

滨江集团 (002244.SZ)

强烈推荐 (维持)

业绩高增长，经营动作保持积极

22年业绩保持两位数正增长，23Q1业绩同比高增146%超出预期；22年销售排名提升9位至行业第13位；持续于杭州深耕，逆势加大投资力度；租金收入稳定增长，养老业务正式开启。预计2023-2025年EPS分别为1.43、1.63、1.81元，维持“强烈推荐”评级，考虑到未来行业竞争格局改善的长逻辑或提升优质绿档房企估值溢价，给予目标价12.83元/股（对应2023PE=9X）。

22年业绩保持两位数正增长，主因投资收益大幅增加背景下的少数股东损益占比下降盖过了毛利率下滑的影响。2022年公司实现营业收入/营业利润/归母净利润415亿元/53亿元/37亿元，同比分别+9.3%/-21.1%/+23.6%。营业利润增幅大幅低于营收：具体看，22年公司整体毛利率较21年下滑7.4 PCT至17.5%，财务费用率较21年提升0.5 PCT至2.5%，销管费用率基本与21年持平，投资收益增加19亿元至22亿元，资产减值损失7亿元（19-21三年间均未计提存货跌价准备），其中毛利率下滑、财务费用增加和计提减值是营业利润增幅低于营收的主要原因，投资收益增加则形成一定对冲。而归母净利润增幅大幅高于营业利润，则主要由于少数股东损益占比大幅下降（从21年的38.5%大幅降至22年的4.2%），以及所得税费用减少（22年较21年减少4亿元至14亿元）。

23Q1业绩同比高增146%，超出预期。2023年一季度，公司实现营业收入/营业利润/归母净利润101亿元/13亿元/6亿元，同比分别+63.1%/+147.4%/+145.9%。营业利润增幅大幅高于营收主要是由于毛利率的提升（公司23Q1整体毛利率较22Q1上升4.5 PCT至20.7%），而税金及附加增加1亿元、投资收益减少1亿元则形成小幅对冲。此外，由于少数股东损益占净利润的比例未发生较大变化（23Q1和22Q1均在39%左右），故归母净利润增幅与营业利润相当。

往后看，22年合同负债1304亿元，对22年营收的保障系数达3.14（明显高于21年的2.46），对后续收入有进一步保障；23年计划竣工面积414万平方米，与22年竣工计划基本一致，也或对后续业绩形成一定支撑。

22年销售排名提升9位至行业第13位。年报显示，2022年公司实现全口径销售额1539亿元（同比-9.0%），符合公司销售目标（1500~1600亿元），位列克而瑞行业销售排名第13位，较2021年提升9位，且公司销售额同比增速（-9.0%）明显优于百强房企（-42.3%）。

财务数据与估值

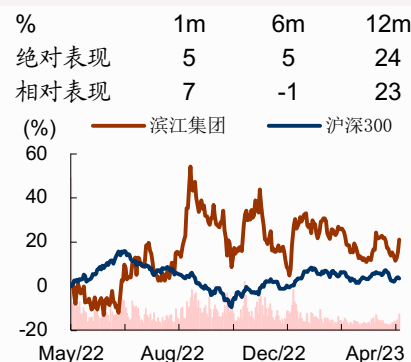
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	37976	41502	50010	58712	67519
同比增长	33%	9%	21%	17%	15%
营业利润(百万元)	6746	5320	7585	9053	10719
同比增长	40%	-21%	43%	19%	18%
归母净利润(百万元)	3027	3741	4437	5061	5625
同比增长	30%	24%	19%	14%	11%
每股收益(元)	0.97	1.20	1.43	1.63	1.81
PE	10.2	8.2	6.9	6.1	5.5
PB	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9

总量研究/房地产
目标估值：12.83元
当前股价：9.91元

基础数据

总股本(万股)	311144
已上市流通股(万股)	268235
总市值(亿元)	308
流通市值(亿元)	266
每股净资产(MRQ)	7.7
ROE(TTM)	16.9
资产负债率	80.7%
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



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《滨江集团(002244)——借势杭州，行远自迩》2022-12-31

赵可 S1090513110001
zhaoke@cmschina.com.cn

资料来源：公司数据、招商证券

23年1-4月销售排名提升3位，跻身行业Top 10。克尔瑞数据显示，2023年1-4月，公司累计实现全口径销售额607亿元（同比+70%），位列克而瑞行业销售排名第10位，较2022全年排名提升3位，且公司销售额同比增速（+70%）明显优于百强房企（+9%）。

