



增持 (首次)

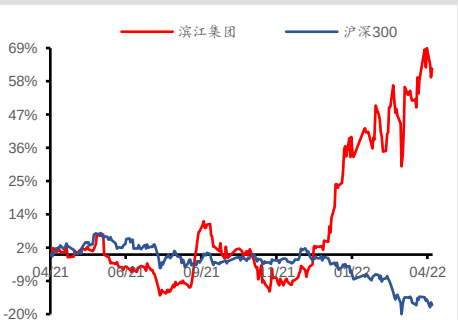
行业: 房地产
日期: 2022 年 04 月 14 日

分析师: 金文曦
Tel: 021-53686143
E-mail: jinwenxi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100003
联系人: 蔡萌萌
Tel: 021-53686184
E-mail: caimengmeng@shzq.com
SAC 编号: S0870121110010

基本数据

最新收盘价 (元) 7.23
12mth A 股价格区间 (元) 3.84-7.54
总股本 (百万股) 3,111.44
无限售 A 股/总股本 86.33%
流通市值 (亿元) 194.21

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

秉浙系品质, 拥天时地利

■ 投资摘要

深耕浙江, 立足全国。公司作为长三角房地产领军企业, 深耕浙江, 品牌优质显著, 2021年前三季度, 公司业绩增幅更加显著, 实现营业收入244.36亿元, 同比增长89.43%, 实现归母净利润13.25亿元, 同比增长49.08%。

积极拿地, 夯实“三省一市”战略布局。近年来公司持续保持积极的拿地态势, 截至2021H1, 公司新增土地面积94万平方米, 新增土地货值权益比例55%, 新增土地计容建筑面积234万平方米, 土地储备丰厚。公司聚焦杭州, 深耕浙江, 2021H1公司土地储备可售货值在杭州的占比达到67%, 浙江省内非杭州的城市包括金华、宁波、嘉兴、温州等经济基础扎实的二三线城市占比16%, 浙江省外占比17%。

销售业绩向好, 产品力认可度高。2021年公司在杭州的流量销售额、权益销售额和全口径销售额分别为737.37亿元, 594.73亿元, 1048.73亿元, 销售位居杭州区域前列, 区域深耕优势显著。同时, 公司建立五大产品类型, 打造标准化产品体系, 产品力得到社会高度认可。

信用资质良好, 融资通畅。2021H1公司扣除预收款后的资产负债率为69.13%, 净负债率为91.24%, 现金短债比为1.62, “三道红线”稳居“绿档”。2021H1公司融资成本为4.9%, 2020年6月, 联合信用评级有限公司将公司主体信用评级由AA+提升至AAA。

■ 投资建议

公司深耕浙江, 立足全国, 销售业务持续向好, 信用资质良好, 融资畅通, 我们预计2021-2023年公司营业收入将分别变动42.1%、28.2%、21.5%至406.38、520.81、632.99亿元, 归母净利润将分别变动16.7%、24.4%、22.8%至27.15、33.79、41.49亿元, EPS分别为0.87、1.09、1.33元, 对应4月13日股价, PE分别为8/7/5倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

■ 风险提示

利润率下跌风险; 区域集中风险; 房地产政策调控超预期风险。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	28597	40638	52081	63299
年增长率	14.6%	42.1%	28.2%	21.5%
归母净利润	2328	2715	3379	4149
年增长率	42.7%	16.7%	24.4%	22.8%
每股收益 (元)	0.75	0.87	1.09	1.33
市盈率 (X)	6.12	8.28	6.66	5.42
市净率 (X)	0.78	1.07	0.92	0.79

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022 年 04 月 13 日收盘价)

目录

1 滨江集团：深耕浙江，逆势增长	4
1.1 深耕浙江，立足全国	4
1.2 业绩增幅显著，成本管控效率高	5
2 积极投资增厚土储，夯实“三省一市”布局	7
2.1 积极拿地，土地储备丰厚	7
2.2 杭州区域优势尽显，成长空间广阔	8
2.3 深耕浙江，逐步扩张提升市场占有率	10
3 销售持续向好，产品力认可度高	12
3.1 销售额与完成度齐涨，坐稳区域龙头	12
3.2 标准化构筑稳健底盘，产品力赋能长期发展	14
4 坚守“绿档”，融资通畅	16
4.1 牢守“绿档”，优化融资结构	16
4.2 信用资质拔萃，融资成本下行	17
5 盈利预测与估值	19
6 风险提示：	21

图

图 1 公司发展历程	4
图 2 公司股权结构	5
图 3 近年公司营业收入及增速	5
图 4 近年公司归母净利润及增速	5
图 5 公司营收结构	6
图 6 公司分业务毛利率	6
图 7 近年公司费用率	6
图 8 近年公司毛利率及净利率	6
图 9 近年公司土地拿地数量	7
图 10 近年公司新增土地面积	7
图 11 近年公司拿地金额占销售金额比重	7
图 12 近年公司新增土储权益比例	7
图 13 公司土地储备可售货值	8
图 14 公司总土储占地面积及建筑面积	8
图 15 近年杭州城镇居民人均可支配收入	8
图 16 近年杭州常住人口	8
图 17 近年杭州市 GDP 及同比	9
图 18 2021 年部分城市宅地出让金	9
图 19 2013-2021 年杭州土地出让金	9
图 20 杭州成交土地建设用地面积	9
图 21 杭州规划土地建筑面积	9
图 22 近年杭州商品房销售面积	10
图 23 近年杭州商品房销售均价	10
图 24 近年杭州商品房可售面积	10
图 25 杭州商品房出清周期	10

图 26 近年公司土地储备可售货值在各地区比重	11
图 27 近年公司在杭州拿地情况	11
图 28 公司杭州市项目分布图	11
图 29 公司“三省一市”布局图	12
图 30 全国商品住宅销售面积及增速	13
图 31 全国商品住宅销售金额及增速	13
图 32 近年公司销售额及同比	13
图 33 近年公司权益销售金额及增速	13
图 34 近年公司全口径销售额克而瑞排名	13
图 35 2021 年部分房企销售目标完成度	13
图 36 2021 年杭州主要房企销售额	14
图 37 2021 年上半年公司分产品收入	14
图 38 公司五大产品类型	15
图 39 近年公司预收账款和合同负债	17
图 40 近年公司剔除预收款后的资产负债率、净负债率及现金 短债比	17
图 41 近年公司融资途径	17
图 42 近年公司融资期限	17
图 43 近年公司融资成本	18

表

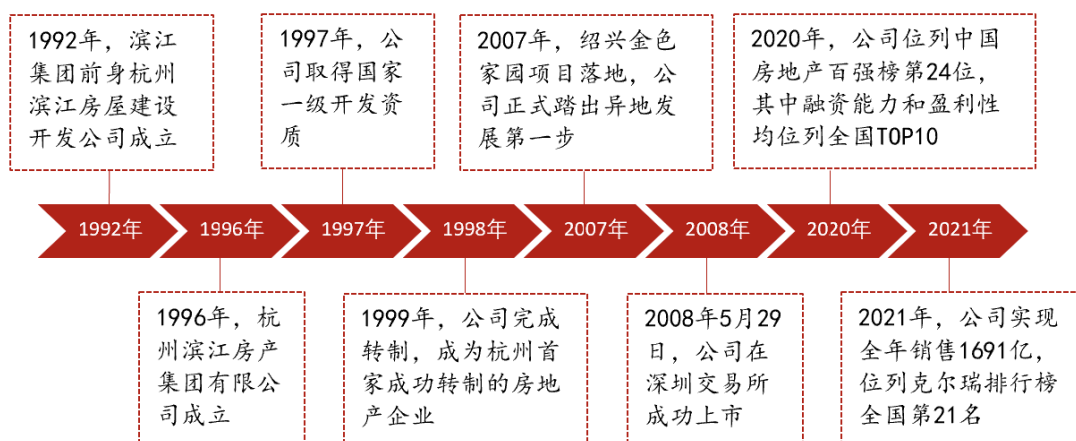
表 1 2021 年度中国房地产企业人力资本价值 Top10	16
表 2 2021 年度浙江及杭州房企产品力 Top10	16

1 滨江集团：深耕浙江，逆势增长

1.1 深耕浙江，立足全国

滨江集团作为长三角房地产领军企业，秉承“创造生活，建筑家”的专业理念，形成了“团队、管理、品牌、金融、合作、服务”六大核心竞争优势。1996年，杭州滨江房产集团有限公司成立。1997年，公司取得国家一级开发资质。1999年，公司完成转制，成为杭州首家成功转制的房地产企业。2008年5月29日，公司在深圳成功上市，成为该年度唯一一家国内A股IPO上市的房地产企业。2020年公司全年销售额1363.6亿元，同比增长21.7%，根据CRIC统计数据，公司位列行业销售排名第27位，行业影响力、市场带动力不断提高。2021年滨江集团全年销售额为1691亿元，位列中指院房地产销售金额排行榜第21名。

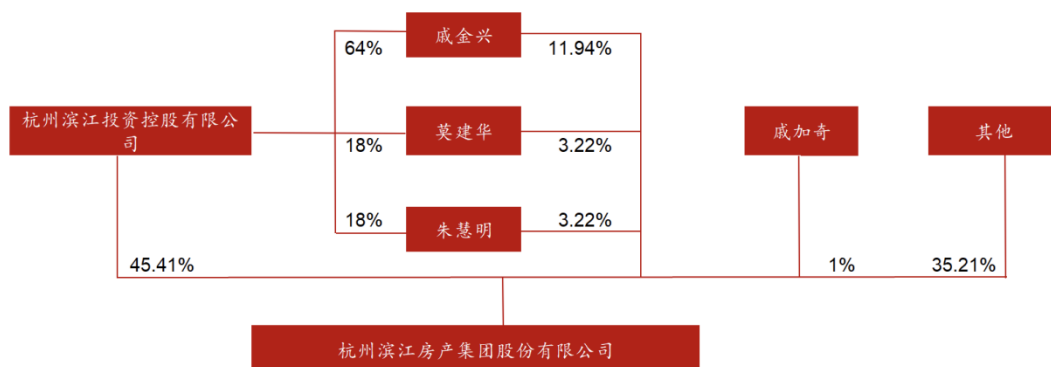
图1 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，房天下，上海证券研究所

股权结构稳定。公司第一大股东为杭州滨江投资控股有限公司，持有公司45.41%股份，实际控制人为戚金兴，直接持股11.94%。杭州滨江投资控股有限公司与戚金兴、戚加奇存在一致行动关系，股权结构稳定集中。

图 2 公司股权结构

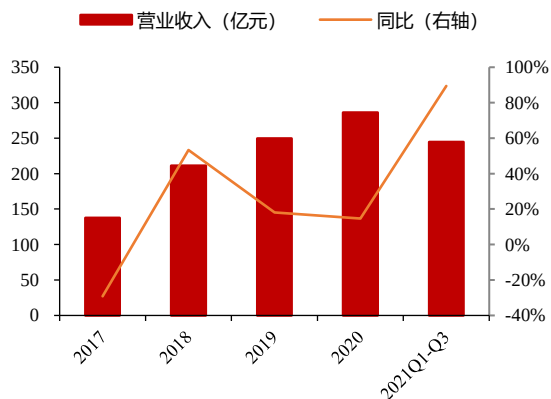


资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.2 业绩增幅显著，成本管控效率高

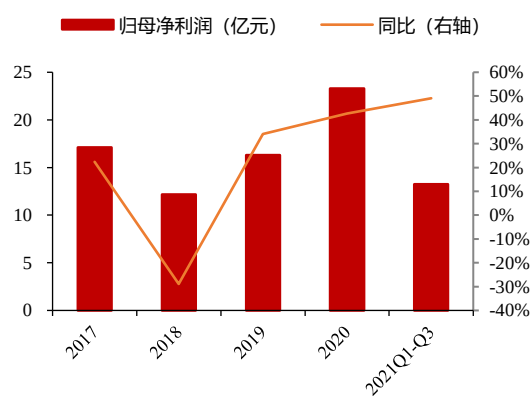
营收利润整体上升，经营业绩良好。2020 年，公司实现营业收入 285.97 亿元，同比增长 14.6%，实现归母净利润 23.28 亿元，同比增长 42.69%；2021 年前三季度，公司交付楼盘收入较去年同期增长，营业收入快速增长，实现营业收入 244.36 亿元，同比增长 89.43%，实现归母净利润 13.25 亿元，同比增长 49.08%。

图 3 近年公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 4 近年公司归母净利润及增速

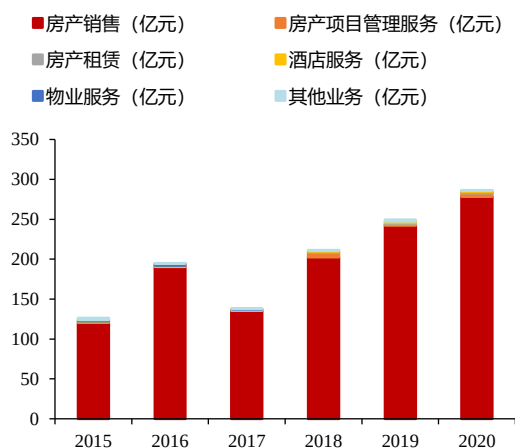


资料来源：公司公告，上海证券研究所

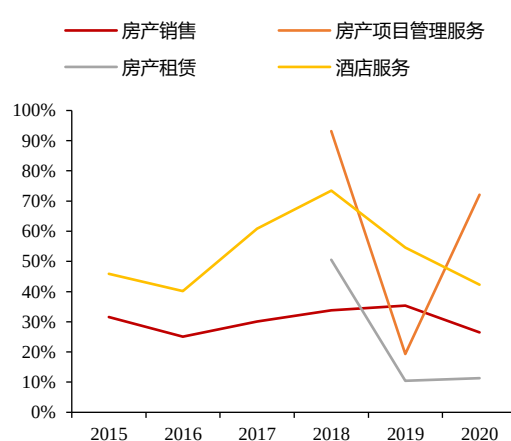
房产销售毛利率在 2020 年下滑。公司作为深耕浙江的房地产开发商，主营业务涵盖房产销售、房产项目管理服务、房产租赁、酒店服务、物业服务等板块。其中房产销售作为公司的主要收入来源，2020 年实现营业收入 278.5 亿元，占公司总营收的 97.39%。但从毛利率来看，房产销售毛利率在 2020 年出现下滑，从 2019 年的 35.36% 下降至 2020 年的 26.45%。酒店服务业务毛利率自 2018 年开始持续下滑，2020 年该业务毛利率下降至 42.28%，房产租赁业务毛利率从 2019 年的 10.45% 微升至 2020 年的 11.30%，

请务必阅读尾页重要声明5

房产项目管理服务业务毛利率变动较大，从 2019 年的 19.33% 提升至 2020 年的 72.09%。

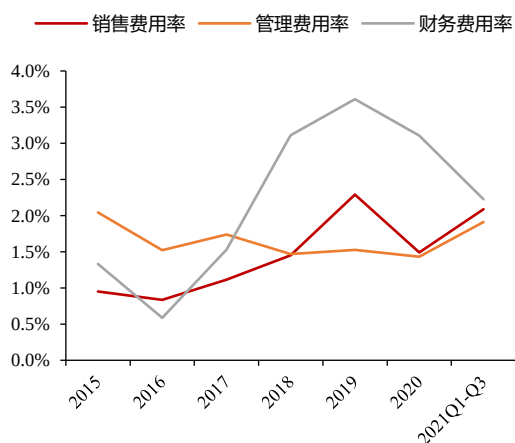
图 5 公司营收结构


资料来源：Wind，上海证券研究所

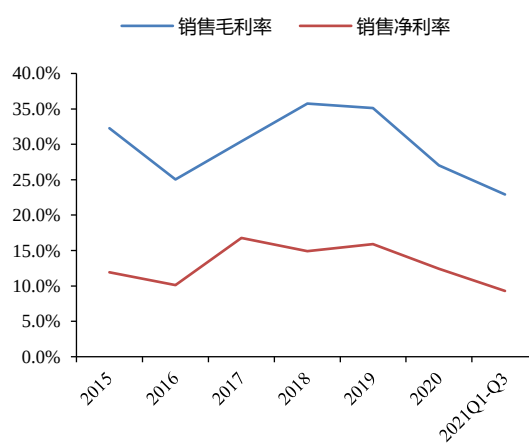
图 6 公司分业务毛利率


资料来源：Wind，上海证券研究所

受整体市场环境的影响，毛利率、净利率有所下降。2021 年前三季度，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 2.09%、1.91% 和 2.22%，与 2020 年底相比，销售费用率、管理费用率分别增长 0.60pct 和 0.48pct，销售费用率较 2020 年底下滑 0.88pct。从利润率方面看，受新房限价、高成本土地进入结转周期，房地产行业整体毛利率进入下行通道，尤其是 2021 年，部分房企出现信用风险事件，下半年房地产行业整体销售承压。在此背景之下，公司毛利率、净利率也有所下降，2021 年前三季度，公司毛利率、净利率分别为 22.91% 和 9.29%，与 2020 年底相比，分别下降 4.13pct 和 3.12pct。

图 7 近年公司费用率


资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8 近年公司毛利率及净利率


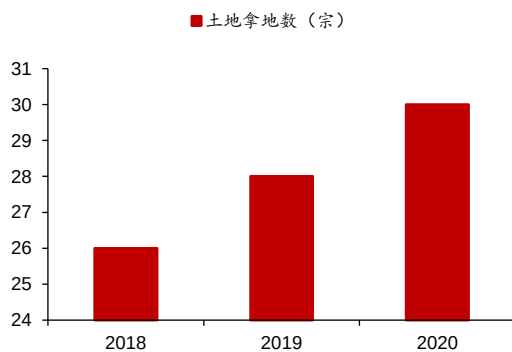
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 积极投资增厚土储，夯实“三省一市”布局

2.1 积极拿地，土地储备丰厚

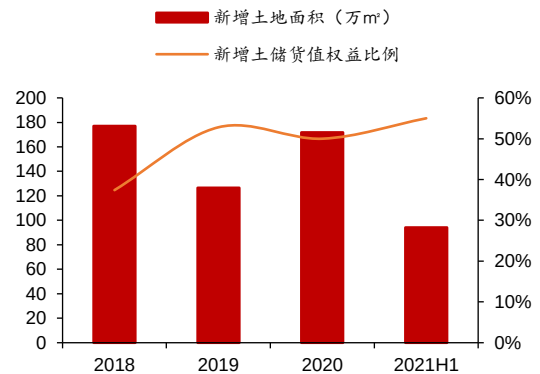
拿地态势积极，土地储备优质。近年来公司持续保持积极的拿地态势，2018年在土地市场上收获26宗土地，2020年收获30个项目，其中南京和苏州共计新增4个项目。截至2021上半年，公司新增土地面积94万平方米，新增土地货值权益比例55%，新增土地计容建筑面积234万平方米，土地储备丰厚。2020年，公司拿地总额达到781.9亿元，占销售金额的比例为57.34%，较2019年提升12.39pct。

图9 近年公司土地拿地数量



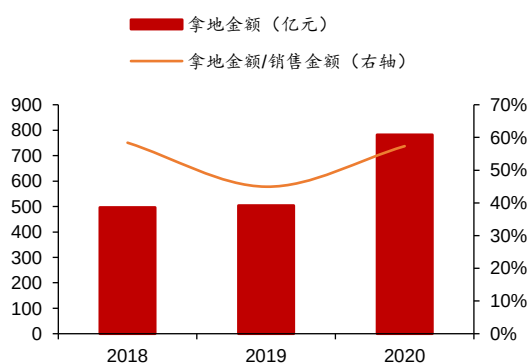
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图10 近年公司新增土地面积



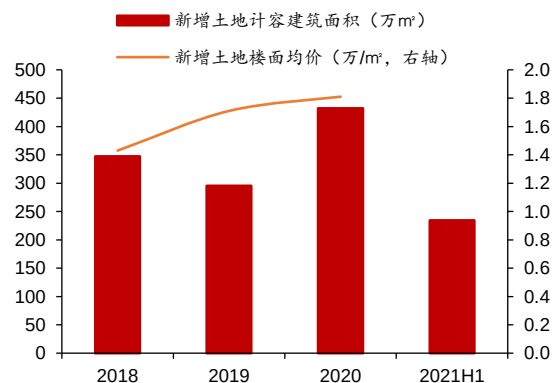
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图11 近年公司拿地金额占销售金额比重



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图12 近年公司新增土储权益比例

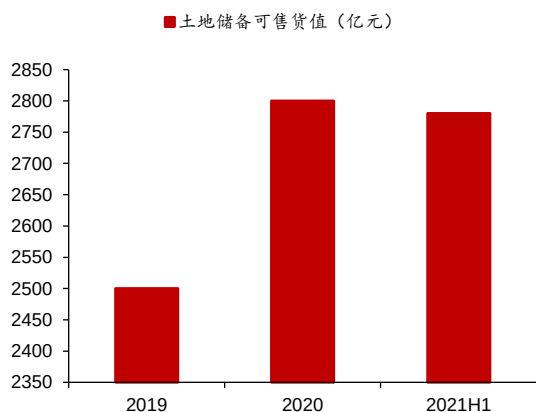


资料来源：公司公告，上海证券研究所

可售货值近3000亿，保障公司可持续发展。截至2021H1，公司土地储备可售货值2780亿元，总占地面积616.61万平方米，总建筑面积1426.08万平方米。充足的土地储备可为公司未来发展提供良好保障。

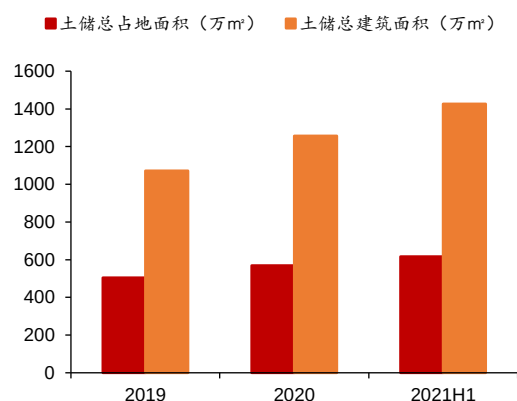
请务必阅读尾页重要声明7

图 13 公司土地储备可售货值



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 14 公司总土储占地面积及建筑面积

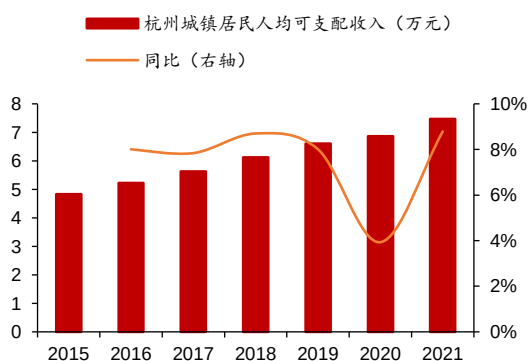


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 杭州区域优势尽显，成长空间广阔

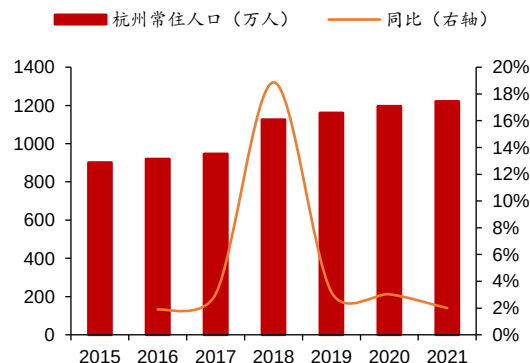
杭州经济增长迅速，人口吸附力强。2021 年，杭州城镇居民人均可支配收入达到 7.47 万元，同比增长 8.79%；杭州 GDP 达到 1.81 万亿元，同比增长 12.44%，经济实力雄厚。2021 年，杭州常住人口达到 1220 万人，杭州经济发展迅速，拥有较多优质企业，较强的人口吸附力能提供持续稳定的购房需求。

图 15 近年杭州城镇居民人均可支配收入



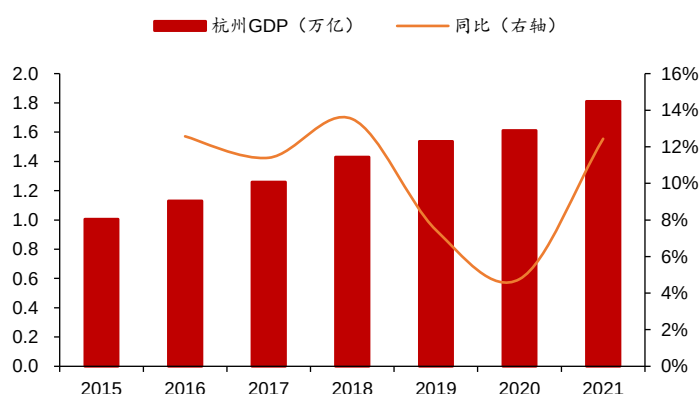
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 16 近年杭州常住人口



资料来源：Wind，上海证券研究所

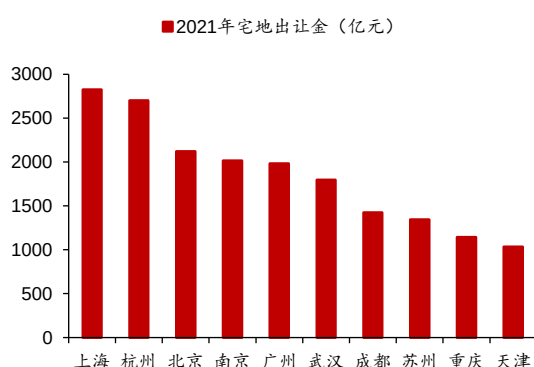
图 17 近年杭州市 GDP 及同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

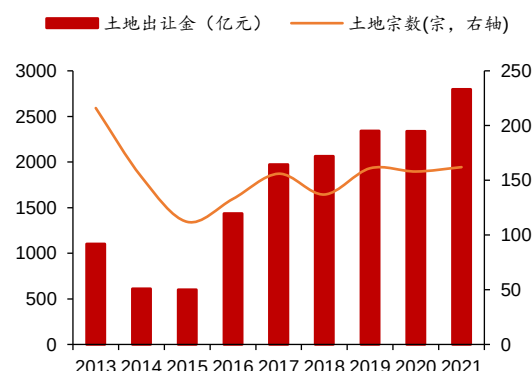
市场热度较高，土地出让金再创新高。2021 年杭州共成交土地 162 宗，建设面积 783.59 万平方米，同比增长 7%。宅地成交金额达到 2703 亿元，仅次于上海。2021 年杭州成交土地规划建筑面积 1839.59 万平方米，成交土地均价为 15200.7 元/平方米。

图 18 2021 年部分城市宅地出让金



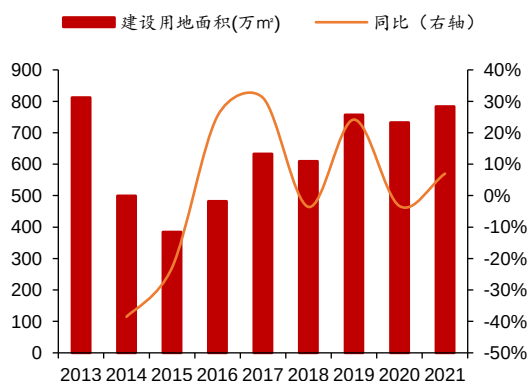
资料来源: 中指院, 上海证券研究所

图 19 2013-2021 年杭州土地出让金



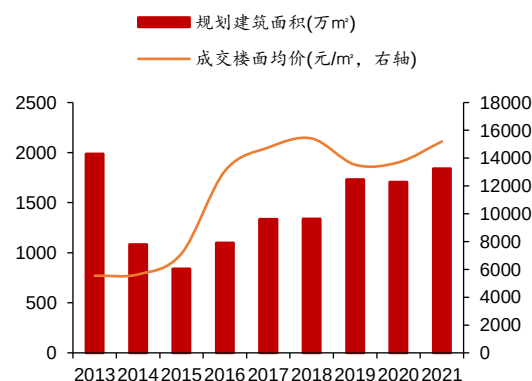
资料来源: 中指院, 上海证券研究所

图 20 杭州成交土地建设用面积



资料来源: 中指院, 上海证券研究所

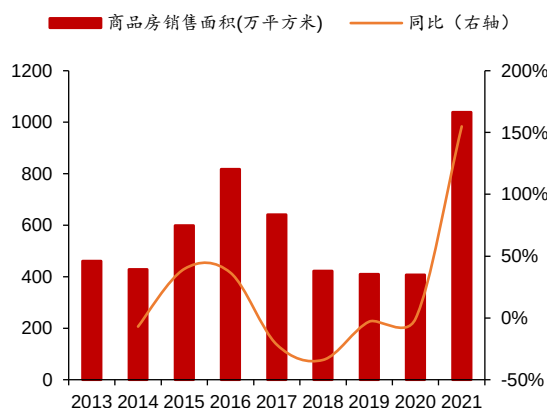
图 21 杭州规划土地建筑面积



资料来源: 中指院, 上海证券研究所

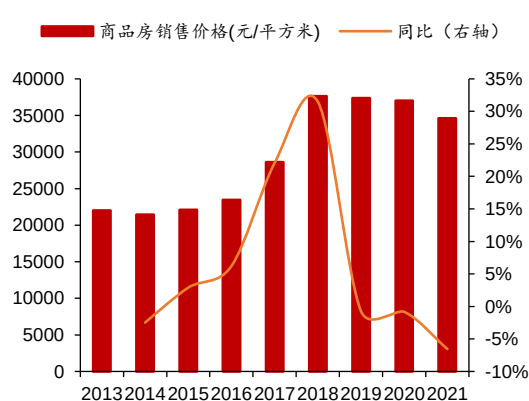
21 年杭州市场商品房销售面积大幅增长。2021 年杭州商品房出清周期自年初的 21.07 下降至 10 月份的 4.31，自 2021 年 10 月开始，商品房出清周期有所拉长，但整体仍低于 2019 和 2020 年水平；2021 年，杭州商品房销售面积 1038.75 万平方米，同比增长 154.96%，销售金额 3595.4 亿元，同比增长 138.26%，销售均价 34612.84 元/平方米。

