

滨江集团 (002244.SZ)

业绩增速靓丽，拿地积极聚焦

买入

核心观点

收入持续增长，业绩增速靓丽：2022年，公司实现营业收入415亿元，同比+9%；归母净利润37亿元，同比+24%，归母净利润增速超过营收增速主要受益于表外合联营项目收益贡献。2023年Q1，公司实现营业收入101亿元，同比+63%；归母净利润5.6亿元，同比+146%，增速愈发靓丽。

毛利率企稳回升，归母净利率受结算权益结构影响：2022年，公司毛利率为17.5%，较2021年下降7.4个百分点；公司归母净利率为9.0%，较2021年提升1.0个百分点，主要由于公司合联营投资收益显著增加，使归母净利润占比从2021年的62%提升至96%。2023年Q1，公司毛利率为20.7%，显著企稳回升；归母净利率为5.6%，主要受结算权益结构影响公司归母净利润占比降至60%。

销售表现优于行业大势，拿地积极且聚焦深耕：2022年，公司签约销售金额为1539亿元，同比-9%；公司新增土储总地价为680亿元，以拿地金额/销售金额计算的投资强度为44%，处于行业领先水平；截至2022年末，公司土储中65%位于杭州市内，20%位于浙江省内（除杭州），浙江省外仅占15%。2023年Q1，公司签约销售金额为407亿元，同比+63%。2023年Q1，公司新增土储总地价为45亿元，2023年4月，公司又新增土储总地价为29亿元，且2023年新增土储均位于持续深耕的杭州市内。

财务健康，经营稳健：2022年，公司融资成本为4.6%，较2021年下降0.3个百分点。截至2022年末，公司剔除预收账款的资产负债率为60.7%，净负债率为55.4%，现金短债比为1.7倍。2022年和2023年Q1，公司经营性现金流净额分别为52亿元和76亿元，主要得益于预收房款的快速增加。截至2023年一季度末，公司尚未结算的预收房款为1448亿元，同比增长49%，为未来业绩提供充分保障。

投资建议：业绩增速靓丽，拿地积极聚焦。预计公司2023-2024年归母净利润分别为45/54亿元，对应最新股本的EPS分别为1.45/1.74元，对应最新股价的PE分别为6.4/5.3倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期，行业基本面下行超预期，政策支持不及预期。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	37,976	41,502	50,633	58,228	62,886
(+/-%)	32.8%	9.3%	22.0%	15.0%	8.0%
净利润(百万元)	3027	3741	4499	5422	5806
(+/-%)	30.1%	23.6%	20.2%	20.5%	7.1%
每股收益(元)	0.97	1.20	1.45	1.74	1.87
EBIT Margin	18.8%	12.0%	15.5%	16.5%	16.5%
净资产收益率(ROE)	14.7%	15.9%	16.6%	17.2%	16.1%
市盈率(PE)	9.5	7.7	6.4	5.3	4.9
EV/EBITDA	27.1	46.9	35.9	32.2	31.8
市净率(PB)	1.39	1.22	1.06	0.91	0.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：王粤雷
0755-81981019
wangyuelei@guosen.com.cn
S0980520030001

证券分析师：王静
021-60893314
wangjing20@guosen.com.cn
S0980522100002

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		9.22元
总市值/流通市值		28688/24731百万元
52周最高价/最低价		12.96/7.15元
近3个月日均成交额		204.39百万元

市场走势



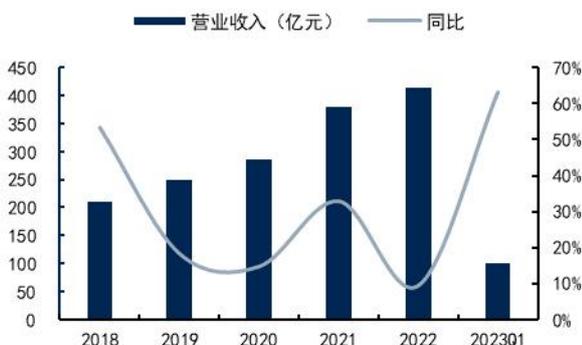
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《滨江集团(002244.SZ)-Q3业绩显著增长，合联营项目贡献较大》——2022-10-27
- 《滨江集团(002244.SZ)-销售表现良好，持续深耕浙江》——2022-08-29
- 《滨江集团(002244.SZ)-深耕浙江业绩靓丽，财务稳健逆势投资》——2022-05-06

