

滨江集团(002244)

报告日期: 2023年05月06日

深耕驱动强 Alpha, 销售和结转持续走强

——滨江集团跟踪报告

事件

2023年4月29日公司公布2022年年度报告及2023年一季度报告。

投资要点

□ 业绩稳定增长, 毛利率企稳回升

2022年公司营业收入415.02亿元, 同比+9.28%, 归母净利润37.41亿元, 同比+23.58%; 基本每股收益1.20元/股, 同比+23.71%; 公司销售毛利率及净利率分别为17.48%和9.41%, 同比分别-7.35pct和-3.55pct。2023Q1公司营业收入100.86亿元, 同比+63.13%, 归母净利润5.60亿元, 同比+145.89%; 公司销售毛利率及净利率分别为20.73%和9.18%, 较2022年分别+3.25pct和-0.23pct。我们认为, 公司虽然2022年受到计提减值损失8.58亿元的影响, 业绩在行业下行期仍然保持稳定增长, 2023Q1毛利率企稳回升, 凸显公司良好的经营韧性及业绩增长潜力。

□ 深耕杭州大本营, 市占率稳步提升

销售方面来看, 2022年公司销售金额1539亿元, 位列克尔瑞榜单第13位, 较2021年提升9位。2023Q1公司销售金额为407亿元, 同比+63%, 位列克尔瑞榜单第14位, 销售市占率由2022年的1.15%提升至1.33%。拿地方面来看, 2022年公司新增土地储备项目41个, 其中杭州38个, 金华2个, 宁波1个。新增项目土地面积合计197万平方米, 新增项目计容建筑面积合计473万平方米, 权益土地款374亿元, 新增土储货值权益比例55%。公司土地储备中杭州占65%, 浙江省内非杭州城市占比20%, 浙江省外占比15%。杭州市场来看, 根据中指研究院数据, 2023Q1杭州成交面积同比+128.4%, 短库存去化周期仅4.4个月, 2023年2月21日结束的第一轮土拍, 杭州出让13个地块, 8个地块到达“封顶+摇号”, 整体溢价率达9.3%, 杭州市良好的供需结构催生土地市场率先复苏。我们认为, 杭州市销售市场供需结构健康, 土地市场率先复苏, 公司持续重仓杭州保持区域深耕优势, 依托杭州市场具备较好的销售弹性。

□ 财务指标持续改善, 融资成本连续降低

财务方面来看, 截至2022年末, 公司“三道红线”全部保持绿档, 且各项指标较2021年末均有改善。公司有息负债规模535.45亿元, 其中银行贷款占比80.37%, 直接融资占比19.63%, 债务结构清晰。公司综合融资成本为4.6%, 同比下降0.3pct, 融资成本近5年持续降低。我们认为, 公司财务指标持续改善, 融资成本连续下行, 反应出公司较强的经营信用和稳健的经营状况。

□ 坚持城市深耕, 稳健前行

2023年, 公司设定1) 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; 2) 土地储备: 投资金额控制在300亿元, 权益回款的50%以内, 城市上除杭州外, 重点考虑上海、南京、苏州、宁波、深圳、广州等。3) 融资: 权益有息负债规模控制在470亿元以内, 并且直接融资规模控制在20%以内。融资利率继续下行, 确保下降0.1%, 争取下降0.2%及以上。我们认为, 公司给予了明确的销售目标和土地储备目标, 反应出了公司坚持城市深耕、以量入为出为导向, 稳健的发展策略。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨凡
执业证书号: S1230521120001
yangfan02@stocke.com.cn

研究助理: 吴贵伦
wuguilun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥9.91
总市值(百万元)	30,834.41
总股本(百万股)	3,111.44

股票走势图



相关报告

- 《三季度业绩高增, 区域深耕优势显现》2022.10.27
- 《【浙商地产】深耕杭州优势显现, 拿地销售双增长》2022.08.18
- 《2022.5.17 - 滨江集团深度报告: 深耕杭州基本盘稳健, 逆势增储未来成长可期》2022.05.18

投资建议

我们认为，公司持续深耕经济基础扎实、房地产行业基本面较优的杭州市场，业绩具备增长弹性，市占率有望逐步提升。综合考虑公司的财务安全性、土储布局、销售及投资能力，我们认为公司应当享有估值溢价。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 44、55 和 68 亿元，2023 年 EPS 为 1.43 元每股。我们给予公司 2023 年 9.5 倍 PE 估值，对应目标价 13.59 元。维持“买入”评级。

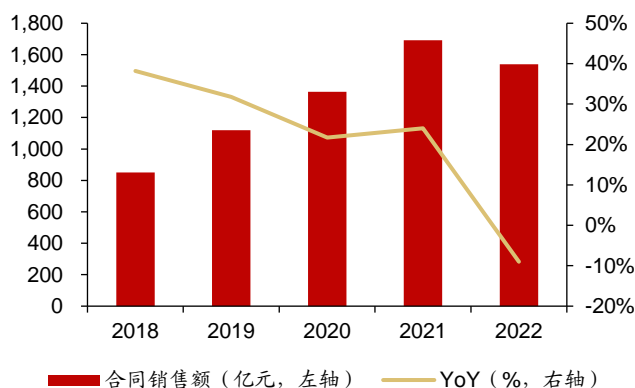
风险提示：杭州市场波动或城市基本面恶化，政策环境改善不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入	41,502	49,730	58,697	68,506
(+/-) (%)	9.28%	19.83%	18.03%	16.71%
归母净利润	3,741	4,442	5,544	6,819
(+/-) (%)	23.58%	18.74%	24.81%	23.00%
每股收益(元)	1.20	1.43	1.78	2.19
P/E	8.24	6.94	5.56	4.52

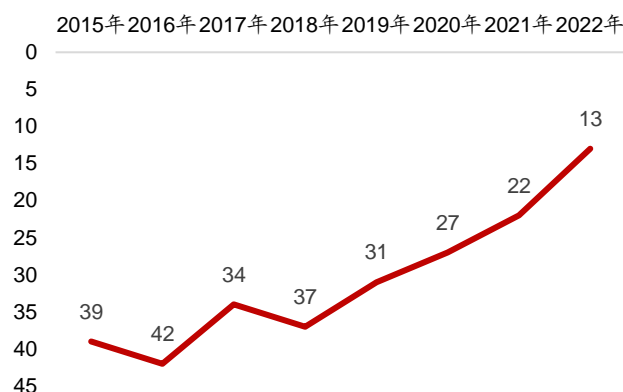
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图1：2018-2022 年滨江集团合同销售额



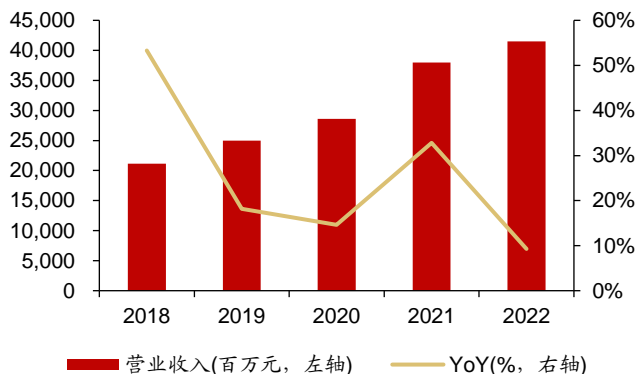
资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图2：2015-2022 年滨江集团销售金额排名