图 22 近年杭州商品房销售面积



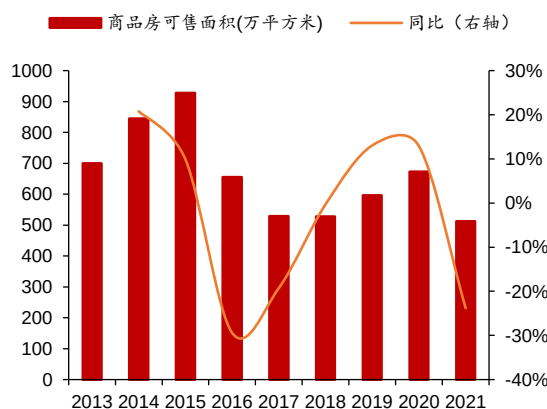
资料来源：中指院，上海证券研究所

图 23 近年杭州商品房销售均价



资料来源：中指院，上海证券研究所

图 24 近年杭州商品房可售面积



资料来源：中指院，上海证券研究所

图 25 杭州商品房出清周期



资料来源：中指院，上海证券研究所

2.3 深耕浙江，逐步扩张提升市场占有率

持续耕耘杭州市场，集中供地积极落子。2021H1 公司土地储备可售货值在杭州的占比达到 67%，呈逐年增长趋势；浙江省内非杭州的城市包括金华、宁波、嘉兴、湖州、温州、台州等经济基础扎实的二三线城市占比 16%，浙江省外占比 17%。2017-2020 年，公司在杭州的土地数从 8 宗增长至 18 宗。

图 27 近年公司在杭州拿地情况

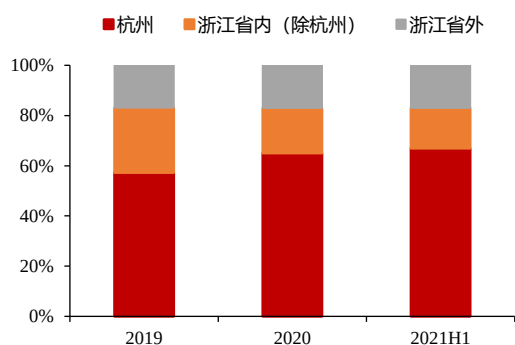


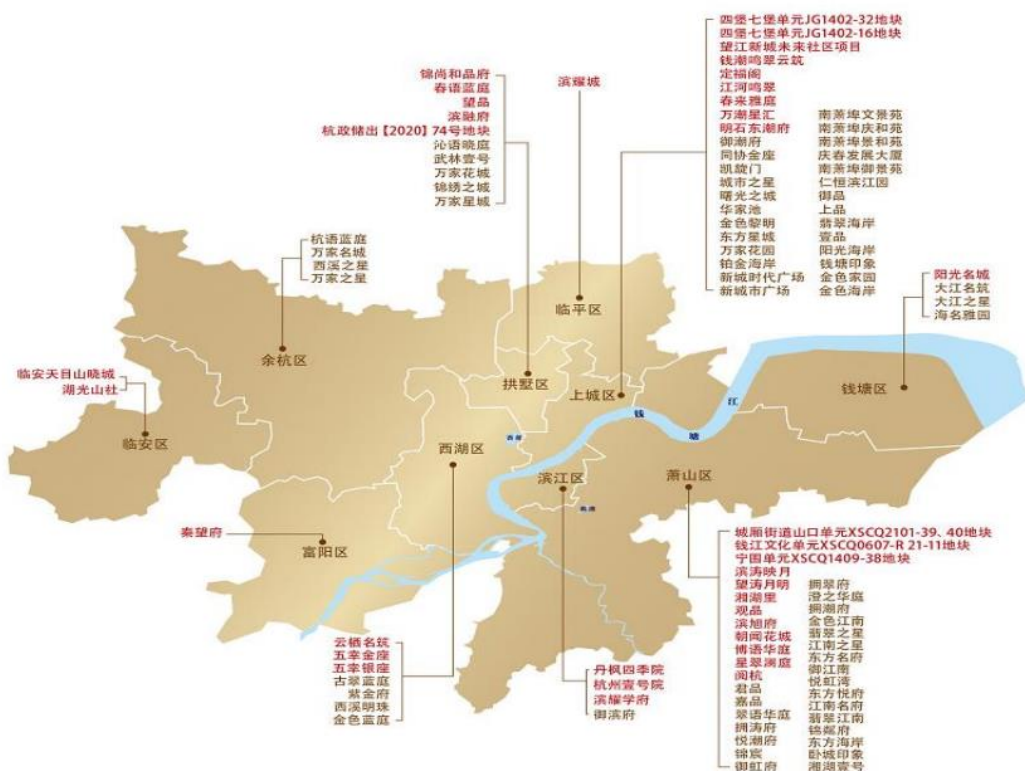
Figure 1 is a combined bar and line chart illustrating the growth of land use and construction area from 2017 to 2020. The X-axis represents the years. The left Y-axis represents area in 10,000 m², ranging from 0 to 350. The right Y-axis represents the number of plots, ranging from 0 to 20. The legend indicates three data series: Construction Land Area (red bars), Planned Construction Area (grey bars), and Land Number (orange line).

Year	Construction Land Area (10,000 m²)	Planned Construction Area (10,000 m²)	Land Number (Right Axis)
2017	25	100	8.5
2018	45	105	10.5
2019	60	150	14.5
2020	105	310	18.5

资料来源：中指院，上海证券研究所

推进“三省一市”战略，完善区域布局。在区域布局方面，公司形成了“聚焦杭州、深耕浙江、辐射华东，开拓粤港澳大湾区，关注中西部重点城市”的发展战略。公司以浙江省、江苏省、广东省和上海市为战略发展要地，并在三省一市范围内新的城市或者三省一市之外的城市采用“游击战”的方针。2015年9月，竞得上海宝山大地块，土地投资金额达34.65亿，开发项目第一次落地上海。

图 28 公司杭州市项目分布图



资料来源：2021 年度第四期短期融资券募集说明书，上海证券研究所

图 29 公司“三省一市”布局图



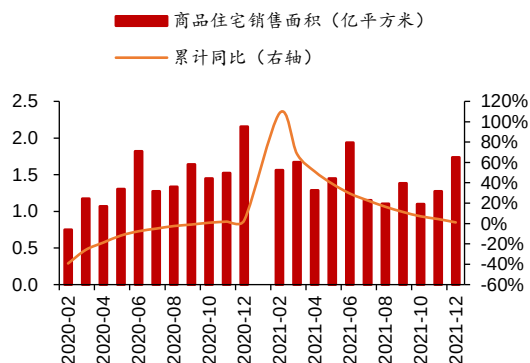
资料来源：2021 年度第四期短期融资券募集说明书，上海证券研究所

3 销售持续向好，产品力认可度高

3.1 销售额与完成度齐涨，坐稳区域龙头

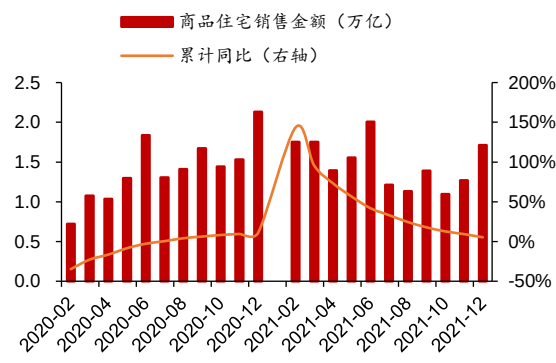
2021 年下半年销售市场转冷，全年销售规模微增。21 年上半年全国商品房销售市场整体向好，2021H1 全国实现商品住宅销售面积 7.91 亿平方米，同比增长 29.4%，实现销售金额 8.46 万亿，同比增长 41.90%，进入下半年，随着部分房企出现信用风险事件，信用环境收紧，市场观望情绪提升，销售市场转冷，2021 年全年商品住宅实现销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.10%，实现销售金额 16.27 万亿，同比增长 5.30%。

图 30 全国商品住宅销售面积及增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

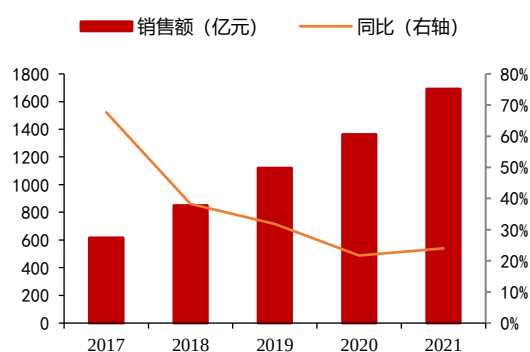
图 31 全国商品住宅销售金额及增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

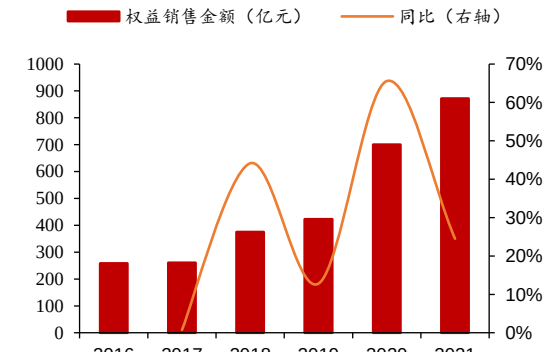
销售额逆势增长，超额完成业绩目标。2021 年下半年商品房销售市场转冷，部分房企尚未完成全年销售目标。公司在整体市场环境竞争激烈，销售承压的情况下，以近 1700 亿的销售规模超额完成全年销售目标，根据克而瑞数据，2021 年全年销售金额达到 1691.3 亿元，同比增长 24.03%；权益销售金额达到 871.5 亿元，同比增长 24.50%。

图 32 近年公司销售额及同比



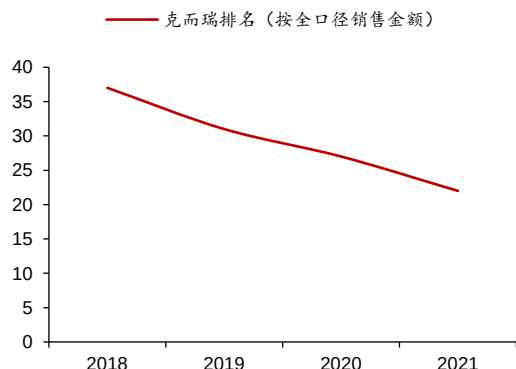
资料来源: 公司公告, 克而瑞, 上海证券研究所

图 33 近年公司权益销售金额及增速



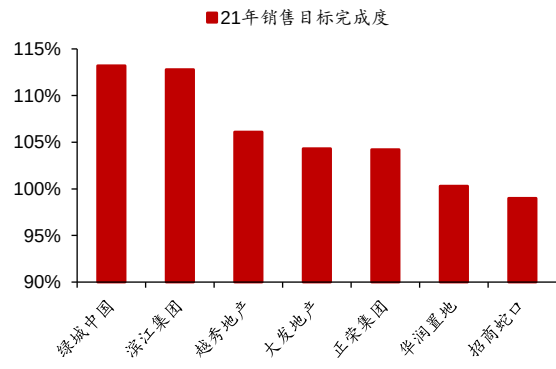
资料来源: 克而瑞, 上海证券研究所

图 34 近年公司全口径销售额克而瑞排名



资料来源: 克而瑞, 上海证券研究所

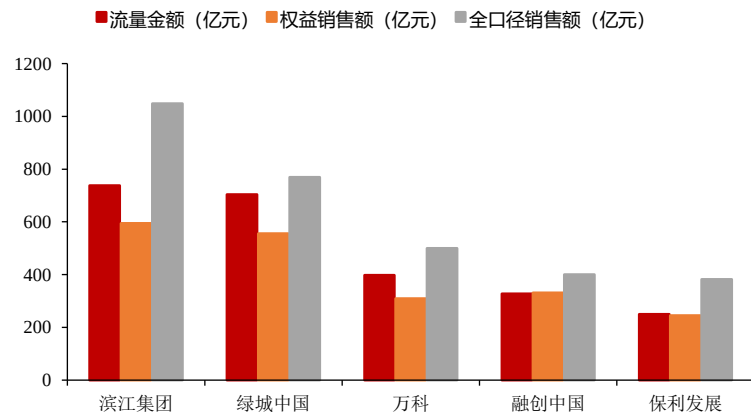
图 35 2021 年部分房企销售目标完成度



资料来源: 中指院, 上海证券研究所

夯实大本营，成就杭州市场销售冠军。2021 年公司在杭州的流量销售额、权益销售额和全口径销售额分别为 737.37 亿元，594.73 亿元，1048.73 亿元，均位居杭州地区销售前列，区域深耕优势显著，销售规模超过绿城中国、万科、融创中国、保利发展等全国化布局的品牌房企。

图 36 2021 年杭州主要房企销售额

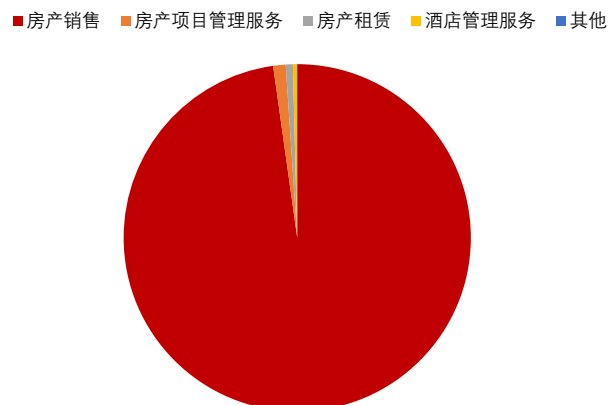


资料来源：克而瑞，上海证券研究所

3.2 标准化构筑稳健底盘，产品力赋能长期发展

推行“1+5”发展战略，探索多元产业新模式。公司主营房地产业务，保持千亿以上销售规模，并搭建“服务+租赁+酒店+养老+产业投资”的企业多元发展新蓝图。2021 年上半年，公司房产销售、房产项目管理服务、房产租赁、酒店管理服务占营业收入的比重分别为 97.8%、1.16%、0.66%和 0.36%。

图 37 2021 年上半年公司分产品收入



资料来源：公司公告，上海证券研究所

打造标准化产品体系，满足差异化需求。在产品研发方面，公司已建立“A+、A、B+、B、C”等五大产品类型，并将标准化体系进一步延伸到物业服务、小区配套及专业服务等房产各相关行业。公司致力于开发出满足消费者差异化需求的各类住宅产品，覆盖各层次消费者，为未来的产品复制和异地拓展奠基。

图 38 公司五大产品类型



资料来源：公司官网，上海证券研究所

团队精干高效，品质化控制成本。团队能力方面，截至 2020 年末，公司房地产板块员工 1053 人，管理项目 100 余个，平均每个项目 10 人，按 2020 年全年 1363.6 亿元销售额计算，人均销售额 1.29 亿，位列克而瑞 2020 年度中国房企人力资本价值排行前三甲。在成本控制方面，公司建立了全项目全周期的成本控制体系，在保证产品品质的基础上，从分部到分项对工程成本控制进行精细化管理。

表 1 2021 年度中国房地产企业人力资本价值 Top10

排名	公司简称
1	中海地产
2	保利发展
3	滨江集团
4	万科地产
5	融创中国
6	招商蛇口
7	金地集团
8	世茂集团
9	华润置地
10	龙湖集团

资料来源：克而瑞，上海证券研究所

产品力社会认可度高，坚守品质输出。在交付节点的收房率上，公司交付的楼盘维持超 99% 的收房率。克而瑞数据显示，2021 年，公司位列“2021 年浙江房企产品力 Top10”和“2021 年杭州房企产品力 Top10”榜首。

