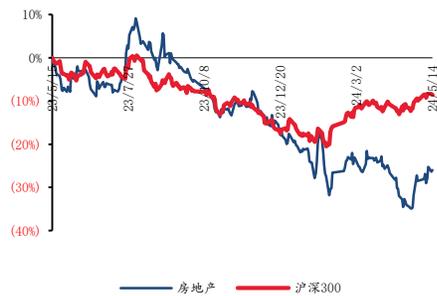


房地产

发债房企 2023 年年报总结：短期业绩承压，优质龙头未来可期

■ 走势比较



■ 子行业评级

房地产开发和运营	无评级
房地产服务	无评级

相关研究报告

- <<首张城中村改造房票在广州发放，郑州二手房“以旧换新”正式启动>>-2024-04-23
- <<保障房建设怎么搞？——以一线城市为例>>-2024-04-19
- <<新一轮PSL重启，三大工程在升温>>-2024-03-09

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190521050001

研究助理：戴梓涵

电话：18217681683

E-MAIL: daizh@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190122070013

报告摘要

一、利润端：营收同比改善，利润降幅收窄，央国企龙头表现优。

2023年40家样本发债房企营业收入3.09万亿元，同比增长2.3%，营收整体同比改善，央国企龙头表现较优。样本发债房企实现归母净利润合计1028.43亿元，同比下降27.6%，降幅收窄，毛利率为19.02%，较2022年同比下降1.47个百分点，延续下降态势，盈利空间进一步压缩。

二、现金流量端：房企重视现金流安全性，投资支出降低。

2023年40家样本发债房企的经营性现金流净额4240.72亿元，较22年同比增长192.5%，其中有31家房企经营性现金流实现增长，房企对现金流重视程度提升，经营性净现金流显著改善，投资性现金流净流出共计1620.63亿元，较22年减少了23.25%，投资支出降低，筹资性现金净流出约3749.63亿元，较22年同比增加288.62%，房地产行业整体融资环境收紧，地方国企龙头筹资性现金净流出规模及增幅相对较小。

三、负债端：融资成本下行，短期债务压力仍存。

2023年末40家样本发债房企剔除预收账款的资产负债率为68.36%，较2022年下降了0.69个百分点，净负债率为96.29%，同比2022年上升了0.59个百分点，现金短债比从1.81降至1.50，仍存一定短期债务压力。综合融资成本较2022年下降29个百分点至4.33%，普通地方企业和民企相对较高。

四、销售端：销售金额同比下滑，央国企表现较优。

2023年36家可获取数据发债房企样本的全口径销售金额较22年同比下降6.4%至38726亿元，其中15家房企的销售金额实现正增长。权益销售比大部分在60%以上。

五、投资建议：

2023年发债房企延续毛利率下行，业绩承压的态势，近期各城市房地产调控政策仍在陆续落地，多地推出住房“以旧换新”政策，有助于释放置换需求，消化存量房屋，23年中央提出“三大工程”落地提速，部分房企也在积极探索相关业务机会。我们预计不同属性的房企未来将进一步分化，部分优质央国企龙头房企销售、融资情况较好，债务健康，经营性现金流持续改善，具备相对竞争优势，未来有望在行业周期调整后，迎来新一轮发展机会。

六、风险提示：房地产行业下行风险；个别房企信用事件违约风险；房地产调控政策落地进程不及预期

目录

一、 样本说明	4
二、 利润端：营收同比改善，利润降幅收窄，央国企龙头表现优	4
2.1 营收整体同比改善，央国企龙头表现较优	4
2.2 归母净利润降幅收窄，其中央国企龙头盈利能力较强	5
2.3 毛利率延续下降态势，盈利空间进一步压缩	6
三、 现金流量端：房企重视现金流安全性，投资支出降低	7
3.1 房企对现金流重视程度提升，经营性净现金流显著改善	7
3.2 投资性净现金流同比少流出，投资支出降低	7
3.3 筹资性净现金流流出规模扩大，地方国企龙头相对较优	8
四、 负债端：融资成本下行，短期债务压力仍存	9
4.1 剔除预资产负债率降低，现金短债比下滑，净负债率小幅提升	9
4.2 综合融资成本下行，普通地方企业和民企相对较高	10
五、 销售端：销售金额同比下滑，央国企表现较优	11
六、 投资建议	12
七、 风险提示	12

