

公司研究

22年盈利逆势提升，销售跻身行业头部

——滨江集团（002244.SZ）2022年年报及2023年一季度报点评

要点

事件：公司发布2022年年报及2023年一季度报告。

点评：22年盈利逆势提升，23年Q1业绩开门红，销售表现出色，财务稳健。

22年营收稳健增长，盈利逆势提升：22年，公司实现营收415亿元，同比增长9.3%，略低于我们预期，其中房产销售业务实现营收407亿元，同比增长10.9%，主要因交付项目增加；公司综合毛利率为17.5%，其中房产销售的毛利率为17.1%，皆为2016年以来最低值，分别同比降低7.4pct、6.9pct，主要因低毛利项目集中结转；公司归母净利润为37亿元（我们前期预测为39亿元），同比增长23.6%，主要因：1）部分重点合作项目结算，对合联营公司的投资收益21.9亿元，同比增长633%；2）受结算项目权益结构和利润率波动等影响，母公司损益占比提升至95.8%，少数股东损益同比减少91.4%至1.6亿元。

23年Q1结算加速，毛利率小幅回升：23年Q1，公司实现营收101亿元，同比增长63.1%，结算规模提升明显；综合毛利率为20.7%，同比提升4.5pct，毛利率有所企稳；归母净利润为5.6亿元，同比增长145.9%，为23年业绩奠定良好基础。公司作为杭州销售龙头房企，近两年专注于杭州拿地，于行业周期底部获取的高毛利项目有望在23年陆续迎来交付，毛利率有望加速回升。

销售快速修复，跻身行业头部：22年，公司实现销售额1539亿元，同比减少9.0%，位列克而瑞销售排名第13位，较2021年提升9位。据克而瑞数据，23年1-4月，公司实现销售额607亿元，同比增长70.4%，远超TOP20房企的整体增速19.5%，位列克而瑞行业销售排名第10位，行业地位与影响力提升明显。

重仓布局杭州，坚守核心优势：22年，公司新增土储项目41个，其中杭州38个。截至22年末，公司累计土储总建面1436万平方米，其中杭州土储占比66%。23年Q1，公司新获取7宗地全部位于杭州，拿地总价74.2亿元，新增土储建面53.7万平方米，优质土储充分保障销售去化率稳定，进一步巩固杭州市场份额。

财务运营稳健，融资成本优化：截至22年末，公司“三道红线”指标维持绿档。22年综合融资成本为4.6%，同比降低0.3pct，连续六年下降，信用保持稳定。

盈利预测、估值与评级：考虑公司22年销售下滑、毛利率仍有所承压等，我们下调公司23-24年预测EPS为1.43元（下调6.0%）、1.70元（下调5.0%），新增25年预测EPS为2.10元，当前股价对应23-25年PE为6.4/5.4/4.4倍，公司以杭州为大本营布局辐射长三角，销售向好，拿地积极，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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	37,976	41,502	56,201	60,618	68,699
营业收入增长率	32.80%	9.28%	35.42%	7.86%	13.33%
净利润（百万元）	3,027	3,741	4,449	5,305	6,523
净利润增长率	30.06%	23.58%	18.92%	19.24%	22.96%
EPS（元）	0.97	1.20	1.43	1.70	2.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.71%	15.90%	16.35%	16.86%	17.79%
P/E	9.5	7.7	6.4	5.4	4.4
P/B	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-04-28

买入（维持）

当前价：9.22元

作者

分析师：何緬南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebsecn.com

联系人：庄晓波

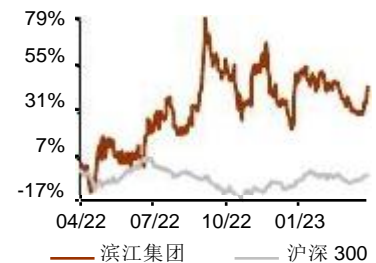
021-52523416

zhuangxiaobo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	31.11
总市值(亿元)	286.87
一年最低/最高(元)	6.96/12.96
近3月换手率	41.09%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.52	-8.21	15.07
绝对	-2.02	-12.19	18.67

资料来源：Wind

相关研报

稳积跬步致千里，业绩增长动能足——滨江集团（002244.SZ）首次覆盖报告（2022-12-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	37,976	41,502	56,201	60,618	68,699
营业成本	28,547	34,249	45,844	48,349	54,107
折旧和摊销	357	427	433	474	518
税金及附加	1,008	844	1,156	1,442	1,850
销售费用	713	811	1,126	1,245	1,410
管理费用	559	626	837	891	996
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	740	1,019	1,114	1,341	1,567
投资收益	356	2,224	1,067	1,649	2,373
营业利润	6,746	5,320	7,092	9,003	11,083
利润总额	6,737	5,311	7,073	8,991	11,069
所得税	1,816	1,407	1,839	2,360	2,916
净利润	4,921	3,904	5,234	6,631	8,153
少数股东损益	1,894	163	785	1,326	1,631
归属母公司净利润	3,027	3,741	4,449	5,305	6,523
EPS(元)	0.97	1.20	1.43	1.70	2.10

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	839	5,214	4,789	1,858	4,121
净利润	3,027	3,741	4,449	5,305	6,523
折旧摊销	357	427	433	474	518
净营运资金增加	9,019	19,673	9,232	7,182	8,024
其他	-11,563	-18,627	-9,326	-11,102	-10,943
投资活动产生现金流	-8,760	-24,214	-2,179	-4,818	-4,444
净资本支出	-41	-136	-110	-110	-110
长期投资变化	10,855	14,298	-3,486	-5,781	-6,101
其他资产变化	-19,575	-38,376	1,416	1,072	1,768
融资活动现金流	10,531	22,150	7,180	6,900	6,562
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	3,329	9,578	9,112	9,280	9,440
无息负债变化	27,039	39,543	38,753	33,346	29,080
净现金流	2,605	3,181	9,790	3,940	6,239

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	24.8%	17.5%	18.4%	20.2%	21.2%
EBITDA 率	19.8%	14.7%	13.8%	15.1%	15.8%
EBIT 率	18.8%	13.7%	13.1%	14.4%	15.1%
税前净利润率	17.7%	12.8%	12.6%	14.8%	16.1%
归母净利润率	8.0%	9.0%	7.9%	8.8%	9.5%
ROA	2.3%	1.4%	1.6%	1.8%	1.9%
ROE (摊薄)	14.7%	15.9%	16.4%	16.9%	17.8%
经营性 ROIC	8.5%	5.1%	6.0%	6.6%	7.2%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	82%	81%	83%	83%	84%
流动比率	1.34	1.36	1.35	1.35	1.35
速动比率	0.34	0.36	0.41	0.39	0.39
归母权益/有息债务	0.49	0.45	0.45	0.45	0.46
有形资产/有息债务	4.97	5.29	5.36	5.34	5.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	211,726	276,176	328,496	376,710	422,062
货币资金	21,141	24,328	34,117	38,058	44,297
交易性金融资产	11	84	10	10	10
应收账款	487	441	575	595	646
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	17,776	30,362	38,778	38,891	40,751
存货	142,401	184,409	208,008	243,594	269,993
其他流动资产	8,112	10,717	18,066	20,275	24,315
流动资产合计	189,975	250,347	299,563	341,432	380,021
其他权益工具	1,110	1,023	1,023	1,023	1,023
长期股权投资	10,855	14,298	17,783	23,564	29,665
固定资产	536	582	615	644	668
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	140	137	143	149	155
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	21,751	25,829	28,933	35,278	42,041
总负债	174,339	223,459	271,324	313,949	352,470
短期借款	565	0	0	0	0
应付账款	3,411	3,699	4,951	5,222	5,844
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	60	42	57	61	70
其他流动负债	12,186	13,500	18,977	20,623	23,635
流动负债合计	141,815	183,721	221,318	253,494	281,514
长期借款	24,815	34,950	44,950	54,950	64,950
应付债券	6,951	3,995	4,394	4,834	5,317
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	32,523	39,738	50,006	60,456	70,956
股东权益	37,387	52,717	57,173	62,761	69,592
股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
公积金	3,378	3,616	3,655	3,655	3,655
未分配利润	14,294	17,026	20,658	24,919	30,121
归属母公司权益	20,579	23,535	27,206	31,467	36,669
少数股东权益	16,808	29,182	29,967	31,293	32,924

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	1.88%	1.95%	2.00%	2.05%	2.05%
管理费用率	1.47%	1.51%	1.49%	1.47%	1.45%
财务费用率	1.95%	2.46%	1.98%	2.21%	2.28%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	27%	26%	26%	26%	26%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.23	0.25	0.34	0.42	0.52
每股经营现金流	0.27	1.68	1.54	0.60	1.32
每股净资产	6.61	7.56	8.74	10.11	11.79
每股销售收入	12.21	13.34	18.06	19.48	22.08

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	9.5	7.7	6.4	5.4	4.4
PB	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.8	19.2	15.8	13.9	12.1
股息率	2.5%	2.7%	3.6%	4.6%	5.7%

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 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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会与，不与，也将不会与本报告中的具体的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”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

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
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE