

债券市场深度报告

报告日期：2022年08月08日

逆势增储，深耕杭州，增长可期

——滨江集团深度报告

核心观点

滨江集团运营情况稳定，目前财务状况良好。公司深耕杭州，逆势增储，充分保障优质资产供给，杭州房地产市场调控政策已进入新的宽松区间，且滨江集团其余土储城市均已出台放松限购限贷政策，需求端改善可期。公司在未来1-2年内具有较大的增长潜力，推荐配置剩余期限在1Y-2Y的地产债。

□ 1、民企中的“国企”，股权结构稳定，管理效率高

滨江集团股权结构稳定，公司于2018年实施跟投激励，目前暂未分红但无人员退出，员工与公司联系紧密，运营稳定。公司在近10年扩张过程中管理效率显著提升，管理费率由2011年的5.70%下降至2021年的1.47%，销售费率为1.88%，均处于行业较低水平。

□ 2、深耕杭州，销售与杭州楼市同频

滨江集团坚持深耕杭州，土地储备占比60%。杭州市商品房销售市场自2008年以来呈现震荡上行趋势，受调控政策影响，2008年、2011年、2014年、2017年-2018年杭州楼市整体较为低迷，商品房销售金额及销售面积出现负增长。滨江集团营收表现与杭州楼市同频，在2011年、2015年、2017年营收增长率亦下滑至波谷，2011年及2017年出现营业收入负增长。整体来看，滨江集团增长周期与杭州楼市发展同频。

□ 3、杭州城市基本面较好，政策进入新的宽松区间，需求改善可期

从杭州房地产市场整体走势来看，我们认为滨江集团2022年-2023年销售业绩有较大的增长空间。一方面，杭州市城市基本面较好，在2021年全面调控情况下全市销售金额仍然逆势增长45.58%，城市居民需求较强，居民购买力较高；另一方面，杭州市房地产调控政策已于2022年中开始进入新的宽松区间，外部环境宽松有利于滨江集团销售潜力释放。

□ 4、土储城市已全部出台限购限贷放松政策，充分助推销售

截止2021年末，滨江集团土储共分布4个省，12个城市，除杭州外，其他城市亦出台限购限贷放松政策，信号明显，可充分助推销售。

□ 5、逆势增储，待需求端出现明显改善时可保障充足的货值供应

2022年1-7月滨江集团在土地市场斩获丰盛，共获取优质土地29宗，新增货值达900亿，总土地价款467亿元，权益地价款392亿元，超过绿城（213亿）、建发（111亿）位居房企浙江省权益拿地金额排名第一位。公司在行业下行周期扩充土储，体现其流动性充足，新增土储预计在未来1-2年内可达预售状态，保障供货充足。

□ 6、财务表现健康，维持两个“7:3”

滨江集团债务结构较为简单，以低成本银行开发贷为主，直接融资为辅助，二者占比7:3。从债务期限上来看，长短期债务占比近年亦维持7:3。公司连续4年保持三条红线“绿档”，2022年上半年，公司综合融资成本已进一步降低至4.7%，已提前完成全年目标，整体财务表现健康。

□ 7、公司新增土储权益占比有一定上行空间

滨江集团2019-2021年新增土储货值权益比例逐步上行，但整体均在50%-60%区间，有一定提升空间，需关注其合作方资金周转情况。

□ 配置建议：推荐配置剩余期限在1Y-2Y的地产债。**□ 风险提示**

需求改善不及预期，合作方资金周转困难等。

分析师：高宇

执业证书号：S1230522020003

gaoyu@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《地产加速迈入下半场——信用增强策略》 2022.02.28
- 2 《中国房地产投资周期的新视角》 2022.03.19
- 3 《乐观的下半年：地产投资拐点预测——基于季节性规律》 2022.07.09
- 4 《情绪还是事实？——房产停贷事件点评》 2022.07.18
- 5 《5家示范民营房企深度研究——房地产信用债研究专题报告》 2022.07.26
- 6 《停工不等于烂尾，“纾困基金”已现积极信号——停工/停贷事件全面解读》 2022.07.26
- 7 《地产纾困典型模式：金融机构接管+委托代建——信达首单地产纾困项目点评》 2022.07.29

正文目录

1 公司基本情况	4
1.1 滨江集团发展历史	4
1.2 股权结构稳定	5
1.3 薪酬体系优厚，离职率较低，实施跟投激励	6
1.4 增长迅速，盈利向好	6
2 与杭州楼市同频，政策宽松，需求改善可期	7
2.1 整体销售情况与杭州楼市同频	7
2.2 杭州城市基本面较好，政策进入宽松区间	8
2.3 预收款持续增厚，业绩释放潜力可期	9
2.4 现金回笼逆势增长，公司整体流动性较好	9
3 逆势增储，可售货值充足，极具增长潜力	11
3.1 深耕杭州，土储集中度高达 60%	11
3.2 逆势拿地，优质资产储备丰厚	11
3.3 新增土储货值权益占比有上行空间	12
3.4 多元化拿地，收并购能力较强	12
3.5 土储城市均已出现放松信号，销售增长潜力大	12
4 财务健康，授信额度充足	15
4.1 三条红线情况：近 4 年维持“绿档”	15
4.2 未使用授信额度近 6 年超 50%，债务结构健康	15
4.3 债务集中在 3 年内到期，长短期债务 7:3	15
5 推荐配置 1Y-2Y 地产债	17
6 风险提示	18

图表目录

图 1: 滨江集团公司发展历程.....	5
图 2: 滨江集团股权结构图 (2022 年一季度)	5
图 3: 滨江集团 2021 年末营业收入构成.....	7
图 4: 滨江集团历年营业收入走势.....	7
图 5: 滨江集团毛利率、净利率走势.....	7
图 6: 滨江集团销售、管理费用率走势.....	7
图 7: 杭州市 2016 年至今房地产调控政策.....	9
图 8: 滨江集团销售金额排名.....	10
图 9: 滨江集团销售区域分布.....	10
图 10: 滨江集团历年销售金额走势.....	10
图 11: 杭州市历年 GDP 走势及增长情况.....	10
图 12: 杭州市常住人口、城镇居民可支配收入走势.....	10
图 13: 杭州市历年商品房销售额走势.....	10
图 14: 杭州市历年商品房销售面积走势.....	11
图 15: 杭州市历年商品房销售均价走势.....	11
图 16: 滨江集团预收款变动情况.....	11
图 17: 滨江集团 2020-2022 年上半年现金回笼走势.....	11
图 18: 滨江集团 2021 年末土储分布.....	14
图 19: 滨江集团新增土储货值权益比.....	14
图 20: 滨江集团新增土储土地价款.....	14
图 21: 滨江集团土储平均楼面价及收并购土地楼面价.....	14
图 22: 滨江集团 2021 年末权益可售土储 (省份)	14
图 23: 滨江集团 2021 年末权益可售土储 (城市)	14
图 24: 滨江集团历年有息负债增长.....	16
图 25: 滨江集团 2021 年末债务结构.....	16
图 26: 滨江集团三条红线指标.....	16
图 27: 滨江集团 2021 年末债务到期期限分布.....	16
图 28: 滨江集团银行贷款/直接融资分布 7:3.....	16
图 29: 滨江集团长短期债务分布 7:3.....	16
图 30: 滨江集团金融机构授信情况.....	17
图 31: 滨江集团综合融资成本走势.....	17
图 32: 滨江集团中票/短期融资券/超短期融资券中债 YTM 走势.....	18
图 33: 滨江集团公司债公司债中证 YTM 走势.....	18
表 1: 2017 年-2022 年一季度滨江集团股权结构.....	6
表 2: “千亿腾飞幸福分享计划”实施情况 (截至 2021 年末)	6
表 3: 滨江集团土储城市限购限贷政策.....	12
表 4: 滨江集团 2 年内到期债券估值及剩余期限.....	17

1 公司基本情况

杭州滨江房产集团股份有限公司(以下简称“滨江集团”)(股票代码: 002244.SZ), 1992年成立于浙江杭州, 前身为杭州滨江房屋建设开发公司, 最初由以戚金兴为首的7名员工开展创业。2008年5月深交所上市, 2022年上半年位列克尔瑞销售排行第13位, 综合实力较强。

