

中报点评 28 | 滨江集团：扩张积极，杠杆提升但偿还压力不大

【半年目标完成率 55%，销售权益比升至 48.5%】上半年滨江实现销售金额 547 亿元，同比增长 5.86%，销售增速明显高于 TOP30 的平均水平，主要得益于合作开发撬动和品牌溢价保障去化。2020 年中期，滨江完成全年销售千亿目标的 55%，销售权益比较同比大幅提升 8 个百分点至 48.5%。

【加大扩张力度，外拓步伐有待加快】上半年滨江投拓非常积极，拿地销售比 0.96，权益拿地销售比 1.06，远高于 TOP30 均值。期内，按建面计算的对应拿地权益占比 47.9%，未来应适当提升权益比来保障后续权益利润结转。至 2020 年上半年，滨江土储总建面 1262 万平，总可售货值 2700 亿元，未来还需积极扩充土储，并加强省外布局，平衡区域风险。

【业绩稳步释放，小股操盘稀释归母净利】期内，杭州大江名筑、万家花城兴和苑、义乌滨江壹品三个项目交付结转，实现开发收入 100.42 亿元，同比大幅增长 101.58%，结转速度较快，预售房款/2019 年开发收入 2.85 倍，已售未结资源充裕保障后续结转。期内滨江毛利优于净利指标，主要是合联营和金融产品投资收益较去年同期减少，以及坏账计提增加所致。若扣除对格力地产的股票投资收益，滨江实现归母净利 7.5 亿元，同比增长 21.75%，对应归母净利率为 7.47%，未来仍需适当提升权益比来保证高质增长。

【债务结构持续优化，偿债压力不大】滨江融资加权利率 5.4%，融资结构持续优化，融资渠道以低息的银行信贷为主，占比持续提升至 70.58%。上半年滨江拿地非常积极，筹资相对活跃，有息债务规模增势不减，导致期末净负债率 95.6%，超出

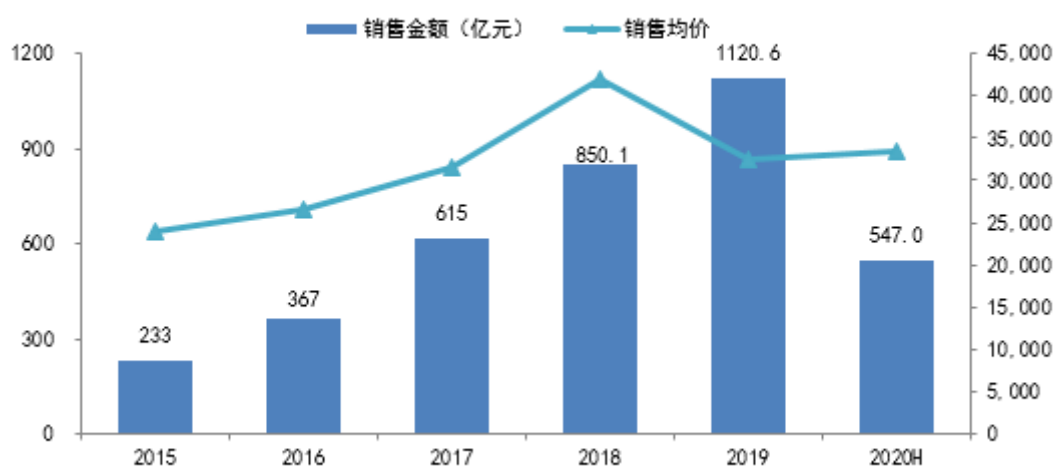
行业平均水平。滨江尚未使用授信额度合计 500.34 亿元，对有息负债规模覆盖 1.31，现金短债比和长短债务比持续改善至 1.79 和 3.17，债务结构安全，偿债压力不大。

1 销售

半年目标完成率 55%
销售权益比升至 48.5%

2020 年上半年，滨江集团实现合同销售金额 547 亿元，同比增长 5.86%，增速明显高于 TOP30 的平均销售金额增速-1.3%，目标完成率达 54.7%，主要归因 1) 持续推进小股操盘模式，通过合作开发以撬动规模提速，上半年公布的 39 个主要并表的销售项目中有 11 个项目权益比低于 50%，期内销售权益比 48.5%；2) 品牌溢价保障去化，滨江品牌在浙江省内颇受认可，期内在杭项目的平均中签率仅 7.87%，明显低于周边同期开盘的竞品，此外 5 月首开的湖畔春晓首开当日去化 8 成。

图：2015-2020 年中期滨江集团合约销售及销售均价

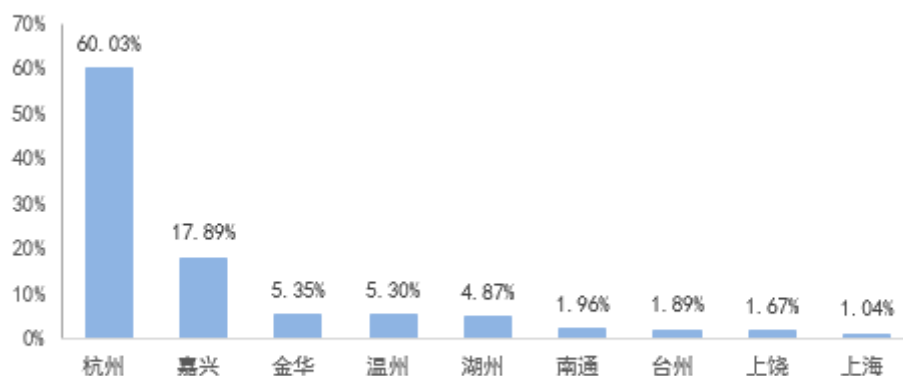


数据来源：企业业绩公告、CRIC

滨江销售主要集中在杭州，向外扩张步伐有待加快。根据滨江披露的主要并表销售项目，2020 年上半年杭州贡献 60.03% 的销售份额，浙江省内其他城市销售额占比 35.3%，

而省外区域南通、上饶和上海分别占比 1.96%、1.67%和 1.04%，对销售贡献较小。深耕区域、聚焦核心城市群为滨江提高重点城市市场份额、创造价值收益的同时，需警惕局部市场及政策波动加剧风险的可能，未来需加强省外布局，优化区域结构以平衡风险。另外，据监测数据显示，2020 年中期滨江集团销售均价为 32,427 元/平方米，同比增加 12.82%，主要由于期内杭州房价稳中有升，杭州对滨江销售贡献提升，尤其是杭州非主城区部分非限价高端盘相继入市所致。

图：2020 年中期滨江集团主要并表的销售项目区域分布（按金额）



数据来源：企业业绩公告、CRIC

2020 年，滨江将继续保持 1000 亿元以上销售规模，上半年已完成销售目标的 54.7%，叠加普遍下半年就属推货、销售旺季，而滨江推货又均以长三角高能级城市为主，全年销售目标完成压力不大。

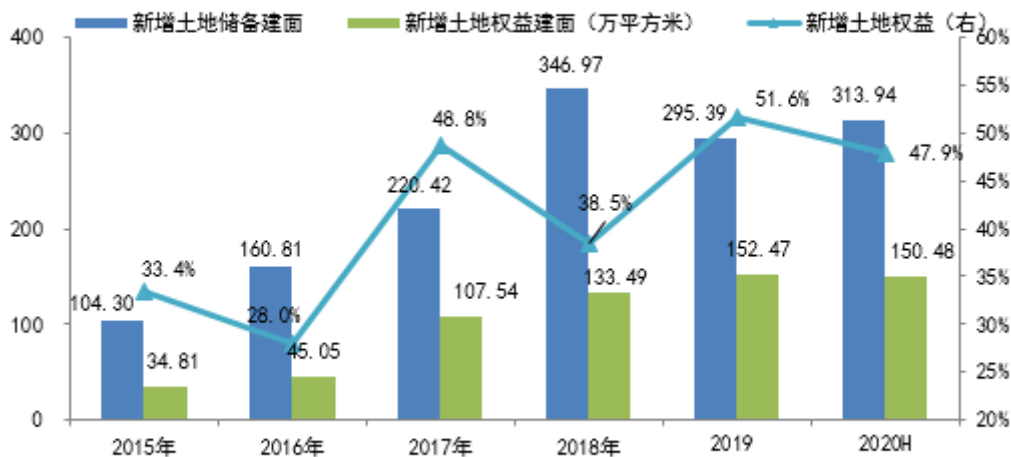
2 投资

加大扩张力度
外拓步伐有待加快

千亿目标下的滨江处于规模快速扩张阶段，2020 年上半年滨江投拓非常积极，采取多元化投拓渠道，加大收并购力度，期内并购新增建面占比大幅提升至 41.4%。2020 年中期，滨江新增土储总建面 313.94 万平，同比增幅高达 83.9%；土地成交总价为 523.93 亿元，同比大幅 94%，权益地价支出 280.4 亿元，拿地销售比 0.96，同比提升 44 个百分点，远高于同梯队 TOP30 均值 0.36，权益拿地销售比 1.06，扩张态势积极。

按建面计算，上半年对应拿地权益比 47.9%，较 2019 年略下滑 3.7 个百分点，权益比相对较低。滨江依靠小股操盘撬动规模提速，但迈入千亿梯队后，为保持高质量增长，滨江适当提升拿地权益比，以提前锁定未来入账的权益盈利空间。

图：2015-2020 年中期滨江集团新增土储情况

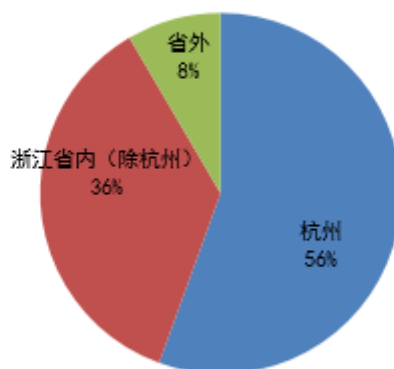


数据来源：企业业绩公告、CRIC

滨江坚持以“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”的核心城市圈深耕战略。2015 年首入上海，2016 年首入深圳，2018 年首进上饶，在深圳、上海旧改项目碰壁后，滨江再次聚焦浙江本地市场。2020 年上半年新增土储主要集中浙江省内，其中杭州新增土储建面占比达 78.95%，省内嘉兴和宁波占比约 12.82%，并且新进入苏州市场，苏州拿地建面占比 8.23%。滨江持续深耕杭州及其周边重点城市群，以发挥浙江省内区域深耕优势，但未来还是要加强浙江省外拓步伐，来平衡区域风险。

截至 2020 年上半年，滨江土地储备总建面达 1262 万平，总可售货值约 2700 亿元，可保障未来 2 年左右的发展需求，其中待开发建面占比 19.3%，滨江应该继续把握拿地窗口期积极补充优质土储。土储建面区域分布上，滨江深耕浙江省内，杭州占比 56%，较 2019 年底提升 9 个百分点，浙江省内（除杭州）占比 36%，浙江省外占比 8%。

图：2020 年中期滨江土储分布详情（单位：万平，%）



数据来源：企业业绩公告、CRIC

3 盈利

业绩稳步释放
小股操盘稀释归母净利

2020 年中期，滨江实现营业总收入 103.07 亿元，同比增长 95.74%；杭州大江名筑、万家花城兴和苑、义乌滨江壹品等项目相继交付结转，实现开发结转收入 100.42 亿元，同比大幅增长 101.58%，结转建面约 50 万平，结算业绩稳步释放。此外，滨江加强回款管控，预收房款较期初增长 24%至 689.5 亿元，对 2019 全年的地产结转收入覆盖倍数 2.85 倍，已售未结并表资源充裕，且 2020 年下半年将陆续交付 11 个项目，为后续结转提供有力保障。

滨江实现毛利润 37.53 亿元，同比增长 100.49%，综合毛利率为 36.41%，同比增长 0.86pct；期内实现净利润为 15.71 亿元，同比增加 72.94%，净利率 15.24%，同比减少 2.01 个百分点。毛利优于净利指标，主要是合联营和金融产品投资收益较去年同期减少，以及坏账计提增加所致。2020 年上半年，滨江实现归母净利 8.65 亿元，若扣除其他非流动金融资产（对格力地产的股票投资）的公允价值变动，调整后的归母净利 7.5 亿元，同比增长 21.75%，对应归母净利率为 7.23%，同比减少 4.47 个百分点，低于行业平均水平，主要是合作和小股操盘比例较高，未来需适当提升权益比来保证高质量增长。

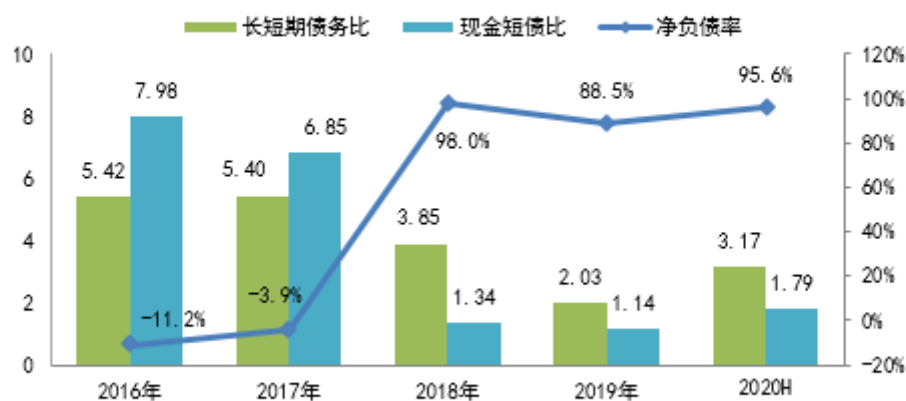
4 债务

债务结构持续优化 偿债压力不大

截至 2020 年上半年末，滨江融资加权平均利率 5.4%，较年初降低 0.2 个百分点。融资成本持续下行，主要得益于滨江不断改善融资结构，有息负债余额较期初增长 20.37% 至 383.52 亿元，其中以低息的银行信贷为主，占比持续提升至 70.58%，而中票和信用债占比分别约 14.6% 和 14.82%。滨江持续优化融资渠道，叠加 2020 年经济下行压力大，货币政策有望适度放松，市场利率下行通道打开，年初至今（8 月 24 日）滨江新发行的债券利率加权成本仅为 3.76%，已接近央企融资利率水平。

上半年滨江拿地非常积极，筹资相对活跃，有息债务规模增势不减，导致期末**净负债率 95.6%**，较期初增加 7.1 个百分点，高于行业均值。期内，滨江加快回款速度，销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 28.85% 至 243.94 亿元，持有现金 164.2 亿元，较期初增长 36.64%，现金短债比为 1.79，长短债务比为 3.17，短期偿债压力不大，债务结构安全。另外，滨江**未使用授信额度充裕**，备用流动性较强。截至 2020 年中期，滨江未使用银行信贷授信额度为 416.84 亿元，而已获批尚未发行的公司债、短融和中票额度分别为 21、34 和 28.5 亿元。目前在手尚未使用额度合计 500.34 亿元，对有息负债规模覆盖 1.31，偿债压力不大。

图：2016-2020 年中期滨江集团偿债指标



数据来源：企业业绩公告、CRIC

附表：2018-2020 年中期滨江集团财务指标

指标分类	指标体系	2018	2019	2019H	2020H	同比/变动
规模性指标	全口径销售金额（亿元）	850.1	1120.6	516.7	547.0	5.86%
	销售结转收入（亿元）	202.7	242.2	49.8	100.4	101.58%
	新增土储建面（万平）	346.97	295.39	170.67	313.94	83.95%
	拿地销售比	0.58	0.45	0.52	0.96	+43.53pct
盈利性指标	毛利润	75.48	87.59	18.72	37.53	100.49%
	净利润	31.52	39.73	9.08	15.71	72.94%
	归母净利润	12.17	16.31	6.16	8.65	40.38%
	扣非归母净利润	12.19	16.03	6.13	7.26	18.40%
	毛利率	35.74%	35.10%	35.55%	36.41%	+0.86pct
	净利率	14.93%	15.92%	17.25%	15.24%	-2.01pct
	归母净利率	5.76%	6.54%	11.70%	8.39%	-3.31pct
	扣非归母净利率	5.77%	6.42%	11.64%	7.04%	-4.6pct
抗风险指标	每股基本盈利（元）	0.39	0.52	0.2	0.28	40.00%
	现金（亿元）	71.90	120.17	121.03	164.20	35.67%
	现金短债比	1.34	1.14	1.22	1.79	46.47%
	长短期债务比	3.85	2.03	1.89	3.17	67.46%
	净负债率	97.99%	88.54%	81.49%	95.63%	+14.13pct
运营效率指标	平均借贷利率	5.80%	5.60%	5.60%	5.40%	-0.2pct
	ROA	4.27%	3.66%	0.93%	1.12%	+0.19pct
	ROE（平均）	8.24%	10.25%	3.98%	5.15%	+1.17pct
	资产杠杆率	453.30%	578.37%	635.47%	661.95%	+26.48pct
	营销及管理费用率	0.70%	1.13%	1.01%	1.34%	+0.33pct

注：销管费用率=销售及管理费用/期内操盘金额；资产杠杆率=总资产/净资产；核心归母净利等同于披露的扣非归母净利。

数据来源：企业业绩报、CRIC 研究中心整理