

滨江集团 (002244.SZ)

毛利率承压但财务稳健，销售投资保持合理节奏

优于大市

核心观点

归母净利润同比-29%，毛利率持续承压。2024H1，公司实现营业收入242亿元，同比-10%，主要受公司结算计划排布影响，今年楼盘交付主要集中在第四季度；归母净利润11.7亿元，同比-29%；归母净利率为4.8%，同比下降1.2个百分点，主要受毛利率降低影响。2024H1，公司毛利率9.6%，同比下降了8.7个百分点，主要因为2020-2021年获取了一些低毛利项目，待这些项目结算出清后，毛利率有望企稳回升。此外，2024H1归母净利润占比95%，同比提升了11个百分点。

销售排名提升，保持投资强度。2024H1，公司签约销售金额为582亿元，同比-37%，行业排名第8，较2023全年提升3名。2024H1，公司新增土储10宗，新增土储计容建面87.5万 m^2 ，总地价223亿元，同比-44%，全部位于杭州市内，深耕优势进一步彰显；以拿地金额/销售金额计算的投资强度维持在38%。截至2024H1末，公司总土储中66%位于杭州市内，25%位于浙江省内（除杭州），浙江省外仅占9%。

财务状况保持良好，融资成本持续下降。截至2024H1末，公司三道红线财务指标保持“绿档”，剔除预收账款的资产负债率为55%，净负债率为23%，现金短债比为2.5倍，短期债务占比仅为27%。截至2024H1末，公司平均融资成本为3.7%，较上年末下降50个基点。

投资建议：综合考虑公司地产开发业务充沛的待结转资源和结算毛利率的下行压力，我们维持收入预期但稍微下调盈利预测，预计公司2024-2025年收入分别为802/770亿元，2024-2025年归母净利润分别为23.3/27.2亿元（原值为27.1/29.3亿元），对应每股收益分别为0.75/0.87元，对应当前股价PE分别为10.8/9.3倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司开发物业签约销售规模、结转进度、盈利水平不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	41,502	70,443	80,158	77,030	75,365
(+/-%)	9.3%	69.7%	13.8%	-3.9%	-2.2%
归母净利润(百万元)	3741	2529	2334	2716	3208
(+/-%)	23.6%	-32.4%	-7.7%	16.4%	18.1%
每股收益(元)	1.20	0.81	0.75	0.87	1.03
EBIT Margin	12.0%	12.3%	5.5%	6.5%	7.5%
净资产收益率 (ROE)	15.9%	10.0%	8.5%	9.1%	9.8%
市盈率 (PE)	6.7	10.0	10.8	9.3	7.8
EV/EBITDA	46.2	28.1	67.1	55.7	47.4
市净率 (PB)	1.07	0.99	0.92	0.84	0.77

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：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.09元
总市值/流通市值	25172/21700百万元
52周最高价/最低价	11.05/5.67元
近3个月日均成交额	420.77百万元

市场走势



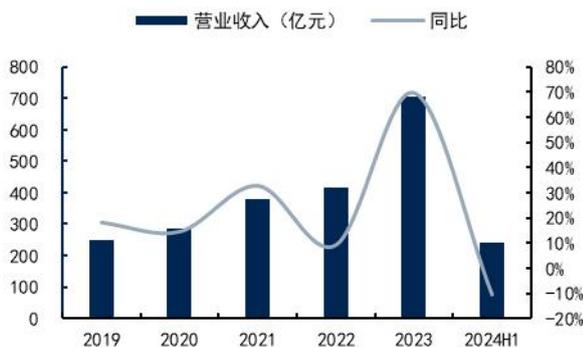
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《滨江集团 (002244.SZ) - 营收增长利润承压，销售拿地节奏平稳》——2024-05-08
- 《滨江集团 (002244.SZ) - 营收高增，业绩靓丽》——2023-11-01
- 《滨江集团 (002244.SZ) - 收入业绩高增，财务稳健》——2023-08-30
- 《滨江集团 (002244.SZ) - 业绩增速靓丽，拿地积极聚焦》——2023-05-02
- 《滨江集团 (002244.SZ) - Q3 业绩显著增长，联合项目贡献较大》——2022-10-27

