

## 深耕杭州逆势投资, 授信充足财务良好

### 投资要点

- 业绩点评:** 滨江集团 2022H1 公司实现营业收入 106.9 亿元, 同比-44.9%; 实现归母净利润 12.8 亿元, 同比+1.3%。本期收入下滑主要由于上半年纳入并表范围的项目交付减少导致结算金额的下降, 而归母净利润同比上升主要是依靠小股操盘带来的联营企业和合营企业的投资收益大幅上升所致。
- 销售表现稳健, 区域深耕逆势投资。** 2022H1 公司实现销售金额 684 亿元, 位列克而瑞行业销售排名第 13 位, 获杭州房企销售冠军, 权益销售回笼资金 322 亿元, 同比提升 6%, 全年销售目标 1500-1600 亿元。上半年公司新增土地项目 30 个, 其中杭州有 28 个, 新增土储建面 366 万方, 货值权益比为 57.5%。公司坚持区域深耕, 截至 2022 年 6 月公司土储中杭州占 62%, 浙江省内非杭州的二三线城市占比 22%, 浙江省外占比 16%, 土储质量优质。
- 多元业务稳步推进, 五大板块协同发力。** 截至 2022 年 6 月末, 公司持有用于出租的写字楼、商业裙房、社区底商及公寓面积约 31 万平方米, 上半年实现租金收入 1.5 亿元, 投资性房地产期末账面价值约 58.5 亿元。公司践行“1+5”发展战略, 在坚持将房地产开发主业做好的前提下, 有序推进服务、租赁、酒店、养老和产业投资五大业务板块。
- 财务表现稳健, 授信额度充足。** 截至 2022 年 6 月公司有息负债规模 558 亿元, 其中银行贷款占比 78.3%, 直接融资占比 21.7%。公司扣除预收款后的资产负债率为 65.5%, 净负债率为 85.8%, 现金短债比为 1.1 倍, “三道红线”保持“绿档”, 短期债务占比仅为 32.1%。期末综合融资成本降至 4.7%, 较 2021 年末下降 0.2 个百分点, 处于行业低位。截至 2022 年 6 月, 公司共获银行授信额度 1114 亿元, 较上年末增加 34%, 其中剩余可用授信额度 616 亿元, 占总额度的 55%, 此外公司还有已获批尚未发行的公司债额度 6 亿, 注册完成尚未发行的短期融资券额度 35 亿元, 授信储备充裕, 流动性良好。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润复合增速为 10.0%, 考虑到公司销售增长强劲, 核心城市拿地强度较大, 融资成本较低, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	37976.36	32010.05	38404.88	44157.36
增长率	32.80%	-15.71%	19.98%	14.98%
归属母公司净利润(百万元)	3027.33	3186.83	3611.19	4034.08
增长率	30.06%	5.27%	13.32%	11.71%
每股收益 EPS(元)	0.97	1.02	1.16	1.30
净资产收益率 ROE	13.16%	11.81%	11.90%	11.83%
PE	9.72	9.24	8.15	7.30
PB	0.79	0.71	0.63	0.56

数据来源: Wind, 西南证券

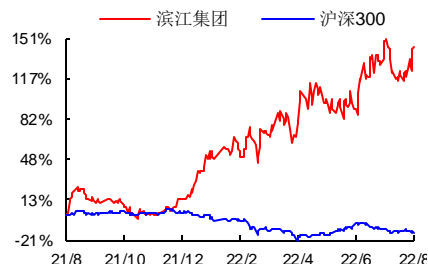
### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
执业证号: S1250515090004  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 池天惠  
电话: 13003109597  
邮箱: cth@swsc.com.cn

联系人: 刘洋  
电话: 18019200867  
邮箱: ly21@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	31.11
流通 A 股(亿股)	26.82
52 周内股价区间(元)	3.9-9.79
总市值(亿元)	294.34
总资产(亿元)	1,988.37
每股净资产(元)	6.13

### 相关研究

- 滨江集团(002244): 深耕浙杭成长稳健, 销售高增拿地不减 (2022-05-02)
- 滨江集团(002244): 深耕浙杭稳步开拓, 销售高增逆势成长 (2022-01-17)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：公司销售表现稳健，跌幅小于行业平均水平，但受上半年纳入并表范围的项目交付减少影响，预计全年结算金额有所下降，预计公司 2022-2024 物业开发结算金额预计增速分别为 -15%/20%/15%，毛利率分别为 24%/24%/24%；

假设 2：公司酒店业务受疫情影响，预计全年收入小幅下降，后续随着疫情的有效管控将逐渐修复，预计 2022-2024 酒店业收入预计增速分别为 -5%/15%/10%，毛利率分别为 45%/48%/50%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
房地产业	营业收入	37490	31867	38240	43976
	增速	31.6%	-15.0%	20.0%	15.0%
	营业成本	28245	24219	29062	33422
	毛利率	24.7%	24.0%	24.0%	24.0%
酒店业	营业收入	151	144	165	182
	增速	55.7%	-5.0%	15.0%	10.0%
	营业成本	75	79	86	91
	毛利率	50.1%	45.0%	48.0%	50.0%
合计	营业收入	37976	32010	38405	44157
	增速	32.8%	-15.7%	20.0%	15.0%
	营业成本	28320	24297	29148	33512
	毛利率	25.4%	24.1%	24.1%	24.1%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	37976.36	32010.05	38404.88	44157.36	净利润	4920.86	4902.82	5555.67	6206.28
营业成本	28546.51	24297.49	29148.09	33512.38	折旧与摊销	347.94	238.50	248.00	257.50
营业税金及附加	1007.66	800.25	960.12	1103.93	财务费用	740.23	675.74	816.00	936.19
销售费用	713.44	480.15	537.67	618.20	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	559.32	384.12	460.86	529.89	经营营运资本变动	-3543.61	-1462.23	-4490.13	-9873.97
财务费用	740.23	675.74	816.00	936.19	其他	-1626.01	-1310.00	-1110.00	-1010.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>839.42</b>	<b>3044.82</b>	<b>1019.54</b>	<b>-3484.01</b>
投资收益	356.18	1260.00	1060.00	960.00	资本支出	25.79	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	50.00	50.00	50.00	其他	-8786.12	1750.94	-512.80	-117.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-8760.33</b>	<b>1700.94</b>	<b>-562.80</b>	<b>-167.38</b>
<b>营业利润</b>	<b>6745.54</b>	<b>6682.30</b>	<b>7592.14</b>	<b>8466.77</b>	短期借款	564.97	-564.97	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.33	-18.57	-13.55	-16.07	长期借款	-1322.11	2000.00	2000.00	2000.00
<b>利润总额</b>	<b>6737.21</b>	<b>6663.73</b>	<b>7578.60</b>	<b>8450.69</b>	股权融资	15.76	0.00	0.00	0.00
所得税	1816.35	1760.91	2022.93	2244.42	支付股利	-703.19	-528.48	-581.06	-690.20
净利润	4920.86	4902.82	5555.67	6206.28	其他	11975.42	-4118.20	1367.47	1210.22
少数股东损益	1893.54	1715.99	1944.48	2172.20	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>10530.85</b>	<b>-3211.65</b>	<b>2786.40</b>	<b>2520.03</b>
归母净利润	3027.33	3186.83	3611.19	4034.08	<b>现金流量净额</b>	<b>2605.41</b>	<b>1534.12</b>	<b>3243.14</b>	<b>-1131.37</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	21141.40	22675.51	25918.65	24787.28	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	18266.96	15157.34	18123.17	20837.74	销售收入增长率	32.80%	-15.71%	19.98%	14.98%
存货	142401.35	140925.46	142825.65	140752.00	营业利润增长率	39.74%	-0.94%	13.62%	11.52%
其他流动资产	8165.19	6327.19	7900.37	9099.43	净利润增长率	38.70%	-0.37%	13.32%	11.71%
长期股权投资	10855.49	12055.49	13055.49	13955.49	EBITDA 增长率	32.49%	-3.03%	13.95%	11.60%
投资性房地产	6433.69	4770.55	5442.40	5548.88	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	535.99	359.81	174.13	-21.06	毛利率	24.83%	24.09%	24.10%	24.11%
无形资产和开发支出	140.85	134.36	127.86	121.37	三费率	5.30%	4.81%	4.72%	4.72%
其他非流动资产	3784.88	3803.23	3747.70	3863.01	净利率	12.96%	15.32%	14.47%	14.05%
<b>资产总计</b>	<b>211725.80</b>	<b>206208.93</b>	<b>217315.41</b>	<b>218944.13</b>	ROE	13.16%	11.81%	11.90%	11.83%
短期借款	564.97	0.00	0.00	0.00	ROA	2.32%	2.38%	2.56%	2.83%
应付和预收款项	6146.29	6824.06	8808.06	10127.04	ROIC	11.95%	11.14%	11.99%	11.47%
长期借款	24814.76	26814.76	28814.76	30814.76	EBITDA/销售收入	20.63%	23.73%	22.54%	21.88%
其他负债	142812.84	131055.07	133002.94	125546.60	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>174338.87</b>	<b>164693.89</b>	<b>170625.76</b>	<b>166488.40</b>	总资产周转率	0.20	0.15	0.18	0.20
股本	3111.44	3111.44	3111.44	3111.44	固定资产周转率	69.25	71.47	143.86	576.96
资本公积	2181.09	2181.09	2181.09	2181.09	应收账款周转率	79.98	73.52	99.99	106.97
留存收益	15490.55	18148.90	21179.02	24522.91	存货周转率	0.22	0.17	0.21	0.24
归属母公司股东权益	20579.30	22991.43	26221.55	29815.44	销售商品提供劳务收到现金营业收入	168.53%	—	—	—
少数股东权益	16807.63	18523.61	20468.10	22640.30	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>37386.93</b>	<b>41515.04</b>	<b>46689.65</b>	<b>52455.73</b>	资产负债率	82.34%	79.87%	78.52%	76.04%
负债和股东权益合计	211725.80	206208.93	217315.41	218944.13	带息债务/总负债	18.54%	21.11%	22.13%	24.49%
					流动比率	1.34	1.43	1.47	1.57
					速动比率	0.34	0.34	0.39	0.44
					股利支付率	23.23%	16.58%	16.09%	17.11%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.97	1.02	1.16	1.30
					每股净资产	12.02	13.34	15.01	16.86
					每股经营现金	0.27	0.98	0.33	-1.12
					每股股利	0.23	0.17	0.19	0.22
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	7833.71	7596.53	8656.14	9660.45					
PE	9.72	9.24	8.15	7.30					
PB	0.79	0.71	0.63	0.56					
PS	0.78	0.92	0.77	0.67					
EV/EBITDA	3.51	3.84	3.22	3.36					
股息率	2.39%	1.80%	1.97%	2.34%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn