

公司研究

新增土储质量较高，销售边际改善明显

——滨江集团（002244.SZ）动态跟踪

要点

事件：据克而瑞数据，2024年1-10月，滨江集团于杭州房企销售榜流量榜单、权益榜单、全口径榜单均位居第一名。

点评：十月销售表现优异，24年新增土储质量较高，预计全年业绩或小幅承压。

前三季毛利率延续下滑，业绩表现承压：2024年前三季，公司实现营收407.8亿元，同比下降12.1%，其中单三季度营收165.8亿元，同比下降14.4%，截至三季度末公司合同负债1351亿元，较23年末下降5.6%，待结算资源整体充足，后续结算收入增速或有压力；公司综合毛利率为10.4%，同比降低4.6pct，其中单三季度毛利率为11.7%，同比提升1.2pct，毛利率或因结算结构影响边际企稳，整体仍保持承压；公司归母净利润为16.3亿元，同比下降34.0%，其中单三季度归母净利润为4.7亿元，同比下降44.1%，前三季业绩下滑主要因结算规模和毛利率下滑等影响，四季度公司将加速结算，预计全年业绩或小幅承压。

十月销售表现优异，杭州销售龙头地位稳固：2024年1-10月，据克而瑞数据显示，公司累计实现全口径销售额922亿元，同比下降30.3%，其中10月份单月销售额120亿元，同比增长18.9%，环比增长54.6%；在杭州，公司实现全口径销售额603.7亿元，同比下降41.4%，杭州销售额占公司全部销售额比重达65.5%，同比降低12.4pct，其中公司在杭州流量（操盘口径）销售额380亿元，权益销售额306亿元，均位居杭州房企销售榜第一位，杭州销售龙头地位稳固、品牌优势显著，有利于持续发挥规模效应，优化运营成本。

拿地能力较强，24年新增土储质量较高：据公司公告，2024年1-10月公司以竞拍方式获取了12宗土地，全部位于杭州，总建面96.3万平米，累计投资额269亿元，平均楼面价2.79万元/平米，拿地销售比为29.2%，拿地适度积极，新获取土地质量较高，约76.6%投资额集中于杭州核心市区（滨江、西湖、拱墅及上城区），销售流速保障度更高。2024年10月9日，杭州出台楼市新政宣布新出让住宅用地不再设置新房限价要求，为公司在核心市区的销售定价提供更多空间，在平衡流速的基础上，有望兼顾利润率提升，有利于加速业绩回升。

短债可控，财务稳健：截至24年三季度末，公司一年内到期的非流动负债及其他流动负债较24年中期末合计下降15亿元；在手货币资金291亿元，较24年中期末提升27亿元，可有效覆盖短债；扣预后资产负债率59.1%，财务稳健。

盈利预测、估值与评级：考虑公司24年销售额及毛利率下滑幅度较大等因素，我们下调公司24-26年预测EPS为0.74元、0.95元、0.97元（原预测为0.88元、1.16元、1.34元），当前股价对应24-26年PE为13.8/10.8/10.5倍，公司深耕杭州，销售表现良好，土储优质，财务稳健，维持“买入”评级。

风险提示：销售及拿地不及预期、项目交付结算不及预期、市场下行超预期等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	41,502	70,443	73,840	68,239	57,027
营业收入增长率	9.28%	69.73%	4.82%	-7.59%	-16.43%
归母净利润（百万元）	3,741	2,529	2,311	2,945	3,031
归母净利润增长率	23.58%	-32.39%	-8.62%	27.42%	2.93%
EPS（元）	1.20	0.81	0.74	0.95	0.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.90%	10.00%	8.46%	9.83%	9.30%
P/E	8.5	12.6	13.8	10.8	10.5
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-11-08

买入（维持）

当前价：10.24元

作者

分析师：何维南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebsecn.com

分析师：庄晓波

执业证书编号：S0930524070018

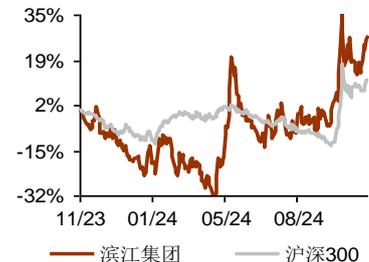
0755-25310400

zhuangxiaobo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	31.11
总市值(亿元)	318.61
一年最低/最高(元)	5.61/12.44
近3月换手率	100.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.96	-2.52	11.75
绝对	4.70	20.67	25.34

资料来源：Wind

相关研报

1-5月稳居杭州销售龙头，基本面保持稳健——滨江集团（002244.SZ）动态跟踪（2024-06-16）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	41,502	70,443	73,840	68,239	57,027
营业成本	34,249	58,638	65,723	59,303	48,338
折旧和摊销	427	506	571	626	687
税金及附加	844	1,508	1,346	1,551	1,543
销售费用	811	857	972	966	865
管理费用	626	774	797	723	593
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1,019	540	683	775	785
投资收益	2,224	1,231	1,710	1,834	1,527
营业利润	5,320	5,055	4,753	5,856	5,788
利润总额	5,311	5,036	4,741	5,843	5,773
所得税	1,407	2,184	1,659	1,753	1,443
净利润	3,904	2,852	3,081	4,090	4,330
少数股东损益	163	323	770	1,145	1,299
归属母公司净利润	3,741	2,529	2,311	2,945	3,031
EPS(元)	1.20	0.81	0.74	0.95	0.97

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,214	32,650	940	1,910	12,671
净利润	3,741	2,529	2,311	2,945	3,031
折旧摊销	427	506	571	626	687
净营运资金增加	19,122	-8,928	3,012	-1,237	-13,812
其他	-18,076	38,543	-4,954	-425	22,764
投资活动产生现金流	-24,214	-12,314	-3,161	-4,482	-5,129
净资本支出	-136	-188	-210	-210	-210
长期投资变化	14,298	17,864	-4,930	-5,419	-5,720
其他资产变化	-38,376	-29,990	1,979	1,147	801
融资活动现金流	22,150	-11,967	3,108	3,182	6,179
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	9,578	-12,773	4,115	4,247	7,370
无息负债变化	39,543	20,891	2,680	647	4,775
净现金流	3,181	8,371	887	609	13,721

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	17.5%	16.8%	11.0%	13.1%	15.2%
EBITDA 率	14.7%	18.4%	8.9%	10.4%	12.1%
EBIT 率	13.7%	17.7%	8.1%	9.5%	10.9%
税前净利润率	12.8%	7.1%	6.4%	8.6%	10.1%
归母净利润率	9.0%	3.6%	3.1%	4.3%	5.3%
ROA	1.4%	1.0%	1.0%	1.3%	1.3%
ROE (摊薄)	15.9%	10.0%	8.5%	9.8%	9.3%
经营性 ROIC	5.6%	10.6%	5.6%	6.6%	8.5%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	81%	80%	80%	79%	79%
流动比率	1.36	1.27	1.29	1.30	1.32
速动比率	0.36	0.42	0.46	0.48	0.57
归母权益/有息债务	0.45	0.65	0.63	0.63	0.59
有形资产/有息债务	5.29	7.37	6.89	6.46	5.88

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	276,176	290,032	299,628	308,304	324,370
货币资金	24,328	32,704	33,591	34,200	47,921
交易性金融资产	84	116	10	10	10
应收账款	441	474	466	403	313
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	30,362	38,113	43,455	46,635	49,797
存货	184,409	172,698	170,025	167,020	156,358
其他流动资产	10,717	14,095	15,794	17,474	20,838
流动资产合计	250,347	258,201	263,342	265,744	275,238
其他权益工具	1,023	908	908	908	908
长期股权投资	14,298	17,864	22,794	28,213	33,933
固定资产	582	1,171	1,269	1,356	1,434
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	137	134	141	147	153
商誉	1	1	1	1	1
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	25,829	31,831	36,286	42,560	49,132
总负债	223,459	231,577	238,372	243,266	255,411
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,699	5,558	6,229	5,621	4,581
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	42	68	71	66	55
其他流动负债	13,500	15,270	15,477	15,820	16,506
流动负债合计	183,721	202,701	204,407	204,034	207,903
长期借款	34,950	25,824	30,824	35,824	43,824
应付债券	3,995	2,186	2,405	2,645	2,910
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	39,738	28,876	33,965	39,232	47,508
股东权益	52,717	58,455	61,256	65,038	68,959
股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
公积金	3,616	3,726	3,726	3,726	3,726
未分配利润	17,026	18,682	20,713	23,350	25,972
归属母公司权益	23,535	25,302	27,333	29,970	32,592
少数股东权益	29,182	33,153	33,923	35,068	36,367

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.95%	1.22%	1.32%	1.42%	1.52%
管理费用率	1.51%	1.10%	1.08%	1.06%	1.04%
财务费用率	2.46%	0.77%	0.93%	1.14%	1.38%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	26%	43%	35%	30%	25%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.25	0.09	0.10	0.13	0.14
每股经营现金流	1.68	10.49	0.30	0.61	4.07
每股净资产	7.56	8.13	8.78	9.63	10.47
每股销售收入	13.34	22.64	23.73	21.93	18.33

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	8.5	12.6	13.8	10.8	10.5
PB	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	16.3	7.1	14.0	12.6	10.7
股息率	2.4%	0.9%	1.0%	1.3%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP