

公司研究

大额减值计提充分，股东增持彰显信心

——中国金茂（0817.HK）2023年业绩预告点评

要点

事件：3月1日，公司发布23年业绩预告及控股股东增持计划。23年，公司归母净利润预计亏损约67亿元。公司控股股东中化香港（集团）有限公司（简称“中化香港”）拟自公司发布23年业绩公告之日次日起计约3个月内增持公司股票不超过港币2亿元。

点评：市场下行等多因素承压致业绩短期下滑，集团资源支持提升经营稳健性。

上市以来首次业绩亏损，市场下行提升减值和毛利率压力：2023年，公司预计实现归母净利润亏损约67亿元，同比减少约87亿元，同时，不含投资物业公允价值收益的归母净利润预计为亏损66亿元，同比减少约75亿元，业绩表现低于我们预期，主要原因包括：1) 受国内房地产行业下行影响，公司继续计提存货减值；2) 房地产一二级开发收入结算规模皆出现下滑，同时二级开发项目毛利率延续下滑趋势；3) 收并购等事项产生的一次性收益同比大幅下降。本次业绩亏损系公司2007年上市以来首次出现亏损，预期短期内存货减值和毛利率压力释放较充分，22年以来新拿地项目进入结算期后有望带动业绩企稳回升。

控股股东积极增持，集团资源支持提升经营稳健性：中化香港拟自公司发布23年业绩公告之日次日起计约3个月内增持公司股票不超过2亿港元，上限金额约为公司截至24年3月4日收盘市值的2.4%。近年来中化香港通过以股代息、资金池合作等方式支持公司经营，2022/6/30至2024/3/1期间，中化香港对公司的持股比例从35.27%提升至37.09%，为公司稳健经营提供有力支持。

23年销售额同比趋于企稳，24年开年销售随行业下滑：23年，公司实现销售额1412亿元，同比下降8.9%，较2022年销售额同比(-34.2%)收窄。据克而瑞数据，24年1-2月公司实现销售额105.5亿元，同比下降56.3%，同期百强房企操盘销售额同比下降48.8%，公司销售短期内受市场需求疲弱影响明显。

华夏金茂商业REIT上市在即，打通存量资产盘活通道：23年，公司以旗下长沙金茂览秀城项目为底层资产发起华夏金茂商业REIT，长沙金茂览秀城总建面10.3万平方米，可租赁面积约6.1万平方米，截至23年6月30日的资产估值约10.65亿元。截至23年12月30日，华夏金茂商业REIT公开发售定价为2.67元/份，所得总额约10.68亿元，预计华夏金茂商业REIT顺利上市后将助力公司进一步打通存量资产的融资渠道，提升公司的融资能力，增加运营收入等。

盈利预测、估值与评级：考虑公司销售下行、存货减值和毛利率下行等因素，我们下调公司23-25年基本归母净利润预测为-66.8/14.6/21.7亿元（原预测为34.7/55.1/60.6亿元），当前股价对应23-25年PE(基本)估值分别为NA/5.2/3.5倍，公司作为央企，信用优势显著，财务稳健，维持“买入”评级。

风险提示：销售不及预期、拿地与收入结算不及预期、市场下行超预期等风险。

公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元, 人民币) | 90,060 | 82,991 | 73,444 | 70,060 | 65,543 |
| 营业收入增长率 | 50.0% | -7.8% | -11.5% | -4.6% | -6.4% |
| 归母净利润(基本)(百万元, 人民币) | 4,690 | 1,984 | -6,684 | 1,458 | 2,174 |
| 归母净利润(基本)增长率 | 20.8% | -57.7% | -436.9% | / | 49.1% |
| 基本EPS(元, 人民币) | 0.35 | 0.15 | -0.50 | 0.11 | 0.16 |
| 核心EPS(元, 人民币) | 0.43 | 0.22 | -0.25 | 0.18 | 0.20 |
| P/E(基本) | 1.6 | 3.8 | / | 5.2 | 3.5 |
| P/E(核心) | 1.3 | 2.6 | / | 3.1 | 2.8 |
| P/B | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-03-04；汇率按1港币兑换0.9073元人民币。

买入（维持）

当前价：0.62 港元

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

联系人：庄晓波

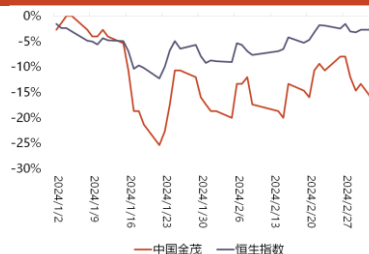
021-52523416

zhuangxiaobo@ebscn.com

市场数据

| | |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股): | 135.0 |
| 总市值(亿港元): | 83.7 |
| 一年最低/最高(港元): | 0.56/1.66 |
| 近3月换手率: | 14.92% |

股价相对走势



资料来源：WIND

相关研报

20230419 双轮两翼稳健发展，一二级核心土储充裕——中国金茂（0817.HK）2022年业绩公告点评

20230228 销售边际好转，业绩修复可期——中国金茂（0817.HK）2022年业绩预告点评
 20221019 可持续发展获殊荣，港股通持股比例明显提升——中国金茂（0817.HK）跟踪报告
 20220905 毛利率如期回升，物业上市强化协同发展能力——中国金茂（0817.HK）2022年中期点评

