

债务重组进入实质阶段

核心观点

事件：近期，公司发布 2024 年报，以及境外债务重组最新进展公告。2024 年公司实现营收 477.9 亿，同比下降 33.5%；归母净利润为 70.8 亿，同比减亏 19 亿。公司境外债务重组方案已获得超 88% 债权人的支持。

- **销售物业继续收缩，持有物业、物业服务等稳健发展。**公司 24 年销售物业收入继续下滑 39% 至 384 亿，主要由于交付规模收缩 21% 至 349 万方，同时平均售价下降 23% 至 11001 元/平米。24 年公司合同销售额为 337 亿，同比减少 52%，未来销售物业规模或将持续减小。多元业务方面，**投资物业租金**收入同比提升 10% 至 18 亿，主要得益于上海 LCM 置汇旭辉广场、上海恒基旭辉天地、北京五棵松体育馆等贡献。此外，**物业管理**收入同比提升 9% 至 66 亿，与公司旗下物管企业——永升服务市拓能力强劲、在管物业增加有关。在债务和销售压力下，优质投资物业以及轻资产物管为公司带来一定的现金流以及经营力的保障。
- **境外债务重组进入实质阶段，完成后流动性压力将显著缓解。**债务方面，公司持续压降有息负债。截至 24 年末，公司有息负债 867 亿（较 23 年末降低 56 亿），其中境内银行借款 259 亿，境内公开债 127 亿；境外银行借款 176 亿，境外优先票据及可转债合计 304 亿。**境内债方面**，今年年内到期的境内公司债均已完成展期及增加宽限期，合计近 70 亿；此外“22 旭辉集团 MTN001”中 8.8 亿的债券已注销。**境外债方面**，公司自 22 年底启动债务重组，根据最新披露，债务重组方案已获超 88% 的支持。4 月 23 日首次聆讯已顺利通过，5 月 8 日开放债权人投票通道，并计划于 6 月 3 日召开表决会议，预计 6 月 26 日完成最终批准聆讯。由于境外债占比达到 55%，因此重组完成后，预计公司整体杠杆规模将大幅下降，流动性压力显著缓解，资本结构明显改善，未来全面转向“轻资产、低负债、高质量”的发展模式。

盈利预测与投资建议

- **维持中性评级，调整目标价至 0.28 港元。**根据公司 24 年报及最新经营近况，我们调整对销售增速、毛利率及费用率的预测，调整后 25-27 年每股净资产分别为 0.81、0.55、0.29 元（原预测 25 年为 0.82 元），可比公司 2025 年 PB 调整后均值为 0.32 倍，对应目标价 0.28 港元（1 港元=0.928 人民币）。

风险提示：债务重组方案推进不及预期导致假设条件发生变化。支持政策落地不及预期。房企信用风险进一步扩大。资产减值损失增加。可持续经营风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	71,833	47,789	39,120	35,784	27,110
同比增长(%)	51.4%	-33.5%	-18.1%	-8.5%	-24.2%
营业利润(百万元)	-1,985	1,480	-996	112	-393
同比增长(%)	72.8%	174.6%	-167.3%	111.2%	-450.9%
归属母公司净利润(百万元)	-8,983	-7,076	-4,106	-2,791	-2,737
同比增长(%)	31.2%	21.2%	42.0%	32.0%	1.9%
每股收益(元)	-0.85	-0.67	-0.39	-0.27	-0.26
毛利率(%)	15.6%	15.4%	13.0%	14.0%	15.0%
净利率(%)	-12.5%	-14.8%	-10.5%	-7.8%	-10.1%
净资产收益率(%)	-28.9%	-43.0%	-38.7%	-39.0%	-62.2%
市盈率(倍)	(0.2)	(0.3)	(0.5)	(0.7)	(0.7)
市净率(倍)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.6

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。

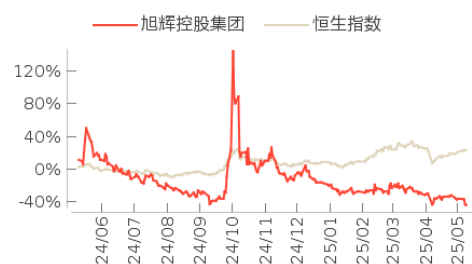
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 中性（维持）

股价（2025年05月09日）	0.2 港元
目标价格	0.28 港元
52 周最高价/最低价	1/0.17 港元
总股本/流通 H 股（万股）	1,050,920/1,050,920
H 股市值（百万港币）	2,102
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2025 年 05 月 11 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-12.28	-12.66	-24.53	-44.44
相对表现%	-13.89	-25.51	-32.74	-67.8
恒生指数%	1.61	12.85	8.21	23.36



证券分析师

赵旭翔	zhaoxuxiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070001
李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124

联系人

孙怡萱	sunyixuan@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

相关报告

化债迎新进展，关注后续境外债券重组落地 2024-03-17

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格（元） 2025/5/9	PB(倍)			每股净资产（元）		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
万科	000002.SZ	6.78	0.29	0.32	0.33	23.38	21.19	20.55
金地集团	600383.SH	4.16	0.33	0.34	0.34	12.61	12.24	12.24
新城发展	1030.HK	1.73	0.26	0.26	0.25	6.64	6.64	6.90
中国金茂	0817.HK	1.01	0.32	0.31	0.3	3.16	3.26	3.37
融创中国	1918.HK	1.34	0.44	0.49	0.92	3.04	2.73	1.45
		最大值	0.44	0.49	0.92			
		最小值	0.26	0.26	0.25			
		平均值	0.33	0.34	0.43			
		调整后均值	0.31	0.32	0.32			

备注：货币均为人民币，其汇率为 1 港币=0.928 人民币（2025/5/9）

数据来源：iFind, Bloomberg, 东方证券研究所

风险提示

债务重组方案推进不及预期导致假设条件发生变化。若公司化债进展不及预期，流动性持续承压，将持续拖累销售和交付，影响盈利预测结果。

支持政策落地不及预期。若供需两端宽松政策实际力度低于预期，将会影响对公司后续经营情况的分析。

房企信用风险进一步扩大。如政策和销售等不及预期，个别房企因刚性债务无法兑付发生信用违约，从而拖累整个板块表现。

资产减值损失增加。市场持续承压，销售去化缓慢，公司存货面临减值压力较大。

可持续经营风险。若公司未能完成境外债务重组、境内债务的重续或延期、进行集团业务战略规划，包括物业销售及现金回款等计划或措施措施，将严重影响公司持续经营性。

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	13,754	11,037	13,422	12,754	19,816
应收账款	79,550	76,461	35,004	66,955	13,262
预付账款	0	0	1	2	3
存货	118,269	84,933	71,908	50,750	38,870
其他	6,245	4,825	4,115	4,015	3,754
流动资产合计	217,818	177,256	124,449	134,473	75,703
长期股权投资	31,790	28,368	28,368	28,368	28,368
固定资产	499	501	512	523	534
在建工程	0	0	1	2	3
无形资产	1,767	1,739	1,713	1,687	1,662
其他	50,975	50,043	49,326	48,756	48,282
非流动资产合计	83,263	78,913	78,206	77,647	77,185
资产总计	301,081	256,168	202,656	212,120	152,888
短期借款	30,765	29,965	49,229	49,873	46,473
应付账款	84,051	83,703	52,435	67,288	17,310
其他	93,705	62,631	26,447	24,519	22,718
流动负债合计	208,521	176,300	128,110	141,680	86,502
长期借款	18,188	13,562	12,062	10,562	9,062
应付债券	4,952	9,567	9,567	9,567	9,567
其他	4,851	4,821	4,821	4,821	4,821
非流动负债合计	27,991	27,950	26,450	24,950	23,450
负债合计	236,512	204,250	154,560	166,630	109,952
少数股东权益	42,415	37,329	37,612	37,798	37,981
股本	856	864	864	864	864
资本公积	8,837	9,237	9,237	9,237	9,237
留存收益	7,567	385	(3,721)	(6,512)	(9,250)
其他	4,894	4,104	4,104	4,104	4,104
股东权益合计	64,569	51,919	48,095	45,491	42,936
负债和股东权益	301,081	256,168	202,656	212,120	152,888