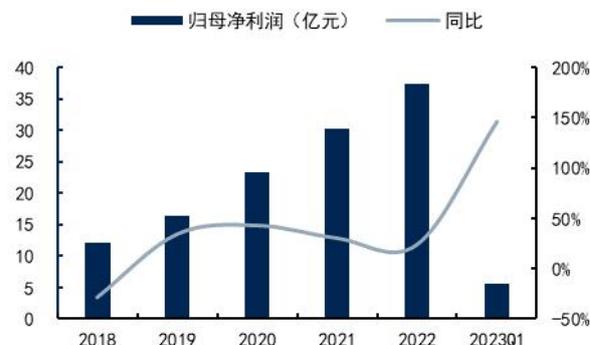
收入持续增长，业绩增速靓丽：2022年，公司实现营业收入415亿元，同比+9%；归母净利润37亿元，同比+24%，归母净利润增速超过营收增速主要受益于表外合联营项目收益贡献。2023年Q1，公司实现营业收入101亿元，同比+63%；归母净利润5.6亿元，同比+146%，增速愈发靓丽。

图1：公司历年营业收入及同比



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司历年归母净利及同比



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

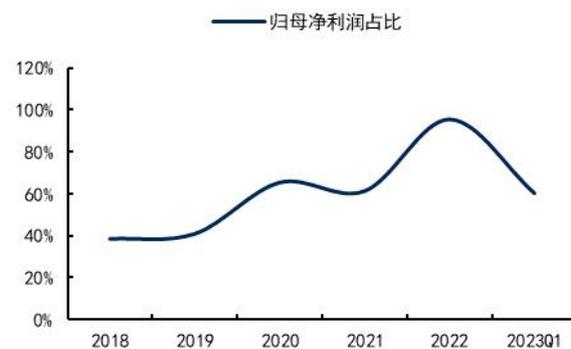
毛利率企稳回升，归母净利率受结算权益结构影响：2022年，公司毛利率为17.5%，较2021年下降7.4个百分点；公司归母净利率为9.0%，较2021年提升1.0个百分点，主要由于公司合联营投资收益显著增加，使归母净利润占比从2021年的62%提升至96%。2023年Q1，公司毛利率为20.7%，显著企稳回升；归母净利率为5.6%，主要受结算权益结构影响公司归母净利润占比降至60%。

图3：公司历年归母净利率及毛利率



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

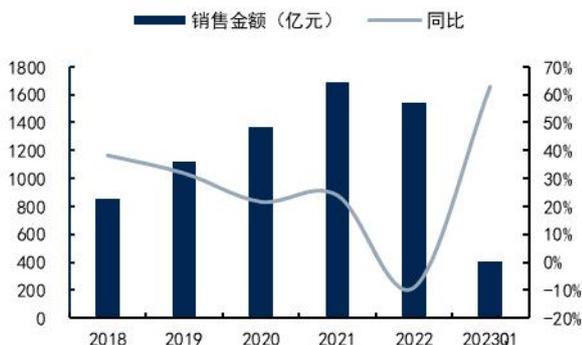
图4：公司历年归母净利润占比



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

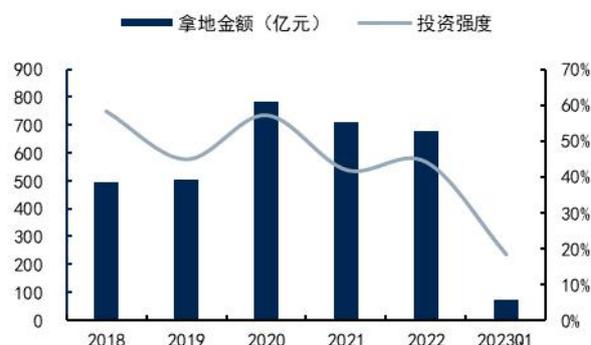
销售表现优于行业大势，拿地积极且聚焦深耕：2022年，公司签约销售金额为1539亿元，同比-9%；公司新增土储总地价为680亿元，以拿地金额/销售金额计算的投资强度为44%，处于行业领先水平；截至2022年末，公司土储中65%位于杭州市内，20%位于浙江省内（除杭州），浙江省外仅占15%。2023年Q1，公司签约销售金额为407亿元，同比+63%。2023年Q1，公司新增土储总地价为45亿元，2023年4月，公司又新增土储总地价为29亿元，且2023年新增土储均位于持续深耕的杭州市内。

图5: 公司销售金额及同比



资料来源: 公司公告、克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司拿地金额及投资强度



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

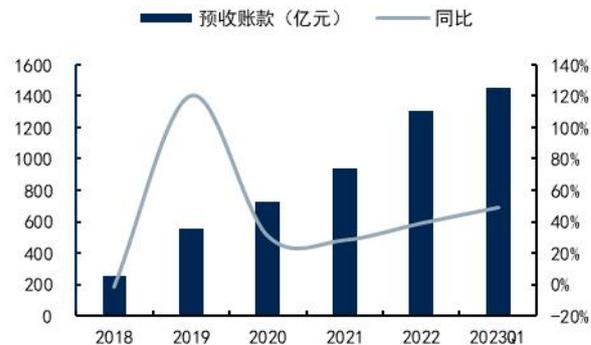
财务健康, 经营稳健: 2022年, 公司融资成本为4.6%, 较2021年下降0.3个百分点。截至2022年末, 公司剔除预收账款的资产负债率为60.7%, 净负债率为55.4%, 现金短债比为1.7倍。2022年和2023年Q1, 公司经营性现金流净额分别为52亿元和76亿元, 主要得益于预收房款的快速增加。截至2023年一季度末, 公司尚未结算的预收房款为1448亿元, 同比增长49%, 为未来业绩提供充分保障。