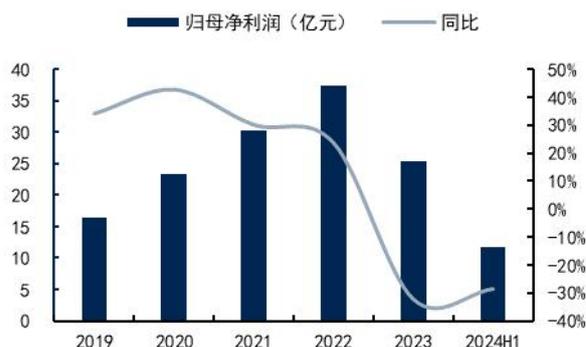
归母净利润同比-29%，毛利率持续承压。2024H1，公司实现营业收入 242 亿元，同比-10%，主要受公司结算计划排布影响，今年楼盘交付主要集中在第四季度；归母净利润 11.7 亿元，同比-29%；归母净利率为 4.8%，同比下降 1.2 个百分点，主要受毛利率降低影响。2024H1，公司毛利率 9.6%，同比下降了 8.7 个百分点，主要因为 2020-2021 年获取了一些低毛利项目，待这些项目结算出清后，毛利率有望企稳回升。此外，2024H1 归母净利润占比 95%，同比提升了 11 个百分点。

图1：公司历年营业收入及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司历年归母净利润及同比



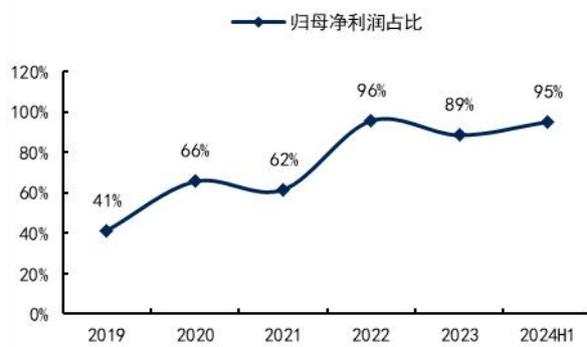
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司历年归母净利率及毛利率



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

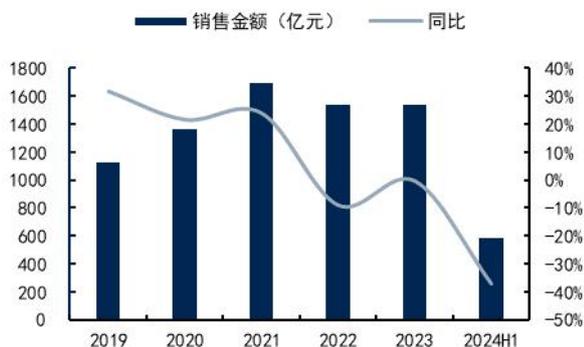
图4：公司历年归母净利润占比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

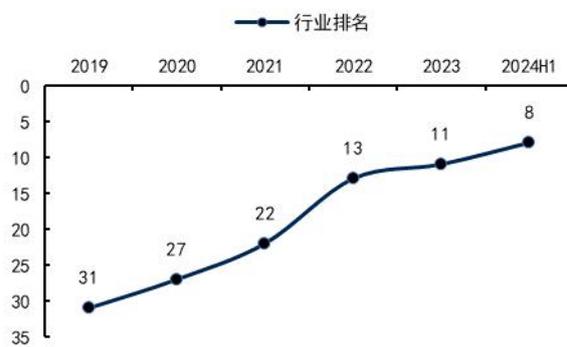
销售排名提升，保持投资强度。2024H1，公司签约销售金额为 582 亿元，同比-37%，行业排名第 8，较 2023 全年提升 3 名。2024H1，公司新增土储 10 宗，新增土储计容建面 87.5 万 m^2 ，总地价 223 亿元，同比-44%，全部位于杭州市内，深耕优势进一步彰显；以拿地金额/销售金额计算的投资强度维持在 38%。截至 2024H1 末，公司总土储中 66%位于杭州市内，25%位于浙江省内（除杭州），浙江省外仅占 9%。

图5: 公司历年销售金额及同比



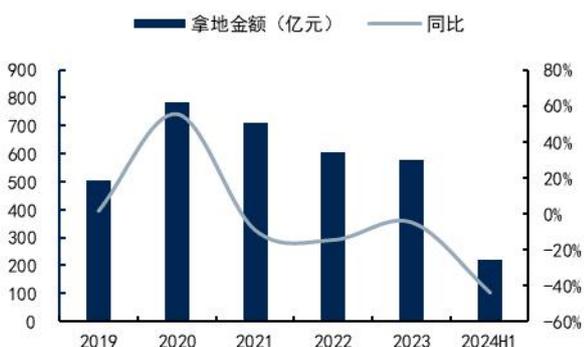
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司历年销售额行业排名



资料来源: 公司公告、克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司历年拿地金额及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司历年以拿地金额/销售金额计算的投资强度



