

公司研究/中报点评

2020年08月27日

房地产/房地产开发 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 4.88
目标价格(元): 5.78

陈慎 SAC No. S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 SAC No. S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

陈莉 SAC No. S0570520070001
研究员 SFC No. BMV473
0755-82766183
chenli2832@htsc.com

林正衡 SAC No. S0570118080076
联系人 021-28972087
linzhengheng@htsc.com

业绩恢复弹性，拓展权益比例改善

滨江集团(002244)

核心观点

公司 8 月 26 日发布半年报，2020H1 实现营收 103 亿元，同比+96%；实现归母净利润 8.7 亿元，同比+40%。公司归母净利润恢复弹性，已售未结货值充沛；杭州项目热销彰显深耕实力，土储质量较高；积极拓展，权益比例改善；评级提升，融资成本下行。我们维持 2020-2022 年 EPS 为 0.68、0.86、1.06 元的盈利预测，目标价 5.78 元，维持“增持”评级。

归母净利润恢复弹性，已售未结货值充沛

2020H1 公司交付大江名筑、平湖万家花城兴和苑、义乌滨江壹品等项目，推动房产销售营收+97%至 100 亿元，毛利率同比+3.2pct 至 37.0%。业绩增速不及营收，主要因为：1、本期结转项目权益比例较低，少数股东损益占比同比+12.7pct 至 44.9%，但较 Q1 明显改善；2、联营企业结转项目减少导致投资收益同比-1.8 亿元。公司扣非归母净利润同比+18%至 7.3 亿元，增速低于归母净利润，主要因为公司持有股票上涨带动公允价值变动收益同比+1.2 亿元。公司未结算预收房款较 2019 年末+24%至 690 亿元，对 2019 年营收覆盖率达到 276%，提升未来业绩增长韧性。

杭州项目热销彰显深耕实力，土储质量较高

2020H1 公司实现销售 547 亿元，同比+6%，权益销售额 265 亿元，权益比例同比+8pct 至 48.5%。根据公司半年报，上半年公司位列杭州房企销售冠军，杭州项目平均中签率仅为 7.87%，充分彰显公司在大本营杭州区域的品牌优势和深耕实力。2020H1 公司可售货值 2700 亿元，杭州占 62%且基本位于核心区域，浙江省内其他城市占 24%，省外已开拓上海、深圳、江苏、江西，货值占 14%，土储质量较高。我们预计公司全年销售金额有望再有提升，并向 TOP30 迈进。

积极拓展，权益比例改善；评级提升，融资成本下行

2020H1 公司新增 20 个土储项目，新增计容建面 314 万平，同比+84%；总价 524 亿元，同比+94%，金额口径拿地强度高达 96%；权益土地款 280 亿元，新增土储货值权益比例同比+9.2pct 至 49.6%；成功进入苏州，并于 7 月首次进入南京。我们预计全年能够完成 30 个项目的拓展目标。积极拓展并未影响财务稳健性，6 月联合信用评级将公司主体信用评级提升至 AAA，2020H1 净负债率 97%，短债覆盖率 176%，今年以来发行的短融、中票、公司债利率分别低至 3.00%、3.85%、4.00%，均创下同品种历史新低，近乎可与头部房企媲美，综合融资成本较 2019 年-0.2pct 至 5.4%。

千亿销售后行稳致远，维持“增持”评级

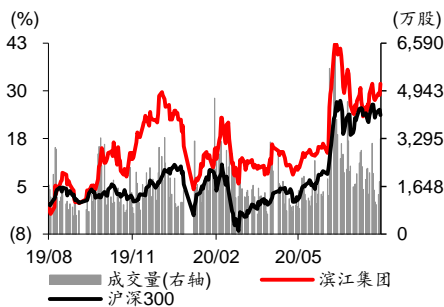
我们维持 20-22 年 EPS 为 0.68、0.86、1.06 元的盈利预测。可比公司 2020 年平均 PE 估值为 6.2 倍（Wind 一致预期），我们认为公司品牌溢价突出，拓展发力未来增长可期，2020 年合理 PE 估值水平为 8.5 倍（前值 6.8-7.2 倍），目标价 5.78 元（前值 4.62-4.90 元），维持“增持”评级。

