

绿城中国 (03900.HK)

拿地销售领跑行业，合理减值业绩向好

大力度计提减值致业绩承压，未来公司业绩有望领先行业企稳。2024 年公司实现营业收入 1585.5 亿元(同比+20.7%，下同)，净利润 41.5 亿元(-37.9%)，归母净利润 15.96 亿元(-48.8%)。期内公司业绩下滑，主要是公司大力度计提减值，其中资产减值损失 40.39 亿元、信用减值损失 10.25 亿元(2023 年两项分别为：13.91、2.3 亿元)。此外，期内公司投资收益为-6.3 亿元，相较于 2023 年 21.7 亿元明显下降，影响整体利润表现。从毛利率的角度看，期内整体毛利率为 12.8%(-0.2pct)，其中物业开发毛利率为 11.7%(+0.4pct)，毛利率小幅提升主要是结转项目中上海及西安的两个项目毛利率较高。我们认为，早年利润率较低项目大部分已逐步结转/减值计提，近年来新获取项目利润率相对可观、流速较快，同时新项目公司权益比较高，未来公司业绩端有望领先行业企稳。

债务结构健康，融资渠道保持畅通。公司继续优化债务结构，合理压降负债水平，期末有息负债总额为人民币 1371.9 亿元(-6.1%)，其中一年内到期债务 316.6 亿元，占比 23.1%；从结构看，银行借款 1046 亿元，占比 76%，债务结构健康。综合融资成本下降 40BP 至 3.9%。公司融资渠道畅通，2024 年公司共发行债券 125.3 亿元，加权平均发行利率为 3.88%；同时，公司积极回购债券，期内累计回购 8.5 亿元，二级债券收益率稳中有降。美元债方面，公司于 2025 年 2 月成功发行 5 亿美元三年期优先票据，重启中资地产美元债渠道，认购倍数最高达到 5.4 倍，充分展现市场对公司主体信用的认可。期末，公司剔除预资产负债率为 67.3%，净负债率 56.6%，现金短债比 2.3 倍，保持财务稳健与流动性安全。

销售表现持续处于头部梯队，2024 年公司自投销售同比仅-11.6%。公司 2024 年实现合同销售金额(含代建)2768 亿元(-8.1%)。其中，自投销售金额 1718 亿元(-11.6%)；自投权益销售金额为 1206 亿元(-5.5%)，自投权益比提升至 70.2%。对比行业看，公司操盘口径销售规模排名行业第 3，自投与权益销售规模均排名行业第 6(克而瑞排名)；同时，公司 2024 年销售降幅明显跑赢行业，也跑赢 TOP10 房企，销售表现持续处于头部梯队。

拿地聚焦核心城市，优质土储保障销售。公司 2024 年新增 42 个项目，权益拿地金额为 484 亿元，金额口径权益投销比为 40.1%，预计新增货值 1088 亿元，其中一二线城市货值占比达 92%。公司 2024 年末土地储备建面为 2747 万方，土储总货值为 4496 亿元，其中一二线城市货值占比为 76%。优质且充裕的土地储备为公司后续销售及业绩打下坚实基础。

投资建议：考虑到公司(1)国资背景背书，财务稳健融资畅通，流动性无忧；(2)高度聚焦核心城市拿地，土储质优量足，叠加产品品质领先，销售去化确定性强；(3)已售未结资源充足，历史包袱逐步减轻，业绩向好。维持“买入”评级。基于目前行业下行周期以及公司结转节奏，我们预测公司 2025/2026/2027 年的收入为 1533.0/1528.9/1543.2 亿元，归母净利润为 15.7/21.1/30.5 亿元，EPS 为 0.62/0.83/1.2 元/股，对应的 PE 为 18.3/13.6/9.4 倍。

风险提示：政策放松不及预期，毛利率下行超预期，结算进度不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	131383	158546	153299	152887	154320
增长率 yoy (%)	3%	21%	-3%	0%	1%
归母净利润(百万元)	3118	1596	1569	2113	3046
增长率 yoy (%)	13%	-49%	-2%	35%	44%
EPS 最新摊薄(元/股)	1.22	0.63	0.62	0.83	1.20
P/E(倍)	6.52	14.70	18.32	13.60	9.43

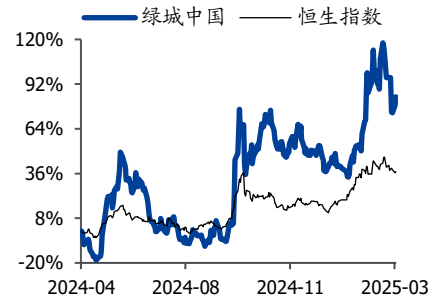
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 4 月 1 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
04 月 01 日收盘价(港元)	11.34
总市值(百万港元)	28,738.62
总股本(百万股)	2,534.27
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	23.10