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 90,060 | 82,991 | 73,444 | 70,060 | 65,543 |
| 营业成本 | -73,302 | -69,846 | -66,013 | -61,625 | -56,861 |
| 毛利 | 16,758 | 13,146 | 7,431 | 8,435 | 8,682 |
| 其他收入和收益 | 7,028 | 11,691 | 5,340 | 7,592 | 7,360 |
| 销售费用 | -2,378 | -2,617 | -2,316 | -2,102 | -1,966 |
| 管理费用 | -4,675 | -4,295 | -3,727 | -3,485 | -3,195 |
| 折旧及摊销 | -649 | -641 | -769 | -840 | -916 |
| 财务费用 | -2,788 | -2,711 | -2,887 | -2,919 | -3,002 |
| 应占合联营公司损益 | 1,576 | 497 | -1,684 | 290 | 263 |
| 其他费用及损失净额 | -2,807 | -5,954 | -9,100 | -3,500 | -2,200 |
| 税前利润EBT | 12,714 | 9,757 | -6,944 | 4,311 | 5,941 |
| 所得税 | -5,009 | -4,536 | -1,851 | -1,921 | -2,378 |
| 净利润 (含少数股东损益) | 7,705 | 5,221 | -8,794 | 2,390 | 3,564 |
| 净利润 (不含少数股东损益) | 4,690 | 1,984 | -6,684 | 1,458 | 2,174 |
| 总股本 (百万股) | 12,688 | 13,315 | 13,500 | 13,500 | 13,500 |
| 基本EPS (元, 人民币), 按最新股本计算 | 0.35 | 0.15 | -0.50 | 0.11 | 0.16 |
| 核心EPS (元, 人民币), 按最新股本计算 | 0.43 | 0.22 | -0.25 | 0.18 | 0.20 |
| 资产负债表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金* | 31,051 | 37,089 | 32,822 | 31,310 | 29,292 |
| 受限制银行存款 | 8,694 | 7,614 | 7,843 | 8,078 | 8,320 |
| 应收、预付账款及票据合计 | 74,072 | 60,043 | 58,242 | 56,494 | 54,799 |
| 存货 | 90,694 | 86,244 | 78,963 | 75,692 | 79,573 |
| 其他流动资产 | 1,401 | 482 | 506 | 532 | 558 |
| 流动资产合计 | 205,911 | 191,472 | 178,375 | 172,107 | 172,543 |
| 固定资产 (物业厂房设备) | 11,733 | 13,401 | 13,809 | 14,210 | 14,603 |
| 无形资产 | 175 | 487 | 487 | 498 | 510 |
| 使用权资产 | 1,698 | 1,952 | 1,980 | 2,011 | 2,045 |
| 发展中的土地和物业-非流动 | 96,763 | 105,439 | 104,671 | 104,528 | 114,507 |
| 投资性物业 | 31,565 | 37,089 | 37,726 | 38,848 | 40,041 |
| 合联营公司投资 | 42,523 | 48,654 | 49,970 | 53,260 | 58,523 |
| 其他非流动资产 | 21,636 | 23,401 | 21,529 | 20,452 | 19,430 |
| 非流动资产合计 | 206,091 | 230,423 | 230,173 | 233,808 | 249,659 |
| 资产总计 | 412,003 | 421,896 | 408,548 | 405,915 | 422,202 |
| 短期借款 | 25,081 | 26,547 | 15,928 | 14,336 | 12,902 |
| 应付账款及票据 | 28,952 | 30,833 | 31,758 | 32,711 | 33,692 |
| 其他应付款和应计款项 | 103,811 | 79,982 | 85,831 | 77,385 | 85,652 |
| 应付关联方款项 | 38,966 | 45,484 | 43,210 | 41,050 | 38,997 |
| 应付税费 | 1,990 | 2,773 | 3,050 | 3,355 | 3,691 |
| 土地增值税拨备 | 2,314 | 2,664 | 2,930 | 3,223 | 3,546 |
| 其他流动负债 | 131 | 175 | 202 | 232 | 267 |
| 流动负债合计 | 201,245 | 188,459 | 182,910 | 172,292 | 178,747 |
| 长期借款 | 81,947 | 96,118 | 105,730 | 111,016 | 116,567 |
| 应付关联方款项-非流动 | 13,306 | 12,220 | 13,442 | 14,787 | 16,265 |
| 租赁-非流动负债 | 949 | 951 | 959 | 968 | 978 |
| 递延税项负债-非流动 | 6,963 | 9,481 | 9,670 | 9,864 | 10,061 |
| 其他非流动负债 | 28 | - | - | - | - |
| 非流动负债合计 | 103,965 | 120,750 | 129,801 | 136,634 | 143,871 |
| 负债总计 | 305,210 | 309,209 | 312,711 | 308,927 | 322,618 |
| 股本金 | 26,140 | 26,738 | 26,904 | 26,904 | 26,904 |
| 永续资本工具 | 20,080 | 8,207 | 3,800 | 3,040 | 2,432 |
| 储备 | 23,821 | 20,707 | 13,348 | 13,831 | 14,921 |
| 少数股东权益 | 56,832 | 65,241 | 55,586 | 56,253 | 57,759 |
| 股东权益合计 | 106,794 | 112,687 | 95,837 | 96,988 | 99,584 |
| 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 4,438 | 1,780 | 2,535 | 4,802 | 4,896 |
| 投资活动现金流 | -11,797 | 3,856 | -5,300 | -5,441 | -7,590 |
| 融资活动现金流 | -1,707 | 352 | -1,502 | -872 | 676 |
| 净现金流 | -9,066 | 5,988 | -4,267 | -1,512 | -2,019 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: EPS 按最新股本摊薄测算, *已剔除取得时原到期日超过三个月之无抵押定期存款

行业及公司评级体系

| | 评级 | 说明 |
|----------------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上 |
| | 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| | 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%； |
| | 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%； |
| | 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明： | | A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。 |

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP