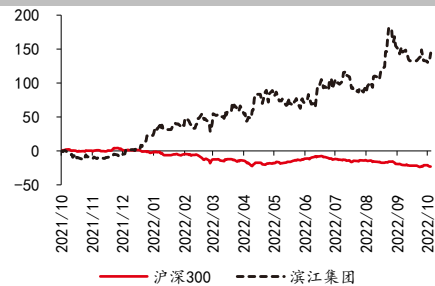


公司投资评级

推荐|维持

相对指数表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

基本数据 (2022.10.21)

总市值 (百万元)	34,163.65
流通市值 (百万元)	29,452.24
52周最高/最低 (元)	12.96/3.77
52周最高/最低 PE (倍)	12.90/4.39
52周最高/最低 PB (倍)	1.86/0.64
52周涨幅 (%)	148.94
52周换手率 (%)	330.33

研究所

分析师：刘清海

SAC 登记编号：S1340522080002

Email: liuqinghai@cnpsec.com

滨江集团 (002244.SZ):
一年三倍，滨江集团的阿尔法在哪里？

● 滨江集团：深耕杭州，稳健腾飞

滨江集团成立 30 余年来深耕杭州，近年来提出稳健腾飞战略，销售排名持续提升。公司于 1992 年成立于杭州，30 余年来以杭州为核心城市进行发展。公司以房地产为核心主业，实施“1+5”的业务战略规划布局，2021 年房地产占营收比例在 98% 以上。滨江集团股权比例较为集中，实控人掌握公司约 57.3% 的股权比例。公司产品定位较为高端，是房地产市场品质住宅的标杆企业。公司在“稳健腾飞”战略的指引下，近年来销售规模快速增长、销售排名持续提升。

● 一年三倍：滨江集团的阿尔法在哪里？

近一年，滨江集团股价走出了明显的 α 。滨江集团近期股价创新高，相当于约一年以前股价的三倍，涨幅达到约 237.4%，相对于房地产（长江）的超额收益为 223.6%。公司市值的上涨可以归因到两部分，即估值和业绩。我们认为滨江集团近一年市值上涨主要因素是估值正常化所驱动，业绩增长可能尚未真正体现到对市值的推动上。估值方面，我们认为滨江集团近一年来经历了估值正常化，即从低估值回归到正常估值。业绩方面，业绩增长对滨江集团市值的推动作用可能尚未完全体现，原因主要在于滨江集团近几年处于高速成长阶段，销售高增长尚未反映到利润表上。

● 业绩阿尔法：区域市场坚挺（经济+人口+楼市+战略）

杭州市场的蓬勃发展、战略管理的稳健积极是滨江集团业绩增长的重要原因。杭州市场的蓬勃发展体现为三点：①良好的区域经济、②大量的人口流入、③楼市规模扩张。1) 区域经济方面，杭州市 2021 年 GDP 位居全国第八位，主要受数字经济、制造业双轮驱动，其中 IT 从业人员收入高、涨幅大。2) 人口流入方面，杭州市近 5 年流入总量高达 300 万，相当于流入前人口的 33%、流入后的 25%。3) 楼市发展方面，市场规模持续扩大，2021 年杭州商品房销售额达到 6589 亿元，相当于 5 年、10 年前的 1.80 倍（全国 1.55 倍）和 6.70 倍（全国 3.11 倍），与上海成为全国唯二突破 6000 亿销售额的城市。此外，战略管理的稳健积极，也是公司业绩增长的重要因素。在“稳健腾飞”战略的指引下，公司销售排名持续提升，今年 9 月已升至行业第 12 名。

● **估值阿尔法：利润率见底改善（格局+信用+效率）**

受竞争格局改善、高信用资质、效率领先等影响，滨江集团利润率见底回升，有望推动公司估值持续提升。根据 PB-ROE 估值框架，股票估值取决于盈利能力。滨江集团盈利能力改善存在以下推动力：1) 杭州市竞争格局改善，滨江集团杭州拿地毛利率由 2021 年的 19.42% 提升 2022 年上半年的 33.55%；2) 高信用资质，滨江集团三道红线保持绿档，融资成本持续下降；3) 高运营效率，包括高入效、高钱效、高费效三个方面。高入效是指人均销售额位居行业前列，高钱效是指单位有息负债贡献的销售回款较高，高费效是指期限费用率处于同行业较低水平。受上述因素影响，滨江集团利润率有望见底回升，从而推动公司估值持续提升。

● **投资建议**

公司股价走出明显阿尔法，分别由估值和业绩所贡献，业绩增长对公司股价上涨的推动作用可能尚未完全体现，利润率企稳修复亦有望推动估值持续提升，维持“推荐”评级。1) 业绩方面，公司受益于：①杭州经济增长、②人口持续流入、③楼市规模扩张、④战略管理稳健积极，近年来销售增长迅猛，业绩结算仍处于高速增长期。2) 估值方面，公司经历了估值正常化，未来①竞争格局改善、②高信用资质、③高效率（高入效、高钱效、高费效）等因素推动利润率回升，有望推动估值持续提升。预计 2022-2024 年公司归母净利润为 36.55 亿元、42.56 亿元、50.28 亿元，EPS 为 1.17 元、1.37 元、1.62 元，对应 PE 为 9.35 倍、8.03 倍、6.79 倍。

主要财务摘要

项 目	2021	2022E	2023E	2024E
摊薄每股盈利 (元)	0.97	1.17	1.37	1.62
净利润增长率	30.06%	20.73%	16.45%	18.13%
市盈率 (倍)	11.29	9.35	8.03	6.79
EV/EBITDA (倍)	7.39	5.34	5.02	4.78
EV/销售收入 (倍)	1.46	1.01	0.88	0.80
PE/G (倍)	0.38	0.45	0.49	0.37
市净率 (倍)	1.66	1.47	1.29	1.13

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 10 月 21 日收盘价

● **风险提示**

房地产行业政策调整存在不确定性，结算节奏与毛利率存在不确定性。

目录

1.滨江集团：深耕杭州，稳健腾飞	6
1.1 公司简介：三十而立，稳健腾飞	6
1.2 股权结构：股权比例较为集中	8
1.3 品牌定位：高端定位，品质标杆	9
2.一年三倍：滨江集团的阿尔法在哪里？	11
2.1 股价：一年三倍，滨江集团股价跑出阿尔法	11
2.2 估值：估值正常化，由低估值到合理估值	11
2.3 业绩：业绩增长对市值的推动作用尚未完全体现	13
3.业绩阿尔法：区域市场坚挺（经济+人口+楼市+战略）	14
3.1 经济：区域经济良好，数字经济+制造业双轮驱动	14
3.2 人口：快速流入期，杭州近5年流入超300万人	16
3.3 楼市：市场规模持续扩大，杭州排名上升至全国第二位	17
3.4 战略：战略管理稳健积极，销售规模持续增长	18
4.估值阿尔法：利润率见底改善（格局+信用+效率）	22
4.1 格局：区域竞争格局改善，土拍毛利率回升	22
4.2 信用：财务稳健，低杠杆、低融资成本	25
4.3 效率：高人效、高钱效、高费效	27
5.投资建议	32
5.1 盈利预测	32
5.2 估值对比	32
5.3 投资建议	33
6.风险提示	34

图表目录

图表 1 公司成立超过 30 年，近年来销售排名持续提升	7
图表 2 滨江集团业务布局实施“1+5”的战略规划	8
图表 3 滨江集团实际控制人为戚金兴	9
图表 4 截至 2022 年中报，滨江集团前十大股东明细	9
图表 5 公司目前形成了五大产品系列	10
图表 6 滨江集团股价与房地产指数对比	11
图表 7 滨江集团市值上涨归因示意图	12
图表 8 2021 年滨江集团股价启动前估值低点约为 4 倍 PE	12
图表 9 保利发展近年来 PE 中枢约为 7 倍	13
图表 10 万科 A 近年来 PE 中枢约为 8 倍	13
图表 11 滨江集团近年来处于高速成长期	13
图表 12 滨江集团近年来销售额增长速度快于头部房企	13
图表 13 浙江省，尤其是杭州市，经济增速领先全国	14
图表 14 2016 年至 2021 年，杭州市 GDP 从第十位上升至第八位	15
图表 15 2022 年杭州数字经济百强企业 TOP20	15
图表 16 2022 年杭州制造业百强企业 TOP20	15
图表 17 2021 年 IT 行业从业人员平均收入位居各行业之首	16
图表 18 2021 年 IT 行业从业人员平均收入的涨幅位居各行业之首	16
图表 19 近年来浙江省及杭州市人口持续流入	17
图表 20 近年来浙江省及杭州市人口增速超过全国水平	17
图表 21 近年来杭州商品房销售规模持续扩大	17
图表 22 2021 年杭州市商品住宅销售规模位居全国第二名	18
图表 23 滨江集团发展战略与历年销售金额	19
图表 24 滨江集团核心团队经历岁月洗礼，极为稳定	20
图表 25 公司 2021 年核心团队薪酬明显提升	20
图表 26 滨江集团近年来拿地保持一定力度	21
图表 27 杭州 2021 年及 2022 年 1-9 月房企销售排名变化情况	22
图表 28 杭州 2022 年 1-9 月房企销售额及排名	23
图表 29 滨江集团拿地毛利率企稳回升	24
图表 30 滨江集团 2021 年杭州拿地毛利率测算情况	24
图表 31 滨江集团 2022 年上半年杭州拿地毛利率测算情况	25
图表 32 滨江集团近年来有息负债详细情况	26
图表 33 公司现金短债比保持在 1.0 倍以上	26
图表 34 公司净负债率保持在 100% 以下	26

图表 35 公司剔除预收款项的资产负债率保持在 70%以下	27
图表 36 公司融资成本持续下降	27
图表 37 滨江集团人均产出效率高于其他龙头房企	28
图表 38 滨江集团单位有息负债贡献的销售回款（即销售回款/有息负债）位居前列	28
图表 39 2021 年滨江集团单位有息负债贡献的销售回款位居图中房企第一名	29
图表 40 滨江集团期间费用率与其他企业对比（单位：%）	29
图表 41 滨江集团销售费用率与其他企业对比（单位：%）	30
图表 42 滨江集团管理费用率与其他企业对比（单位：%）	30
图表 43 滨江集团财务费用率与其他企业对比（单位：%）	31
图表 44 公司盈利预测情况	32
图表 45 公司与可比公司的估值对比	32

1. 滨江集团：深耕杭州，稳健腾飞

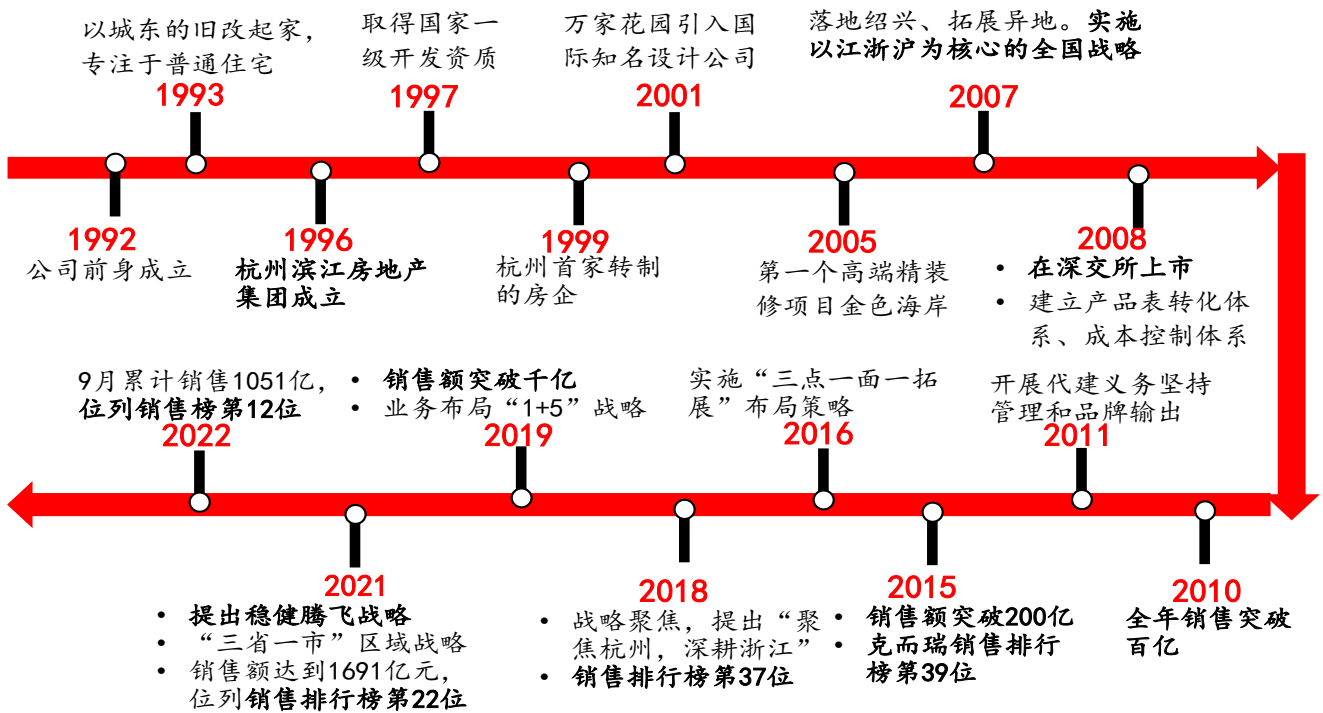
滨江集团成立 30 余年来深耕杭州，近年来提出稳健腾飞战略，销售排名持续提升。公司于 1992 年成立于杭州，30 余年来以杭州为核心城市进行发展。公司以房地产为核心主业，实施“1+5”的业务战略规划布局，2021 年房地产占营收比例在 98% 以上。滨江集团股权比例较为集中，实控人掌握公司约 57.3% 的股权比例。公司产品定位较为高端，是房地产市场品质住宅的标杆企业。公司在“稳健腾飞”战略的指引下，近年来销售规模快速增长、销售排名持续提升。

