

金地集团 (600383.SH)

减值充分，重启拿地

(1) 2024 年公司归母净利润亏损 61 亿元，全年计提减值 63 亿元，延续公司过往减值相对充分的特点；(2) 销售规模进一步收缩但周转效率仍高于行业平均，24 年投资循环中断直至 25 年 1 月重启；(3) 财务方面，公司有息负债进一步收缩，银行借款占比上升至 9 成以上，一定程度上或反映银行对公司的融资支持；公开债务方面，公司债券均已如期付息兑付并顺利渡过偿付高峰期，未来到期规模所剩无几，流动性压力显著下降。预计 2025/2026/2027 年 EPS 分别为 -0.37/-0.12/0.01 元，对应 P/B 分别 0.4/0.4/0.4 倍。考虑到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，且公司今年 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，给予公司目标价区间为 6.54-7.68 元/股，维持“强烈推荐”评级。

(1) 2024 年公司业绩转亏，全年计提减值 63 亿元，延续公司过往减值较为充分的特点。

公司 24 年实现营业收入/营业利润/归母净利润分别为 753 亿元/-70 亿元/-61 亿元，同比分别 -23.2%/-217.9%/-788.5%，归母净利润规模 (-61 亿元) 与业绩预告 (-56 至 -70 亿元) 一致。(i) 2024 年度，公司营收同比负增长，主因房地产业务结算收入减少 (同比 -29.8%)，滞后反映过去公司销售规模下滑；(ii) 营业利润增速低于营业收入：具体看，公司毛利率较 23 年下降 2.5 PCT 至 14.9% (其中房地产业务结算毛利率较 23 年下降 2.1 PCT 至 14.1%)，三费费率较 23 年上升 0.6 PCT 至 9.5% (销售/管理/财务费用率分别较 23 年 -0.1 PCT/-0.8 PCT/+1.6 PCT 至 2.9%/3.9%/2.7%)，投资净收益 (-27 亿元) 较 23 年减少 47 亿元，公允价值变动净收益 (-8 亿元) 较 23 年减少 12 亿元，资产减值损失 (39 亿元) 和信用减值损失 (24 亿元) 分别较 23 年增加 15 亿元和 14 亿元，上述毛利率下滑、财务费率上升、投资收益减少、公允价值变动净收益减少、减值增加，共同造成公司营业利润同比增速低于营收；(iii) 归母净利润增速低于营业利润：主要因为亏损情况下结算权益比上升 (24 年归母净利润占净利润的比例较 23 年增加 50.4 PCT 至 78.2%)，而所得税费用减少 (24 年所得税费用较 23 年减少 21 亿元至 8 亿元) 形成一定对冲作用。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	98125	75344	39179	27817	23644
同比增长	-18%	-23%	-48%	-29%	-15%
营业利润(百万元)	5933	(6998)	(2047)	(779)	(106)
同比增长	-54%	-218%	-71%	-62%	-86%
归母净利润(百万元)	888	(6115)	(1670)	(553)	44
同比增长	-85%	-789%	-73%	-67%	-108%
每股收益(元)	0.20	-1.35	-0.37	-0.12	0.01
PE	23.5	-3.4	-12.5	-37.7	475.4
PB	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

总量研究/房地产

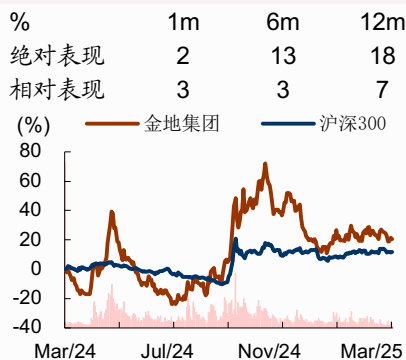
目标估值：6.54 - 7.68 元

当前股价：4.62 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)	20.9
流通市值 (十亿元)	20.9
每股净资产 (MRQ)	13.1
ROE (TTM)	-10.4
资产负债率	64.8%
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

- 1、《金地集团 (600383) — 困境反转：从“活下去”到“谋永续”》2025-02-27
- 2、《金地集团 (600383) — 未来公开市场偿还压力减小和投资循环重建进程或是核心关注点》2024-11-01
- 3、《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

孔嘉庆 S1090524100004

✉ kongjiaqing@cmschina.com.cn

赵可 S1090513110001

✉ zhaoke@cmschina.com.cn

展望未来，25 年公司计划新开工/竣工面积分别为 127 万平方米/468 万平方米（较 24 年实际完成额分别+25.7%/-52.8%），24 年末合同负债 337 亿元（较 23 年底-48.8%）对营收的保障系数为 0.45（低于 23 年的 0.67），再考虑到过去三年房价的下行压力等，判断公司后续业绩或仍承压。

（2）销售规模进一步收缩但周转效率仍高于行业平均，24 年投资循环中断直至 25 年 1 月重启。

销售方面，24 年公司全口径累计销售面积为 471 万平方米（同比-46.2%）；全口径累计销售金额为 685 亿元（同比-55.4%），位列克而瑞行业排行榜第 14 名（较 23 全年下滑 4 名），同比增速（-55.4%）低于百强房企（-30.3%）；对应销售均价 1.45 万元/方（同比-17.0%）。

尽管 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。截至最新一期（24Q3 末），公司存货周转速度（年滚动销售回款/存货）为 0.44，高于同期行业平均周转速度（0.32），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。详细关于公司及行业存货周转情况的对比分析，可参考我们 2025-02-27 发布的深度报告《金地集团（600383）-困境反转：从“活下去”到“谋永续”》。

拿地方面，24 年在房地产行业景气度下降、公司销售规模收缩、融资受限、公开债集中到期背景下，公司投资循环中断。具体而言：24 年前三季度公司无新增土地投资，24 年 12 月，金地商置于武汉获取 1 个项目（总地价 3.5 亿元），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，并实现非住业态整体去化，同时获取优质宅地”，因此 24 年全年仅获取一个项目，对应投资力度（全口径拿地金额/全口径销售金额）1%。

25 年 1 月，公司重启拿地，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。

土储方面，截至 24 年底，公司总土地储备（未结算口径）2916 万平方米，权益土地储备 1245 万平方米，其中一二线占比约 77%，土储质量相对较优。

往后看，考虑到过去三年（22-24 年）公司投资力度持续收缩，后续公司推盘总量和结构或都将对销售形成一定压力，但预计随着公开债偿付压力显著减小，公司可支配自由现金流或边际回升，为公司重构投资循环提供一定支撑。

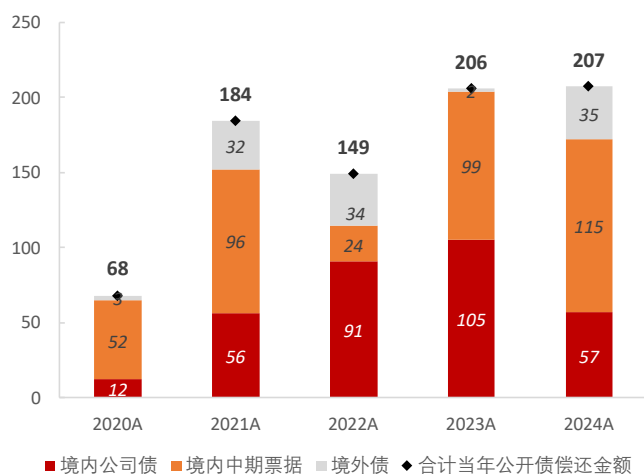
（3）财务方面，公司有息负债进一步收缩，银行借款占比上升至 9 成以上，一定程度上或反映银行对公司的融资支持；公开债务方面，公司债券均已如期付息兑付并顺利渡过偿付高峰期，未来到期规模所剩无几，流动性压力显著下降。

财务方面，公司有息负债进一步收缩，银行借款占比上升至 9 成以上。截至 2024 年底，公司有息负债金额 735 亿元（同比-20.0%），货币资金 227 亿元（同比-23.6%），扣预收账款的资产负债率 59.7%（较 23 年-1.6 PCT），净负债率 49.1%（较 23 年-4.1 PCT），综合融资成本较 23 年降低 31 BP 至 4.05%。期限上看，短期有息负债占比 43.3%，较 23 年下降 1.2 PCT。来源上看，银行借款/公开市场融资占比分别为 96.3%/3.7%，公开市场融资占比持续走低，银行借款占比走升，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、债务结构清晰等负债端特征（详细分析可参考此前报告《金地集团（600383）-困境反转：从“活下去”到“谋永续”》）。

公开债务方面，公司已顺利渡过公开债偿付高峰期，如下图所示，24 年公司偿还境内外公开债 207 亿元（本息合计），截至 2025 年 3 月 25 日，公司存续公开债到期规模仅 11 亿元人民币，分别为 2025 年 4 月中票本息合计约 5.4 亿元（已于 2025 年 3 月 24 日发布该笔中票的兑付安排公告）、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需要兑付。

图 1：2020-2024 年公司公开债偿付额（亿元人民币）



资料来源：Wind，招商证券

图 2：公司未来公开债待偿还现金流（按月和按年）



	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

注：公司已于 2025/3/24 发布 25 年 4 月到期中票（20 金地 MTN001B）的兑付安排公告

投资建议：2024 年公司归母净利润亏损 61 亿元，全年计提减值 63 亿元，延续公司过往减值相对充分的特点；销售规模进一步收缩但周转效率仍高于行业平均，24 年投资循环中断直至 25 年 1 月重启；财务方面，公司有息负债进一步收缩，银行借款占比上升至 9 成以上，一定程度上或反映银行对公司的融资支持；公开债务方面，公司债券均已如期付息兑付并顺利渡过偿付高峰期，未来到期规模所剩无几，流动性压力显著下降。预计 2025/2026/2027 年 EPS 分别为 -0.37/-0.12/0.01 元，对应 P/B 分别 0.4/0.4/0.4 倍。考虑到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，且公司今年 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，延续上篇深度报告《金地集团（600383）-困境反转：从“活下去”到“谋永续”》中估值方法（按照最新归母净资产，维持 0.5x 表观目标 PB；保守估算下的 PB 估值不变），给予公司目标价区间为 6.54-7.68 元/股，维持“强烈推荐”评级。

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。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	272264	199438	164814	156338	154014
现金	29738	22731	22053	23734	25248
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	3	1	1	1
应收款项	1629	1895	1175	835	709
其它应收款	94060	80176	70522	66761	65022
存货	132912	83784	64145	60085	58845
其他	13924	10850	6917	4924	4189
非流动资产	101583	94468	91568	88754	86018
长期股权投资	60617	53425	52357	51309	50283
固定资产	734	622	532	455	390
无形资产商誉	356	289	260	234	210
其他	39876	40132	38420	36755	35134
资产总计	373847	293906	256382	245092	240032
流动负债	198716	142610	107964	97933	93335
短期借款	534	335	301	286	272
应付账款	28982	20848	11292	8153	6968
预收账款	66061	33986	18407	13291	11360
其他	103139	87440	77963	76203	74735
长期负债	58230	47823	47080	46528	46010
长期借款	48343	41252	40757	40267	39784
其他	9887	6571	6324	6261	6226
负债合计	256946	190433	155044	144462	139345
股本	4515	4515	4515	4515	4515
资本公积金	161	156	156	156	156
留存收益	60384	54369	52699	52146	52190
少数股东权益	51841	44434	43968	43814	43826
归属于母公司所有者权益	65060	59040	57370	56817	56861
负债及权益合计	373847	293906	256382	245092	240032

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2193	13620	7357	1078	624
净利润	3195	(7820)	(2136)	(707)	56
折旧摊销	402	379	193	162	137
财务费用	3393	2803	1094	636	631
投资收益	(1956)	2737	1758	549	252
营运资金变动	(2773)	16249	6433	442	(450)
其它	(69)	(728)	14	(4)	(2)
投资活动现金流	3316	2462	949	2103	2347
资本支出	(594)	(200)	(2)	(2)	(3)
其他投资	3910	2662	951	2106	2349
筹资活动现金流	(31215)	(23584)	(8984)	(1500)	(1457)
借款变动	(7968)	(18482)	(7642)	(801)	(791)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(580)	(4)	0	0	0
股利分配	(614)	(89)	0	0	0
其他	(22053)	(5009)	(1342)	(699)	(666)
现金净增加额	(25706)	(7503)	(679)	1682	1514

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	98125	75344	39179	27817	23644
营业成本	80948	64019	34673	25035	21398
营业税金及附加	1507	1378	666	473	378
营业费用	2974	2174	979	695	591
管理费用	4605	2932	1215	862	709
研发费用	125	56	29	21	18
财务费用	1124	2056	1094	636	631
资产减值损失	(3361)	(6239)	(811)	(324)	227
公允价值变动收益	395	(813)	(407)	366	439
其他收益	100	63	100	101	121
投资收益	1956	(2737)	(1451)	(1016)	(812)
营业利润	5933	(6998)	(2047)	(779)	(106)
营业外收入	220	154	184	194	203
营业外支出	84	160	164	172	180
利润总额	6069	(7005)	(2026)	(757)	(83)
所得税	2874	815	110	(49)	(139)
少数股东损益	2307	(1705)	(466)	(154)	12
归属于母公司净利润	888	(6115)	(1670)	(553)	44

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-18%	-23%	-48%	-29%	-15%
营业利润	-54%	-218%	-71%	-62%	-86%
归母净利润	-85%	-789%	-73%	-67%	-108%
获利能力					
毛利率	17.5%	15.0%	11.5%	10.0%	9.5%
净利率	0.9%	-8.1%	-4.3%	-2.0%	0.2%
ROE	1.4%	-9.9%	-2.9%	-1.0%	0.1%
ROIC	1.0%	-3.1%	-0.7%	-0.1%	0.4%
偿债能力					
资产负债率	68.7%	64.8%	60.5%	58.9%	58.1%
净负债比率	24.0%	25.0%	25.7%	26.5%	26.8%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
存货周转率	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	61.9	42.7	25.5	27.6	30.6
应付账款周转率	2.6	2.6	2.2	2.6	2.8
每股资料(元)					
EPS	0.20	-1.35	-0.37	-0.12	0.01
每股经营净现金	0.49	3.02	1.63	0.24	0.14
每股净资产	14.41	13.08	12.71	12.59	12.59
每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	23.5	-3.4	-12.5	-37.7	475.4
PB	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	27.5	-40.9	-260.4	10139.2	299.0

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。