表 2 2021 年度浙江及杭州房企产品力 Top10

浙江排名	杭州排名
滨江集团	滨江集团
大家房产	华润置地
德信地产	建发房产
海宁鸿翔	龙湖集团
江山万里置业	绿城中国
龙湖集团	仁恒置地
绿城中国	融创中国
融创中国	万科地产
万科地产	兴耀房产集团
中国金茂	中天美好集团

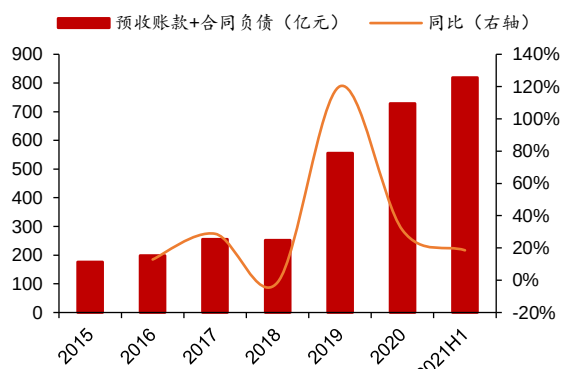
资料来源：克而瑞，上海证券研究所

4 坚守“绿档”，融资通畅

4.1 牢守“绿档”，优化融资结构

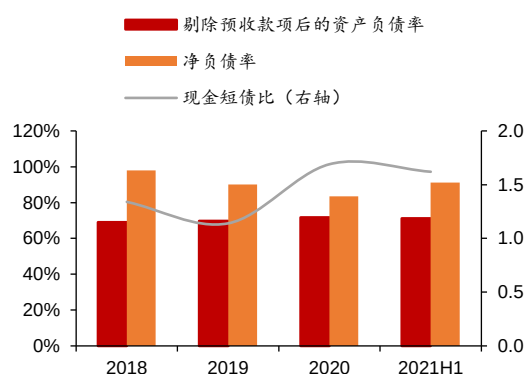
财务稳健，保持“三道绿线”。截至 2021H1，公司扣除预收款后的资产负债率为 69.13%，净负债率为 91.24%，现金短债比为 1.62，“三道红线”保持在“绿档”水平。

图 39 近年公司预收账款和合同负债



资料来源：公司公告，上海证券研究所

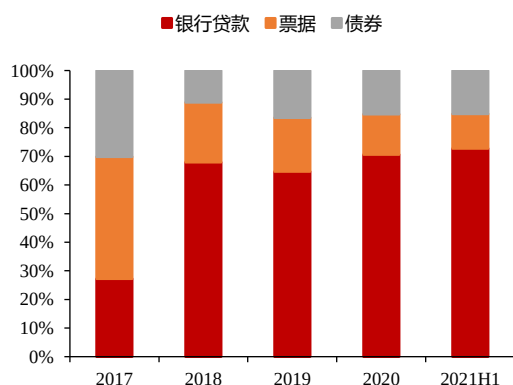
图 40 近年公司剔除预收款后的资产负债率、净负债率及现金短债比



资料来源：公司公告，上海证券研究所

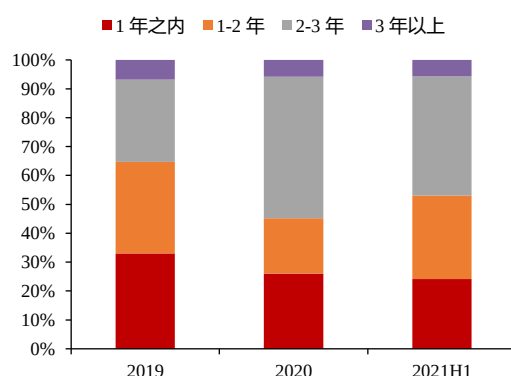
债务结构优良，融资期限合理。融资途径方面，截至 2021H1，公司银行贷款占比达到 72.83%，票据与债券占比分别为 12.07% 和 15.11%。债务期限构成方面，截至 2021H1，公司 2-3 年到期融资占比最大，达到 41.26%；1 年之内的到期融资占比从 2019 年的 33.03% 下降至 2021 年上半年的 24.13%，长短债结构不断优化。

图 41 近年公司融资途径



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 42 近年公司融资期限

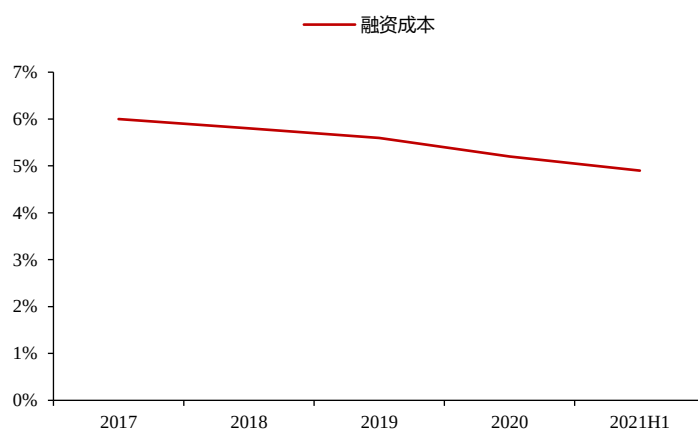


资料来源：公司公告，上海证券研究所

4.2 信用资质拔萃，融资成本下行

在债务结构不断优化的过程中，公司的良好资信受到了一定的认可。2020 年 6 月，联合信用评级有限公司将公司主体信用评级由 AA+ 提升至 AAA，成为浙江省内第一家获得 AAA 评级的房地产上市公司。2017 年至 2021H1，公司融资成本从 6% 下降至 4.9%。2022 年 1 月，公司发行的“22 滨江房产 SCP001”超短期融资债券，票面利率低至 3.66%。

图 43 近年公司融资成本



资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 3 2021 年以来公司债券发行情况

债券名称	债券类型	起息日	到期日	当前余额 (亿)	票面利率 (%)
22 滨江房产 SCP001	超短期融资债券	2022.01.27	2022.08.25	9.3	3.66
22 滨江房产 SCP001	超短期融资债券	2022.01.05	2022.07.08	9.6	4
21 滨江房产 CP004	一般短期融资债券	2021.12.06	2021.12.06	9	4.2
21 滨房 02	一般公司债	2021.08.05	2021.08.05	8.5	3.84
21 滨房 01	一般公司债	2021.07.09	2021.07.09	6	3.96
21 滨江房产 MTN002	一般中期票据	2021.03.10	2021.03.10	9.1	4.80
21 滨江房产 CP003	一般短期融资债券	2021.03.03	2021.03.03	7	3.85
21 滨江房产 MTN001	一般中期票据	2021.02.24	2021.02.24	10	4.56
21 滨江房产 CP002	一般短期融资债券	2021.02.08	2021.02.08	9	4.07
21 滨江房产 CP001	一般短期融资债券	2021.01.07	2021.01.07	0	3.95

资料来源：公司公告，上海证券研究所

5 盈利预测与估值

基于上述分析，我们认为：

房地产开发业务从拿地到竣工一般需要 2-3 年时间，由于 17-18 年高价地逐步进入结转周期，公司深耕的杭州等区域实行新房限价政策，影响公司毛利，我们预计房地产销售业务毛利率承压，预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 24.68%、23.48%、22.36%。同时，根据公司近几年预收账款覆盖营业收入倍数，我们预计 2021-2023 年营业收入将分别同比增长 42.59%、28.29%、21.60% 至 397.11、509.46、619.50 亿元。