1.1 滨江集团发展历史

公司发展历程可以梳理为以下几个阶段:

(1) 1992-2001: 诞生起步阶段, 立足杭州, 从旧城改造中谋求发展转型。1992年公司前身杭州滨江房屋建设开发公司成立, 初期致力于旧城改造及普通住宅建设。1996年杭州滨江房产集团有限公司成立, 1999年成功完成改制, 成为杭州首家转制的房地产企业。2001年公司开始开发建设万家花园、以经济适用房为主, 商品房为主, 引入国际知名的贝尔高林景观设计公司, 开启了滨江集团品质建设的探索之路。

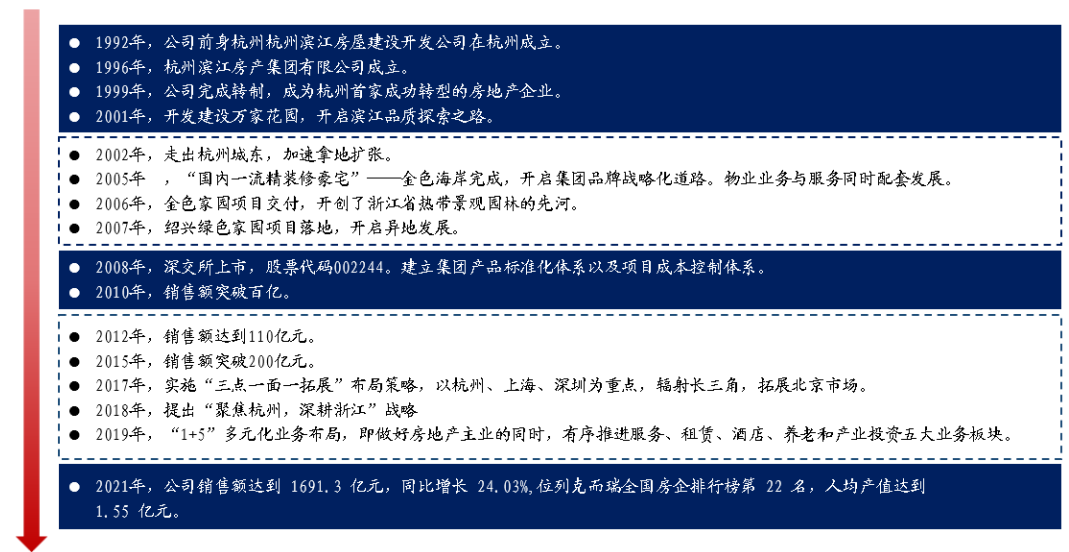
(2) 2001-2007: 发展扩张阶段, 区域扩张, 找准定位, 树立品牌形象。2002年, 公司走出城东, 加速拿地扩张, 在杭州市内获取多宗地块。2007年, 滨江集团走出杭州, 落地绍兴金色家园项目, 此后将发展重心集中在以杭州为中心的长三角地区, 实施以浙、沪、江为核心的全国战略, 并深入拓展二、三线城市。2005年, “国内一流精装修豪宅”——金色海岸问世, 滨江集团开始树立品牌形象, 定位高端精装产品。2006年, 金色家园项目开创了浙江省热带景观园林的先河。物业服务与配套也协同房地产开发主营业务启动。

(3) 2008-2010: 完善壮大阶段, 深交所上市, 推动产品标准化, 提升运营效率。2008年5月29日, 滨江集团在深圳交易所成功上市, 集团建立产品标准化与成本控制体系, 为集团未来的产品复制、异地拓展及商业代建做好准备。在2008年全球金融危机以及2012年房地产冰冻期, 公司积极调整市场策略, 2010年集团销售额突破百亿。

(4) 2010-2019: 升级转型阶段, 明确杭州深耕策略, 多元化业务协同发展。业务稳步布局发展 2012年集团销售达到110亿元, 2015年销售额突破200亿元, 2017年集团实施“三点一面一拓展”布局策略, 以杭州、上海、深圳为重点, 辐射长三角, 拓展北京市场。2018年公司调整战略, 聚焦杭州、深耕浙江; 2019年公司提出“1+5”多元化业务布局, 即做好房地产主业的同时, 有序推进服务、租赁、酒店、养老和产业投资五大业务板块。同时大力拓展代建业务, 秉承房地产开发与商业代建并行战略。

(5) 2020年至今: 稳步发展阶段, 坚持区域深耕, 盈利逆势增长。2021年公司提出“三省一市”战略, 将浙江、江苏、广东和上海作为战略发展要地, 重点城市布局上, 巩固杭州, 实现了浙江省内11个地级市全覆盖。并在房企销售普遍降速之下, 2021年, 公司销售额达到1691.3亿元, 同比增长24.03%, 位列克而瑞全国房企排行榜第22名, 人均产值达到1.55亿元。

图1: 滨江集团公司发展历程

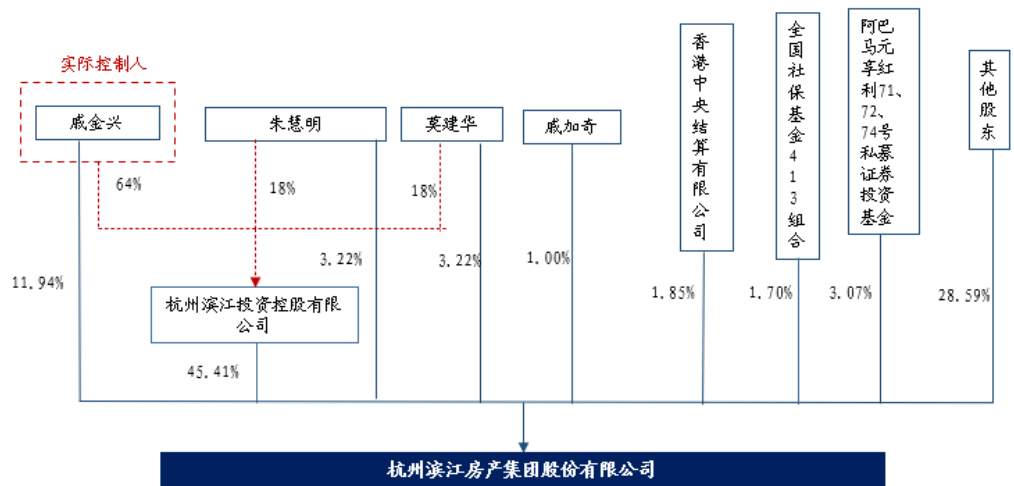


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.2 股权结构稳定

公司股权结构多年来稳定集中, 截至 2022 年第一季度, 公司实际控制人为戚金兴, 持股比例为 41.00%, 朱慧明持股 11.39%、莫建华持股 11.39%、戚加奇持股 1%, 其余为香港中央结算有限公司持股 1.85%、全国社保基金 413 组合持股 1.70%、私募基金持股 3.07% 以及公众持股。

图2: 滨江集团股权结构图 (2022 年一季度)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表1: 2017年-2022年一季度滨江集团股权结构

股东名称	2022Q1 持股比例	2021 持股比例	2020 持股比例	2019 持股比例	2018 持股比例	2017 持股比例
杭州滨江投资控股有限公司	45.41%	45.41%	42.95%	42.95%	42.95%	41.01%
戚金兴	11.94%	11.94%	11.51%	11.51%	11.06%	11.06%
朱慧明	3.22%	3.22%	3.22%	3.22%	3.22%	3.22%
莫建华	3.22%	3.22%	3.22%	3.22%	3.22%	3.22%
香港中央结算有限公司	1.85%	1.66%	2.03%	2.12%		
其他	34.36%	34.55%	37.07%	36.98%	39.55%	41.49%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.3 薪酬体系优厚, 离职率较低, 实施跟投激励

滨江集团一直实施待遇相对优厚的薪酬体系, 激励员工的主动性和创造性。公司团队人员稳定, 离职率低, 放假周期长, 员工幸福感较高。

2018年7月, 公司为激发公司员工积极性, 提升经营管理效率, 推出“千亿腾飞幸福分享计划”。截至2021年末, 公司2个项目实施幸福分享计划, 涉及员工投入资金6.16亿元, 股权占比均为8%。截至2021年末, 跟投项目暂未进行收益分配, 也未曾出现员工退出情形。

