

# 滨江集团 (002244.SZ)

## 营收增长利润承压，销售拿地节奏平稳

买入

### 核心观点

**2023年归母净利润受减值拖累，2024Q1重返正增长。**2023全年，公司实现营业收入704亿元，同比+70%；归母净利润25亿元，同比-32%。分季度看，2023Q4对利润几无贡献，主要因为年末公司计提资产减值准备（主要是存货跌价准备）43亿元，拖累归母净利润22亿元。2024Q1，公司实现营业收入137亿元，同比+36%；归母净利润6.6亿元，同比+18%回正。

**利润率持续承压。**2023全年，公司归母净利率为3.6%，较上年下降了5.4个百分点，主要受计提减值影响；整体毛利率为16.8%，较上年下降了0.7个百分点；此外，归母净利润占比89%，较上年下降7个百分点。2024Q1，公司归母净利率4.8%，而毛利率12.1%延续下行趋势。

**销售排名提升，保持投资强度。**2023年，公司签约销售金额为1535亿元，同比-0.3%基本持平，行业排名第11，较上年提升2名；2024Q1，公司销售排名第8，再提升3名。2023年，公司新增土储总地价577亿元，同比-15%，以拿地金额/销售金额计算的投资强度38%，保持行业领先水平。截至2023年末，公司土储中60%位于杭州市内，25%位于浙江省内（除杭州），浙江省外仅占15%。

**财务状况持续优化。**2023年末，公司剔除预收账款的资产负债率56%；净负债率为15%，较上年下降40个百分点；货币资金327亿元，同比+34%，得益于经营性现金流净额创327亿元高位；现金短债比为2.4倍。2023年，公司融资成本为4.2%，较上年下降0.4个百分点。

**投资建议：**考虑到地产开发业务毛利率下行压力和减值计提影响，我们下调盈利预测（详细分析见正文），预计公司2024/2025年归母净利润分别为27/29亿元（前次预期分别为44/51亿元），对应每股收益分别为0.87/0.94元，对应当前股价PE分别为7.9/7.3倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**公司开发物业签约销售规模、结转进度、盈利水平不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	41,502	70,443	80,158	77,030	75,365
(+/-%)	9.3%	69.7%	13.8%	-3.9%	-2.2%
归母净利润(百万元)	3741	2529	2707	2930	3584
(+/-%)	23.6%	-32.4%	7.1%	8.2%	22.3%
每股收益(元)	1.20	0.81	0.87	0.94	1.15
EBIT Margin	12.0%	12.3%	10.5%	10.0%	10.0%
净资产收益率 (ROE)	15.9%	10.0%	9.8%	9.7%	10.7%
市盈率 (PE)	5.7	8.5	7.9	7.3	6.0
EV/EBITDA	45.5	27.6	33.5	35.0	34.8
市净率 (PB)	0.91	0.85	0.77	0.71	0.64

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

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	6.89元
总市值/流通市值	21438/18309百万元
52周最高价/最低价	11.40/5.67元
近3个月日均成交额	305.63百万元

#### 市场走势



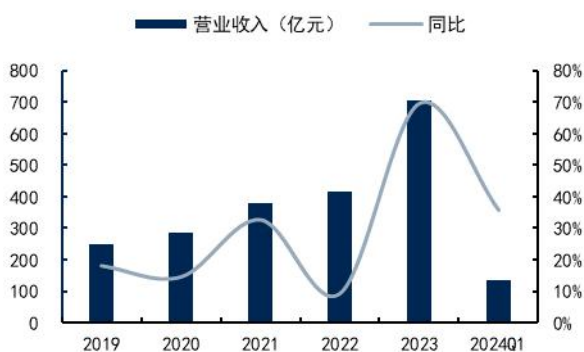
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《滨江集团(002244.SZ)-营收高增,业绩靓丽》——2023-11-01
- 《滨江集团(002244.SZ)-收入业绩高增,财务稳健》——2023-08-30
- 《滨江集团(002244.SZ)-业绩增速靓丽,拿地积极聚焦》——2023-05-02
- 《滨江集团(002244.SZ)-Q3业绩显著增长,联合项目贡献较大》——2022-10-27
- 《滨江集团(002244.SZ)-销售表现良好,持续深耕浙江》——2022-08-29

