

持续深耕杭州市场，“主动卧倒、匍匐前进”

2024年07月30日

► **公司规模快速发展，大股东持股稳定分布。**杭州滨江房产集团股份有限公司成立于1992年，具有建设部一级开发资质。公司业务涵盖房产开发、置业招商、物业服务、酒店旅业及长租公寓。截至2024年一季度末，公司前十大股东持股占比为71.14%，其中杭州滨江投资控股有限公司、戚金兴（董事长）、莫建华（董事）、朱慧明（总裁、董事）、戚加奇合计持股占比64.73%，中国香港中央结算有限公司持股占比1.67%，其余大股东均为公募及私募基金。

► **营收规模不断提升，利润水平维持稳定。**2023年公司实现704.43亿元的营收，同比提升69.73%，其中商品房销售业务贡献693.35亿元，同比提升70.49%；2023年公司扣非归母净利润实现24.01亿元，同比减少35.52%，近五年来首次同比减少，主要受资产减值计提37.80亿元及信用减值计提5.27亿元影响；截至2024年一季度末，公司实现扣非归母净利润为6.48亿元，同比实现19.77%的增幅。

► **主动卧倒、匍匐前进，销售投资更加聚焦。**2023年公司销售情况良好，实现销售额1534.7亿元，与上年基本持平，同比数据优于TOP100开发商；2023年公司实现销售积311.4万方，同比提升12.62%；2024年截至上半年末，公司实现销售面积94.1万方，同比下降48.75%；2023年公司新增项目计容建筑面积合计333万平方米，权益土地款256亿元，公司土地储备中杭州占60%。

► **深耕杭州市场，保持领头地位。**根据中指研究院数据，2023年全年杭州全市共出让132宗宅地，获取土地出让金1803亿元，仅次于获得2202亿元土地出让金的上海；平均溢价率8.8%，位列TOP20城市第二位，仅次于12.6%的合肥；在土地成交单价方面，杭州以17765元/㎡的成交价位列新一线城市之首，仅次于北京、上海、广州和深圳；杭州成为各家开发商2023年的战略必争之地；作为杭州头部房企，滨江集团在杭州的销售额1276.7亿元，是第二名绿城中国的两倍多；销售面积267.2万㎡，是第二名绿城中国的1.65倍，稳坐头把交椅。

► **投资建议：**公司作为杭州房地产市场龙头，具备以杭州为中心的浙江市场的深耕优势，无论从拿地端还是销售端，都较其他全国化拓展房企具备优势。作为民营房地产公司，滨江集团不断降低融资成本，缩减有息负债规模，采取“主动卧倒、匍匐前进”的新战略来应对市场波动。我们预计公司2024-2026年营业收入达730.09亿元/756.01亿元/761.63亿元，对应PE倍数为7/6/6。随着2024年517利率下调、首付比例降低等政策持续释放，改善型需求占据总购房需求首位，公司房地产开发业务或将随着市场平稳得以修复。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**销售回暖不及预期，杭州市场下行风险，销售区域过于集中风险，融资成本上升风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	70,443	73,009	75,601	76,163
增长率 (%)	69.7	3.6	3.6	0.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,529	3,205	3,634	3,809
增长率 (%)	-32.4	26.7	13.4	4.8
每股收益 (元)	0.81	1.03	1.17	1.22
PE	9	7	6	6
PB	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：iFind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年07月29日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

7.56元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 陈立

执业证书：S0100122080002

邮箱：chenli_yj@mszq.com

目录

1 公司规模快速发展，大股东持股稳定分布	3
1.1 成功改制上市，坚持杭州策略	3
1.2 大股东持股稳定，股权分布集中	3
1.3 多元业务模式促进公司发展	4
2 营收规模不断提升，利润水平维持稳定	5
3 “主动卧倒、匍匐前进”，销售投资更加聚焦	7
4 深耕杭州市场，保持领先地位	9
4.1 杭州地产政策频出，购房条件宽松	9
4.2 杭州土地出让成绩亮眼，滨江集团拿地金额及面积均列前三	9
4.3 杭州新房成交改善，滨江集团获销售面积和金额双冠王	10
5 融资渠道通畅，融资成本持续压降	12
6 盈利预测与投资建议	14
6.1 盈利预测假设与业务拆分	14
6.2 估值分析	16
6.3 投资建议	16
7 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

1 公司规模快速发展，大股东持股稳定分布

1.1 成功改制上市，坚持杭州策略

杭州滨江房产集团股份有限公司成立于 1992 年，具有建设部一级开发资质，全国民营企业 500 强，房地产企业 20 强，长三角房地产领军企业。公司业务涵盖房产开发、置业招商、物业服务、酒店旅业及长租公寓。

1992 年为了加快城市建设综合开发的进程，杭州市江干区决定成立组建一家集体所有制的房屋开发单位，杭州滨江房屋建设开发公司应运而生；1996 年杭州滨江房产集团有限公司成立；1997 年公司取得了国家一级开发资质；1999 年公司完成改制，成为杭州首家成功转制的房地产企业；2002 年以后，滨江集团逐渐走出城东，开始在整个杭州市场崭露头角；从 2005 年开始，滨江物业所服务的小区，先后荣获了市、省、国家“物业管理优秀住宅小区”及“示范大厦”的称号；2007 年绍兴金色家园项目落地，集团将发展重心集中在以杭州为中心的长三角地区，实施以浙、沪、江为核心的全国战略，并深入拓展二、三线城市；2008 年 5 月 29 日，滨江集团在深圳成功上市，成为该年度唯一一家国内 A 股 IPO 上市的房地产企业；2010 年，集团商品房销售总额首次突破百亿大关；2023 滨江集团全年销售额为 1534.7 亿元，位列克而瑞全国房企排行榜第 11 位。