表2: “千亿腾飞幸福分享计划”实施情况(截至2021年末)

项目名称	项目公司	员工投入金额(亿元)	股权占比	分红情况	退出情况
义务锦绣之城	义务滨锦房地产开发有限公司	0.04	8%	未分红	未退出
湖光山社	浙江新广发置业有限公司	6.12	8%	未分红	未退出

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.4 增长迅速, 盈利向好

滨江集团以房地产开发业务为主, 发展服务、租赁、酒店、养老和产业投资五大业务板块。秉承房地产开发与商业代建并行战略, 公司持续拓展代建业务。截止2021年末, 公司主营业务收入构成为: 房产销售96.57%、房产项目管理1.45%、房产租赁0.7%、酒店服务0.4%。

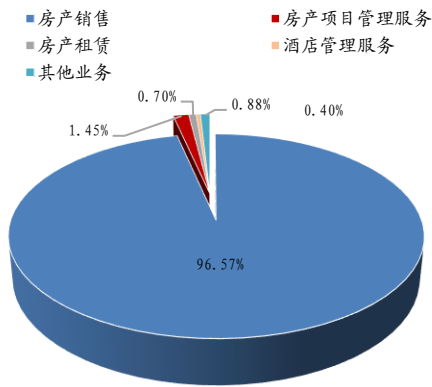
滨江集团近9年保持高速增长, 排名从2014年的第78位跃升至2022年上半年的第13位, 仅在2011年由于地产调控影响销售出现大幅下滑(-45.32%), 此后2013-2014年销售金额增速较缓。2008年至今, 公司营业收入快速增长, 仅在2011年及2017年由于结转面积下降, 营收出现环比负增长。

受益于土储深耕策略, 滨江集团在江浙区域具有较好的品牌认可度, 2011年销售毛利率高达55.37%, 净利率21.96%。随着公司逐步外拓土储, 高成本土地结转收入, 整体毛利率、净利率有所下滑(2021年末毛利率为24.83%, 净利率为12.96%), 但近7年净利率均高于12%, 仍属于民营房企中较高水平。

公司在近10年扩张过程中管理效率显著提升, 管理费率由2011年的5.70%下降至2021年的1.47%, 近5年均保持在1.5%以内, 处于行业平均水平以下。销售费率则在2011-2016年呈现下滑趋势, 低至0.24%, 2021年逐步攀升后震荡回落至2021年的1.88%, 仍处于行业较低水平。

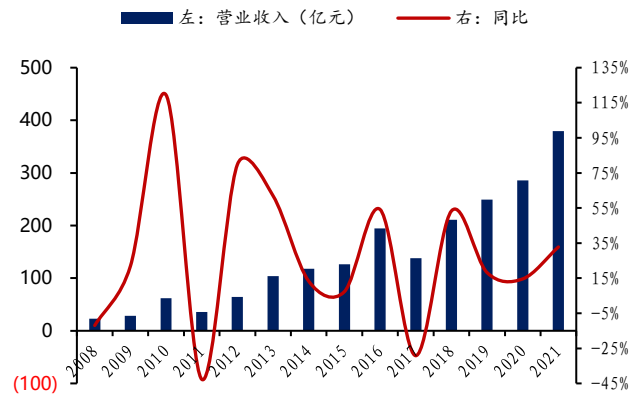
后文针对其收入占比最高的房产销售板块进行深入分析。

图3: 滨江集团 2021 年末营业收入构成



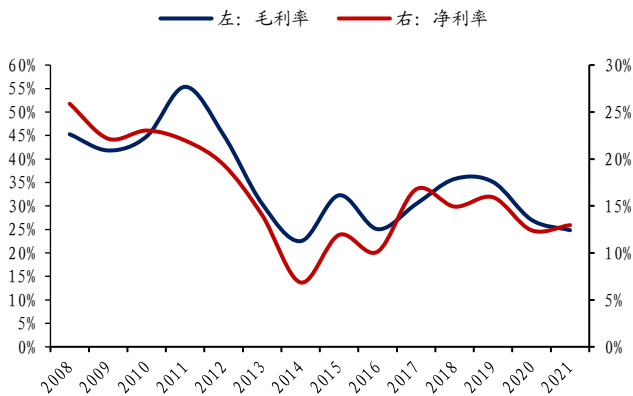
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图4: 滨江集团历年营业收入走势



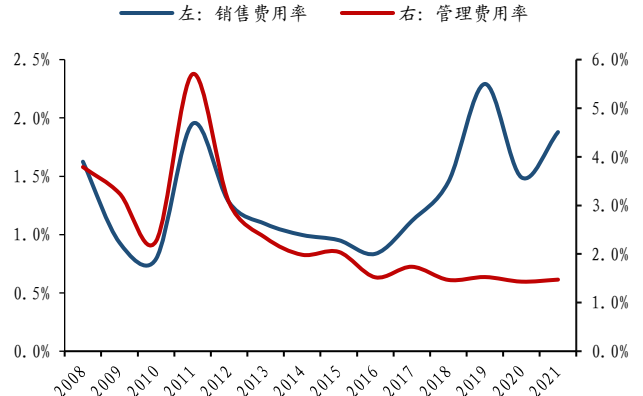
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图5: 滨江集团毛利率、净利率走势



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图6: 滨江集团销售、管理费用率走势



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2 与杭州楼市同频，政策宽松，需求改善可期

2.1 整体销售情况与杭州楼市同频

滨江集团起步于浙江杭州，坚持“聚焦杭州，深耕浙江”战略，逐步拓展至金华、湖州、嘉兴、宁波、台州、温州、丽水 8 个城市，省外拓展至江苏省、江西省、上海市。2021 年末浙江省内销售收入占比 95.80%，杭州市的销售收入占比由 2008 年的 100% 逐步下降至 2021 年的 59.38%，但杭州仍为单一销售贡献最高的城市，其次为温州（12.09%）、湖州（6.29%）、金华（5.39%）等。

整体来看，滨江集团增长周期与杭州楼市发展同频。杭州市商品房销售市场自 2008 年以来呈现震荡上行趋势，受调控政策影响，2008 年、2011 年、2014 年、2017 年-2018 年杭州楼市整体较为低迷，商品房销售金额及销售面积出现负增长。滨江集团营收表现与杭州楼市同频，在 2011 年、2015 年、2017 年营收增长率亦下滑至波谷，2011 年及 2017 年出现营业收入负增长。2014 年以后伴随着杭城楼市转暖，公司迈入增长快车道，2015 年销售金额突破 200 亿，2019 年销售突破千亿，销售金额排名从 2014 年的第 78 位跃升至 2022 年上半年的第 13 位。

2022年，滨江集团销售目标为1500亿元-1600亿元，2022年1-7月已完成796.7亿元（CRIC），距离完成全年销售目标仍有700-800亿元空间。

2.2 杭州城市基本面较好，政策进入宽松区间

（1）城市基本面好，居民购买力强

滨江集团发展周期与杭州楼市发展同频，杭州市常住人口及城镇居民人均可支配收入自2008年以来稳步增长，2017-2018年常住人口增幅较大（+18.86%），其余年份增幅较为平稳。截至2021年末，杭州市常住人口为1220.40万人，居民人均可支配收入为7.47万元，居民购买力较强，城市基本面较好。

（2）房地产政策进入新的宽松区间，滨江集团销售增长潜力大

我们在2022年3月19日的外发报告《中国房地产投资周期的新视角》中提及：2007年至2016年，我国地产行业处于增量时代，人口增长和高速城镇化推动商品房销售增长，销售面积的同比变化反映了地产投资周期的三轮波动：

第一轮：2007年9月-2008年11月-2009年11月，持续时长2年+。2007年起，央行连续加息，叠加限贷政策等，2008年初商品房销售同比数据见顶回落，但2008年金融危机发生后国内经济增速回落，2008年宏观调控目标由防经济过热、防通胀，转向“保增长、扩内需、调结构”，地产政策走向放松区间。

第二轮：2009年11月-2012年2月-2013年2月，持续时长3年+。全球金融危机过后，国内经济复苏，通胀水平再次攀升，地产市场过热，2009年末全国再次开启地产系列调控。2009年12月“国四条”遏制房价过快上涨；2010年1月“国十一条”限制二套房最低首付比例，9月“国五条”多城限购；2011年1月“新国八条”限购加码、限价出台、税收收紧，2012年一季度销售和投资同比触底。但自2011年年末开始，全国性边际宽松政策出台，叠加央行多次降准降息，2012年上半年销售和 investment 数据回升。