1.1 公司简介：三十而立，稳健腾飞

公司成立超过 30 年，2021 年提出稳健腾飞战略，近年来销售排名持续提升。公司成立至今已超 30 年，1992 年公司前身杭州滨江房屋建设开发公司成立，1996 年杭州滨江房产集团股份有限公司成立，2008 年于深圳证券交易所上市，股票代码 002244。公司自成立以来，一直从事房地产开发及其延伸业务的经营，致力于成为一家具有自身独特优势的专业的房地产开发企业，商品住宅的开发和建设是目前最主要的经营业务。公司 2019 年提出“1+5”的业务战略布局，“1”是指房地产主业，“5”是指服务、租赁、酒店、养老和产业投资等五大业务板块。2021 年，公司提出稳健腾飞战略，未来销售规模和行业排名有望持续提升。截至 2022 年 9 月，公司销售排名位居第 12 位（数据来源克而瑞），相比 2021 年和 2020 年分别提升 10 位、15 位。

公司长期深耕杭州市场，始终将杭州及浙江省作为公司发展的重点区域。公司区域布局经历了以下阶段：

- 1) 1992 年成立于杭州，直至 2006 年未迈出杭州市场。
- 2) 2007 年开始异地扩张，进入绍兴，提出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。
- 3) 2016 年提出“三点一面一拓展”，“三点”指杭州、上海、深圳，“一面”指长三角重点富裕县市，“一拓展”指北京。
- 4) 2021 年提出“三省一市”，即浙江省、江苏省、广东省和上海市的区域发展战略；投资比例上，杭州 50%，浙江省内杭州外 40%，浙江省外 10%。

图表 1 公司成立超过 30 年，近年来销售排名持续提升


数据来源：Wind，公司公告，公司官网，克而瑞，中邮证券研究所整理

公司业务以房地产为核心，实施“1+5”的战略规划。公司 2019 年提出推进实施“1+5”的发展战略，“1”指房地产主业，坚持把房地产主业做精、做优、做强，在保证安全运营和品质的前提下，与头部企业保持适度的规模比例；“5”指的是同时有序推进服务、租赁、酒店、养老和产业投资五大业务板块。目前公司营业收入的核心贡献仍然来自于房地产主业，2021 年占营收比重在 98% 以上。

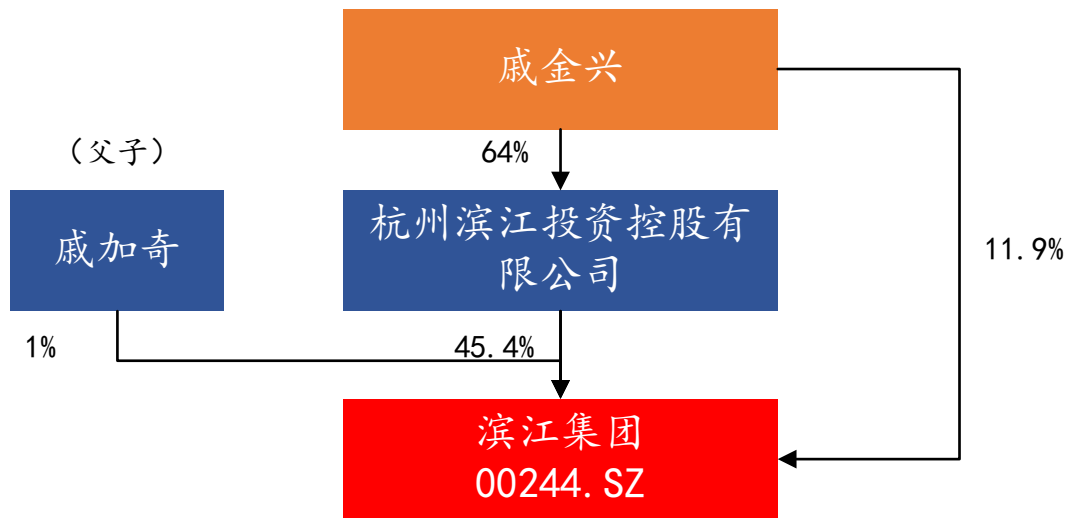
图表 2 滨江集团业务布局实施“1+5”的战略规划



数据来源：Wind，公司公告，公司官网，中邮证券研究所整理

1.2 股权结构：股权比例较为集中

滨江集团股权比例较为集中，实控人控制公司约 57.3%的股权比例。滨江集团实际控制人为戚金兴，直接持有滨江集团约 11.9%的股份，此外通过杭州滨江投资控股有限公司（戚金兴持股 64%）间接持有滨江集团约 45.4%的股份，总计控制了滨江集团约 57.3%的股权比例，因此公司股权比例较为集中。此外，戚加奇（戚金兴之子）持有滨江集团 1%的股权比例。杭州滨江投资控股有限公司，除戚金兴持股 64%以外，朱慧明、莫建华分别持股 18%。自 2003 年开始，两人均任公司董事，朱慧明任公司总裁。

图表 3 滨江集团实际控制人为戚金兴


数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

备注：持股比例为 2022 年中报数据

图表 4 截至 2022 年中报，滨江集团前十大股东明细

序号	股东名称	持股数量 (亿股)	持股比例 (%)	股本性质
1	杭州滨江投资控股有限公司	14.13	45.41	流通 A 股
2	戚金兴	3.72	11.94	受限流通股, 流通 A 股
3	莫建华	1.00	3.22	受限流通股, 流通 A 股
4	朱慧明	1.00	3.22	受限流通股, 流通 A 股
5	香港中央结算有限公司	0.52	1.66	流通 A 股
6	全国社保基金四一三组合	0.43	1.39	流通 A 股
7	阿巴马元享红利 72 号私募证券投资基金	0.38	1.21	流通 A 股
8	戚加奇	0.31	1.00	流通 A 股
9	阿巴马元享红利 74 号私募证券投资基金	0.29	0.93	流通 A 股
10	阿巴马元享红利 71 号私募证券投资基金	0.29	0.93	流通 A 股
合计		22.07	70.91	

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

1.3 品牌定位：高端定位，品质标杆

滨江集团企业坚持“让老百姓都住上一套好房子”的企业理念，是房地产市场品质住宅的标杆企业。公司产品社会认可度高，“**精装修、景观和物业**”是滨江集团的三张金名片，也为社会所广泛接受和认可。**精装修**方面，滨江集团一直以严谨工艺、人性化细节而走在行业前列，不仅可以避免返工、节约成本，还能给业主带去真正舒适的感觉。**景观**方面，滨江集团的小区景观风格在业界独树一帜，引入了热带风情园林，打造出别具风格的特色景观。**服务**方面，滨江物业秉承“业主第一、服务第一、质量第一”的理念，真诚专业对待每一位客户，赢得普遍赞誉。

公司拥有五大产品系列，分别为“A+、A、B+、B、C”等类型。1) “A+”系列：国际一流精装修住宅，代表项目有武林壹号、湘湖壹号、上海湘府三期等。2) “A”系列：国内一流精装修住宅，代表项目有华家池公寓、锦绣之城、上海公园壹号等。3) “B+”系列：高品质毛坯为主的住宅（幕墙立面），代表项目包括金色黎明、凯旋门、金色江南等。4) “B”系列：高品质毛坯为主的住宅（面砖或真石漆立面），代表项目有江南之星、东方星城、平湖万家花城等。5) “C”系列：公建类产品，代表项目有临安天目山小镇、千岛湖滨江希尔顿酒店、武林壹号写字楼等。

图表 5 公司目前形成了五大产品系列

产品系列

<p>“A+”系列产品 以武林壹号、湘湖壹号、上海湘府三期为代表的国际一流精装修住宅</p>	<p>“A”系列产品 以华家池公寓、锦绣之城、上海公园壹号为代表的国内一流精装修住宅</p>	<p>“B+”系列产品 以金色黎明、凯旋门、金色江南为代表的品质毛坯为主的住宅</p>	<p>“B”系列产品 以江南之星、东方星城、平湖万家花城为代表的高品质毛坯为主的住宅</p>	<p>“C”系列产品 以临安天目山小镇、千岛湖滨江希尔顿酒店、武林壹号写字楼为代表的公建类产品</p>
 <p>湘湖壹号</p>	 <p>上海公园壹号</p>	 <p>金色黎明</p>	 <p>江南之星</p>	 <p>临安天目山小镇</p>
 <p>武林壹号</p>	 <p>锦绣之城</p>	 <p>凯旋门</p>	 <p>东方星城</p>	 <p>武林壹号写字楼</p>

数据来源：Wind，公司官网，中邮证券研究所整理

2. 一年三倍：滨江集团的阿尔法在哪里？

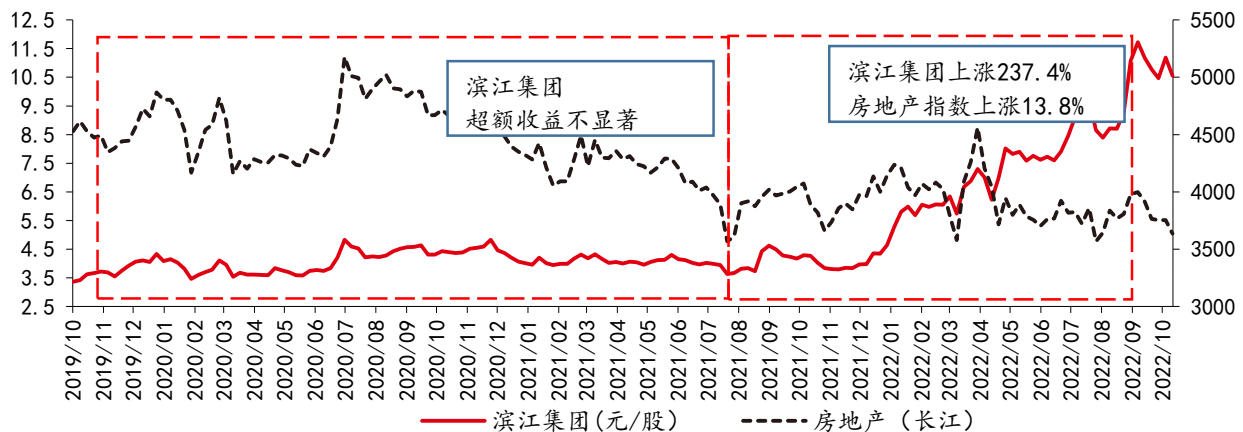
近一年，滨江集团股价走出了明显的 α 。滨江集团近期股价创新高，相当于约一年以前股价的三倍，涨幅达到约237.4%，相对于房地产（长江）的超额收益为223.6%。公司市值的上涨可以归因到两部分，即估值和业绩。我们认为滨江集团近一年市值上涨主要因素是估值正常化所驱动，业绩增长可能尚未真正体现到对市值的推动上。估值方面，我们认为滨江集团近一年来经历了估值正常化，即从低估值回归到正常估值。业绩方面，业绩增长对滨江集团市值的推动作用可能尚未完全体现，原因主要在于滨江集团近几年处于高速成长阶段，销售高增长尚未反映到利润表上。

2.1 股价：一年三倍，滨江集团股价跑出阿尔法

近一年，滨江集团股价走出了明显的 α 。今年9月9日，滨江集团股价走出历史新高，收盘价达到12.62元/股，相当于约一年以前（2021年7月27日）股价低点的3.37倍，即涨幅达到约237.4%；同期，房地产指数（长江）上涨幅度仅约13.8%，意味着滨江集团相对于房地产（长江）的超额收益为223.6%。

从市值的角度，滨江集团从约116亿上升至最高约393亿元。2021年7月27日，滨江集团前收盘收盘价为3.74元/股，对应总市值约为116.4亿元。2022年9月9日，滨江集团前收盘收盘价为12.62元/股，对应总市值约为392.6亿。

