

滨江集团 (002244.SZ)

深耕浙江业绩靓丽，财务稳健逆势投资

买入

核心观点

2021 年营收净利双双高增，后续利润率承压但营收有保障。2021 年，公司实现营业收入 380 亿元，同比增长 32.8%；归母净利润 30.3 亿元，同比增长 30.1%；归母净利率为 8.0%，较上年下降 0.2 个百分点；营收占比 97% 的房地产开发结算毛利率较上年下降 2.4 个百分点至 24.0%，导致整体毛利率较上年下降 2.2 个百分点至 24.8%。2022 年 Q1，公司实现营业收入 62 亿元，同比下降 16.8%；归母净利润 2.3 亿元，同比下降 42.7%；归母净利率为 3.7%，较上年同期下降 5.0 个百分点；整体毛利率为 16.3%，较上年同期下降 4.5 个百分点，限价楼盘陆续进入结算期，利润率承压。截至 2022Q1 末，公司尚未结算的预收房款为 970 亿元，为未来业绩提供充分保障。

公司深耕浙江区域，品牌口碑极佳，销售表现好于行业整体。2021 年，公司实现销售金额 1691 亿元，同比增长 24%，行业排名提升 5 名次至第 22，也是杭州销冠。2022 年前 4 月，公司实现销售金额 356 亿元，同比虽下降 39%，但行业排名继续提升 6 名次至第 16。公司 2022 年销售目标定为 1500-1600 亿元，拟在波动剧烈的外部环境中保持相对稳定的发展规模。

公司坚定三省一市的区域发展战略，逆势投资力度不减。2021 年，公司新增土储计容建面 469 万 m²，拿地金额 710 亿元，新增土储货值权益比例 57%，以拿地金额/销售金额口径计算的投资强度为 42%，高于行业水平。2022 年前 4 月，公司新增土储 177 万 m²，拿地金额 234 亿元，投资强度高达 66%，主要是在杭州首批集中供地市场收获颇丰。截止 2021 年末，公司累计土储建面 1500 万 m²，以可售货值口径计算，杭州占比 60%，浙江省内其余城市占比 25%，浙江省外占比 15%。

财务保持稳健，融资成本下降。截至 2021 年末，公司剔除预收的资产负债率为 65.9%，现金短债比为 1.5，净负债率为 66.0%，较上年下降 17.6 个百分点，保持“绿档”；债务结构合理，短期债务占比仅为 31%；2021 年公司经营性现金流净额转正。截至 2021 年末，公司平均融资成本为 4.9%，较上年下降了 0.3 个百分点。得益于公司稳扎稳打的经营策略和一贯优秀的财务表现，融资优势不亚于国央企。公司力争在 2022 年将融资成本降至 4.7%。

投资建议：公司深耕浙江业绩靓丽，财务稳健逆势投资。预计公司 2022-2023 年归母净利分别为 35.8/39.8 亿元，对应最新股本的 EPS 分别为 1.15/1.28 元，对应最新股价的 PE 分别为 6.9/6.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期，行业基本面下行超预期，政策支持不及预期。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,597	37,976	49,369	60,231	72,277
(+/-%)	14.6%	32.8%	30.0%	22.0%	20.0%
净利润(百万元)	2328	3027	3585	3980	4406
(+/-%)	42.7%	30.1%	18.4%	11.0%	10.7%
每股收益(元)	0.75	0.97	1.15	1.28	1.42
EBIT Margin	19.2%	18.8%	16.0%	15.0%	14.0%
净资产收益率 (ROE)	12.7%	14.7%	15.4%	15.1%	14.8%
市盈率 (PE)	10.7	8.2	6.9	6.2	5.6
EV/EBITDA	29.7	26.6	32.3	33.5	34.8
市净率 (PB)	1.35	1.21	1.06	0.94	0.83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

