



增持(首次)

所属行业: 房地产/房地产开发
当前价格(元): 8.13

证券分析师

金文曦

资格编号: S0120522100001

邮箱: jinwx@tebon.com.cn

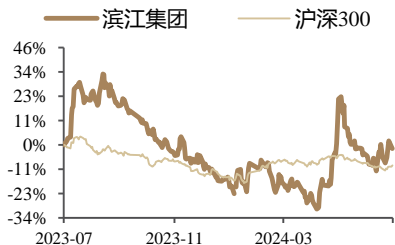
蔡萌萌

资格编号: S0120524050003

邮箱: caimm@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.26	-11.05	27.23
相对涨幅(%)	3.49	-7.15	27.60

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

区域聚焦强品质, 业绩稳健显韧性

滨江集团(002244.SZ)首次覆盖报告

投资要点

- 深耕浙江, 立足全国。**公司作为长三角房地产领军企业, 深耕浙江, 品牌优势显著, 2023年, 公司营业收入快速增长, 实现营业收入704.4亿元, 同比增长69.73%, 受计提存货跌价准备增加影响, 归母净利润25.29亿元, 同比下降32.41%。毛利率受市场环境有所调整, 但公司管理能力突出, 团队精干高效和产品标准化优势明显, 销售毛利率表现优于部分全国化布局房企。
- 积极拿地, 杭州土储占比6成。**近年来公司积极投资增厚大本营土储, 2023年, 新增项目计容建筑面积333万平方米, 权益土地款256亿元, 全口径新增货值1030亿元, 权益新增货值454亿元, 位列2023年中国房地产企业新增货值第9位。公司聚焦杭州, 深耕浙江, 2023年末公司土地储备中杭州占60%, 浙江省内非杭州的城市占比25%, 浙江省外占比15%。
- 销售业绩向好, 产品力认可度高。**2023年, 地产行业整体回调的大环境下, 公司依旧实现1534.7亿的销售额, 销售额基本同2022年持平, 行业排名从2022年的13名提升到2023年的11名。公司深耕杭州效果逐步显现, 杭州基本面良好, 截至2024年5月杭州市场去化周期13.75个月, 低于北京、上海等重点城市, 且在因城施策动态调整之下, 销售市场有望进一步改善, 从而利好公司销售; 同时, 公司建立五大产品类型, 打造标准化产品体系, 产品力获市场认可。
- 信用资质良好, 融资通畅。**2023年, 公司并表有息负债规模压降, 较2022年减少120亿元, 扣除预收款后的资产负债率为56.41%, 净负债率为15.08%, 现金短债比为2.42, 财务稳健, 杠杆水平持续降低, “三道红线”稳居“绿档”, 综合融资成本持续下降。
- 投资建议:**考虑到公司深耕浙江, 重仓基本面良好的杭州, 销售业绩增长稳健, 信用资质良好, 融资通畅, 我们预计2024-2026年公司房产销售业务营业收入预计将分别增长7.7%、3.5%、2.6%至758.47亿元、785.17亿元和805.52亿元, 归母净利润分别变动17.8%/20.1%/10.6%至29.79/35.77/39.54亿元, 每股收益预测为0.96/1.15/1.27元, 对应7月16日收盘价, PE分别为8X/7X/6X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示:**商品房销售超预期下跌风险; 区域布局单一风险; 存货跌价准备增加风险

股票数据

总股本(百万股):	3,111.44
流通A股(百万股):	2,657.29
52周内股价区间(元):	5.78-11.02
总市值(百万元):	25,296.04
总资产(百万元):	283,196.38
每股净资产(元):	8.33

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	41,502	70,443	75,847	78,517	80,552
(+/-)YOY(%)	9.3%	69.7%	7.7%	3.5%	2.6%
净利润(百万元)	3,742	2,529	2,979	3,577	3,954
(+/-)YOY(%)	23.6%	-32.4%	17.8%	20.1%	10.6%
全面摊薄EPS(元)	1.20	0.81	0.96	1.15	1.27
毛利率(%)	17.5%	16.8%	15.7%	16.2%	16.6%
净资产收益率(%)	15.9%	10.0%	10.7%	11.5%	11.5%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 滨江集团：深耕浙江，逆势增长.....	5
1.1. 深耕浙江，立足全国.....	5
1.2. 股权结构稳定.....	5
1.3. 结转增厚营收，减值影响净利润.....	6
2. 积极投资增厚土储，巩固区域深耕优势.....	7
2.1. 逆势补仓，土地储备丰厚.....	7
2.2. 杭州区域优势凸显，成长空间广阔.....	9
2.2.1. 杭州经济再上新台阶，人口持续流入提供稳定购买力.....	9
2.2.2. 市场下行，杭州楼市逆势走出独立行情.....	10
2.3. 深耕浙江，逐步扩张提升市场占有率.....	11
3. 销售排名提升，产品力认可度高.....	12
3.1. 销售排名持续提升，坐稳区域龙头.....	12
3.2. 标准化构筑稳健底盘，产品力赋能长期发展.....	15
4. 财务稳健，融资通畅.....	17
5. 盈利预测与估值.....	19
5.1. 盈利预测.....	19
5.2. 可比公司估值.....	20
6. 风险提示.....	20

图表目录

图 1: 滨江集团发展历程	5
图 2: 截至 2024 年 7 月 1 日, 公司股权结构稳定	6
图 3: 2023 年公司实现营业收入 704.43 亿元, 同比+69.73%	6
图 4: 2023 年公司实现归母净利润 25.29 亿元, 同比-32.41%	6
图 5: 2023 年公司毛利率平稳, 净利率进一步下滑	7
图 6: 2023 年公司财务费用率明显下滑	7
图 7: 2023 年公司销售毛利率略高于保利发展、招商蛇口等重点房企	7
图 8: 2023 年公司新增 33 个土地项目储备	8
图 9: 2023 年中国房地产企业新增货值 TOP10	8
图 10: 2023 年公司拿地强度低于 40%	8
图 11: 近年公司新增土储权益比例	8
图 12: 公司土储总建面中杭州占比整体提升	8
图 13: 2023 年公司总土储建筑面积中杭州占比约 71%	8
图 14: 2023 年杭州市 GDP 达到 2.01 万亿, 同比增长 5.6%	9
图 15: 杭州城镇居民人均可支配收入明显高于全国平均水平	9
图 16: 杭州房价收入比明显低于一线城市	9
图 17: 杭州中心城区租金回报率低于上海, 高于北京和广深	9
图 18: 杭州连续多年保持人口净流入	10
图 19: 2023 年杭州常住人口增加 14.6 万人, 增量高于上海、深圳	10
图 20: 杭州商品房市场份额整体提升	10
图 21: 2023 年杭州商品房市场下行幅度低于全国	10
图 22: 2023 年杭州土地出让金仅次于上海	11
图 23: 杭州去化周期整体低于北京、上海等重点城市	11
图 24: 2023 年, 公司位列浙江省权益拿地金额第二位	12
图 25: 2023 年浙江省内拿地权益金额	12
图 26: 2023 年滨江集团以 187 亿位列杭州市场拿地金额第二位	12
图 27: 2020-2023 年公司杭州土储占比保持在 6 成左右	12
图 28: 2023 年滨江集团销售额同比降幅低于全国商品房销售额同比降幅	13
图 29: 2022-2023 年全国商品房销售额持续调整	13
图 30: 2019-2023 年公司销售权益比先升后降	13
图 31: 2023 年公司实现销售金额 1534.7 亿元, 同比微降	14
图 32: 公司合同负债持续增长, 为未来收入增长奠定基础	14

图 33: 2023 年杭州房地产企业销售额 TOP10.....	14
图 34: 2023 年杭州房地产企业销售面积 TOP10	14
图 35: 2020-2023 年中国房地产企业全口径销售排行榜 TOP30	14
图 36: 2024 年公司将继续推进实施“1+5”的发展战略.....	15
图 37: 滨江集团产品体系	16
图 38: 2023 年公司管理费用率较 2022 年下降 0.41 个百分点.....	17
图 39: 2023 年末公司房地产板块员工 1076 人, 人均销售额 1.43 亿元.....	17
图 40: 有息负债规模保持合理水平, 2023 年有息负债较 2022 年压降 120 亿元.....	18
图 41: 2020-2023 年公司财务稳健, “三道红线”始终保持“绿档”水平.....	18
图 42: 融资途径中 2023 年银行贷款占比近 80%.....	18
图 43: 公司 3 年以上的长期债务占比整体提升	18
图 44: 近年公司融资成本持续下降	19
表 1: 2023 年度中国房地产企业人力资本价值 TOP10	17
表 2: 公司 2024-2026 年盈利预测	19
表 3: 可比公司估值	20

1. 滨江集团：深耕浙江，逆势增长

1.1. 深耕浙江，立足全国

滨江集团作为长三角房地产领军企业，秉承“创造生活，建筑家”的专业理念，形成了“团队、管理、品牌、金融、合作、服务”六大核心竞争优势。公司成立于1992年，1997年取得国家一级开发资质。1999年，公司完成转制，成为杭州首家成功转制的房地产企业。2007年，绍兴金色家园项目落地，公司正式迈出异地扩张的步伐；2008年5月29日，公司在深圳成功上市，成为该年度唯一一家国内A股IPO上市的房地产企业。2023年公司全年实现销售额1534.7亿元，公司位列中国房地产企业销售额第11位，行业影响力不断提高。

图 1：滨江集团发展历程

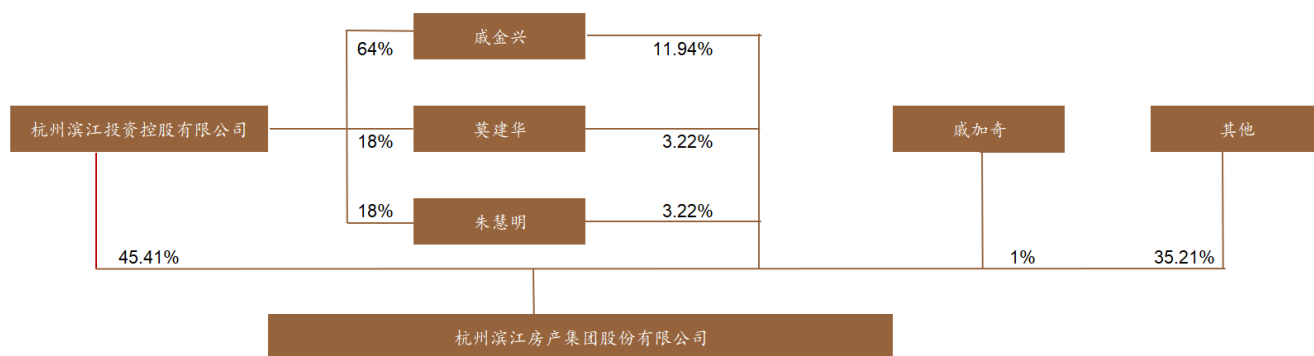


资料来源：公司官网，中指研究院微信公众号，公司公告，德邦研究所

1.2. 股权结构稳定

股权结构稳定。截至2024年7月1日，公司第一大股东为杭州滨江投资控股有限公司，持有公司45.41%股份，实际控制人为戚金兴，直接持股11.94%。杭州滨江投资控股有限公司与戚金兴、戚加奇存在一致行动关系，股权结构稳定集中。

图 2：截至 2024 年 7 月 1 日，公司股权结构稳定

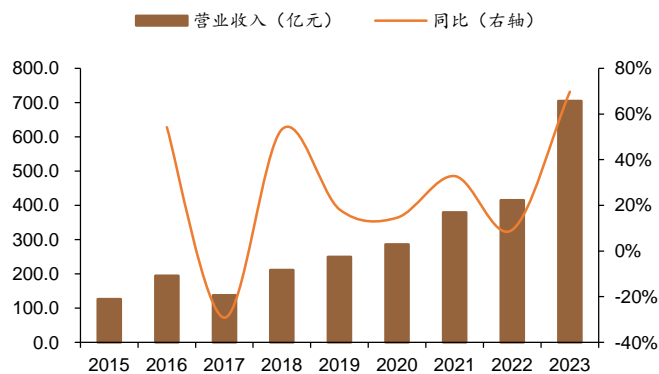


资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

1.3. 结转增厚营收，减值影响净利润

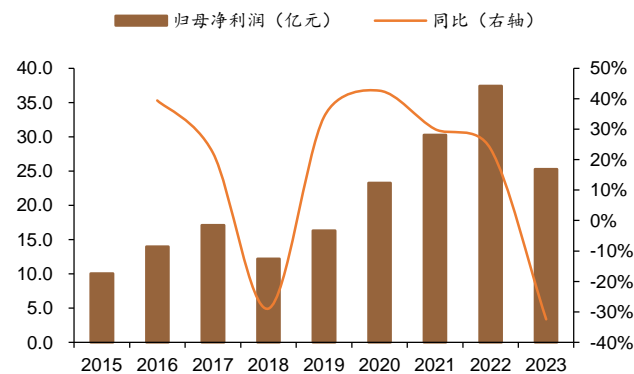
营业收入保持快速增长，计提减值影响净利润。2023 年度，公司整体销售状况良好，实现销售额 1534.7 亿元，较 2022 年基本持平，位列克而瑞销售排名第 11 名，较 2022 年提升 2 名，并连续 6 年荣获杭州市场销售冠军。2023 年公司营业收入快速增长，实现营业收入 704.4 亿元，同比增长 69.73%，受计提存货跌价准备增加影响，实现归母净利润 25.3 亿元，同比下降 32.41%。

图 3：2023 年公司实现营业收入 704.43 亿元，同比+69.73%



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

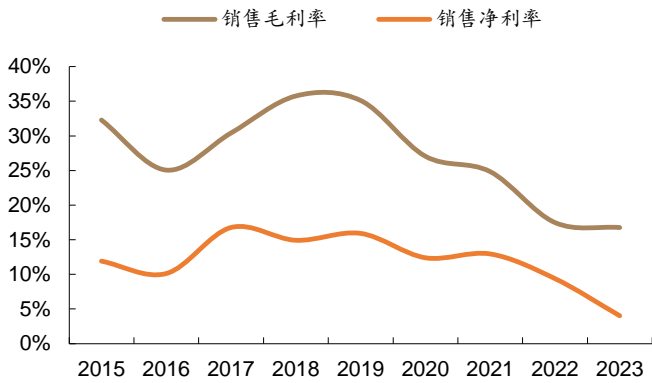
图 4：2023 年公司实现归母净利润 25.29 亿元，同比-32.41%



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

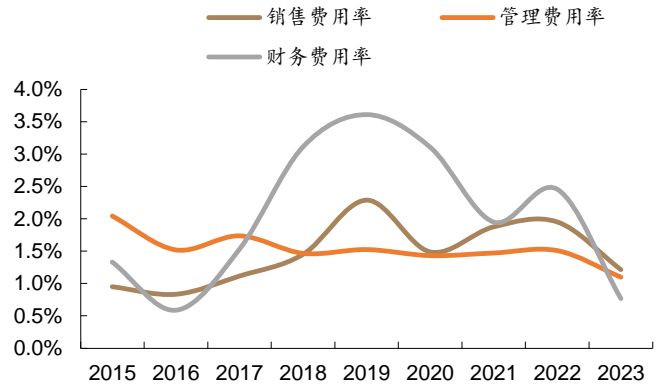
毛利率有所下降，但仍优于竞争对手。2023 年，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 1.22%、1.1%和 0.77%，与 2022 年底相比，三项费用率均下降，体现了强大的费用管理和成本管控能力。从利润率方面看，受前期低毛利项目进入结转周期，房地产销售毛利率进入下行通道，在此背景之下，公司毛利率、净利率也有所下降，2023 年，公司毛利率为 16.76%，较 2022 年底下降 0.72pct，由于 2023 年计提存货跌价准备增加，净利率为 4.05%。

图 5：2023 年公司毛利率平稳，净利率进一步下滑



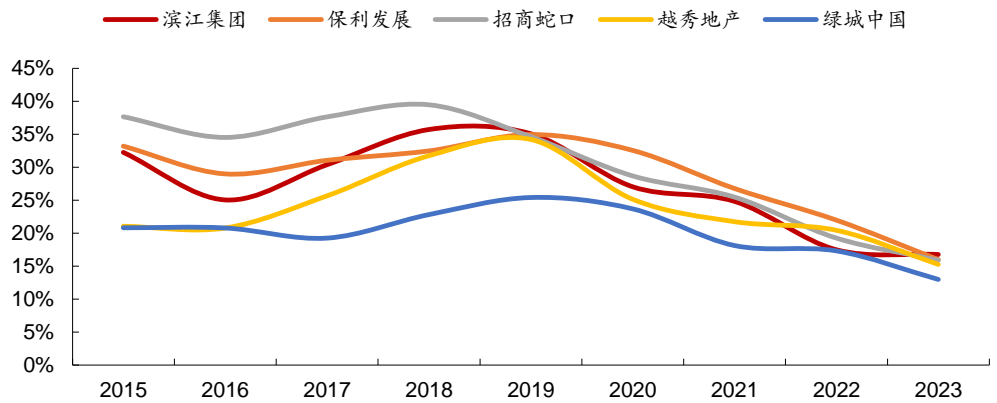
资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

图 6：2023 年公司财务费用率明显下滑



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

图 7：2023 年公司销售毛利率略高于保利发展、招商蛇口等重点房企



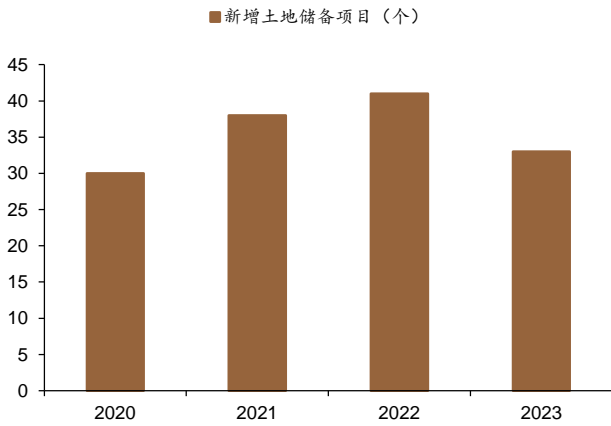
资料来源：iFind，各公司公告，德邦研究所

2. 积极投资增厚土储，巩固区域深耕优势

2.1. 逆势补仓，土地储备丰厚

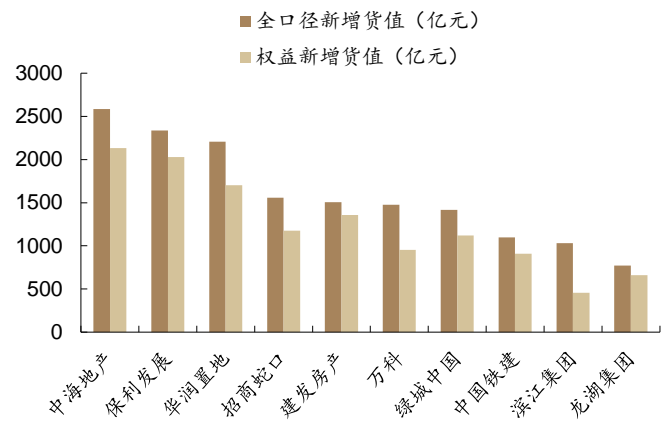
拿地态势积极，逆势补仓。近年来公司拿地坚持区域深耕，坚持把房地产主业做精、做优、做强，2023 年在土地市场上收获 33 个项目，其中杭州 27 个，进一步巩固在杭州市场的份额。2023 年，新增项目计容建筑面积 333 万平方米，权益土地款 256 亿元，全口径新增货值 1030 亿元，权益新增货值 454 亿元，位列 2023 年中国房地产企业新增货值第 9 位。

