

滨江集团 (002244.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

营收高增利润下滑,深耕杭州效果凸显

事件

2024年4月26日滨江集团发布2023年年报及2024年一季度报。2023年全年实现营收704.4亿元,同比+69.7%;实现归母净利润25.3亿元,同比-32.4%。2024年一季度实现营收137.0亿元,同比+35.8%;实现归母净利润6.6亿元,同比+17.8%。2023全年计划每10股派发现金红利0.9元(含税),分红率11.1%。

点评

营收大幅增长,资产减值拉低归母净利润:2023年公司营收大幅增长主要由于结转面积增加且并表项目比例提升所致。归母净利润同比下滑主要由于:①基于谨慎原则,2023年计提存货和信用减值损失合计43.1亿元,同比多计提34.5亿元;②并表项目比例提升与之对应则是联合营项目投资收益的下滑,2023年投资净收益12.3亿元,同比下降9.9亿元;③受市场下行影响,2023年公司整体毛利率16.76%,同比下降0.78pct。

深耕效果凸显,销售良好回款效率:2023年公司全口径销售金额1535亿元,同比基本持平,居行业第11位(较2022全年提升2位);连续6年荣获杭州房企销售冠军。抓销售促回款,全年权益销售现金回笼732亿元,创历史新高。

投资聚焦杭州,土储结构优质:2023年公司新增项目33个,其中宁波1个,南京1个,湖州2个,金华2个,杭州27个,进一步巩固杭州市场份额;新增总建面333万方,权益拿地金额256亿元。2023年末土储总建面1320万方,其中杭州占60%,浙江省内非杭州占比25%,浙江省外占比15%。

有息负债规模下降,财务结构安全稳健:2023年公司三道红线稳居绿档,剔除预收款后的资产负债率56.4%,净负债率15.1%,现金短债比2.4。2023年有息负债总额415亿元,同比下降120亿元;有息负债结构清晰,仅由银行贷款和直接融资构成,其中银行贷款占比79.8%;综合融资成本4.2%,同比下降40BP。

投资建议

公司深耕杭州效果凸显,去化速度和利润率相对较好,预计未来业绩将恢复增长。考虑毛利率和减值压力,我们下调公司2024-25年归母净利润预测至32.7亿元和40.4亿元(原为61.4亿元和73.6亿元),新增2026年归母净利润预测46.6亿元,增速分别为29.1%、23.8%和15.3%,公司股票现价对应2024-26年PE估值为6.1/4.9/4.3倍,维持“买入”评级。

风险提示

宽松政策落地不及预期;土地市场竞争加剧;杭州市场大幅下行。

房地产组

分析师:杜昊旻(执业S1130521090001)

duhaomin@gjzq.com.cn

分析师:方鹏(执业S1130524030001)

fang_peng@gjzq.com.cn

市价(人民币):6.42元

相关报告:

- 《滨江集团公司点评:业绩持续增长,受益杭州政策利好》,2023.10.27
- 《滨江集团公司点评:业绩符合预期,持续深耕杭州》,2023.8.30
- 《滨江集团公司点评:深耕成效显著,业绩增速行业前茅》,2023.4.30



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	41,502	70,443	75,354	79,995	84,334
营业收入增长率	9.28%	69.73%	6.97%	6.16%	5.42%
归母净利润(百万元)	3,741	2,529	3,266	4,042	4,658
归母净利润增长率	23.58%	-32.39%	29.13%	23.76%	15.25%
摊薄每股收益(元)	1.202	0.813	1.050	1.299	1.497
每股经营性现金流净额	1.68	10.49	0.65	0.73	0.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.90%	10.00%	11.69%	12.94%	13.32%
P/E	7.34	8.94	6.12	4.94	4.29
P/B	1.17	0.89	0.71	0.64	0.57

