

## 滨江集团 (002244.SZ)

## 较好完成年度经营计划，业绩改善

总结：2024 年公司业绩改善的主要原因是费用控制和更少的减值计提，影响业绩的主要是结算体量下降和少数股东损益占比提高；销售和融资方面，高质量完成公司年度计划指标；拿地方面，投资强度和权益拿地比例均提高；业绩保障度也较高，合同负债对 2024 年营业收入覆盖倍数为 1.8 倍。预计 2025-2027 年 EPS 分别 0.9、1、1.1 元，维持“强烈推荐”评级，考虑到未来行业竞争格局改善的长期逻辑或抬升优质绿档房企估值溢价，且供给端逻辑有望主导新房市场，公司产品能力在行业中较强，给予目标价 13 元/股（对应 2025PE=14.4X）。

□ 2024 年公司业绩改善的主要原因是费用控制、减值减少，但结算体量下降和少数股东损益占比提高是主要拖累项。2024 年公司实现营业收入/营业利润/归母净利润分别为 691.5 亿/59.9 亿/25.5 亿（分别同比下降 1.8%/增长 18.5%/增长 0.7%）。（1）营业收入下滑 1.8%，主因地产项目全年交付体量同比减少。（2）营业利润较营业收入增长更多，原因为：①期间费用率控制得当，24 年销售管理财务三费率合计仅为 2.7%，同比下降 0.37pct，其中管理费用下降幅度最大。②减值大幅度下降，公司 24 年资产和信用减值分别为 8.7 亿和 2.6 亿，两项减值较 23 年的 43 亿合计减少 31.8 亿。（3）归母净利润较营业利润增长幅度更低主因少数股东损益提高。24 年公司少数股东损益为 12.5 亿元，占净利润比重为 33%，较 23 年大幅度提高 22pct。

单四季度业绩明显改善主要受地产结算体量提高、管理费用率控制、存货减值减少和当期综合税率下降影响。单四季度公司实现营业收入 283.7 亿，同比增长 18%；实现营业利润 32.3 亿，同比增长 309.7%；实现归母净利润 9.1 亿，同比增长 1513%。（1）营业收入增长主因四季度结算体量提高。（2）营业利润大幅度增长，得益于结算量提高、存货减值大幅度下降。24 年公司单四季度存货减值 7.8 亿，同比大幅度下降 23.7 亿。（3）归母净利润较营业利润大幅度增长，主因去年同期归母净利润基数较低和当期综合税率下降。去年同期归母净利润仅为 0.6 亿，且所得税主要集中在第四季度，主因递延所得税的影响。本期少数股东损益 11 亿，占净利润比重为 55%。

## 财务数据与估值

| 会计年度       | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 70443 | 69152 | 72596 | 75850 | 76984 |
| 同比增长       | 70%   | -2%   | 5%    | 4%    | 1%    |
| 营业利润(百万元)  | 5055  | 5989  | 6526  | 6904  | 7351  |
| 同比增长       | -5%   | 18%   | 9%    | 6%    | 6%    |
| 归母净利润(百万元) | 2529  | 2546  | 2831  | 3131  | 3434  |
| 同比增长       | -32%  | 1%    | 11%   | 11%   | 10%   |
| 每股收益(元)    | 0.81  | 0.82  | 0.91  | 1.01  | 1.10  |
| PE         | 12.4  | 12.3  | 11.0  | 10.0  | 9.1   |
| PB         | 1.2   | 1.1   | 1.0   | 0.9   | 0.9   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐（维持）

总量研究/房地产  
目标估值：13.00 元  
当前股价：10.05 元

## 基础数据

|                   |        |
|-------------------|--------|
| 总股本（百万股）          | 3111   |
| 已上市流通股（百万股）       | 2682   |
| 总市值（十亿元）          | 31.3   |
| 流通市值（十亿元）         | 27.0   |
| 每股净资产（MRQ）        | 9.2    |
| ROE（TTM）          | 10.0   |
| 资产负债率             | 79.0%  |
| 主要股东 杭州滨江投资控股有限公司 |        |
| 主要股东持股比例          | 45.41% |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | -6 | 3  | 72  |
| 相对表现 | -3 | 8  | 66  |



