

滨江集团(002244)

报告日期: 2022年08月17日

深耕杭州优势显现, 拿地销售双增长

——滨江集团跟踪报告

投资要点

□ 杭州土拍再发力, 择机补充大量土储

公司拿地力度增强, 2022年1-7月公司共获取29宗土地, 累计全口径拿地金额467亿元, 权益拿地金额392亿元, 新增货值911亿元。2021年末公司总土储中, 浙江省土储建面占比92%, 杭州土储建面占比55%, 2022年1-7月新获取土储中, 全部集中在浙江省, 杭州土储建面占比达95%, 持续巩固区域竞争优势。我们认为, 公司在行业下行压力较大时期仍保持较高拿地强度, 不仅为后续销售去化提供具备坚实保障, 逆势补充利润率略高的土储也有利于公司中长期结算毛利率改善。

□ 逆势拿地, 销售市占率提升空间显现

公司的逆势拿地扩张与行业的整体拿地趋势形成反差对比。根据我们测算, 2022年1-7月滨江集团新增拿地货值占全国房企新增货值比例约为8.7%, 在所有房企中排名第3位; 滨江集团销售金额占全国房企销售金额比例约为1.2%, 在所有房企中排名第12位。我们认为, 房地产企业当前拿地货值市占率隐含了地产企业未来销售的理论市占率上限, 差值越大说明公司未来销售市占率提升的弹性越强。公司新增货值和销售市占率差值仅次于保利发展和招商蛇口, 位列第3位, 销售市占率提升空间可观。

□ 销售表现良好, 排名稳步提升, 杭州行业地位稳固

公司1-7月销售额797亿元, 销售排名攀升迅速。根据克而瑞销售榜单, 公司全口径销售金额排名已经从2019年销售额第31位跃升至2022年7月第12位, 首次进入全国房企销售额TOP15。公司1-7月于杭州市销售668亿元, 占其总销售金额的83.8%, 杭州房企销售排名第一, 在杭州地位稳固。公司产品质量优秀, 具有良好的溢价能力, 品牌受到高度认可, 新推楼盘中签率普遍不高, 说明产品受到购房者追捧; 公司产品进入二手房流通领域房价普遍高于周边竞品20%, 具有良好的保值和增值能力。

□ 杭州新房市场表现稳定, 供需关系平衡, 一二手房倒挂

我们认为公司销售额优异的表现既得益于自身产品力, 也得益于杭州健康的房地产市场环境。杭州市新房市场整体供需平衡, 全市商品房存量1005万平米, 去化周期10.9个月, 商品住宅去化周期仅1.99个月, 去化周期较短。受杭州市“双限”政策影响, 一二手房呈现倒挂现象, 新房成交均价为35056元/平米, 二手房成交均价达38061元/平米, 一二手房价差平均相差3006元/平米。价差的存在使得杭州新房持续保持较吸引力, 去化率相对较高且房价维持稳定。

□ 盈利预测与估值

我们认为滨江集团深耕经济基础扎实的杭州和长三角城市, 在优势区域拥有较为明显的品牌力, 能够实现较高的去化速度和较高的溢价水平。综合考虑公司的财务安全性、土储质量、品牌力, 我们认为公司应当享有估值溢价。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别35、39和42亿元, 2022年EPS为1.12元每股。综合NAV和PE估值方法, 我们给予公司2022年9倍PE估值, 对应目标价10.11元。维持“买入”评级。

□ 风险提示

政策放松力度和效果不及预期; 疫情反复延后需求修复时间。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨凡

执业证书号: S1230521120001
yangfan02@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥8.72
总市值(百万元)	27,131.79
总股本(百万股)	3,111.44

股票走势图



相关报告

- 1 《滨江集团深度报告: 深耕杭州基本盘稳健, 逆势增储未来成长可期》2022.05.18
- 2 《另辟蹊径, 弯道超车——滨江集团深度报告》2020.02.24
- 3 《深耕杭州, 跃向千亿》2018.04.19

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	37976	49691	61075	70541
(+/-)	32.80%	30.85%	22.91%	15.50%
归母净利润	3027	3497	3869	4215
(+/-)	23.54%	15.50%	10.64%	8.94%
每股收益(元)	0.97	1.12	1.24	1.35
P/E	8.55	7.40	6.69	6.14

正文目录

1 拿地力度强劲，深耕浙江发挥区域优势	5
1.1 杭州土拍再发力，择机补充大量土储	5
1.2 坚定看好杭州，土地储备集中度再提高	6
2 逆势拿地，销售市占率提升空间潜力大	7
3 销售规模逐渐扩大，内功扎实行业地位稳固	9
3.1 销售稳步提升，杭州行业地位稳固	9
3.2 产品力广受认可，品牌溢价显著	11
4 杭州市场供需健康，同类城市表现优异	11
4.1 新房市场表现稳定，供需关系平衡	11
4.2 二手房市场销售逐步上升，呈倒挂趋势	13
5 估值分析和投资建议	14
5.1 NAV 测算	14
5.2 PE 估值	16
5.3 投资建议	17
6 风险提示	17

图表目录

图 1: 2020-2022 年 1-7 月滨江集团全口径拿地金额及拿地强度	5
图 2: 2020-2022 年滨江集团权益拿地金额及拿地权益比	5
图 3: 2020-2022 年滨江集团成交楼面均价及溢价率	6
图 4: 2020 年-2022 年 1-7 月滨江集团成交土地均价 (元/平米)	6
图 5: 2020-2022 年 50 家代表房企拿地面积分线城市分布情况	7
图 6: 2020-2022 年 50 家代表房企拿地面积区域分布情况	7
图 7: 2020-2022 年滨江集团新增土储区域分布 (按建筑面积)	7
图 8: 2020-2022 年滨江集团新增土储区域分布 (按金额)	7
图 9: 2020-2022 年滨江集团销售总额及权益比 (亿元, %)	10
图 10: 2020-2022 年滨江集团销售均价 (亿元)	10
图 11: 滨江集团 2022 年 1-7 月单月销售额环比及单月销售金额 (亿元)	10
图 12: 2015-2022 年 7 月滨江集团克尔瑞全口径销售排名情况	10
图 13: 杭州市商品房量价关系	12
图 14: 2017-2022 年杭州市可售存量面积 (万平方米)	12
图 15: 2022 年 4-7 月杭州市区新开盘去化率 (%)	12
图 16: 杭州市区商品住宅出清周期 (月)	12
图 17: 各城市商品房去化周期 (月)	13
图 18: 杭州市二手房成交套数及价格	14
图 19: 杭州市新房及二手房成交量价对比	14
图 20: 滨江集团历年平均融资成本 (%)	15
图 21: 滨江集团历年净利率 (%)	15
图 22: 典型房企 PE 与拿地强度关系图	16
表 1: 2022 年 1-7 月典型房企权益拿地金额及新增货值情况	5
表 2: 2022 年 1-7 月房企新增货值 TOP10	8
表 3: 2022 年 1-7 月房企销售金额 TOP20	8
表 4: 典型房企市占率提升空间预估	9
表 5: 滨江集团杭州部分项目二手房销售与周边竞品对比情况	11
表 6: 2022 年杭州市重点限购限贷政策	13
表 7: 滨江集团 RNAV 估值	15
表 8: 滨江集团主要项目出租情况	15
表 9: 可比公司估值表	16
表附录: 三大报表预测值	18

