

滨江集团 (002244.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

当期营收利润下滑,投销聚焦深耕杭州

事件

2024年8月31日滨江集团发布2024年半年报。1H24实现营业收入242.0亿元,同比-10.5%;实现归母净利润11.7亿元,同比-28.7%。2Q24实现营业收入105.0亿元,同比-38.0%;实现归母净利润5.1亿元,同比-53.0%。

点评

交付量&毛利率下滑,营收利润同比承压: 1H24公司共有16个新盘顺利交付,交付体量较上年同期减少带动营收下滑。由于当期结算的主要项目为2020年、2021年获得的项目,此类项目因存在自持等原因导致毛利率较低,1H24毛利率9.57%,同比下降8.68cpt,导致归母净利润下滑幅度大于营收。

销售位居行业前列,去化理想、多楼盘热销: 1H24公司全口径销售金额582.3亿元,同比-37%,居行业第8位(较2023全年提升3位)。市场下行背景下,公司主要楼盘仍保持热销,其中霞映锦绣里和潮起江南城成为杭州地区1H24仅有的两个中签率低于10%、出发限售的项目。

投资聚焦杭州深耕,土储优质: 1H24公司新增项目10个,全部位于杭州,进一步巩固杭州市场份额;新增总建面87.5万方,全口径拿地金额223亿元,权益拿地金额112亿元,居克而瑞全国新增土地排行榜第4。截至1H24,公司土储总建面1290万方,其中杭州占66%,浙江省内非杭州占比25%,浙江省外占比9%。

财务结构安全稳健,有息负债稳步下降: 1H24公司三道红线稳居绿档,剔除预收款后的资产负债率55.1%,净负债率22.9%,现金短债比2.5。1H24有息负债398.7亿元,较2023年末下降16.5亿元;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79.5%;综合融资成本3.7%,较2023年末下降50BP。

投资建议

公司深耕杭州效果凸显,前期项目结算后毛利率有望回升,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2024-26年归母净利润预测至26.3亿元、32.9亿元和37.0亿元(原为32.7亿元、40.4亿元和46.6亿元),增速分别为4.1%、24.9%和12.5%,公司股票现价对应2024-26年PE估值为10.0/8.0/7.1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:池天惠(执业S1130524080002)

chitianhui@gjzq.com.cn

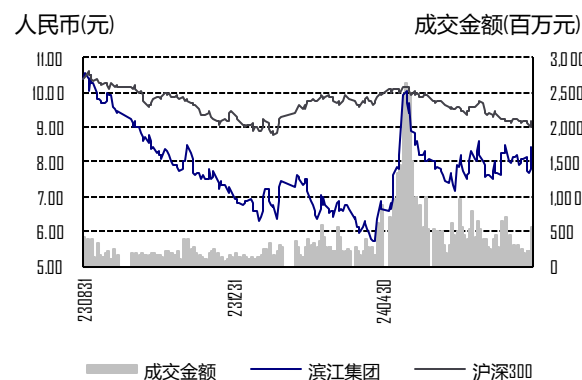
分析师:方鹏(执业S1130524030001)

fang_peng@gjzq.com.cn

市价(人民币):8.42元

相关报告:

- 《滨江集团公司点评:营收高增利润下滑,深耕杭州效果凸显》,2024.4.27
- 《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



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	71,565	73,126	75,330
营业收入增长率	9.28%	69.73%	1.59%	2.18%	3.01%
归母净利润(百万元)	3,741	2,529	2,632	3,288	3,698
归母净利润增长率	23.58%	-32.39%	4.07%	24.93%	12.46%
摊薄每股收益(元)	1.202	0.813	0.846	1.057	1.189
每股经营性现金流净额	1.68	10.49	0.24	1.17	0.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.90%	10.00%	9.64%	11.01%	11.34%
P/E	7.34	8.94	9.95	7.97	7.08
P/B	1.17	0.89	0.96	0.88	0.80