联系人：王静

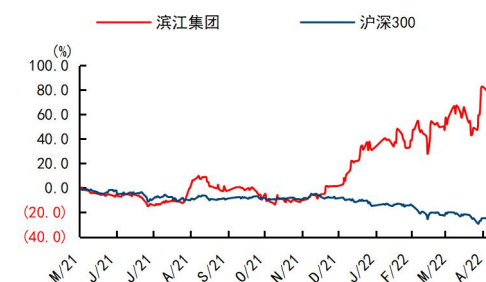
021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	7.98 元
总市值/流通市值	24826/21402 百万元
52 周最高价/最低价	8.28/3.77 元
近 3 个月日均成交额	268.50 百万元

市场走势



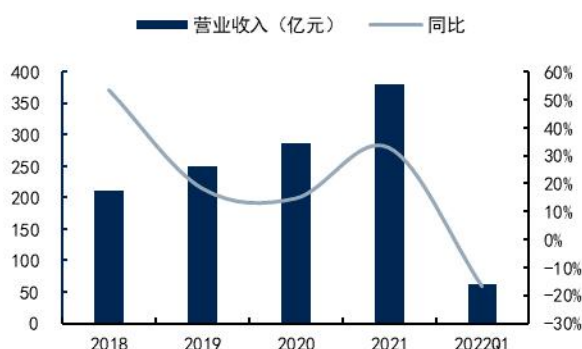
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《滨江集团-002244-2016 年年报点评：杭州龙头，增长显著，维持“买入”》——2017-04-18
- 《滨江集团-002244-2013 年半年报点评：全年有望超额完成销售目标》——2013-08-06
- 《滨江集团-002244-2012 年半年报点评：下半年改善可期》——2012-07-27
- 《滨江集团-002244-业绩亮丽，2011 年高增长有保障》——2011-03-16
- 《滨江集团：杭州龙头，成长确定》——2008-11-07

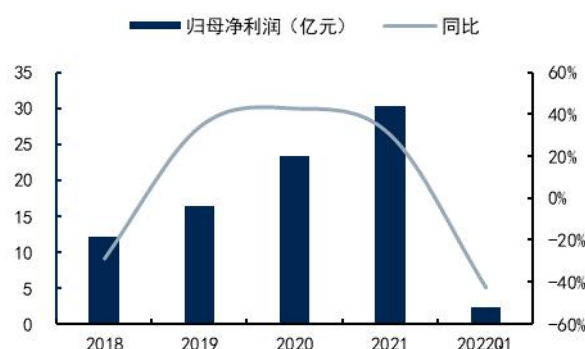
2021 年营收净利双双高增，后续利润率承压但营收有保障。2021 年，公司实现营业收入 380 亿元，同比增长 32.8%；归母净利润 30.3 亿元，同比增长 30.1%；归母净利率为 8.0%，较上年下降 0.2 个百分点；营收占比 97%的房地产开发结算毛利率较上年下降 2.4 个百分点至 24.0%，导致整体毛利率较上年下降 2.2 个百分点至 24.8%。2022 年 Q1，公司实现营业收入 62 亿元，同比下降 16.8%；归母净利润 2.3 亿元，同比下降 42.7%；归母净利率为 3.7%，较上年同期下降 5.0 个百分点；整体毛利率为 16.3%，较上年同期下降 4.5 个百分点，限价楼盘陆续进入结算期，利润率承压。截至 2022Q1 末，公司尚未结算的预收房款为 970 亿元，为未来业绩提供充分保障。

图1：公司营业收入及同比



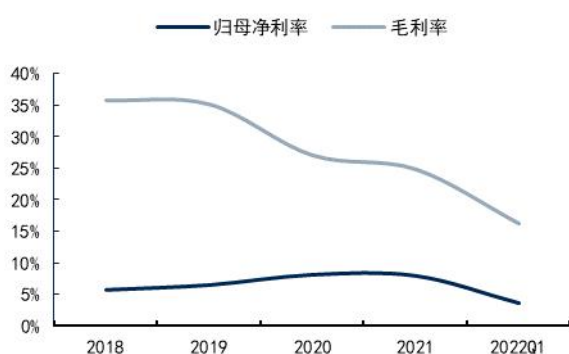
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及同比



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利率及毛利率



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司各业务类型收入占比



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

公司深耕浙江区域，品牌口碑极佳，销售表现好于行业整体。2021 年，公司实现销售金额 1691 亿元，同比增长 24%，行业排名提升 5 名次至第 22，也是杭州销冠。2022 年前 4 月，公司实现销售金额 356 亿元，同比虽下降 39%，但行业排名继续提升 6 名次至第 16。公司 2022 年销售目标定为 1500-1600 亿元，拟在波动剧烈的外部环境中保持相对稳定的发展规模。

公司坚定三省一市（浙江、江苏、广东和上海）的区域发展战略，逆势投资力度不减。2021 年，公司新增土储计容建面 469 万 m²，拿地金额 710 亿元，新增土储

货值权益比例 57%，以拿地金额/销售金额口径计算的投资强度为 42%，高于行业水平。2022 年前 4 月，公司新增土储 177 万 m^2 ，拿地金额 234 亿元，投资强度高达 66%，在行业中处于领先水平，主要是因为杭州首批集中供地市场收获颇丰。

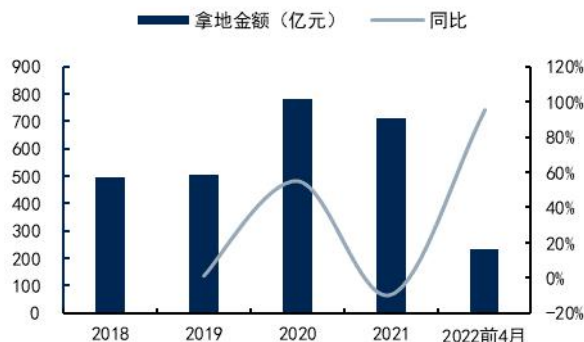
公司持续深耕核心城市，土地储备优质。截止 2021 年末，公司累计土储建面 1500 万 m^2 ，其中杭州占比 55%，浙江省内其余城市占比 37%，浙江省外占比 8%；以可售货值口径计算，杭州占比 60%，浙江省内其余城市占比 25%，浙江省外占比 15%。公司计划 2022 年的投资比例为杭州 50%，浙江省内非杭州 40%，浙江省外 10%。

图5：公司销售金额及同比



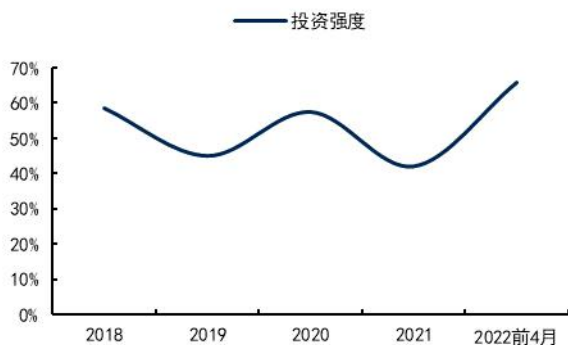
资料来源：公司公告、克而瑞，国信证券经济研究所整理

图6：公司拿地金额及同比



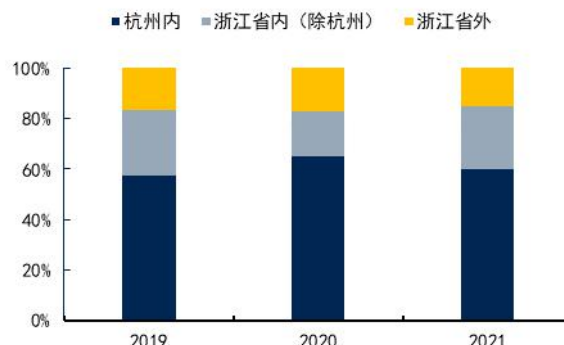
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司投资强度