图表6 滨江集团股价与房地产指数对比

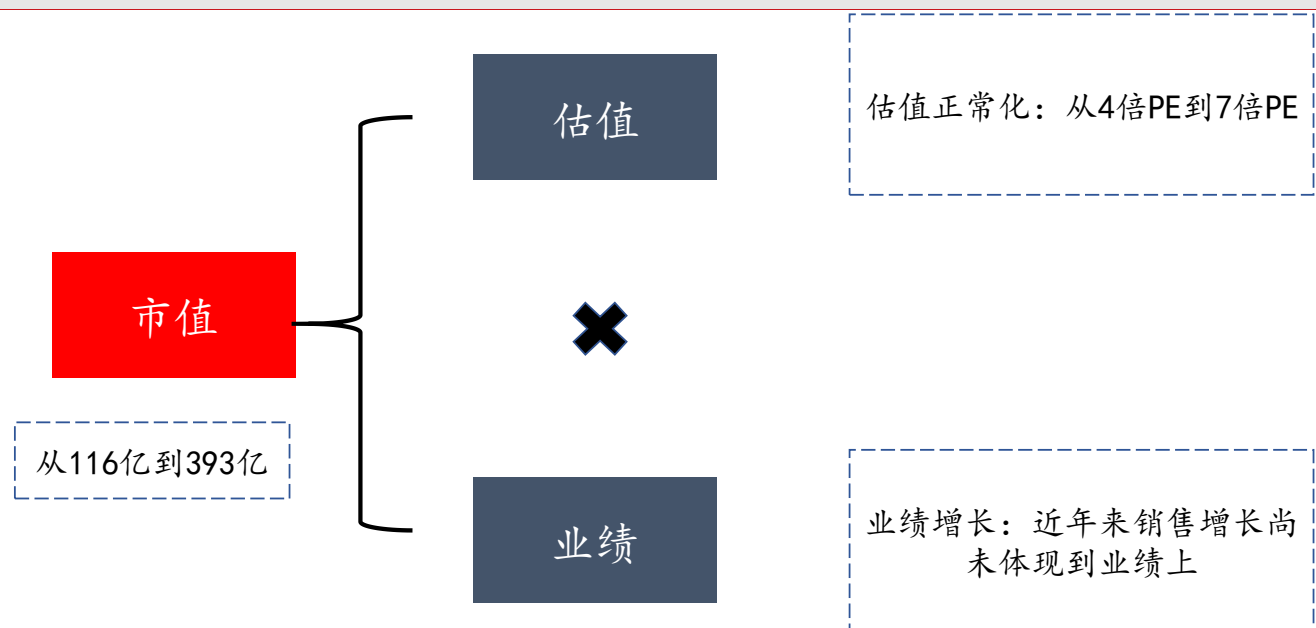


数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

2.2 估值：估值正常化，由低估值到合理估值

公司市值的上涨可以归因到两部分，即估值和业绩。我们认为滨江集团近一年市值上涨主要因素是估值正常化所驱动，业绩增长可能尚未真正体现到市值上。因此，后续随着业绩增长，公司市值或仍有上升空间。

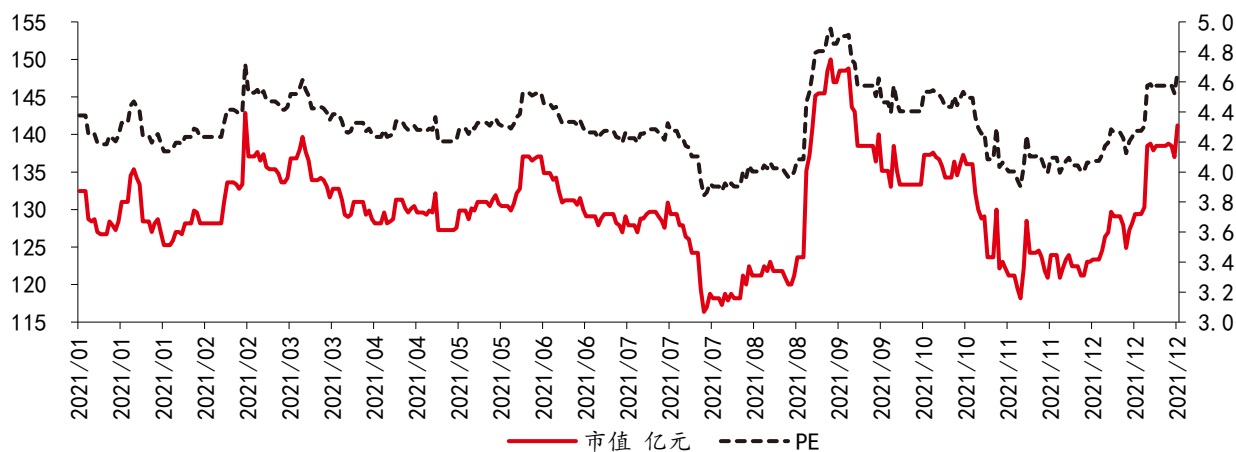
图表 7 滨江集团市值上涨归因示意图



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

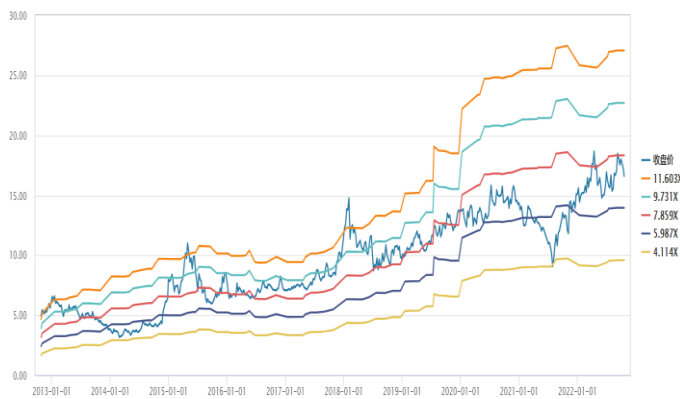
估值方面，我们认为滨江集团近一年来经历了估值正常化，也就是从低估值回归到正常估值，具体数值即从4倍PE到7倍PE。滨江集团2021年股价启动前PE估值低点约为4倍（当时市值对应2021年业绩），虽然股价最高点PE_{2022E}达到近10倍，但是我们认为10倍的估值实际上包含了业绩增长的部分，真实合理的估值应该对标行业龙头，即保利发展和万科A，后二者的PE近3年基本维持在7-8倍左右的区间。也就是说，滨江集团的估值正常化，是从4倍PE附近恢复到了7倍PE附近。

图表 8 2021年滨江集团股价启动前估值低点约为4倍PE



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

图表 9 保利发展近年来 PE 中枢约为 7 倍



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

图表 10 万科 A 近年来 PE 中枢约为 8 倍



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

2.3 业绩: 业绩增长对市值的推动作用尚未完全体现

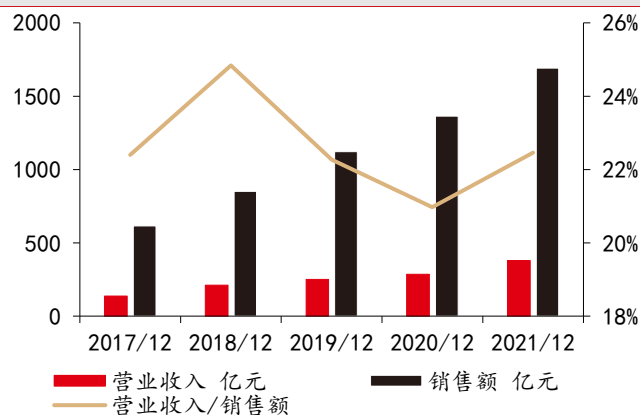
业绩增长对市值的推动作用尚未完全体现。公司 2021 年股价启动前估值的业绩基础是 2021 年的结算业绩 30 亿左右, 目前估值的业绩基础是 2022 年一致预测的结算业绩约 36 亿。我们认为对于滨江集团而言, 业绩增长对市值的推动作用尚未完全体现, 原因主要包括以下:

- 1) 房地产企业的业绩结算具有明显的滞后性, 当期结算业绩可能只是反映了 2-3 年以前销售额对应的归母净利润;
- 2) 对处于高速成长阶段的房企, 业绩结算的滞后性会导致偏差显著放大, 对于稳步发展期的房企则偏差可能较小。

从具体增长率来看: 滨江集团 2021 年销售额是 2018 年的 2.0 倍, 保利发展和万科分别为 1.3 倍和 1.0 倍, 分别对应复合增长率为 25.8%、9.7% 和 1.1%; 滨江集团 2021 年销售额是 2015 年的 7.26 倍, 保利发展和万科分别为 3.5 倍和 1.0 倍, 分别对应复合增长率为 39.1%、23.0% 和 15.7%。

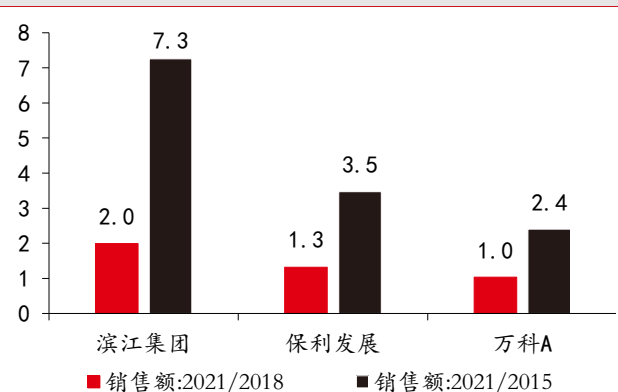
综上, 由于滨江集团近几年销售增速较快, 处于高速成长阶段, 因此近年来销售高增长尚未反映到利润表上, 因此业绩增长对于市值的推动作用尚未完全体现。

图表 11 滨江集团近年来处于高速成长期



数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 12 滨江集团近年来销售额增长速度快于头部房企



数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

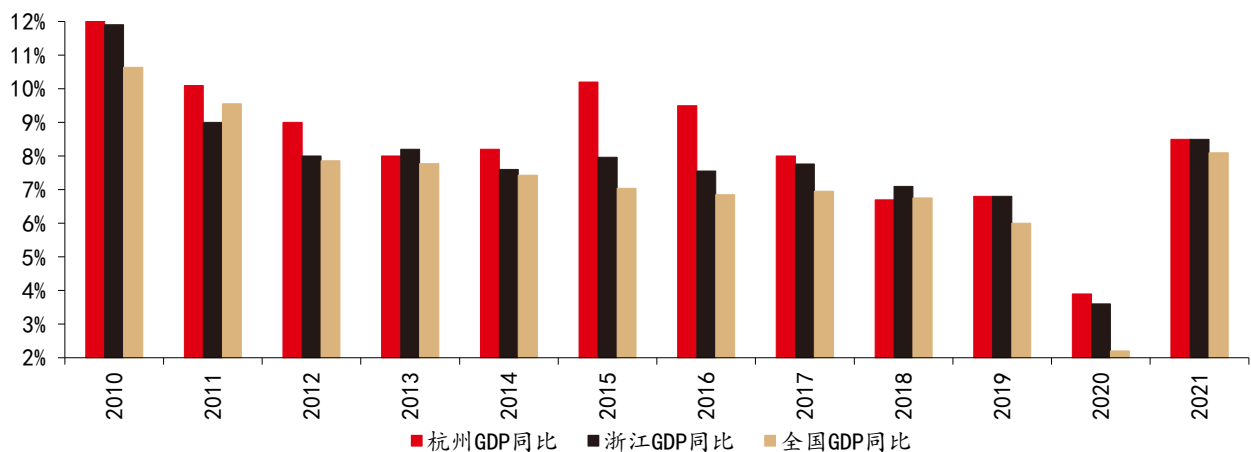
3. 业绩阿尔法：区域市场坚挺（经济+人口+楼市+战略）

杭州市场的蓬勃发展、战略管理的稳健积极是滨江集团业绩增长的重要原因。杭州市场的蓬勃发展体现为三点：①良好的区域经济、②大量的人口流入、③楼市规模扩张。1) 区域经济方面，杭州市 2021 年 GDP 位居全国第八位，主要受数字经济、制造业双轮驱动，其中 IT 从业人员收入高、涨幅大。2) 人口流入方面，杭州市近 5 年流入总量高达 300 万，相当于流入前人口的 33%、流入后的 25%。3) 楼市发展方面，市场规模持续扩大，2021 年杭州商品房销售额达到 6589 亿元，相当于 5 年、10 年前的 1.80 倍（全国 1.55 倍）和 6.70 倍（全国 3.11 倍），与上海成为全国唯二突破 6000 亿销售额的城市。此外，战略管理的稳健积极，也是公司业绩增长的重要因素。在“稳健腾飞”战略的指引下，公司销售排名持续提升，今年 9 月已升至行业第 12 名。

3.1 经济：区域经济良好，数字经济+制造业双轮驱动

从发展速度来看，杭州市经济发展处于全国前列。2021 年，浙江省实现 GDP7.35 万亿元，按不变价同比增长 8.5%，杭州市实现 GDP1.81 万亿元，按不变价同比增长 8.5%，跑赢 2021 年全国 GDP 增速（按不变价同比增长 8.1%）。2022 年上半年，浙江省、杭州市 GDP 同比增速分别为 1.2% 和 2.5%，依然跑赢了全国 GDP 增速（0.4%）。除此以外，近十年以来，浙江省、杭州市每年的 GDP 增速均跑赢了全国水平。

图表 13 浙江省，尤其是杭州市，经济增速领先全国



数据来源：Wind，国家统计局，中邮证券研究所整理

从经济总量来看，杭州市 2021 年 GDP 位居全国第八位。2021 年，杭州市实现 GDP1.81 万亿元，位居全国第八位，前七名分别为上海、北京、深圳、广州、重庆、苏州、成都。五年时间，杭州 GDP 排名进步 2 位，从 2016 年的第十名上升至 2021 年的第八名。

图表 14 2016 年至 2021 年，杭州市 GDP 从第十位上升至第八位

排名	城市	2021 年 GDP 亿元	城市	2016 年 GDP 亿元
1	上海	43215	上海	26688
2	北京	40270	北京	24541
3	深圳	30665	广州	20004
4	广州	28232	深圳	19300
5	重庆	27894	天津	17800
6	苏州	22718	重庆	17010
7	成都	19917	苏州	15400
8	杭州	18109	武汉	11756
9	武汉	17717	成都	11721
10	南京	16355	杭州	11700

数据来源：Wind，国家统计局，中邮证券研究所整理

杭州近年来经济发展受数字经济和制造业双轮驱动。数字经济主要企业包括阿里巴巴、网易、海康威视、富通集团、新华三、大华股份等企业，其中以阿里巴巴为代表，2021 年营业收入达到 8364 亿元。制造业主要企业包括荣盛、吉利、恒逸、杭钢、万向等企业，前三者 2021 年营业收入在 3000 亿元以上。

图表 15 2022 年杭州数字经济百强企业 TOP20

排序	企业名称	2021 年营业收入 (亿元)	所属地区
1	阿里巴巴(中国)有限公司	8364.05	
2	网易(杭州)网络有限公司	876.06	滨江区
3	杭州海康威视数字技术股份有限公司	814.20	滨江区
4	富通集团有限公司	601.80	富阳区
5	新华三信息技术有限公司	439.73	滨江区
6	浙江大华技术股份有限公司	328.35	滨江区
7	浙江富春江通信集团有限公司	309.18	富阳区
8	浙江火山口网络科技有限公司	144.30	萧山区
9	浙文互联集团股份有限公司	142.94	临安区
10	浙江正泰新能源开发有限公司	142.76	滨江区
11	迪安诊断技术集团股份有限公司	130.83	西湖区
12	杭州金鱼电器集团有限公司	129.98	钱塘区
13	杭州福斯特应用材料股份有限公司	128.58	临安区
14	富联统合电子(杭州)有限公司	128.32	钱塘区
15	浙江万马股份有限公司	127.67	临安区
16	浙江南都电源动力股份有限公司	118.48	临安区
17	西湖电子集团有限公司	116.18	滨江区
18	华数数字电视传媒集团有限公司	105.69	滨江区
19	三维通信股份有限公司	102.64	滨江区
20	万马联合控股集团有限公司	76.42	西湖区

数据来源：杭州市工业经济联合会，杭州市企业联合会，杭州市企业家协会，中邮证券研究所整理

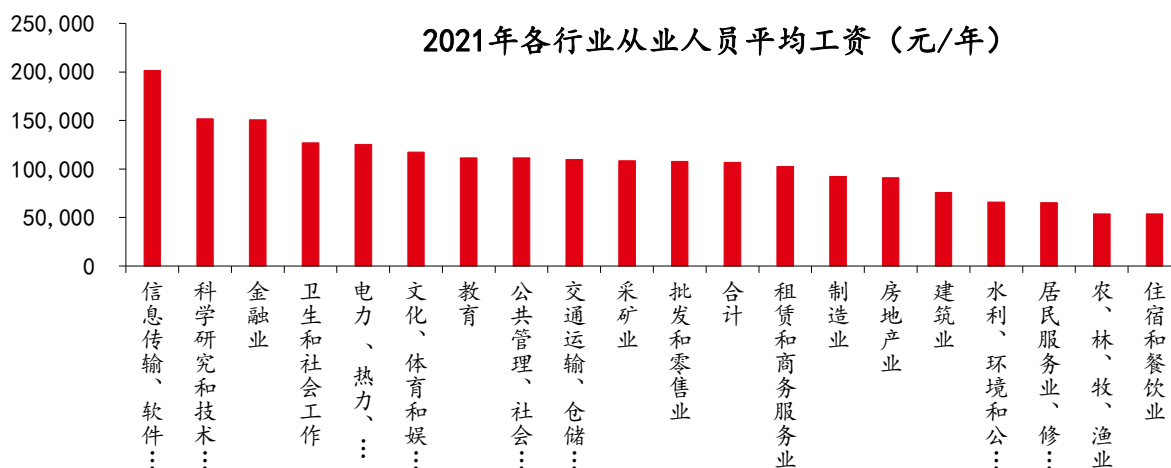
图表 16 2022 年杭州制造业百强企业 TOP20

排序	企业名称	2021 年营业收入 (亿元)	所属地区
1	浙江荣盛控股集团有限公司	4483.18	萧山区
2	浙江吉利控股集团有限公司	3603.16	滨江区
3	浙江恒逸集团有限公司	3288.00	萧山区
4	杭州钢铁集团有限公司	2653.90	拱墅区
5	万向集团公司	1628.44	萧山区
6	浙江中烟工业有限责任公司	968.37	上城区
7	杭州海康威视数字技术股份有限公司	814.20	滨江区
8	杭州锦江集团有限公司	805.64	拱墅区
9	浙江富冶集团有限公司	793.71	富阳区
10	巨星控股集团有限公司	690.92	上城区
11	富通集团有限公司	601.80	富阳区
12	杭州娃哈哈集团有限公司	519.15	上城区
13	新华三信息技术有限公司	439.73	滨江区
14	浙江东南网架集团有限公司	434.56	萧山区
15	浙江省机电集团有限公司	349.19	上城区
16	西子联合控股有限公司	348.47	上城区
17	华东医药股份有限公司	345.63	拱墅区
18	浙江大华技术股份有限公司	328.35	滨江区
19	华立集团股份有限公司	317.17	余杭区
20	浙江富春江通信集团有限公司	309.18	富阳区

数据来源：杭州市工业经济联合会，杭州市企业联合会，杭州市企业家协会，中邮证券研究所整理

作为杭州经济支柱之一的 IT 产业，从业人员平均收入在各行业中位居首位。根据国家统计局公布的《2021 年城镇非私营单位分行业就业人员年平均工资》，2021 年信息传输、软件和信息技术服务业从业人员的年平均工资为 20.15 万元，位居各行业第一名。第二至五名分别为科学研究和技术服务业、金融业、卫生和社会工作、电力/热力/燃气及水生产和供应业。

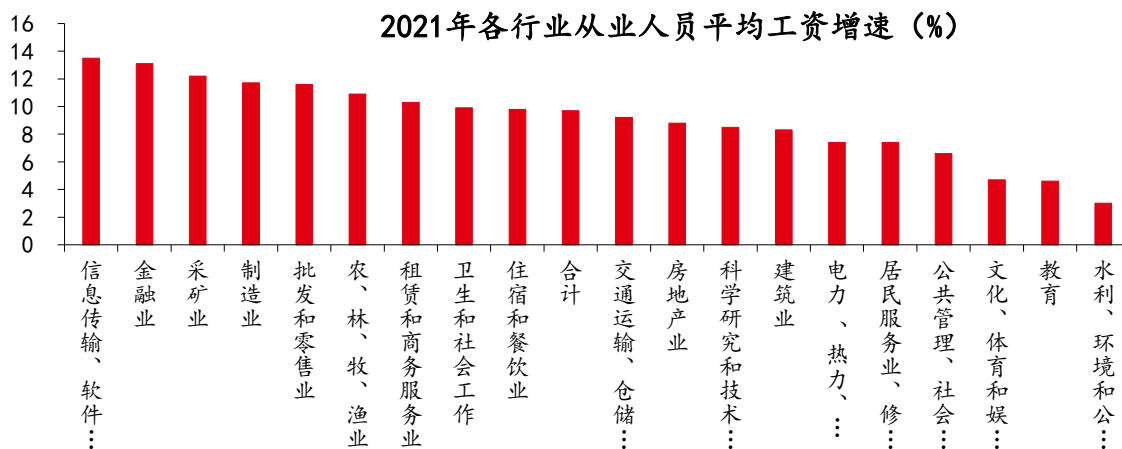
图表 17 2021 年 IT 行业从业人员平均收入位居各行业之首



数据来源：Wind，国家统计局，中邮证券研究所整理

2021 年，IT 产业从业人员平均收入的涨幅也在各行业中位居首位。根据国家统计局公布的《2021 年城镇非私营单位分行业就业人员年平均工资》，2021 年信息传输、软件和信息技术服务业从业人员的年平均工资的同比涨幅为 13.5%，位居各行业第一名。第二至五名分别为金融业、采矿业、制造业、批发和零售业。

图表 18 2021 年 IT 行业从业人员平均收入的涨幅位居各行业之首

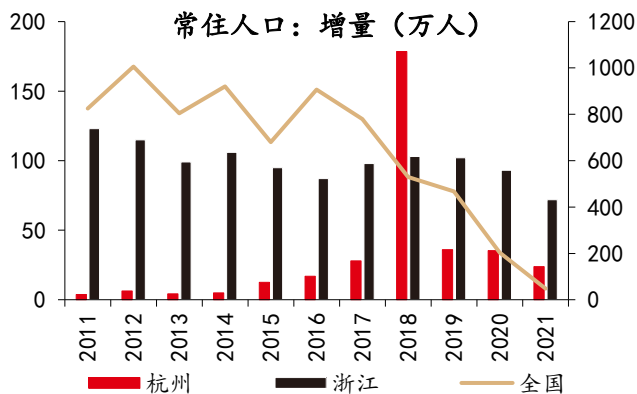


数据来源：Wind，国家统计局，中邮证券研究所整理

3.2 人口：快速流入期，杭州近 5 年流入超 300 万人

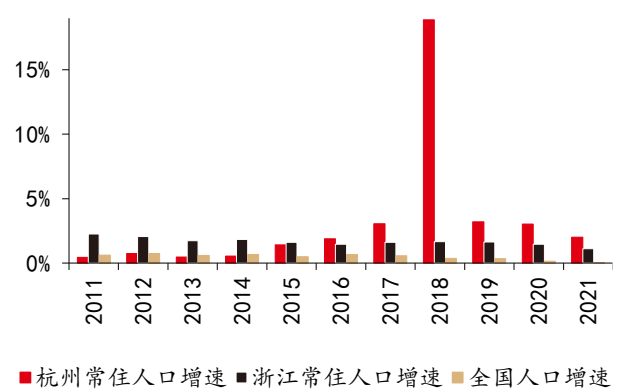
杭州市近年来人口持续流入，近 5 年净流入量超过 300 万人，占 2021 年杭州市常住人口的 25%，相当月 2016 年常住人口的 33%。受益于经济发展创造的就业岗位，以及人才引进等优惠政策，杭州市近年来处于人口的快速流入期。杭州常住人口年增量自 2015 年开始超过 10 万人，2017 年达到 28 万人，2018 年达到 179 万人，2019 年至 2021 年分别为 36、35 和 24 万人。相比之下，全国人口增加量从 2015 年的 680 万人，下降至 2021 年的 48 万人。近五年，杭州流入人口体量庞大，相当于流入前即 2016 年常住人口的 33%，相当于流入后即 2021 年常住人口的 25%。

图表 19 近年来浙江省及杭州市人口持续流入



数据来源：Wind，国家统计局，中邮证券研究所整理

图表 20 近年来浙江省及杭州市人口增速超过全国水平

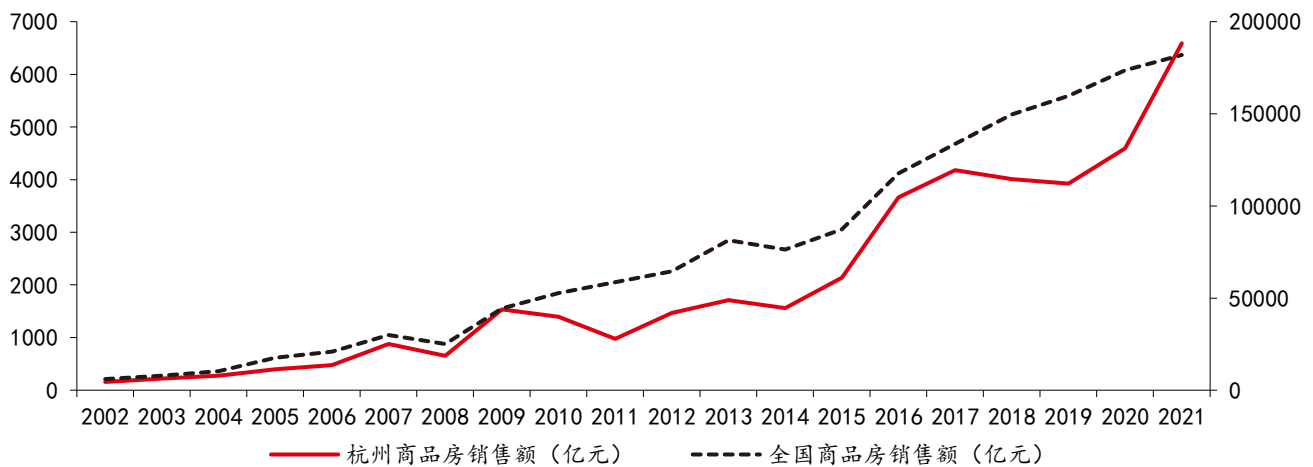


数据来源：Wind，国家统计局，中邮证券研究所整理

3.3 楼市：市场规模持续扩大，杭州排名上升至全国第二位

受益于经济发展、人口流入、高收入人群聚集，杭州房地产市场规模持续扩大，增速超过全国市场水平。2021 年杭州商品房销售规模达到 6589 亿元，相当于 5 年以前即 2016 年的 1.80 倍，相当于十年前即 2011 年前的 6.70 倍。对于全国房地产市场而言，2021 年商品房销售规模达到 181930 亿元，相当于 2015 年的 1.55 倍，相当于 2011 年的 3.11 倍。

