

市场价格 (人民币): 9.46 元

目标价格 (人民币): 10.95 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	31.11
已上市流通 A 股(亿股)	26.82
总市值(亿元)	294.34
年内股价最高最低(元)	9.79/3.80
沪深 300 指数	4108
深证成指	12060

销售表现韧性充足，积极拓展聚焦深耕

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,597	37,976	42,702	61,996	76,802
营业收入增长率	14.60%	32.80%	12.44%	45.18%	23.88%
归母净利润(百万元)	2,328	3,027	4,009	5,285	6,492
归母净利润增长率	42.69%	30.06%	32.42%	31.84%	22.83%
摊薄每股收益(元)	0.748	0.973	1.288	1.699	2.086
每股经营性现金流净额	-1.01	0.27	0.44	2.23	1.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.67%	14.71%	16.78%	18.78%	19.40%
P/E	6.14	4.79	7.34	5.57	4.53
P/B	0.78	0.70	1.23	1.05	0.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022年8月26日，滨江集团发布2022年半年报。2022年上半年实现营业收入106.9亿元，同比-44.9%；归母净利润12.8亿元，同比+1.3%。单季度看，2022年二季度实现营业收入45.1亿元，同比-62.3%；归母净利润10.6亿元，同比+21.4%。

点评

- 结转项目并表波动，营收与归母净利润走势分化。**营业收入下滑主要由于上半年结转交付的并表项目数量较同期少，而归母净利润保持微增，主要由于未并表项目结转交付带来的投资收益，公司2022年上半年投资收益9.04亿元，占利润总额的45.9%，同比增加1431%。毛利率水平随行业大势下行，2022年上半年实现毛利率20.98%，同比下降1.10pct，较去年全年下降3.85pct，在近期获取的高利润项目结转后，公司毛利率预计将修复。
- 销售良好回款增加，积极拿地深耕杭州。**公司2022年上半年销售金额684亿元，同比-22%（远低于百强房企-50%的水平），排名行业第13（较2021年上升9名），权益销售回笼资金322亿元，同比+6%。在销售好、资金回笼快的区域积极拿地，公司2022年上半年新增项目30个，均位于浙江省内，其中杭州28个，巩固杭州榜首地位，权益投资金额居行业前三，且公司维持2022年权益拿地金额占现金回款金额60%左右的计划，预计下半年仍将保持较积极的投资强度，保障未来销售稳定增长。
- 三道红线居绿档，融资渠道畅通、成本下降。**公司剔除预收款后的资产负债率65.47%，净负债率85.79%，现金短债比1.11，持续位居“绿档”；在行业融资困难的背景下，公司成功发行3笔合计26.1亿的境内债券；2022年上半年平均融资成本4.7%，较2021年全年下降20BP。

投资建议

- 由于结转并表比例影响，我们小幅调整盈利预测，将2022-24年的归母净利润从40.4亿元、52.8亿元和64.6亿元调至40.1亿元、52.9亿元和64.9亿元，幅度分别为-0.6%、0.1%和0.5%。考虑公司业绩确定性高，上调目标价至10.95元/股，对应2022-24年PE分别为8.5x、6.4x和5.2x，维持“买入”评级。

风险提示

- 宽松政策对市场提振不佳；多家房企债务违约；杭州市场大幅下行

相关报告

- 《杭州市场有望企稳，加大推货抢占先机-滨江集团点评》，2022.6.10
- 《坚定深耕杭州，增长动能强劲-滨江集团业绩点评》，2022.4.30
- 《杭州龙头品牌房企，业绩增长确定性增强-滨江集团深度报告》，2022.4.18

