

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
毎股净资产(MRQ)	13.1
ROE (TTM)	-10.4
资产负债率	64.8%
主要股东 富德生命人寿保障	俭股份有限
5 5 nt + 11 nt . 1. (-1	04.000/

主要股东持股比例 21.69%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	13	18
相对表现	3	3	7
(%)	金地集团		沪深300
80 _「			
60 -		٠٨.	
40		IM NA	
20 - 1			MM
0	may	40.00	
-20	"VA		
-40	البالخا للمستعلق البا	ومطاعوها الاطالا	
Mar/24	Jul/24	Nov/24	Mar/25
-6-11	\ == 10.1=	1	.14

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)



■境内公司债 ■境内中期票据 ■境外债 ◆合计当年公开债偿还金额

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

投資建议: 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。

敬请阅读末页的重要说明 3



附: 财务预测表

资	产	负	债	表

単位: 百万元202320242025E2026E2027E流动資产272264199438164814156338154014现金2973822731220532373425248交易性投資00000应收票据13111应收款项162918951175835709其它应收款9406080176705226676165022存货13291283784641456008558845其他1392410850691749244189非流动資产10158394468915688875486018长期股权投资6061753425523575130950283固定资产734622532455390无形资产商誉356289260234210其他3987640132384203675535134资产总计373847293906256382245092240032流动负债1987161426101079649793393335短期借款534335301286272应付账款28982208481129281536968预收账款6606133986184071329111360长期负债5823047823470804652846010长期负债5823047823470804652846010长期债债5823047823470804652846010长期债483434125240757402673978	贝厂贝顶水					
双金 29738 22731 22053 23734 25248 交易性投资 0 0 0 0 0 0 0 0 应收票据 1 3 1 1 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 共他 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 60384 54369 52699 52146 52190 少数股东权益 51841 44434 43968 43814 43826 归属于政河所称权益 65060 59040 57370 56817 56861	单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
交易性投資 应收票据 点收款项 其它应收款 有货 其它应收款 有货 其他 表期股权投资 方 方 有资产 有方 有力<	流动资产	272264	199438	164814	156338	154014
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 資本公积金 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 归属于欧河所称效益 65060 59040 57370 56817 56861	现金	29738	22731	22053	23734	25248
应收款项 其它应收款 存货 其他1629 132912 132912 132912 132914 132914 132915 132915 132915 132915 132915 132916 132916 132916 132916 132917 132917 132917 132918 132918 132919 132919 132919 132919 132910 132910 132910 132910 132910 132910 132910 132910 132910 132910 132910 132910 132910 132910 132910 132910 132910 132910 132910 13291 13291 13291 13291 13291 13291 13291 13291 13291 13291 13291 133986 13291 13302 13291 13303 13291 13305 13292 14462 13246 152694 152694 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152146 152190 152	交易性投资	0	0	0	0	0
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 6364 19874公司价格款公司价格对公司价格对公司价格对公司价格对公司价格对公司价格对公司价格对公司价格对	应收票据	1	3	1	1	1
存货 其他13291283784641456008558845其他1392410850691749244189非流动資产 长期股权投资 直定资产 其他6061753425523575130950283五形资产商誉 其他356289260234210表产总计37847293906256382245092240032流动负债 短期借款 应付账款 其他1987161426101079649793393335短期借款 技收账款 其他534335301286272应付账款 其他28982 5823020848 4782311292 470808153 465286968长期负债 大期借款 其他58230 4782347080 47057 4026746528 40757 4026746010 39784长期借款 其他9887 9887 45156571 6324 46261 62264515 4515 45154515 45154515 4515资本公积金 少数股东权益 少数股东权益 51841 51841 51841 51841 44434 44434 43968 43814 4382643814 43826均局所執权益 9806 9506059040573705681756861	应收款项	1629	1895	1175	835	709
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 56 156 第存收益 60384 54369 52699 52146 52190 少数股东权益 51841 44434 43968 43814 43826 归属于承公河旅补减益 65060 59040 57370 56817 56861	其它应收款	94060	80176	70522	66761	65022
非流动資产10158394468915688875486018长期股权投资6061753425523575130950283固定资产734622532455390无形资产商誉356289260234210其他3987640132384203675535134资产总计373847293906256382245092240032流动负债1987161426101079649793393335短期借款534335301286272应付账款28982208481129281536968预收账款6606133986184071329111360其他10313987440779637620374735长期负债5823047823470804652846010长期借款4834341252407574026739784其他98876571632462616226负债合计256946190433155044144462139345股本45154515451545154515资本公积金161156156156156留存收益6038454369526995214652190少数股东权益5184144434439684381443826归属于母公河府都6506059040573705681756861	存货	132912	83784	64145	60085	58845
长期股权投资 固定资产6061753425523575130950283西定资产 大形资产商誉 其他356289260234210其他3987640132384203675535134资产总计373847293906256382245092240032流动负债1987161426101079649793393335短期借款 应付账款534335301286272应付账款28982208481129281536968预收账款 其他6606133986184071329111360长期负债 长期负债 长期借款 其他5823047823470804652846010长期借款 其他98876571632462616226负债合计256946190433155044144462139345股本 分本公积金 少数股东权益161156156156156留存收益 少数股东权益 少数股东权益5184144434439684381443826归属于母公河所称和益 与国际司公河所有和益 6506059040573705681756861	其他	13924	10850	6917	4924	4189
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 56 156 6324 60384 54369 52699 52146 52190 少数股东权益 51841 44434 43968 43814 43826 归属于承公河旅都延 65060 59040 57370 56817 56861	非流动资产	101583	94468	91568	88754	86018
无形资产商誉 其他356289260234210其他3987640132384203675535134资产总计373847293906256382245092240032流动负债1987161426101079649793393335短期借款534335301286272应付账款28982208481129281536968预收账款6606133986184071329111360其他10313987440779637620374735长期负债5823047823470804652846010长期借款4834341252407574026739784其他98876571632462616226负债合计256946190433155044144462139345股本45154515451545154515资本公积金161156156156156留存收益6038454369526995214652190少数股东权益5184144434439684381443826归属于母公河所都6506059040573705681756861	长期股权投资	60617	53425	52357	51309	50283
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 56 156 留存收益 60384 54369 52699 52146 52190 少数股东权益 51841 44434 43968 43814 43826 归属于承心所作都运 65060 59040 57370 56817 56861	固定资产	734	622	532	455	390
资产总计373847293906256382245092240032流动负债1987161426101079649793393335短期借款534335301286272应付账款28982208481129281536968预收账款6606133986184071329111360其他10313987440779637620374735长期负债5823047823470804652846010长期借款4834341252407574026739784其他98876571632462616226负债合计256946190433155044144462139345股本45154515451545154515资本公积金161156156156156留存收益6038454369526995214652190少数股东权益5184144434439684381443826归属于承心河旅都6506059040573705681756861	无形资产商誉	356	289	260	234	210
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 5 4515 5 4515 60384 54369 52699 52146 52190 少数股东权益 51841 44434 43968 43814 43826 归属于母公司所替对益 65060 59040 57370 56817 56861	其他	39876	40132	38420	36755	35134
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 5 4515 5 4515 60384 54369 52699 52146 52190 少数股东权益 51841 44434 43968 43814 43826 归属于承心所称和益 65060 59040 57370 56817 56861	资产总计	373847	293906	256382	245092	240032
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 5本公积金 161 156 156 156 156 156 留存收益 60384 54369 52699 52146 52190 少数股东权益 51841 44434 43968 43814 43826 归属于承心所称和益 65060 59040 57370 56817 56861	流动负债	198716	142610	107964	97933	93335
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 公问所都权益 65060 59040 57370 56817 56861	短期借款	534	335	301	286	272
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 归属于母公河所都对益 65060 59040 57370 56817 56861	应付账款	28982	20848	11292	8153	6968
长期负债5823047823470804652846010长期借款4834341252407574026739784其他98876571632462616226负债合计256946190433155044144462139345股本45154515451545154515资本公积金161156156156156留存收益6038454369526995214652190少数股东权益5184144434439684381443826归属于母公河所都6506059040573705681756861	预收账款	66061	33986	18407	13291	11360
长期借款 其他4834341252407574026739784黄债合计256946190433155044144462139345股本45154515451545154515资本公积金161156156156156留存收益6038454369526995214652190少数股东权益5184144434439684381443826归属于公司所有权益6506059040573705681756861	其他	103139	87440	77963	76203	74735
其他98876571632462616226负债合计256946190433155044144462139345股本4515451545154515资本公积金161156156156156留存收益6038454369526995214652190少数股东权益5184144434439684381443826归属于公司所有权益6506059040573705681756861	长期负债	58230	47823	47080	46528	46010
负债合计256946190433155044144462139345股本4515451545154515资本公积金161156156156156留存收益6038454369526995214652190少数股东权益5184144434439684381443826归属于公问所都6506059040573705681756861	长期借款	48343	41252	40757	40267	39784
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 归属于中心的作都权益 65060 59040 57370 56817 56861	其他	9887	6571	6324	6261	6226
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 归属于母心所有构益 65060 59040 57370 56817 56861	负债合计	256946	190433	155044	144462	139345
留存收益 60384 54369 52699 52146 52190 少数股东权益 51841 44434 43968 43814 43826 归属于母公训作者权益 65060 59040 57370 56817 56861	股本	4515	4515	4515	4515	4515
少数股东权益 51841 44434 43968 43814 43826 归属于母公印作者权益 65060 59040 57370 56817 56861	资本公积金	161	156	156	156	156
归属于母公司所有教益 65060 59040 57370 56817 56861	留存收益	60384	54369	52699	52146	52190
	少数股东权益	51841	44434	43968	43814	43826
负债及权益合计 373847 293906 256382 245092 240032	归属于最小的所有权益	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

利润表

111111					
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	8.0	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
毎股资料(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

资料来源:公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明 4



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。

敬请阅读末页的重要说明 5