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	37,976	41,502	70,443	71,565	73,126	75,330
增长率	9.3%	69.7%	1.6%	2.2%	3.0%	
主营业务成本	-28,547	-34,249	-58,638	-60,785	-61,630	-62,970
%销售收入	75.2%	82.5%	83.2%	84.9%	84.3%	83.6%
毛利	9,430	7,253	11,805	10,781	11,496	12,360
%销售收入	24.8%	17.5%	16.8%	15.1%	15.7%	16.4%
营业税金及附加	-1,008	-844	-1,508	-1,532	-1,566	-1,613
%销售收入	2.7%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
销售费用	-713	-811	-857	-794	-833	-875
%销售收入	1.9%	2.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%
管理费用	-559	-626	-774	-723	-759	-797
%销售收入	1.5%	1.5%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	7,149	4,972	8,665	7,731	8,338	9,075
%销售收入	18.8%	12.0%	12.3%	10.8%	11.4%	12.0%
财务费用	-740	-1,019	-540	-486	-540	-596
%销售收入	1.9%	2.5%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%
资产减值损失	-23	-858	-4,307	-2,198	-1,206	-961
公允价值变动收益	0	-6	-3	0	0	0
投资收益	356	2,224	1,231	824	743	732
%税前利润	5.3%	41.9%	24.4%	14.0%	10.1%	8.9%
营业利润	6,746	5,320	5,055	5,879	7,344	8,259
营业利润率	17.8%	12.8%	7.2%	8.2%	10.0%	11.0%
营业外收支	-8	-10	-19	-4	-4	-4
税前利润	6,737	5,311	5,036	5,875	7,340	8,254
利润率	17.7%	12.8%	7.1%	8.2%	10.0%	11.0%
所得税	-1,816	-1,407	-2,184	-2,115	-2,642	-2,972
所得税率	27.0%	26.5%	43.4%	36.0%	36.0%	36.0%
净利润	4,921	3,904	2,852	3,760	4,698	5,283
少数股东损益	1,894	163	323	1,128	1,409	1,585
归属于母公司的净利润	3,027	3,741	2,529	2,632	3,288	3,698
净利率	8.0%	9.0%	3.6%	3.7%	4.5%	4.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	4,921	3,904	2,852	3,760	4,698	5,283
少数股东损益	1,894	163	323	1,128	1,409	1,585
非现金支出	380	1,285	4,812	2,427	1,511	1,342
非经营收益	817	-1,467	-743	253	445	579
营运资金变动	-5,278	1,492	25,729	-5,703	-3,017	-5,470
经营活动现金净流	839	5,214	32,650	737	3,636	1,734
资本开支	-41	-136	-188	-584	-534	-534
投资	-5,660	-4,592	-4,109	-1,322	-1,388	-1,458
其他	-3,060	-19,487	-8,017	824	743	732
投资活动现金净流	-8,760	-24,214	-12,314	-1,082	-1,179	-1,260
股权募资	6,382	17,115	8,616	0	0	0
债权募资	3,847	7,715	-11,619	3,801	4,081	4,389
其他	302	-2,680	-8,964	-1,803	-2,044	-2,359
筹资活动现金净流	10,531	22,150	-11,967	1,999	2,038	2,030
现金净流量	2,605	3,181	8,371	1,654	4,495	2,505

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,141	24,328	32,704	34,329	38,804	41,295
应收款项	18,263	30,803	38,587	34,744	35,501	36,571
存货	142,401	184,409	172,698	180,989	185,708	194,033
其他流动资产	8,169	10,807	14,213	15,625	17,176	18,881
流动资产	189,975	250,347	258,201	265,687	277,189	290,781
%总资产	89.7%	90.6%	89.0%	88.8%	88.7%	88.7%
长期投资	19,277	23,145	28,211	29,533	30,921	32,379
固定资产	536	582	1,171	1,458	1,670	1,807
%总资产	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
无形资产	199	189	179	250	268	286
非流动资产	21,751	25,829	31,831	33,612	35,338	37,063
%总资产	10.3%	9.4%	11.0%	11.2%	11.3%	11.3%
资产总计	211,726	276,176	290,032	299,299	312,527	327,843
短期借款	10,480	12,879	11,040	12,040	13,040	14,040
应付款项	22,843	25,674	31,436	29,917	30,355	31,032
其他流动负债	108,492	145,168	160,225	164,100	168,878	174,792
流动负债	141,815	183,721	202,701	206,056	212,273	219,864
长期贷款	24,815	34,950	25,824	28,407	31,247	34,372
其他长期负债	7,709	4,788	3,052	3,243	3,463	3,714
负债	174,339	223,459	231,577	237,706	246,983	257,951
普通股股东权益	20,579	23,535	25,302	27,312	29,854	32,618
其中：股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
未分配利润	14,294	17,026	18,682	20,692	23,233	25,998
少数股东权益	16,808	29,182	33,153	34,281	35,690	37,275
负债股东权益合计	211,726	276,176	290,032	299,299	312,527	327,843

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.973	1.202	0.813	0.846	1.057	1.189
每股净资产	6.614	7.564	8.132	8.778	9.595	10.483
每股经营现金净流	0.270	1.676	10.494	0.237	1.169	0.557
每股股利	0.132	0.226	0.090	0.200	0.240	0.300
回报率						
净资产收益率	14.71%	15.90%	10.00%	9.64%	11.01%	11.34%
总资产收益率	1.43%	1.35%	0.87%	0.88%	1.05%	1.13%
投入资本收益率	6.55%	3.49%	5.02%	4.73%	4.74%	4.79%
增长率						
主营业务收入增长率	32.80%	9.28%	69.73%	1.59%	2.18%	3.01%
EBIT增长率	30.26%	-30.45%	74.28%	-10.78%	7.84%	8.84%
净利润增长率	30.06%	23.58%	-32.39%	4.07%	24.93%	12.46%
总资产增长率	23.09%	30.44%	5.02%	3.20%	4.42%	4.90%
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	7.4	8.3	8.8
偿债能力						
净负债/股东权益	56.42%	52.00%	10.66%	13.65%	12.22%	14.18%
EBIT利息保障倍数	9.7	4.9	16.0	15.9	15.4	15.2
资产负债率	82.34%	80.91%	79.85%	79.42%	79.03%	78.68%

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	0	17	42	62	197
增持	0	0	3	6	2
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.07	1.12	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	2022-10-27	买入	9.32	N/A
2	2023-04-30	买入	9.22	N/A
3	2023-08-30	买入	11.02	N/A
4	2023-10-27	买入	8.48	N/A
5	2024-04-27	买入	6.42	N/A

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。

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