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《滨江集团（002244）一三季度以来积极拿地，同时业绩保障度高》2024-11-05
- 《滨江集团（002244）一维持拿地强度，完成降低融资成本目标》2024-09-11
- 《滨江集团（002244）一业绩增长稳定，销售和投资积极》2023-08-31

曹钧鹏 S1090523080002

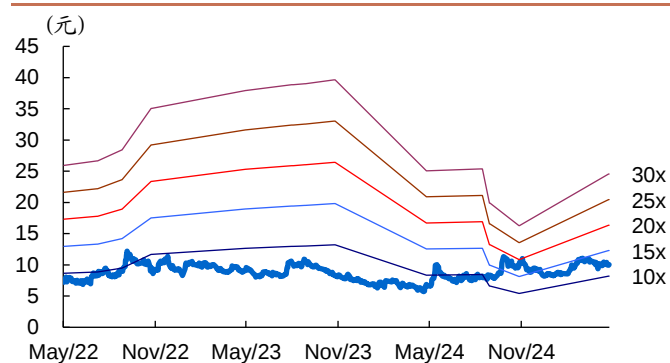
caojunpeng@cmschina.com.cn

赵可 S1090513110001

zhaoke@cmschina.com.cn

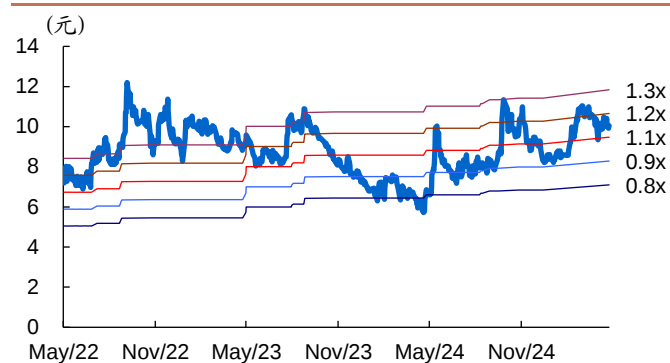
- **较好完成全年销售目标。**根据年报, 2024 年公司实现全口径销售额 1116.3 亿, 同比下滑 27%。公司 2024 年经营计划实现销售 1000 亿以上, 最终较好完成计划。2025 年公司销售目标 1000 亿左右。权益销售方面, 根据克而瑞数据, 2024 年公司权益销售金额 543.9 亿, 同比下滑 27%; 全年权益比例 48.7%, 较 2023 年上升 0.5pct。  
**积极拿地, 权益比提升。**根据年报, 2024 年公司权益拿地金额 224.4 亿, 权益比例 50%, 较 2023 年全年提高 5.5pct。2024 年全年按照权益口径的投资强度为 41.3%, 相较于 2023 年提高 6.7pct。拿地强度也实现公司年初目标。
- **财务方面, 延续负债结构改善趋势, 融资成本继续下降。**根据年报, 2024 年年底公司并表有息负债规模 374.3 亿元, 较上年末下降 40.8 亿元, 其中银行贷款占比 83.2%, 直接融资占比 16.8%, 债务结构清晰。扣除预收款后的资产负债率为 57.9%, 净负债率为 0.57%。债务期限构成上, 短期债务为 103.7 元, 占比仅为 28%, 现金短债比为 3.6 倍。融资成本方面, 公司 2024 年末融资成本 3.4%, 很好达成 2024 年公司计划的融资成本目标下降至 4%以内的计划, 或反映市场对滨江优秀的资产价值、强大的经营能力和优质的公司信誉的高度认可。
- **总结: 2024 年公司业绩改善的主要原因是费用控制和更少的减值计提, 影响业绩的主要是结算体量下降和少数股东损益占比提高; 销售和融资方面, 高质量完成公司年度计划指标; 拿地方面, 投资强度和权益拿地比例均提高; 业绩保障度也较高, 合同负债对 2024 年营业收入覆盖倍数为 1.8 倍。预计 2025-2027 年 EPS 分别 0.9、1、1.1 元, 维持“强烈推荐”评级, 考虑到未来行业竞争格局改善的长期逻辑或抬升优质绿档房企估值溢价, 且供给端逻辑有望主导新房市场, 公司产品能力在行业中较强, 给予目标价 13 元/股 (对应 2025PE=14.4X)。**
- **风险提示: 销售增长不及预期, 受市场影响拿地保守, 结算节奏不及预期, 毛利率变动不及预期, 行业下行超预期拖累公司经营, 政策落地进度不及预期。**