风险提示：疫情风险；政策风险；区域市场风险；少数股东损益风险。

相关研究

- 1 《滨江集团(002244 SZ,增持): 杭州销售快速复苏, 延续积极拓展》2020.04
- 2 《滨江集团(002244 SZ,增持): 如期迈过千亿, 目标行稳致远》2020.04
- 3 《滨江集团(002244 SZ,增持): 规模首破千亿, 融资成本创新低》2020.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,111
流通 A 股 (百万股)	2,692
52 周内股价区间 (元)	3.71-5.28
总市值 (百万元)	15,184
总资产 (百万元)	151,817
每股净资产 (元)	5.47

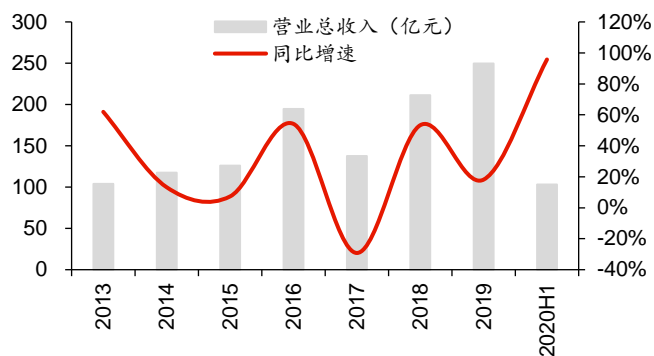
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	21,115	24,955	30,854	37,875	45,387
+/-%	53.30	18.18	23.64	22.76	19.83
归属母公司净利润 (百万元)	1,217	1,631	2,117	2,674	3,307
+/-%	(28.89)	34.03	29.76	26.31	23.69
EPS (元, 最新摊薄)	0.39	0.52	0.68	0.86	1.06
PE (倍)	12.48	9.31	7.17	5.68	4.59

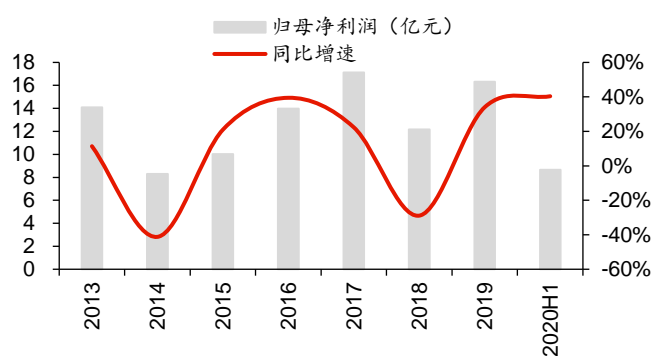
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营收和同比增速



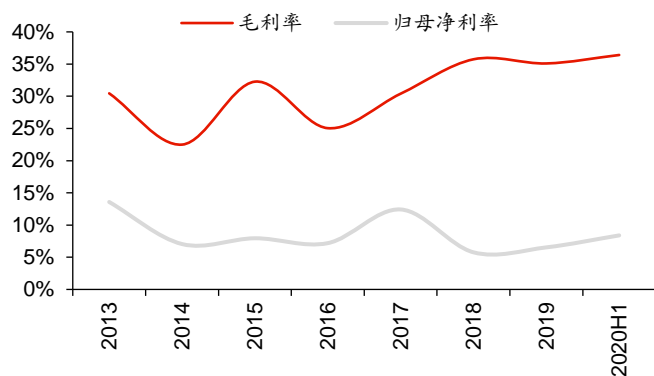
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润和同比增速



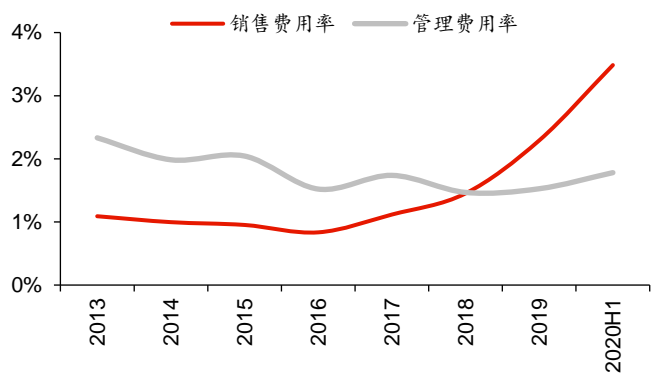
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司毛利率和归母净利率



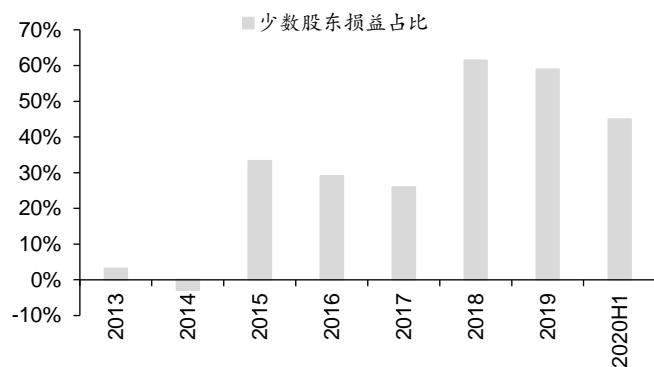
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司销售费用率和管理费用率 (不含研发费用)



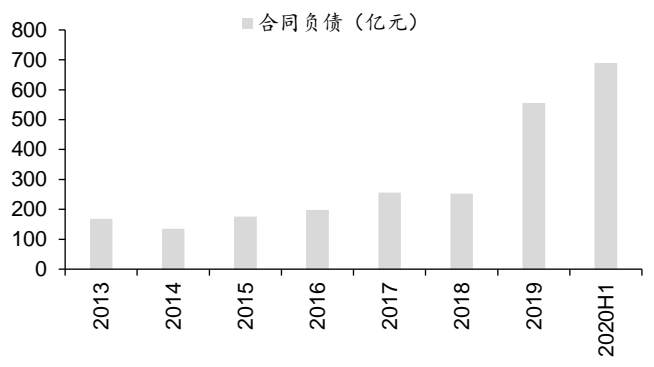
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 公司少数股东损益占比



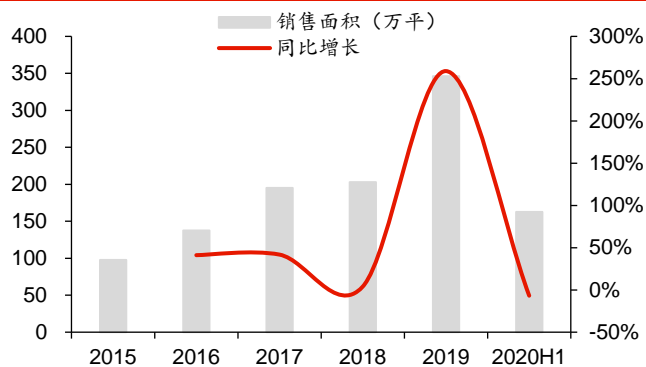
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 公司合同负债 (2019年及之前为预收账款)



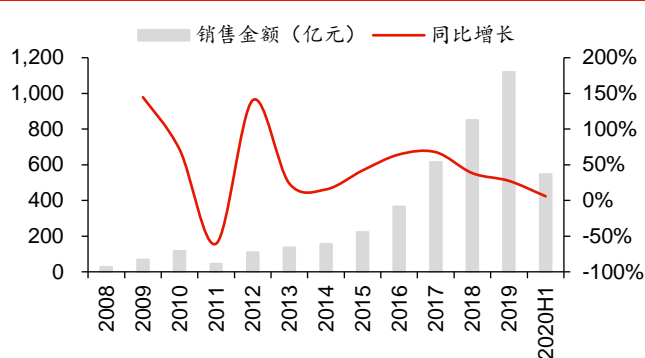
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 公司销售面积和同比增速



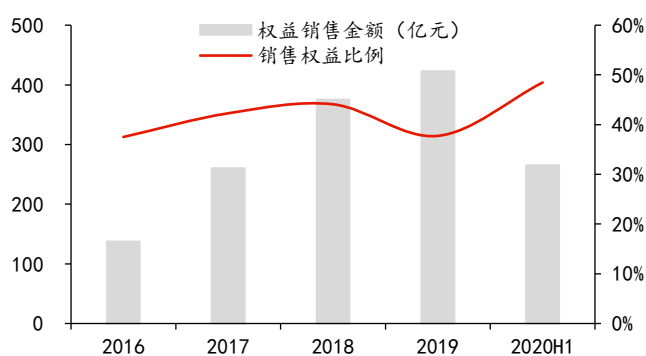
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 公司销售金额和同比增速



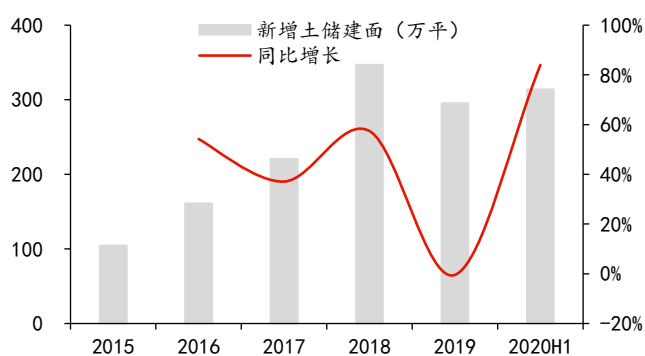
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 公司权益销售金额和权益比例



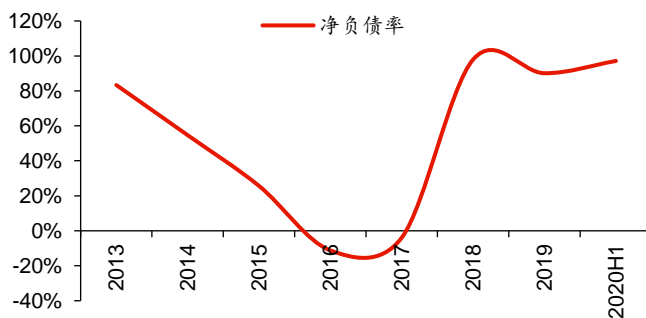
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10: 公司新增土储建面和同比增速



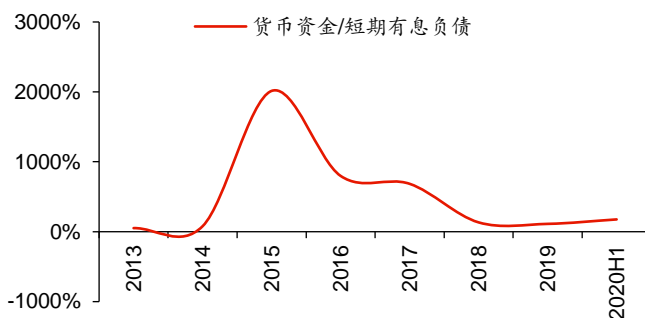
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表11: 公司净负债率 (永续债调整后)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表12: 公司货币资金/短期有息负债



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 可比公司估值表

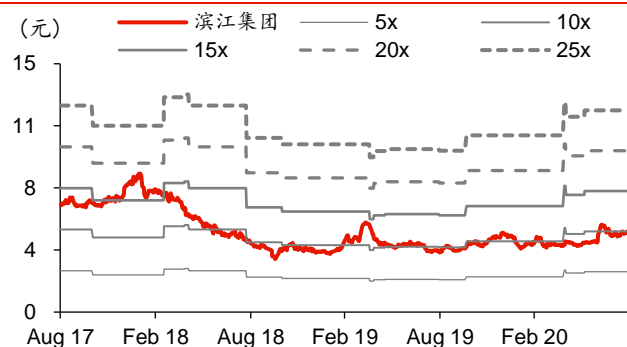
彭博代码	股票名称	华泰评级	目标价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				P/E (倍)			
					2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000961 CH	中南建设	买入	13.09	369.65	1.12	1.89	2.43	2.90	8.88	5.17	4.03	3.37
000671 CH	阳光城	无评级	-	285.39	0.91	1.31	1.67	1.99	7.10	5.33	4.18	3.50
000656 CH	金科股份	-	-	576.69	1.05	1.34	1.65	1.98	10.16	8.08	6.56	5.46
	平均								8.71	6.19	4.92	4.11

注: 评级和目标价来自华泰证券研究所, 盈利预测来自 Wind 一致预期, 统计时间为 2020 年 8 月 26 日

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

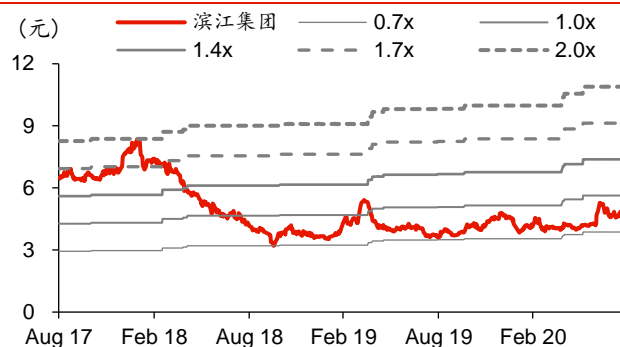
PE/PB - Bands

图表14: 滨江集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表15: 滨江集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

疫情发展不确定性: 海外疫情蔓延、国内疫情反复、病毒变异的可能等因素使得疫情发展存在不确定性。

行业政策风险: 宏观流动性政策的变化,“一城一策”落地的节奏、范围、力度,房地产融资政策的节奏、范围、力度,房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

受杭州及长三角区域市场影响较大: 截至2019年末,杭州占存量货值的62%,浙江省内其他城市占存量货值的24%。公司重点布局杭州及浙江省,若区域市场表现不佳,公司房地产开发业务受影响程度可能较大。

少数股东损益可能稀释归母净利润: 公司近年来新增土储、销售权益比例未超过50%;根据年报,2019年末项目表计容建面权益比例为59%。公司已售未结算、未售股权合作项目仍然较多,未来少数股东损益占净利润的比例可能仍然较高,或将稀释归母净利润。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	80,666	119,654	142,442	163,888	184,909
现金	7,190	12,017	20,057	29,390	33,767
应收账款	306.77	461.24	488.34	677.33	719.51
其他应收账款	15,430	18,319	23,409	27,815	33,568
预付账款	39.11	49.54	60.07	74.49	86.75
存货	53,514	84,494	93,095	99,385	108,924
其他流动资产	4,186	4,314	5,333	6,546	7,844
非流动资产	6,886	9,972	12,201	14,612	17,086
长期投资	1,532	2,570	3,848	5,150	6,478
固定投资	221.35	587.98	519.40	440.87	339.41
无形资产	139.85	151.26	150.63	151.75	154.86
其他非流动资产	4,994	6,662	7,682	8,869	10,113
资产总计	87,552	129,625	154,643	178,499	201,995
流动负债	46,953	85,144	101,817	118,025	134,596
短期借款	1,260	601.28	661.41	727.55	800.31
应付账款	2,618	3,167	4,065	4,873	5,916
其他流动负债	43,075	81,376	97,091	112,424	127,880
非流动负债	21,285	22,069	25,902	27,759	27,628
长期借款	20,735	21,505	25,204	26,903	26,602
其他非流动负债	549.85	564.22	697.61	856.36	1,026
负债合计	68,238	107,213	127,719	145,784	162,224
少数股东权益	4,053	5,845	8,651	12,054	16,096
股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
资本公积	2,309	2,198	2,198	2,198	2,198
留存公积	9,788	11,248	14,940	19,497	25,009
归属母公司股东权益	15,261	16,567	18,273	20,662	23,675
负债和股东权益	87,552	129,625	154,643	178,499	201,995

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(13,940)	2,621	8,251	8,454	5,524
净利润	3,152	3,973	4,923	6,076	7,349
折旧摊销	118.57	216.76	211.17	257.83	314.63
财务费用	657.10	900.92	835.18	887.88	858.45
投资损失	105.43	(304.14)	(325.87)	(349.78)	(376.07)
营运资金变动	(18,473)	(1,752)	2,967	2,008	(2,166)
其他经营现金	499.30	(413.85)	(359.07)	(426.58)	(456.09)
投资活动现金	(7,442)	(979.86)	(1,733)	(1,869)	(1,933)
资本支出	27.04	27.53	241.95	270.97	288.48
长期投资	(1,019)	122.85	(1,278)	(1,302)	(1,328)
其他投资现金	(8,434)	(829.47)	(2,769)	(2,900)	(2,973)
筹资活动现金	18,947	3,179	1,522	2,748	785.99
短期借款	793.33	(658.72)	60.13	66.14	72.76
长期借款	13,184	769.94	3,699	1,699	(301.03)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(25.62)	(110.45)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	4,995	3,178	(2,237)	982.93	1,014
现金净增加额	(2,391)	4,834	8,040	9,333	4,377

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	21,115	24,955	30,854	37,875	45,387
营业成本	13,568	16,196	20,245	25,022	30,205
营业税金及附加	1,125	1,839	2,160	2,538	2,905
营业费用	306.57	571.74	706.91	867.77	1,040
管理费用	309.79	380.77	470.78	577.92	692.53
财务费用	657.10	900.92	835.18	887.88	858.45
资产减值损失	(807.96)	0.00	(100.00)	(100.00)	(100.00)
公允价值变动收益	0.00	24.70	24.70	24.70	24.70
投资净收益	(105.43)	304.14	325.87	349.78	376.07
营业利润	4,246	5,419	6,710	8,279	10,010
营业外收入	10.52	4.79	4.79	4.79	4.79
营业外支出	15.18	20.19	20.19	20.19	20.19
利润总额	4,241	5,403	6,695	8,264	9,995
所得税	1,089	1,430	1,772	2,187	2,646
净利润	3,152	3,973	4,923	6,076	7,349
少数股东损益	1,935	2,342	2,806	3,403	4,042
归属母公司净利润	1,217	1,631	2,117	2,674	3,307
EBITDA	5,520	6,738	7,958	9,627	11,385
EPS (元, 基本)	0.39	0.52	0.68	0.86	1.06

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	53.30	18.18	23.64	22.76	19.83
营业利润	44.19	27.61	23.83	23.38	20.91
归属母公司净利润	(28.89)	34.03	29.76	26.31	23.69
获利能力 (%)					
毛利率	35.74	35.10	34.38	33.93	33.45
净利率	14.93	15.92	15.95	16.04	16.19
ROE	16.32	17.73	18.28	18.57	18.48
ROIC	14.65	17.80	26.46	41.66	54.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	77.94	82.71	82.59	81.67	80.31
净负债比率 (%)	91.51	80.62	47.52	22.57	12.43
流动比率	1.72	1.41	1.40	1.39	1.37
速动比率	0.49	0.36	0.43	0.49	0.51
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.23	0.22	0.23	0.24
应收账款周转率	80.38	64.98	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	5.42	5.60	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.52	0.68	0.86	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	(5.56)	1.23	2.65	2.72	1.78
每股净资产(最新摊薄)	4.90	5.32	5.87	6.64	7.61
估值比率					
PE (倍)	12.48	9.31	7.17	5.68	4.59
PB (倍)	0.99	0.92	0.83	0.73	0.64
EV_EBITDA (倍)	6.69	5.80	4.60	3.60	3.18

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、陈莉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、陈莉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com