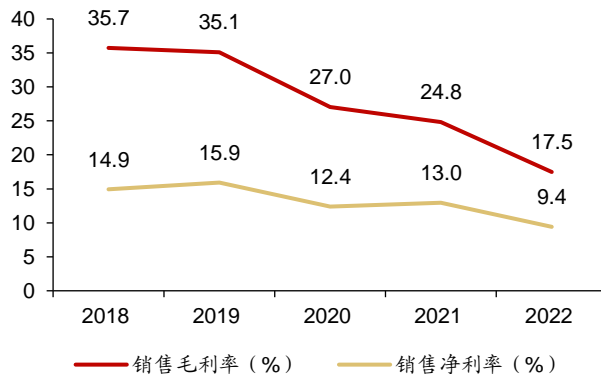
资料来源：公司年报，克尔瑞，浙商证券研究所

图3：2018-2022 年滨江集团营业收入

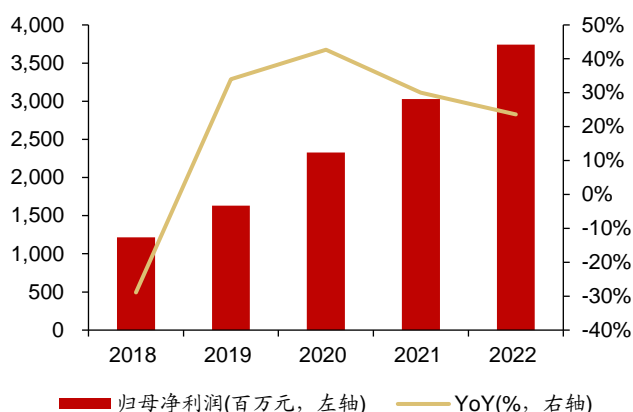


资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

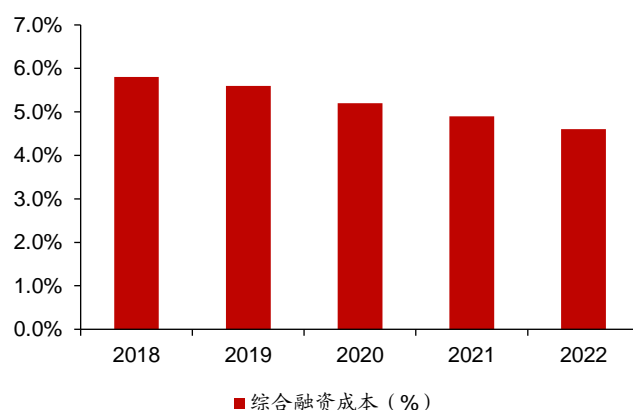
图4：2018-2022 年滨江集团毛利率与净利率



资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图5: 2018-2022年滨江集团归母净利润


资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

图6: 2018-2022年滨江集团综合融资成本


资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

表1: 2020-2022年杭州市房企销售排名 TOP10

销售金额排名	2020		2021		2022	
	房企	销售金额(亿元)	房企	销售金额(亿元)	房企	销售金额(亿元)
1	滨江集团	742	滨江集团	1150	滨江集团	1267
2	绿城中国	390	绿城中国	772	绿城中国	698
3	融信集团	264	保利发展	477	万科地产	289
4	保利发展	250	万科	378	华润置地	267
5	德信地产	248	融创中国	360	坤和集团	228
6	融创中国	243	融信集团	273	建杭置业	224
7	招商蛇口	213	德信地产	260	大家房产	208
8	万科	168	龙湖集团	211	越秀地产	206
9	世茂集团	161	招商蛇口	190	保利发展	197
10	新希望	153	祥生集团	178	龙湖集团	196

资料来源: 中指院, 浙商证券研究所

表2: 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000002.SZ	万科A	15.54	1.95	1.98	2.07	2.16	7.97	7.86	7.53	7.20
600048.SH	保利发展	14.26	1.53	1.81	2.03	2.21	9.32	7.87	7.03	6.46
001979.SZ	招商蛇口	13.98	0.41	0.90	1.30	1.58	34.10	15.55	10.74	8.83
600383.SH	金地集团	8.40	1.35	1.45	1.54	1.63	6.22	5.79	5.44	5.15
	均值						14.40	9.27	7.68	6.91
002244.SZ	滨江集团	9.91	1.20	1.43	1.78	2.19	8.24	6.94	5.56	4.52