图表 21 近年来杭州商品房销售规模持续扩大



数据来源：Wind，国家统计局，中邮证券研究所整理

从城市市场规模排名来看，2021 年杭州市商品住宅销售规模位居全国第二名。2021 年，杭州市商品住宅销售规模达到 6129 亿元，在国内城市中仅次于上海市的 6544 亿元，位居全国城市第二名。上海和杭州也是全国城市中唯二能够突破 6000 亿市场规模的城市，与后面其他城市拉开了显著差距。第三名至第六名为 4000 亿级别的城市，分别为北京、苏州、广州、深圳。第七名至第十名为 3000 亿级别的城市，分别为成都、南京、武汉、重庆。

图表 22 2021 年杭州市商品住宅销售规模位居全国第二名

排名	城市	销售金额 (亿)	同比
1	上海	6544	10%
2	杭州	6129	35%
3	北京	4480	18%
4	苏州	4280	20%
5	广州	4195	11%
6	深圳	4072	22%
7	成都	3991	23%
8	南京	3861	30%
9	武汉	3563	16%
10	重庆	3044	5%
11	西安	2921	2%
12	宁波	2743	-10%
13	长沙	2444	6%
14	佛山	2422	-3%
15	青岛	2281	6%

数据来源：Wind，国家统计局，中邮证券研究所整理

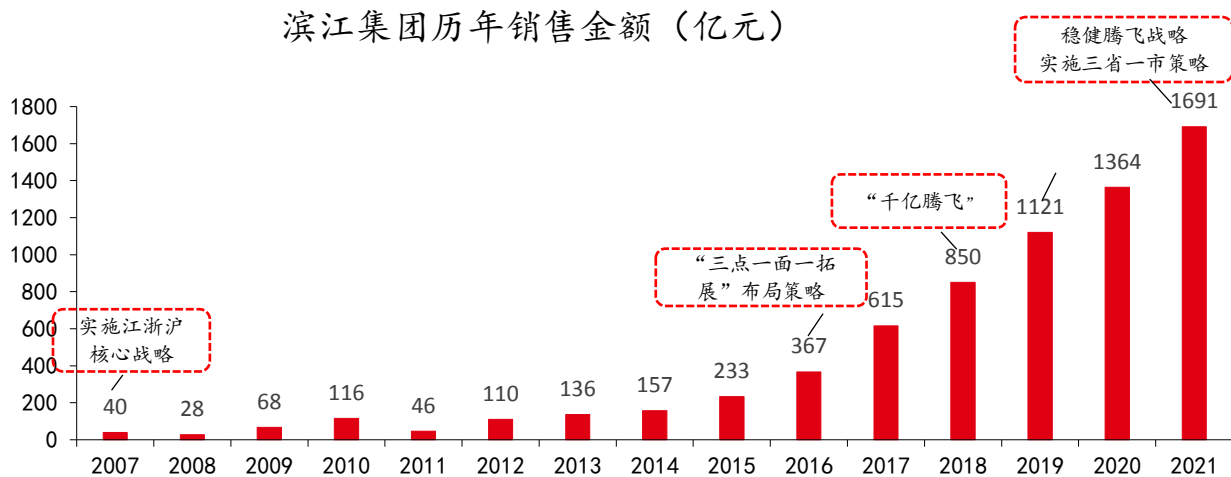
3.4 战略：战略管理稳健积极，销售规模持续增长

公司近年来在保证财务健康的前提下，战略积极作为，激励机制逐步完善，拿地保持一定强度，最终推动公司业绩持续增长。

1) **战略稳健积极**。2016 年以来，战略管理在保证财务健康的基础上，积极寻求规模突破。

①2018 年，公司提出“千亿腾飞幸福分享计划”。这既是一项激励机制，又代表了公司积极进取的战略态度。

②2021 年，公司提出“稳健腾飞”战略。滨江集团提出稳健腾飞战略，要继续做“行业品牌领跑者，高端品质标准制订者”，浙江打品牌、省外打品质。

图表 23 滨江集团发展战略与历年销售金额


数据来源：Wind，公司公告，公司官网，中邮证券研究所整理

备注：2007 年数据为浙江日报报道披露

2) 激励机制逐步完善。

①2018 年提出“千亿腾飞幸福分享计划”，即项目跟投机制。

投资形式：员工投资采用有限合伙形式。按员工所在部门设立三个有限合伙制基金：“万家公司基金”、“海岸公司基金”和“集团总部基金”。

跟投比例：投入金额按照集团公司在项目公司对应投资中的土地款的一定比例计算，不大于 10%。“万家公司基金”、“海岸公司基金”和“集团总部基金”合计持有项目公司股权比例不超过 10%，单个参与员工持有项目公司权益比例不超过 1%。

收益分配：“万家公司基金”、“海岸公司基金”、“集团总部基金”以认缴对应股本和股东借款形式投入项目，按照股权比例参与项目利润分红，股东借款部分收取利息。现金流归正（含项目融资）投入的借款本息返回基金。项目确认收入后计算税后利润，按相关规定分红至员工。

②核心团队极为稳定、薪酬提升。

滨江集团核心团队极为稳定，大部分司龄超过二十年，最低不短于十五年。公司核心团队主要包括董事会及高管共 8 人，分别为戚金兴（董事长、董事）、朱慧明（董事、总裁）、莫建华（董事）、沈伟东（董事、副总裁、财务总监、董事会秘书）、余忠祥（执行总裁）、张洪力（执行总裁）、李渊（副总裁）、郭清（副总裁）。团队稳定是公司核心团队最为突出的一大特色。其中，戚金兴、朱慧明、莫建华是公司联合创始人，张洪力于 1997 年加入公司，郭清于 2001 年加入公司，余忠祥、李渊于 2003 年加入公司，沈伟东于 2007 年加入公司，这意味着核心管理团队与滨江集团共同经历了房地产市场化改革以来的几乎每一轮房地产周期。

图表 24 滨江集团核心团队经历岁月洗礼，极为稳定

戚金兴 董事长	莫建华 董事	朱慧明 董事&总裁	沈伟东 董事&副总裁
<ul style="list-style-type: none"> 1962年出生，研究生学历，正高级经济师 杭州市第九届，第十届，第十一届，第十二届人大代表，中国房地产业协会副会长 2003年至今任公司董事长，党委书记，兼任杭州滨江投资控股有限公司执行董事 	<ul style="list-style-type: none"> 1970年出生，研究生学历，EMBA，工程师 1988年至1992年任职于杭州市江干区第四建筑工程公司；2003年至2012年任公司董事，常务副总经理 2012年至今任公司董事 	<ul style="list-style-type: none"> 1963年出生，研究生学历，工程师，正高级经济师 杭州市房地产业协会第八届理事会执行会长，杭州市人大代表 2003年至今任公司董事，总裁 	<ul style="list-style-type: none"> 1973年出生，研究生学历，高级会计师，中国注册会计师 2007年5月起任公司财务总监；2004年-2007年就职于立信会计师事务所有限公司杭州分所 现任公司董事，副总裁，财务总监兼董事会秘书
余忠祥 执行总裁	张洪力 执行总裁	李渊 副总裁	郭清 副总裁
<ul style="list-style-type: none"> 1970年出生，研究生学历，高级工程师 1993年-2003年就职于杭州广宇房地产集团有限公司，2005年至2011年任公司副总经理 现任公司执行总裁 	<ul style="list-style-type: none"> 1973年出生，本科学历 2005年至2011年任公司副总经理；曾任企划部经理 现任公司执行总裁 	<ul style="list-style-type: none"> 1979年出生，研究生学历，高级经济师 2006年至2022年担任公司董事会秘书，2009年起蝉联五届新财富金牌董秘 现任公司副总裁 	<ul style="list-style-type: none"> 1971年出生，本科学历，高级工程师 2001年加入公司，曾获“2006年中国浙江地产经理人”称号 现任公司副总裁，兼任投资发展部总监，公司总工程师

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

2021年核心团队薪酬明显提升，激励机制逐步完善。此前公司高管薪酬多年来保持稳定，初期可能与行业水平接近，但后续随着同行业公司高薪挖人的现象越来越普遍，公司高管收入在同行业内并不占优势。但是2021年，公司核心团队薪酬明显提升，在同行业公司纷纷优化人力资源、缩减开支的背景下，体现的尤为难能可贵。

图表 25 公司 2021 年核心团队薪酬明显提升

核心团队	2017年薪酬(万元)	2018年薪酬(万元)	2019年薪酬(万元)	2020年薪酬(万元)	2021年薪酬(万元)
戚金兴(股东)	120	120	120	120	120
莫建华(股东)	0	0	0	0	0
朱慧明(股东)	110	110	110	110	110
沈伟东	96	96	96	96	230
余忠祥	96	96	96	96	260
张洪力	96	96	96	96	260
李渊	96	96	96	96	230
郭清	96	96	96	96	230

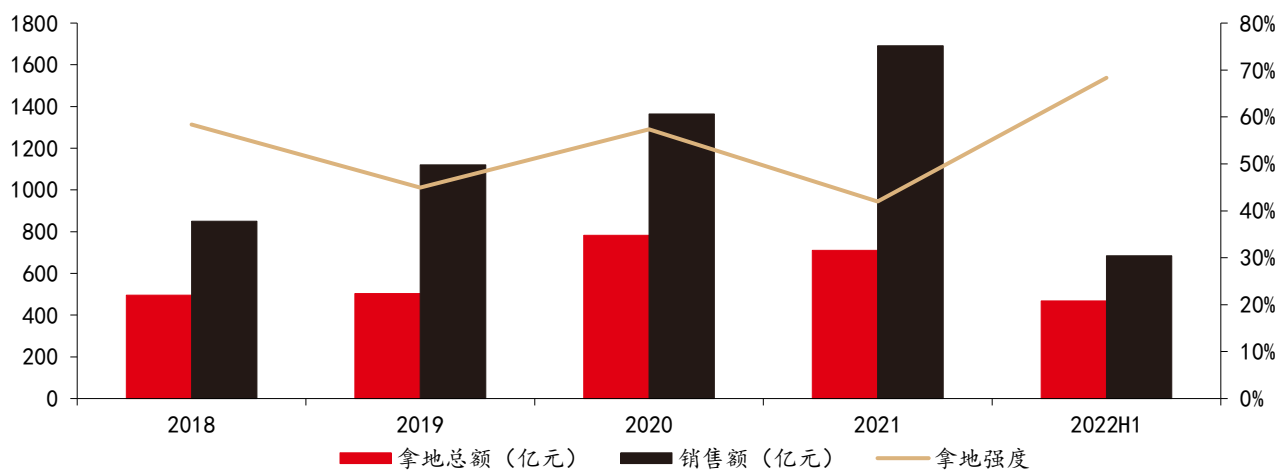
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

3) 拿地保持一定强度

近年来，滨江集团保持一定拿地强度，2018年至今拿地强度在60%左右。近年来，公司基本上每年都保持积极拿地，2018年-2021年拿地强度分别为58%、45%、57%、42%。即便是在行业剧烈调整，同行业经营普遍承压的2022年上半年，公司依然保持了68%的拿

地强度。其中，拿地强度的计算公式为土地总价款除以当年销售额。

图表 26 滨江集团近年来拿地保持一定力度



数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

综上所述，公司近年来在保证财务健康的前提下，战略积极作为，激励机制逐步完善，拿地保持一定强度，最终推动公司业绩持续增长。

4. 估值阿尔法：利润率见底改善（格局+信用+效率）

受竞争格局改善、高信用资质、效率领先等影响，滨江集团利润率见底回升，有望推动公司估值持续提升。根据 PB-ROE 估值框架，股票估值取决于盈利能力。滨江集团盈利能力改善存在以下推动力：1) 杭州市竞争格局改善，滨江集团杭州拿地毛利率由 2021 年的 19.42% 提升 2022 年上半年的 33.55%；2) 高信用资质，滨江集团三道红线保持绿档，融资成本持续下降；3) 高运营效率，包括高入效、高钱效、高费效三个方面。高入效是指人均销售额位居行业前列，高钱效是指单位有息负债贡献的销售回款较高，高费效是指期限费用率处于同行业较低水平。受上述因素影响，滨江集团利润率有望见底回升，从而推动公司估值持续提升。

