

金地集团 (600383.SH)

困境反转：从“活下去”到“谋永续”

- **序言：**凭借公司自身努力及股东、金融机构等支持，作为混合所有制企业，金地集团或是本轮周期中第一家实现“困境反转”的房企。25 年 2 月 23 日到期中票全额兑付这一节点性事件，或意味着公司迎来流动性压力的“拐点”，站在更高维度，这一事件无论对公司还是房地产行业均是重要里程碑。本文希望通过回顾公司过去几年“断臂求生”的过程，记录下这一行业标志性事件，并帮助投资者深度挖掘公司投资价值，同时加深对永续经营假设在估值体系中重要性的理解。
- **债务压力变化分析：**（1）整体来看，公司相较行业较低的总杠杆水平与公司过去一贯稳健特征相吻合，也是公司走出流动性压力的重要前提；过去较短账期带来的流动性调节空间以及稳定的银行借款余额或有效缓解公开债净偿还对公司流动性的影响；（2）公开债方面，公司已持续通过资产处置和外部融资顺利渡过 23、24 两年偿付高峰期，今年（25 年）2 月份中票兑付后公司剩余公开债到期规模仅 11 亿元人民币，流动性压力或显著下降。
- **经营变化分析：**（1）销售方面，在行业下行背景下，公司全口径销售金额自 22 年起持续收缩，尽管 23、24 年公司销售下滑幅度大于百强平均，但从测算存货周转速度来看，公司在存货变现和资金周转方面仍高于行业平均水平，或体现公司较优秀的投资、产品和销售运营能力；（2）拿地方面，过去三年（22-24 年）在销售下滑、融资受限叠加公开债集中到期背景下，公司投资力度逐年下降甚至在 23 年 9 月-24 年 11 月期间投资循环一度中断，25 年 1 月重启拿地或佐证公司流动性改善，预计公开债偿付压力显著减小后投资循环有望重构；（3）展望未来，测算 25-26 年可支配自由现金流或较 24 年边际回升，或可支持公司重构投资循环。
- **投资建议：**一方面，今年 2 月中票偿付后，公司流动性压力大幅缓解，过去市场对公司流动性风险担忧带来的估值折价或得到修复，另一方面，公司 1、2 月已经开始拿地，投资循环的重构有助于永续经营假设的强化，或可带动估值进一步回升。综合保守估算下的 PB、行业表现 PB 等估值角度，公司目标价区间为 6.81-7.68 元/股，上调投资评级至“强烈推荐”，预计 24/25/26 年 EPS 分别-1.30/-0.39/0.02 元，P/B 分别 0.4/0.4/0.4。
- **风险提示：**公司公开债偿付进度不及预期，去化不及预期，拿地进度不及预期，政策改善不及预期，宏观利率改善不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	120208	98125	69669	43891	35552
同比增长	21%	-18%	-29%	-37%	-19%
营业利润(百万元)	12961	5933	(10316)	(3155)	(19)
同比增长	-19%	-54%	-274%	-69%	-99%
归母净利润(百万元)	6107	888	(5875)	(1748)	107
同比增长	-35%	-85%	-762%	-70%	-106%
每股收益(元)	1.35	0.20	-1.30	-0.39	0.02
PE	3.5	24.3	-3.7	-12.3	202.1
PB	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（上调）

总量研究/房地产
目标估值：6.81 - 7.68 元
当前股价：4.78 元

基础数据

总股本（百万股）	4515
已上市流通股（百万股）	4515
总市值（十亿元）	21.6
流通市值（十亿元）	21.6
每股净资产（MRQ）	13.6
ROE（TTM）	-4.2
资产负债率	67.6%
主要股东 富德生命人寿保险股份有限公司	
主要股东持股比例	21.69%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《金地集团（600383）—未来公开市场偿债压力减小和投资循环重建进程或是核心关注点》2024-11-01
- 《金地集团（600383）—减值相对充分，关注至明年2月公开市场压力减小的进程》2024-09-02
- 《金地集团（600383）—业绩及业务规模收缩，增量资金落地概率或提升》2024-04-09

赵可 S1090513110001

zhaoke@cmschina.com.cn

孔嘉庆 S1090524100004

kongjiaqing@cmschina.com.cn

区宇轩 S1090524090001

ouyuxuan@cmschina.com.cn

正文目录

一、公司股价及大事件复盘：过去三年公司股价或反映公司信用风险担忧由加剧到缓释的变化过程.....	4
1.1 股价复盘：信用是公司过去三年股价变化的重要影响因素.....	4
1.2 董事会和管理层：富德董事会席位增加，但董事长仍由金地原高管出任，且部分原高管得到进一步提拔，或有利于公司后续经营战略的稳定.....	5
二、债务压力变化分析：2025 年 2 月中票兑付后公司流动性压力或显著下降...7	
2.1 负债整体情况：杠杆不高、工程款账期较短、债务清晰、银行借款余额保持稳定等因素助力缓解流动性压力.....	7
2.2 公开债偿付进程：偿付高峰期已经顺利渡过，剩余公开债到期规模仅 11 亿元，今年 2 月中票兑付后流动性压力显著下降.....	9
三、经营变化分析：2025 年公开债偿付压力显著减小后有望重构投资循环.....	11
3.1 销售及拿地：销售收缩但周转效率仍高于行业平均水平，25 年 1 月重启拿地或佐证公司流动性改善.....	11
3.2 公司可支配自由现金流测算：预计 2025 年及之后可支配自由现金流边际回升，支持重构投资循环.....	13
四、投资建议.....	14
4.1 RNAV 角度.....	14
4.2 保守估算下的 PB 角度.....	15
4.3 行业表现 PB 角度.....	15
4.4 结论：流动性风险担忧缓解以及永续经营假设加强两个因素正得到持续验证，关注公司估值修复的机会.....	15
4.5 风险提示.....	16

图表目录

图 1：过去三年公司股价走势图及主要行业、公司大事件.....	4
图 2：公司杠杆水平.....	7
图 3：主要房企杠杆水平比较.....	7
图 4：公司无息负债规模（按融资渠道）.....	8
图 5：公司及行业工程款账期估算值.....	8
图 6：公司有息负债规模（按融资渠道）.....	9
图 7：公司有息负债构成和综合融资成本.....	9

图 8：2021-2024 年间公司公开债偿付金额（单位：亿元人民币）	9
图 9：公司未来公开债待偿还现金流情况（按月和按年）	10
图 10：2019-2024 公司每年全口径销售面积和金额	11
图 11：公司及行业存货周转情况	11
图 12：2019-2025M1 公司每年全口径拿地金额及力度	12
图 13：公司每年可支配自由现金流测算	13
表 1：现任（第十届）董事会成员名单及成员履历	5
表 2：公司历任董事长、副董事长和总经理变动情况.....	6
表 3：金地集团 2024 年主要外部融资公告	10
表 4：公司 RNAV 测算表	14
表 5：可比公司表观 PB 估值	15
附：财务预测表.....	17

一、公司股价及大事件复盘：过去三年公司股价或反映公司信用风险担忧由加剧到缓释的变化过程

1.1 股价复盘：信用是公司过去三年股价变化的重要影响因素

公司股价于 22 年 4 月至 24 年 7 月约两年时间内走出下跌趋势，房地产行业基本面下行、部分房企出现债务展期加剧行业信用风险担忧、公司公开债进入集中到期区间，或是共同影响因素。2022 年 4 月-2024 年 7 月期间公司股价整体呈现下跌趋势，其中，2022 年，在房地产行业基本面下行背景下，公司股价震荡下行，2022 年 10 月龙湖董事会主席变更（吴亚军辞任董事会主席，陈序平接任）令市场对一些经营风格稳健的非国央企房企的信用风险担忧加剧，公司股价也加速下行，随后 11 月，伴随“三支箭”出台，市场对房企信用风险的担忧有所缓解，股价出现反弹。进入 2023 年后，房地产成交量、价进一步走弱，叠加公司进入公开债务集中到期阶段，再次引发市场对公司信用风险担忧，股价持续下行，下行过程中 2023 年 7 月中央政治局会议提出“房地产市场供求关系发生重大变化”、2024 年 4 月政治局会议首次提出“消化存量房产”，带动市场产生政策支持支持的预期，股价曾出现阶段性反弹。

2024 年 8 月公司最后一笔美元债如期兑付，叠加“9.24”以来一系列支持政策的密集出台，市场对行业及公司信用风险担忧得到缓解，公司股价触底反弹。

图 1：过去三年公司股价走势图及主要行业、公司大事件



资料来源：Wind，招商证券

1.2 董事会和管理层：富德董事会席位增加，但董事长仍由金地原高管出任，且部分原高管得到进一步提拔，或有利于公司后续经营战略的稳定

原公司董事长凌克辞职、公司章程修改、董事会换届完成后，公司董事会成员人数及构成发生一定程度变化，但公司董事长仍由金地原管理层人员出任，且部分原管理层人员得到进一步提拔，或有利于公司后续经营战略的稳定。具体情况如下：

（1）**董事会换届时间线**：2023 年 10 月，凌克辞任金地董事长等职务，2024 年 3 月，公司第九届董事会决议通过新一届（第十届）董事会提名，同年 4 月，该提名得到股东大会审议通过，同日公司公告经选举的第十届董事长、副董事长。

（2）**现任第十届董事会与第九届相比，一方面董事人数减少，另一方面董事的背景结构也发生改变**。1）董事会总席位由 14 席减少至 11 席，非独董由 8 席减少至 6 席，董事会席位减少符合预期，因为 2023 年 12 月公司修订公司章程便将第一百零六条从“董事会由十四名董事组成，设董事长 1 人，董事长由董事担任。董事会成员中应当包括超过三分之一的独立董事”修改为“董事会由十一名董事组成，设董事长一人，可以根据董事会决议设副董事长一人”。2）目前第十届董事会 6 名非独董中，曾长期于金地供职人员的占 1 席（较第九届减少 2 席），有富德就职履历人员占 3 席（较第九届增加 2 席），福田投控 1 席（与第九届相同），另有一位非独董过往无金地或富德供职经历。

表 1：现任（第十届）董事会成员名单及成员履历

姓名	职务	任职日期	简介
徐家俊	董事长，非独立董事	2024/3/17, 2010/7/21	男，1978 年 6 月生，上海财经大学管理学硕士。2004 年加入公司，历任公司行政管理部副总经理、监事会职工代表监事、人力资源部总经理、董事会办公室主任、董事会秘书、副总裁。2013 年，任公司董事、高级副总裁，兼任董事会秘书、金地商置集团（00535.HK）CEO。
李彤	副董事长，非独立董事	2024/3/17, 2022/5/18	男，1975 年 5 月生，香港浸会大学工商管理专业研究生毕业，曾先后担任深圳市燃气集团股份有限公司总裁办公室副总经理，深圳市投资控股有限公司战略研究部（董事会办公室）副部长。现任深圳市福田投资控股有限公司董事长，兼任深圳市福新双碳产业运营管理有限公司董事长。曾任公司第九届董事会副董事长。
李荣辉	非独立董事	2024/4/22	男，1971 年 11 月生，研究生学历，西安理工大学工商管理硕士，中国注册会计师（非执业会员）。曾任国民控股集团总裁助理、财务总监，富德生命人寿保险股份有限公司资金管理总部总经理、总经理助理、审计责任人，生命保险资产管理有限公司财务负责人、常务副总经理、总经理，富德控股（集团）有限公司董事、副总裁、财务总监，深圳富德金蓉控股有限公司总经理等职务。现任深圳市富德前海基础设施投资控股有限公司副董事长，公司总裁、财务负责人。
王老豹	非独立董事	2024/4/22	男，1973 年 1 月生，大专学历。现任深圳市英特翎科技有限公司执行董事、深圳市华强北在线商务有限公司董事长、深圳市华强北商城有限公司董事长。
徐倩	非独立董事	2024/4/22	男，1980 年 10 月生，英国剑桥大学土地经济学专业博士。曾任中国银行江西省分行零售业务处职员、中国人民银行深圳市中心支行货币信贷管理处副主任科员，生命保险资产管理有限公司研究部研究员、国际业务部负责人，权益投资部总经理，生命保险资产管理有限公司资产管理中心投资业务三部总经理、富德生命人寿保险股份有限公司资产管理中心总经理助理。现任富德生命人寿保险股份有限公司总经理助理、首席投资官兼生命保险资产管理有限公司临时负责人、拟任总经理，中国中煤能源股份有限公司非执行董事。
徐文渊	非独立董事	2024/4/22	男，1983 年 11 月生，湖南大学金融学（精算方向）专业学士学位。2006 年 10 月加入富德生命人寿保险股份有限公司，曾任富德生命人寿保险股份有限公司财务管理部财务报告处经理、董事长办公室主任助理、财务管理部副总经理、投资财务部总经理、第四届监事会职工代表监事，生命保险资产管理有限公司财务部总经理、公司财务负责人，富德控股（集团）有限公司副总裁、财务总监等职务。现任富德生命人寿保险股份有限公司董事、临时负责人，富德保险控股股份有限公司执行董事，富德财产保险股份有限公司董事。
高少和	职工董事	2024/4/22	男，1970 年 5 月生，清华大学水工结构工程学士学位及清华大学结构工程硕士。1997 年 7 月加入金地集团，历任金地集团深圳地产公司总经理助理，集团总部经营管理部副总经理，集团总部企业发展部副总经理，北京地产公司营运副总经理，集团投资与运营管理部副总经理，西部区域贵阳地产公司贵阳公司城市总经理及西部区域地产公司区域副总经理。现任金地集团审计监察部门总经理。
李普伟	独立董事	2024/4/22	男，1988 年 2 月生，肇庆学院会计学学士，中国注册会计师，第七届揭阳市政协委员，曾任深圳市卓效清算事务有限公司和普宁市天元会计师事务所有限公司审计经理，现任揭阳市天任会计师事务所（普通合伙）首席合伙人。
廖南钢	独立董事	2024/4/22	男，1970 年 7 月生，华东政法大学国际经济法法学学士学位。曾任深圳市南山区人民法院审判员，广东中安律师事务所律师，广东浩晖律师事务所合伙人，广东冠景律师事务所合伙人，广东乐毅律师事务所合伙人，深圳南山热电股份有限公司、中嘉博创信息技术股份有限公司和茂业商业股份有限公司独立董事。现任深圳前海衡同管理咨询有限公司总经理，百德国际有限公司（02668.HK）董事会主席，执行董事。
刘中	独立董事	2024/4/22	男，1971 年 7 月生，哈尔滨工业大学工业与民用建筑工学学士，中国人民大学经济法法学硕士，英国艾克塞特大学（Exeter University）国际商业法法学硕士。曾任深圳市金众集团股份有限公司项目工程师，深圳市长城地产（集团）股份有限公司法务负责人，招商局地产控股股份有限公司法律部总经理，华润置地有限公司总法律顾问。现任北京德恒（深圳）律师事务所高级合伙人，深圳国际仲裁院，北京仲裁委员会，中国国际经济贸易仲裁委员会，上海仲裁委员会和上海国际经济贸易仲裁委员会仲裁员，中国房地产业协会第八届法委会副主任。
吴鹏程	独立董事	2024/4/22	男，1977 年 11 月生，中国律师，深圳市法学会会员，执业十七年，武汉大学经济法专业硕士研究生学历，法学硕士学位，具有法律职业任职资格，证券业从业资格，上市公司独立董事任职资格，曾任广东海埠律师事务所律师，广东时文律师事务所律师，深圳市律师协会公司法委员会委员，深圳市律师协会港澳台专业委员会委员，惠州仲裁委员会仲裁员。现任广东笃言律师事务所主任，合伙人，律师，珠海中富实业有限公司独立董事。

资料来源：Wind，公司《2023 年年度股东大会会议资料》《2023 年年度股东大会决议公告》，招商证券

(3) 关键董事会及管理层职位变化：董事长始终由长期任职于金地的“老人”担任；副董事长为公司章程修改后的新设职务，由福田投控董事长出任；总经理（总裁）由金地“老人”换为具有富德生命人寿及旗下公司任职经历的人员，其他原核心管理人员得到一定保留及升迁。具体：

- **董事长：**始终由金地任职多年的“老人”担任。凌克自 1999 年 1 月任公司董事长至 23 年 10 月离任，累计任职近 25 年；凌克辞任后，先由时任总裁黄俊灿代为行使董事长职务，24 年 3 月经董事会表决后由徐家俊（原董秘）任职，三人均长期于金地供职；
- **副董事长：**新设职务，由福田投控派出担任。在第九届董事会之前（24 年 3 月前）无副董事长一职，在 23 年 12 月公司修订公司章程“可以根据董事会决议设副董事长一人”并在 24 年 3 月经董事会表决后，由福田投控董事长季彤担任金地副董事长；
- **总经理（总裁）：**由金地“老人”换为具有富德生命人寿及旗下公司任职经历的人员。2010 年 7 月-2024 年 4 月，黄俊灿担任总裁（黄在担任总裁前曾任金地总裁助理、财务总监），本次董事会换届后，现任第十届董事会聘请李荣辉为公司总裁（李此前任职于富德生命人寿及旗下公司）；
- **其他核心管理人员：**两位长期于金地供职的副总裁升至高级副总裁，分别是 2003 年加入金地的郝一斌（历任金地华北区域金地中心项目总经理，华北区域公司常务副总经理兼任天津分公司总经理，公司助理总裁，副总裁）和 2002 年加入金地的王南（历任金地武汉地产公司和上海地产公司营销总监，上海地产杭州公司总经理，华东区域地产公司副总经理，金地集团战略总监，集团公司助理总裁，华中区域地产公司董事长，总经理，副总裁）。

表 2：公司历任董事长、副董事长和总经理变动情况

董事长				
姓名	任职日期	离职日期	任职时长（年）	个人简历
徐家俊	2024/3/17	任职中	0.9	男，1978 年 6 月生，上海财经大学管理学硕士。历任金地(集团)股份有限公司行政管理部副总经理，监事会职工代表监事，人力资源部总经理。现任公司第八届董事会董事，高级副总裁，董事会秘书，兼任金地商置行政总裁。
黄俊灿（代董事长）	2023/10/17	2024/3/17	0.4	男，1971 年 2 月生。同济大学工民建专业工学学士，清华大学五道口金融学院，金融 EMBA。曾任公司工程部副经理，金地北京公司副总经理，金地深圳公司总经理，监事会职工代表监事，总裁助理，财务总监，董事，总裁。
凌克	1999/1/1	2023/10/17	24.8	男，1959 年 12 月生。浙江大学管理工程硕士，高级经济师。曾任公司常务副总经理，总经理，董事，董事会董事长。
副董事长				
姓名	任职日期	离职日期	任职时长（年）	个人简历
季彤	2024/3/17	任职中	0.9	男，1975 年 5 月生，香港浸会大学工商管理专业研究生毕业，曾先后担任深圳市燃气集团股份有限公司总裁办公室副总经理，深圳市投资控股有限公司战略研究部（董事会办公室）副部长。现任深圳市福田投资控股有限公司董事长，兼任深圳市福新双碳产业运营管理有限公司董事长。曾任公司第九届董事会副董事长。
总经理				
姓名	任职日期	离职日期	任职时长（年）	个人简历
李荣辉	2024/4/22	任职中	0.8	男，1971 年 11 月生，研究生学历，西安理工大学工商管理硕士，中国注册会计师（非执业会员）。曾任国民控股集团总裁助理、财务总监，富德生命人寿保险股份有限公司资金管理部总经理、总经理助理、审计责任人，生命保险资产管理有限公司财务负责人、常务副总经理、总经理，富德控股（集团）有限公司董事、副总裁、财务总监，深圳富德金蓉控股有限公司总经理等职务。现任公司总裁、财务负责人。
黄俊灿	2010/7/4	2024/4/22	13.8	男，1971 年 2 月生。同济大学工民建专业工学学士，清华大学五道口金融学院，金融 EMBA。曾任公司工程部副经理，金地北京公司副总经理，金地深圳公司总经理，监事会职工代表监事，总裁助理，财务总监，公司第八届董事会董事，总裁。

资料来源：Wind，招商证券

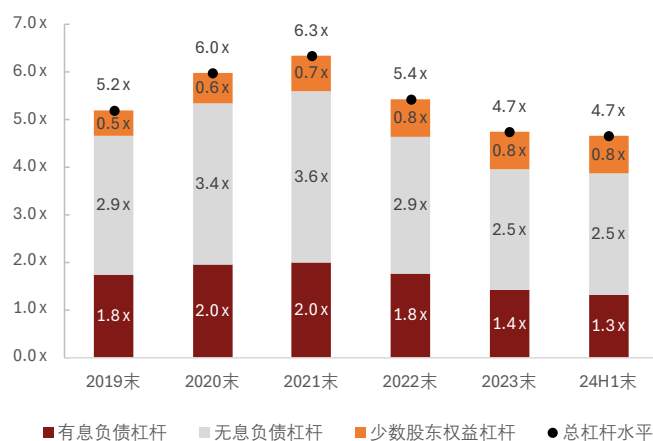
综上，本次董事会换届后公司大股东富德生命人寿董事会席位有所增加，同时福田投控人员出任副董事长。虽然董事会及管理层构成有所变化，但公司董事长仍由金地原管理层人员出任，且部分原管理层人员得到进一步提拔，或有利于公司后续经营战略的稳定。

二、债务压力变化分析：2025 年 2 月中票兑付后公司流动性压力或显著下降

2.1 负债整体情况：杠杆不高、工程款账期较短、债务清晰、银行借款余额保持稳定等因素助力缓解流动性压力

公司较低的总杠杆水平与公司过去一贯稳健的特征相吻合，也是公司走出流动性压力的重要前提。公司总杠杆水平从 2021 年末的 6.3x 逐渐回落至 24H1 末的 4.7x，其中有息负债杠杆从 2.0x 降至 1.3x，无息负债杠杆从 3.6x 降至 2.5x，少数股东权益杠杆稳定在 0.7x-0.8x；横向比较 2021 年和最新 24H1 数据，公司整体及细分维度杠杆水平与主要房企相比，杠杆水平并不算高。

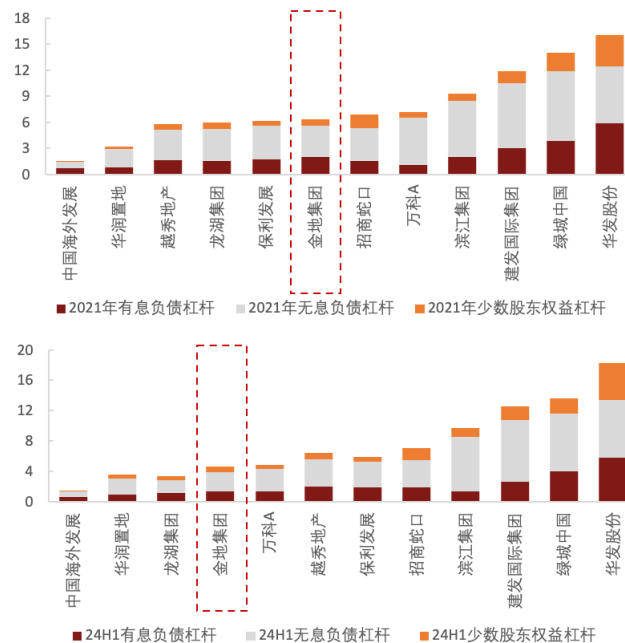
图 2：公司杠杆水平



资料来源：Wind，招商证券

注：总杠杆水平=(总负债+少数股东权益)/归母权益；有息负债杠杆水平=有息负债/归母权益；无息负债杠杆水平=无息负债/归母权益；少数股东权益杠杆水平=少数股东权益/归母权益；

图 3：主要房企杠杆水平比较

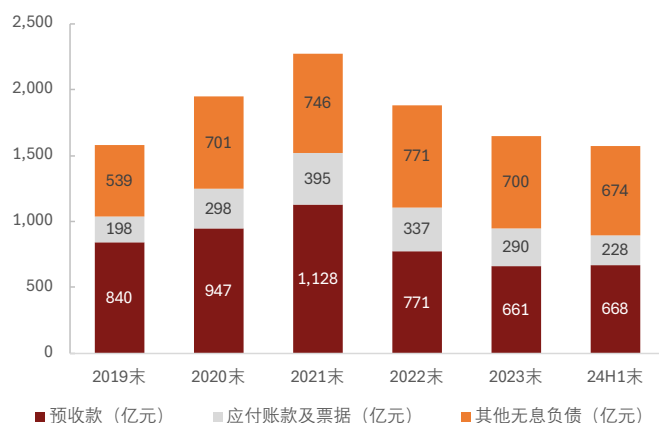


资料来源：Wind，招商证券

（1）无息负债：销售下滑带动无息负债规模收缩，过去较短的工程款账期或反映公司对于供应商保持较好的付款条件，这一定程度上增加了过去几年公司的流动性调节空间。整体来看，24H1 末公司无息负债规模为 1569 亿元，较 21 年末峰值（2270 亿元）下降 31%，主要由于 22 年起公司销售规模下滑、预收款减少。结构上，预收款（预收款项+合同负债）从 21 年末的 1128 亿元下降 41%至 24H1 末的 668 亿元，应付账款及票据则从 21 年末的 395 亿元下降 42%至 228 亿元。账期方面，公司 21 年以前估算账期（应付账款及票据/估算年工程款）在 0.7 年左右（如下图，低于行业同期 0.9 年平均账期），或反映过去公司对于供应商保持相对较好的付款条件和信用状况，这一定程度上增加公司通过拉长账期缓解流动性压力的空间（正所谓“得道者多助”），因此随着公司流动性趋紧，21 年后公司估算账期拉长至 1.2 年左右（如下图，仍低于行业同期 1.7 年平均账期），

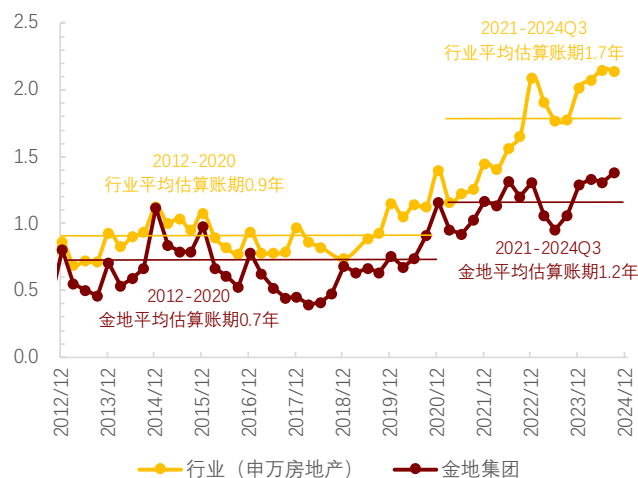
或有助于部分对冲公开债净偿还对公司带来的流动性压力。

图 4：公司无息负债规模（按融资渠道）



资料来源：Wind，招商证券
注：预收款=预收款项+合同负债

图 5：公司及行业工程款账期估算值



资料来源：Wind，招商证券
注：估算账期=应付账款及票据/年滚动工程款

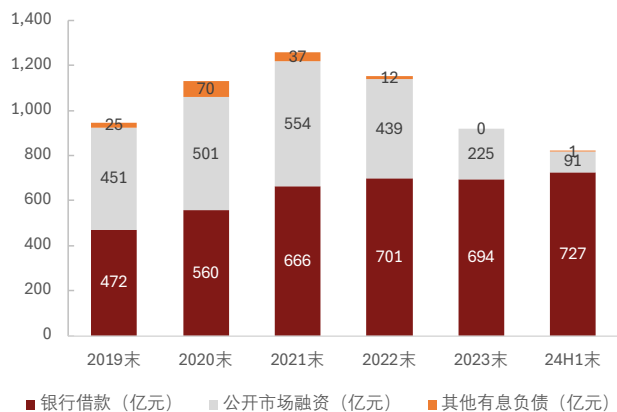
（2）有息负债：公开债净偿还带动有息负债规模收缩，银行借款余额保持稳定甚至略有增加或减缓公司流动性压力，而银行愿意为公司提供支持或也侧面反映出公司杠杆不高、工程款账期较短、债务结构清晰等负债端特征。

整体来看，24H1 末公司有息负债规模为 817 亿元，较 21 年峰值 1256 亿元下降 35%，主要由于 22 年起公司在公开市场融资方面处于净偿还状态，特别是 2023-2024 期间公司在公开市场无新发行同时大规模债券集中到期偿付。

结构上，直接融资方面，公司存量公开债规模从 21 年末的 554 亿元不断降至 24H1 末的 91 亿元；间接融资方面，存量银行贷款规模保持在 700 亿元上下，一定程度上或反映银行对公司的融资支持，而银行愿意为公司提供支持或也侧面反映出公司整体债务规模不大、杠杆不高、工程款账期较短、债务结构清晰¹等负债端特征。最终体现在有息负债结构的变化层面，自 22 年起，公开市场融资占比逐年下降，与之对应，间接融资占比显著上升，截至 24H1，有息负债中银行借款占比达到 89%。此外，公司综合融资成本也不断下降至 24H1 的 4.38%，或也从金融机构风险定价角度佐证银行等金融机构对公司的信心和支持。

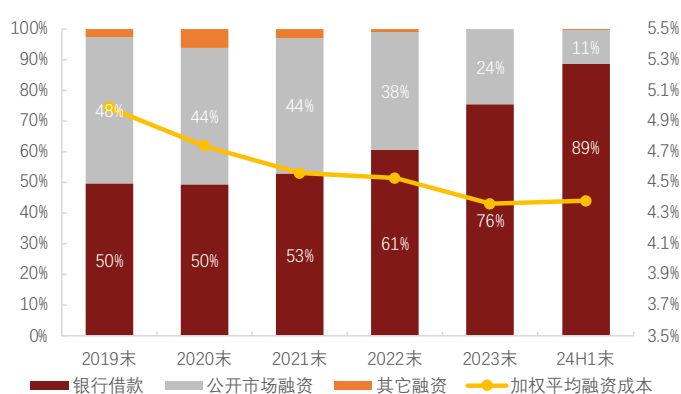
¹ 注：2019-2024H1 期间，公司有息负债融资以公开债和银行借款为主（二者合计占比基本在 95%+），其他融资渠道占比极低，或说明公司债务结构较为清楚，非标融资几乎没有。

图 6：公司有息负债规模（按融资渠道）



资料来源：Wind，招商证券

图 7：公司有息负债构成和综合融资成本

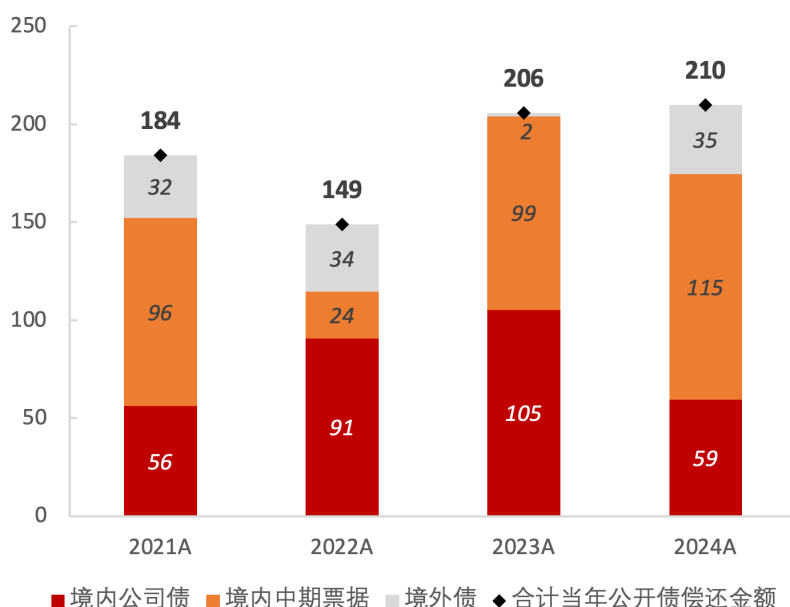


资料来源：Wind，招商证券

2.2 公开债偿付进程：偿付高峰期已经顺利渡过，剩余公开债到期规模仅 11 亿元，今年 2 月中票兑付后流动性压力显著下降

公司已顺利渡过 2023、2024 两年公开债偿付高峰期，今年（2025 年）2 月份后公司流动性压力显著下降。从过往偿付节奏来看，2023、2024 为公司债务偿付高峰期，两年境内外公开债偿还规模（本金+利息，下同）分别为 206 亿和 210 亿元人民币。过去两三年间，在债务到期规模大叠加房地产行业下行背景下，市场频频出现对公司发生流动性危机的担忧，但截至目前（2025 年 2 月 26 日），公司公开债均已如期付息兑付。

图 8：2021-2024 年间公司公开债偿付金额（单位：亿元人民币）



资料来源：Wind，招商证券

公司持续通过资产处置和外部融资以缓解债务偿付和现金流压力，包括：2023 年 12 月，公司发布《关于转让深圳环湾城项目 51%股权的关联交易公告》，公司应收总交易对价约 32.5 亿元；2024 年 2 月，金地物业向招商银行申请 25 亿元授信；2024 年 3 月，公司以北京金地中心为抵押物向交行申请经营性物业贷 40 亿元；处置西安旧改项目 DK2-1 一级土地整理地²块等。

表 3：金地集团 2024 年主要外部融资公告

公告时间	公告名称	融资类型	融资提供方	融资本金	融资期限	融资申请方	项目
2024 年 3 月 5 日	《关于为北京项目公司融资提供担保的公告》	经营性物业抵押贷款	交通银行	人民币 40 亿元	不超过 15 年	北京金地鸿运房地产开发有限公司	北京金地中心项目
2024 年 2 月 26 日	《关于为深圳市金地物业管理有限公司融资提供担保的公告》	申请授信	招商银行	人民币 25 亿元	不超过 3 年	深圳市金地物业管理有限公司	-

资料来源：Wind，招商证券

往后看，公司 2 月中票兑付后存量公开债到期规模仅 11 亿元人民币，且已无存续境外债，公司流动性压力或显著下降。在 2025 年 2 月中票本息合计约 18 亿元完成兑付后，公司存续公开债到期规模仅 11 亿元人民币，公司流动性压力或显著下降。剩余公开债分别为 2025 年 4 月中票本息合计约 5.4 亿元、2025 年 10 月公司债利息 0.6 亿元，以及 2026 年 4 月公司债本息合计约 5.2 亿元。2026 年 5 月及之后公司无公开债务。

图 9：公司未来公开债待偿还现金流情况（按月和按年）



■利息（亿人民币） ■本金（亿人民币）

	待偿还利息 (亿人民币)	待偿还本金 (亿人民币)	公开债总偿债现金流 (亿人民币)
2025 年	0.4	5.6	6.0
2026 年	0.2	5.0	5.2
总计			11.2

资料来源：Wind，招商证券

² 注：公司 24 年中报提到“公司持续通过项目合作、拓宽融资渠道、保持良好的债务结构和资金状况来确保公司经营的安全稳定。报告期内，公司处置了西安西沣路旧改项目 DK2-1 一级土地整理地块，退出绍兴都会云上项目股权等，并持续推动多个项目的投后管理工作。”

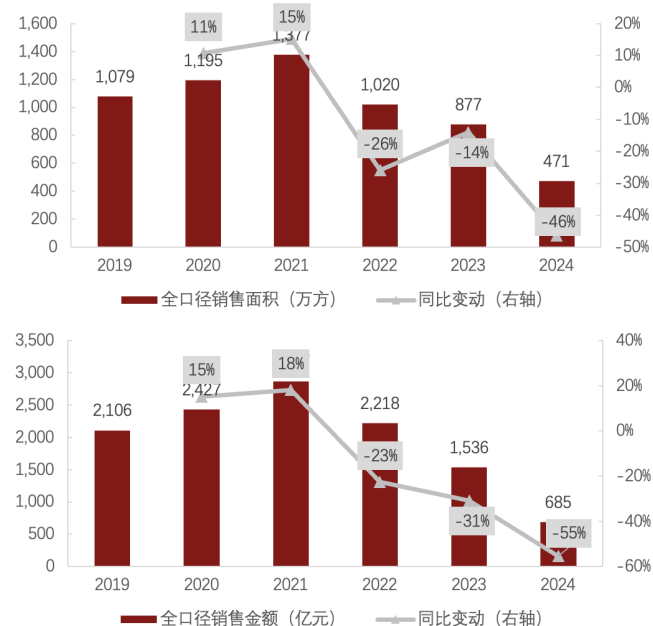
三、经营变化分析：2025 年公开债偿付压力显著减小后有望重构投资循环

3.1 销售及拿地：销售收缩但周转效率仍高于行业平均水平，25 年 1 月重启拿地或佐证公司流动性改善

（1）销售：在行业下行背景下，公司全口径销售金额自 22 年起持续收缩，排名也从第 7 名掉至第 14 名。2024 年公司全口径累计销售面积为 471 万平方米（同比-46%）；全口径累计销售金额为 685 亿元（同比-55%），位列克而瑞行业排行榜第 14 名（较 23 全年的第 10 名下滑 4 名）；对应销售均价 1.45 万元/方（同比-17%）。

尽管 23、24 年公司销售下滑幅度大于百强平均，但公司在存货变现和资金周转方面或仍有一定优势，或间接体现公司优于行业平均的投资、产品和销售运营能力。2023/2024 年公司全口径销售额同比分别-31%/-55%，弱于百强房企（百强 23/24 年分别同比-18%/-30%），主因公司投资力度和土储规模大幅缩水。但是，即便在销售下滑情况下，公司存货周转速度（年滚动销售回款/存货）仍然优于行业平均水平（如下图），或说明公司在存货变现和资金周转方面仍具备一定优势。

图 10：2019-2024 公司每年全口径销售面积和金额



资料来源：Wind，招商证券

图 11：公司及行业存货周转情况



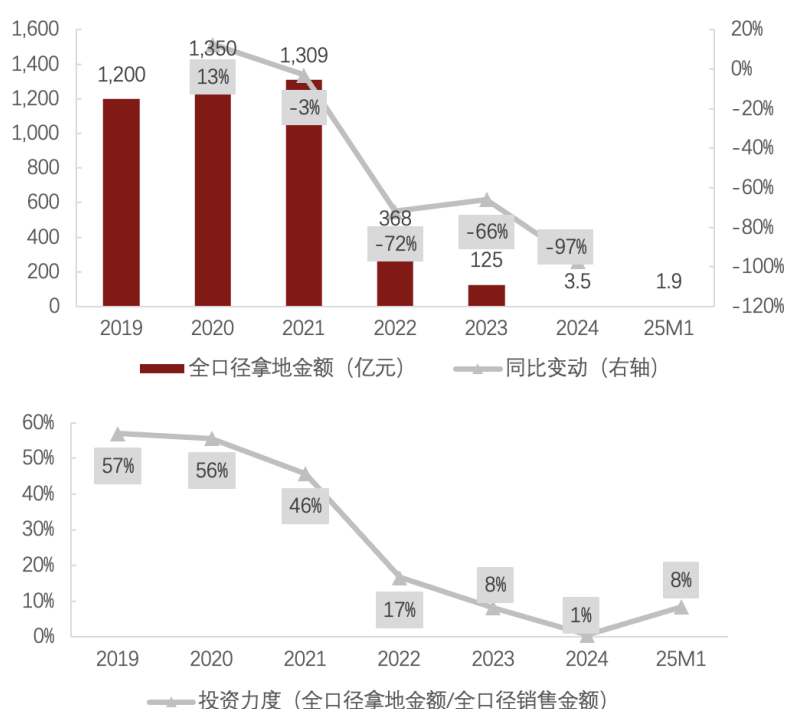
资料来源：Wind，招商证券

（2）拿地：过去三年在销售下滑、融资受限叠加公开债集中到期背景下，公司投资力度逐年下降甚至 23 年 9 月-24 年 11 月期间投资循环一度中断。2022 年起公司投资拿地持续收缩，2021/2022/2023/2024 年全口径拿地金额分别 1309/368/125/3.5 亿元（同比-3%/-72%/-66%/-97%），对应投资力度（全口径拿地金额/全口径销售金额）分别 46%/17%/8%/1%。具体来看，2022 年在市场景

气度下降、公司债券波动较大情况下，公司投资力度从上年 46% 骤降 29 PCT 至 17%；2023-2024 年随市场进一步下行、公司现金流压力加大，公司 23 年投资力度进一步下降 9 PCT 至 8%；24 年前三季度无新增土地投资，直至 24 年 12 月，金地商置于武汉获取 1 个项目，但据每日经济新闻报道称“该地块的获取是基于和当地政府达成的合作方案，助力当地保障房收储工作顺利推进，并实现非住宅业态整体去化，同时获取优质宅地”；24 全年仅获取一个项目，对应投资力度 1%。

25 年 1 月重启拿地或佐证公司流动性改善，预计公开债偿付压力显著减小后有望重构投资循环。今年 1 月，金地集团全资子公司杭州金地自在城房地产发展有限公司通过招拍挂方式竞得 1 个杭州地块。虽然拿地金额不高（仅 1.9 亿元），但开始新增拿地这一事件或可佐证公司流动性压力的缓解，具有信号意义。随后，公司于 2 月再次新增获取上海地块，总地价 8.1 亿元。往后看，随着流动性压力的下降，公司或有望逐步重构投资循环。

图 12：2019-2025M1 公司每年全口径拿地金额及力度



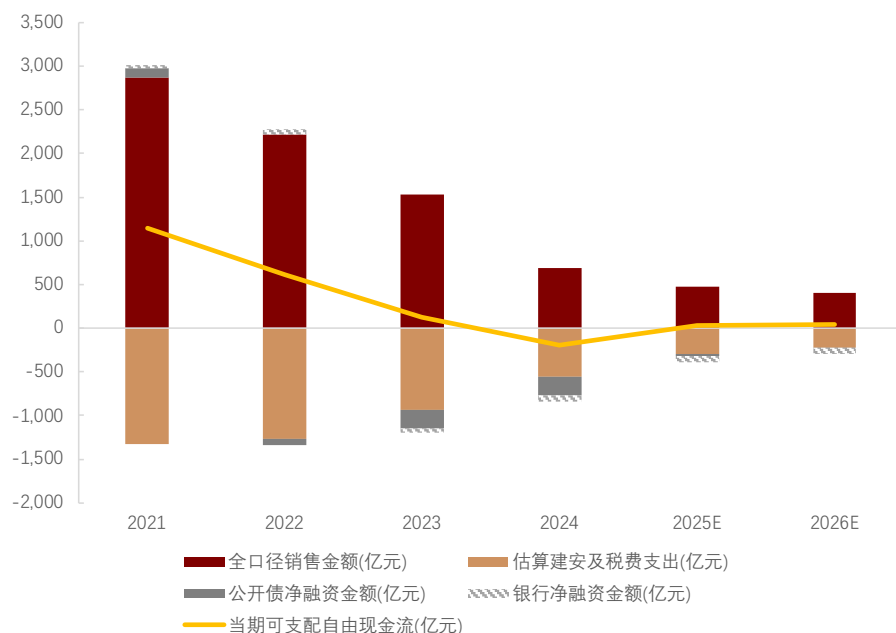
资料来源：Wind，招商证券

3.2 公司可支配自由现金流测算：预计 2025 年及之后可支配自由现金流边际回升，支持重构投资循环

22 年以来，公司每年现金流可支持的当期拿地金额逐步下滑。公司过去几年公开市场融资受到约束，2022 年开始公开债净偿还，而 2023-2024 年公司无公开债发行。另一方面，随着融资端受到约束，公司投资拿地也出现收缩，投资循环陷入停滞。投资收缩叠加行业销量下行，使得公司过去三年销售金额持续下行。销售下滑的同时，由于过去两年面临公开债偿付高峰期，销售金额在扣除必要的建安、税费及刚性债务偿付支出后，当期可支配自由现金流逐步下滑（如下图所示）。

未来两年随着销售规模收缩带动建安及税费支出减少、公开债偿付压力显著减小，预计 25-26 年公司可支配自由现金流较 24 年回升，或可为公司重构投资循环提供一定支撑。

图 13：公司每年可支配自由现金流测算



资料来源：Wind，招商证券

四、投资建议

4.1 RNAV 角度

根据重估净资产 (Revalued Net Asset Value, RNAV) 方法, 在谨慎、较为谨慎、中性、较为乐观、乐观假设下, 对应 RNAV 约 550-637 亿元, 当前市值较 RNAV 折价约 63%-68%, 即市值/RNAV 约 32%-37%。

表 4: 公司 RNAV 测算表

金地集团	谨慎	较为谨慎	中性	较为乐观	乐观
1. 权益净资产 (亿元, 24年中)	616	616	616	616	616
2. 开发项目评估增值 (亿元)	15	24	34	45	56
全口径未结面积 (24年中报全口径土储)	3589	3589	3589	3589	3589
预计均价 (万元/平米)	1.26	1.33	1.40	1.47	1.54
权益比例	45%	45%	45%	45%	45%
权益未结货值 (亿元)	2041	2148	2261	2374	2493
净利率预估	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
权益未结净利 (亿元)	20	32	45	59	75
折现率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
折现系数 (五年开发周期)	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
评估增值 (亿元)	15	24	34	45	56
3. 物管业务评估增值 (亿元)	7	8	9	9	10
物管业务营收 (亿元)	78	78	78	78	78
净利润率	2.6%	2.8%	3.0%	3.3%	3.6%
可比公司P/E	11	11	11	11	11
物管业务重估价值 (亿元)	22	24	26	28	31
可比公司P/B	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
物管业务评估增值 (亿元)	7	8	9	9	10
4. 持有型物业评估增值 (亿元)	(89)	(80)	(70)	(58)	(46)
当前持有型物业租金收入 (亿元, 24H1物业出租收入年化)	18	18	18	18	18
NOI margin	60%	60%	60%	60%	60%
资本化率	5.5%	5.3%	5.0%	4.8%	4.5%
持有型物业重估价值 (亿元)	196	206	216	227	240
当前持有型物业价值 (亿元)	286	286	286	286	286
物管业务评估增值 (亿元)	(89)	(80)	(70)	(58)	(46)
NAV (1+2+3+4 亿元)	550	569	589	612	637
总股本 (亿)	45	45	45	45	45
每股RNAV (元)	12.18	12.60	13.05	13.56	14.11
总市值 (亿)	206	206	206	206	206
市值/RNAV	37%	36%	35%	34%	32%

资料来源: Wind, 招商证券

4.2 保守估算下的 PB 角度

出于投资安全边际的考虑，若基于更能代表市场、流动性更好的二手房交易价格的波动幅度以及存货布局谨慎估算公司潜在存货减值压力，公司当前修正后 PB³ 仅为 0.6x，虽较表观 PB（0.4x）更高，但公司或仍有明显估值修复空间：

一方面，在流动性风险担忧缓解以及永续经营假设加强的背景下，公司修正后 PB 或有望回归 1.0x 左右的“估值锚”，另一方面，公司当前修正后 PB 也明显低于当前头部房企平均修正后 PB（约为 0.9x）。

参考 1x 修正后 PB 的“估值锚”，对应目标市值 345 亿元，目标价 7.68 元/股。

4.3 行业表观 PB 角度

从当前行业表观估值水平看，当前市场对于流动性风险担忧较小的可比房企平均给予 0.7x PB 估值，在此基础上考虑公司作为非国央企以及公司仍处于重建投资循环阶段，短期或仍有一定折价，若按 0.5x 表观 PB 保守计算公司目标市值 307 亿元，对应目标价 6.81 元/股。

表 5：可比公司表观 PB 估值

股票代码	公司简称	PB(MRQ, 2025 年 2 月 26 日)
600048.SH	保利发展	0.5
002244.SZ	滨江集团	1.3
600153.SH	建发股份	0.4
600325.SH	华发股份	0.7
平均值		0.7

资料来源：Wind，招商证券

4.4 结论：流动性风险担忧缓解以及永续经营假设加强两个因素正得到持续验证，关注公司估值修复的机会

流动性风险担忧缓解以及永续经营假设加强两个因素或带动公司估值修复。一方面，今年 2 月中票偿付后，公司流动性压力大幅缓解，过去市场对公司流动性风险担忧带来的估值折价或得到修复，另一方面，公司 1、2 月已经开始拿地，投资循环的重构有助于永续经营假设的强化，或可带动估值进一步回升。

上述两个估值修复驱动因素正在得到持续验证，关注公司估值修复的机会。公司已于 2024 年 2 月 14 日发布《关于金地（集团）股份有限公司 2022 年度第一期中期票据 2025 年兑付安排公告》，且 1、2 月均有拿地，上述流动性风险担忧缓解以及永续经营假设加强两个估值修复的驱动因素正在得到验证。综合以上估值角度，判断公司目标价区间为 6.81-7.68 元/股，在当前股价基础上仍有 42%-60% 的上升空间，上调投资评级至“强烈推荐”，预计 2024/2025/2026 年 EPS

³ 测算说明：我们基于各城市二手房价格波动幅度（部分新房项目在现有定价基础上流速有限，因此我们认为二手房价格或反映更具有流动性的资产价格）并根据整体存货在各城市的分布进行赋权来测算公司潜在减值压力，并根据测算结果对房企存货价值和净资产进行相应调整，得到修正后 PB（当前市值/考虑潜在减值压力后的归母净资产）。

分别为-1.30/-0.39/0.02 元，当前股价对应 P/B 分别 0.4/0.4/0.4 倍。

4.5 风险提示

（1）公司公开债偿付进度不及预期：若公司公开债偿付进度不及预期，或使公司现金流压力进一步加剧；

（2）销售去化不及预期：若公司项目销售去化不及预期，或对公司可自由支配现金流产生影响，进而影响公司投资循环重构进程；

（3）拿地进度不及预期：若拿地进度不及预期，或影响公司后续销售金额以及利润率；

（4）政策改善不及预期：若政策改善不及预期，或使得房地产市场供需关系改善以及资产价格改善不及预期，对公司销售额以及利润率造成影响；

（5）宏观利率改善不及预期：若宏观利率改善不及预期，或使得房地产需求改善不及预期，进而对公司项目去化进度、销售额以及利润率造成影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	313984	272264	235832	210256	203916
现金	54507	29738	20042	13991	14080
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	1	0	0	0
应收款项	1539	1629	1184	790	711
其它应收款	91264	94060	86390	82077	87565
存货	151004	132912	118430	104551	92791
其他	15668	13924	9786	8847	8769
非流动资产	105399	101583	102652	103940	102100
长期股权投资	66060	60617	59405	58217	57052
固定资产	1336	734	663	600	544
无形资产商誉	365	356	321	289	260
其他	37639	39876	42263	44835	44244
资产总计	419383	373847	338484	314196	306015
流动负债	221183	198716	176118	156249	150056
短期借款	2906	534	513	492	473
应付账款	33679	28982	22329	20517	20798
预收账款	77104	66061	52705	38126	32637
其他	107494	103139	100572	97114	96149
长期负债	81944	58230	55345	53748	51593
长期借款	51532	48343	46409	45694	43981
其他	30412	9887	8936	8053	7612
负债合计	303126	256946	231464	209996	201649
股本	4515	4515	4515	4515	4515
资本公积金	740	161	161	161	161
留存收益	59974	60384	54420	52672	52779
少数股东权益	51027	51841	47924	46853	46913
归属于母公司所有者权益	65230	65060	59096	57347	57454
负债及权益合计	419383	373847	338484	314196	306015

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	19907	2193	1872	1925	2451
净利润	9166	3195	(9792)	(2820)	167
折旧摊销	389	402	222	190	163
财务费用	3807	3393	2084	766	740
投资收益	(3974)	(1956)	2859	1175	(338)
营运资金变动	10955	(2773)	6506	2621	1722
其它	(436)	(69)	(8)	(7)	(3)
投资活动现金流	(2407)	3316	(4149)	(2652)	2017
资本支出	(695)	(594)	(7)	(7)	(7)
其他投资	(1712)	3910	(4142)	(2645)	2024
筹资活动现金流	(27744)	(31215)	(7419)	(5323)	(4379)
借款变动	(2535)	(7968)	(4295)	(3674)	(3197)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(1413)	(580)	0	0	0
股利分配	(2844)	(614)	(89)	0	0
其他	(20952)	(22053)	(3035)	(1649)	(1181)
现金净增加额	(10244)	(25706)	(9696)	(6051)	89

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	120208	98125	69669	43891	35552
营业成本	95239	80948	62005	39305	31997
营业税金及附加	3850	1507	1045	658	533
营业费用	2830	2974	2195	1229	871
管理费用	5054	4605	4041	2195	1422
研发费用	185	125	42	4	4
财务费用	846	1124	2084	766	740
资产减值损失	(4668)	(3361)	(5714)	(1714)	(343)
公允价值变动收益	1314	395	(316)	(158)	134
其他收益	137	100	0	0	0
投资收益	3974	1956	(2543)	(1017)	203
营业利润	12961	5933	(10316)	(3155)	(19)
营业外收入	91	220	243	245	257
营业外支出	(27)	84	100	111	122
利润总额	13080	6069	(10173)	(3020)	116
所得税	3913	2874	(382)	(200)	(51)
少数股东损益	3059	2307	(3917)	(1072)	60
归属于母公司净利润	6107	888	(5875)	(1748)	107

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	21%	-18%	-29%	-37%	-19%
营业利润	-19%	-54%	-274%	-69%	-99%
归母净利润	-35%	-85%	-762%	-70%	-106%
获利能力					
毛利率	20.8%	17.5%	11.0%	10.5%	10.0%
净利率	5.1%	0.9%	-8.4%	-4.0%	0.3%
ROE	9.5%	1.4%	-9.5%	-3.0%	0.2%
ROIC	3.9%	1.0%	-3.9%	-1.1%	0.2%
偿债能力					
资产负债率	72.3%	68.7%	68.4%	66.8%	65.9%
净负债比率	22.4%	24.0%	25.3%	26.1%	25.7%
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
存货周转率	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3
应收账款周转率	103.0	61.9	49.5	44.4	47.4
应付账款周转率	2.6	2.6	2.4	1.8	1.5
每股资料(元)					
EPS	1.35	0.20	-1.30	-0.39	0.02
每股经营净现金	4.41	0.49	0.41	0.43	0.54
每股净资产	14.45	14.41	13.09	12.70	12.73
每股股利	0.14	0.02	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	3.5	24.3	-3.7	-12.3	202.1
PB	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	20.1	39.0	-35.1	-127.7	318.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。