.86 亿元（1H22 为 0.56 亿元）。

销售稳步提升，回款效率高：1H23 年公司全口径销售金额 925.8 亿元，同比+35%，居行业第 10 位（较 2022 全年提升 3 位）；连续多年荣获杭州房企销售冠军。抓销售促回款，1H23 年权益销售现金回笼 478.7 亿元，保持稳健态势。

持续深耕杭州，土储结构优质：1H23 年公司新增项目 22 个，其中宁波 1 个，金华 1 个，南京 1 个，杭州 19 个，进一步巩固杭州市场份额；新增总建面 249 万方，权益拿地金额 180 亿元。总土储分布结构优质，1H23 年末土储总建面 1448 万方，其中杭州占 60%，浙江省内非杭州占比 22%，浙江省外占比 18%。

财务结构稳健，现金流充裕：1H23 年公司三道红线稳居绿档，剔除预收款后的资产负债率 55.7%，净负债率 21.5%，现金短债比 2.1。债务结构清晰，仅由银行借款、债券和中期票据构成，其中银行借款占比 76%；综合融资成本 4.4%，较 2022 年下降 20BP；由于上半年销售回款增长，且去年同期集中拿地，1H23 经营性现金流净额 275.9 亿元，同比+5637%。

投资建议

公司持续深耕杭州，销售规模和利润率有保障，预计业绩将维持较高增速。我们维持公司盈利预测不变，2023-25 年归母净利润分别为 47.2 亿元、61.4 亿元和 73.6 亿元，增速分别为 26.3%、29.9% 和 19.9%，公司股票现价对应 2023-25 年 PE 估值为 7.3/5.6/4.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

土地市场竞争加剧；杭州市场大幅下行；其他房企频繁违约。

分析师：杜昊旻 (执业 S1130521090001)

duhaomin@gjzq.com.cn

联系人：王祎馨

wangyixin@gjzq.com.cn

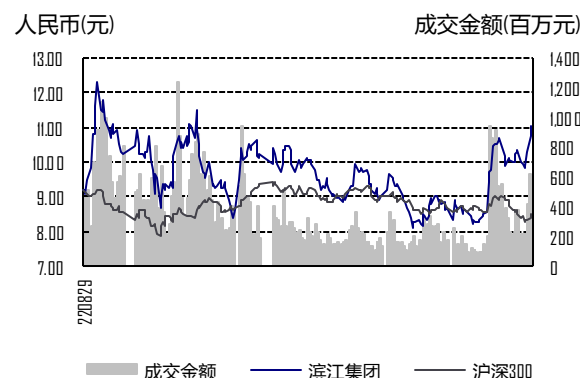
联系人：方鹏

fang_peng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.02 元

相关报告：

- 《滨江集团公司点评：深耕成效显著，业绩增速行业前茅》，2023.4.30
- 《交付工作稳步推进，利润业绩超预期-滨江集团三季度报点评》，2022.10.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	37,976	41,502	52,033	65,360	76,717
营业收入增长率	32.80%	9.28%	25.37%	25.61%	17.37%
归母净利润(百万元)	3,027	3,741	4,725	6,137	7,356
归母净利润增长率	30.06%	23.58%	26.30%	29.89%	19.85%
摊薄每股收益(元)	0.973	1.202	1.519	1.972	2.364
每股经营性现金流净额	0.27	1.68	1.47	1.71	1.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.71%	15.90%	17.21%	18.88%	19.05%
P/E	4.79	7.34	7.26	5.59	4.66
P/B	0.70	1.17	1.25	1.06	0.89

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	28,597	37,976	41,502	52,033	65,360	76,717
增长率		32.8%	9.3%	25.4%	25.6%	17.4%
主营业务成本	-20,863	-28,547	-34,249	-40,344	-50,077	-58,799
%销售收入	73.0%	75.2%	82.5%	77.5%	76.6%	76.6%
毛利	7,734	9,430	7,253	11,689	15,283	17,917
%销售收入	27.0%	24.8%	17.5%	22.5%	23.4%	23.4%
营业税金及附加	-1,409	-1,008	-844	-1,058	-1,329	-1,560
%销售收入	4.9%	2.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
销售费用	-426	-713	-811	-762	-973	-1,119
%销售收入	1.5%	1.9%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-409	-559	-626	-677	-876	-1,007
%销售收入	1.4%	1.5%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	5,489	7,149	4,972	9,192	12,105	14,230
%销售收入	19.2%	18.8%	12.0%	17.7%	18.5%	18.5%
财务费用	-888	-740	-1,019	-1,565	-1,829	-2,042
%销售收入	3.1%	1.9%	2.5%	3.0%	2.8%	2.7%
资产减值损失	-61	-23	-858	0	0	0
公允价值变动收益	59	0	-6	0	0	0
投资收益	225	356	2,224	568	674	938
%税前利润	4.7%	5.3%	41.9%	6.9%	6.2%	7.1%
营业利润	4,827	6,746	5,320	8,202	10,958	13,134
营业利润率	16.9%	17.8%	12.8%	15.8%	16.8%	17.1%
营业外收支	-40	-8	-10	1	1	1
税前利润	4,787	6,737	5,311	8,203	10,959	13,135
利润率	16.7%	17.7%	12.8%	15.8%	16.8%	17.1%
所得税	-1,239	-1,816	-1,407	-1,641	-2,192	-2,627
所得税率	25.9%	27.0%	26.5%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	3,548	4,921	3,904	6,562	8,767	10,508
少数股东损益	1,220	1,894	163	1,837	2,630	3,152
归属于母公司的净利润	2,328	3,027	3,741	4,725	6,137	7,356
净利率	8.1%	8.0%	9.0%	9.1%	9.4%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,548	4,921	3,904	6,562	8,767	10,508
少数股东损益	1,220	1,894	163	1,837	2,630	3,152
非现金支出	258	380	1,285	112	132	155
非经营收益	406	817	-1,467	1,370	1,460	1,414
营运资金变动	-7,369	-5,278	1,492	-3,464	-5,049	-6,787
经营活动现金净流	-3,157	839	5,214	4,581	5,310	5,290
资本开支	-80	-41	-136	-181	-181	-181
投资	-2,705	-5,660	-4,592	-3,554	-3,338	-3,800
其他	-354	-3,060	-19,487	568	674	938
投资活动现金净流	-3,139	-8,760	-24,214	-3,168	-2,844	-3,043
股权募资	2,480	6,382	17,115	0	0	0
债权募资	9,747	3,847	7,715	4,320	5,284	5,712
其他	582	302	-2,680	-2,838	-3,319	-3,696
筹资活动现金净流	12,809	10,531	22,150	1,482	1,965	2,017
现金净流量	6,480	2,605	3,181	2,895	4,431	4,263

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,522	21,141	24,328	27,195	31,606	35,855
应收款项	16,232	18,263	30,803	26,259	31,176	36,572
存货	116,262	142,401	184,409	221,065	253,814	289,969
其他流动资产	5,886	8,169	10,807	14,056	15,459	17,000
流动资产	156,902	189,975	250,347	288,575	332,055	379,395
%总资产	91.2%	89.7%	90.6%	90.7%	91.0%	91.1%
长期投资	12,516	19,277	23,145	26,699	30,037	33,837
固定资产	561	536	582	589	628	645
%总资产	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
无形资产	181	199	189	258	276	293
非流动资产	15,113	21,751	25,829	29,544	33,026	36,951
%总资产	8.8%	10.3%	9.4%	9.3%	9.0%	8.9%
资产总计	172,016	211,726	276,176	318,119	365,080	416,346
短期借款	7,901	10,480	12,879	13,879	14,879	15,879
应付款项	19,614	22,843	25,674	29,270	33,773	39,631
其他流动负债	84,795	108,492	145,168	173,470	202,987	233,433
流动负债	112,310	141,815	183,721	216,619	251,638	288,943
长期贷款	26,137	24,815	34,950	38,445	42,289	46,518
其他长期负债	5,524	7,709	4,788	4,585	5,004	5,473
负债	143,971	174,339	223,459	259,649	298,932	340,934
普通股股东权益	18,369	20,579	23,535	27,451	32,499	38,610
其中：股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
未分配利润	12,022	14,294	17,026	20,942	25,990	32,101
少数股东权益	9,676	16,808	29,182	31,019	33,650	36,802
负债股东权益合计	172,016	211,726	276,176	318,119	365,080	416,346

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.748	0.973	1.202	1.519	1.972	2.364
每股净资产	5.904	6.614	7.564	8.823	10.445	12.409
每股经营现金净流	-1.015	0.270	1.676	1.472	1.707	1.700
每股股利	0.060	0.132	0.226	0.260	0.350	0.400
回报率						
净资产收益率	12.67%	14.71%	15.90%	17.21%	18.88%	19.05%
总资产收益率	1.35%	1.43%	1.35%	1.49%	1.68%	1.77%
投入资本收益率	6.06%	6.55%	3.49%	6.38%	7.55%	7.95%
增长率						
主营业务收入增长率	14.60%	32.80%	9.28%	25.37%	25.61%	17.37%
EBIT增长率	-8.02%	30.26%	-30.45%	84.87%	31.69%	17.56%
净利润增长率	42.69%	30.06%	23.58%	26.30%	29.89%	19.85%
总资产增长率	32.70%	23.09%	30.44%	15.19%	14.76%	14.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.9	4.6	4.1	4.2	4.1	4.0
存货周转天数	1,756.1	1,653.7	1,741.4	2,000.0	1,850.0	1,800.0
应付账款周转天数	64.5	48.7	37.9	38.0	38.0	38.0
固定资产周转天数	7.2	5.2	5.1	4.1	3.5	3.0
偿债能力						
净负债/股东权益	72.70%	56.42%	52.00%	50.35%	45.82%	42.14%
EBIT利息保障倍数	6.2	9.7	4.9	5.9	6.6	7.0
资产负债率	83.70%	82.34%	80.91%	81.62%	81.88%	81.89%

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-18	买入	7.33	10.16~10.16
2	2022-04-30	买入	8.24	10.37
3	2022-06-10	买入	7.96	10.34
4	2022-08-27	买入	9.46	10.95
5	2022-10-27	买入	9.32	N/A
6	2023-04-30	买入	9.22	N/A

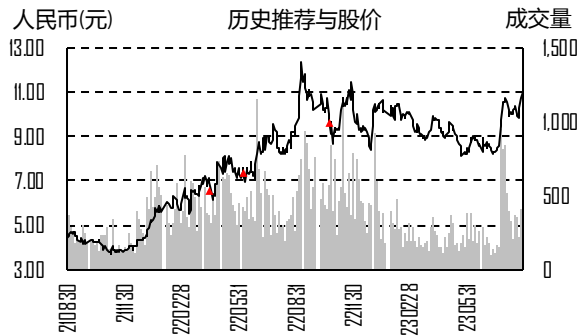
来源：国金证券研究所

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



投资评级的说明：

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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806