来源:公司年报、国金证券研究所

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)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	37,976	41,502	70,443	75,354	79,995	84,334	货币资金	21,141	24,328	32,704	35,606	38,745	41,018	
增长率	9.3%	69.7%	7.0%	6.2%	5.4%		应收款项	18,263	30,803	38,587	36,583	38,836	40,942	
主营业务成本	-28,547	-34,249	-58,638	-63,062	-66,685	-69,756	存货	142,401	184,409	172,698	187,771	200,941	214,944	
%销售收入	75.2%	82.5%	83.2%	83.7%	83.4%	82.7%	其他流动资产	8,169	10,807	14,213	15,625	17,176	18,882	
毛利	9,430	7,253	11,805	12,292	13,309	14,578	流动资产	189,975	250,347	258,201	275,585	295,698	315,786	
%销售收入	24.8%	17.5%	16.8%	16.3%	16.6%	17.3%	%总资产	89.7%	90.6%	89.0%	89.1%	89.3%	89.5%	
营业税金及附加	-1,008	-844	-1,508	-1,614	-1,713	-1,806	长期投资	19,277	23,145	28,211	29,533	30,921	32,379	
%销售收入	2.7%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	固定资产	536	582	1,171	1,458	1,670	1,807	
销售费用	-713	-811	-857	-980	-1,029	-1,081	%总资产	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	
%销售收入	1.9%	2.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	无形资产	199	189	179	250	268	286	
管理费用	-559	-626	-774	-893	-938	-985	非流动资产	21,751	25,829	31,831	33,612	35,338	37,063	
%销售收入	1.5%	1.5%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	%总资产	10.3%	9.4%	11.0%	10.9%	10.7%	10.5%	
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	211,726	276,176	290,032	309,197	331,036	352,849	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	10,480	12,879	11,040	12,040	13,040	14,040	
息税前利润 (EBIT)	7,149	4,972	8,665	8,805	9,629	10,707	应付款项	22,843	25,674	31,436	31,158	32,942	34,462	
%销售收入	18.8%	12.0%	12.3%	11.7%	12.0%	12.7%	其他流动负债	108,492	145,168	160,225	171,852	182,818	193,016	
财务费用	-740	-1,019	-540	-473	-527	-600	流动负债	141,815	183,721	202,701	215,050	228,800	241,518	
%销售收入	1.9%	2.5%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	长期贷款	24,815	34,950	25,824	28,407	31,247	34,372	
资产减值损失	-23	-858	-4,307	-2,281	-1,403	-1,152	其他长期负债	7,709	4,788	3,052	3,243	3,463	3,714	
公允价值变动收益	0	-6	-3	0	0	0	负债	174,339	223,459	231,577	246,699	263,511	279,604	
投资收益	356	2,224	1,231	802	783	822	普通股股东权益	20,579	23,535	25,302	27,946	31,241	34,965	
%税前利润	5.3%	41.9%	24.4%	11.7%	9.2%	8.4%	其中：股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111	
营业利润	6,746	5,320	5,055	6,861	8,491	9,785	未分配利润	14,294	17,026	18,682	21,326	24,620	28,345	
营业利润率	17.8%	12.8%	7.2%	9.1%	10.6%	11.6%	少数股东权益	16,808	29,182	33,153	34,552	36,284	38,280	
营业外收支	-8	-10	-19	0	0	0	负债股东权益合计	211,726	276,176	290,032	309,197	331,036	352,849	
税前利润	6,737	5,311	5,036	6,861	8,491	9,785	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	17.7%	12.8%	7.1%	9.1%	10.6%	11.6%	每股指标							
所得税	-1,816	-1,407	-2,184	-2,195	-2,717	-3,131	每股收益	0.973	1.202	0.813	1.050	1.299	1.497	
所得税率	27.0%	26.5%	43.4%	32.0%	32.0%	32.0%	每股净资产	6.614	7.564	8.132	8.982	10.041	11.238	
净利润	4,921	3,904	2,852	4,665	5,774	6,654	每股经营现金净流	0.270	1.676	10.494	0.653	0.725	0.457	
少数股东损益	1,894	163	323	1,400	1,732	1,996	每股股利	0.132	0.226	0.090	0.200	0.240	0.300	
归属于母公司的净利润	3,027	3,741	2,529	3,266	4,042	4,658	回报率							
净利率	8.0%	9.0%	3.6%	4.3%	5.1%	5.5%	净资产收益率	14.71%	15.90%	10.00%	11.69%	12.94%	13.32%	
							总资产收益率	1.43%	1.35%	0.87%	1.06%	1.22%	1.32%	
							投入资本收益率	6.55%	3.49%	5.02%	5.67%	5.71%	5.84%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	32.80%	9.28%	69.73%	6.97%	6.16%	5.42%	
							EBIT增长率	30.26%	-30.45%	74.28%	1.61%	9.36%	11.19%	
							净利润增长率	30.06%	23.58%	-32.39%	29.13%	23.76%	15.25%	
							总资产增长率	23.09%	30.44%	5.02%	6.61%	7.06%	6.59%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	4.6	4.1	2.4	2.2	2.2	2.2	
							存货周转天数	1,653.7	1,741.4	1,111.4	1,100.0	1,120.0	1,150.0	
							应付账款周转天数	48.7	37.9	28.8	30.0	30.0	30.0	
							固定资产周转天数	5.2	5.1	6.1	7.1	7.6	7.8	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	56.42%	52.00%	10.66%	11.41%	11.95%	13.91%	
							EBIT利息保障倍数	9.7	4.9	16.0	18.6	18.3	17.8	
							资产负债率	82.34%	80.91%	79.85%	79.79%	79.60%	79.24%	

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	5	30	61	96	222
增持	0	1	2	3	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.03	1.03	1.03	1.03

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	2022-04-30	买入	8.24	10.37
2	2022-06-10	买入	7.96	10.34
3	2022-08-27	买入	9.46	10.95
4	2022-10-27	买入	9.32	N/A
5	2023-04-30	买入	9.22	N/A
6	2023-08-30	买入	11.02	N/A
7	2023-10-27	买入	8.48	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

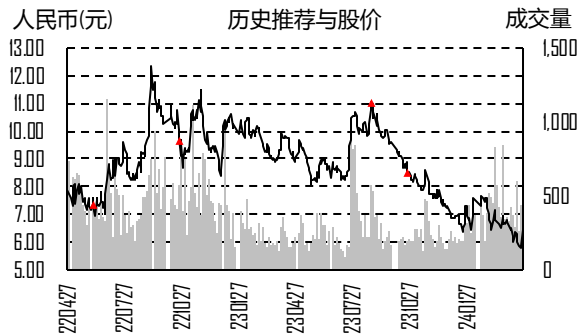
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



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。

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，而不应视本报告为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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806