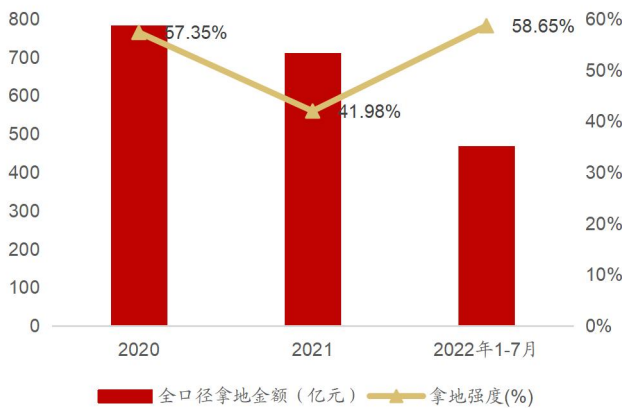
1 拿地力度强劲，深耕浙江发挥区域优势

1.1 杭州土拍再发力，择机补充大量土储

杭州土拍市场两次发力，大量补充可售货值。2022年4月杭州第一批次集中供地中，公司获取11宗地块，全口径拿地金额184亿元；在6月杭州第二批次土拍中，公司获取12宗地块，全口径拿地金额达225亿元。两轮集中供地共获取23宗土地，除集中供地外，截至2022年7月，公司共斩获29宗土地，累计全口径拿地金额467亿元，权益拿地金额392亿元，新增货值911亿元。

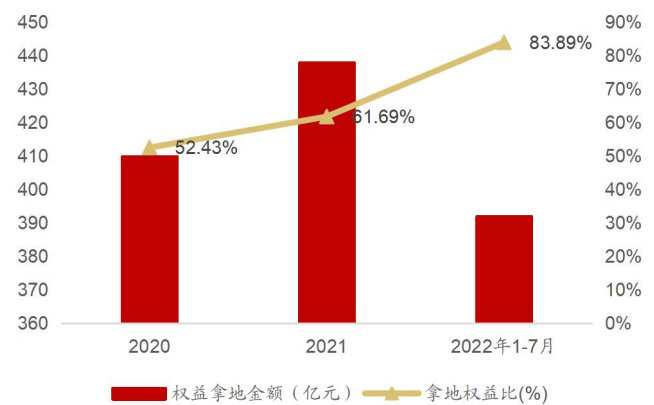
深耕杭州，逆势拿地助力销售。公司2022年1-7月权益拿地金额392亿元，位居全国房企权益拿地金额排行榜第三名，仅次于保利和华润。公司拿地强度为58.65%，较2021年拿地力度有所加大，拿地权益比83.89%，较2020年及2021年大幅增长。根据中指研究院数据，2022年1-7月百强房企拿地总额8024亿元，规模同比大幅下降56%，公司的逆势拿地扩张与行业的整体拿地趋势形成反差对比。我们认为公司的拿地举动，一方面源于公司深耕杭州市场，对杭州市场的情况及需求结构有充分了解，另一方面，在全国房地产市场低迷的情况下，杭州房地产市场整体表现较为平稳。我们认为，公司逆势拿地将有利于公司在杭州及浙江保持充足的土地储备，维持在优势区域的竞争力，此外为公司在行业修复阶段提升销售市占率打下基础。

图 1：2020-2022 年 1-7 月滨江集团全口径拿地金额及拿地强度



资料来源：克而瑞，浙商证券研究所

图 2：2020-2022 年滨江集团权益拿地金额及拿地权益比



资料来源：克而瑞，浙商证券研究所

表 1：2022 年 1-7 月典型房企权益拿地金额及新增货值情况

排名	企业	权益拿地金额 (亿元)	全口径新增货值 (亿元)	权益新增货值 (亿元)
1	华润置地	479	876	788
2	保利发展	464	1571	914
3	滨江集团	392	911	614
4	招商蛇口	381	1093	736
5	中海地产	370	602	577
6	建发房产	357	743	562
7	绿城中国	319	565	511
8	越秀地产	263	818	612
9	中国铁建	235	775	683
10	万科地产	203	431	341

资料来源：中指院，浙商证券研究所

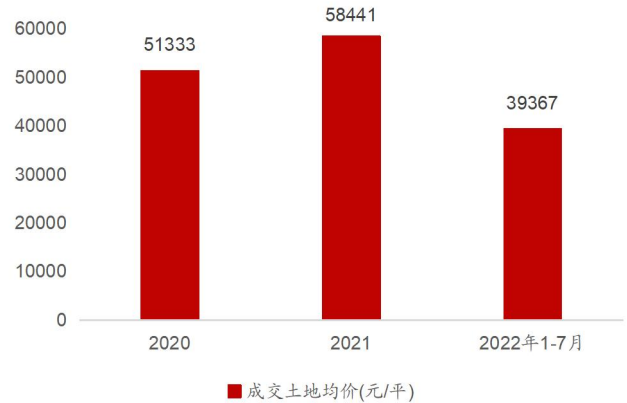
新增土储安全边际高，助力毛利率改善。公司 2022 年新获取的 29 宗土地中，25 宗为住宅用地，4 宗为商办用地；拿地平均楼面价为 16302 元/平米，平均溢价率 4.73%，较 2020 年及 2021 年均有所降低，在行业整体底部盘整的阶段，公司择机获取了大量较为低价的土储。2019 年以来，杭州市实行“双限”政策，地价及房价均有指导价格，根据行业普遍情况，如建造成本按照 5000 元/平米预估，我们计算 25 宗土地的平均毛利率为 27.6%，较 2021 年年末公司毛利率 24.8% 有所提升。我们认为，2022 年拿地毛利率的修复将有利于公司后续业绩结转毛利率的提升。