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务状况保持良好, 融资成本持续下降。截至 2024H1 末, 公司三道红线财务指标保持“绿档”, 剔除预收账款的资产负债率为 55%, 净负债率为 23%, 现金短债比为 2.5 倍, 短期债务占比仅为 27%。截至 2024H1 末, 公司平均融资成本为 3.7%, 较上年末下降 50 个基点。

图9: 公司历年净负债率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司历年融资成本



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 综合考虑公司地产开发业务充沛的待结转资源和结算毛利率的下行压力, 我们维持收入预期但稍微下调盈利预测, 预计公司 2024-2025 年收入分别为 802/770 亿元, 2024-2025 年归母净利润分别为 23.3/27.2 亿元 (原值为 27.1/29.3 亿元), 对应每股收益分别为 0.75/0.87 元, 对应当前股价 PE 分别为 10.8/9.3 倍, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 公司开发物业签约销售规模、结转进度、盈利水平不及预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	24328	32704	33000	33000	33498	营业收入	41502	70443	80158	77030	75365
应收款项	30803	38587	43908	42195	41283	营业成本	34249	58638	72142	68556	66322
存货净额	184409	172698	212213	201418	194671	营业税金及附加	844	1508	1716	1649	1614
其他流动资产	10723	14097	16041	15415	15082	销售费用	811	857	975	937	916
流动资产合计	250347	258201	305278	292144	284650	管理费用	626	774	881	847	829
固定资产	582	1171	4082	6893	8129	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	137	134	129	123	118	财务费用	1019	540	1042	1081	1008
投资性房地产	10814	12662	12662	12662	12662	投资收益	2224	1231	0	0	0
长期股权投资	14298	17864	17864	17864	17864	资产减值及公允价值变动	(708)	(3783)	0	0	0
资产总计	276176	290032	340015	329686	323423	其他收入	(148)	(519)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	12879	11040	13933	12926	11000	营业利润	5320	5055	3402	3959	4677
应付款项	3699	5558	6871	6522	6303	营业外净收支	(10)	(19)	0	0	0
其他流动负债	167144	186103	229610	217997	210759	利润总额	5311	5036	3402	3959	4677
流动负债合计	183721	202701	250415	237446	228062	所得税费用	1407	2184	851	990	1169
长期借款及应付债券	38945	28010	28010	28010	28010	少数股东损益	163	323	218	254	300
其他长期负债	793	866	866	866	866	归属于母公司净利润	3741	2529	2334	2716	3208
长期负债合计	39738	28876	28876	28876	28876	现金流量表 (百万元)					
负债合计	223459	231577	279291	266322	256938	净利润	3741	2529	2334	2716	3208
少数股东权益	29182	33153	33346	33572	33838	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	23535	25302	27378	29793	32646	折旧摊销	407	486	94	194	269
负债和股东权益总计	276176	290032	340015	329686	323423	公允价值变动损失	708	3783	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1019	540	1042	1081	1008
每股收益	1.20	0.81	0.75	0.87	1.03	营运资本变动	(18165)	19596	(1960)	1171	535
每股红利	0.25	0.09	0.08	0.10	0.11	其它	18522	6256	194	226	266
每股净资产	7.56	8.13	8.80	9.58	10.49	经营活动现金流	5214	32650	662	4307	4279
ROIC	4%	5%	3%	3%	4%	资本开支	0	0	(3000)	(3000)	(1500)
ROE	16%	10%	9%	9%	10%	其它投资现金流	(73)	(33)	0	0	0
毛利率	17%	17%	10%	11%	12%	投资活动现金流	(24214)	(12314)	(3000)	(3000)	(1500)
EBIT Margin	12%	12%	6%	7%	8%	权益性融资	31	8616	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	6%	7%	8%	负债净变化	10135	(9126)	0	0	0
收入增长	9%	70%	14%	-4%	-2%	支付股利、利息	(778)	(280)	(258)	(301)	(355)
净利润增长率	24%	-32%	-8%	16%	18%	其它融资现金流	1134	(4511)	2893	(1006)	(1926)
资产负债率	91%	91%	92%	91%	90%	融资活动现金流	22150	(11967)	2635	(1307)	(2282)
股息率	3.1%	1.1%	1.0%	1.2%	1.4%	现金净变动	3186	8376	296	0	498
P/E	6.7	10.0	10.8	9.3	7.8	货币资金的期初余额	21141	24328	32704	33000	33000
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	货币资金的期末余额	24328	32704	33000	33000	33498
EV/EBITDA	46.2	28.1	67.1	55.7	47.4	企业自由现金流	0	24990	(1533)	2146	3568
						权益自由现金流	0	11353	579	329	886

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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