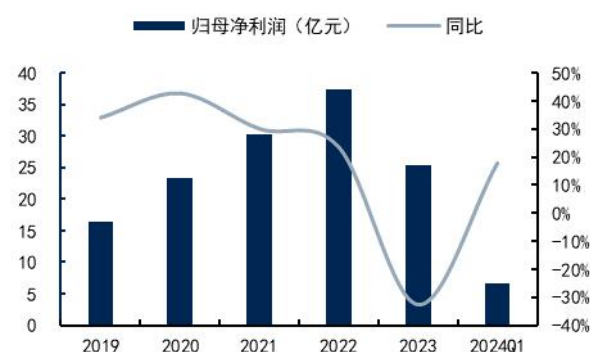
**2023 年归母净利润受减值拖累，2024Q1 重返正增长。**2023 全年，公司实现营业收入 704 亿元，同比+70%；归母净利润 25 亿元，同比-32%。分季度看，2023Q4 对利润几无贡献，主要因为年末公司计提资产减值准备（主要是存货跌价准备）43 亿元，拖累归母净利润 22 亿元。2024Q1，公司实现营业收入 137 亿元，同比+36%；归母净利润 6.6 亿元，同比+18%回正。

图1: 公司历年营业收入及同比



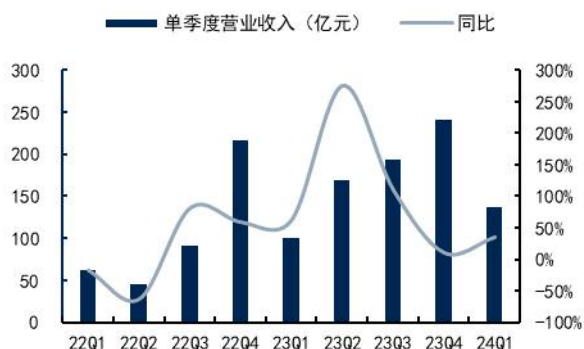
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司历年归母净利润及同比



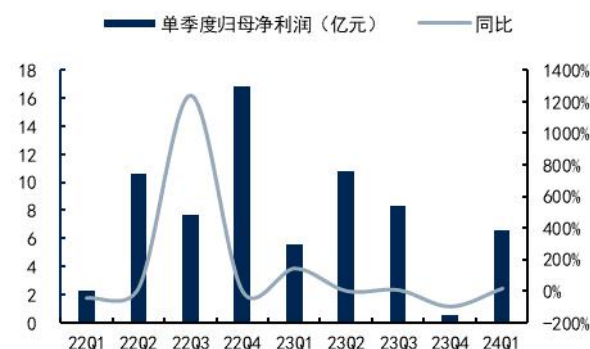
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度营业收入及同比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

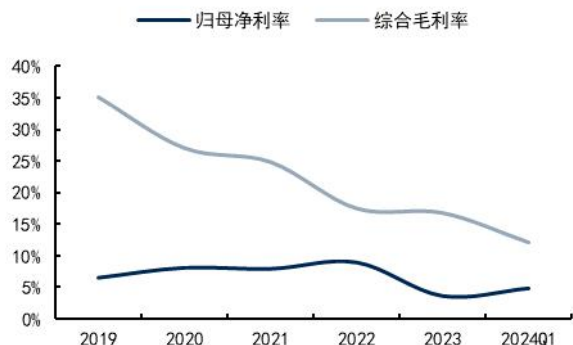
图4: 公司单季度归母净利润及同比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

**利润率持续承压。**2023 全年，公司归母净利率为 3.6%，较上年下降了 5.4 个百分点，主要受计提减值影响；整体毛利率为 16.8%，较上年下降了 0.7 个百分点；此外，归母净利润占比 89%，较上年下降 7 个百分点。2024Q1，公司归母净利率 4.8%，而毛利率 12.1%延续下行趋势。

图5: 公司历年归母净利润率及毛利率



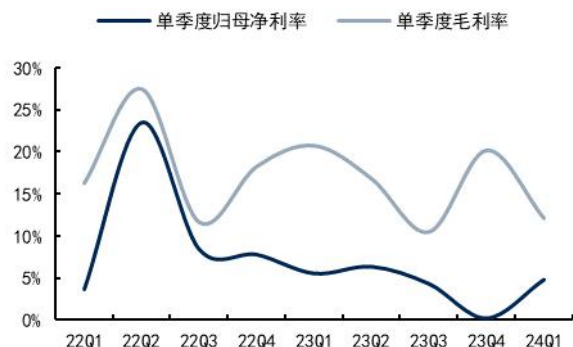
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司历年归母净利润占比



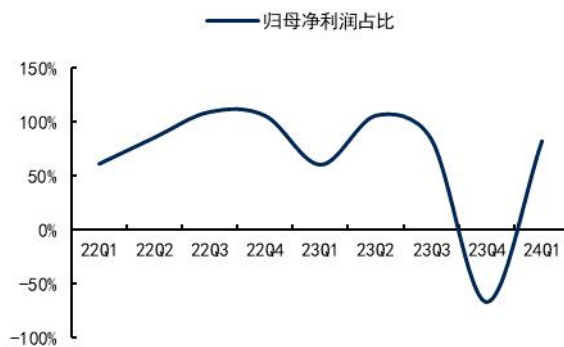
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司单季度归母净利润率及毛利率



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

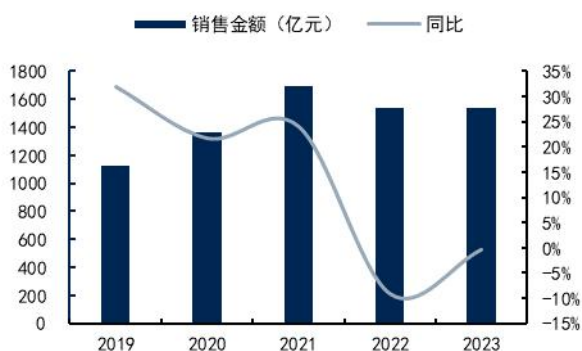
图8: 公司单季度归母净利润占比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

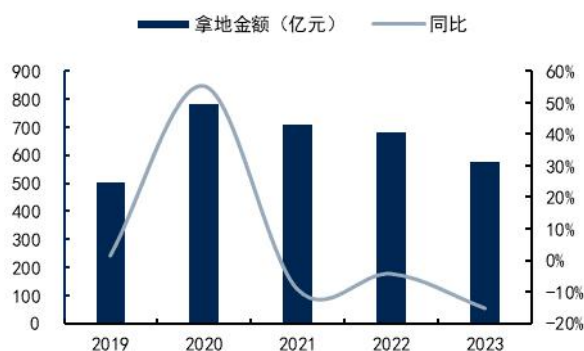
**销售排名提升, 保持投资强度。**2023年, 公司签约销售金额为1535亿元, 同比-0.3%基本持平, 行业排名第11, 较上年提升2名; 2024Q1, 公司销售排名第8, 再提升3名。2023年, 公司新增土储总地价577亿元, 同比-15%, 以拿地金额/销售金额计算的投资强度38%, 保持行业领先水平。截至2023年末, 公司土储中60%位于杭州市内, 25%位于浙江省内(除杭州), 浙江省外仅占15%。

