东兴证券 DONGXING SECURITIES

滨江集团（002244）：补库存积极有为，产品力和操盘力是公司底色

——公司 2020 年半年度报告点评

2020 年 08 月 28 日

强烈推荐/维持

滨江集团 | 公司报告

2020 年 8 月 26 日，公司公布 2020 年半年报，公司上半年实现营业收入 103.1 亿元，同比增长 95.7%；实现归母净利润 8.7 亿，同比增长 40.4%。我们对公司上半年经营和业绩点评如下：

营收高速增长，盈利能力微降。上半年归母净利润增速低于营收增速，归母净利率下降 3.3pct 到 8.39%。分拆来看，公司归母净利率下降主因有 1）投资收益占营收比例下降 5pct 到 1.79%；2）综合税率高增 7.4pct 到 27.8%；3）少数股东损益占比大幅提升，结转权益比大幅下降 12.8pct 到 55.1%。截止 2020 年上半年底，尚未结算的预收房款为 689.5 亿元，较年初增长 24%，对 2019 年营收覆盖比为 276.6%，全年业绩有望持续增长。

上半年实现销售目标 55%，全年目标实现确定性强。公司上半年实现销售 547 亿元，同比增长 5.86%，销售权益比例上升 8pct 到 48.5%。公司 2020 年销售目标为继续保持 1000 亿以上的销售额，上半年已经完成 54.7%。截止 2020 年中期，公司土储 91.6%位于浙江，55.6%集中于杭州。杭州和浙江受益于人口持续流入，需求韧性较强。公司全年销售目标有望顺利完成。

拿地积极，土储增厚。公司积极参与土地竞买，上半年新增土地储备项目 20 个，新增土储计容建筑面积 313.9 万平方米，同比增长 84%，拿地土地款总额 523.9 亿元，权益土地款 280.4 亿元，新增土储货值权益比例上升 9.2pct 到 49.6%。拿地力度（新增建筑面积/销售面积）193.3%，比较去年度拿地力度仅有 52.6%，公司拿地更趋积极。

综合融资成本不断降低，接近央企融资水平。公司近年来综合融资成本不断下降， 2019 年为 5.6%，2020 年 6 月末公司平均融资成本已降至 5.4%，公司主体信用及相关债项信用等级已由 AA+上调至 AAA，融资优势明显。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21,115.47	24,954.50	32,299.55	38,661.04	45,506.72
增长率（%）	53.30%	18.18%	29.43%	19.70%	17.71%
归母净利润（百万元）	1,217.02	1,631.22	1,766.92	2,061.00	2,914.62
增长率（%）	36.46%	26.04%	9.31%	7.07%	18.75%
净资产收益率（%）	7.97%	9.85%	9.74%	10.31%	12.89%
每股收益(元)	0.39	0.52	0.57	0.66	0.94
PE	12.49	9.37	8.58	7.35	5.20
PB	0.99	0.91	0.84	0.76	0.67

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司具有建设部一级开发资质，全国民营企业 500 强，中国房地产企业 50 强，长三角房地产领军企业。在产业发展战略方面，公司业已成为以房地产开发为主体，服务业和金融业并重的大型股份有限公司。

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

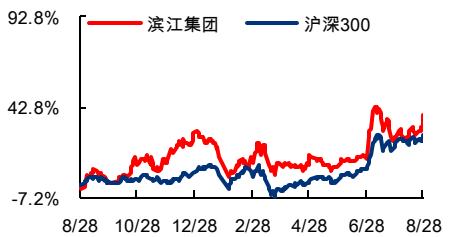
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	5.28-3.6
总市值（亿元）	159.31
流通市值（亿元）	137.85
总股本/流通 A 股（万股）	311,144/269,239
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.67

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐
010-66554046 linjl@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519070002

研究助理：曹钧鹏
010-66554065 caojp@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070038

研究助理：陈刚
010-66554028 chen_gang@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119080008

净负债率微升，现金偿债能力大幅上升。伴随公司近年来拿地权益比提升，公司杠杆也有所提升，但仍然处于低位，净负债率较去年同期上升 14.5pct 到 96%。债务期限构成上，短期有息债务为 62.7 亿元，远低于期末货币资金（164.2 亿元），现金短期债务比为 261.7%，较 2019 年底大幅改善 53.8pct，短债偿付能力大幅提高。

公司盈利预测及投资评级：区域型房企中的明珠，产品力、操盘力、费用控制能力、低杠杆是公司底色。公司长期深耕杭州，在和绿城等品牌的竞争中锻造了超强的产品力，和头部房企的合作也多由滨江操盘，通过合作杠杆完成冲击销售千亿的目标。2018 年以来公司拿地权益比持续提升，我们预计后续公司销售将更有质量。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 17.7 亿元、20.6 亿元、29.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.57、0.66 和 0.94 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 8.6、7.4 和 5.2 倍。看好公司延续管理和运营竞争优势，稳健增长，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：区域政策进一步收紧的风险，全年销售不及预期的风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	80666	119654	185812	230602	280886	**营业收入**	21115	24955	32300	38661	45507
货币资金	7190	12017	12920	15464	18203	**营业成本**	13568	16196	21379	25959	30995
应收账款	307	461	533	676	774	营业税金及附加	1125	1839	2380	2849	3353
其他应收款	15430	18310	23699	28367	33390	营业费用	307	572	740	886	1043
预付款项	39	50	2187	5043	8452	管理费用	310	381	493	590	694
存货	53514	84494	140571	174247	212292	财务费用	657	901	1005	1732	1607
其他流动资产	4186	4312	5193	5957	6778	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	6886	9972	12012	15775	22129	资产减值损失	807.96	0.00	-10.00	0.00	0.00
长期股权投资	1532	2570	2596	2609	2661	公允价值变动收益	0.00	24.70	0.00	0.00	0.00
固定资产	221	588	541	494	447	投资净收益	-105.43	304.14	503.00	653.90	850.07
无形资产	140	151	142	134	126	加：其他收益	10.13	2.93	2.93	2.93	2.93
其他非流动资产	0	0	0	0	0	**营业利润**	4246	5419	6819	7301	8667
资产总计	87552	129625	197824	246378	303015	营业外收入	10.52	4.79	5.03	5.43	5.87
流动负债合计	46953	85144	149762	193888	245302	营业外支出	15.18	20.19	30.28	32.70	35.32
短期借款	1260	601	26108	25435	22817	**利润总额**	4241	5403	6794	7274	8638
应付账款	2618	3167	4123	5006	5977	所得税	1089	1430	2451	2624	3116
预收款项	504960	577820	610120	648781	694287	**净利润**	3152	3973	4343	4650	5522
一年内到期的非流动负债	2320	7424	8537	10244	12806	少数股东损益	1935	2342	2576	2589	2607
非流动负债合计	21285	22069	21501	21497	21489	归属母公司净利润	1217	1631	1767	2061	2915
长期借款	12949	15624	15624	15624	15624	**主要财务比率**					
应付债券	7786	5881	5940	5999	6059		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	68238	107213	171263	215385	266791	**成长能力**					
少数股东权益	4053	5845	8421	11010	13617	营业收入增长	53.30%	18.18%	29.43%	19.70%	17.71%
实收资本（或股本）	3111	3111	3111	3111	3111	营业利润增长	44.19%	27.61%	25.84%	7.07%	18.71%
资本公积	2309	2198	2198	2198	2198	归属于母公司净利润增长	-28.89	34.03%	8.32%	16.64%	41.42%
未分配利润	8789	10172	11686	13451	15947	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	15261	16567	18141	19983	22607	毛利率(%)	35.74%	35.10%	33.81%	32.85%	31.89%
负债和所有者权益	87552	129625	197824	246378	303015	净利率(%)	14.93%	15.92%	13.45%	12.03%	12.13%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	1.39%	1.26%	0.89%	0.84%	0.96%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	7.97%	9.85%	9.74%	10.31%	12.89%
经营活动现金流	-13940	2621	-22388	6624	10263	**偿债能力**					
净利润	3152	3973	4343	4650	5522	资产负债率(%)	78%	83%	87%	87%	88%
折旧摊销	118.57	216.76	59.34	65.81	72.76	流动比率	1.72	1.41	1.24	1.19	1.15
财务费用	657	901	1005	1732	1607	速动比率	0.58	0.41	0.30	0.29	0.28
应收帐款减少	-88	-154	-72	-143	-97	**营运能力**					
预收帐款增加	479381	72860	32300	38661	45507	总资产周转率	0.29	0.23	0.20	0.17	0.17
投资活动现金流	-7442	-980	-1605	-3203	-5604	应收账款周转率	80	65	65	64	63
公允价值变动收益	0	25	0	0	0	应付账款周转率	8.44	8.63	8.86	8.47	8.29
长期投资减少	0	0	-2011	-3430	-5931	**每股指标（元）**					
投资收益	-105	304	503	654	850	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.52	0.57	0.66	0.94
筹资活动现金流	18947	3179	24896	-877	-1921	每股净现金流(最新摊薄)	-0.78	1.55	0.29	0.82	0.88
应付债券增加	2185	-1906	59	59	60	每股净资产(最新摊薄)	4.90	5.32	5.83	6.42	7.27
长期借款增加	10999	2675	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	12.49	9.37	8.58	7.35	5.20
资本公积增加	-26	-110	0	0	0	P/B	0.99	0.91	0.84	0.76	0.67
现金净增加额	-2435	4820	903	2545	2738	EV/EBITDA	6.43	5.00	7.42	6.27	5.25

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	东兴证券房地产行业 7 月统计局数据点评：行业短期高景气，优质房企黄金时代 20200816	2020-08-16
行业普通报告	东兴证券房地产行业 6 月统计局数据点评：地产复苏强于经济，销售量价齐升得验证	2020-07-17
行业深度报告	房地产行业报告：以越秀 REIT 案例为起点纵览全球 REITs 发展，透视内地公募 REITs 破冰之旅	2020-05-21
行业普通报告	房地产：龙头具有更扎实的阿尔法，板块超额收益亦值得期待	2020-05-11
行业普通报告	东兴证券房地产行业周报：行业格局变化之年，龙头更占优	2020-04-27
行业普通报告	东兴证券房地产行业周报：行业基本面数据如期边际修复，后续需求端政策微调可期	2020-04-21
行业深度报告	物业管理：龙头快速增长的现金牛行业	2020-04-21
行业普通报告	东兴证券房地产行业 3 月统计局数据点评：供给驱动销售复苏，单月投资增速回正	2020-04-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

研究助理简介

曹钧鹏

南开大学金融硕士，本科毕业于中南大学土木工程专业，2019 年加入东兴证券研究所从事房地产研究。

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526