第三轮：2013年2月-2014年7月-2016年4月，持续时长3年+。2013年2月，政策由松转严，“新国五条”重申限购限贷，3月二手房所得税差额多增，11月多城限购加码，2014年下半年商品房销售迅速见底。受前期收紧的调控政策影响，2014年商品房库存积压严重，中央再次开始救市，当年3月政府工作报告指出分类调控不是一刀切，5月“央五条”支持首套房贷款需求，9月央行放松首套和二套房首付及贷款利率，10月公积金贷款资格放松，同时多城需求端限购政策松动，当年8月-9月销售回暖。2015年宽松政策延续，3月首套和二套房首付比例再降低，3月普通住房销售免征营业税，8月二套房首付再降；2016年2月非一线城市契税和营业税调降。在宽松的政策下，2015年底地产投资同比达到高位，2016年4月商品房销售额同比达到阶段性最高位。

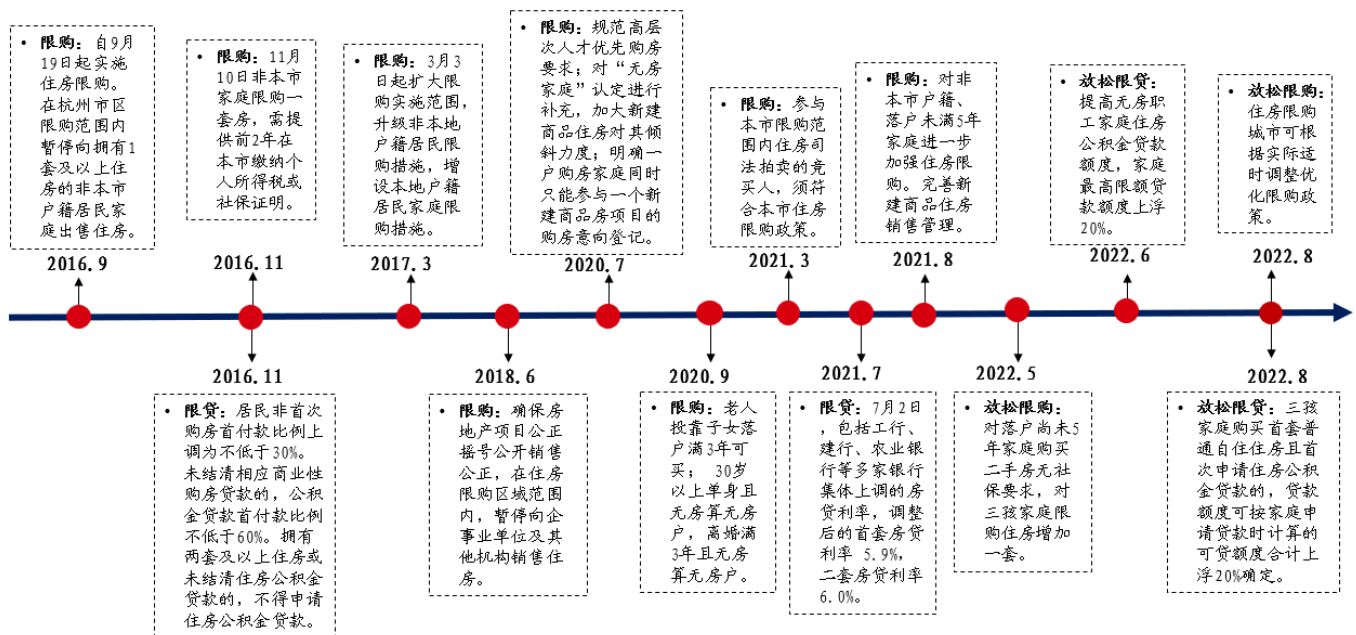
由于房价居高不下，2016年年底中央经济会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”概念，我国房地产市场进入调控新阶段。2018-2020年，各职能部门通过收紧限购限贷政策、严控地产融资额度、出台三条红线指标等多种方式进行调控，2021年-2022年商品房销售下行斜率陡峭。

我们梳理了2016年以来杭州市房地产市场调控政策：（1）2016-2018年，房住不炒，政策趋严。杭州市密集出台限购限贷政策，如非本市家庭限购一套房，需缴满2年社保等，商品房销售预冷逐年回落2020-2021年，调控细化，成交回暖。2011年调控政策处于细化阶段，如规范高层次人才优先购房要求，明确“无房家庭”认定方式，对非本市户籍落户未满5年的家庭进一步加强住房限购等。在严格调控下杭州房地产成交仍然出现回暖迹象，

2021 年全市商品房销售金额同比增长 45.58%。(3) **2021 年末-2022 年，政策重新进入宽松区间。**2021 年全国房地产调控政策全面收紧，包括限制金额机构房地产贷款额度，控制个人按揭贷款占比等，房企频繁出现流动性危机，多地于 2022 年二季度开始出台限购限贷放松政策以维持房地产市场平稳发展。杭州亦于 2022 年 5 月出现调控政策出现宽松迹象，如对落户未满 5 年的家庭购买二手房无社保要求，对三孩家庭限购住房增加一套，提高无房职工家庭住房公积金贷款额度等。

从杭州房地产市场整体走势来看，我们认为滨江集团 2022 年-2023 年销售业绩有较大的增长空间。一方面，杭州市在 2021 年全面调控情况下销售金额仍然逆势增长 45.58%，城市居民需求较强，居民购买力较高；另一方面，杭州市房地产调控政策已于 2022 年中开始进入新的宽松区间，外部环境宽松有利于滨江集团销售潜力释放。

图7：杭州市 2016 年至今房地产调控政策



资料来源：中指，浙商证券研究所

2.3 预收款持续增厚，业绩释放潜力可期

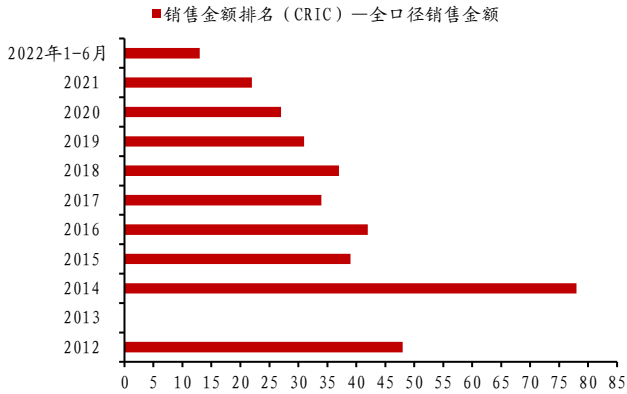
滨江集团预收款 2018 年-2021 年增速明显，2019 年末尚未结算的预收款同比上升 102.56%。截止 2021 年末尚未结算的预收款为 935.4 亿元，较年初增长 28.5%，预收款持续增厚为业绩释放提供了充分的保障。

2.4 现金回笼逆势增长，公司整体流动性较好

2022 年上半年，在房地产行业下行，需求不足的背景下，滨江集团销售现金回笼 322 亿，出现逆势增长，较去年同期增长 6%。我们用现金回笼金额/权益销售金额估算回款率，滨江集团 2020 年至今回款率均保持在 75% 以上，属于行业中上水平。

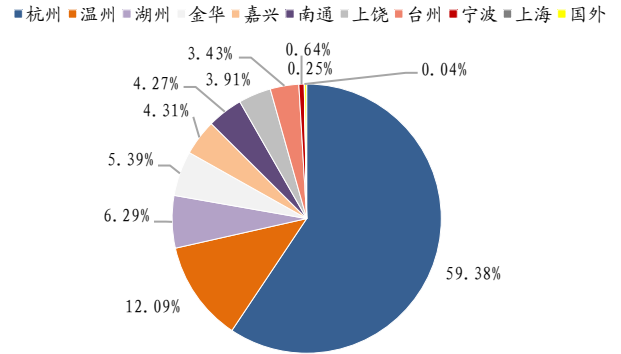
2022 年下半年，滨江集团在售将售项目预计将超过 100 个，包括一些新入城市的全新项目也将亮相，预计可产生持续稳定现金流，公司整体流动性较好。

图8: 滨江集团销售金额排名



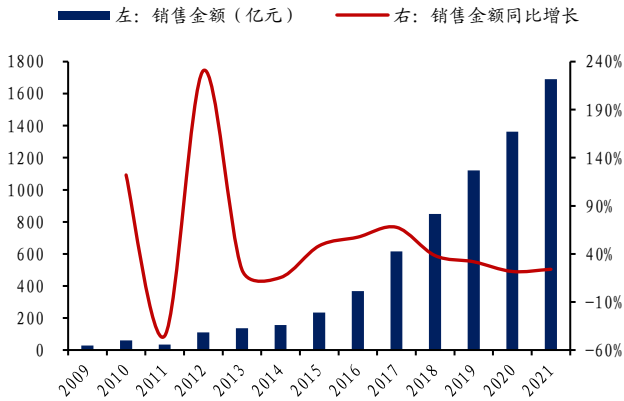
资料来源: 克尔瑞, 浙商证券研究所
注: 2013年数据缺失

图9: 滨江集团销售区域分布



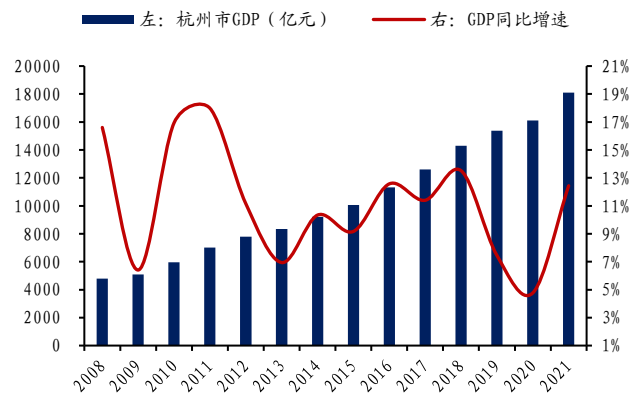
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图10: 滨江集团历年销售金额走势



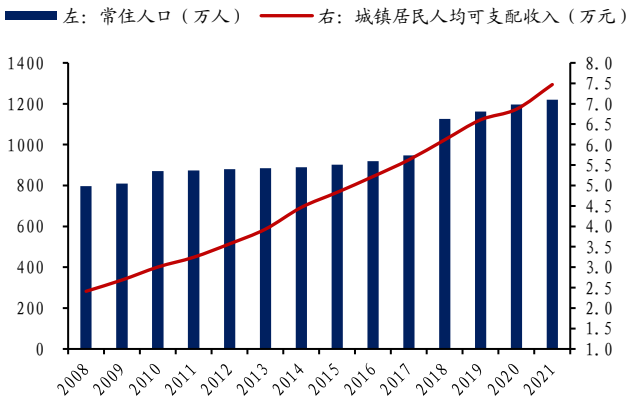
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图11: 杭州市历年 GDP 走势及增长情况



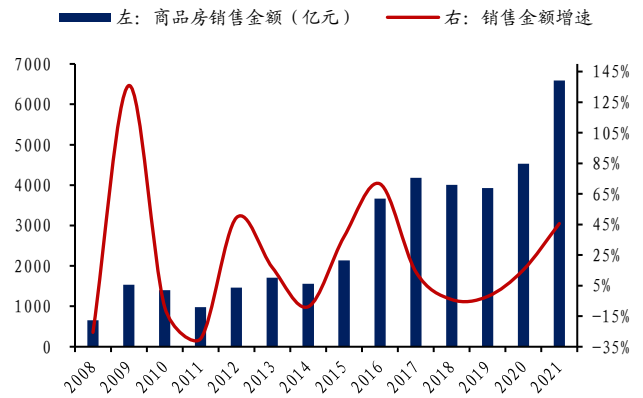
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图12: 杭州市常住人口、城镇居民人均可支配收入走势



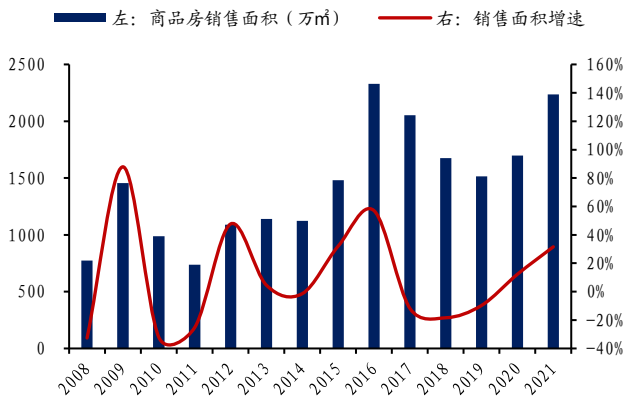
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 杭州市历年商品房销售额走势



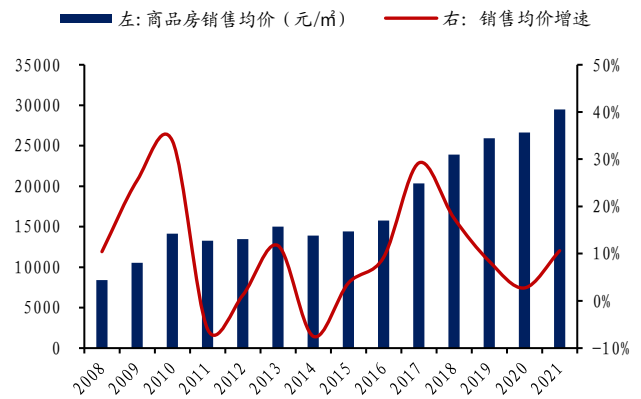
资料来源: 中指, 浙商证券研究所

图14: 杭州市历年商品房销售面积走势



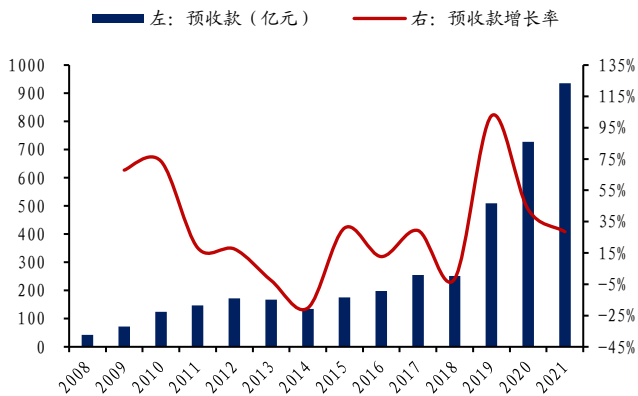
资料来源: 中指, 浙商证券研究所

图15: 杭州市历年商品房销售均价走势



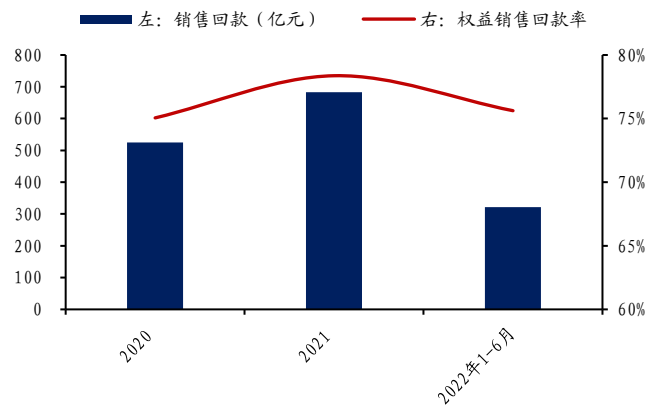
资料来源: 中指, 浙商证券研究所

图16: 滨江集团预收款变动情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图17: 滨江集团2020-2022年上半年现金回笼走势



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 权益销售回款率=回笼现金/权益销售金额

3 逆势增储, 可售货值充足, 极具增长潜力

3.1 深耕杭州, 土储集中度高达60%

截止2021年末公司土储分布为: 杭州(60%)、浙江省内二三线城市(25%)、浙江省外(15%)。滨江集团深耕杭州, 土储集中度较高, 公司经营业绩易受单一城市地产调控政策影响, 需密切关注杭州房地产市场及调控政策走向。2022年5月起杭州陆续出台宽松政策, 我们认为杭州在2022年下半年进入新的宽松区间, 滨江集团总体销售有一定增长空间。

滨江集团拿地策略较为审慎, 除杭州外, 公司土储分布也均在高能级城市, 如浙江省内经济基础较好的二三线城市: 嘉兴、温州、金华、宁波等; 江苏省内南京、苏州、南通; 江西上饶; 上海(2019年)等。

3.2 逆势拿地, 优质资产储备丰厚

2022年1-7月滨江集团在土地市场斩获丰盛, 共获取优质土地29宗, 新增货值达900亿, 总土地价款467亿元, 权益地价款392亿元, 超过绿城(213亿)、建发(111亿)位居房企浙江省权益拿地金额排名第一位。

其中，公司在杭州地区获取土地 28 宗，进一步巩固了在大本营的深耕优势。下半年，滨江集团的投资重点将关注上海、南京、宁波等长三角城市，以及大湾区和海南自贸区。

3.3 新增土储货值权益占比有上行空间

滨江集团 2019-2021 年新增土储货值权益比例逐步上行，但整体均在 50%-60% 区间，有一定提升空间，需关注其合作方资金周转情况。

从新增土储地价款权益占比来看，已从 2020 年的 52.47% 提升至 61.67%，我们通过中指数据查询到，公司上半年公开获取的土地中权益地价款金额占比已高达 83.88%。

3.4 多元化拿地，收并购能力较强

滨江集团 2019 年新增 28 宗地块（5 宗通过收并购获取），2020 年新增 30 宗地块（13 宗通过收并购获取），2021 年新增 38 宗地块（9 宗通过收并购获取），公司收并购能力较强，通过收购获取的项目大部分位于杭州、南京、苏州等城市核心区域，资产优质。

从收并购项目成本来看，2019 年公司收并购的项目土地平均楼面价在 1.07 万元/平米，显著低于新增土储的平均楼面价 1.71 万/m²，2020、2021 年公司收并购价格与新增土储平均成本（1.81 万/平米，1.51 万/平米）基本持平。2020 年上半年，公司聚焦杭州，通过招拍挂获取优质土地 29 宗，平均楼面价上行至 2.05 万/m²（不含收并购），需关注新增项目的利润情况。

公司收并购项目一般权益占比不超 50%，一定程度上拉低了公司整体土储权益占比，在补仓优质资产的同时需密切关注合作方的现金流情况。

3.5 土储城市均已出现放松信号，销售增长潜力大

截止 2021 年末，滨江集团土储共分布 4 个省，12 个城市，我们梳理了 2021 年以来公司土储城市的限购限贷政策，全部土储城市均已出现放松信号，为公司 2022-2023 年销售业绩提供较大的空间，具体如下。

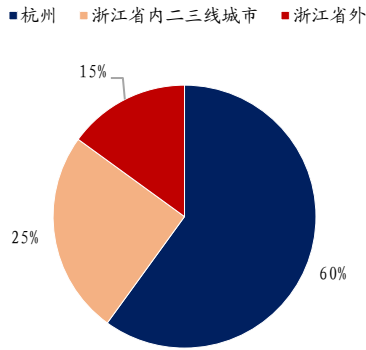
表3：滨江集团土储城市限购限贷政策

省份	城市	放松限购	放松限贷	时间	来源	主要内容
浙江	杭州	是	是	2022.8.1 /2022.6.16	浙江省住建厅/ 杭州市住房公积金管理中心	住房限购城市可根据实际适时调整优化限购政策。/三孩家庭购买首套普通自住住房且首次申请住房公积金贷款的，贷款额度可按家庭申请贷款时计算的可贷额度合计上浮 20% 确定。
	丽水	是	是	2022.8.1	浙江省住建厅	住房限购城市可根据实际适时调整优化限购政策。/三孩家庭购买首套普通自住住房且首次申请住房公积金贷款的，贷款额度可按家庭申请贷款时计算的可贷额度合计上浮 20% 确定。对三孩家庭申请贷款，不纳入轮候，优先予以发放。
	宁波	是	是	2022.8.1 /2022.6.2	浙江省住建厅/ 宁波市政府	有未成年子女的本市户籍二孩三孩家庭，在海曙区、江北区、镇海区、鄞州区（以下简称“市四区”）已有 2 套住房的，可以在限购区域再购买 1 套商品住房；有未成年子女的非本市户籍二孩三孩家庭，在市四区已有 1 套住房的，可以在限购区域再购买 1 套商品住房。/宁波奉化区 6 月 2 日起，住房公积金贷款额度进行调整：职工按规定连续缴存住房公积金满 2 年，首次申请住房公积金贷款购买家庭首套自住住房的，最高贷款额度由 40 万元/户提高至 80 万元/户。同时，按照国家生育政策生育二孩或三孩的家庭，住房公积金最高贷款额度在上述基础上再上浮 20%。
	金华	是	是	2022.8.01	金华市政府	住房限购城市可根据实际适时调整优化限购政策。/三孩家庭购买首套普通自住住房且首次申请住房公积金贷款的，贷款额度可按家庭申请贷款时计算的可贷额度合计上浮 20% 确定。对三孩家庭申请贷款，不纳入轮候，优先予以发放。

	温州	是	是	2022.8.1 /2021.2.26	浙江省住建厅/ 温州市政府	对于非本市户籍，若是能提供购房之日前半年以上在本市连续缴纳个人所得税证明或社会保险证明的，允许购买1套新建商品住房。拥有2套及以上住房的非本市户籍居民家庭，暂停向其销售新建商品住房。本市户籍家庭，可购买2套住房。
	台州	是	是	2022.8.1 /2022.7.21	浙江省住建厅/ 台州市政府	首次申请住房公积金贷款首付比例从30%下调到20%。单方正常缴存住房公积金的最高贷款额度调整为50万元，夫妻双方均正常缴存住房公积金的最高贷款额度调整为100万元。首次和第二次住房公积金贷款均可享受最高贷款额度。进一步放开三孩家庭住房公积金贷款优惠政策，首次和第二次住房公积金贷款额度均可上浮20%。
	嘉兴	是	是	2022.8.1 /2022.7.6	浙江省住建厅/ 嘉兴市住房公积金管理服务中心	在本市正常缴存住房公积金的职工，首次申请住房公积金贷款购买家庭首套自住住房，其单人最高贷款额度由30万元上浮至40万元，双人及以上最高贷款额度由60万元上浮至80万元。在本市正常缴存住房公积金符合保底贷款条件的职工，其单人最高贷款额度由15万元上浮至20万元。
	湖州	是	是	2022.8.1 /2022.4.15	浙江省住建厅/ 湖州市住房公积金管理委员会	一、调整首套住房贷款额度计算倍数。二、调整绿色建筑贷款额度上浮比例。三、调整引进人才和新就业大学生可贷额度。四、优先保障首套房贷款发放。完善贷款发放差异化排队轮候制度，优先保障首套房贷款发放。五、支持异地缴存职工购房贷款。
江苏	南通	是	是	2022.5.20	南通市住建局	2022年5月20日印发《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，明确提高住房公积金贷款额度，降低公积金贷款首付比例，支持刚性和改善性购房信贷需求。在职工购买首套普通商品住房申请公积金贷款的，贷款额度放宽至原可贷额度的两倍，最高贷款额度不超过40万元/人，80万元/户。在职工购买第二套普通商品住房申请公积金贷款的，最高贷款额度提高至40万元/人，80万元/户。二套住房公积金贷款首付比例由最低40%降低到30%。取得硕士研究生或高级职称及以上的在职工住房公积金最高贷款额度提高至80万元/人，160万元/户。
	苏州	否	是	2019.7.24/2022.5.19	苏州市人民政府/ 苏州市住房公积金管理中心	上调首次使用公积金贷款最高限额；首次办理公积金贷款，借款申请人及共同借款申请人中有两人（含）以上共同参与计算可贷额度的，贷款最高限额从70万元调整为90万元；仅借款申请人参与计算可贷额度的，贷款最高限额从45万元调整为60万元。
	南京	是	是	2021.4.15/2022.7.25	南京市住房保障局/高淳区人民政府	对适用新办法落户四区的人员，自落户之日起，两年内仅可在浦口、六合、溧水、高淳区（不含江北新区直管区）范围内购买住房。/南京市房健办颁布《关于进一步推动非户籍人口在城市落户的实施意见》；2022.7.25南京市高淳区发布促进房地产市场健康发展有关政策，包括给予购房契税1%的购房补贴以及优惠贷款利率。
江西	上饶	否	是	2022.6.12	上饶市人民政府	凡在中心城区内购买自住商品房首次申请使用住房公积金贷款的，首付比例从原不低于购房总价30%下调为20%，贷款最高额度由原来的60万元调整为70万元；购买改善型自住商品房再次申请使用住房公积金贷款的，首付比例由原不低于购房总价的50%下调为40%，贷款最高额度由原来的50万元调整为60万元。