持续于杭州深耕，行业低迷下仍保持一定投资力度。22年公司新增土储项目41个（较21年+3个），对应全口径计容建面为473万平方米（同比+0.8%），估算总土地价款680亿元（同比-4.2%），对应楼面均价1.44万元/平（同比-5.0%）；其中权益拿地金额374亿元（同比-14.6%），新增土储货值权益比例55.0%（较21年下降1.6PCT）。结构上，22年41个新增项目中：38个自杭州的新增项目（对应计容建面363万平方米，占总拿地面积的76.7%），其它3个来自浙江省内非杭州（1个宁波、2个金华），公司继续深耕于杭州。22年公司投资力度（估算的全口径拿地金额/销售额）为44.2%（较21年提高2.2PCT），在市场景气度下降情况下，公司仍积极扩张。此外，公司还在年报中提出：计划23年投资金额控制在300亿元，权益回款的50%以内（22年实际权益拿地金额374亿元）。

土地储备方面，截止22年底，公司累计土地储备1436万平方米（指在建和拟建），其中杭州占65%，浙江省内非杭州占比20%，浙江省外占比15%。

- **有息负债有序扩张，融资成本持续降低。**截止2022年底，公司有息负债金额535亿元（同比+17.0%），货币资金243亿元（同比+15.1%），扣预收账款的资产负债率60.7%（较21年-5.3PCT），净负债率55.4%（较21年-10.6PCT），现金短债比1.67（21年为1.51），三道红线继续维持绿档水平。期限上看，短期有息负债占比27.3%，较21年下降3.3PCT，期限结构较为合理；来源上看，银行借款/直接融资占比分别为60.7%/19.6%，融资结构趋优；平均融资成本较21年降低30BP至4.6%，融资成本持续下降。

22年度现金分红比例约21%。披露年报的同日，公司发布公告称，拟向全体股东每10股派2.50元人民币现金红利（含税），即0.25元/股，不送红股，不转增。截止22年12月31日公司总股本为31.11亿股，22年归母净利润37.41亿元，则可计算得到本次分红比例为20.8%。

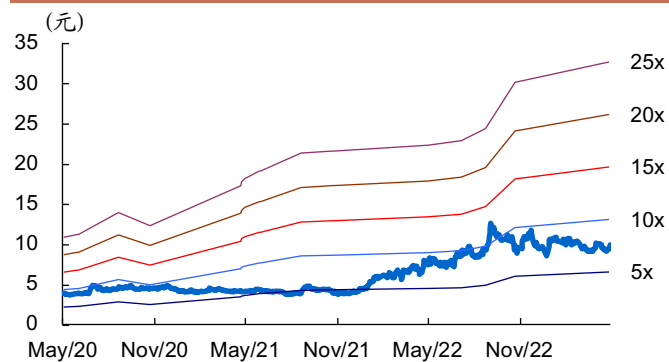
- **租金收入稳定增长，养老业务正式开启。**

租赁业务方面：截止22年末，公司共持有24个用于出租的物业（其中写字楼/商业裙房/社区底商/公寓各5/5/9/5个），可出租面积32.7万平方米，已出租29.0万平方米，对应平均出租率89%，22年实现租金收入3.3亿元（同比+24.0%）。

养老业务方面：22年公司旗下养老公司正式成立，并设立“滨江和家”高品质康养服务品牌，首个社区嵌入式精品养护机构“和家·御虹府长者之家”也已在试运营中。

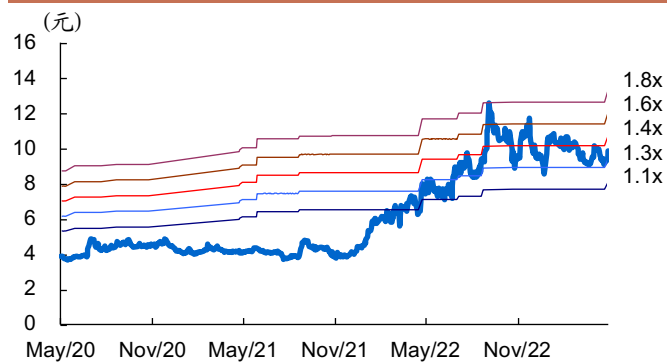
- **投资建议：**22年业绩保持两位数正增长，23Q1业绩同比高增146%超出预期；22年销售排名提升9位至行业第13位；持续于杭州深耕，逆势加大投资力度；租金收入稳定增长，养老业务正式开启。预计2023-2025年EPS分别为1.43、1.63、1.81元，维持“强烈推荐”评级，考虑到未来行业竞争格局改善的长逻辑或抬升优质绿档房企估值溢价，给予目标价12.83元/股（对应2023PE=9X）。
- **风险提示：**销售增长不及预期，受市场影响拿地保守，结算不及预期，毛利率变动不及预期，行业下行超预期拖累公司经营等。

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	189975	250347	283158	312020	342555
现金	21141	24328	24949	28342	31130
交易性投资	11	84	67	54	43
应收票据			0	0	0
应收款项	487	441	531	624	717
其它应收款	17818	30362	29006	33466	37811
存货	142401	184409	217345	236316	257652
其他	8116	10723	11260	13219	15202
非流动资产	21751	25829	29991	33570	36982
长期股权投资	10855	14298	17157	19216	21138
固定资产	536	582	744	964	1025
无形资产商誉	141	137	123	111	100
其他	10219	10813	11966	13279	14720
资产总计	211726	276176	313149	345590	379537
流动负债	141815	183721	213770	237930	262346
短期借款	565		0	0	0
应付账款	3411	3699	5864	6759	7676
预收账款	93631	130404	155832	174874	193239
其他	44209	49619	52074	56298	61431
长期负债	32523	39738	42219	44861	47640
长期借款	24815	34950	37280	39765	42416
其他	7709	4788	4940	5096	5223
负债合计	174339	223459	255990	282792	309985
股本	3111	3111	3111	3111	3111
资本公积金	2181	2100	2100	2100	2100
留存收益	15287	18324	21983	25935	30042
少数股东权益	16808	29182	29965	31652	34299
归属于母公司所有者权益	20579	23535	27194	31146	35253
负债及权益合计	211726	276176	313149	345590	379537

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	839	5214	3401	4376	4229
净利润	3027	3741	4437	5061	5625
折旧摊销	348	414	443	560	719
财务费用	840	945	1005	1042	1099
投资收益	(356)	(2224)	(2338)	(1875)	(1691)
营运资金变动	(5246)	2369	(929)	(2099)	(4170)
其它	2227	(32)	783	1687	2647
投资活动现金流	(8760)	(24214)	(2249)	(2251)	(2430)
资本支出	(42)	(137)	(581)	(755)	(755)
其他投资	(8718)	(24077)	(1668)	(1496)	(1674)
筹资活动现金流	10531	22150	(530)	1267	989
借款变动	9792	26854	1101	3262	3479
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	16	(82)	0	0	0
股利分配	(703)	(703)	(778)	(1109)	(1518)
其他	1427	(3919)	(853)	(885)	(972)
现金净增加额	2610	3150	622	3393	2788

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	37976	41502	50010	58712	67519
营业成本	28547	34249	41008	47263	53678
营业税金及附加	1008	844	1000	1174	1350
营业费用	713	811	1000	1174	1350
管理费用	559	626	750	881	1013
研发费用			0	0	0
财务费用	740	1019	1005	1042	1099
资产减值损失	(23)	(858)	(429)	(215)	(54)
公允价值变动收益	0	(6)	(6)	0	4
其他收益	4	4	4	4	4
投资收益	359	2232	2344	1875	1687
营业利润	6746	5320	7585	9053	10719
营业外收入	3	10	10	11	12
营业外支出	11	20	21	22	23
利润总额	6737	5311	7574	9042	10708
所得税	1816	1407	2354	2293	2436
少数股东损益	1894	163	783	1687	2647
归属于母公司净利润	3027	3741	4437	5061	5625

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	33%	9%	21%	17%	15%
营业利润	40%	-21%	43%	19%	18%
归母净利润	30%	24%	19%	14%	11%
获利能力					
毛利率	24.8%	17.5%	18.0%	19.5%	20.5%
净利率	8.0%	9.0%	8.9%	8.6%	8.3%
ROE	14.7%	15.9%	16.3%	16.2%	16.0%
ROIC	7.4%	3.4%	4.5%	6.0%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	82.3%	80.9%	81.7%	81.8%	81.7%
净负债比率	16.7%	17.3%	15.6%	15.1%	14.7%
流动比率	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	80.0	89.5	102.9	101.7	100.7
应付账款周转率	7.5	9.6	8.6	7.5	7.4
每股资料(元)					
EPS	0.97	1.20	1.43	1.63	1.81
每股经营净现金	0.27	1.68	1.09	1.41	1.36
每股净资产	6.61	7.56	8.74	10.01	11.33
每股股利	0.23	0.25	0.36	0.49	0.54
估值比率					
PE	10.2	8.2	6.9	6.1	5.5
PB	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA					

资料来源：公司数据、招商证券

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。

赵可：招商证券研究发展中心房地产行业（不动产与综合服务）首席分析师、REITs 研究组执行组长，董事，主要从事不动产及不动产综合服务研究，宏观策略研究；招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，深圳市高层次人才，高级经济师；

李盛天：2022 年加入招商证券，同济大学建筑与土木工程本硕。

区宇轩：2022 年加入招商证券，南开大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士。

团队荣誉：多次获新财富、水晶球、金牛奖、金牛奖最具价值分析师、Wind 金牌分析师、新浪金麒麟最佳分析师、21 世纪金牌分析师等相关荣誉。

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。