图1：公司发展历程

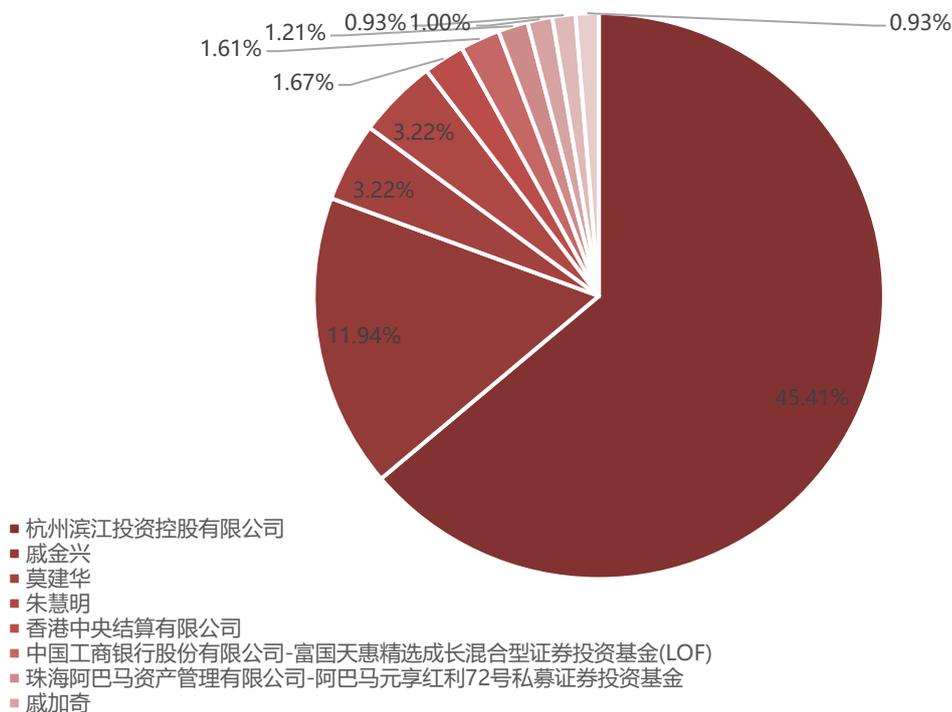


资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 大股东持股稳定，股权分布集中

截至 2024 年一季度末，公司前十大股东持股占比为 71.14%，其中杭州滨江投资控股有限公司、戚金兴（董事长）、莫建华（董事）、朱慧明（总裁、董事）、戚加奇合计持股占比 64.73%，中国香港中央结算有限公司持股占比 1.67%，其余大股东均为公募及私募基金。

图2：公司股权结构



资料来源：公司官网，民生证券研究院，数据截至 2024 年一季度末

1.3 多元业务模式促进公司发展

根据公司官网,截至 2023 年末,公司房产开发板块在售/待售项目合计 33 个,其中上海及温岭各 2 个项目,宁波、苏州、乐清、桐乡、义乌及绍兴各 1 个项目,其余均为杭州及其下属区县项目。

在置业招商板块,杭州滨江房屋资产管理有限公司主要管理滨江集团旗下自持商用资产租赁招商工作,管理面积近 30 万平方米,管理物业估值超 80 亿元,目前管理项目十余个,入驻客户业态丰富,拥有世界 500 强 9 家、中国 500 强企业 13 家、上市公司 8 家、注册资金在 1000 万以上的有 52 家企业,合计客户超 300 家,涉及的资产形态有办公楼、商场、商铺、园区等。

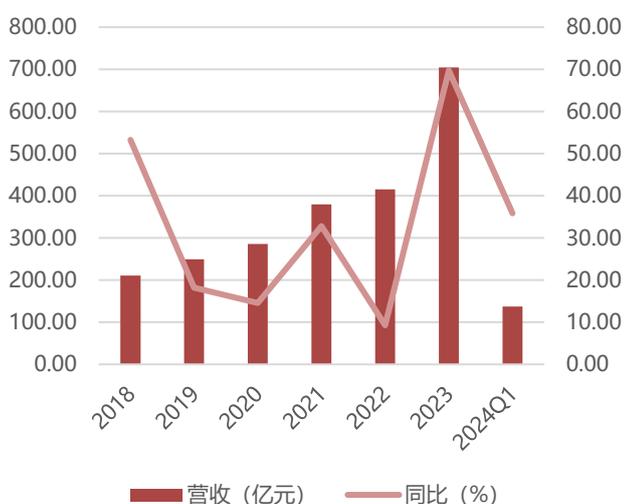
滨江物业是滨江服务集团有限公司的子公司,服务的物业从公寓、别墅、排屋、写字楼,逐步扩展至大型商业综合体、企业总部大楼、产业园区等不同类型,总建筑面积逾 2700 万平方米(含前期),2019 年 3 月 15 日,滨江服务集团在中国香港联交所成功上市,标志着滨江服务正式迈入国际资本市场,这将有利于公司优化资本结构,整合资源,建立企业持续发展的核心竞争力。

公司投资建设两座酒店,杭州千岛湖滨江希尔顿度假酒店位于千岛湖辉照山,由希尔顿酒店管理集团运营管理,酒店总投资额 7 亿人民币,总建筑面积 5.6 万平方米;杭州友好饭店是滨江房产集团旗下的一家高星级商务型饭店,现有客房 230 余套。

2 营收规模不断提升，利润水平维持稳定

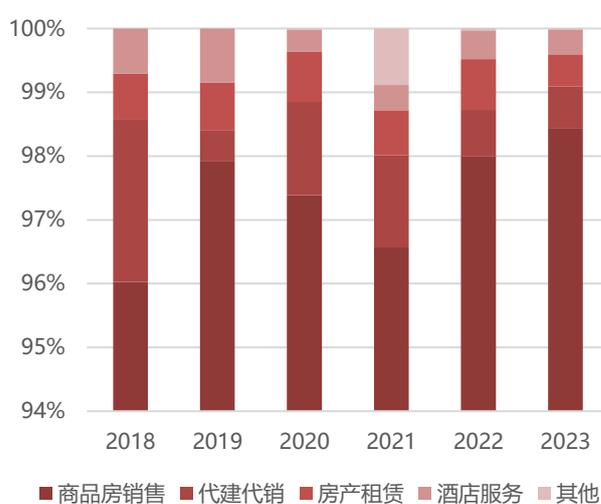
2023 年公司实现 704.43 亿元的营收，同比提升 69.73%，其中商品房销售业务贡献 693.35 亿元，同比提升 70.49%；代建代销业务实现 4.65 亿元营收，同比提升 53.46%；房产租赁业务实现 3.58 亿元营收，同比提升 8.16%；酒店服务业务实现 2.67 亿元，同比提升 42.02%。截至 2024 年一季度末，公司已获得 137.01 亿元的营收，同比增长 35.85%。截至 2023 年末，公司尚未结算的预收房款为 1430 亿元，较年初增长 9.73%，也为未来业绩提供保障。

图3：公司 2018-2024 年 Q1 营收及同比



资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

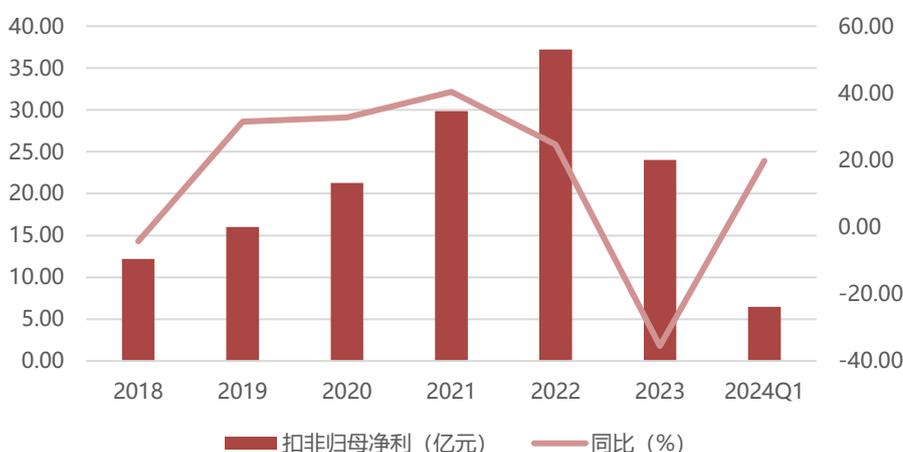
图4：公司 2018-2023 年各项目业务营收占比



资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

2023 年公司扣非归母净利润实现 24.01 亿元，同比减少 35.52%，近五年来首次同比减少，主要受资产减值计提 37.80 亿元及信用减值计提 5.27 亿元影响；截至 2024 年一季度末，公司实现扣非归母净利润为 6.48 亿元，同比实现 19.77% 的增幅。

图5：公司 2018-2024 年 Q1 扣非归母净利润及同比

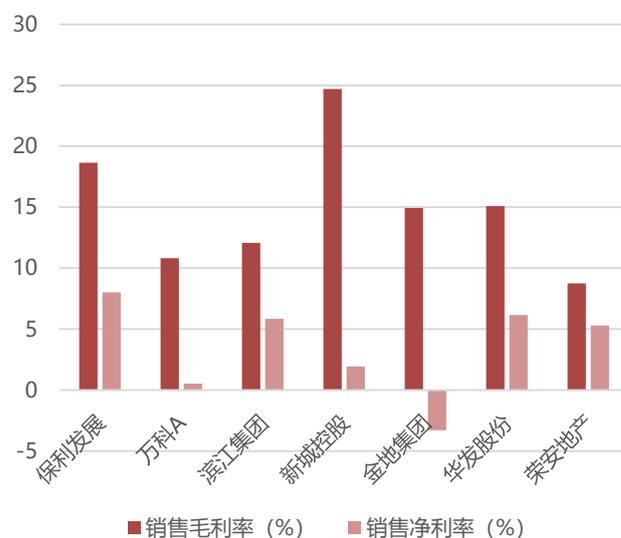


资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

2023 年公司实现销售毛利率为 16.76%，销售净利率为 4.05%，相较上一年分别下降 0.72 个百分点和 5.36 个百分点；截至 2024 年一季度末，公司销售毛利率继续下降至 12.08%，处于公布业绩可比公司中游水平，销售净利率较 2023 年稍有改善，达到为 5.85%，处于公布业绩可比公司上游水平。

图6：公司 2018-2024Q1 销售毛利率及净利率变化


资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

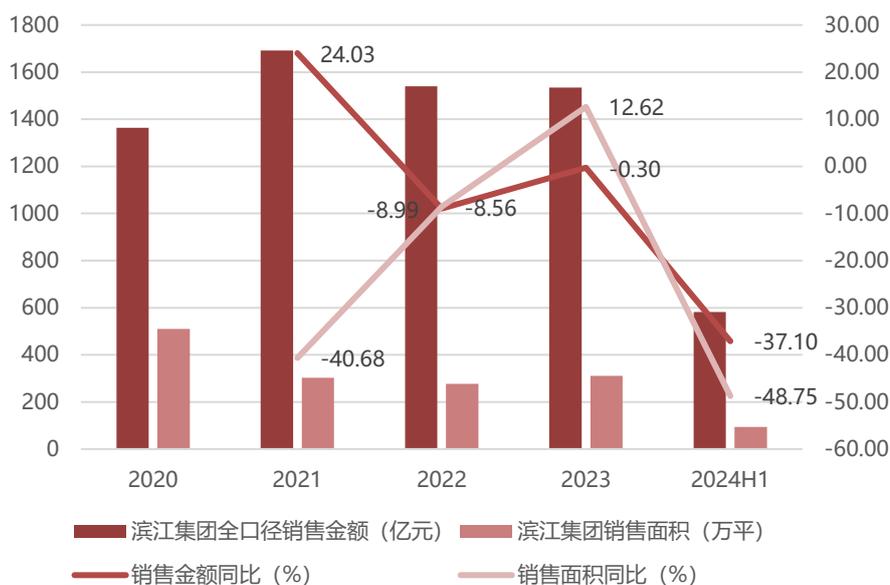
图7：2024Q1 房地产公司销售毛利率及净利率


资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

3 “主动卧倒、匍匐前进”，销售投资更加聚焦

2023 年公司销售情况良好，实现销售额 1534.7 亿元，与上年基本持平，同比数据优于 TOP100 开发商，位列克而瑞行业销售排名第 11 位，较 2022 年提升 2 位，并连续 6 年荣获杭州市场销售冠军；2024 年截至上半年末，公司实现 582.3 亿元的销售额，同比降幅为 37.10%，与 TOP100 开发商的 39.52%降幅相近。

图8：2020-2024 年 H1 滨江集团销售情况

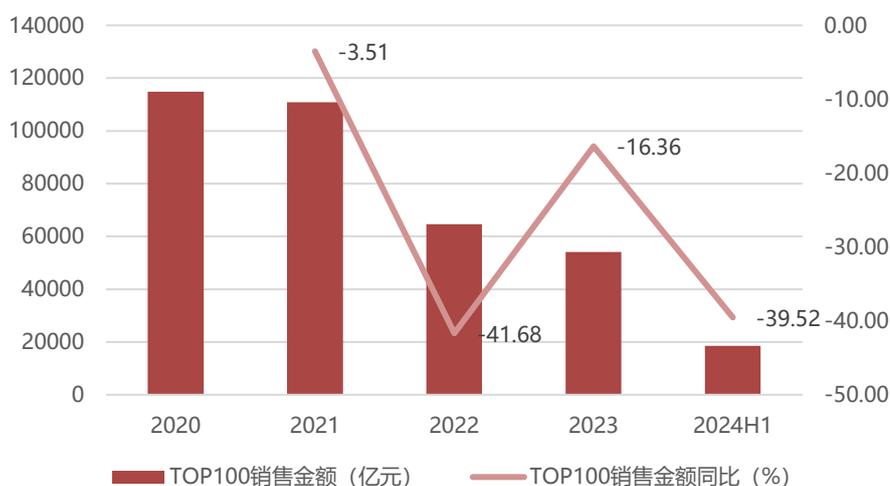


资料来源：克而瑞，民生证券研究院

注：左轴为销售金额（亿元）与销售面积（万平），右轴为同比数据（%）

2023 年公司实现销售面积 311.4 万方，同比提升 12.62%；截至 2024 年上半年，公司实现销售面积 94.1 万方，同比下降 48.75%。

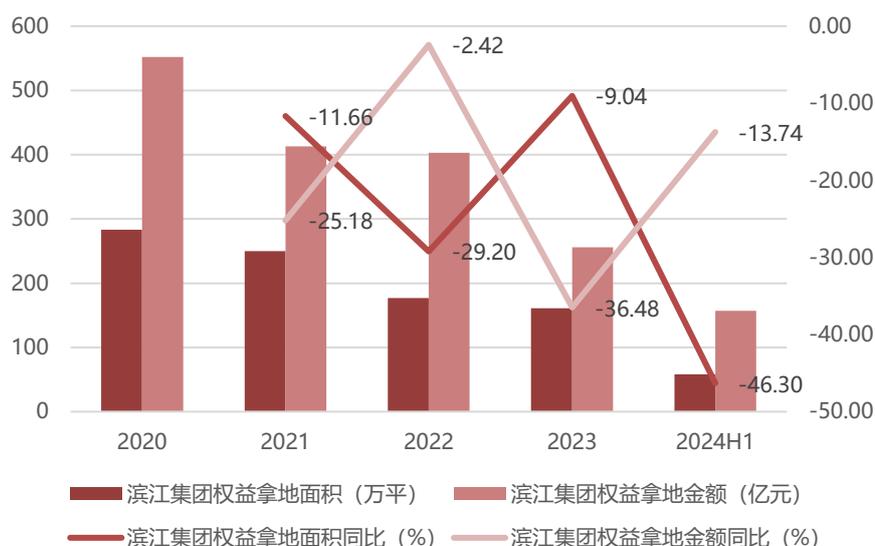
图9：2020-2024 年 H1TOP100 开发商销售情况



资料来源：克而瑞，民生证券研究院

注：左轴为销售金额（亿元），右轴为同比数据（%）

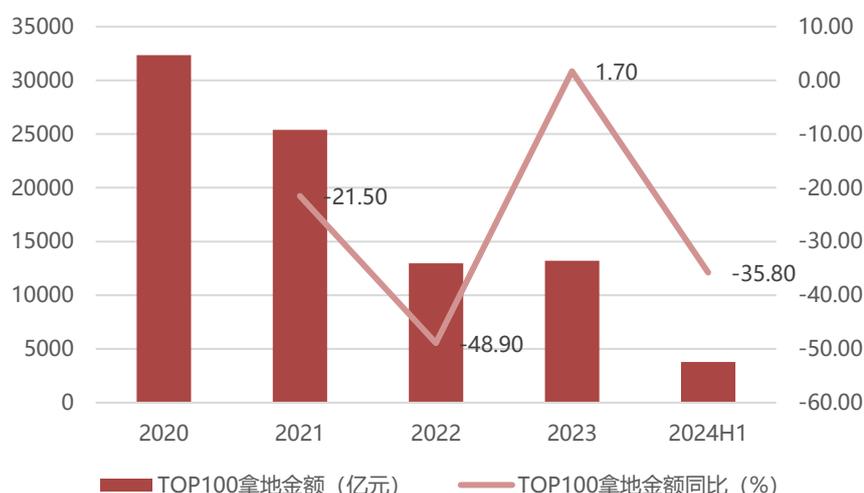
2023 年公司新增土地储备项目 33 个,其中宁波 1 个,南京 1 个,湖州 2 个,金华 2 个,杭州 27 个,进一步巩固杭州市场份额。2023 年公司新增项目计容建筑面积合计 333 万平方米,权益土地款 256 亿元。截至 2023 年末,公司土地储备中杭州占 60%,浙江省内非杭州的城市包括宁波、金华、湖州、嘉兴等经济基础扎实的二三线城市占比 25%,浙江省外占比 15%。优质的土地储备为公司未来可持续发展提供良好保障。

图10: 2020-2024 年 H1 滨江集团拿地情况


资料来源:中指研究院,民生证券研究院

注:左轴为销售金额(亿元)与销售面积(万平),右轴为同比数据(%)

根据往年拿地情况分析,公司投资拿地金额虽然在收缩,但同比降幅有大小年之分,今年同比缩幅或许将较上年减少,截至 2024 年 6 月公司已经获取 58 万方计容建面项目,权益拿地金额为 157 亿元,同比跌幅为 13.74%,远低于 TOP100 房企 35.80%的跌幅。

图11: 2020-2024 年 H1TOP100 开发商拿地情况


资料来源:中指研究院,民生证券研究院

4 深耕杭州市场，保持领头地位

4.1 杭州地产政策频出，购房条件宽松

2023 年，全国房地产市场进入宽松阶段，杭州房地产政策也开始大松绑：一季度临安、富阳、拱墅等区域补贴政策频出；二季度钱塘、临平、余杭和萧山等二圈层区域差异化限购范围逐渐扩大；三季度落户、贷款利率等购房条件逐渐放松；四季度迎来限购、摇号、限贷、限地价的全面放松。

2024 年 2 月，杭州市人民政府印发《进一步推动经济高质量发展若干政策》，支持推进“住有宜居”，更好支持刚性和改善型住房需求，促进房地产市场平稳健康发展；2024 年 3 月，杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室发布《关于进一步优化房地产市场调控措施的通知》，明确在本市范围内购买二手住房，不再审核购房人资格，同时明确本市范围内个人出售住房的增值税征免年限统一调整为 2 年；2024 年 5 月，杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室发布《关于优化调整房地产市场调控政策的通知》，全面取消住房限购，在本市范围内购买住房，不再审核购房资格，并优化首套房购房条件。

4.2 杭州土地出让成绩亮眼，滨江集团拿地金额及面积均列前三

根据中指研究院数据，2023 年全年杭州全市共出让 132 宗宅地，获取土地出让金 1803 亿元，仅次于获取土地出让金 2202 亿元的上海；平均溢价率 8.8%，位列 TOP20 城市第二位，仅次于 12.6% 的合肥；在土地成交单价方面，杭州以 17765 元/㎡的成交价位列新一线城市之首，仅次于北京、上海、广州和深圳；杭州成为各家开发商 2023 年的战略必争之地。

2023 年杭州本土房企拿地最为活跃，其中滨江集团在杭州拿地金额为 210.7 亿元，仅次于绿城中国的 246.0 亿元，超第三名建房房产二倍多；同时，滨江集团在杭州拿地的总权益建面为 119.0 万方，超过绿城中国的 116.5 万方和招商蛇口的 50.1 万方，位列权益拿地面积第一位。

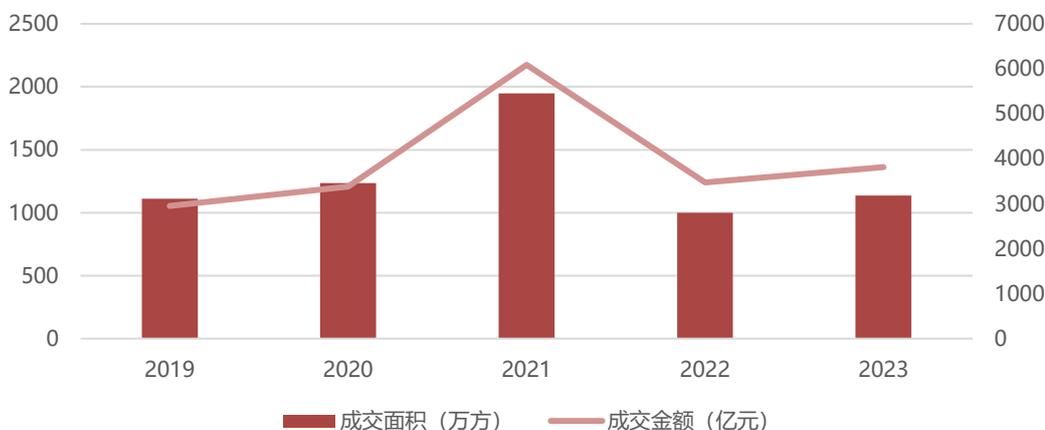
表1：2023 年土地出让金 TOP20 城市情况

排名	城市	土地出让金 (亿元)	土地宗数	规划建筑面积 (万平)	成交楼面价 (元/㎡)	平均溢价率 (%)
1	上海	2202	73	894	24629	5.8
2	杭州	1803	132	1015	17765	8.8
3	北京	1741	61	582	29908	7.6
4	苏州	1288	159	1003	12833	4
5	成都	1224	173	1286	9514	8.2
6	广州	1180	43	647	18225	6.9
7	南京	1134	107	822	13795	4.6
8	西安	942	139	1707	5516	2.2
9	武汉	790	87	1046	7547	0.5
10	无锡	789	124	853	9252	0.3
11	南通	788	190	1713	4597	0.4
12	常州	685	96	811	8438	0.8
13	宁波	667	103	776	8591	5.5
14	合肥	603	78	805	7492	12.6
15	长沙	582	187	1861	3139	3
16	天津	562	82	691	8132	1.4
17	盐城	530	122	1118	4741	1.6
18	金华	504	337	730	6903	3.8
19	重庆	479	227	1918	2497	0.6
20	扬州	456	139	887	5139	4

资料来源：中指研究院，民生证券研究院；

4.3 杭州新房成交改善，滨江集团获销售面积和金额双冠王

2023 年杭州商品住宅共成交 86934 套，成交建面为 1137.4 万㎡，同比增长了 11.7%，成交金额超 3800 亿元，同比增幅高达 9.8%。

图12：2019-2023 年杭州商品住宅成交面积（左轴）及金额（右轴）


资料来源：中指数据库，民生证券研究院

2023 年，作为杭州头部房企，滨江集团实现销售金额 1276.7 亿元，是第

二名绿城中国的两倍多；销售面积 267.2 万 m^2 ，是第二名绿城中国的 1.65 倍，稳坐头把交椅。

图13：2023 年杭州开发商销售面积（左轴）及金额（右轴）

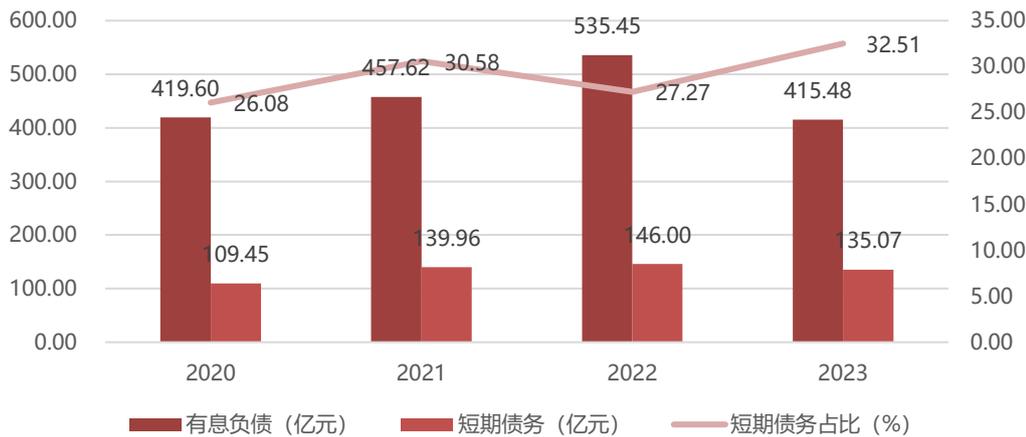


资料来源：中指数据库，民生证券研究院

5 融资通道通畅，融资成本持续压降

公司坚持稳健经营，保持合理有息负债水平，“三道红线”监测指标持续保持“绿档”。截至 2023 年末，公司并表有息负债规模 415.18 亿元，较上年末下降 120.27 亿元，其中银行贷款占比 79.8%，直接融资占比 20.2%。

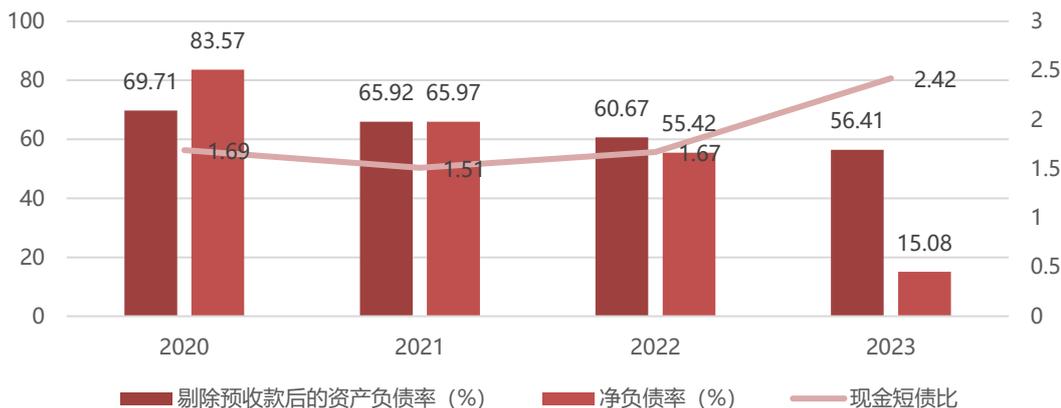
图14：公司 2020-2023 年短期债务（左轴）及占比（右轴）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

扣除预收款后的资产负债率为 56.41%，净负债率为 15.08%。债务期限构成上，短期债务为 135.07 亿元，占比仅为 32.53%，低于货币资金 327.04 亿元，现金短债比为 2.42 倍，可有效覆盖短期债务。

图15：公司 2020-2023 年三道红线情况



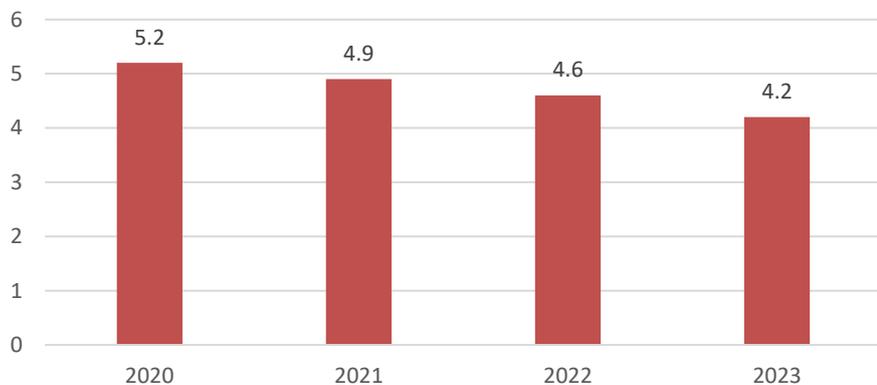
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：左轴为剔除预收款后的资产负债率和净负债率（%），右轴为现金短债比

公司近年来综合融资成本不断下降，2020 年 5.2%，2021 年 4.9%，2022 年 4.6%，截至 2023 年末公司平均融资成本为 4.2%，较上年末下降 0.4 个百分点。公司授信储备充裕，截至 2023 年末，公司共获银行授信总额度 1217.23 亿元，较上年末增加 2.86%，授信额度已使用 401.45 亿元，剩余可用 815.78 亿元，占总额度的 67%。直接融资可用额度上，截至 2023 年末已获批尚未发行的公司债

额度 15.52 亿元，注册完成尚未发行的短期融资券额度 49 亿元、中票额度 35 亿元，可根据资金需求和市场情况择机发行。

图16：2020-2023 年滨江集团融资成本 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2024 年截至 6 月 30 日，公司新增发行两笔中期票据，分别为 7 亿元和 5 亿元，融资成本分别是 3.64%和 3.80%；同时公司发行四笔短期融资券，合计 26 亿元，融资成本均不超过 3.64%，公司融资渠道保持通畅。2023 年 12 月 26 日，董事长在滨江集团 2023 年度恳谈会上提出 2024 年及未来阶段采取“主动卧倒、匍匐前进”战略，包括降杠杆、降财务成本、降直接融资的比例等。

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司经营的主要指标做出以下假设，并给予盈利预测：

公司营业收入：

1) 房地产业收入 (单位结算均价*房地产结算面积)

单位结算均价：公司 2021-2023 年结算单价分别为 2.67 万元/㎡、3.28 万元/㎡和 3.28 万元/㎡，2024 年结算的项目大多为 2022 年销售的项目，而 2022 年杭州房地产市场相较于其他新一线城市更为稳定，且改善型需求在购房需求中的占比逐渐提升，iFind 数据显示，2022 年、2023 年、2024 年 1-6 月杭州商品房成交均价同比变动 +5.34%、-2.01%、-9.87%。滨江集团在杭州深耕多年，获取的项目位置和地段相对较为核心。我们预计 2024-2026 年结算项目单价分别为 3.46 万元/㎡、3.39 万元/㎡、3.08 万元/㎡，同比变动+5.42%、-1.98%、-9.21%。

房地产结算面积：根据公司公告，截至 2023 年末公司的已售未结面积为 383.52 万方，未售面积 166.87 万方，截至 2024 上半年公司新增土地储备 72.21 万方，预计 2024 年全年新增土储 150 万方，以上三项合计 700.39 万方。根据项目完工进度，以上三项或将于未来三年逐步结算。我们预计 2024-2026 年结算面积为 207.08 万方、218.05 万方及 240.76 万方，同比变动-1.95%、+5.30%、+10.41%。

综上，我们预测公司 2024-2026 年房地产业营收分别为 716.67 亿元、739.66 亿元及 741.49 亿元，同比变动+3.36%、+3.21%、+0.25%。

2) 房产租赁收入

截至 2023 年年末，公司持有用于出租的写字楼、商业裙房、社区底商及公寓面积约 37.78 万平方米，实现营收 3.58 亿元，公司在建/拟建滨日运宸中心、滨杭滨纷城、滨江爱义南方大厦及深圳尚华大厦等商业类项目，这些项目也将在近几年竣工交付，公司的自持类物业规模或将进一步扩大，因此我们预计 2024-2026 年房产租赁收入同比增速均能达到 16.78%。

3) 房产项目管理服务收入

公司 2022-2023 年公司房产项目管理服务收入分别为 3.03 亿元和 4.65 亿元，随着公司交付物业的增加及代建业务的不断拓展，公司的管理服务半径或将进一步增大，因此我们预计 2024-2026 年房产项目管理服务收入的同比增速均能达到 13.43%。

4) 酒店服务收入

公司 2021-2023 年酒店服务收入分别为 1.51 亿元、1.87 亿元和 2.67 亿元，

随着宏观环境的改善,旅游消费业也将随之复苏,而公司的千岛湖滨江希尔顿度假酒店和友好饭店均处于浙江省的热门旅游区内,因此综合 2021-2023 年的同比增速 (55.67%、24.23%和 42.29%),我们预计 2024-2026 年酒店服务收入同比增速均能达到 40.74%。

5) 其他业务收入

公司其他业务还包括代建业务和养老业务,根据 2023 年公司年报,公司重启代建业务板块,继续对外输出品牌,对开发业务起到补充作用;养老业务方面,公司旗下高品质康养服务品牌-“滨江和家”推出的首个社区嵌入式高品质养护机构和家·御虹府长者之家已正式开业,均将对其他业务营收有所补充,因此我们预计 2024-2026 年公司其他业务收入均能稳定在 0.2 亿元。

公司毛利率预测:

2024-2026 年结算 2022-2024 年获取的项目,由于地产行业仍在修复期间,且杭州市场土拍的竞争比较激烈,土地及建造成本均较高,因此我们预计 2024-2026 年毛利率水平分别为 13.15%、12.54%和 12.83%。

表2: 公司营业收入拆分及预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入 (亿元)	379.76	415.02	704.42	730.09	756.01	761.63
YOY (%)	32.80	9.28	69.73	3.64	3.55	0.74
毛利率 (%)	24.83%	17.48%	16.76%	13.15%	12.54%	12.83%
房地产业营收 (亿元)	366.73	406.69	693.35	716.67	739.66	741.49
YOY (%)	31.68	10.90	70.49	3.36	3.21	0.25
房地产结算面积 (万㎡)	137.19	123.84	211.20	207.08	218.05	240.76
YOY (%)	-1.50	-9.73	70.54	-1.95	5.30	10.41
单位结算价格 (万元/㎡)	2.67	3.28	3.28	3.46	3.39	3.08
YOY (%)	33.69	22.85	-0.03	5.42	-1.98	-9.21
房产租赁收入 (亿元)	2.67	3.31	3.58	4.18	4.88	5.70
YOY (%)	18.19	24.13	8.02	16.78	16.78	16.78
房产项目管理服务收入 (亿元)	5.50	3.03	4.65	5.28	5.99	6.79
YOY (%)	31.56	-44.89	53.61	13.43	13.43	13.43
酒店服务收入 (亿元)	1.51	1.87	2.67	3.76	5.29	7.45
YOY (%)	55.69	24.23	42.29	40.74	40.74	40.74
其他业务收入 (亿元)	3.35	0.11	0.17	0.20	0.20	0.20
YOY (%)	5400.89	-96.61	51.01	16.38	0.00	0.00

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测;

公司费用预测:

1) 2021-2023 年销售费用率大幅降低,得益于公司深耕杭州战略,公司在杭州市场市占率最高,在购房群体中口碑普遍较高,2023 年销售费率底至 1.2%,因此我们预计公司 2024-2026 年将保持与 2023 年持平的较低的费用率水平以提升项目利润率;

2) 2021-2023 年管理费用率大幅降低, 根据中国房地产报统计, 2023 年 29 家房企的管理费用率有所下降, 这反映出企业在提高管理效率、降低行政开支方面的努力, TOP50 上市房企中, 管理费用率较低的企业有滨江集团、中海地产、中交地产、万科、招商蛇口、保利发展等, 这些企业管理费用率均在 2% 以下, 属于较低水平。因此我们预计 2024-2026 年管理费用率将保持在低位, 维持在 1.1%;

3) 2021-2023 年公司融资成本进一步压降, 2024 年截至 5 月 24 日, 公司的综合融资成本已经降至 3.7%, 比 2023 年的 4.2% 又下降了 0.5 个百分点, 因此我们预计 2024-2026 财务费用率分别为 0.7%/0.7%/0.6%;

4) 公司 2021-2023 年无研发费用支出, 因此我们预计 2024-2026 年研发费用率为 0。

表3: 公司费用及预测

指标	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费率	1.9%	2.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用率	1.5%	1.5%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
财务费率	1.9%	2.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测;

6.2 估值分析

滨江集团作为年度销售金额超千亿规模房企, 2023 年销售金额排全国第十一位, 根据业务类型, 我们选择同为年度销售金额超千亿规模、2023 年销售额排名前十五、主业为房地产开发且主营业务营收占比均在 87% 以上的保利发展、招商蛇口和华发股份作为可比公司。以 2024 年 7 月 29 日的收盘价计算, 可比公司 2024-2026 年的 PE 均值分别是 8/7/7。我们预测公司 2024-2026 年 PE 分别为 7/6/6 倍, 低于可比公司均值, 具备估值优势。

表4: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600048.SH	保利发展	8.59	1.01	1.04	1.13	1.23	10	7	7	6
001979.SZ	招商蛇口	8.20	0.70	0.89	1.03	1.14	14	9	7	7
600325.SH	华发股份	5.72	0.67	0.81	0.91	0.85	11	7	6	7
平均值							12	8	7	7
002244.SZ	滨江集团	7.56	0.81	1.03	1.17	1.22	9	7	6	6

资料来源: iFind, 民生证券研究院;

注: 可比公司数据采用 iFind 一致预期, 股价时间为 2024 年 7 月 29 日

6.3 投资建议

公司作为杭州房地产市场龙头, 具备以杭州为中心的浙江市场的深耕优势, 无论从拿地端还是销售端, 都较其他全国化拓展房企具备优势。作为民营房地产公司, 滨江集团不断降低融资成本, 缩减有息负债规模, 采取“主动卧倒、匍匐前进”的新战略来应对市场波动。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入达 730.09 亿元/756.01 亿元/761.63 亿元，对应 PE 倍数为 7/6/6。随着 2024 年 517 利率下调、首付比例降低等政策持续释放，改善型需求占据总购房需求首位，公司房地产开发业务或将随着市场平稳得以修复。首次覆盖，给予“推荐”评级。

7 风险提示

- 1) **销售回暖不及预期**: 房地产政策持续释放, 需求端刺激效果有待观察;
- 2) **杭州市场下行风险**: 如果杭州商品房市场下行, 或将会影响公司营收;
- 3) **销售区域过于集中风险**: 公司深耕杭州, 货值大多储备在杭州, 销售区域过于集中, 未来销售灵活性或受影响;
- 4) **融资成本上升风险**: 公司作为民营企业, 融资成本相对较高, 融资成本上升将会对公司现金流产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	70,443	73,009	75,601	76,163
营业成本	58,638	63,409	66,121	66,390
营业税金及附加	1,508	1,563	1,619	1,631
销售费用	857	888	919	926
管理费用	774	803	831	837
研发费用	0	0	0	0
EBIT	4,367	6,048	5,897	6,164
财务费用	540	510	476	446
资产减值损失	-3,780	-1,477	-693	-708
投资收益	1,231	1,275	1,321	1,331
营业利润	5,055	5,336	6,049	6,340
营业外收支	-19	0	0	0
利润总额	5,036	5,336	6,049	6,340
所得税	2,184	1,722	1,952	2,046
净利润	2,852	3,614	4,097	4,294
归属于母公司净利润	2,529	3,205	3,634	3,809
EBITDA	4,873	6,559	6,409	6,676

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	32,704	34,413	35,720	40,289
应收账款及票据	474	301	407	410
预付款项	2	2	2	2
存货	172,698	171,002	172,440	176,392
其他流动资产	52,324	54,488	55,893	57,255
流动资产合计	258,201	260,207	264,462	274,348
长期股权投资	17,864	17,864	17,864	17,864
固定资产	1,171	1,235	1,299	1,363
无形资产	134	134	134	134
非流动资产合计	31,831	31,875	31,938	32,001
资产合计	290,032	292,081	296,400	306,350
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	5,558	5,989	6,245	6,270
其他流动负债	197,143	194,550	195,870	202,903
流动负债合计	202,701	200,539	202,115	209,173
长期借款	25,824	26,698	25,698	24,698
其他长期负债	3,052	3,072	3,072	3,072
非流动负债合计	28,876	29,771	28,771	27,771
负债合计	231,577	230,309	230,885	236,943
股本	3,111	3,111	3,111	3,111
少数股东权益	33,153	33,561	34,025	34,511
股东权益合计	58,455	61,772	65,514	69,406
负债和股东权益合计	290,032	292,081	296,400	306,350

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	69.73	3.64	3.55	0.74
EBIT 增长率	5.97	38.49	-2.50	4.53
净利润增长率	-32.41	26.73	13.37	4.82
盈利能力 (%)				
毛利率	16.76	13.15	12.54	12.83
净利润率	3.59	4.39	4.81	5.00
总资产收益率 ROA	0.87	1.10	1.23	1.24
净资产收益率 ROE	10.00	11.36	11.54	10.91
偿债能力				
流动比率	1.27	1.30	1.31	1.31
速动比率	0.35	0.37	0.38	0.40
现金比率	0.16	0.17	0.18	0.19
资产负债率 (%)	79.85	78.85	77.90	77.34
经营效率				
应收账款周转天数	2.34	1.91	1.69	1.93
存货周转天数	1,096.21	975.67	934.94	945.78
总资产周转率	0.25	0.25	0.26	0.25
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	1.03	1.17	1.22
每股净资产	8.13	9.07	10.12	11.22
每股经营现金流	10.49	1.25	0.86	1.91
每股股利	0.09	0.11	0.13	0.14
估值分析				
PE	9	7	6	6
PB	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.88	5.11	5.23	5.02
股息收益率 (%)	1.19	1.51	1.71	1.79

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,852	3,614	4,097	4,294
折旧和摊销	506	511	512	512
营运资金变动	25,729	-1,531	-2,288	807
经营活动现金流	32,650	3,886	2,667	5,948
资本开支	-188	-162	-162	-163
投资	-4,109	-479	-400	-400
投资活动现金流	-12,314	636	758	767
股权募资	8,616	0	0	0
债务募资	-11,619	-1,080	-1,000	-1,000
筹资活动现金流	-11,967	-2,812	-2,119	-2,146
现金净流量	8,371	1,710	1,307	4,569

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构.....	4
图 3: 公司 2018-2024 年 Q1 营收及同比.....	5
图 4: 公司 2018-2023 年各项目业务营收占比.....	5
图 5: 公司 2018-2024 年 Q1 扣非归母净利及同比.....	5
图 6: 公司 2018-2024Q1 销售毛利率及净利率变化.....	6
图 7: 2024Q1 房地产公司销售毛利率及净利率.....	6
图 8: 2020-2024 年 H1 滨江集团销售情况.....	7
图 9: 2020-2024 年 H1TOP100 开发商销售情况.....	7
图 10: 2020-2024 年 H1 滨江集团拿地情况.....	8
图 11: 2020-2024 年 H1TOP100 开发商拿地情况.....	8
图 12: 2019-2023 年杭州商品住宅成交面积 (左轴) 及金额 (右轴).....	10
图 13: 2023 年杭州开发商销售面积 (左轴) 及金额 (右轴).....	11
图 14: 公司 2020-2023 年短期债务 (左轴) 及占比 (右轴).....	12
图 15: 公司 2020-2023 年三道红线情况.....	12
图 16: 2020-2023 年滨江集团融资成本 (%).....	13

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 2023 年土地出让金 TOP20 城市情况.....	10
表 2: 公司营业收入拆分及预测.....	15
表 3: 公司费用及预测.....	16
表 4: 可比公司 PE 数据对比.....	16
公司财务报表数据预测汇总.....	19

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026