图 1: 滨江集团历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 滨江集团历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | 258201        | 227195        | 236405        | 245818        | 249683        |
| 现金             | 32704         | 37140         | 51693         | 66804         | 81521         |
| 交易性投资          | 116           | 140           | 154           | 170           | 187           |
| 应收票据           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应收款项           | 474           | 693           | 727           | 760           | 771           |
| 其它应收款          | 38113         | 27732         | 29113         | 30418         | 30873         |
| 存货             | 172698        | 148517        | 141099        | 133437        | 121889        |
| 其他             | 14097         | 12973         | 13619         | 14230         | 14442         |
| <b>非流动资产</b>   | 31831         | 31888         | 32325         | 33161         | 34376         |
| 长期股权投资         | 17864         | 17875         | 16087         | 14479         | 13031         |
| 固定资产           | 1171          | 1079          | 1088          | 1149          | 1242          |
| 无形资产商誉         | 135           | 130           | 117           | 105           | 95            |
| 其他             | 12661         | 12805         | 15033         | 17427         | 20008         |
| <b>资产总计</b>    | <b>290032</b> | <b>259083</b> | <b>268729</b> | <b>278979</b> | <b>284058</b> |
| <b>流动负债</b>    | 202701        | 179759        | 186707        | 194072        | 196044        |
| 短期借款           | 0             | 591           | 0             | 0             | 0             |
| 应付账款           | 5558          | 5641          | 5955          | 6257          | 6350          |
| 预收账款           | 143139        | 125449        | 132425        | 139149        | 141230        |
| 其他             | 54004         | 48079         | 48327         | 48665         | 48463         |
| <b>长期负债</b>    | 28876         | 27771         | 26706         | 25641         | 24578         |
| 长期借款           | 25824         | 24445         | 23445         | 22445         | 21445         |
| 其他             | 3052          | 3327          | 3261          | 3196          | 3133          |
| <b>负债合计</b>    | <b>231577</b> | <b>207530</b> | <b>213412</b> | <b>219713</b> | <b>220621</b> |
| 股本             | 3111          | 3111          | 3111          | 3111          | 3111          |
| 资本公积金          | 2170          | 2090          | 2090          | 2090          | 2090          |
| 留存收益           | 20021         | 22327         | 24903         | 27751         | 30872         |
| 少数股东权益         | 33153         | 24025         | 25213         | 26314         | 27364         |
| 归属于母公司所有者权益    | 25302         | 27528         | 30104         | 32952         | 36073         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>290032</b> | <b>259083</b> | <b>268729</b> | <b>278979</b> | <b>284058</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 32650       | 7668        | 17278        | 17535        | 17545        |
| 净利润            | 2852        | 3791        | 4019         | 4232         | 4484         |
| 折旧摊销           | 493         | 635         | 591          | 594          | 626          |
| 财务费用           | 781         | 730         | 450          | 400          | 350          |
| 投资收益           | (1231)      | (955)       | (784)        | (771)        | (758)        |
| 营运资金变动         | 30051       | 3268        | 12997        | 13080        | 12840        |
| 其它             | (297)       | 198         | 5            | (1)          | 2            |
| <b>投资活动现金流</b> | (12314)     | (1973)      | (257)        | (676)        | (1101)       |
| 资本支出           | (189)       | (28)        | (587)        | (645)        | (710)        |