租赁业务方面，公司积极响应国家租售并举的号召，早在 2018 年初就成立了旗下自持商品房租赁社区品牌——滨江暖屋，来全面管理所有自持租赁社区，2021 年，暖屋计划新推房源 429 套，我们预计租赁业务板块营业收入将分别同比增长 25.79%、22.15%、17.52% 至 2.84、3.47、4.08 亿元。房产项目管理业务项目管理服务作为公司毛利率最高的业务，2020 年毛利率达到 72%，我们预计 2021-2023 年该业务毛利率仍将稳定 70% 左右，营业收入将分别同比变动 26.83%、25.14%、21.02% 至 5.30、6.63、8.03 亿元。酒店服务业务在公司总营收中占比逐步下滑，随着公司总营收的增长，并考虑疫情对酒店业务的影响，我们认为酒店开发业务毛利率稳定在 40% 左右，营业收入在 2021-2023 年将分别同比变动 15.89%、10.32%、11.26% 至 1.12、1.24、1.38 亿元。

综上，我们预计 2021-2023 年公司营业收入将分别变动 42.1%、28.2%、21.5% 至 406.38、520.81、632.99 亿元，归母净利润将分别变动 16.7%、24.4%、22.8% 至 27.15、33.79、41.49 亿元，EPS 分别为 0.87、1.09、1.33 元，对应 4 月 13 日股价，PE 分别为 8/7/5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4 公司营收拆分

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	285.97	406.38	520.81	632.99
yoy	14.59%	42.11%	28.16%	21.54%
营业成本（亿元）	208.63	303.81	395.67	488.00
yoy	28.82%	45.62%	30.24%	23.33%
毛利（亿元）	77.34	102.57	125.14	144.99
yoy	-11.70%	32.63%	22.00%	15.86%
毛利率	27.04%	25.24%	24.03%	22.90%
房地产销售				
营业收入（亿元）	278.50	397.11	509.46	619.50
yoy	14.97%	42.59%	28.29%	21.60%
营业成本（亿元）	204.83	299.10	389.84	480.98
yoy	30.81%	46.03%	30.34%	23.38%
毛利（亿元）	73.67	98.01	119.62	138.52
yoy	-13.99%	33.04%	22.05%	15.80%
毛利率	26.45%	24.68%	23.48%	22.36%
房产项目管理服务				
营业收入（亿元）	4.18	5.30	6.63	8.03
yoy	248.33%	26.83%	25.14%	21.02%
营业成本（亿元）	1.17	1.59	2.17	2.79
yoy	21.88%	35.94%	36.19%	28.69%
毛利（亿元）	3.01	3.71	4.47	5.24
yoy	1154.17%	23.29%	20.40%	17.30%
毛利率	72.09%	70.00%	67.35%	65.28%
房产租赁				
营业收入（亿元）	2.26	2.84	3.47	4.08
yoy	21.51%	25.79%	22.15%	17.52%
营业成本（亿元）	2.00	2.44	2.95	3.46
yoy	19.76%	22.06%	20.83%	17.23%
毛利（亿元）	0.26	0.40	0.52	0.62
yoy	36.84%	54.50%	30.19%	19.16%
毛利率	11.30%	14.13%	15.06%	15.27%
酒店服务				
营业收入（亿元）	0.97	1.12	1.24	1.38
yoy	-53.81%	15.89%	10.32%	11.26%
营业成本（亿元）	0.56	0.67	0.72	0.78
yoy	-41.05%	19.74%	6.94%	8.60%
毛利（亿元）	0.41	0.45	0.52	0.60
yoy	-64.35%	10.63%	15.32%	14.90%
毛利率	42.28%	40.35%	42.18%	43.56%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

6 风险提示：

利润率下跌风险。受行业整体下行影响，公司毛利率净利率呈下跌趋势。

区域集中风险。2019-2021H1，公司营业收入在杭州占比分别为 59.34%、38.23%和 66.58%，当地房地产市场调控不断提升，且竞争激烈，盈利空间或将收窄。

房地产政策调控超预期。房地产市场调控精准度不断提升，限价、限购等政策陆续收紧，将影响公司盈利水平。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	18522	27910	35963	42237
应收票据及应收账款	463	570	759	869
存货	11626	13344	14463	151423
其他流动资产	21655	31204	32378	34161
流动资产合计	15690	19312	21373	228690
长期股权投资	5199	7501	9731	10674
投资性房地产	5123	6960	8430	9243
固定资产	561	552	582	623
在建工程	0	0	0	0
无形资产	145	146	148	146
其他非流动资产	4085	4085	4085	4085
非流动资产合计	15113	19244	22975	24772
资产总计	17201	21237	23671	253461
短期借款	0	21327	40505	50807
应付票据及应付账款	4204	4344	4571	5633
合同负债	72814	71395	58164	41480
其他流动负债	35291	50872	63389	78958
流动负债合计	11231	14793	16663	176878
长期借款	26137	26137	26137	26137
应付债券	4878	4878	4878	4878
其他非流动负债	645	664	677	695
非流动负债合计	31661	31680	31693	31711
负债合计	14397	17961	19832	208589
股本	3111	3111	3111	3111
资本公积	2165	2165	2165	2165
留存收益	13160	15875	19254	23403
归属母公司股东权益	18369	21085	24464	28612
少数股东权益	9676	11671	13927	16260
股东权益合计	28045	32756	38390	44873
负债和股东权益合计	17201	21237	23671	253461

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流量	-3157	-15672	-14473	-9531
净利润	3548	4711	5634	6482
折旧摊销	197	849	776	800
营运资金变动	-7369	-22989	-23433	-20509
其他	467	1758	2550	3696
投资活动现金流量	-3139	-4550	-3657	-2003
资本支出	-80	-228	-267	-281
投资变动	-2705	-4887	-4580	-3022
其他	-354	565	1190	1300
筹资活动现金流量	12809	29610	26184	17808
债权融资	9747	10474	10413	11800
股权融资	2480	0	0	0
其他	582	19136	15771	6008
现金净流量	6480	9388	8053	6274

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	28597	40638	52081	63299
营业成本	20863	30381	39567	48800
营业税金及附加	1409	1857	2271	2405
销售费用	426	658	797	823
管理费用	409	599	724	760
研发费用	0	0	0	0
财务费用	888	1263	2130	2729
资产减值损失	0	-129	-352	-781
投资收益	225	204	703	1076
公允价值变动损益	59	361	487	224
营业利润	4827	6325	7492	8490
营业外收支净额	-40	-2	20	79
利润总额	4787	6323	7512	8569
所得税	1239	1612	1878	2087
净利润	3548	4711	5634	6482
少数股东损益	1220	1996	2255	2334
归属母公司股东净利润	2328	2715	3379	4149

主要指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力指标				
毛利率	27.0%	25.2%	24.0%	22.9%
净利率	8.1%	6.7%	6.5%	6.6%
净资产收益率	12.7%	12.9%	13.8%	14.5%
资产回报率	1.4%	1.3%	1.4%	1.6%
投资回报率	5.1%	4.5%	4.7%	5.0%
成长能力指标				
营业收入增长率	14.6%	42.1%	28.2%	21.5%
EBIT 增长率	-10.3%	22.0%	32.1%	21.4%
归母净利润增长率	42.7%	16.7%	24.4%	22.8%
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.87	1.09	1.33
每股净资产	5.90	6.78	7.86	9.20
每股经营现金流	-1.01	-5.04	-4.65	-3.06
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.17	0.19	0.22	0.25
应收账款周转率	61.78	71.29	68.61	72.85
存货周转率	0.18	0.23	0.27	0.32
偿债能力指标				
资产负债率	83.7%	84.6%	83.8%	82.3%
流动比率	1.40	1.31	1.28	1.29
速动比率	0.36	0.40	0.41	0.44
估值指标				
P/E	6.12	8.28	6.66	5.42
P/B	0.78	1.07	0.92	0.79
EV/EBITDA	7.26	8.52	8.08	7.17

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。