图 3：2020-2022 年滨江集团成交楼面均价及溢价率



资料来源：中指院，浙商证券研究所

图 4：2020 年-2022 年 1-7 月滨江集团成交土地均价（元/平米）



资料来源：中指院，浙商证券研究所

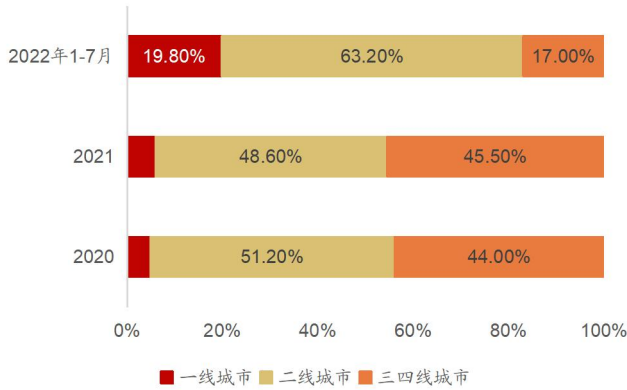
1.2 坚定看好杭州，土地储备集中度再提高

巩固大本营杭州的深耕优势，拓展战略布局区域。滨江集团自成立以来，主要战略布局为“以杭州为本营，深耕浙江省，拓展华东地区”。截止 2021 年年末，杭州仍然是公司的土储重仓地，公司土地储备中杭州占比 55%，浙江省内非杭州的城市包括宁波、嘉兴、温州、金华、湖州、台州等经济基础扎实的二三线城市占比 37%，浙江省外占比 8%。

坚定看好杭州，土储集中度进一步提高。截止 2021 年年末，公司土储总建面 1501 万平，可售货值达到 3000 亿元，可覆盖公司约 2 年的销售需要。加上公司 2021 年新增拿地货值，公司截止到 2022 年 7 月总计可售货值接近 4000 亿元。其中，浙江省内可售货值占比约 94%（杭州市占比 64%，浙江省其他城市 30%），浙江省外占比仅约 6%。我们认为，公司土地储备集中在长三角优势城市，有利于提高管理效率、维持区域内品牌力及影响力，有助于公司持续去化和拿地，形成良性循环。

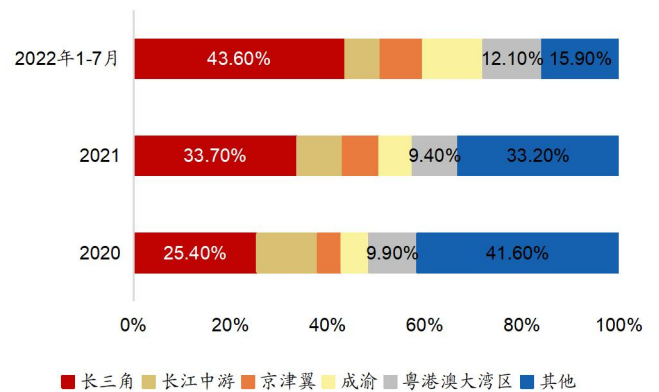
长三角逐渐成为战略布局重心。根据中指院统计，2020-2022 年 50 代表房企拿地布局区位发生显著变化，其中房企在长三角地区拿地面积的占比迅速增长，同时成渝地区及粤港澳大湾区拿地面积占比逐年稳升。众多房企积极拓展长三角市场，我们认为主要是因为长三角地区核心城市持续的人口流入，和相对较高的人均 GDP 和可支配收入，使得该区域的住房需求能够实现稳增长。在房地产市场需求总量见顶而区域逐步分化的发展趋势下，长三角是重要的战略布局区位。滨江集团长期持续深耕长三角，在理解客户需求、打造产品力、梳理品牌知名度和管理效能方面均有较强的先发优势。

图 5：2020-2022 年 50 家代表房企拿地面积分线城市分布情况



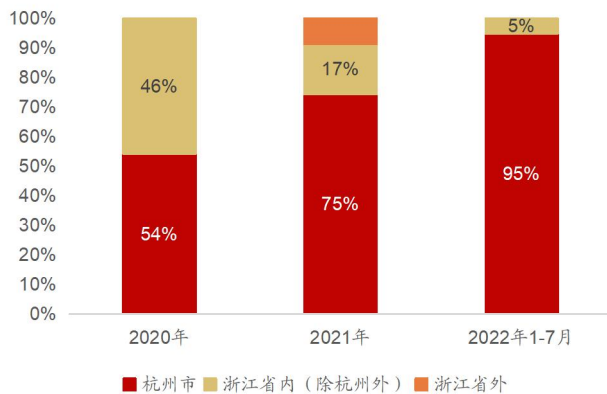
资料来源：中指院，浙商证券研究所

图 6：2020-2022 年 50 家代表房企拿地面积区域分布情况



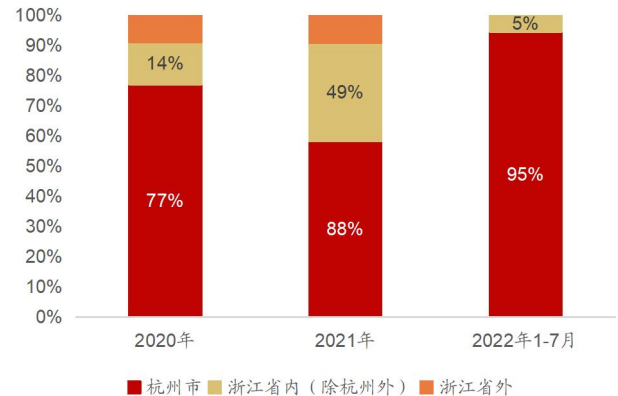
资料来源：中指院，浙商证券研究所

图 7：2020-2022 年滨江集团新增土储区域分布（按建筑面积）



资料来源：公司公告，中指院，浙商证券研究所

图 8：2020-2022 年滨江集团新增土储区域分布（按金额）



资料来源：公司公告，中指院，浙商证券研究所

2 逆势拿地，销售市占率提升空间潜力大

当前拿地决定未来销售，公司销售市占率提升空间明显。土地是房地产企业重要生产资料，决定房企未来 2-3 年的开发和销售。2021-2022 年受行业销售下行影响，房企拿地整体缩量，拿地减少的房企未来只能通过消耗存量土储来维持销售。2021H2 土地市场开始趋冷之后，热点城市供地价格、销售毛利率、区位等方面均出现了优化。2021H2 至 2022 年期间，能够有资金发力拿地的房企，我们认为后续地块入市的去化实现度和兑现利润均会好于公司原先存量土地储备。我们认为，房地产企业当前拿地货值市占率隐含了地产企业未来销售的理论市占率上限，差值越大说明公司未来销售市占率提升的弹性越强。截止至 2022 年 7 月，滨江集团全口径新增货值 911 亿元，货值排名在克而瑞排行榜中位列第 3，仅次于保利发展和招商蛇口；1-7 月公司全口径销售金额 797 亿元，在克而瑞销售排名中位列 12 位。根据我们测算，2022 年 1-7 月滨江集团的新增货值市占率和销售市占率差值高达 7.5%，在我们统计的房企排名中，销售市占率提升潜力排名第三。