图 8: 2023 年公司新增 33 个土地项目储备



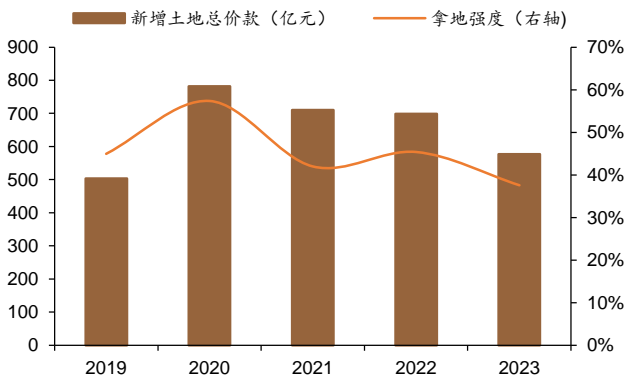
资料来源: 公司历年年报, 德邦研究所

图 9: 2023 年中国房地产企业新增货值 TOP10



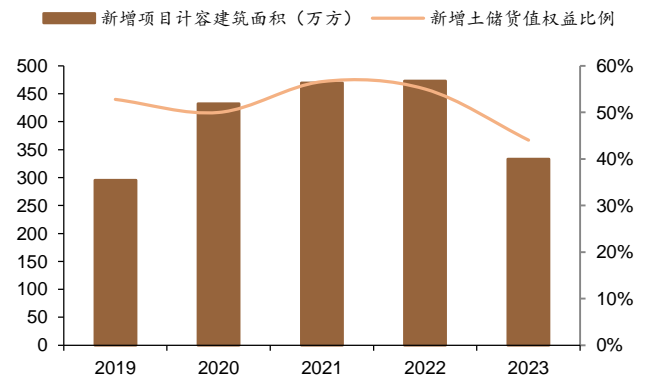
资料来源: 中指院, 土地情报站, 德邦研究所

图 10: 2023 年公司拿地强度低于 40%



资料来源: iFind, 公司历年年报, 德邦研究所

图 11: 近年公司新增土储权益比例

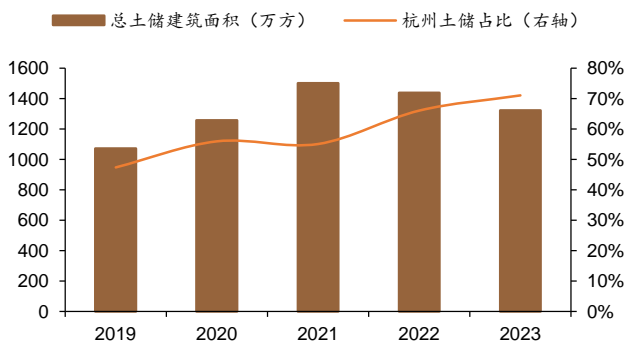


资料来源: 公司历年年报, 克而瑞, 德邦研究所

注: 2023 年新增土储货值权益比例根据克而瑞数据计算得到

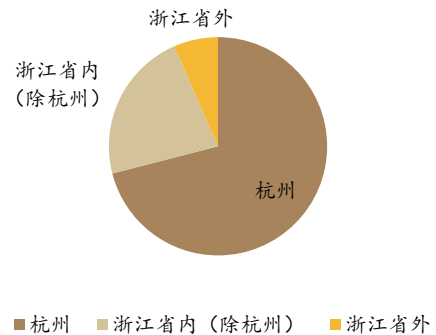
土地储备充足, 保障公司可持续发展。截至 2023 年末, 公司土地储备总占地面积 586.32 万平方米, 总建筑面积 1320.31 万平方米, 其中杭州总建筑面积占比约 71%。充足的土地储备可为公司未来发展提供良好保障。

图 12: 公司土储总建面中杭州占比整体提升



资料来源: 公司历年年报, 德邦研究所

图 13: 2023 年公司总土储建筑面积中杭州占比约 71%



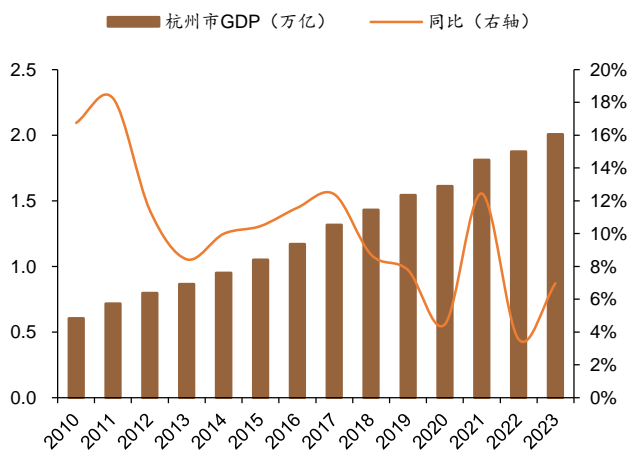
资料来源: 公司 2023 年年报, 德邦研究所

2.2. 杭州区域优势凸显，成长空间广阔

2.2.1. 杭州经济再上新台阶，人口持续流入提供稳定购买力

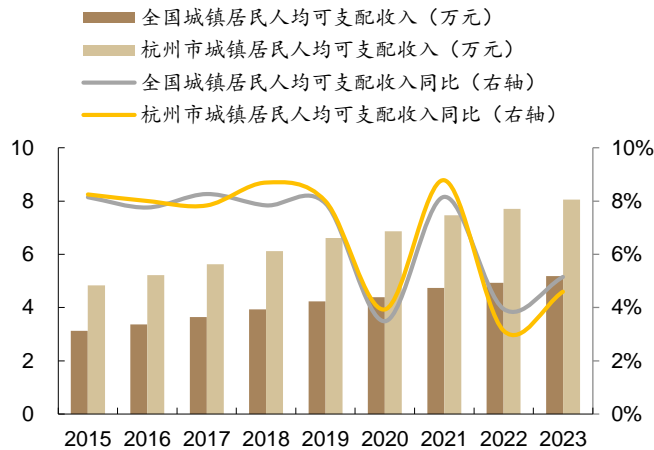
杭州经济总量再上新台阶，人口购买力强。杭州经济持续发展，实现从“1万亿方阵”到“2万亿方阵”的跨越，2015年，杭州经济总量突破万亿，成为全国第10个跻身“1万亿方阵”的城市，2023年，杭州GDP达到2.01万亿元，同比增长5.6%，成为全国7个城市之后新一个经济总量突破2万亿的城市，工业投资首破千亿，上市公司首破300家，人才总量超过300万人。杭州经济总量持续腾飞，杭州城镇居民人均可支配收入明显高于全国城镇居民人均可支配收入，良好的经济收入水平有助于为楼市提供持续性的购买力。

图 14: 2023 年杭州市 GDP 达到 2.01 万亿，同比增长 5.6%



资料来源: iFind, 德邦研究所

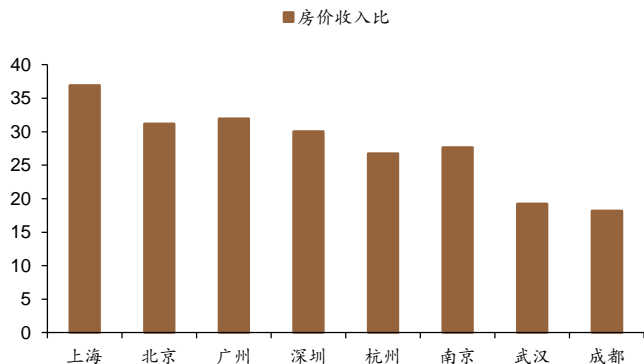
图 15: 杭州城镇居民人均可支配收入明显高于全国平均水平



资料来源: iFind, 德邦研究所

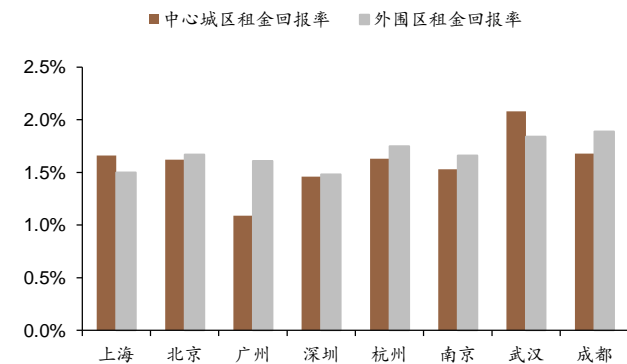
杭州房价收入比低于一线城市和南京，租金回报率可媲美一线城市。根据 Numbeo 数据，截至 2024 年 6 月 19 日，杭州房价收入比为 26.74，低于上海 (36.91)、北京 (31.17)、广州 (31.93)、深圳 (30.04)；杭州中心城区租金回报率 1.63%，略低于上海 (1.66%)、高于北京 (1.62%)、广州 (1.09%)、深圳 (1.46%)，外围区域租金回报率杭州约为 1.75%，高于四大一线城市。