资料来源: 浙商证券研究所

备注: 收盘价截止至2023年5月5日, 除滨江集团为浙商证券预测外, 其余可比公司EPS为Wind一致预期

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	250,347	264,617	301,035	346,027
现金	24,328	37,916	38,448	35,357
交易性金融资产	84	84	84	84
应收账款	441	671	641	890
其它应收款	30,362	27,320	24,855	36,039
预付账款	6	7	9	10
存货	184,409	187,903	226,283	262,930
其他	10,717	10,717	10,717	10,717
非流动资产	25,829	31,163	36,619	41,534
金额资产类	1,901	1,901	1,901	1,901
长期投资	14,298	18,207	22,543	26,438
固定资产	582	570	563	563
无形资产	137	132	127	123
在建工程	0	0	0	0
其他	8,912	10,353	11,485	12,509
资产总计	276,176	295,780	337,654	387,561
流动负债	183,721	194,349	227,044	267,681
短期借款	0	-565	-1,130	-1,695
应付款项	3,699	4,401	5,272	6,153
预收账款	42	64	68	84
其他	179,980	190,449	222,834	263,139
非流动负债	39,738	42,738	44,738	45,738
长期借款	34,950	37,950	39,950	40,950
其他	4,788	4,788	4,788	4,788
负债合计	223,459	237,087	271,782	313,419
少数股东权益	29,182	30,717	32,352	33,802
归属母公司股东权益	23,535	27,977	33,521	40,340
负债和股东权益	276,176	295,780	337,654	387,561

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,214	17,661	5,360	1,526
净利润	3,904	5,977	7,179	8,270
折旧摊销	427	1,107	1,212	1,254
财务费用	945	1,242	1,289	1,306
投资损失	(2,224)	(1,174)	(1,694)	(2,422)
营运资金变动	1,492	10,510	(2,626)	(6,881)
其它	670	(0)	(0)	(0)
投资活动现金流	(24,214)	(5,265)	(4,975)	(3,746)
资本支出	(136)	(98)	(128)	(112)
长期投资	(3,442)	(6,342)	(6,541)	(6,056)
其他	(20,636)	1,174	1,694	2,422
筹资活动现金流	22,150	1,193	146	(871)
短期借款	(565)	(565)	(565)	(565)
长期借款	10,135	3,000	2,000	1,000
其他	12,580	(1,242)	(1,289)	(1,306)
现金净增加额	3,181	13,588	532	(3,091)

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	41,502	49,730	58,697	68,506
营业成本	34,249	39,018	46,596	55,036
营业税金及附加	844	1,165	1,285	1,552
营业费用	811	953	1,135	1,319
管理费用	626	741	881	1,025
研发费用	0	0	0	0
财务费用	1,019	877	720	729
资产减值损失	(702)	0	0	0
公允价值变动损益	(6)	0	0	0
投资净收益	2,224	1,174	1,694	2,422
其他经营收益	8	7	8	10
营业利润	5,320	8,157	9,782	11,277
营业外收支	(10)	0	0	0
利润总额	5,311	8,157	9,782	11,277
所得税	1,407	2,180	2,603	3,007
净利润	3,904	5,977	7,179	8,270
少数股东损益	163	1,535	1,635	1,450
归属母公司净利润	3,741	4,442	5,544	6,819
EBITDA	4,548	8,966	10,020	10,837
EPS (最新摊薄)	1.20	1.43	1.78	2.19

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	9.28%	19.83%	18.03%	16.71%
营业利润	-21.13%	53.31%	19.92%	15.28%
归属母公司净利润	23.58%	18.74%	24.81%	23.00%
获利能力				
毛利率	17.48%	21.54%	20.62%	19.66%
净利率	9.01%	8.93%	9.45%	9.95%
ROE	15.90%	15.88%	16.54%	16.90%
ROIC	2.90%	5.09%	5.31%	5.39%
偿债能力				
资产负债率	80.91%	80.16%	80.49%	80.87%
净负债比率	423.89%	403.94%	412.59%	422.73%
流动比率	1.36	1.36	1.33	1.29
速动比率	0.30	0.34	0.28	0.27
营运能力				
总资产周转率	0.17	0.17	0.19	0.19
应收账款周转率	89.49	89.49	89.49	89.49
应付账款周转率	9.63	9.63	9.63	9.63
每股指标(元)				
每股收益	1.20	1.43	1.78	2.19
每股经营现金	1.68	5.68	1.72	0.49
每股净资产	7.56	8.99	10.77	12.97
估值比率				
P/E	8.24	6.94	5.56	4.52
P/B	1.31	1.10	0.92	0.76
EV/EBITDA	12.11	5.27	4.81	4.77

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>