表 2: 2022 年 1-7 月房企新增货值 TOP10

排名	企业	全口径新增货值 (亿元)	权益新增货值 (亿元)
1	保利发展	1571	914
2	招商蛇口	1093	736
3	滨江集团	911	614
4	华润置地	876	788
5	越秀地产	818	612
6	中国铁建	775	683
7	建发房产	743	562
8	中海地产	602	577
9	绿城中国	565	511
10	中国中铁	495	492

资料来源: 中指院, 浙商证券研究所

表 3: 2022 年 1-7 月房企销售金额 TOP20

全口径金额 排名	企业简称	1-7 月全口径金额 (亿元)	全口径金额 排名	企业简称	1-7 月全口径金额 (亿元)
1	碧桂园	2854.9	11	中国金茂	803.9
2	万科地产	2472.9	12	滨江集团	796.7
3	保利发展	2432.2	13	旭辉集团	792.4
4	中海地产	1570.0	14	绿地控股	763.0
5	华润置地	1490.0	15	新城控股	761.8
6	招商蛇口	1428.4	16	建发房产	731.8
7	融创中国	1236.0	17	华发股份	581.5
8	金地集团	1191.0	18	越秀地产	554.0
9	绿城中国	1050.5	19	远洋集团	520.1
10	龙湖集团	1040.8	20	世茂集团	505.9

资料来源: 克尔瑞, 浙商证券研究所

表 4: 典型房企市占率提升空间预估

类别	房企	全口径新增货值市占率	全口径销售金额市占率	市占率提升空间
央企	保利发展	15.1%	3.7%	11.4%
央企	招商蛇口	10.5%	2.2%	8.3%
民企	滨江集团	8.7%	1.2%	7.5%
央企	华润置地	8.4%	2.3%	6.1%
国企	越秀地产	7.8%	0.8%	7.0%
国企	建发房产	7.1%	1.1%	6.0%
央企	中海地产	5.8%	2.4%	3.4%
国企	绿城中国	5.4%	1.6%	3.8%
国企	华发股份	4.1%	0.9%	3.3%
国企	万科	4.1%	3.7%	0.4%
民企	龙湖集团	3.1%	1.6%	1.5%
国企	金地集团	2.4%	1.8%	0.6%
国企	天健集团	1.6%	0.0%	1.6%
央企	中粮大悦城	1.1%	0.5%	0.7%
央企	中海宏洋	1.0%	0.0%	1.0%

资料来源: Wind、中指院, 浙商证券研究所; 注: 房企新增货值数据来源中指, 全国口径新增货值为土地购置面积与全国商品房销售均价估算得到, 容积率假设为 3.0

3 销售规模逐渐扩大, 内功扎实行业地位稳固

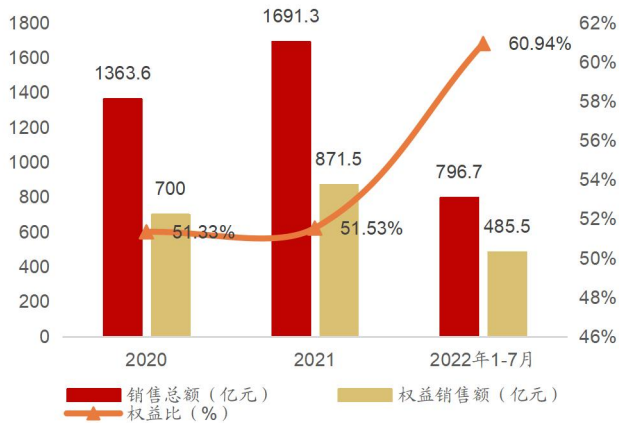
3.1 销售稳步提升, 杭州行业地位稳固

销售表现良好, 排名稳步提升。2022 年 1-7 月滨江集团销售总额 796.7 亿元, 同比减少 20.83%, 高于百强房企 2022 年 1-7 月销售额同比下降 49%; 权益销售额 485.5 亿元, 同比增加 1.44%; 销售权益比为 60.94%, 较 2021 年同比增长 29.66pct。2022 年 1-7 月公司销售均价为 54014 元/平方米。

纵观 1-7 月单月销量, 公司 6 月单月以 191.7 亿元登顶 2022 年上半年最高销售额榜单(克而瑞销售排行榜), 环比增长 108.37%。虽然公司 7 月单月销售额下降至 105.7 亿元, 环比跌幅 44.86%, 但相较上半年单月销售金额仍处较高水平(见图 9)。从排名看, 公司从 2015 年位列第 39 位, 稳步上升至 2022H1 TOP15。

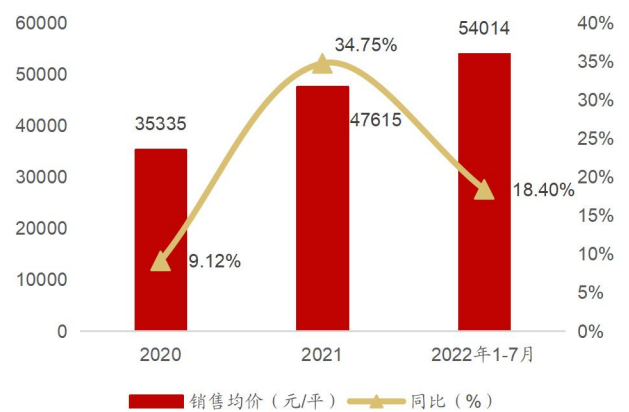
杭州行业地位稳固。公司 1-7 月于杭州市销售 668 亿元, 占公司总销售金额的 83.8%, 排名杭州房企销售第一名, 且领先第二名绿城销售额 412.3 亿元, 在杭州市行业地位稳固。公司于 4 月、6 月在杭州市获取大量土地, 我们预计将于可能在 2022 年底有望推向市场进行销售, 年底是传统房企推盘高峰时点, 我们认为届时公司充足且优质的土储有望助力公司销售更上台阶。

图 9: 2020-2022 年滨江集团销售总额及权益比 (亿元, %)