图 16: 杭州房价收入比明显低于一线城市



资料来源: Numbeo, 德邦研究所
注: 数据截至 2024 年 6 月 19 日

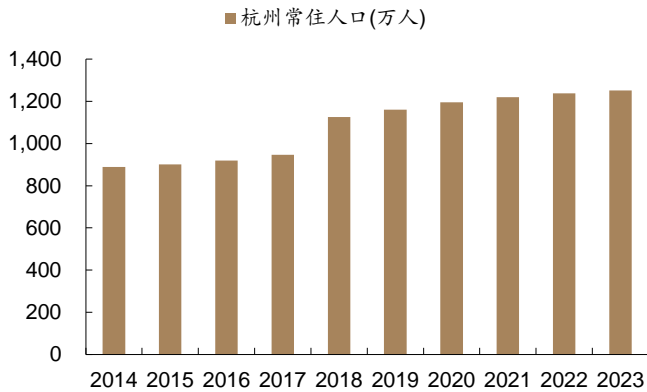
图 17: 杭州中心城区租金回报率低于上海，高于北京和广深



资料来源: Numbeo, 德邦研究所
注: 数据截至 2024 年 6 月 19 日

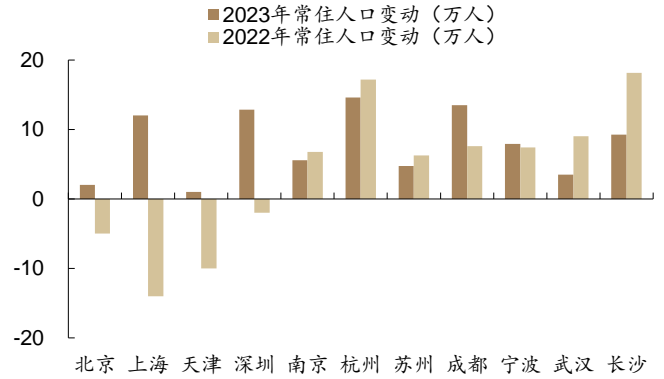
人口持续保持净流入，实现从特大城市到超大城市的大跨越。杭州良好的经济发展基础持续吸引人才流入，2023年杭州人才超过300万人。2015年杭州首次跻身全国特大城市，8年来，杭州持续带动产业集聚、人口集聚、创新集聚，城区总人口突破千万，达到1002.1万人，成为全国10个超大城市之一。2023年，杭州常住人口达到1252.2万人，2014年以来持续保持人口净流入，杭州经济发展迅速，拥有较多优质企业，较强的人口吸附力可以提供持续的购房需求。

图 18：杭州连续多年保持人口净流入



资料来源：iFind，德邦研究所

图 19：2023 年杭州常住人口增加 14.6 万人，增量高于上海、深圳

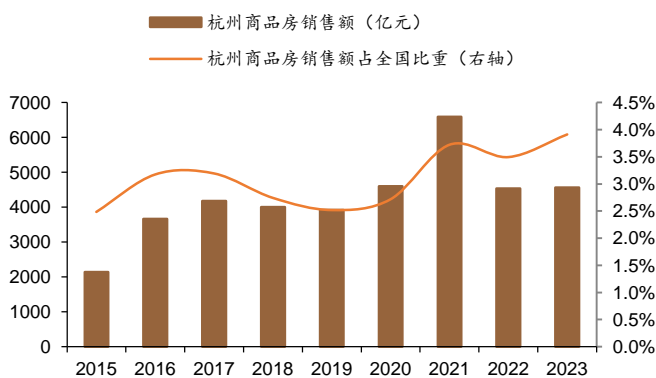


资料来源：iFind，德邦研究所

2.2.2. 市场下行，杭州楼市逆势走出独立行情

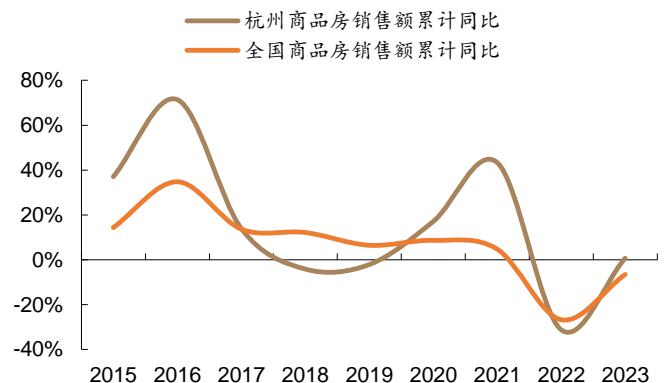
全国房地产市场持续调整，杭州楼市走出独立行情。2023年全国商品房销售额较2022年进一步下滑，同比较2022年下滑6.5%。逆境之下，多重政策利好刺激，叠加亚运会的顺利举办，2023年杭州楼市走出独立行情，全年实现商品房销售额4564.23亿元，环比2022年基本持平，但占全国商品房销售额的市场份额则从2022年的3.5%提升至2023年末的3.91%。

图 20：杭州商品房市场份额整体提升



资料来源：iFind，德邦研究所

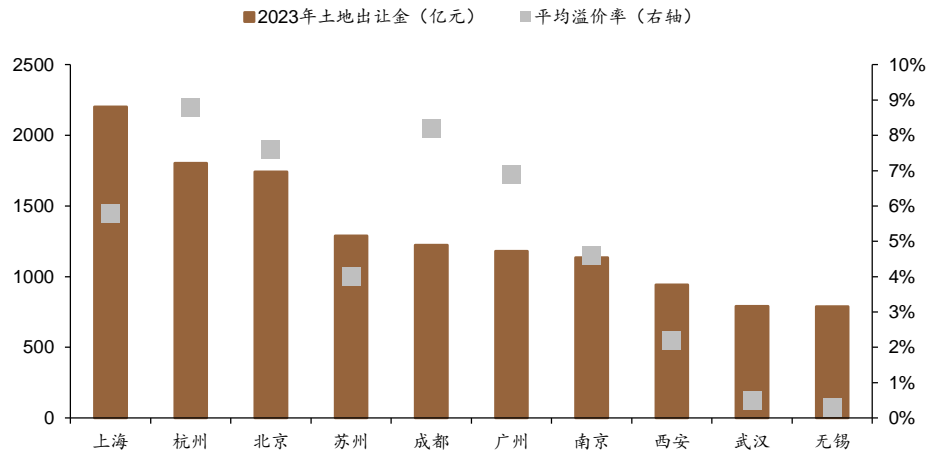
图 21：2023 年杭州商品房市场下行幅度低于全国



资料来源：iFind，德邦研究所

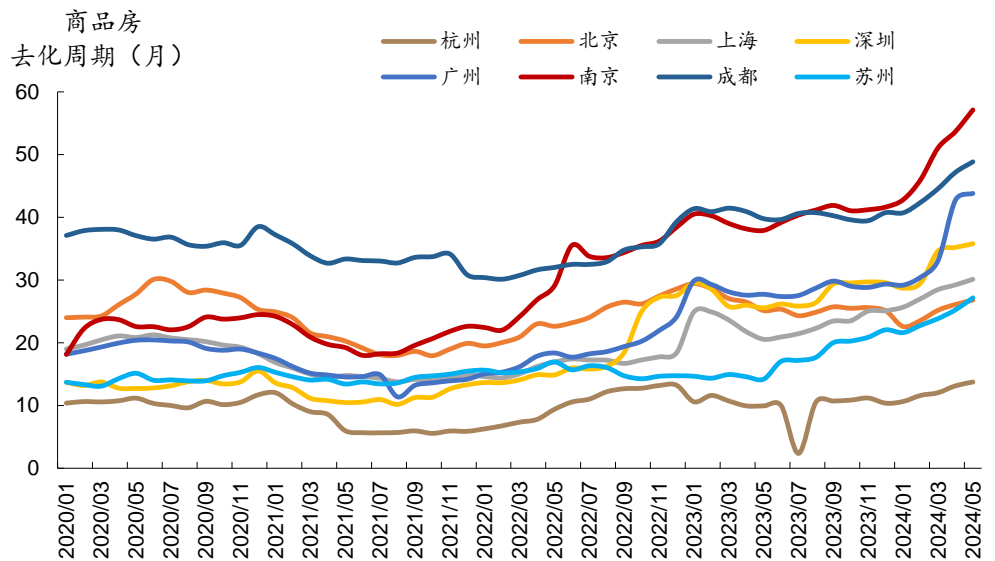
杭州土拍市场表现突出，土地出让揽金仅次于上海。2023年杭州共成交宅地132宗，规划建筑面积1015万平方米，平均溢价率8.8%，宅地成交金额1803亿元，仅次于上海。杭州楼市良好的销售去化表现，经营安全边际相对较高，吸引开发商纷纷选择落子杭州，2023年杭州土地出让金1802亿元，仅次于上海。

图 22: 2023 年杭州土地出让金仅次于上海



资料来源: 中指研究院, 德邦研究所

图 23: 杭州去化周期整体低于北京、上海等重点城市



资料来源: 中指研究院, 德邦研究所

2.3. 深耕浙江, 逐步扩张提升市场占有率

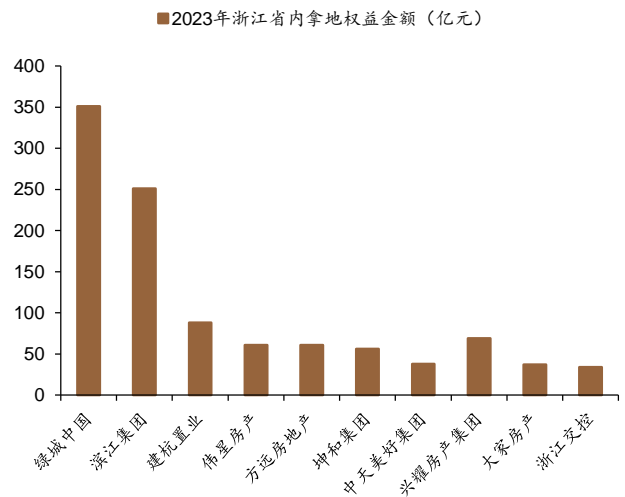
深耕浙江, 拿地聚焦优质区域。在房地产整体销售持续回调的情况下, 房地产企业拿地投资更加审慎聚焦, 拿地策略整体“趋同”, 核心城市、核心区位的土地竞争更加激烈, 尤其是长三角热门城市的土地市场竞争更加激烈。2023 年公司在浙江省内权益拿地金额 251 亿元, 仅次于绿城中国, 区域布局上, 公司将聚焦杭州、深耕浙江、浙江省外重点关注上海。