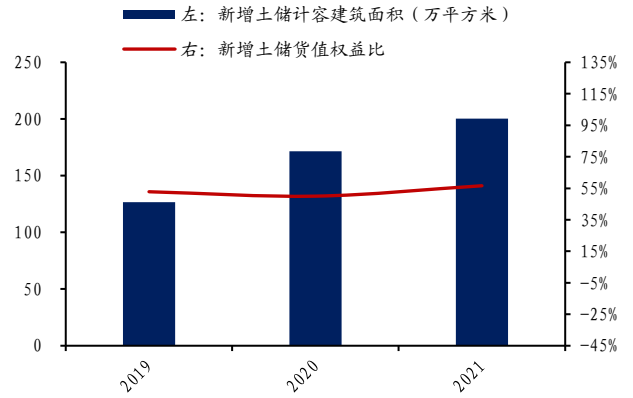
资料来源：中指，浙商证券研究所

图18: 滨江集团 2021 年末土储分布



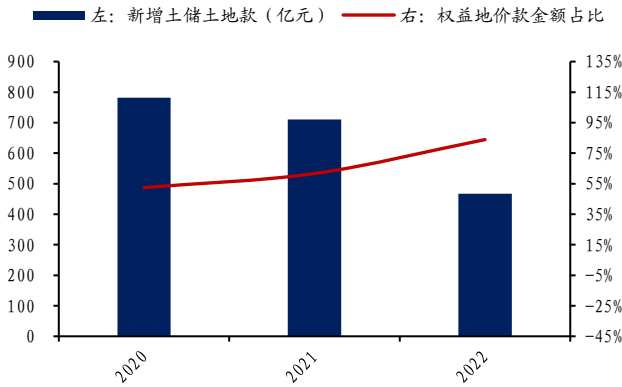
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图19: 滨江集团新增土储货值权益比



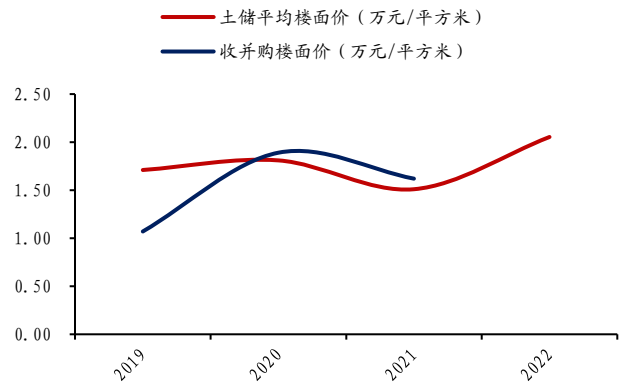
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图20: 滨江集团新增土储土地价款



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图21: 滨江集团土储平均楼面价及收并购土地楼面价



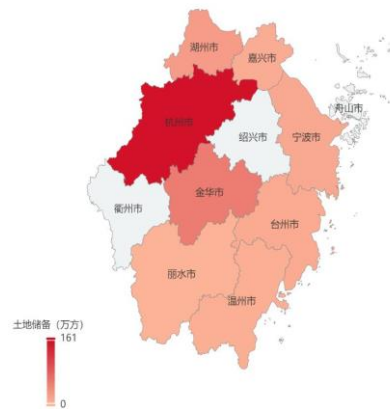
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图22: 滨江集团 2021 年末权益可售土储 (省份)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图23: 滨江集团 2021 年末权益可售土储 (城市)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4 财务健康，授信额度充足

4.1 三条红线情况：近4年维持“绿档”

滨江集团近4年三条红线指标均位于“绿档”。截至2021年末，滨江集团年报披露剔除预收账款后的资产负债率为65.92%，净负债率²65.97%，现金短债³比为1.51。若考虑预售监管资金，净负债率及现金短债比会有一定程度下滑，但公司净负债率较低，距离破线仍有一定空间。

4.2 未使用授信额度近6年超50%，债务结构健康

从债务结构来看，滨江集团2015年融资集中在银行贷款（占比85.89%），此后逐步引入多元化的融资方式，如债券、票据融资等，2017年公司融资总量较低，银行贷款占比拉低至27.29%，同期综合融资成本为6.00%。

2017-2022年公司进入控制融资成本，调整债务结构阶段，银行贷款占比逐年提升，综合融资成本显著下降。截止2021年末，公司债务结构以低成本银行贷款为主（占比73.81%），直接融资如债券、中期票据、超短期融资券为辅（合计占比26.19%），全年综合融资成本降至4.9%。2022年上半年综合融资成本进一步降低至4.7%，提前完成2022年全年融资利率目标。

滨江集团无境外融资，境内金融机构总体授信额度稳定增长，未使用的授信额度占比近6年稳定在50%以上，公司在金融机构端信用良好，整体现金流压力较小，债务结构健康。

4.3 债务集中在3年内到期，长短期债务7:3

滨江集团，短期债务由2015年的2.79%提升至2021年的30.58%，近3年长短期债务分布稳定均衡。

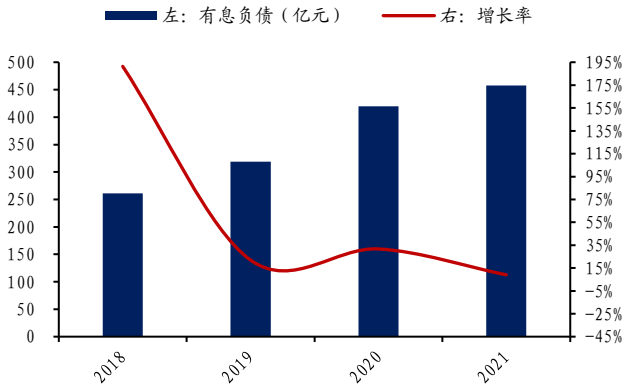
截至2021年末，滨江集团整体债务以3年内到期为主（占比92.31%）。从结构上来看，银行贷款1年内到期占比26.53%，1-2年到期占比22.72%，2-3年到期则占比较高（40.88%）；债券集中在2年内到期，其中1年内到期占比64.61%，1-2年到期占比32.50%；中期票据集中在1-3年内到期，其中1年内到期占比16.21%，1-2年内到期占比48.34%，2-3年内到期占比35.45%。

¹ 剔除预收款后的资产负债率=（总负债-预收款项-合同负债-待转销项税）/（总资产-预收款项-合同负债-待转销项税）

² 净负债率=（有息负债-货币资金）/净资产

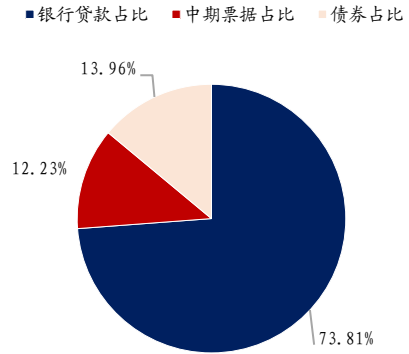
³ 现金短债比=货币资金/短期债务

图24: 滨江集团历年有息负债增长



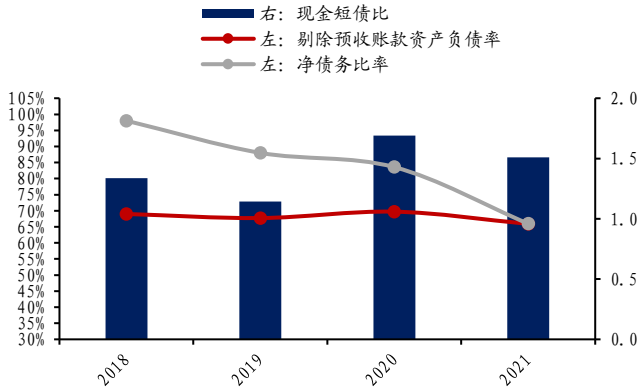
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图25: 滨江集团 2021 年末债务结构