4.1 格局：区域竞争格局改善，土拍毛利率回升

杭州市场洗牌明显，竞争格局明显改善。由于过去几年杭州市场规模持续扩大，大量房企进入杭州市场，造成杭州市场竞争格局明显恶化。但自去年下半年以来，尤其是今年上半年，杭州市场洗牌明显，竞争格局得到很大改善。整体来看，滨江集团、绿城中国仍处第一梯队。众多其他民营房企由于过去几年的激进扩张、高价拿地，自 2021 年下半年以来普遍遭遇了现金流危机，销售、交付等出现困难，从而为滨江集团等房企让出了较大的发展空间。2022 年与 2021 年杭州房企销售排名具体变化情况如下。

图表 27 杭州 2021 年及 2022 年 1-9 月房企销售排名变化情况

房企名称	2021 年销售额 亿元	2021 年销售额排名	2022 年 1-9 月销售排名	销售排名变化
滨江集团	1048.73	1	1	持平
绿城中国	769.68	2	2	持平
万科地产	449.11	3	5	退步 2 名
融创中国	399.62	4	10	退步 6 名
保利发展	381.38	5	4	进步 1 名
融信集团	255.92	6	7	退步 1 名
德信地产	244.87	7	17	退步 10 名
龙湖集团	216.59	8	9	退步 1 名
越秀地产	197.55	9	11	退步 2 名
招商蛇口	179.50	10	未进前 20	退步 10 名以上
保亿置业	153.06	11	未进前 20	退步 9 名以上
华润置地	152.04	12	3	进步 9 名
祥生集团	144.22	13	未进前 20	退步 7 名以上
世茂集团	134.56	14	未进前 20	退步 6 名以上
众安集团	130.93	15	未进前 20	退步 5 名以上
旭辉集团	129.77	16	未进前 20	退步 4 名以上
兴耀房产集团	117.21	17	15	进步 2 名
绿地控股	115.01	18	未进前 20	退步 2 名以上
大家房产	114.05	19	14	进步 5 名

中粮控股

112.34

20

未进前 20

退步

数据来源：克而瑞，中邮证券研究所整理

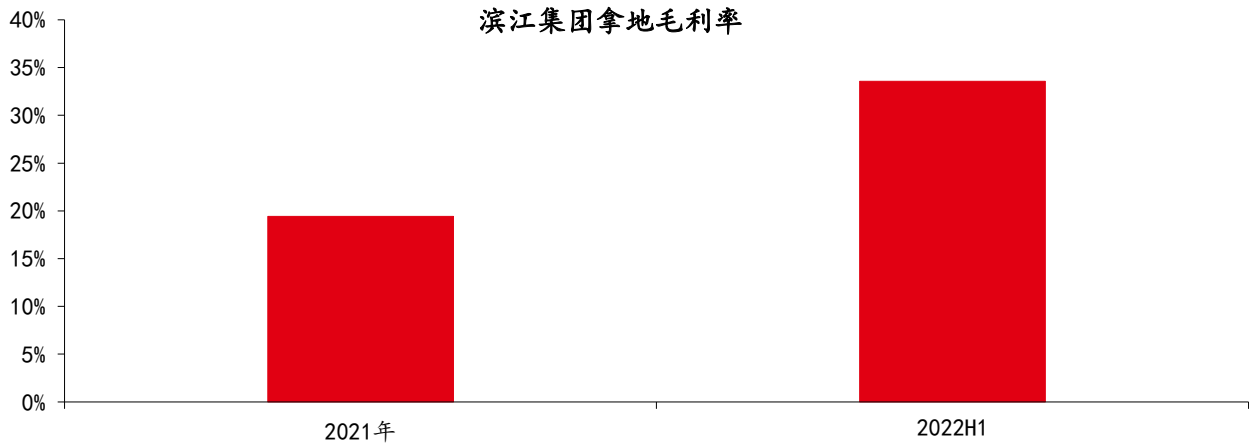
2022 年 1-9 月，滨江集团继续占据杭州市销售排行榜榜首的位置，与其他房企拉开较大差距。2022 年 1-9 月，滨江集团销售额位居第一名，达到 569 亿元，绿城中国位居第二名，销售额为 383 亿元。第三至第十名分别为：华润置地、保利发展、万科地产、中豪房产、融信集团、中海集团、龙湖集团、融创中国。

图表 28 杭州 2022 年 1-9 月房企销售额及排名

2022 年 1-9 月销售排名	房企名称	2022 年 1-9 月销售额 亿元
1	滨江集团	569.22
2	绿城中国	382.92
3	华润置地	198.53
4	保利发展	188.22
5	万科地产	150.20
6	中豪房产	135.66
7	融信集团	118.84
8	中海集团	118.68
9	龙湖集团	106.75
10	融创中国	95.45
11	越秀地产	91.62
12	建杭置业	88.45
13	中天美好集团	86.23
14	大家房产	80.03
15	兴耀房产集团	79.09
16	坤和集团	73.11
17	德信地产	69.84
18	新世界中国	66.87
19	西房集团	64.84
20	浙江交控	53.18

数据来源：克而瑞，中邮证券研究所整理

受益于竞争格局优化，滨江集团在杭州的拿地毛利率企稳回升。2021 年，尤其是上半年，是杭州土地市场近几年来竞争最为激烈的时期。公司董事长曾经表示 2021 年上半年在杭州拿的地块，能够尽量争取做到 1%-2%的净利润，可见杭州土地市场当时竞争的残酷性。但随着 2021 年上半年至今，杭州市场竞争格局的改善，滨江集团拿地毛利率逐步企稳回升。根据测算，2021 年滨江集团在杭州拿地的毛利率为 19.42%，而 2022 年上半年在杭州拿地的毛利率已经回升到了 33.55%。

图表 29 滨江集团拿地毛利率企稳回升


数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

2021 年滨江集团杭州拿地的毛利率测算情况，平均毛利率约为 19.42%。

图表 30 滨江集团 2021 年杭州拿地毛利率测算情况

地块/项目名称	城市	权益比例	楼面地价 元/m ²	销售价格 元/m ²	测算毛利率
滨涛映月	杭州	100.00%	25,982	37,500	8.20%
望涛月明	杭州	100.00%	25,973	51,606	33.31%
栖江揽月轩	杭州	60.00%	44,364	66,000	16.90%
观翠揽月轩	杭州	75.00%	44,938	67,500	17.80%
宁望府	杭州	100.00%	22,006	33,500	10.43%
千岛湖湖滨印象	杭州	70.00%	5,334	14,000	17.98%
潮听映月	杭州	100.00%	23,480	37,500	15.62%
湖悦岚湾	杭州	50.00%	9,700	21,300	23.32%
春宸上府	杭州	34.00%	25,413	42,600	20.67%
江晖府	杭州	50.00%	33,252	51,500	17.47%
枫翠岚湾	杭州	50.00%	15,339	30,000	24.67%
滨萃悦府	杭州	27.55%	21,212	36,000	19.10%
听悦雅庭	杭州	50.00%	15,323	30,000	24.73%
风荷叠翠府	杭州	50.00%	10,938	22,600	21.64%
平均值					19.42%

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

2022 年上半年滨江集团杭州拿地的毛利率测算情况，平均毛利率约为 33.55%。

图表 31 滨江集团 2022 年上半年杭州拿地毛利率测算情况

地块/项目名称	城市	权益比例	楼面地价 元/m ²	销售价格元/m ²	测算毛利率
杭政储出[2022]1号地块	杭州	67.00%	38002	65000	35.38%
望翠蓝庭	杭州	60.00%	28357	47700	32.17%
锦翠金宸府	杭州	33.00%	18582	34000	33.58%
揽云锦绣里	杭州	50.00%	31617	55703	36.06%
萧政储出[2022]9号地块	杭州	40.00%	10000	30860	54.63%
萧政储出[2022]11号地块	杭州	10.00%	5017	17000	46.96%
萧政储出[2022]15号地块	杭州	40.00%	9160	29400	55.24%
萧政储出[2022]6号地块	杭州	28.00%	16800	46000	54.78%
星翠芳华府	杭州	50.00%	14526	26310	29.59%
枫汀云邸	杭州	100.00%	24098	36100	22.17%
枫翠云轩	杭州	63.00%	23557	36100	23.66%
咏翠芳华轩	杭州	36.85%	11760	22600	30.27%
杭政储出[2022]16号地块	杭州	51.00%	10784	20519	27.95%
杭政储出[2022]17号地块	杭州	100.00%	32924	47000	21.44%
杭政储出[2022]24号地块	杭州	26.00%	19539	33950	30.67%
杭政储出[2022]26号地块	杭州	34.00%	11701	26600	40.97%
杭政储出[2022]32号地块	杭州	50.00%	16123	28600	29.64%
杭政储出[2022]46号地块	杭州	100.00%	12700	31200	46.47%
杭政储出[2022]51号地块	杭州	38.00%	18237	31200	28.73%
杭政储出[2022]55号地块	杭州	70.00%	21960	36100	28.09%
杭政储出[2022]56号地块	杭州	70.00%	22250	36100	27.28%
杭政储出[2022]52号地块	杭州	49.50%	35076	51000	23.38%
杭政储出[2022]22号地块	杭州	25.25%	37590	53000	21.53%
杭政储出[2022]43号地块	杭州	60.00%	26193	40000	24.52%
平均值					33.55%

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

4.2 信用：财务稳健，低杠杆、低融资成本

信用是公司发展的安全底线，滨江集团财务策略较为稳健，体现为：1) 融资工具简洁，2) 财务杠杆低、三道红线长期绿档，3) 融资成本较低且持续下降。

1) 公司融资工具使用简洁，仅包括银行贷款、票据、债券。

公司历年来融资较为简单，仅包括银行贷款、票据、债券，报表内看不到非标、美元债等高息融资踪影。而且，公司融资主要是银行贷款，截至到 2021 年上半年末，公司有息负债总计 558.1 亿元，银行贷款就有 437.0 亿元，占比高达 78.3%。众所周知，银行贷款主要就是开发贷，其使用受到较为严格的监管和限制。这意味着公司有充分的自信，即使只使用限制最为严格的资金，也能实现公司的健康高速发展。

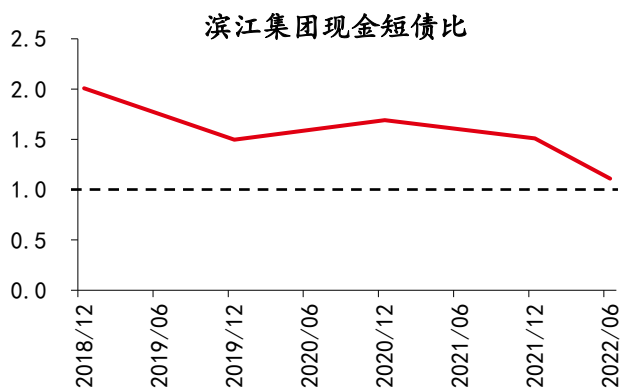
图表 32 滨江集团近年来有息负债详细情况

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
银行贷款	24.5	165.3	206.1	296.5	337.8	437.0
票据	38.2	51.0	60.0	59.1	56.0	55.6
债券	27.0	27.0	52.6	64.1	63.9	65.5
合计	89.7	243.3	318.6	419.6	457.6	558.1
融资成本	6.0%	5.8%	5.6%	5.2%	4.9%	4.7%

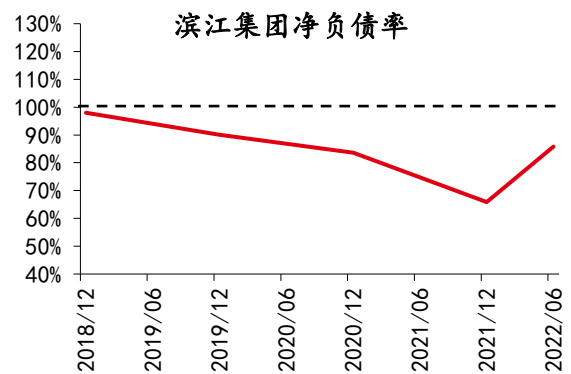
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

2) 公司财务杠杆低，三道红线长期绿档。

公司难能可贵的是在“三道红线”规则发布前就符合相关标准。2020年，“三道红线”管理制度出台，而在此之前公司各项指标就已经符合要求。2022年上半年末，公司三道红线保持绿档，现金短债比为1.1倍，净负债率为86%，剔除预收款项的资产负债率为65%，持续符合监管要求。

图表 33 公司现金短债比保持在 1.0 倍以上


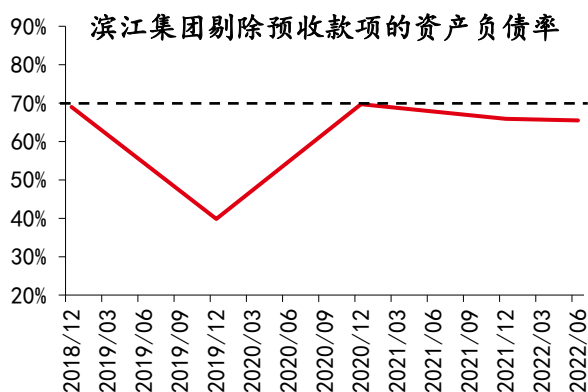
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 34 公司净负债率保持在 100% 以下