图 24: 2023 年, 公司位列浙江省权益拿地金额第二位

排名	企业	拿地金额 (亿元)	排名	企业	拿地面积 (万m ²)
1	绿城中国	351	1	绿城中国	182
2	滨江集团	251	2	滨江集团	146
3	建发房产	162	3	东阳城建	87
4	保利发展	116	4	中交投资	83
5	中海地产	99	5	建发房产	81
6	建杭置业	88	6	两山国控集团	80
7	招商蛇口	81	7	双江湖开发	79
8	华润置地	78	8	龙港国资运营	70
9	东阳城建	71	9	中建国际投资	70
10	永康城市建设投资集团	70	10	方远房地产集团	69

资料来源: 中指研究院, 德邦研究所

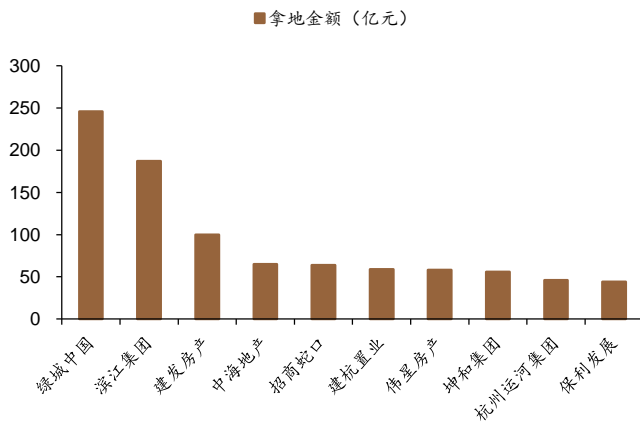
图 25: 2023 年浙江省内拿地权益金额



资料来源: 中指研究院, 德邦研究所

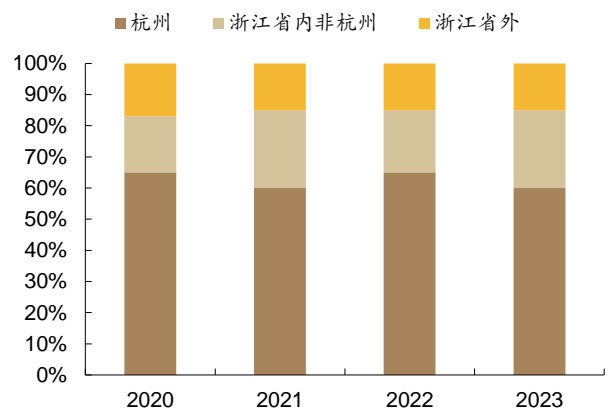
持续耕耘杭州市场, 杭州市场土储占比约 6 成。公司起家于杭州, 长期聚焦杭州市场, 2023 年公司土地储备可售货值在杭州占比 60%, 浙江省内非杭州的城市包括金华、宁波、嘉兴、湖州、温州、台州等经济基础扎实的二三线城市占比 25%, 浙江省外占比 15%。

图 26: 2023 年滨江集团以 187 亿位列杭州市场拿地金额第二位



资料来源: 中指研究院, 土地情报站, 德邦研究所

图 27: 2020-2023 年公司杭州土储占比保持在 6 成左右



资料来源: 公司历年年报, 德邦研究所

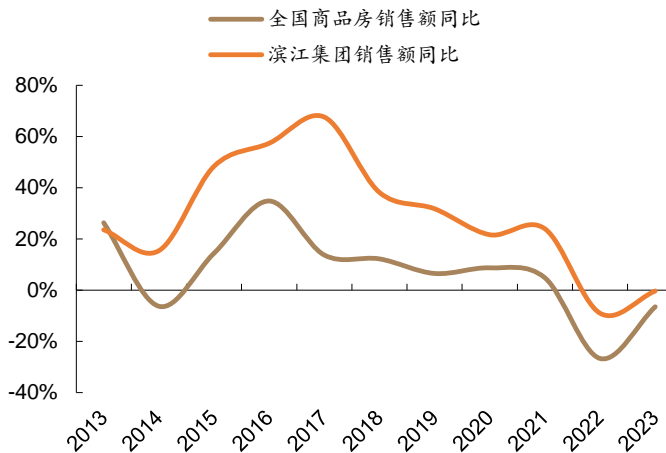
3. 销售排名提升, 产品力认可度高

3.1. 销售排名持续提升, 坐稳区域龙头

2023 年商品房销售持续调整, 销售排名逆势提升。2023 年全国商品房销售规模较 2022 年进一步下滑, 2023 年全国实现商品房销售额 11.66 万亿, 同比下降 6.5%, 滨江集团 2023 年销售金额较 2022 年下滑不足 1%, 公司销售额降幅低于全国商品房销售额降幅。近期, 地产政策端利好持续释放, 2024 年 5 月 17 日, 央行下调首套房/二套房最低首付比例分别至 15%/25%, 降低公积金贷款利率, 取消全国层面首套住房和二套住房商业贷款利率下限, 中央层面政策利好持续释放, 叠加地方政府因城施策, 优化地产政策, 有助于改善行业预期, 推动商品房销售

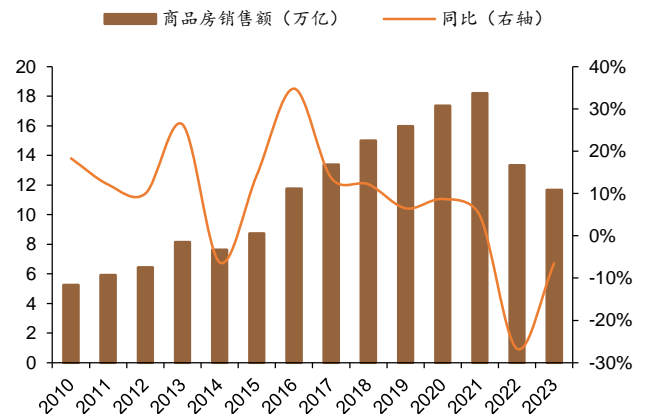
逐步企稳回升。

图 28：2023 年滨江集团销售额同比降幅低于全国商品房销售额同比降幅



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

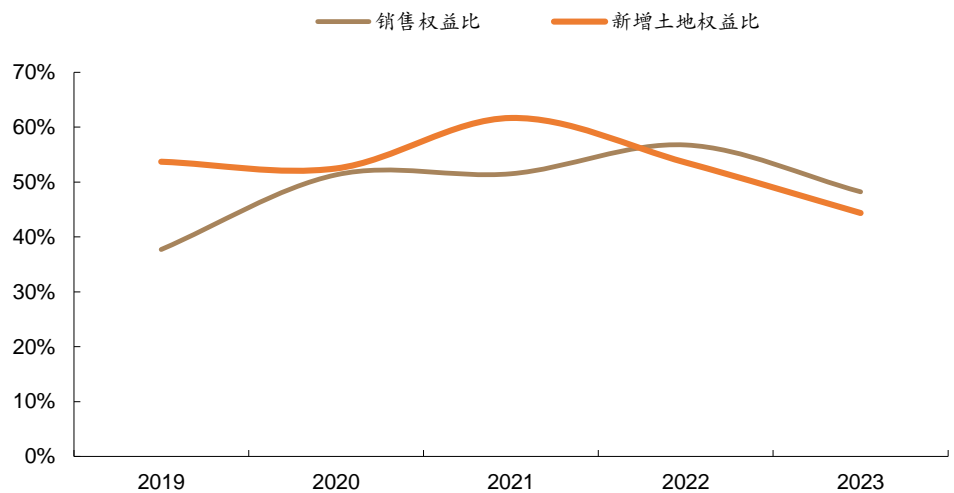
图 29：2022-2023 年全国商品房销售额持续调整



资料来源：iFind，德邦研究所

销售权益比先升后降，2023 年销售权益比有所下降。土地投资作为观测销售状况的重要前瞻指标，2022 年房地产市场销售下行以来，房地产企业普遍调整投资拓展策略，核心城市、核心区域的竞争更加激烈。公司新增土地权益比指标在 2021 年达到近 5 年最高，随后 2022 年销售权益比达到近 5 年最高，2023 年销售权益比有所下降。