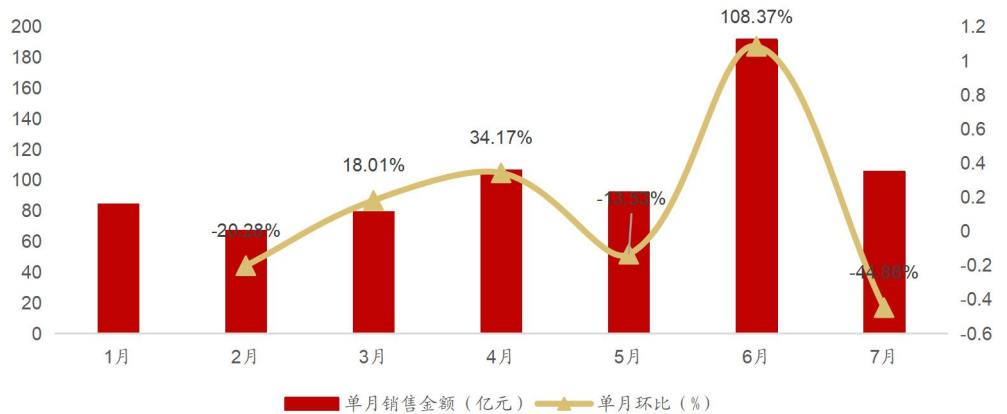
资料来源: 中指院, 浙商证券研究所

图 10: 2020-2022 年滨江集团销售均价 (亿元)



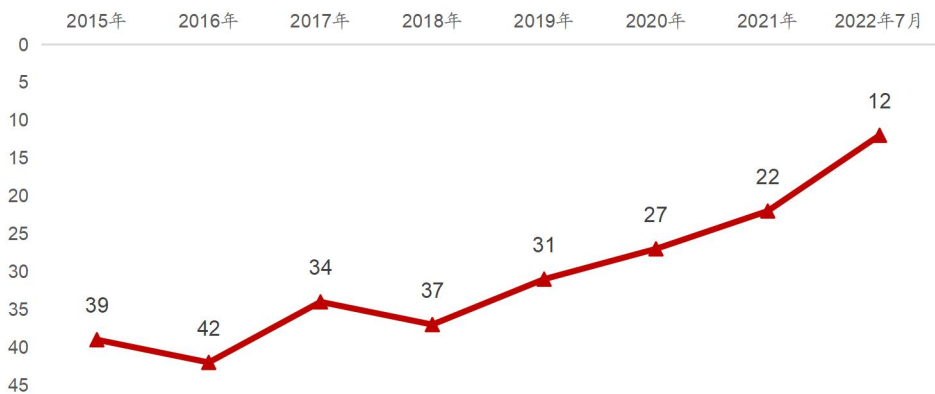
资料来源: 中指院, 浙商证券研究所

图 11: 滨江集团 2022 年 1-7 月单月销售额环比及单月销售金额 (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 12: 2015-2022 年 7 月滨江集团克尔瑞全口径销售排名情况

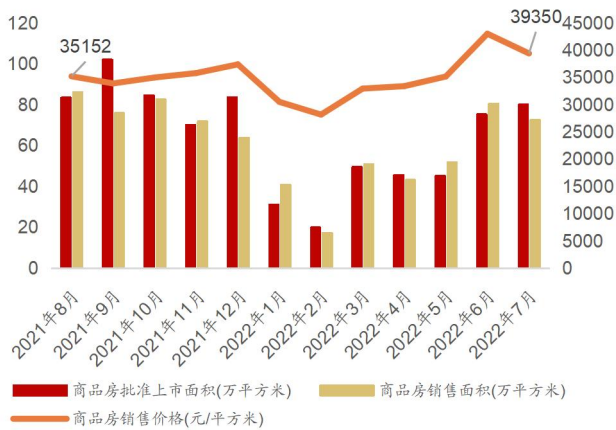


资料来源: 克尔瑞, 浙商证券研究所

稳定，价格稳步提升。(2) 开盘去化率方面，2022年7月浙江省新开盘去化率为51%，其中杭州市区新开盘去化率为67%，2022年4-7月杭州市区新开盘去化率持续维持在60%以上，横向比较处于二线城市中较高水平，新房市场销售表现亮眼。(3) 存量方面，2022年7月，杭州市区商品房可售存量面积为1005万平方米，商品房出清周期10.9个月，整体供需较为平衡，存量保持相对稳定，相比于同类型的城市，杭州市商品房出清周期处于低位。商品住宅（不含保障性住房）出清周期虽然呈现逐步上升的趋势，但2022年7月去化周期仍然仅为1.99个月，去化周期依然较短。

政策持续放宽，多角度刺激购房市场。2022年杭州市多次释放政策利好，从降低购房利率、调整限购条件、给予购房补贴等多角度刺激购房市场。尤其是5月杭州出台新政放宽限购后，6月新房及二手房成交量均呈现大幅上涨，对新房市场及二手房市场均起到良好的促进作用。

图 13: 杭州市商品房量价关系



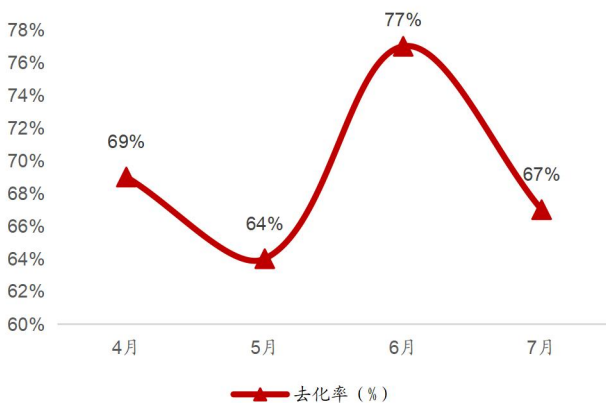
资料来源：中指院，浙商证券研究所

图 14: 2017-2022 年杭州市商品房可售存量面积 (万平方米)



资料来源：中指院，浙商证券研究所

图 15: 2022 年 4-7 月杭州市区新开盘去化率 (%)



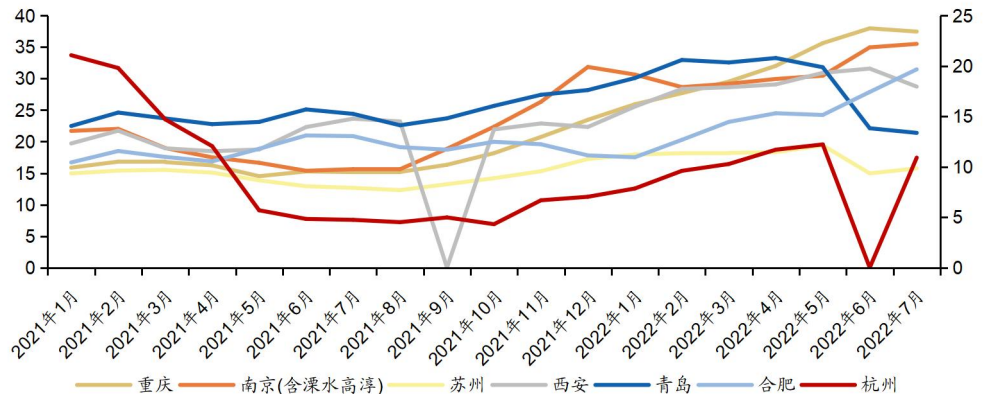
资料来源：克而瑞，浙商证券研究所

图 16: 杭州市区商品住宅出清周期 (月)



资料来源：中指院，浙商证券研究所
注：不含保障性住房，中指院未提供2022年6月数据

图 17: 各城市商品房去化周期(月)



资料来源:中指院, 浙商证券研究所
注: 未提供 2022 年 6 月杭州数据、2021 年 9 月西安数据

表 6: 2022 年杭州市重点限购限贷政策

时间	城市	细节详述
2月23日	杭州	杭州首套房利率迎来下降, 大部分银行首套房利率稳定在 5.6-5.65%, 个别银行首套房利率低至 5.5%。
5月17日	杭州	1.放松二手房限购: 在本市限购范围内购买二手住房, 落户本市不满 5 年的户籍家庭无社保缴纳要求; 非本市户籍家庭需在购房之日前 1 年起已在本市限购范围内连续缴纳城镇社保或个人所得税满 12 个月。 2.放松三孩家庭限购: 符合条件的三孩家庭, 在本市限购范围内限购的住房套数增加 1 套; 报名参加新建商品住房公开摇号销售时, 参照“无房家庭”优先摇号。 3.进一步完善税收调节: 本市限购范围内, 个人转让家庭唯一住房, 增值税征免年限由 5 年调整到 2 年。
6月15日	杭州	职工家庭名下无房, 且无住房贷款记录, 在我市首次购买普通自住住房时申请住房公积金贷款的, 家庭最高贷款限额标准上浮 20%
6月27日	杭州	1.本科及研究生(本科 < 45 岁, 硕士 < 50 岁)在杭落实工作单位并由用人单位正常缴纳社保的可以落户杭州市区。 2.毕业 2 年内全日制本科生/硕士生、2017 年后录取的非全日制研究生可享受“先落户后就业政策”(此前需 1 个月社保)
8月1日	杭州	8月1日, 杭州市住房公积金管理中心发布《关于实施三孩家庭住房公积金优惠政策有关事项的通知》: 1) 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; 2) 三孩家庭无房租赁住房提取住房公积金的, 提取限额按规定额度标准上浮 50% 确定, 现具体为: 杭州市区(含萧山区、余杭区、临平区、富阳区、临安区)为 1800 元/月, 桐庐县为 1260 元/月, 淳安县为 900 元/月, 建德市为 720 元/月。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2 二手房市场销售逐步上升, 呈倒挂趋势

传统销售淡季成交价格有所降低。2022 年 5 月 17 日, 杭州市发布放松二手房限购政策, 对二手房限购范围进行放松。2022 年 6 月二手房成交量呈现大幅度增长, 环比增长 80%。杭州市二手房 7 月成交 41.51 万平方米, 环比下降 24%, 同比下降 25.8%, 成交均价 36283 元/平方米, 环比下降 3.7%, 同比下降 7.3%; 2022 年 6 月新房成交均价超过二手房成交均价, 新房均价 42965 元/平方米, 二手房均价 37692 元/平方米。截止至 2022 年 7 月, 新房均价下降至 39350 元/平方米, 二手房均价下降至 36283 元/平方米。

杭州一二手房普遍倒挂, 政策刺激效力减弱。由于杭州市区新房实行限价政策, 导致一二手房倒挂现象明显。2022 年 6 月及 7 月二手房平均价格低于新房价格, 主要是因为新房价格易受到新房推盘结构影响, 波动较大。但从 2022 年 1-7 月来看, 二手房平均成交价仍高于新房平均成交价, 新房成交均价为 35056 元/平米, 二手房成交均价达 38061

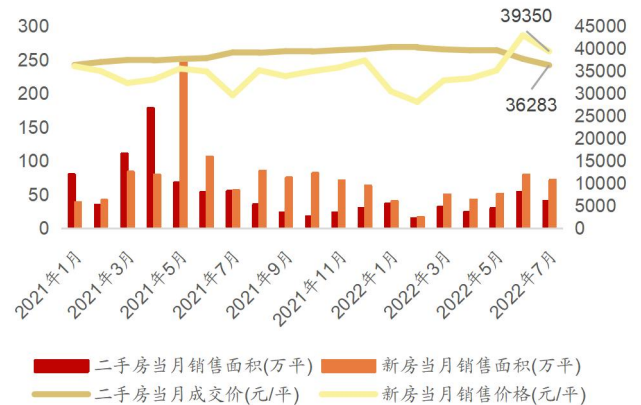
元/平米，一二手房价差平均相差 3006 元/平米。根据中指院数据，杭州 6 月及 7 月二手房销售价格出现下降。我们认为二手房房价下降的原因有可能是成交结构上的变化，例如刚需盘成交占比增加，亦或是近期停工停贷风波增加了购房者的观望情绪，此外 7 月炎热的天气一定程度上影响到了看房和买房进度。整体来说，杭州二手房市场和新房市场仍然存在价差，一二手房价差使得杭州新房仍然具备较强吸引力，因此我们认为杭州新房的去化率仍然会维持较高水平且新房房价依然会维持稳定。

图 18: 杭州市二手房成交套数及价格



资料来源：中指院，浙商证券研究所

图 19: 杭州市新房及二手房成交量价对比



资料来源：中指院，浙商证券研究所

备注：新房数据来源为中指研究院商品房统计情况

5 估值分析和投资建议

5.1 NAV 测算

估值核心假设：

(1) 房地产开发业务：

- 截至 2021 年末公司未结算面积 1501 万平，其中剩余可开发面积 262 万平，公司 2021 年平均售价 41035 元/平米，2021 年末公司土地储备未结算货值约 6157 亿元，权益货值约为 3485 亿元；
- 2022 年 1-7 月公司新增全口径货值 911 亿元，权益货值 614 亿元；项目开发至结转节奏按照 3.5 年考虑；
- 2017-2021 年公司平均融资成本区间在 4.9-6.0%之间；
- 我们 WACC 取均值 5.5%
- 2017-2021 年净利率区间在 12.4-16.8%，考虑到 2022 年及以后行业整体净利率变薄，我们假设公司 2022 年及以后净利率维持在 10%。