图7: 公司历年经营性现金流



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司历年预收账款及同比



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 业绩增速靓丽, 拿地积极聚焦。预计公司2023-2024年归母净利润分别为45/54亿元, 对应最新股本的EPS分别为1.45/1.74元, 对应最新股价的PE分别为6.4/5.3倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司开发物业销售、结算不及预期, 行业基本面下行超预期, 政策支持不及预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	21141	24328	25000	25000	25000	营业收入	37976	41502	50633	58228	62886
应收款项	18221	30803	37580	43216	46674	营业成本	28547	34249	40000	45418	49051
存货净额	142401	184409	207711	229567	247944	营业税金及附加	1008	844	1030	1184	1279
其他流动资产	8200	10723	13082	15045	16248	销售费用	713	811	989	1137	1228
流动资产合计	189975	250347	283456	312912	335950	管理费用	559	626	763	877	947
固定资产	536	582	603	600	599	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	140	137	131	126	120	财务费用	740	1019	1785	1786	1825
投资性房地产	10219	10814	10814	10814	10814	投资收益	356	2224	2500	2500	2500
长期股权投资	10855	14298	18298	22298	26298	资产减值及公允价值变动	0	(708)	0	0	0
资产总计	211726	276176	313302	346749	373780	其他收入	(20)	(148)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	10480	12879	13634	13305	15318	营业利润	6746	5320	8566	10325	11056
应付款项	3411	3699	4370	4964	5361	营业外净收支	(8)	(10)	0	0	0
其他流动负债	127925	167144	197704	224691	242677	利润总额	6737	5311	8566	10325	11056
流动负债合计	141815	183721	215708	242960	263356	所得税费用	1816	1407	2142	2581	2764
长期借款及应付债券	31766	38945	38945	38945	38945	少数股东损益	1894	163	1926	2322	2486
其他长期负债	758	793	793	793	793	归属于母公司净利润	3027	3741	4499	5422	5806
长期负债合计	32523	39738	39738	39738	39738	现金流量表 (百万元)					
负债合计	174339	223459	255445	282698	303094	净利润	3027	3741	4499	5422	5806
少数股东权益	16808	29182	30723	32580	34569	资产减值准备	(39)	835	(21)	2	(1)
股东权益	20579	23535	27134	31472	36116	折旧摊销	341	407	54	56	58
负债和股东权益总计	211726	276176	313302	346749	373780	公允价值变动损失	0	708	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	740	1019	1785	1786	1825
每股收益	0.97	1.20	1.45	1.74	1.87	营运资本变动	(4458)	(17329)	(1227)	(1873)	(4655)
每股红利	0.23	0.25	0.29	0.35	0.37	其它	1967	16851	1561	1855	1989
每股净资产	6.61	7.56	8.72	10.11	11.61	经营活动现金流	839	5214	4867	5463	3198
ROIC	7%	4%	5%	6%	7%	资本开支	0	(575)	(50)	(50)	(50)
ROE	15%	16%	17%	17%	16%	其它投资现金流	(6)	(73)	0	0	0
毛利率	25%	17%	21%	22%	22%	投资活动现金流	(8760)	(24214)	(4050)	(4050)	(4050)
EBIT Margin	19%	12%	16%	17%	17%	权益性融资	(5)	17115	0	0	0
EBITDA Margin	20%	13%	16%	17%	17%	负债净变化	(1322)	10135	0	0	0
收入增长	33%	9%	22%	15%	8%	支付股利、利息	(703)	(778)	(900)	(1084)	(1161)
净利润增长率	30%	24%	20%	21%	7%	其它融资现金流	11972	(16209)	755	(329)	2013
资产负债率	90%	91%	91%	91%	90%	融资活动现金流	10531	22150	(145)	(1413)	852
股息率	2.5%	2.7%	3.1%	3.8%	4.0%	现金净变动	2619	3186	672	0	0
P/E	9.5	7.7	6.4	5.3	4.9	货币资金的期初余额	18522	21141	24328	25000	25000
P/B	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8	货币资金的期末余额	21141	24328	25000	25000	25000
EV/EBITDA	27.1	46.9	35.9	32.2	31.8	企业自由现金流	0	(13842)	4666	5342	3139
						权益自由现金流	0	(19916)	4082	3674	3783

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032