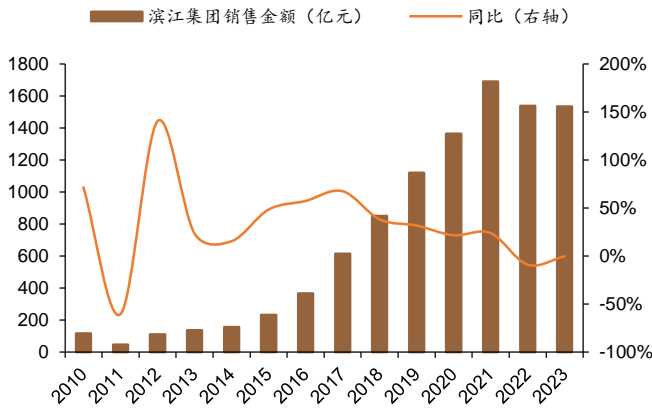
图 30：2019-2023 年公司销售权益比先升后降



资料来源：克而瑞，公司公告，德邦研究所

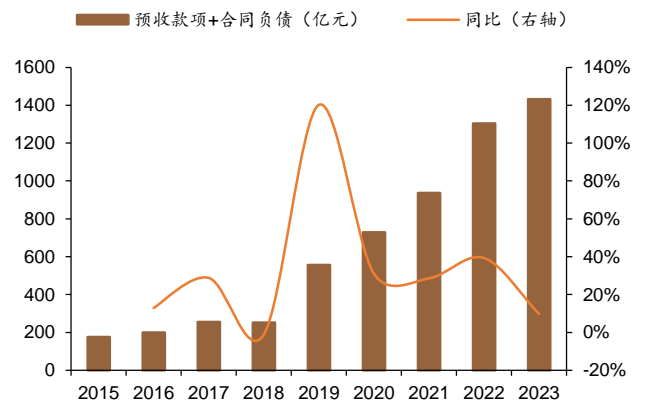
销售额受市场环境略有调整，但总体韧性较强。2023 年全年商品房销售市场持续调整，公司在整体市场环境竞争激烈、销售承压的情况下，实现超过 1500 亿的销售金额，位列克而瑞销售排行榜第 11 位，完成年度销售目标——占全国商品房销售额的 1%，确保全国排名前 20 名，争取 15 名。根据克而瑞数据，2023 年公司全年销售金额达到 1534.7 亿元，同比微降 0.28%，业绩韧性较强。同时公司预收款项和合同负债持续增长，为未来收入确认的增长奠定基础，随着地产支持性政策的进一步出台与市场情绪的回暖，公司销售业绩有望进一步提升。

图 31: 2023 年公司实现销售金额 1534.7 亿元, 同比微降



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

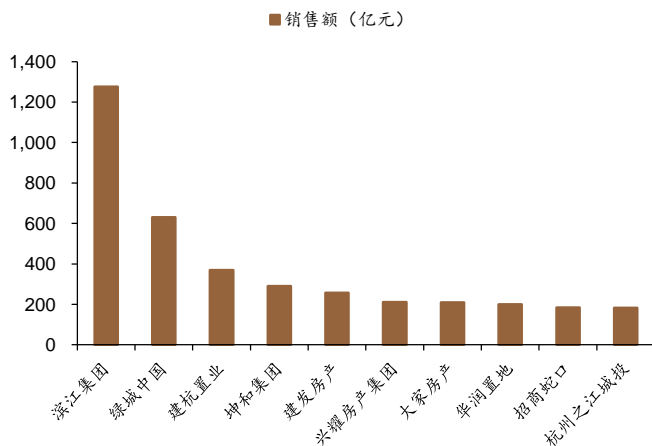
图 32: 公司合同负债持续增长, 为未来收入增长奠定基础



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

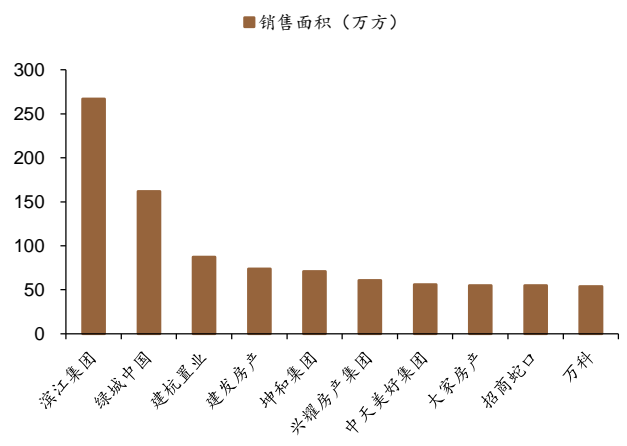
夯实大本营, 成就杭州市场销售冠军。2023 年公司在杭州销售额接近 1300 亿元, 销售面积为 267.2 万方, 均位居杭州房企业绩排行榜首位, 区域深耕优势显著, 杭州的销售规模超过绿城中国、建发房产、华润置地、招商蛇口等全国化布局的品牌房企, 且公司具有区域深耕与拿地优势, 未来有望受益于杭州市场的销售改善, 公司有望进一步稳定在杭州市场的销售份额, 进一步稳固区域龙头地位。

图 33: 2023 年杭州房地产企业销售额 TOP10



资料来源: 中指研究院雪球官方号, 德邦研究所

图 34: 2023 年杭州房地产企业销售面积 TOP10



资料来源: 中指研究院雪球官方号, 德邦研究所

图 35: 2020-2023 年中国房地产企业全口径销售排行榜 TOP30

排名	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
1	碧桂园	碧桂园	碧桂园	保利发展
2	中国恒大	万科地产	保利发展	万科地产
3	万科地产	融创中国	万科地产	中海地产
4	融创中国	保利发展	华润置地	华润置地
5	保利发展	中国恒大	中海地产	招商蛇口
6	中海地产	中海地产	招商蛇口	碧桂园
7	绿地控股	招商蛇口	金地集团	绿城中国
8	世茂集团	华润置地	绿城中国	建发房产
9	华润置地	绿地控股	龙湖集团	龙湖集团
10	招商蛇口	龙湖集团	建发房产	金地集团
11	龙湖集团	金地集团	融创中国	滨江集团
12	新城控股	世茂集团	中国金茂	越秀地产

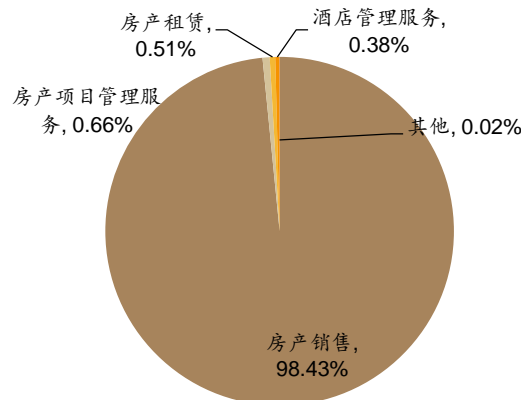
13	金地集团	绿城中国	滨江集团	中国金茂
14	旭辉集团	旭辉集团	绿地控股	华发股份
15	中国金茂	中国金茂	中国铁建	中国铁建
16	金科集团	新城控股	越秀地产	绿地控股
17	中南置地	中南置地	旭辉集团	融创中国
18	阳光城	金科集团	华发股份	新城控股
19	绿城中国	阳光城	新城控股	旭辉集团
20	中梁控股	中梁控股	远洋集团	中交房地产
21	融信集团	建发房产	首开股份	中国中铁
22	正荣集团	滨江集团	世茂集团	美的置业
23	龙光集团	龙光集团	卓越集团	首开股份
24	富力地产	融信集团	美的置业	中国恒大
25	佳兆业	正荣集团	电建地产	卓越集团
26	雅居乐	中国铁建	金科集团	联发集团
27	滨江集团	雅居乐	仁恒置地	保利置业
28	荣盛发展	美的置业	中交房地产	城建集团
29	奥园集团	远洋集团	中南置地	国贸地产
30	祥生集团	荣盛发展	中梁控股	大悦城控股

资料来源：克而瑞，德邦研究所

3.2. 标准化构筑稳健底盘，产品力赋能长期发展

推行“1+5”发展战略，做精、做优、做强主业。公司主营房地产业务，保持千亿以上销售规模，并搭建“服务+租赁+酒店+养老+产业投资”的企业多元发展新蓝图。2023年，公司房产销售、房产项目管理服务、房产租赁、酒店管理服务占营业收入的比重分别为98.43%、0.66%、0.51%和0.38%。2024年，公司将继续推进实施“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。房地产销售是公司的主营业务，占据营业收入的比重较大，随着公司聚焦优势城市、优势地段、优势产品领域，房产销售规模有望实现全国排名在15名以内的目标。

图 36：2024 年公司将继续推进实施“1+5”的发展战略



资料来源：公司公告，德邦研究所
注：图表数据为 2023 年营收结构

打造标准化产品体系，满足差异化需求。在产品研发方面，公司已建立“A+、A、B+、B、C”等五大产品类型，并将标准化体系进一步延伸到物业服务、小区配套及专业服务等行业。公司致力于开发出满足消费者差异化需求的各类住宅产品，覆盖各层次消费者，为未来的产品复制和异地拓展奠基。

图 37：滨江集团产品体系

产品系列	内容	代表作品 1	代表作品 2
“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		
		湘湖壹号	武林壹号
“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		
		上海公园壹号	锦绣之城
“B+” 系列产品	以金色黎明、凯旋门、金色江南为代表的高品质毛坯为主的住宅（幕墙立面）		
		金色黎明	凯旋门
“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（面砖或真石漆立面）		
		江南之星	东方星城
“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		
		临安天目山小镇	武林壹号写字楼

资料来源：公司官网，德邦研究所

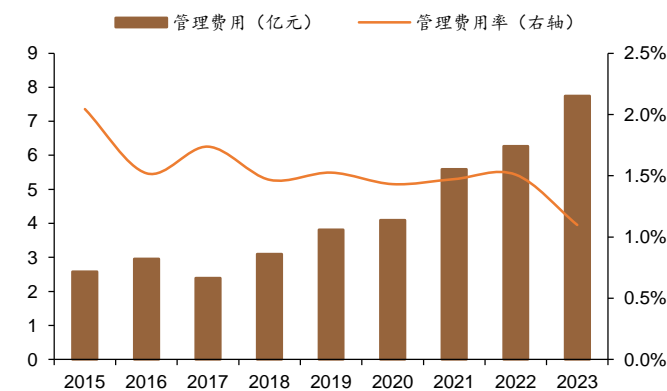
团队精干高效，已形成一支能准确把握时间、控制成本、保证品质、高度稳定的优秀团队。团队能力方面，截至 2023 年末，公司房地产板块员工 1076 人，按 2023 年全年 1534.7 亿元销售额计算，人均销售额 1.43 亿，较 2022 年末人均 1.37 亿销售额进一步提升，公司人员精干高效，在全国、全省都具有领先优势。

表 1: 2023 年度中国房地产企业人力资本价值 TOP10

排名	公司简称
1	保利发展
2	中海地产
3	滨江集团
4	招商蛇口
5	龙湖集团
6	华润置地
7	金地集团
8	万科地产
9	绿城中国
10	中国金茂

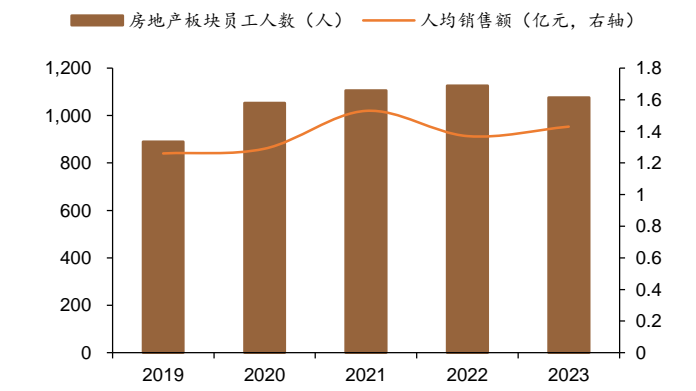
资料来源: 克而瑞上海官方网易号, 德邦研究所

图 38: 2023 年公司管理费用率较 2022 年下降 0.41 个百分点



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

图 39: 2023 年末公司房地产板块员工 1076 人, 人均销售额 1.43 亿元



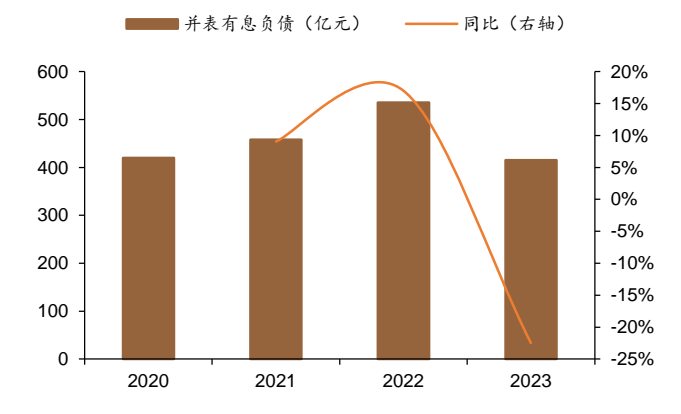
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

产品力社会认可度高, 坚守品质输出。公司品牌优势明显, 建立有效的创新团队, 建筑、装修、环境、配套、设施设备等等, 都有创新的成分和引领行业的标准。同时, 公司做好品质标杆建设, 进入每一个区域、每一个城市、每一个区块, 都要做综合方面的标杆。

4. 财务稳健, 融资通畅

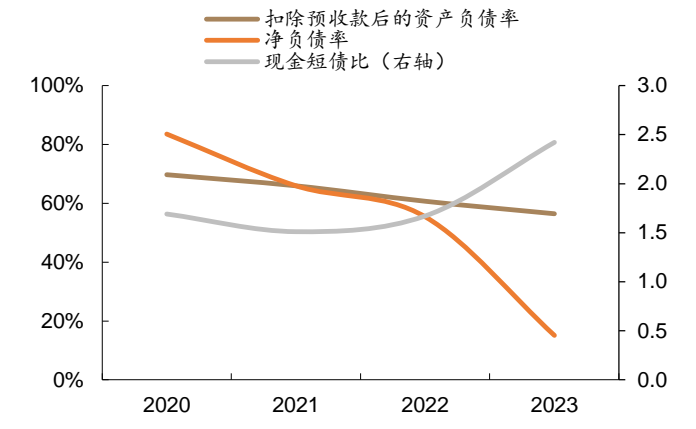
财务稳健, “三道红线”保持“三道绿线”。截至 2023 年, 公司并表有息负债规模 415.18 亿元, 较 2022 年 535.45 亿元的有息负债压降 120 亿元, 扣除预收款后的资产负债率为 56.41%, 净负债率为 15.08%, 现金短债比为 2.42, 财务稳健, 杠杆水平持续降低, 2024 年乃至未来 2-3 年甚至更长时间, 公司继续将有息负债水平控制在合理范围内, 2023 年“三道红线”持续保持“绿档”, 持续保持在行业中的优势。

图 40: 有息负债规模保持合理水平, 2023 年有息负债较 2022 年压降 120 亿元



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

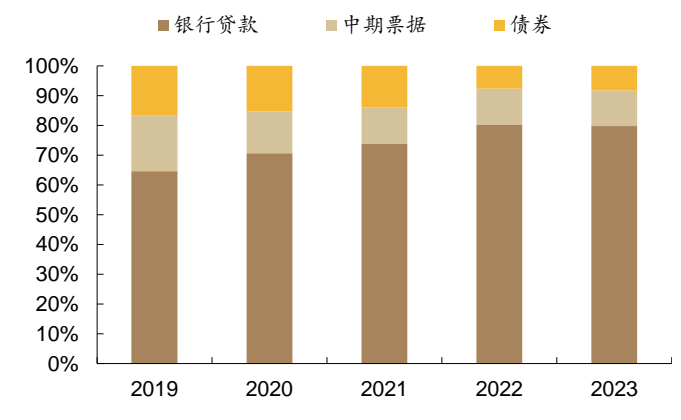
图 41: 2020-2023 年公司财务稳健, “三道红线” 始终保持“绿档” 水平



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

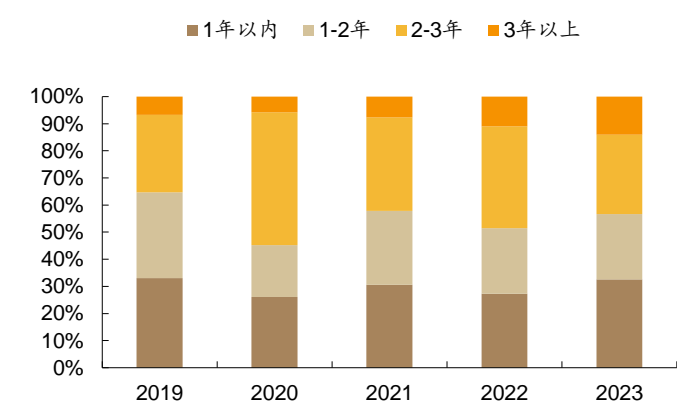
债务结构优良, 融资期限合理。融资途径方面, 截至 2023 年末, 公司银行贷款占比达到 79.75%, 票据与债券占比分别为 11.97%和 8.28%。债务期限构成方面, 截至 2023 年末, 公司 1 年之内到期融资占比最大, 达到 32.53%; 3 年以上的到期融资占比从 2019 年的 6.79%上升至 2023 年末的 14.04%, 长期债务占比持续提升, 债务结构不断优化。

图 42: 融资途径中 2023 年银行贷款占比近 80%



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

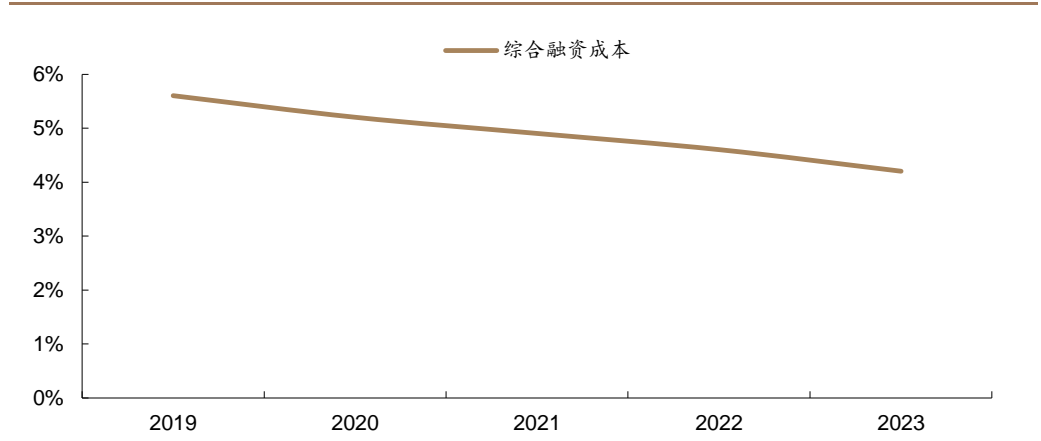
图 43: 公司 3 年以上的长期债务占比整体提升



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

融资成本持续下降, 授信额度储备充裕。公司债务结构不断优化, 良好的资信受市场认可。2020 年 6 月, 联合信用评级有限公司将公司主体信用评级由 AA+ 提升至 AAA, 成为浙江省内第一家获得 AAA 评级的房地产上市公司。2019 年至 2023 年末, 公司融资成本从 5.6%下降至 4.2%。同时, 公司授信额度储备充足, 截至 2023 年末, 公司共获银行授信总额度 1217.23 亿元, 较上年末增加 2.86%, 授信额度剩余可用 815.78 亿元, 占总额度的 67%。直接融资可用额度上, 截止 2023 年末已获批尚未发行的公司债额度 15.52 亿元, 注册完成尚未发行的短期融资券额度 49 亿元、中票额度 35 亿元, 可根据资金需求和市场情况择机发行。