(2) 租赁、酒店及其他业务：

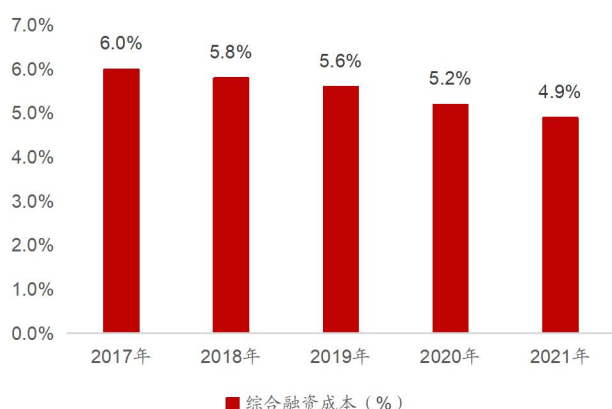
- 2017-2021 年公司酒店及其他业务营收占比最高不超过 2%，考虑基数较低，且自持、酒店项目运营良好，90%以上自持项目出租率维持在 70-100%之间，按照公允价值进行计算。

综合以上假设，我们测算公司房地产开发业务的净增加值约为 362 亿元，叠加 2021 年末归母净资产账面价值 206 亿元，合计 NAV 为 567 亿元，即 18.24 元/股。公司 8 月 17 日收盘价为 8.72 元，相比每股 NAV 折让 52.2%。

表 7: 滨江集团 RNAV 估值

WACC	5.5%
房地产开发业务净资产增加值 (亿元)	362
2021 年末归母净资产账面价值 (亿元)	206
NAV (亿元)	567
股本 (亿股)	31
每股 RNAV: 人民币元	18.24
当前股价	8.72
相对 RNAV 折价	52.2%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 20: 滨江集团历年平均融资成本 (%)


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 21: 滨江集团历年净利率 (%)


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

表 8: 滨江集团主要项目出租情况

项目名称	所在位置	项目业态	权益比例	可出租面积 (m ²)	累计已出租面积 (m ²)	平均出租率
庆春发展大厦写字楼	杭州	写字楼	100%	13896	12424	89%
新城时代广场 A 座	杭州	写字楼	100%	27942	26708	96%
星城发展大厦写字楼	杭州	写字楼	100%	20606	20606	100%
凯旋发展大厦	杭州	写字楼	100%	17345	15641	90%
庆春发展大厦商场	杭州	商业裙房	100%	4029	3230	80%
文景苑商场	杭州	商业裙房	100%	6768	4893	72%
新城市广场	杭州	商业裙房	100%	15976	15976	100%
新城时代广场 B 座	杭州	商业裙房	100%	12038	12038	100%
新城时代广场 D 座	杭州	商业裙房	100%	1720	1720	100%
星城发展大厦商铺	杭州	社区底商	100%	4935	4935	100%
万家星城一期底商	杭州	社区底商	100%	1993	1888	95%
万家星城二期底商	杭州	社区底商	100%	8791	8577	98%
万家星城三期底商	杭州	社区底商	100%	17043	16848	99%
金色黎明一期底商	杭州	社区底商	100%	5607	4396	78%
曙光之城底商	杭州	社区底商	100%	5445	4334	80%
凯旋门商铺	杭州	社区底商	100%	6107	5907	97%
御景苑底商	杭州	社区底商	100%	260	260	100%
武林壹号写字楼	杭州	写字楼	50%	81025	32965	41%
美国公寓	西雅图	公寓	85%	25258	24955	99%

翡翠江南自持商品房	杭州	公寓	100%	35107	24575	70%
御江南自持商品房	杭州	公寓	100%	8335	8167	98%
上品华庭自持商品房	杭州	公寓	51%	31032	6120	20%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

5.2 PE 估值

关于可比公司，我们选择发展稳健的头部房企，包括扩万科 A、保利发展、招商蛇口、金地集团。按照 8 月 17 日收盘价计算，滨江集团的可比公司 2022 年 PE 均值为 6.80x，滨江集团的 PE 估值为 7.4 倍。

表 9：可比公司估值表

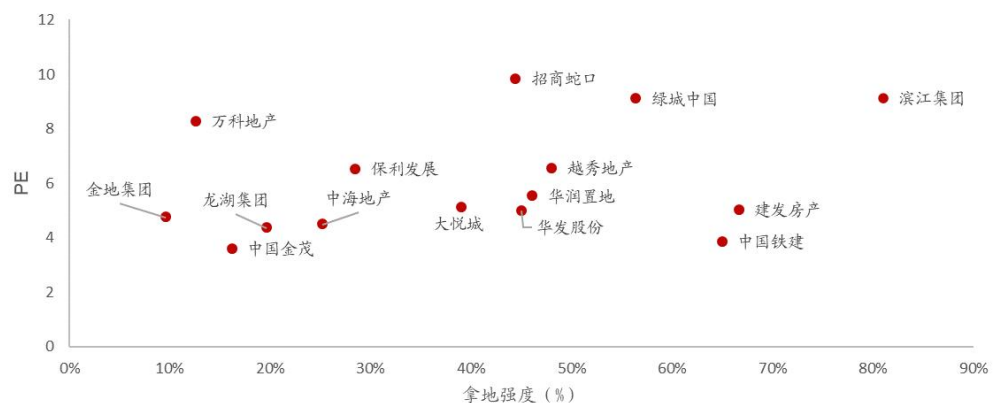
代码	简称	收盘价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000002.SZ	万科 A	16.88	1.94	2.17	2.39	2.61	8.70	7.76	7.06	6.46
600048.SH	保利发展	16.36	2.29	2.40	2.59	2.82	7.14	6.81	6.32	5.79
001979.SZ	招商蛇口	14.47	1.16	1.41	1.54	1.69	12.47	10.26	9.41	8.55
600383.SH	金地集团	11.32	12.97	11.32	-0.13	2.08	2.21	2.38	2.54	5.44
	均值						7.63	6.80	6.33	6.56
002244.SZ	滨江集团	8.72	0.97	1.12	1.24	1.35	8.55	7.4	6.69	6.14

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：收盘价截止至 2022 年 8 月 17 日，除滨江集团为浙商证券预测外，其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

通常房企由于是重资产类型的企业，投资估值既要看 PB 也需要看 PE。房企的主要净资产由土地储备、利润率和负债水平决定。我们认为在拿地分化比较大的情况下，甄别哪些地产公司未来有更强的成长性，用拿地强度或是更好的衡量指标，PB 的估值方式相对静态。因此我们将地产企业 PE-PB 关系图，换成拿地强度和 PE 估值关系图。拿地强度高且 PE 估值相对偏低的房地产企业性价比更高。从图 20 中，我们看到滨江集团 PE 估值与招商蛇口、绿城中国、万科地产相当，拿地强度高于其他 14 家典型房企。因此，我们认为，虽然滨江集团的 PE 估值已经与头部房企相当，但较大的拿地强度促使公司未来有更高的成长性。