股价走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号: S0680522030001

邮箱: jinjing3@gszq.com

分析师 夏陶

执业证书编号: S0680524070006

邮箱: xiatao@gszq.com

相关研究

- 1、《绿城中国(03900.HK): 1H 拿地销售显著优于行业，合理减值出清历史包袱》 2024-08-26
- 2、《绿城中国(03900.HK): 业绩增长融资畅通，拿地聚焦销售稳健》 2024-03-27
- 3、《绿城中国(03900.HK): 权益比提升推动业绩增长，拿地聚焦融资畅通》 2023-08-29

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	463,725	437,691	425,928	427,785	428,155
现金	69,758	68,862	70,350	72,944	76,355
应收账款及票据	2,012	2,638	2,342	2,973	2,572
存货	286,513	252,016	248,972	247,855	244,231
其他	105,442	114,176	104,263	104,013	104,997
非流动资产	71,812	70,094	69,399	70,630	73,071
固定资产	10,823	10,933	11,018	11,289	11,730
无形资产	1,761	2,546	2,766	3,077	3,477
其他	59,228	56,615	55,615	56,265	57,865
资产总计	535,537	507,785	495,326	498,415	501,227
流动负债	303,248	285,505	271,995	272,045	271,256
短期借款	42,205	31,663	31,030	30,409	30,713
应付账款及票据	48,614	47,149	44,592	44,260	44,406
其他	212,429	206,693	196,373	197,375	196,137
非流动负债	118,354	108,796	106,685	106,168	105,448
长期债务	113,595	105,524	103,413	102,896	102,176
其他	4,759	3,272	3,272	3,272	3,272
负债合计	421,602	394,301	378,680	378,213	376,704
普通股股本	242	243	243	243	243
储备	35,941	36,085	36,893	38,161	39,989
归属母公司股东权益	36,130	36,328	37,136	38,404	40,232
少数股东权益	77,805	77,157	79,510	81,799	84,291
股东权益合计	113,935	113,484	116,646	120,203	124,523
负债和股东权益	535,537	507,785	495,326	498,415	501,227

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	22,974	28,800	10,435	10,913	11,930
净利润	3,118	1,596	1,569	2,113	3,046
少数股东权益	3,560	2,550	2,353	2,289	2,492
折旧摊销	780	870	996	1,018	1,059
营运资金变动及其他	15,516	23,784	5,518	5,493	5,333
投资活动现金流	-19,106	-21,995	-2,835	-3,829	-4,390
资本支出	-360	-895	-1,300	-1,600	-1,900
其他投资	-18,747	-21,099	-1,535	-2,229	-2,490
筹资活动现金流	-423	-7,702	-6,112	-4,490	-4,130
借款增加	-4,093	-6,613	-2,744	-1,138	-416
普通股增加	0	0	0	0	0
股利与利息	-1,266	-1,089	-760	-845	-1,218
其他	4,936	0	-2,608	-2,508	-2,495
现金净增加额	3,446	-897	1,489	2,594	3,411

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	131,383	158,546	153,299	152,887	154,320
其他收入	564	0	0	0	0
营业成本	114,310	138,321	133,776	132,779	133,217
销售费用	2,728	3,323	3,526	3,822	3,549
管理费用	5,139	4,441	4,599	4,892	4,630
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	727	2,579	2,608	2,508	2,495
除税前溢利	9,725	7,074	6,275	7,336	9,549
所得税	3,047	2,928	2,353	2,934	4,011
净利润	6,678	4,146	3,922	4,402	5,538
少数股东损益	3,560	2,550	2,353	2,289	2,492
归属母公司净利润	3,118	1,596	1,569	2,113	3,046
EBIT	10,452	9,652	8,883	9,844	12,044
EBITDA	11,231	10,523	9,879	10,862	13,103
EPS (元)	1.22	0.63	0.62	0.83	1.20

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	3.33%	20.67%	-3.31%	-0.27%	0.94%
归属母公司净利润	13.12%	-48.79%	-1.73%	34.67%	44.17%
获利能力					
毛利率	12.99%	12.76%	12.73%	13.15%	13.67%
销售净利率	2.37%	1.01%	1.02%	1.38%	1.97%
ROE	8.63%	4.39%	4.22%	5.50%	7.57%
ROIC	2.66%	2.26%	2.21%	2.33%	2.71%
偿债能力					
资产负债率	78.73%	77.65%	76.45%	75.88%	75.16%
净负债比率	75.52%	60.21%	54.95%	50.22%	45.40%
流动比率	1.53	1.53	1.57	1.57	1.58
速动比率	0.55	0.62	0.62	0.63	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.30	0.31	0.31	0.31
应收账款周转率	72.33	68.20	61.57	57.53	55.66
应付账款周转率	2.37	2.89	2.92	2.99	3.00
每股指标 (元)					
每股收益	1.22	0.63	0.62	0.83	1.20
每股经营现金流	9.07	11.36	4.12	4.31	4.71
每股净资产	14.27	14.33	14.65	15.15	15.87
估值比率					
P/E	6.52	14.70	18.32	13.60	9.43
P/B	0.56	0.65	0.77	0.75	0.71
EV/EBITDA	9.45	8.72	9.40	8.20	6.51

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 4 月 1 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com