| 其他投资           | (12125)     | (1946)      | 329          | (30)         | (391)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | (11967)     | (1283)      | (2469)       | (1748)       | (1726)       |
| 借款变动           | (8939)      | (851)       | (1698)       | (1000)       | (1000)       |
| 普通股增加          | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 资本公积增加         | 70          | (80)        | 0            | 0            | 0            |
| 股利分配           | (778)       | (280)       | (255)        | (283)        | (313)        |
| 其他             | (2321)      | (72)        | (516)        | (465)        | (413)        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>8369</b> | <b>4411</b> | <b>14552</b> | <b>15112</b> | <b>14717</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>     | 70443       | 69152       | 72596       | 75850       | 76984       |
| 营业成本             | 58638       | 60481       | 63845       | 67087       | 68090       |
| 营业税金及附加          | 1508        | 647         | 607         | 558         | 489         |
| 营业费用             | 857         | 857         | 810         | 762         | 696         |
| 管理费用             | 774         | 544         | 542         | 510         | 466         |
| 研发费用             | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 财务费用             | 540         | 479         | 450         | 400         | 350         |
| 资产减值损失           | (4307)      | (1130)      | (600)       | (400)       | (300)       |
| 公允价值变动收益         | (3)         | 8           | 6           | 7           | 8           |
| 其他收益             | 9           | 12          | 14          | 15          | 17          |
| 投资收益             | 1231        | 955         | 764         | 749         | 734         |
| <b>营业利润</b>      | 5055        | 5989        | 6526        | 6904        | 7351        |
| 营业外收入            | 11          | 11          | 12          | 14          | 15          |
| 营业外支出            | 30          | 66          | 59          | 53          | 48          |
| <b>利润总额</b>      | 5036        | 5934        | 6479        | 6865        | 7318        |
| 所得税              | 2184        | 2143        | 2460        | 2633        | 2834        |
| 少数股东损益           | 323         | 1245        | 1188        | 1101        | 1050        |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>2529</b> | <b>2546</b> | <b>2831</b> | <b>3131</b> | <b>3434</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 70%   | -2%   | 5%    | 4%    | 1%    |
| 营业利润           | -5%   | 18%   | 9%    | 6%    | 6%    |
| 归母净利润          | -32%  | 1%    | 11%   | 11%   | 10%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 16.8% | 12.5% | 12.1% | 11.6% | 11.6% |
| 净利率            | 3.6%  | 3.7%  | 3.9%  | 4.1%  | 4.5%  |
| ROE            | 10.4% | 9.6%  | 9.8%  | 9.9%  | 9.9%  |
| ROIC           | 2.4%  | 4.1%  | 4.7%  | 4.8%  | 4.9%  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 79.8% | 80.1% | 79.4% | 78.8% | 77.7% |
| 净负债比率          | 12.7% | 12.0% | 11.0% | 10.2% | 9.7%  |
| 流动比率           | 1.3   | 1.3   | 1.3   | 1.3   | 1.3   |
| 速动比率           | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.2   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| 存货周转率          | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| 应收账款周转率        | 154.0 | 119.0 | 102.0 | 102.0 | 101.0 |
| 应付账款周转率        | 12.7  | 10.8  | 11.0  | 11.0  | 10.8  |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 0.81  | 0.82  | 0.91  | 1.01  | 1.10  |
| 每股经营净现金        | 10.49 | 2.46  | 5.55  | 5.64  | 5.64  |
| 每股净资产          | 8.13  | 8.85  | 9.68  | 10.59 | 11.59 |
| 每股股利           | 0.09  | 0.08  | 0.09  | 0.10  | 0.11  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 12.4  | 12.3  | 11.0  | 10.0  | 9.1   |
| PB             | 1.2   | 1.1   | 1.0   | 0.9   | 0.9   |
| EV/EBITDA      | 36.1  | 31.0  | 29.0  | 27.8  | 26.4  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。