

公开债风险大幅降低，有助于后续经营发展

核心观点

公司近期发布 2024 年年报，全年营业收入 753.4 亿元，同比下降 23.2%，归母净利润为 -61.2 亿元，同比下降 788.5%。

- 开发业务收入及毛利率双降，计提减值和投资收益亏损影响业绩。**公司 24 年营收 753.4 亿，同比下降 23.2%，主要由于公司结算面积同比下降 19%至 396 万方，从而结算收入同比下降 30%至 600 亿。24 年归母净亏损 61.2 亿，主要由于 1) 开发业务结算毛利率下降 2.1pct 至 14.1%，拖累综合毛利率下降 2.5pct 至 14.9%；2) 表外项目投资收益亏损 27.4 亿（23 年盈利 19.6 亿）3) 信用和存货计提减值损失 62.8 亿，占营收约 8%（23 年损失 33.7 亿）。24 年公司新开工面积约 101 万方，竣工面积约 992 万方，25 年公司计划竣工面积 468 万方，结算收入可能进一步收缩；考虑到存量项目利润率偏低、且减值压力仍存，预计未来业绩继续承压。
- 公开债风险大幅降低，有助于后续经营发展。**公司通过大宗资产处置、加速销售去化等多种方式筹措偿债资金，24 年累计偿付超 200 亿公开债后余额仅剩 5.6 亿，已顺利渡过偿债高峰。截至 24 年末，公司有息负债余额 735 亿元（-20.0%），其中银行借款占比 96.3%。资产负债率 64.8%，剔除预收款后资产负债率 59.7%，净负债率 49.1%。公司债务融资加权平均成本为 4.05%，同比下降 31bp。
- 销售、拿地收缩，偿债高峰后逐步补充优质土储。**24 年公司签约销售面积 471.4 万方（-46.3%），签约金额 685.1 亿（-55%），销售均价约 1.45 万/平方（-17.0%）。资金压力下公司拿地谨慎，直至 24 年公开债兑付后，才在年底及 25 年初开始拿地，分别于武汉、杭州及上海获取三块地。截至 24 年末，公司总土储约 2916 万方，权益储约 1245 万方，其中一二线城市占比约 77%，未来公司可能继续审慎补充优质土储以保障销售规模。

盈利预测与投资建议

- 维持增持评级，调整目标价至 5.19 元。**根据 2024 年报数据，我们调整了对公司收入增速、各项业务毛利率、销管费用率等的预测，调整后 25-27 年每股净资产分别为 12.07、11.79、12.00 元（原预测 25-26 年为 14.52、14.63 元），可比公司 2025 年 PB 均值为 0.43 倍，对应目标价 5.19 元。

风险提示：销售及结算不及预期。政策宽松不及预期。资产减值损失风险。拿地不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	98,008	75,269	52,948	46,512	49,161
同比增长(%)	-18.4%	-23.2%	-29.7%	-12.2%	5.7%
营业利润(百万元)	5,933	(6,998)	(4,235)	(1,484)	1,427
同比增长(%)	-54.2%	-217.9%	39.5%	64.9%	196.1%
归属母公司净利润(百万元)	888	(6,115)	(3,720)	(1,267)	944
同比增长(%)	-85.5%	-788.5%	39.2%	66.0%	174.6%
每股收益(元)	0.20	(1.35)	(0.82)	(0.28)	0.21
毛利率(%)	17.4%	14.9%	17.5%	17.9%	17.9%
净利率(%)	0.9%	-8.1%	-7.0%	-2.7%	1.9%
净资产收益率(%)	1.4%	-9.9%	-6.6%	-2.4%	1.8%
市盈率	25.0	(3.6)	(6.0)	(17.5)	23.5
市净率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

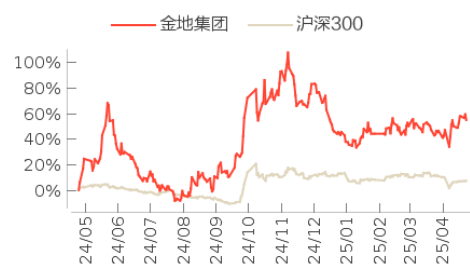
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 增持（维持）

股价（2025年04月23日）	4.92 元
目标价格	5.19 元
52 周最高价/最低价	6.76/2.89 元
总股本/流通 A 股（万股）	451,458/451,458
A 股市值（百万元）	22,212
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2025 年 04 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.44	5.13	4.68	54.61
相对表现%	1.07	8.39	5.12	46.61
沪深 300%	0.37	-3.26	-0.44	8



证券分析师

赵旭翔 zhaoxuxiang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070001

联系人

孙怡萱 sunyixuan@orientsec.com.cn

相关报告

业绩承压，尽力应对偿债压力	2024-04-23
收入增长利润承压，销售投资展现韧性	2023-09-08
收入增长利润承压，存货减值计提充分	2023-05-09

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格（元） 2025/4/24	PB(倍)			每股净资产（元）		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
万科 A	000002.SZ	7.07	0.37	0.42	0.42	19.11	16.99	16.99
华侨城 A	000069.SZ	2.45	0.38	0.39	0.39	6.47	6.23	6.23
太古地产	1972.HK	15.08	0.33	0.34	0.34	45.69	44.35	44.35
融创中国	1918.HK	1.46	0.44	0.47	0.90	3.31	3.10	1.62
美的置业	3990.HK	3.77	0.83	0.89	0.80	4.55	4.24	4.72
	最大值		0.83	0.89	0.90			
	最小值		0.33	0.34	0.34			
	平均数		0.47	0.50	0.57			
	调整后平均		0.40	0.43	0.54			

备注：货币均为人民币，其汇率为 1 港币=0. 923 人民币（2025/4/24）

数据来源：ifind，Bloomberg，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	29,738	22,731	52,584	81,437	73,900
应收票据及应收账款	1,630	1,897	2,118	2,326	2,950
预付账款	1,497	1,186	834	733	775
存货	132,912	83,784	57,525	38,632	26,996
其他	106,487	89,840	69,495	63,153	67,182
流动资产合计	272,264	199,438	182,556	186,281	171,802
长期股权投资	60,617	53,425	56,096	58,901	61,846
固定资产	734	622	641	680	724
在建工程	0	0	123	206	262
无形资产	20	15	19	18	15
其他	40,212	40,405	41,140	42,047	43,047
非流动资产合计	101,583	94,468	98,019	101,853	105,895
资产总计	373,847	293,906	280,575	288,133	277,696
短期借款	534	335	835	675	515
应付票据及应付账款	28,982	20,848	14,217	12,431	13,140
其他	169,200	121,427	120,691	132,683	121,422
流动负债合计	198,716	142,610	135,743	145,789	135,078
长期借款	48,343	41,252	40,399	39,545	38,689
应付债券	2,717	460	360	310	260
其他	7,170	6,111	6,083	6,083	6,083
非流动负债合计	58,230	47,823	46,843	45,939	45,033
负债合计	256,946	190,433	182,586	191,728	180,110
少数股东权益	51,841	44,434	43,503	43,187	43,423
股本	4,515	4,515	4,515	4,515	4,515
资本公积	159	156	156	156	156
留存收益	59,739	53,535	49,814	48,548	49,492
其他	647	834	0	0	0
股东权益合计	116,901	103,474	97,989	96,405	97,586
负债和股东权益总计	373,847	293,906	280,575	288,133	277,696

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,195	(7,820)	(4,651)	(1,583)	1,181
折旧摊销	84	319	356	203	132
财务费用	1,124	2,056	2,071	1,265	856
投资损失	(1,956)	2,737	2,000	2,000	500
营运资金变动	(6,406)	17,268	30,054	34,994	(2,607)
其它	6,151	(940)	2,841	1,595	929
经营活动现金流	2,193	13,620	32,671	38,473	991
资本支出	1,021	247	(236)	(232)	(228)
长期投资	3,446	5,935	(3,671)	(3,805)	(3,945)
其他	(1,151)	(3,720)	(2,052)	(2,528)	(1,028)
投资活动现金流	3,316	2,462	(5,958)	(6,565)	(5,202)
债权融资	(21,452)	(18,519)	4,711	(1,630)	(2,310)
股权融资	(535)	(3)	0	0	0
其他	(9,229)	(5,063)	(1,571)	(1,425)	(1,016)
筹资活动现金流	(31,215)	(23,584)	3,140	(3,055)	(3,326)
汇率变动影响	18	34	-0	-0	-0
现金净增加额	(25,688)	(7,469)	29,853	28,853	(7,537)

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	98,008	75,269	52,948	46,512	49,161
营业成本	80,948	64,019	43,658	38,174	40,351
销售费用	2,974	2,174	2,108	2,119	2,159
管理费用	4,605	2,932	2,810	2,119	2,159
研发费用	125	56	40	35	37
财务费用	1,124	2,056	2,071	1,265	856
资产减值损失	3,366	6,275	3,174	1,067	401
公允价值变动收益	395	(813)	(528)	(528)	(528)
投资净收益	1,956	(2,737)	(2,000)	(2,000)	(500)
其他	(1,284)	(1,204)	(795)	(689)	(742)
营业利润	5,933	(6,998)	(4,235)	(1,484)	1,427
营业外收入	220	154	155	176	162
营业外支出	84	160	72	106	113
利润总额	6,069	(7,005)	(4,152)	(1,414)	1,476
所得税	2,874	815	498	170	295
净利润	3,195	(7,820)	(4,651)	(1,583)	1,181
少数股东损益	2,307	(1,705)	(930)	(317)	236
归属于母公司净利润	888	(6,115)	(3,720)	(1,267)	944
每股收益（元）	0.20	-1.35	-0.82	-0.28	0.21

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-18.4%	-23.2%	-29.7%	-12.2%	5.7%
营业利润	-54.2%	-217.9%	39.5%	64.9%	196.1%
归属于母公司净利润	-85.5%	-788.5%	39.2%	66.0%	174.6%
获利能力					
毛利率	17.4%	14.9%	17.5%	17.9%	17.9%
净利率	0.9%	-8.1%	-7.0%	-2.7%	1.9%
ROE	1.4%	-9.9%	-6.6%	-2.4%	1.8%
ROIC	1.7%	-2.9%	-1.4%	-0.1%	1.1%
偿债能力					
资产负债率	68.7%	64.8%	65.1%	66.5%	64.9%
净负债率	53.8%	49.5%	27.1%	0.0%	1.0%
流动比率	1.37	1.40	1.34	1.28	1.27
速动比率	0.67	0.76	0.85	0.94	0.99
营运能力					
应收账款周转率	61.9	42.7	26.0	20.1	17.2
存货周转率	0.5	0.6	0.5	0.7	0.9
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
每股指标（元）					
每股收益	0.20	-1.35	-0.82	-0.28	0.21
每股经营现金流	0.49	3.02	7.24	8.52	0.22
每股净资产	14.41	13.08	12.07	11.79	12.00
估值比率					
市盈率	25.0	-3.6	-6.0	-17.5	23.5
市净率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.0	-9.3	-23.9	-2,624.9	17.9
EV/EBIT	6.1	-8.7	-19.9	-196.9	18.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。