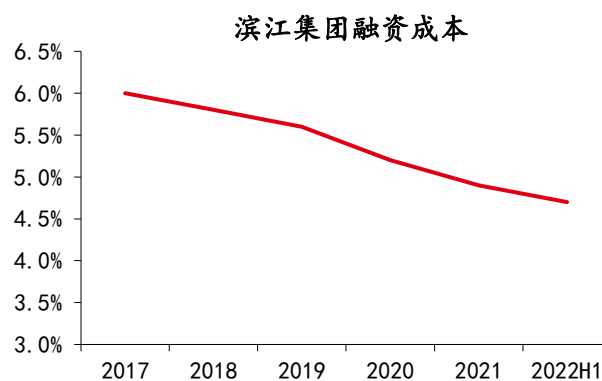
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

3) 融资成本持续下降，在民营房企中处于较低水平。

公司近年来综合融资成本不断下降，2017年6%、2018年5.8%、2019年5.6%、2020年5.2%，2021年4.9%，截至报告期末公司平均融资成本为4.7%，较上年末下降0.2个百分点。融资成本持续下降，充分反映了市场对滨江优秀的资产价值、强大的经营能力和优质的公司信誉的高度认可。

图表 35 公司剔除预收款项的资产负债率保持在 70%以下


数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 36 公司融资成本持续下降


数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

4.3 效率：高人效、高钱效、高费效

公司运营保持高效率，体现为三个方面：高人效、高钱效和高费效。

1) 高人效：滨江集团人均销售额高于其他房企。

截止 2021 年末，公司房地产板块员工 1106 人，管理项目 120 余个，平均每个项目 10 人，按 2021 年全年 1691 亿元销售额计算，人均销售额 1.53 亿元。不论从全国、全省、还是杭州来看，公司的人员精干高效都具有领先优势。

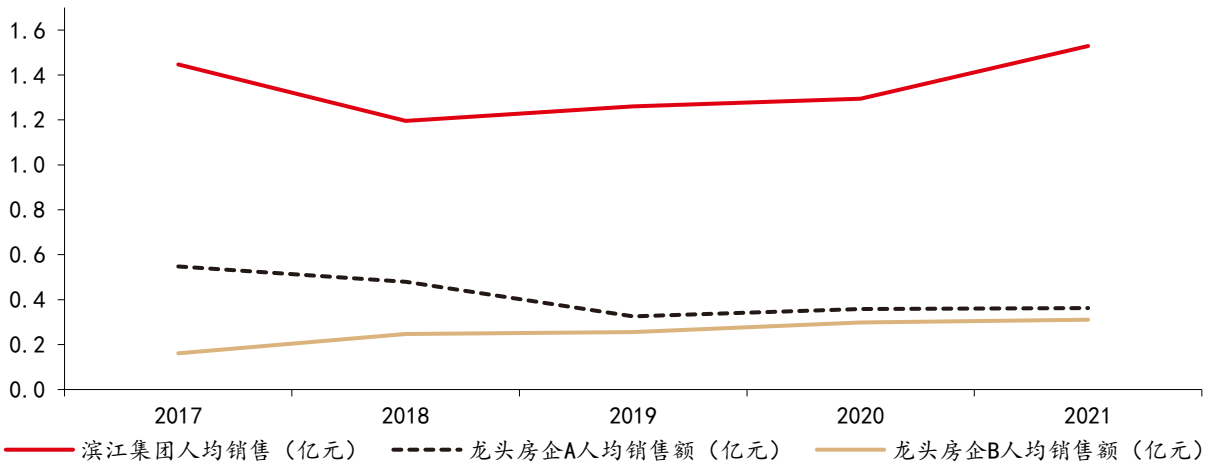
做到人员精干高效，依托的是行业领先的管理标准化和产品标准化。公司拥有一套高效、成熟、富有竞争力的管理标准化体系，涵盖项目运营、工程管理、投资、财务、人力、行政、销售等各部门，共涉及 46 套标准化制度及科目，随着公司业务规模和管理半径的扩大，近两年公司又对标准化管理制度进行了更新梳理和深化，执行管理标准化更加细化、清晰、务实，更为有效。

①产品标准化上，公司建立了“A+定制、A+豪华、A+经典、A 豪华、A 经典、A 舒适、B 豪华、B 经典、B 舒适、C 豪华、C 经典、C 舒适、D 豪华、D 经典、D 舒适”共四大产品体系十五个标准版本的完整产品标准化体系。

②工程管理标准化上，建立和完善了《样板先行制度》、《工程防渗漏水管控制度》、《隔音降噪专项管控制度》、《门窗系统专项管控制度》、《成品保护制度》、《交房验房制度》等一系列工程管理标准化制度。

③项目运营管理标准化上，公司对项目开发全周期各环节和节点进行了系统的梳理，出台《项目运营管理办法》，明确项目开发运营节点，加强对项目各环节的监督和管控。

④人员团队稳定，离职率低，主要依靠：尊重员工，公司上下形成尊重自己，相互尊重，对事不对人的优秀文化；员工有多大才能就提供多大的展示舞台；保持待遇相对优厚；公司董事长热爱学习、善于学习，并带动公司上下形成学习氛围。

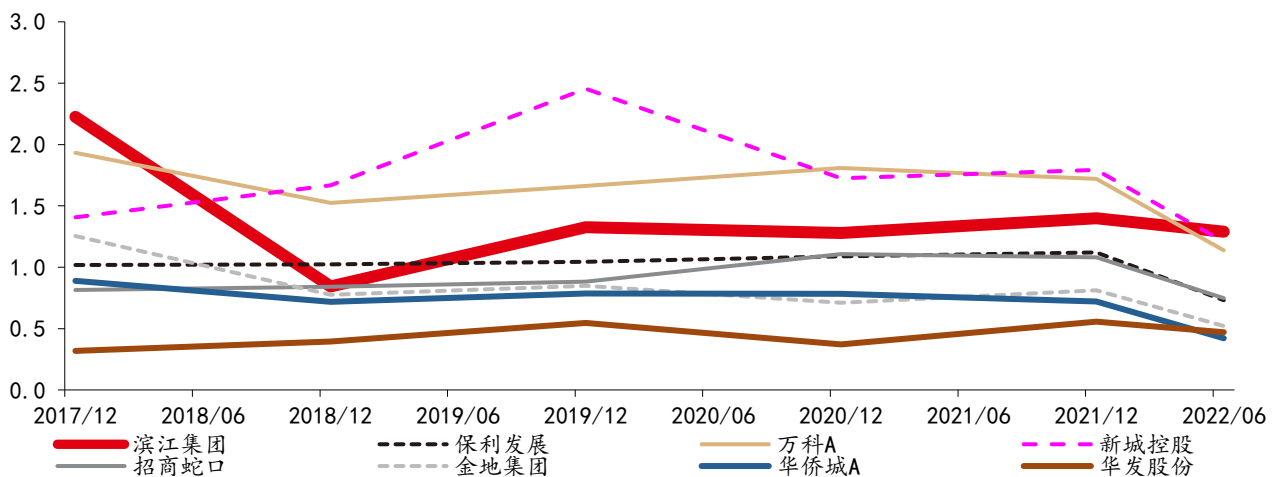
图表 37 滨江集团人均产出效率高于其他龙头房企


数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

2) 高钱效：单位有息负债贡献的销售回款位居前列。

公司资金使用效率高，换句话说公司的资金周转速度快，代表性指标就是单位有息负债贡献的销售回款高（即销售回款除以有息负债）。

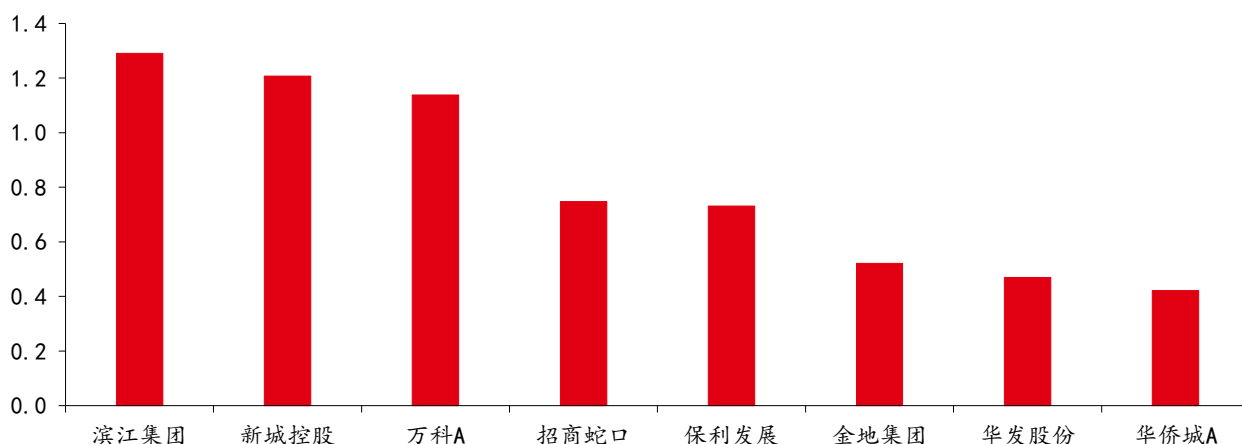
从下图可以看到，公司单位有息负债贡献的销售回款近年来处于各家房企的中上水平，2022年上半年处于图中几家房企的第一名。

图表 38 滨江集团单位有息负债贡献的销售回款（即销售回款/有息负债）位居前列


数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

2022年上半年，公司单位有息负债贡献的销售回款达到1.29，即每一亿元的有息负债每年可以产生1.29亿的销售回款，该数据位居上图中8家房企的第一名。

图表 39 2021 年滨江集团单位有息负债贡献的销售回款位居图中房企第一名



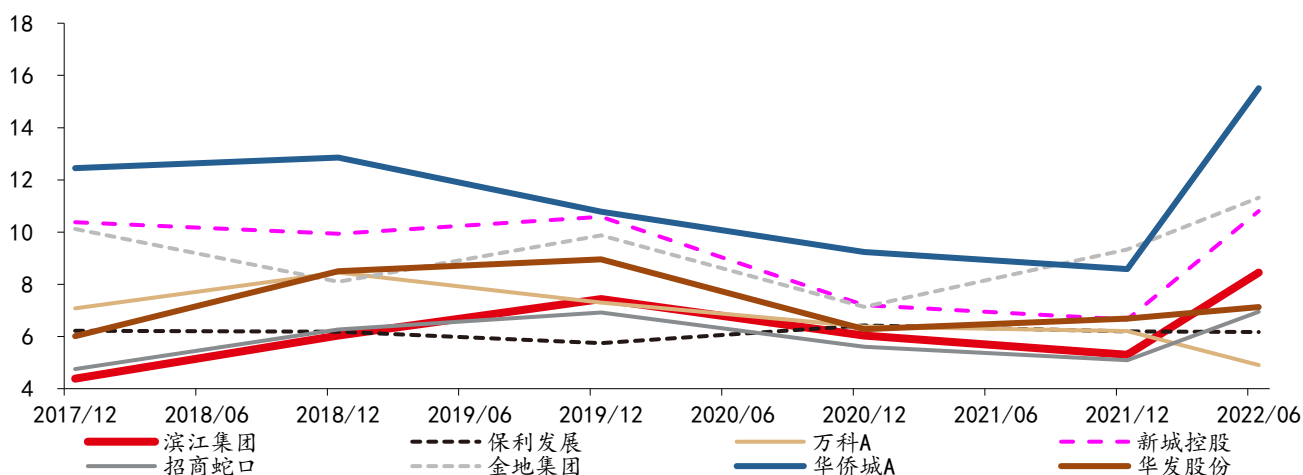
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

备注：销售回款采用了年化处理

3) 高费效：期间费用率处于行业低位。

①公司期间费用率处于行业低位。2021 年滨江集团期间费用率为 5.30%，在下图的房企中仅高于招商蛇口。

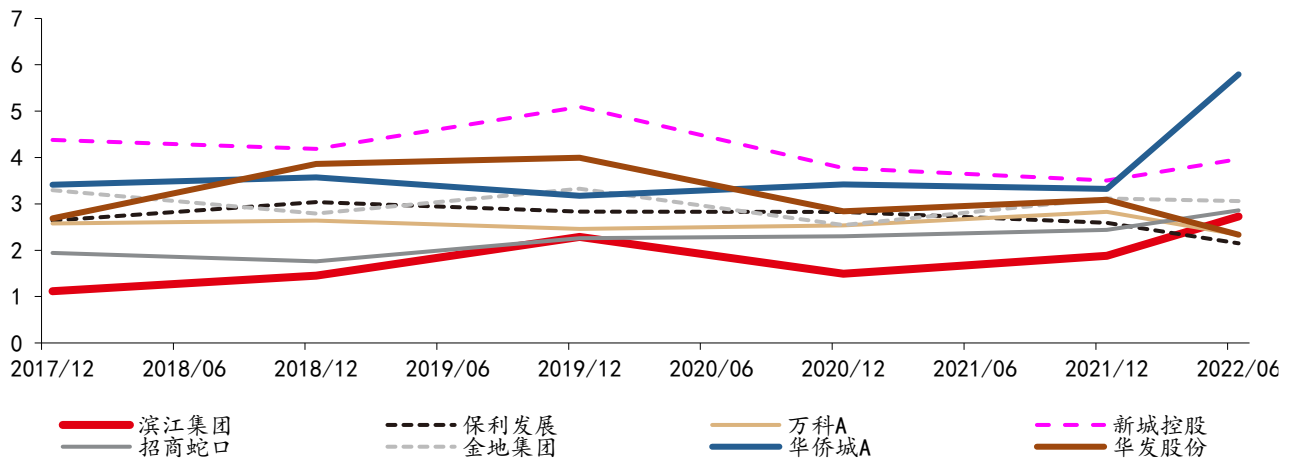
图表 40 滨江集团期间费用率与其他企业对比（单位：%）



数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

②公司销售费用率处于行业低位。2021 年滨江集团销售费用率为 2.59%，在下图的房企中处于最低水平。

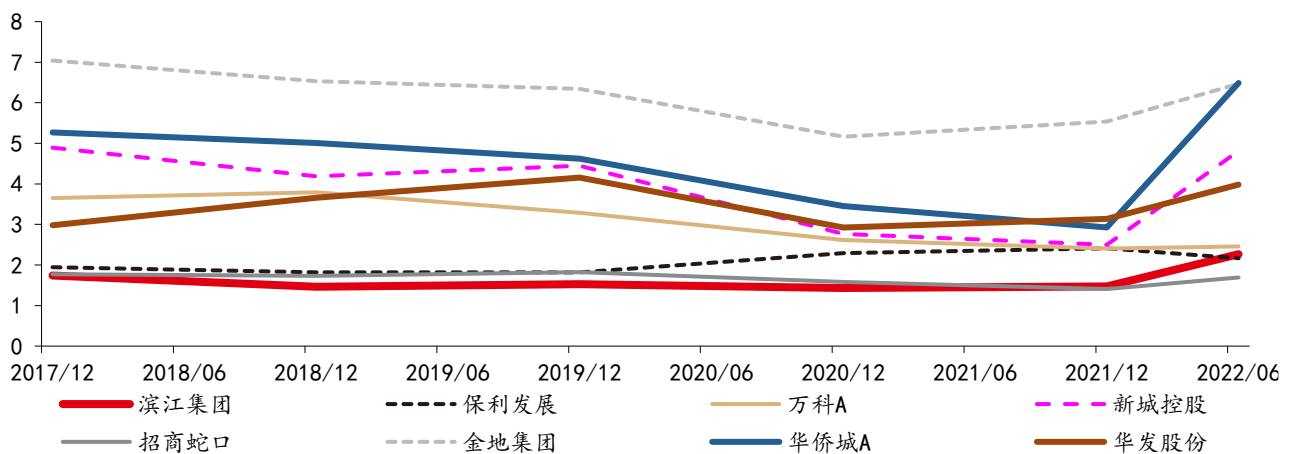
图表 41 滨江集团销售费用率与其他企业对比 (单位: %)



数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

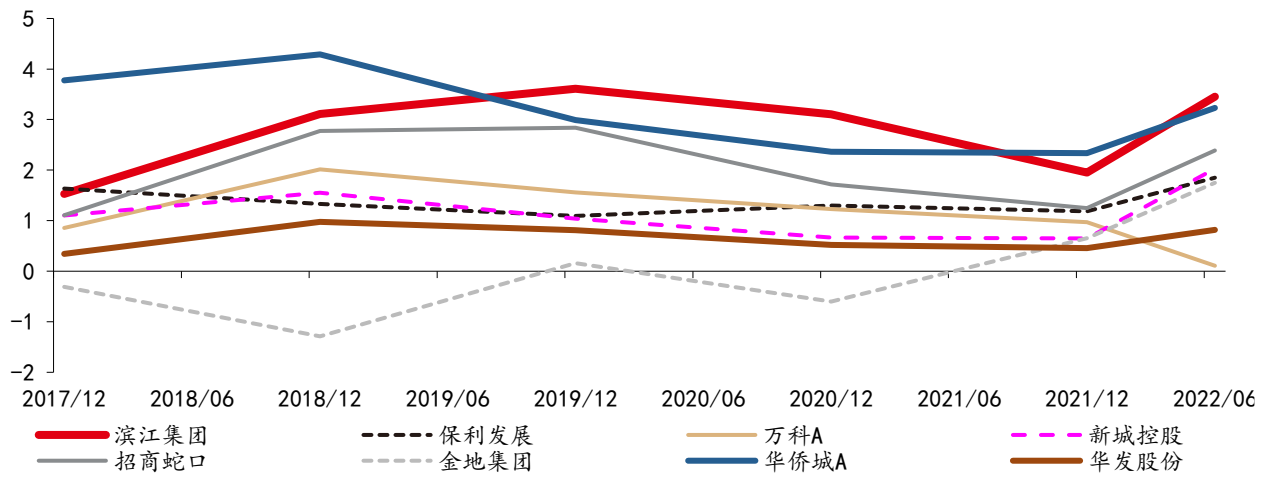
③公司管理费用率处于行业低位。2021 年滨江集团管理费用率为 2.41%，在下图的房企中仅高于招商蛇口。

图表 42 滨江集团管理费用率与其他企业对比 (单位: %)



数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

④公司财务费用率相对较高。2021 年滨江集团财务费用率为 1.95%，在下图的房企中仅低于华侨城 A，但财务费用率可能存在利息资本化等差异。

图表 43 滨江集团财务费用率与其他企业对比 (单位: %)


数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

5. 投资建议

公司股价走出明显阿尔法，分别由估值和业绩所贡献，业绩增长对公司股价上涨的推动作用可能尚未完全体现，利润率企稳修复亦有望推动估值持续提升，维持“推荐”评级。

1) 业绩方面，公司受益于：①杭州经济增长、②人口持续流入、③楼市规模扩张、④战略管理稳健积极，近年来销售增长迅猛，业绩结算仍处于高速增长期。2) 估值方面，公司经历了估值正常化，未来①竞争格局改善、②高信用资质、③高效率（高人效、高钱效、高费效）等因素推动利润率回升，有望推动估值持续提升。预计 2022-2024 年公司归母净利润为 36.55 亿元、42.56 亿元、50.28 亿元，EPS 为 1.17 元、1.37 元、1.62 元，对应 PE 为 9.35 倍、8.03 倍、6.79 倍。

5.1 盈利预测

公司近年来销售增长迅猛，业绩结算仍处于高速增长期。基于前文论述，我们判断公司营业收入未来三年保持较快增长，毛利率维持目前在 23% 左右的水平问题不大，因此归母净利润有望保持 18%-20% 的增速。

图表 44 公司盈利预测情况

单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
房地产业营收	366.73	458.41	573.01	7,162,668.94
增长率		25.00%	25.00%	25.00%
其他业务营收	13.03	15.22	18.00	215,585.94
增长率		16.75%	18.30%	19.75%
营业收入合计	379.76	473.63	591.02	7,378,254.89
增长率		24.72%	24.78%	24.84%
综合毛利率	24.83%	24.24%	23.04%	22.43%
EPS(元)	0.97	1.17	1.37	1.62
归母净利润	30.27	36.55	42.56	50.28
增长率		20.73%	16.45%	18.13%

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

5.2 估值对比

公司 2022 年及 2023 年业绩对应当前股价 PE 分别为 9.4 倍和 8.0 倍，处于同行业公司平均值附近，但考虑到公司在所对比公司中业绩弹性较大，因此目前估值较为合理。

图表 45 公司与可比公司的估值对比

公司	最新股价(元)	EPS(元)			归母净利润(亿元)				归母净利润增速			PE		
		2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
	2022/10/21													
万科 A	16.19	1.94	2.14	2.34	415	225	249	273	-46%	10%	10%	10.2	7.56	6.9
保利发展	16.77	2.29	2.4	2.59	289	274	288	310	-5%	5%	8%	6.8	7.0	6.5
金地集团	9.47	2.08	2.18	2.35	104	94	98	106	-10%	5%	8%	6.2	4.4	4.1

招商蛇口	15.29	1.31	1.31	1.43	123	104	101	111	-15%	-2%	9%	10.2	11.7	10.7
建发股份	14.48	2.13	2.18	2.50	45	61	66	75	35%	8%	15%	4.3	6.6	5.8
首开股份	4.3	0.27	0.39	0.44	31	7	10	11	-78%	44%	13%	21.1	11.1	9.9
华侨城 A	4.66	0.46	0.54	0.65	127	38	45	53	-70%	17%	20%	15.2	8.6	7.2
南山控股	3.55	0.36	0.44	0.42	13	10	12	11	-25%	21%	-3%	8.7	8.2	8.4
最大值												21.1	11.7	10.7
最小值												4.3	4.4	4.1
平均数												10.3	8.1	7.4
滨江集团	10.98	0.97	1.17	1.37	23	30	37	43	30%	21%	16%	4.8	9.4	8.0

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

备注：滨江集团盈利预测为中邮证券房地产研究团队所做，其余公司为 Wind 一致预测。

5.3 投资建议

滨江集团股价走出明显阿尔法，分别由估值和业绩所贡献，但我们认为业绩增长对公司股价上涨的推动作用尚未完全体现，维持“推荐”评级。预计 2022-2024 年营业收入为 473.63 亿元、591.02 亿元、737.83 亿元，归母净利润为 36.55 亿元、42.56 亿元、50.28 亿元，EPS 为 1.17 元、1.37 元、1.62 元，对应 PE 为 9.35 倍、8.03 倍、6.79 倍。

6. 风险提示

房地产行业政策调整存在不确定性，结算节奏与毛利率存在不确定性，杭州市场未来发展节奏存在不确定性。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	37976	47363	59102	73783
营业成本	28547	35884	45487	57233
毛利	9430	11478	13615	16549
%营业收入	24.83%	24.24%	23.04%	22.43%
营业税金及附加	1008	1257	1568	1958
%营业收入	2.65%	2.65%	2.65%	2.65%
销售费用	713	890	1110	1386
%营业收入	1.88%	1.88%	1.88%	1.88%
管理费用	559	699	863	1085
%营业收入	1.47%	1.48%	1.46%	1.47%
财务费用	740	859	970	1290
%营业收入	1.95%	1.81%	1.64%	1.75%
资产减值损失	-23	-32	-32	-33
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	356	356	356	356
营业利润	6746	8098	9427	11154
%营业收入	17.76%	17.10%	15.95%	15.12%
营业外收支	-8	-21	-23	-18
利润总额	6737	8076	9404	11136
%营业收入	17.74%	17.05%	15.91%	15.09%
所得税费用	1816	2135	2486	2963
净利润	4921	5941	6919	8173
归属母公司股东净利润	3027	3655	4256	5028
少数股东损益	1894	2286	2662	3145
EPS (元/股)	0.97	1.17	1.37	1.62

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	808	9195	-1436	-3941
取得投资收益收回现金	31	356	356	356
长期股权投资	-5657	-1086	-1194	-1314
无形资产投资	-5	-47	-12	-18
固定资产投资	-41	122	-16	-12
其他	-3089	0	0	0
投资活动现金流净额	-8760	-608	-854	-970
债券融资	0	0	0	0
股权融资	6382	0	0	0
银行贷款增加(减少)	3847	2481	2730	3003
筹资成本	-3433	-899	-1870	-2341
其他	3735	954	4892	14968
筹资活动现金流净额	10531	2537	5752	15630
现金净流量	2579	11125	3463	10719

数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所预测

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	21141	32266	35729	46448
交易性金融资产	11	11	11	11
应收账款	487	598	814	957
存货	142401	162676	206194	259449
预付账款	46	84	95	115
其他流动资产	25889	31912	40376	46503
流动资产合计	189975	227548	283218	353483
可供出售金融资产	1988	1988	1988	1988
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	10855	11941	13135	14449
投资性房地产	6434	6466	6498	6531
固定资产合计	536	225	-46	-331
无形资产	140	181	186	197
商誉	1	1	1	1
递延所得税资产	1595	1515	1439	1367
其他非流动资产	202	38	44	47
资产总计	211726	249902	306464	377731
短期贷款	565	0	4373	18818
应付款项	3411	4878	6762	7974
预收账款	93631	114318	146312	180885
应付职工薪酬	133	202	242	298
应交税费	2542	2910	4011	4826
其他流动负债	41533	50167	58730	68966
流动负债合计	141815	172475	220429	281767
长期借款	24815	27296	30026	33028
应付债券	6951	6951	6951	6951
递延所得税负债	140	143	146	149
其他非流动负债	617	648	681	715
负债合计	174339	207513	258233	322610
归属母公司股东权益	20579	23295	26475	30220
少数股东权益	16808	19094	21756	24901
股东权益	37387	42389	48231	55121
负债及股东权益	211726	249902	306464	377731

基本指标

EPS	0.97	1.17	1.37	1.62
BVPS	12.02	13.62	15.50	17.72
PE	11.29	9.35	8.03	6.79
PEG	0.38	0.45	0.49	0.37
PB	1.66	1.47	1.29	1.13
EV/EBITDA	7.39	5.34	5.02	4.78
ROE	14.71%	15.69%	16.08%	16.64%

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。