图 22：典型房企 PE 与拿地强度关系图



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：使用权益销售额与权益拿地金额计算

5.3 投资建议

我们认为，滨江集团具备优质房企特质，有望穿越周期、实现中长期高质量发展。总结全文来看，我们认为滨江集团的投资亮点为：

(1) 聚焦核心城市杭州，2022年销售具备较强弹性，排名逆势突破：我们认为，本轮需求复苏进程预计将长于历史的宽松周期，且不同城市间的分化预计也将明显加剧，热点城市或热点板块有望先行复苏。公司深耕杭州，城市基本面强劲，房地产市场供需关系健康，5月出台新政放宽二手房限购，对需求刺激较为明显，属于同类城市中销售复苏较早的城市之一。截至2022年7月公司总可售货值近4000亿元，其中杭州可售货值占比约64%。我们认为，区域深耕战略为公司带来较强的销售弹性，助力公司实现销售排名的逆势上升。2022年1-7月滨江集团销售金额796.7亿元，同比减少20.83%，销售表现显著优于行业（百强房企2022年1-7月销售额同比下降49%），2022年7月公司全口径销售金额排名逆势上涨10位至12名。

(2) 财务稳健的优质民企，逆势高质量增储，助力中长期毛利率改善、市占率提升：行业下行期公司保持较高拿地强度，2022年1-7月共获取29宗土地，权益拿地金额392亿元位居行业第三名，拿地强度58.65%较2021年有所加大，拿地权益比83.89%。我们认为，公司逆势择优增储，有利于公司在中长期迎来**1) 拿地毛利率改善：**公司拿地聚焦优势区域杭州，新增土储安全边际高，我们测算新增25宗涉宅用地平均毛利率27.6%，较2021年有所改善；**2) 销售市占率提升：**根据我们测算，2022年1-7月公司新增拿地货值占全国房企新增货值比例约8.7%，在房企中排名第3位，而公司同期全口径销售金额市占率仅1.2%，当前拿地决定未来销售，静态测算下公司未来销售市占率提升潜力较大。

(3) 产品力广受认可，品牌溢价显著：我们认为，当前房地产总量增长趋缓，需求端的研发和创新对于销售的正向拉动作用将会愈加明显。美好品质生活是所有人的向往，品牌和口碑在后续销售方面带来的分化作用会越来越强。滨江集团已建立成熟的产品体系和良好的市场口碑，有利于公司在行业复苏阶段率先打开局面，助力公司在周期过后赢得更多市场空间。

综合考虑公司的财务安全性、土储质量、品牌力，我们认为公司应当享有估值溢价。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别35、39和42亿元，2022年EPS为1.12元每股。综合NAV和PE估值方法，我们给予公司2022年9倍PE估值，对应目标价10.11元。维持“买入”评级。

6 风险提示

政策放松力度和效果不及预期；疫情反复延后需求修复时间。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	189975	226509	275331	304168
现金	21141	22583	30203	37417
交易性金融资产	11	11	11	11
应收账款	487	787	913	1025
其它应收款	17734	29017	32615	37268
预付账款	46	89	99	110
存货	142401	164267	199785	214290
其他	8154	9755	11705	14047
非流动资产	21751	24548	27525	30460
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	10855	12855	14855	16855
固定资产	536	604	581	572
无形资产	140	135	127	119
其他	10219	10953	11962	12914
资产总计	211726	251056	302857	334628
流动负债	141815	172967	215789	237780
短期借款	565	1000	1000	1000
应付款项	3411	6577	7820	8353
预收账款	60	19877	54968	70541
其他	137780	145513	152001	157886
非流动负债	32523	34971	37501	40015
长期借款	24815	26815	28815	30815
其他	7709	8156	8686	9200
负债合计	174339	207937	253290	277794
少数股东权益	16808	19043	21622	24674
归属母公司股东权益	20579	24076	27945	32159
负债和股东权益	211726	251056	302857	334628

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	839	1687	8219	8307
净利润	4921	5732	6448	7267
折旧摊销	348	48	52	54
财务费用	740	1051	1505	2027
投资损失	(356)	(392)	(431)	(474)
营运资金变动	22638	17402	36132	13877
其它	(27452)	(22155)	(35488)	(14443)
投资活动现金流	(8760)	(2264)	(2593)	(2567)
资本支出	25	(104)	(17)	(32)
长期投资	(6967)	(2566)	(3000)	(3000)
其他	(1818)	407	424	465
筹资活动现金流	10531	2018	1995	1473
短期借款	565	435	0	0
长期借款	(1322)	2000	2000	2000
其他	11288	(417)	(5)	(527)
现金净增加额	2610	1442	7620	7214

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	37976	49691	61075	70541
营业成本	28547	38202	47568	54946
营业税金及附加	1008	1292	1588	1834
营业费用	713	944	1130	1270
管理费用	559	745	886	988
研发费用	0	0	0	0
财务费用	740	1051	1505	2027
资产减值损失	23	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	356	392	431	474
其他经营收益	3	3	3	3
营业利润	6746	7852	8833	9954
营业外收支	(8)	0	0	0
利润总额	6737	7852	8833	9954
所得税	1816	2120	2385	2688
净利润	4921	5732	6448	7267
少数股东损益	1894	2236	2579	3052
归属母公司净利润	3027	3497	3869	4215
EBITDA	8031	9752	11190	12334
EPS (最新摊薄)	0.97	1.12	1.24	1.35

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	32.80%	30.85%	22.91%	15.50%
营业利润	36.27%	16.41%	12.49%	12.70%
归属母公司净利润	23.54%	15.50%	10.64%	8.94%
获利能力				
毛利率	24.83%	23.12%	22.12%	22.11%
净利率	12.96%	11.54%	10.56%	10.30%
ROE	9.25%	8.69%	8.35%	7.92%
ROIC	9.93%	11.34%	11.73%	11.71%
偿债能力				
资产负债率	82.34%	82.82%	83.63%	83.02%
净负债比率	20.24%	18.19%	16.11%	15.77%
流动比率	1.34	1.31	1.28	1.28
速动比率	0.34	0.36	0.35	0.38
营运能力				
总资产周转率	0.20	0.21	0.22	0.22
应收账款周转率	79.98	78.05	71.88	72.81
应付账款周转率	7.50	7.65	6.61	6.79
每股指标(元)				
每股收益	0.97	1.12	1.24	1.35
每股经营现金	0.27	0.54	2.64	2.67
每股净资产	6.61	7.74	8.98	10.34
估值比率				
P/E	8.55	7.40	6.69	6.14
P/B	1.26	1.08	0.93	0.80
EV/EBITDA	5.74	6.23	5.24	4.66

资料来源：浙商证券研究所

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>