资料来源：公司公告、克而瑞，国信证券经济研究所整理

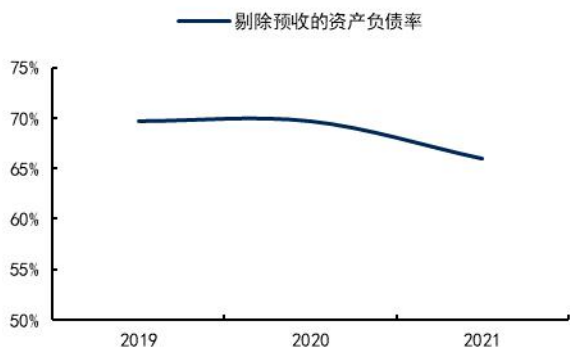
图8：公司土地储备可售货值地理分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

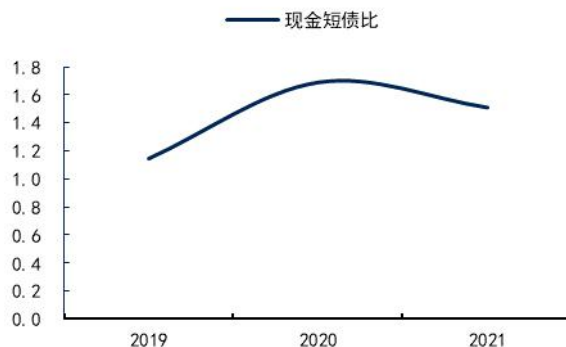
财务保持稳健，融资成本下降。截至 2021 年末，公司剔除预收的资产负债率为 65.9%，现金短债比为 1.5，净负债率为 66.0%，较上年下降 17.6 个百分点，保持“绿档”；债务结构合理，短期债务占比仅为 31%；2021 年公司经营性现金流净额转正。截至 2021 年末，公司平均融资成本为 4.9%，较上年下降了 0.3 个百分点。得益于公司稳扎稳打的经营策略和一贯优秀的财务表现，融资优势不亚于国央企。公司力争在 2022 年将融资成本降至 4.7%。

图9：公司剔除预收的资产负债率



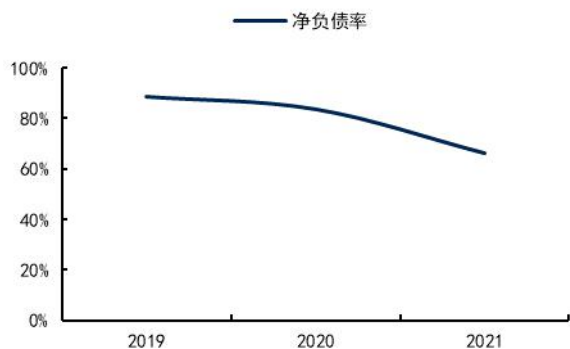
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司现金短债比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：公司净负债率



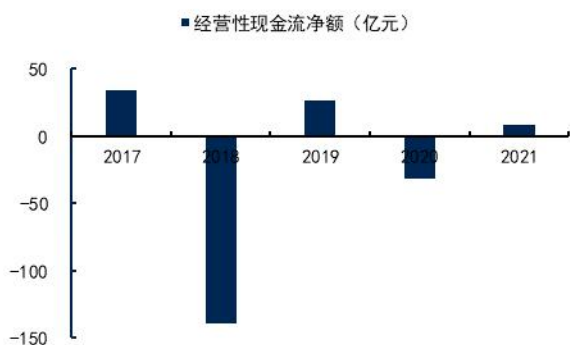
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：公司短期债务占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：公司经营性现金流净额



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图14：公司融资成本



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司深耕浙江业绩靓丽，财务稳健逆势投资。预计公司 2022-2023 年归母净利分别为 35.8/39.8 亿元，对应最新股本的 EPS 分别为 1.15/1.28 元，对应最新股价的 PE 分别为 6.9/6.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期，行业基本面下行超预期，政策支持不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	18522	21141	25000	27500	30000	营业收入	28597	37976	49369	60231	72277
应收款项	16223	18221	23687	28899	34678	营业成本	20863	28547	38508	47582	57821
存货净额	116262	142401	185291	221963	261245	营业税金及附加	1409	1008	1310	1598	1918
其他流动资产	5890	8200	10660	13006	15607	销售费用	426	713	927	1132	1358
流动资产合计	156902	189975	244650	291378	341541	管理费用	409	559	726	885	1061
固定资产	561	536	1602	2596	3513	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	145	140	135	129	123	财务费用	888	740	653	997	1224
投资性房地产	9208	10219	10219	10219	10219	投资收益	225	356	400	450	500
长期股权投资	5199	10855	16855	22855	28855	资产减值及公允价值变动	59	0	0	0	0
资产总计	172016	211726	273462	327178	384252	其他收入	(58)	(20)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	7901	10480	20651	27773	32483	营业利润	4827	6746	7645	8487	9395
应付款项	4204	3411	4644	5732	6957	营业外净收支	(40)	(8)	0	0	0
其他流动负债	100204	127925	173854	214475	260204	利润总额	4787	6737	7645	8487	9395
流动负债合计	112310	141815	199149	247979	299644	所得税费用	1239	1816	1911	2122	2349
长期借款及应付债券	31015	31766	31766	31766	31766	少数股东损益	1220	1894	2149	2385	2640
其他长期负债	645	758	758	758	758	归属于母公司净利润	2328	3027	3585	3980	4406
长期负债合计	31661	32523	32523	32523	32523	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	143971	174339	231673	280502	332167	净利润	2328	3027	3585	3980	4406
少数股东权益	9676	16808	18457	20288	22315	资产减值准备	82	(39)	38	66	80
股东权益	18369	20579	23332	26387	29769	折旧摊销	190	341	40	85	148
负债和股东权益总计	172016	211726	273462	327178	384252	公允价值变动损失	(59)	0	0	0	0
						财务费用	888	740	653	997	1224
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(5833)	(4458)	(3616)	(2453)	(629)
每股收益	0.75	0.97	1.15	1.28	1.42	其它	136	1967	1611	1765	1947
每股红利	0.23	0.23	0.27	0.30	0.33	经营活动现金流	(3157)	839	1659	3443	5952
每股净资产	5.90	6.61	7.50	8.48	9.57	资本开支	0	(273)	(1140)	(1140)	(1140)
ROIC	6%	7%	7%	8%	8%	其它投资现金流	(3)	(6)	0	0	0
ROE	13%	15%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(3139)	(8760)	(7140)	(7140)	(7140)
毛利率	27%	25%	22%	21%	20%	权益性融资	(33)	6382	0	0	0
EBIT Margin	19%	19%	16%	15%	14%	负债净变化	10512	(1322)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	20%	16%	15%	14%	支付股利、利息	(703)	(703)	(833)	(924)	(1023)
收入增长	15%	33%	30%	22%	20%	其它融资现金流	(7925)	5859	10172	7121	4711
净利润增长率	43%	30%	18%	11%	11%	融资活动现金流	12802	10540	9339	6197	3687
资产负债率	89%	90%	91%	92%	92%	现金净变动	6506	2619	3859	2500	2500
股息率	2.8%	2.8%	3.4%	3.7%	4.1%	货币资金的期初余额	12017	18522	21141	25000	27500
P/E	10.7	8.2	6.9	6.2	5.6	货币资金的期末余额	18522	21141	25000	27500	30000
P/B	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8	企业自由现金流	0	832	1208	3267	5969
EV/EBITDA	29.7	26.6	32.3	33.5	34.8	权益自由现金流	0	5369	10890	9641	9762

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032