

## 年报点评 47 | 滨江集团：千亿之后，盈利持续向好

**【首破千亿，人均效能稳步提升】** 2019 年滨江实现销售金额 1120.6 亿元，销售增速明显高于 TOP30 的平均水平，一方面在于合作撬动，一方面则是得益于人均效能稳步提升，人均销售额贡献约 1.26 亿元，同比增长 5.4%。2020 年滨江将继续保持 1000 亿元以上销售规模。

**【重仓浙江，2020 年新增货值不少于 2500 亿元】** 2019 年滨江拿地相对积极，全年新增土储建面 295.39 万平，权益建面占比提升至 51.6%，以提前锁定集团应占的盈利空间。2019 年底滨江土地储备可售货值约 2500 亿元，未来还需进一步扩充土储，同时加强省外布局，改善土储结构。2020 年，滨江计划新增 30 幅地块，新增货值不少于 2500 亿元。

**【盈利稳健，小股操盘稀释归母净利】** 2019 年滨江实现地产开发结转收入 242.2 亿元，同比增长 19.5%。受合联营贡献逐渐加大影响，集团净利润增速明显优于毛利。小股操盘和合作开发比例过高，导致滨江少数股东损益占比过高，从而稀释了归母净利，2019 年归母净利率为 6.54%，低于行业平均水平。

**【融资渠道优化助推利率下行】** 2019 年滨江融资成本 5.6%，融资成本持续下行，主要是其不断改善融资（渠道）结构。滨江总有息负债以银行信贷为主，占比约 64.67%，以信用债为辅。2020 年，滨江计划加权融资利率再下降 0.2pct。期末滨江持有现金 120.17 亿元，净负债率 88.5%，现金短债比为 1.14，短期偿债压力不大，债务结构安全。

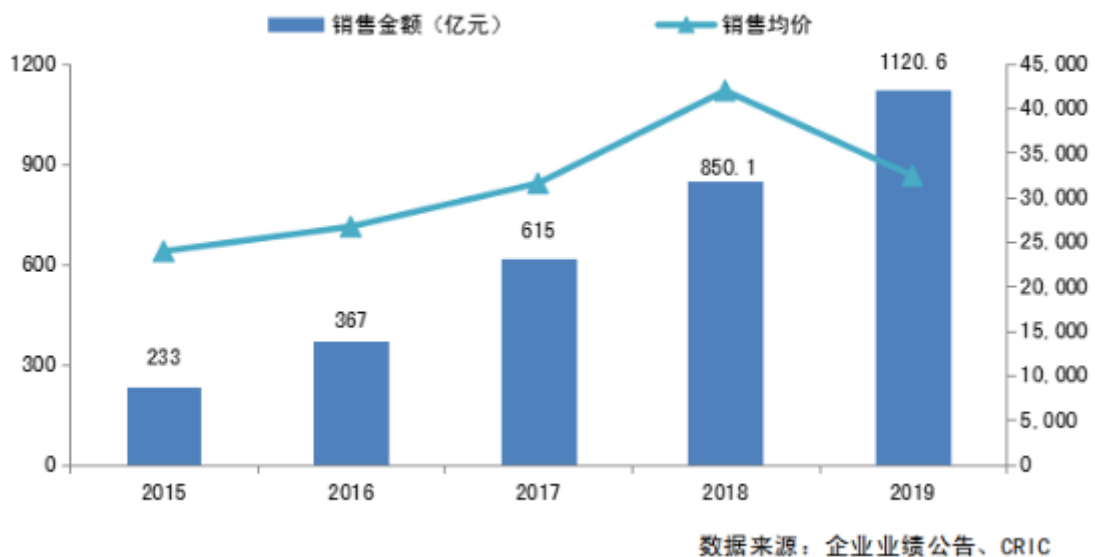
### 1 销售

首破千亿  
人均效能稳步提升

2019 年，滨江集团实现合同销售金额 1120.6 亿元，同比增长 31.8%，增速明显高于 TOP30 的平均销售金额增速 14.37%，目标完成率达 112.1%，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增长。2) 管理效率稳步提升，如果按房地产板块员工 889 人计，2019 年滨江人均销售额贡献约 1.26 亿元，同比增长 5.4%。

据监测数据显示，2019 年滨江集团销售均价为 32,383 元/平方米，同比大幅减少 22.7%，主要是因为杭州销售贡献下滑，浙江省内其他城市销售占比上升所致。2019 年杭州地区销售额占比约为 61.25%，同比下降 12.44 个百分点。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。

**图： 2015-2019 年滨江集团合约销售及销售均价**



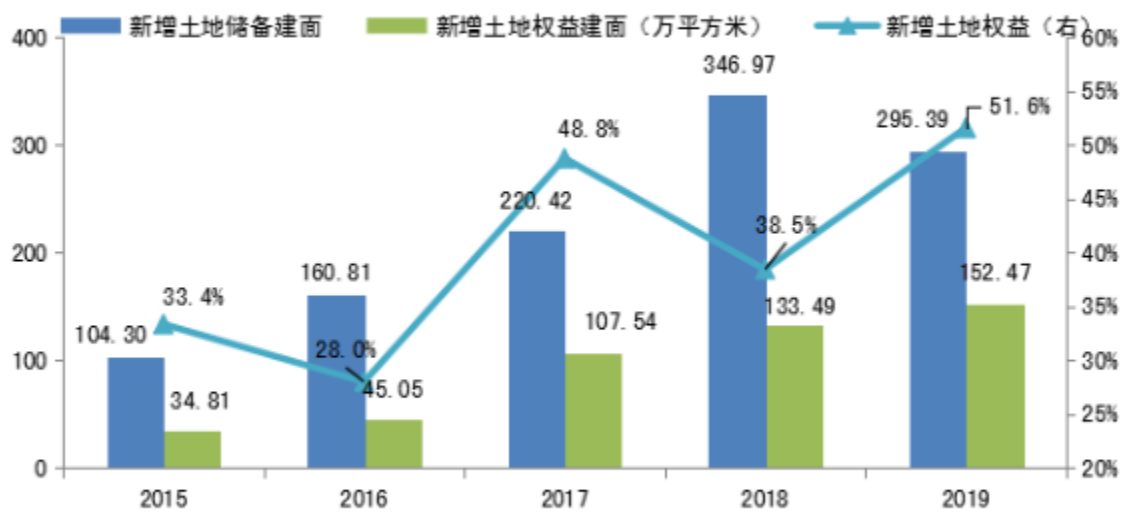
2020 年，滨江将继续保持 1000 亿元以上销售规模，一季度滨江已累计完成销售额 156.23 亿元，叠加原本一季度就属推货、销售淡季，而滨江推货又均以长三角等疫情控制较好的高能级城市为主，预期 4 月能恢复到正常水平。

## 2 投资

## 重仓浙江 2020 年新增货值不少于 2500 亿元

2019 年滨江投资相对积极，年内加大招拍挂和收并购力度，共新增 28 个项目，其中有 5 个是并购项目。2019 年，滨江新增土储建面 295.39 万平方米，同比减少 14.9%；土地成交总价为 503.71 亿元，同比微增 1.5%，拿地销售比 0.45，同比下降 13.4pct，但仍高于同梯队 TOP30 平均值 0.32。按建面计算，2019 全年对应拿地权益比为 51.6%，同比大幅提升 13.1pct。出于规模扩张的诉求，滨江之前依靠小股操盘等合作开发模式以撬动规模增长，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，以期提前锁定未来归属于母公司的盈利空间。

图：2015-2019 年滨江集团新增土储情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

滨江始终坚持“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，2019 年新增土储则都集中在浙江省内。其中杭州地区新增土储建面占比达 53.71%，浙江省内其他城市占比约 46.29%，这当中不乏有金华、台州、温州等可承接外溢效应的三四线。滨江持续深耕杭州及其周边重点三四

线城市，以巩固浙江省内区域优势，但未来还需加强省外布局，平衡发展。2020 年，滨江计划新增 30 幅地块，新增货值不少于 2500 亿元。

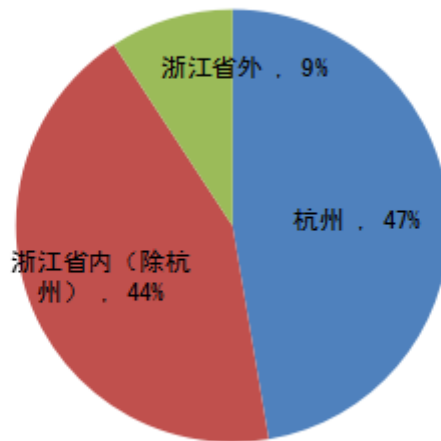
**图：19 年滨江拿地建面区域分布**

城市	新增总建面 (万平)	占比	新增权益建 面(万平)	权益比 (按建面)
杭州	158.65	53.71%	80.68	50.85%
湖州	10.04	3.40%	10.04	100.00%
嘉兴	6.45	2.18%	3.22	50.00%
金华	57.35	19.42%	27.60	48.13%
台州	33.94	11.49%	16.44	48.45%
温州	28.96	9.80%	14.48	50.00%
合计	<b>295.39</b>	<b>100%</b>	<b>152.47</b>	<b>51.62%</b>

数据来源：企业业绩公告、CRIC

截至 2019 年底，滨江土地储备总可售货值约 2500 亿元，可保障未来 2 年左右的发展需求，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，滨江持续深耕浙江省内，杭州占比 47.32%，浙江省内（除杭州）占比 43.46%，浙江省外占比 9.22%。

**图：2019 年滨江土储分布详情（单位：万平，%）**

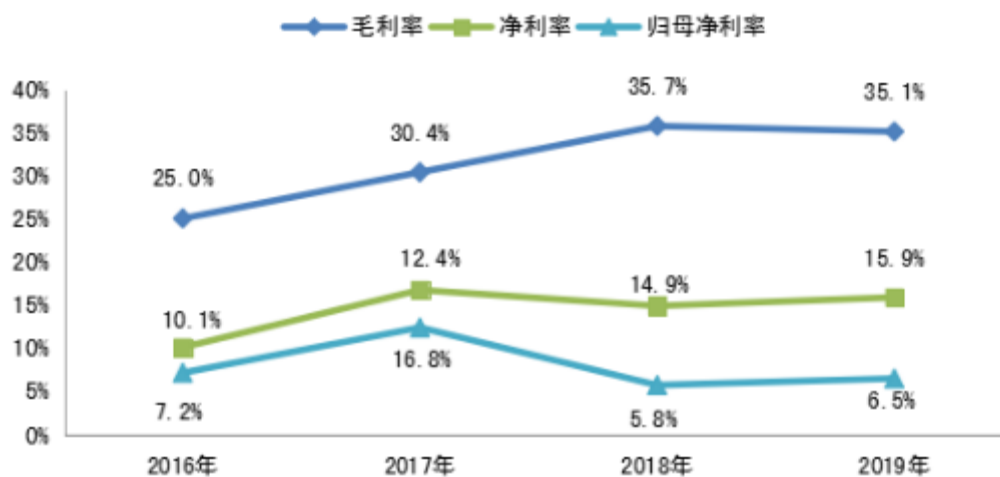


数据来源：企业业绩公告、CRIC

## 盈利稳健 小股操盘稀释归母净利

2019年，滨江实现营业总收入249.55亿元，同比增长18.18%，其中地产开发结转收入242.2亿元，同比增长19.5%。此外，滨江加快回款回笼速度，并表的预收账款中购房款余额同比增长120.7%至555.41亿元，已售未结资源充裕，可覆盖当期地产结转收入2.3倍。滨江实现毛利润87.59亿元，同比增长16.05%，综合毛利率为35.1%，同比略减0.65pct；期内实现净利润为39.73亿元，同比增加26.04%，净利率15.92%，同比增加0.99pct。净利优于毛利指标，主要得益于联合营项目对净利贡献大幅提升，2019年滨江实现联合营投资收益由亏转盈，约2.17亿元，占利润总额的4.02%。2019年，少数股东损益占比同比减少2.45pct至58.94%，归母净利同比上升34.03%至16.31亿元，归母净利率为6.54%，低于行业平均水平，主要是合作和小股操盘比例较高。

图：2016-2019年滨江集团盈利指标



数据来源：企业业绩公告、CRIC

2019年末，滨江适当提升派息比例，拟每10股派现金红利1.32元（含税），预计现金分红金额（含税）达4.11亿元，同比增长20%，占归母净利的25.18%，较2018年大幅提升9.84pct。若以4月24日滨江股价计算，对应股息率3.2%。

## 4 偿债



### 融资渠道优化 助推成本下行



2019 年滨江融资加权利率 5.6%，同比降低 0.2pct。融资成本持续下行，主要得益于滨江不断改善融资（渠道）结构，2019 年有息负债余额同比增长 22%至 318.61 亿元，以银行信贷为主，占比约 64.67%，以信用债为辅，中票、公司债和短融分别占比约 18.83%、8.34% 和 8.16%。2020 年，受货币政策放松，市场利率下行通道打开，滨江计划融资利率再争取下降 0.2pct，年初至今 5 次发债利率加权成本仅为 3.72%，已接近央企融资利率水平。滨江未使用授信额度充裕，备用流动性较强。截至 2019 年底，滨江未使用银行信贷授信额度为 231 亿元，而已获批尚未发行的公司债、短融和中票额度分别为 27、21 和 17 亿元。

2019 年，滨江净负债率 88.5%，虽较期初减少 9.44pct，财务安全边际进一步提升。杠杆率下行，一方面得益于滨江持续推进小股操盘模式，期内少数股东权益占比同比提升 5.09pct 至 26.08%，带动净资产同比增长 16.04%；另一方面得益于期内加快回款速度，持有现金同比大幅提升 67.14%至 120.17 亿元，带动净借贷(总有息-现金)仅同比增长 4.9%。至 2019 年底，滨江现金短债比为 1.14，长短债务比为 2.03，短期偿债压力不大，债务结构安全。

图：2016-2019年滨江集团偿债指标



数据来源：企业业绩公告、CRIC

附表 1：2019年8月-2020年2月滨江集团券商估值

券商名称	日期	目标价
中金证券	2019年12月	5.34
华泰证券	2019年10月	4.85-5.1
中金证券	2019年10月	4.48
东北证券	2019年10月	5.2
华泰证券	2019年8月	4.09-4.3
中金证券	2019年8月	4.25
东方证券	2019年8月	6

数据来源：公司通讯，CRIC整理

附表 2：2017-2019 年滨江集团财务指标

指标分类	指标体系	2017	2018	2019	同比/变动
规模性指标	全口径销售金额 (亿元)	615.0	850.1	1120.6	31.82%
	销售结转收入 (亿元)	131.0	202.7	242.2	19.50%
	新增土储建面 (万平)	220.42	346.97	295.39	-14.87%
	拿地销售比	0.57	0.58	0.45	-13.45pct
盈利性指标	毛利润	41.87	75.48	87.59	16.05%
	净利润	23.10	31.52	39.73	26.04%
	归母净利润	17.11	12.17	16.31	34.03%
	核心归母净利润	12.73	12.19	16.03	31.51%
	毛利率	30.40%	35.74%	35.10%	-0.65pct
	净利率	16.77%	14.93%	15.92%	+0.99pct
	归母净利率	12.43%	5.76%	6.54%	+0.77pct
	核心归母净利率	9.24%	5.77%	6.42%	+0.65pct
抗风险指标	每股基本盈利 (元)	0.55	0.39	0.52	33.33%
	现金 (亿元)	95.81	71.90	120.17	67.14%
	现金短债比	6.85	1.34	1.14	-14.56%
	长短期债务比	5.40	3.85	2.03	-47.40%
	净负债率	-3.87%	97.99%	88.54%	-9.44pct
运营效率指标	平均借贷利率	5.05%	5.80%	5.60%	-0.2pct
	ROA	12.64%	8.26%	10.22%	+1.96pct
	ROE	4.21%	4.27%	3.66%	-0.61pct
	股东权益回报率	12.64%	8.24%	10.25%	+2.01pct
	资产杠杆率	368.23%	453.30%	578.37%	+125.07pct
	营销及管理费用率	0.60%	0.70%	1.13%	+0.43pct

注：股东权益回报率=归母净利润/期内平均归母权益；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；核心归母净利润等同于企业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