图9: 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10: 公司历年拿地金额及同比



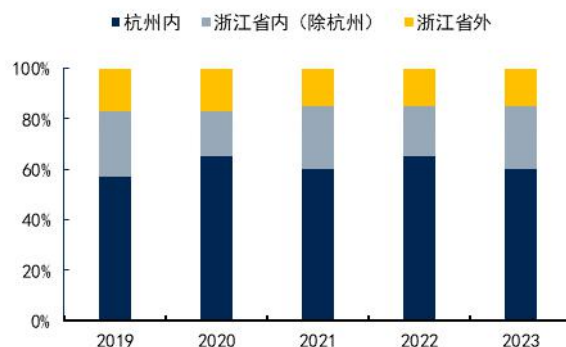
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司历年以拿地金额/销售金额计算的投资强度



资料来源: 公司公告、克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司历年土储区域占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

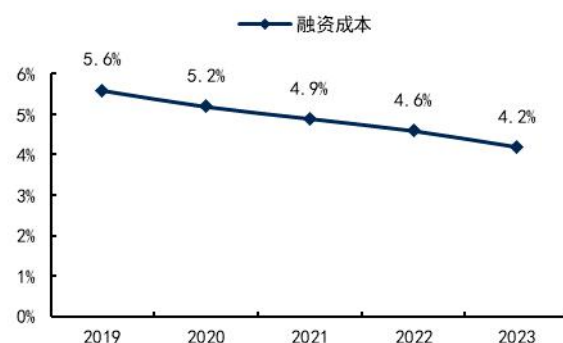
**财务状况持续优化。**2023年末, 公司剔除预收账款的资产负债率56%; 净负债率为15%, 较上年下降40个百分点; 货币资金327亿元, 同比+34%, 得益于经营性现金流净额创327亿元高位; 现金短债比为2.4倍。2023年, 公司融资成本为4.2%, 较上年下降0.4个百分点。

图13: 公司历年净负债率



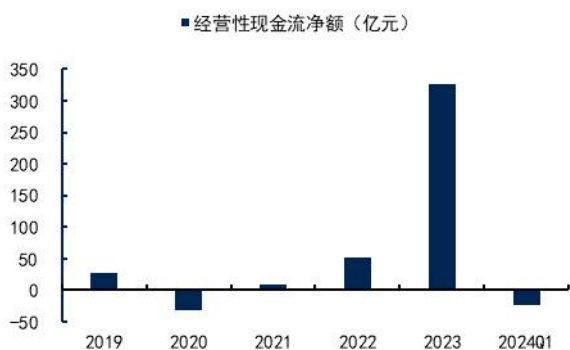
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司历年融资成本



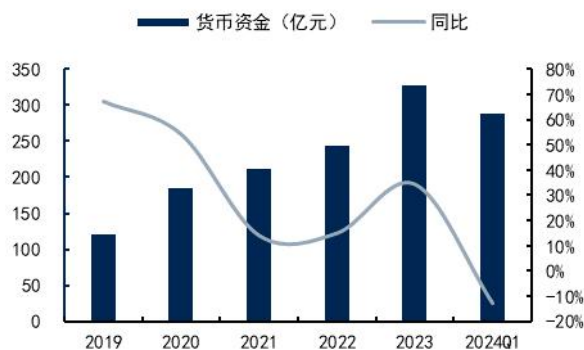
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司历年经营性现金流净额



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司历年货币资金及同比



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 考虑到地产开发业务毛利率下行压力和减值计提影响, 我们下调盈利预测 (详细分析见下文), 预计公司 2024/2025 年归母净利润分别为 27/29 亿元 (前次预期分别为 44/51 亿元), 对应每股收益分别为 0.87/0.94 元, 对应当前股价 PE 分别为 7.9/7.3 倍, 维持“买入”评级。

### 盈利预测的假设前提:

我们的盈利预测基于以下假设条件:

- 1、营业收入: 截至 2023 年末, 公司预收账款为 1431 亿元, 同比+10%。综合考虑公司过往签约销售情况及竣工结转进度, 预计公司 2024/2025 年房地产开发及相关业务收入分别为 802/770 亿元 (前次预期分别为 660/712 亿元)。
- 2、营业成本/营业收入: 综合考虑公司房地产开发项目在获取时预期的销售毛利率及在市场下行阶段售价的不确定性, 开发物业利润率将持续承压, 预期公司 2024/2025 年毛利率分别为 15.0%/14.5% (前次预期分别为 18.0%/19.0%), 即营业成本/营业收入分别为 85.0%/85.5%。

3、预计公司未来两年管理费用/营业收入、营销费用/营业收入均与 2023 年持平。

4、由于归母净利润同时受结转毛利率和资产计提减值的影响，且资产计提减值与每年宏观环境和房地产市场景气度有关，偶然性较大，故我们无法准确预测未来两年的波动，出于审慎原则，假设未来两年公司的资产计提减值幅度逐步收窄。

表1: 公司营收假设

		2022	2023	2024E	2025E
	收入: 百万元	41502	70443	80158	77030
	增速	9.28%	69.73%	13.79%	-3.90%
房地产开发	营业成本/营业收入	82.52%	83.24%	85.00%	85.50%
	管理费用/营业收入	1.50%	1.09%	1.09%	1.09%
	销售费用/营业收入	1.95%	1.22%	1.22%	1.22%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

### 未来 2 年盈利预测:

按上述假设条件, 我们得到公司 2024/2025 年的营收分别为 802/770 亿元, 归母净利润分别为 27/29 亿元 (前次预期分别为 44/51 亿元), 每股收益分别为 0.87/0.94 元。

表2: 未来两年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024E	2025E
营业收入	41502	70443	80158	77030
营业成本	34249	58638	68134	65860
销售费用	811	857	975	937
管理费用	626	774	881	847
财务费用	1019	540	1004	965
营业利润	5320	5055	3947	4271
归母净利润	3741	2529	2707	2930
每股收益	1.20	0.81	0.87	0.94
ROE	15.90%	10.00%	9.77%	9.66%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

### 盈利预测的敏感性分析:

公司以房地产开发为主业, 营收增速和利润水平决定公司未来归母净利润的增速。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测: 1) 乐观情况下, 公司营收增速及利润水平均不同程度好于预期; 2) 悲观情况下, 公司营收增速及利润水平均不同程度不及预期; 3) 在中性预测条件下, 公司 2024/2025 年归母净利润分别为 27/29 亿元, 对应每股收益分别为 0.87/0.94 元。

**表3: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）**

<b>乐观预测</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
营业收入(百万元)	41502	70443	80643	77339
(+/-%)	9.28%	69.73%	14.48%	-4.10%
归母净利润(百万元)	3741	2529	5331	5486
(+/-%)	23.58%	-32.39%	110.77%	2.91%
每股收益(元)	1.20	0.81	1.71	1.76
<b>中性预测</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
营业收入(百万元)	41502	70443	80158	77030
(+/-%)	9.28%	69.73%	13.79%	-3.90%
归母净利润(百万元)	3741	2529	2707	2930
(+/-%)	23.58%	-32.39%	7.05%	8.21%
每股收益(元)	1.20	0.81	0.87	0.94
<b>悲观预测</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
营业收入(百万元)	41502	70443	79672	76718
(+/-%)	9.28%	69.73%	13.10%	-3.71%
归母净利润(百万元)	3741	2529	207	478
(+/-%)	23.58%	-32.39%	-91.82%	131.27%
每股收益(元)	1.20	0.81	0.07	0.15