杜昊昊 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨 联系人
wangyixin@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	24,955	28,597	37,976	42,702	61,996	76,802	货币资金	12,017	18,522	21,141	18,627	24,825	29,179
增长率		14.6%	32.8%	12.4%	45.2%	23.9%	应收账款	18,780	16,232	18,263	21,594	29,652	36,734
主营业务成本	-16,196	-20,863	-28,547	-32,863	-47,577	-58,262	存货	84,494	116,262	142,401	180,069	208,555	247,416
%销售收入	64.9%	73.0%	75.2%	77.0%	76.7%	75.9%	其他流动资产	4,363	5,886	8,169	18,735	20,630	22,704
毛利	8,759	7,734	9,430	9,840	14,420	18,539	流动资产	119,654	156,902	189,975	239,025	283,662	336,033
%销售收入	35.1%	27.0%	24.8%	23.0%	23.3%	24.1%	%总资产	92.3%	91.2%	89.7%	89.2%	89.3%	89.3%
营业税金及附加	-1,839	-1,409	-1,008	-1,133	-1,645	-2,038	长期投资	7,698	12,516	19,277	26,392	31,342	37,266
%销售收入	7.4%	4.9%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	固定资产	588	561	536	551	596	620
销售费用	-572	-426	-713	-763	-980	-1,291	%总资产	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
%销售收入	2.3%	1.5%	1.9%	1.8%	1.6%	1.7%	无形资产	173	181	199	268	285	301
管理费用	-381	-409	-559	-587	-675	-777	非流动资产	9,972	15,113	21,751	29,021	34,112	40,156
%销售收入	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.1%	1.0%	%总资产	7.7%	8.8%	10.3%	10.8%	10.7%	10.7%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	129,625	172,016	211,726	268,046	317,774	376,189
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	8,025	7,901	10,480	10,915	11,915	13,599
息税前利润 (EBIT)	5,967	5,489	7,149	7,356	11,119	14,433	应付款项	17,627	19,614	22,843	25,480	34,247	41,961
%销售收入	23.9%	19.2%	18.8%	17.2%	17.9%	18.8%	其他流动负债	59,492	84,795	108,492	152,487	179,761	213,201
财务费用	-901	-888	-740	-1,344	-1,683	-1,953	流动负债	85,144	112,310	141,815	188,882	225,922	268,761
%销售收入	3.6%	3.1%	1.9%	3.1%	2.7%	2.5%	长期贷款	15,624	26,137	24,815	28,537	32,818	37,740
资产减值损失	21	-61	-23	-3	-1	-1	其他长期负债	6,445	5,524	7,709	8,211	9,388	10,752
公允价值变动收益	25	59	0	88	48	51	负债	107,213	143,971	174,339	225,630	268,128	317,252
投资收益	304	225	356	1,067	845	565	普通股股东权益	16,567	18,369	20,579	23,890	28,148	33,459
%税前利润	5.6%	4.7%	5.3%	14.9%	8.2%	4.3%	其中：股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
营业利润	5,419	4,827	6,746	7,168	10,332	13,098	未分配利润	10,172	12,022	14,294	17,494	21,690	26,938
营业利润率	21.7%	16.9%	17.8%	16.8%	16.7%	17.1%	少数股东权益	5,845	9,676	16,808	18,526	21,499	25,478
营业外收支	-15	-40	-8	-9	-9	-9	负债股东权益合计	129,625	172,016	211,726	268,046	317,774	376,189
税前利润	5,403	4,787	6,737	7,159	10,323	13,089	比率分析						
利润率	21.7%	16.7%	17.7%	16.8%	16.7%	17.0%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-1,430	-1,239	-1,816	-1,432	-2,065	-2,618	每股指标						
所得税率	26.5%	25.9%	27.0%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.524	0.748	0.973	1.288	1.699	2.086
净利润	3,973	3,548	4,921	5,727	8,258	10,471	每股净资产	5.325	5.904	6.614	7.678	9.046	10.754
少数股东损益	2,342	1,220	1,894	1,718	2,973	3,979	每股经营现金净流	0.842	-1.015	0.270	0.437	2.231	1.700
归属于母公司的净利润	1,631	2,328	3,027	4,009	5,285	6,492	每股股利	0.060	0.132	0.226	0.260	0.350	0.400
净利率	6.5%	8.1%	8.0%	9.4%	8.5%	8.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.85%	12.67%	14.71%	16.78%	18.78%	19.40%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	1.26%	1.35%	1.43%	1.50%	1.66%	1.73%
净利润	3,973	3,548	4,921	5,727	8,258	10,471	投入资本收益率	8.45%	6.06%	6.55%	6.54%	8.58%	9.54%
少数股东损益	2,342	1,220	1,894	1,718	2,973	3,979	增长率						
非现金支出	196	258	380	109	127	151	主营业务收入增长率	18.18%	14.60%	32.80%	12.44%	45.18%	23.88%
非经营收益	203	406	817	460	956	1,529	EBIT增长率	2.77%	-8.02%	30.26%	2.89%	51.16%	29.80%
营运资金变动	-1,752	-7,369	-5,278	-4,936	-2,401	-6,862	净利润增长率	34.03%	42.69%	30.06%	32.42%	31.84%	22.83%
经营活动现金净流	2,621	-3,157	839	1,360	6,941	5,288	总资产增长率	48.05%	32.70%	23.09%	26.60%	18.55%	18.38%
资本开支	-27	-80	-41	-192	-192	-192	资产管理能力						
投资	123	-2,705	-5,660	-6,916	-4,841	-5,809	应收账款周转天数	5.6	5.9	4.6	4.6	4.6	4.6
其他	-1,076	-354	-3,060	1,067	845	565	存货周转天数	1,555.1	1,756.1	1,653.7	2,000.0	1,600.0	1,550.0
投资活动现金净流	-980	-3,139	-8,760	-6,040	-4,187	-5,436	应付账款周转天数	65.2	64.5	48.7	55.0	55.0	55.0
股权募资	506	2,480	6,382	0	0	0	固定资产周转天数	8.6	7.2	5.2	4.7	3.5	2.9
债权募资	4,360	9,747	3,847	4,690	6,480	7,985	偿债能力						
其他	-1,686	582	302	-2,494	-3,013	-3,468	净负债/股东权益	78.13%	72.70%	56.42%	67.92%	58.59%	55.52%
筹资活动现金净流	3,179	12,809	10,531	2,196	3,466	4,517	EBIT利息保障倍数	6.6	6.2	9.7	5.5	6.6	7.4
现金净流量	4,834	6,480	2,605	-2,484	6,220	4,370	资产负债率	82.71%	83.70%	82.34%	84.18%	84.38%	84.33%

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
买入	7	36	77	110	221
增持	1	1	5	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.13	1.03	1.06	1.08	1.00

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

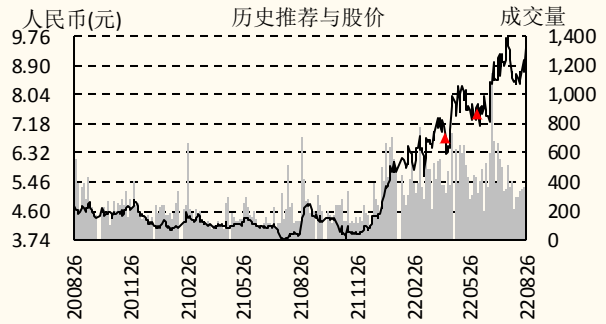
来源：国金证券研究所

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：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，而不应对本报告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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402