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	(8,983)	(7,076)	(4,106)	(2,791)	(2,737)
折旧摊销	87	95	86	86	85
财务费用	3,027	4,351	1,977	2,418	2,036
投资损失	(451)	(14)	0	0	0
营运资金变动	5,869	7,060	(14,038)	1,077	13,078
其它	3,409	4,519	2,550	1,599	1,343
经营活动现金流	12,094	10,658	(13,531)	2,389	13,804
资本支出	(841)	(144)	(70)	(70)	(70)
长期投资	3,690	(637)	(1)	(1)	(1)
其他	(111)	154	0	0	0
投资活动现金流	2,738	(627)	(71)	(71)	(71)
债权融资	(30,966)	(30,399)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
股权融资	0	0	0	0	0
其他	13,195	23,039	17,487	(1,486)	(5,171)
筹资活动现金流	(17,771)	(7,360)	15,987	(2,986)	(6,671)
汇率变动影响	4	3	0	0	0
现金净增加额	(2,935)	2,674	2,385	(667)	7,062

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	71,833	47,789	39,120	35,784	27,110
营业成本	(60,600)	(40,426)	(34,034)	(30,774)	(23,044)
税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	(1,874)	(1,404)	(1,537)	(1,219)	(1,158)
管理费用	(2,102)	(2,077)	(2,077)	(1,977)	(1,877)
资产减值损失	(9,108)	(1,798)	(1,777)	(1,157)	(976)
公允价值变动收益	(134)	(603)	(691)	(545)	(448)
营业利润	(1,985)	1,480	(996)	112	(393)
投资净收益	412	727	606	546	518
利息净支出	(2,852)	(4,200)	(1,776)	(2,129)	(1,772)
利润总额	(5,452)	(3,647)	(2,166)	(1,472)	(1,647)
所得税	(3,227)	(2,678)	(1,408)	(883)	(659)
净利润	(8,679)	(6,326)	(3,573)	(2,355)	(2,305)
少数股东损益	(55)	(500)	(283)	(186)	(182)
归属于母公司净利润	(8,983)	(7,076)	(4,106)	(2,791)	(2,737)
每股收益（元）	-0.85	-0.67	-0.39	-0.27	-0.26

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	51.4%	-33.5%	-18.1%	-8.5%	-24.2%
营业利润	72.8%	174.6%	-167.3%	111.2%	-450.9%
归属于母公司净利润	31.2%	21.2%	42.0%	32.0%	1.9%
获利能力					
毛利率	15.6%	15.4%	13.0%	14.0%	15.0%
净利率	-12.5%	-14.8%	-10.5%	-7.8%	-10.1%
ROE	-28.9%	-43.0%	-38.7%	-39.0%	-62.2%
偿债能力					
资产负债率	78.6%	79.7%	76.3%	78.6%	71.9%
净负债率	74.3%	75.8%	70.2%	73.1%	59.7%
流动比率	1.04	1.01	0.97	0.95	0.88
速动比率	0.48	0.52	0.41	0.59	0.43
营运能力					
应收账款周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	1.0	0.8	1.0	1.0	0.9
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
每股指标（元）					
每股收益	-0.85	-0.67	-0.39	-0.27	-0.26
每股经营现金流	1.15	1.01	-1.29	0.23	1.31
每股净资产	1.92	1.21	0.81	0.55	0.29
估值比率					
市盈率	-0.2	-0.3	-0.5	-0.7	-0.7
市净率	0.1	0.2	0.2	0.3	0.6

资料来源：东方证券研究所

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。

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。