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

**风险提示：**公司开发物业签约销售规模、结转进度、盈利水平不及预期。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	24328	32704	33000	35769	40291	营业收入	41502	70443	80158	77030	75365
应收款项	30803	38587	43908	42195	41283	营业成本	34249	58638	68134	65860	64437
存货净额	184409	172698	201921	194857	190418	营业税金及附加	844	1508	1716	1649	1614
其他流动资产	10723	14097	16041	15415	15082	销售费用	811	857	975	937	916
<b>流动资产合计</b>	<b>250347</b>	<b>258201</b>	<b>294987</b>	<b>288352</b>	<b>287190</b>	管理费用	626	774	881	847	829
固定资产	582	1171	582	893	629	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	137	134	129	123	118	财务费用	1019	540	1004	965	844
投资性房地产	10814	12662	12662	12662	12662	投资收益	2224	1231	0	0	0
长期股权投资	14298	17864	17864	17864	17864	资产减值及公允价值变动	(708)	(3783)	(3500)	(2500)	(1500)
<b>资产总计</b>	<b>276176</b>	<b>290032</b>	<b>326223</b>	<b>319894</b>	<b>318463</b>	其他收入	(148)	(519)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	12879	11040	12321	11000	11000	营业利润	5320	5055	3947	4271	5225
应付款项	3699	5558	6498	6271	6128	营业外净收支	(10)	(19)	0	0	0
其他流动负债	167144	186103	217441	209811	205038	<b>利润总额</b>	<b>5311</b>	<b>5036</b>	<b>3947</b>	<b>4271</b>	<b>5225</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>183721</b>	<b>202701</b>	<b>236260</b>	<b>227082</b>	<b>222166</b>	所得税费用	1407	2184	987	1068	1306
长期借款及应付债券	38945	28010	28010	28010	28010	少数股东损益	163	323	253	274	335
其他长期负债	793	866	866	866	866	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3741</b>	<b>2529</b>	<b>2707</b>	<b>2930</b>	<b>3584</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>39738</b>	<b>28876</b>	<b>28876</b>	<b>28876</b>	<b>28876</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>223459</b>	<b>231577</b>	<b>265136</b>	<b>255958</b>	<b>251042</b>	净利润	3741	2529	2707	2930	3584
少数股东权益	29182	33153	33377	33621	33918	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	23535	25302	27710	30315	33503	折旧摊销	407	486	94	194	269
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>276176</b>	<b>290032</b>	<b>326223</b>	<b>319894</b>	<b>318463</b>	公允价值变动损失	708	3783	3500	2500	1500
						财务费用	1019	540	1004	965	844
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(18165)	19596	(4211)	1546	768
每股收益	1.20	0.81	0.87	0.94	1.15	其它	18522	6256	225	243	298
每股红利	0.25	0.09	0.10	0.10	0.13	<b>经营活动现金流</b>	<b>5214</b>	<b>32650</b>	<b>2315</b>	<b>7414</b>	<b>6419</b>
每股净资产	7.56	8.13	8.91	9.74	10.77	资本开支	0	0	(3000)	(3000)	(1500)
ROIC	4%	5%	7%	6%	6%	其它投资现金流	(73)	(33)	0	0	0
ROE	16%	10%	10%	10%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(24214)</b>	<b>(12314)</b>	<b>(3000)</b>	<b>(3000)</b>	<b>(1500)</b>
毛利率	17%	17%	15%	14%	15%	权益性融资	31	8616	0	0	0
EBIT Margin	12%	12%	11%	10%	10%	负债净变化	10135	(9126)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	11%	10%	10%	支付股利、利息	(778)	(280)	(300)	(324)	(397)
收入增长	9%	70%	14%	-4%	-2%	其它融资现金流	1134	(4511)	1281	(1321)	0
净利润增长率	24%	-32%	7%	8%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>22150</b>	<b>(11967)</b>	<b>981</b>	<b>(1645)</b>	<b>(397)</b>
资产负债率	91%	91%	92%	91%	89%	<b>现金净变动</b>	<b>3186</b>	<b>8376</b>	<b>296</b>	<b>2769</b>	<b>4522</b>
股息率	3.6%	1.3%	1.4%	1.5%	1.9%	货币资金的期初余额	21141	24328	32704	33000	35769
P/E	5.7	8.5	7.9	7.3	6.0	货币资金的期末余额	24328	32704	33000	35769	40291
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	企业自由现金流	0	24990	(778)	4543	5214
EV/EBITDA	45.5	27.6	33.5	35.0	34.8	权益自由现金流	0	11353	(251)	2499	4581

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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提及的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