图 44: 近年公司融资成本持续下降



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

基于上述分析, 我们认为: 首先, 公司销售排名提升、预收款项充足, 加上杭州市场稳中向好有望推动结算收入增长。2022-2023 年, 地产行业整体回调的大环境下, 公司依旧保持 1539 亿和 1534.7 亿的销售规模, 行业排名从 2022 年的 13 名提升到 2023 年的 11 名。截至 2023 年末, 公司预收款项和合同负债总额 1431.39 亿元, 同比增长 9.77%。稳定的市场规模+丰富的预收款项有望推动公司结算收入的增长。我们预计 2024-2026 年公司房产销售业务营业收入预计将分别增长 7%、3%、2%至 745.16 亿元、769.56 亿元和 787.58 亿元。

其次, 拿地毛利改善、费用管控有效、融资成本持续下滑, 有望推动利润率修复。2024 年房地产销售尚未出现明显修复, 公司地产销售毛利率预计仍会受到一定冲击, 2022 年新增土储更加聚焦核心地段, 预计 2025-2026 年公司房产销售毛利率有望修复。同时, 公司经过数十载的管理运营, 品牌力获市场认可, 员工人均销售额 1.43 亿元具备领先优势。公司作为优秀的民营企业, 财务管控能力突出, 综合融资成本持续下滑, 预计 2024 年公司综合融资成本有望下降至 4%。

由于其他业务占整体营业收入比重较小, 在公司“1+5”战略之下, 有序推进服务、租赁、酒店、养老和产业投资五大业务板块。预计 2024-2026 年房地产项目管理服务、物业服务、酒店管理等业务有望保持稳定增长。

综上, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入将分别变动 7.67%/3.52%/2.59% 至 758.47/785.17/805.52 亿元, 归母净利润分别变动 17.8%/20.1%/10.6% 至 29.79/35.77/39.54 亿元, 每股收益预测为 0.96/1.15/1.27 元。

表 2: 公司 2024-2026 年盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入 (亿元)	415.02	704.43	758.47	785.17	805.52
yoy	9.28%	69.73%	7.67%	3.52%	2.59%
毛利率	17.48%	16.76%	15.69%	16.22%	16.60%

房地产业

收入 (亿元)	406.69	693.35	745.16	769.56	787.58
yoy	10.90%	70.49%	7.47%	3.27%	2.34%
毛利率	17.14%	16.43%	15.24%	15.75%	16.08%

其他

收入 (亿元)	8.33	11.08	13.31	15.61	17.95
yoy		32.90%	20.17%	17.28%	14.96%

资料来源：公司公告，德邦研究所预测

5.2. 可比公司估值

我们预测公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.96/1.15/1.27 元，以 2024 年 7 月 16 日收盘价计算，对应的 PE 分别为 8.49/7.07/6.4 倍。公司作为深耕浙江的民营房企，根据业务类型，我们选择主业均为地产开发的招商蛇口、保利发展、城建发展、华发股份、绿城中国作为可比公司，以 2024 年 7 月 16 日收盘价计算，可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 8.12/7.14/6.64 倍，考虑到公司货值充裕且聚焦杭州，产品力获市场认可，融资渠道通畅且综合融资成本有望持续下降，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
001979.SZ	招商蛇口	9.45	856.25	0.90	1.06	1.17	10.55	8.95	8.09
600048.SH	保利发展	9.10	1089.31	1.07	1.17	1.28	8.52	7.79	7.12
600266.SH	城建发展	3.96	85.33	0.47	0.57	0.62	8.49	6.90	6.40
600325.SH	华发股份	6.22	171.18	0.73	0.79	0.85	8.56	7.86	7.35
3900.HK	绿城中国	6.42	148.52	1.43	1.52	1.52	4.49	4.23	4.23
	平均值						8.12	7.14	6.64
002244.SZ	滨江集团	8.13	252.96	0.96	1.15	1.27	8.49	7.07	6.40

资料来源：Wind 一致预期，德邦研究所，收盘价和总市值均取自 2024/7/16，表格中所使用币种均为人民币，除滨江集团外，表格中其他可比公司预测数据均来自 Wind 一致预期

6. 风险提示

商品房销售超预期下跌风险。2024H1 全国商品房销售面积同比-19%，销售额同比-25%，商品房销售仍处于下行通道，若后期商品房市场政策调控效果不及预期，市场出现超预期下跌风险，则会影响公司未来的销售业绩。

区域布局单一风险。截至 2023 年末，公司土地储备中杭州占 60%，新增 33 个土地储备项目中，杭州占 27 个。公司货值聚焦杭州市场，若杭州销售市场出现超预期调整，则会冲击公司未来的销售增长。

存货减值准备增加风险。2023 年公司主要受计提存货跌价准备增加影响，归母净利润下滑 32.41%。当下房地产销售市场尚未出现明显的修复，若后期市场进一步下行，不排除公司进一步计提存货跌价准备的可能性，进而影响公司净利润。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.81	0.96	1.15	1.27
每股净资产	8.13	8.96	9.96	11.06
每股经营现金流	10.49	3.56	3.08	2.65
每股股利	0.09	0.11	0.14	0.18
价值评估(倍)				
P/E	8.98	8.49	7.07	6.40
P/B	0.89	0.91	0.82	0.74
P/S	0.36	0.33	0.32	0.31
EV/EBITDA	5.96	4.14	3.24	2.82
股息率%	1.2%	1.4%	1.8%	2.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	16.8%	15.7%	16.2%	16.6%
净利润率	4.0%	4.5%	5.1%	5.6%
净资产收益率	10.0%	10.7%	11.5%	11.5%
资产回报率	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%
投资回报率	2.5%	4.1%	4.5%	4.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	69.7%	7.7%	3.5%	2.6%
EBIT 增长率	6.0%	38.5%	15.2%	10.5%
净利润增长率	-32.4%	17.8%	20.1%	10.6%
偿债能力指标				
资产负债率	79.8%	79.8%	79.4%	78.7%
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.3
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.3	2.1	1.7	1.2
存货周转天数	1,096.2	986.1	981.0	976.2
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	80.4	58.8	51.1	44.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,529	2,979	3,577	3,954
少数股东损益	323	463	451	538
非现金支出	4,812	4,070	3,152	2,264
非经营收益	-743	130	497	815
营运资金变动	25,729	3,430	1,921	675
经营活动现金流	32,650	11,073	9,597	8,247
资产	-188	-485	-514	-546
投资	-4,109	-5,536	-5,359	-5,403
其他	-8,017	1,246	794	411
投资活动现金流	-12,314	-4,775	-5,079	-5,539
债权募资	-11,619	-3,762	-2,166	-294
股权募资	8,616	-36	0	0
其他	-8,964	-1,708	-1,694	-1,728
融资活动现金流	-11,967	-5,505	-3,860	-2,022
现金净流量	8,371	793	658	686

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月16日
 资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	70,443	75,847	78,517	80,552
营业成本	58,638	63,943	65,781	67,178
毛利率%	16.8%	15.7%	16.2%	16.6%
营业税金及附加	1,508	1,662	1,687	1,812
营业税金率%	2.1%	2.2%	2.1%	2.3%
营业费用	857	956	1,256	1,490
营业费用率%	1.2%	1.3%	1.6%	1.8%
管理费用	774	910	981	1,063
管理费用率%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	4,367	6,048	6,970	7,702
财务费用	540	752	641	563
财务费用率%	0.8%	1.0%	0.8%	0.7%
资产减值损失	-3,780	-3,300	-2,500	-1,600
投资收益	1,231	1,236	785	403
营业利润	5,055	5,309	6,364	7,176
营业外收支	-19	-13	-35	-37
利润总额	5,036	5,296	6,329	7,139
EBITDA	4,873	6,558	7,523	8,287
所得税	2,184	1,854	2,302	2,647
有效所得税率%	43.4%	35.0%	36.4%	37.1%
少数股东损益	323	463	451	538
归属母公司所有者净利润	2,529	2,979	3,577	3,954

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	32,704	33,496	34,155	34,841
应收账款及应收票据	474	426	310	237
存货	172,698	177,621	180,897	183,433
其它流动资产	52,326	59,649	64,196	65,862
流动资产合计	258,201	271,192	279,557	284,371
长期股权投资	17,864	21,737	25,436	29,171
固定资产	1,171	1,407	1,668	1,925
在建工程	0	63	88	116
无形资产	134	131	128	125
非流动资产合计	31,831	33,825	36,449	40,066
资产总计	290,032	305,017	316,006	324,437
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5,558	6,606	6,660	6,775
预收账款	68	82	81	83
其它流动负债	197,075	209,745	219,270	223,936
流动负债合计	202,701	216,433	226,011	230,794
长期借款	25,824	24,419	22,364	21,064
其它长期负债	3,052	2,669	2,559	3,565
非流动负债合计	28,876	27,089	24,923	24,629
负债总计	231,577	243,522	250,934	255,423
实收资本	3,111	3,111	3,111	3,111
普通股股东权益	25,302	27,879	31,005	34,410
少数股东权益	33,153	33,616	34,067	34,604
负债和所有者权益合计	290,032	305,017	316,006	324,437

信息披露

分析师与研究助理简介

金文曦 德邦证券地产&新材料首席分析师，先后任职于西部证券、东亚前海证券、上海证券，2022年中指房地产十大金牌分析师，第一财经日报特约专家作者，第一财经、证券日报、证券之星、国际金融报、乐居财经等主流财经媒体特约评论员。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。