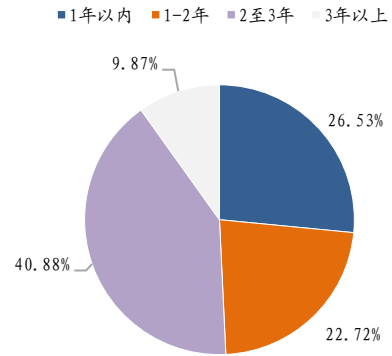
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图26: 滨江集团三条红线指标



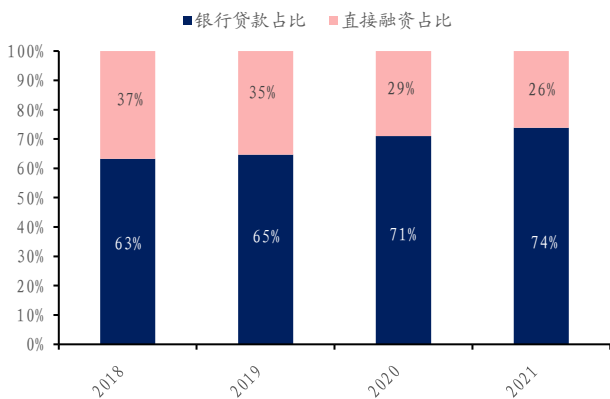
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图27: 滨江集团 2021 年末债务到期期限分布



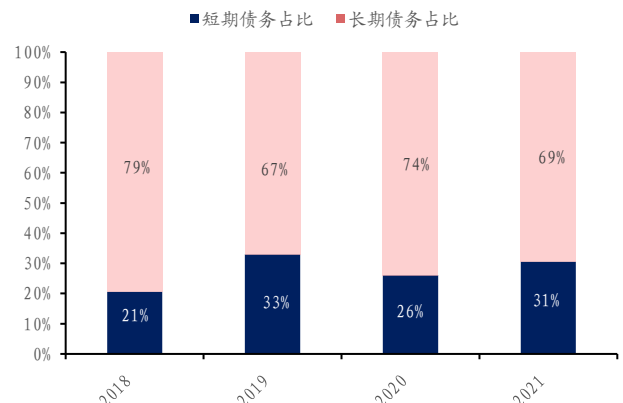
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图28: 滨江集团银行贷款/直接融资分布 7:3



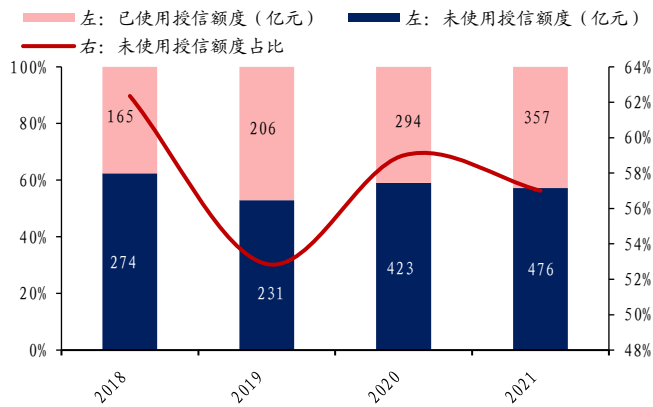
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图29: 滨江集团长短期债务分布 7:3



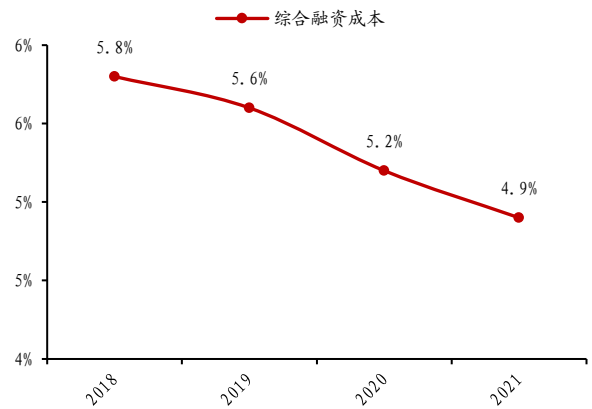
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图30: 滨江集团金融机构授信情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图31: 滨江集团综合融资成本走势



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5 推荐配置 1Y-2Y 地产债

截至2022年8月8日, 滨江集团除ABS外其他存续公司债、票据、短期融资券、超短期融资券均在2年内到期。目前债券总存续规模120.38亿元, 其中: 中期票据54.5亿元(剩余期限不足2年); 短期融资券及超短期融资券35.2亿元(剩余期限不足1年); 公司债26.5亿元(剩余期限不足1年); ABS存续规模4.19亿元(剩余期限约10年)。

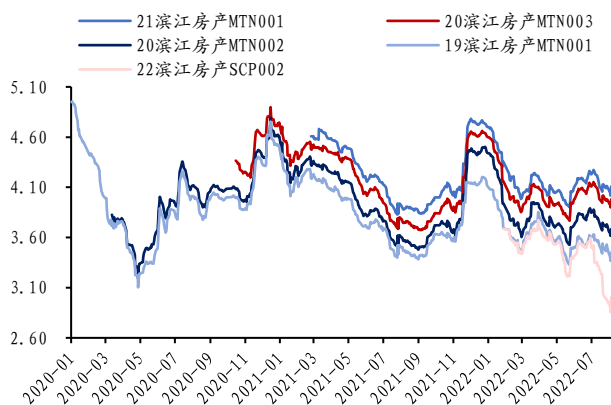
我们认为, 滨江集团运营情况稳定, 目前财务状况良好。公司深耕杭州, 逆势增储, 充分保障优质资产供给, 杭州房地产市场调控政策已进入新的宽松区间, 且滨江集团其余土储城市均已出台放松限购限贷政策, 需求端改善可期, 公司在未来1-2年内具有较大的增长潜力, 推荐配置剩余期限在1Y-2Y的地产债。

表4: 滨江集团2年内到期债券估值及剩余期限

证券简称	剩余期限	中债估价收益率 20220805	当前分位数
21滨江房产MTN001	1.5479	4.1079	42.80%
21滨江房产MTN002	1.5890	4.1204	42.30%
20滨江房产MTN003	1.1863	3.9787	34.50%
22滨江房产CP002	0.9068	3.8540	40.90%
20滨江房产MTN002	0.5918	3.6821	20.00%
22滨江房产CP001	0.5507	3.6584	17.50%
20滨江房产MTN001	0.5370	3.6462	19.00%
21滨江房产CP004	0.3288	3.4847	9.30%
19滨江房产MTN001	0.2493	3.4498	11.10%
22滨江房产SCP002	0.0466	3.0027	6.40%
证券简称	剩余期限	中证估价收益率 20220805	当前分位数
20滨房01	1.0438	3.6532	13.10%
21滨房02	0.9918	3.6191	1.20%
21滨房01	0.9178	3.8064	34.20%
17滨房01	0.2301	3.3408	23.50%

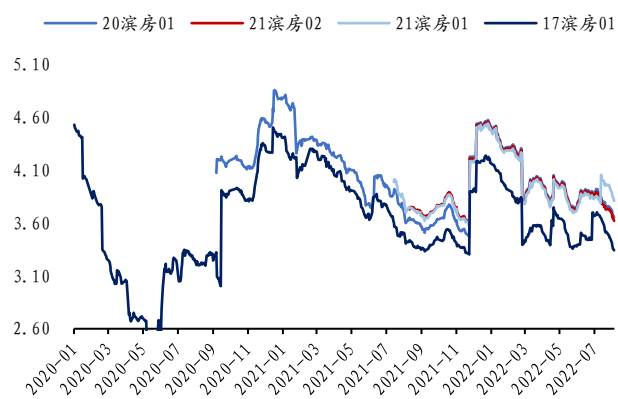
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图32: 滨江集团中票/短期融资券/超短期融资券中债 YTM 走势



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图33: 滨江集团公司债公司债中证 YTM 走势



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

6 风险提示

需求改善不及预期, 合作方资金周转困难等。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>