图表目录

图表 1: 样本选取发债房企名单	4
图表 2: 发债房企样本营收规模及同比增速	5
图表 3: 各类型发债房企样本营收同比增速	5
图表 4: 发债房企样本归母净利润规模及同比增速	6
图表 5: 各类型发债房企样本归母净利润同比增速	6
图表 6: 发债房企样本毛利率	6
图表 7: 各类型发债房企样本毛利率	6
图表 8: 发债房企样本经营性净现金流	7
图表 9: 各类型发债房企样本经营性净现金流	7
图表 10: 发债房企样本投资性净现金流	8
图表 11: 各类型发债房企样本投资性净现金流	8
图表 12: 发债房企样本筹资性净现金流	8
图表 13: 各类型发债房企样本筹资性净现金流	8
图表 14: 发债房企样本剔除预资产负债率	9
图表 15: 发债房企样本净负债率	9
图表 16: 发债房企样本现金短债比	10
图表 17: 发债房企样本综合融资成本	10
图表 18: 各类型发债房企样本综合融资成本	10
图表 19: 样本发债房企销售情况 (亿元)	11

一、 样本说明

回顾 2023 年，年初疫情放开后，一季度楼市小阳春，短暂升温后未能持续。7 月中共中央政治局会议提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱”，中央及各级政府加大房地产政策调控力度，认房不认贷、放开限购、限售等政策频出，但是考虑到目前居民收入预期降低，需求释放仍不足。对房企而言，仍面临销售去化、债务化解、保交楼任务等诸多压力。

目前，房地产企业 2023 年年报多已公布，房地产呈现周期调整的大背景下，发债房企财报表现如何？不同性质的企业是否表现有所分化？我们选取了部分发债房企，所选样本数量合计 40 家，根据其股东背景及经营情况，将其划分为央企龙头、混合所有制龙头、未出险民企龙头、地方国企龙头、普通央企、普通地方国企六大类进行对比分析，样本选取发债房企名单明细如下表所示：

图表1：样本选取发债房企名单

类型	数量（家）	公司明细
央企龙头	4	中国海外发展、华润置地、招商蛇口、保利发展
混合所有制龙头	3	绿城中国、万科、金地集团
未出险民企龙头	4	龙湖集团、滨江集团、美的置业、新城发展
地方国企龙头	3	建发房地产集团、越秀地产、华发股份
普通央企	10	华侨城集团、中国金茂、电建地产、铁建地产、中交地产、保利置业、中海宏洋、大悦城、信达地产、鲁能集团
普通地方国企	16	金融街、首开股份、首创城发、北辰实业、联发集团、珠实集团、光明地产、中华企业、深振业、深业集团、北京城建、北京住总、天地源、安徽高速地产集团、厦门特房集团、陆家嘴

资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

二、 利润端：营收同比改善，利润降幅收窄，央国企龙头表现优

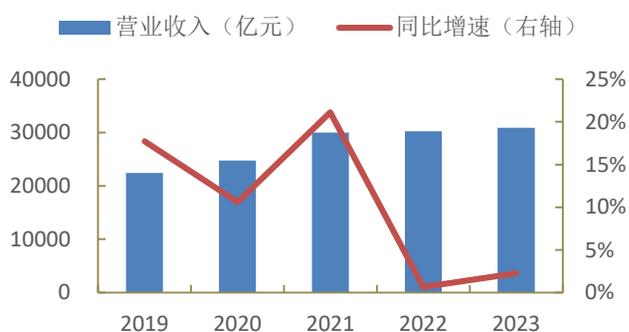
2.1 营收整体同比改善，央国企龙头表现较优

2023 年，所选 40 家样本发债房企营业收入合计 3.09 万亿元，同比增长 2.3%，增速较 22 年提升 1.6 个百分点；主要受到行业过去几年高增速发展影响，收入基数较高，以及保交楼贡献，房地产竣工交付起到积极作用。

分企业性质来看，2023 年地方国企龙头营收同比增长 22.02%，央企龙头和未出险民企龙头营

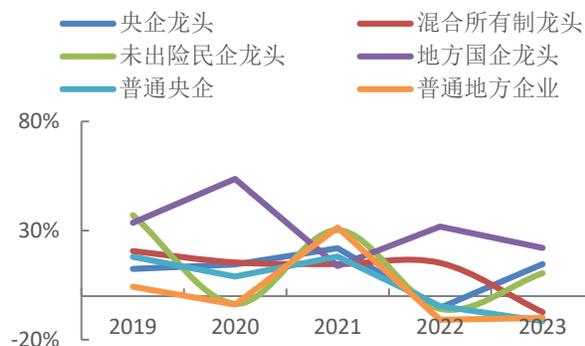
业收入同比分别增长 14.58%和 10.42%，较 22 年边际有所改善，而混合所有制龙头、普通央企和普通地方企业样本营收同比小幅下行。地方国企龙头中，建发房地产集团营收增速接近 30%，央企龙头中，华润置地和保利发展均保持 20%以上的高增速。

图表2：发债房企样本营收规模及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

图表3：各类型发债房企样本营收同比增速



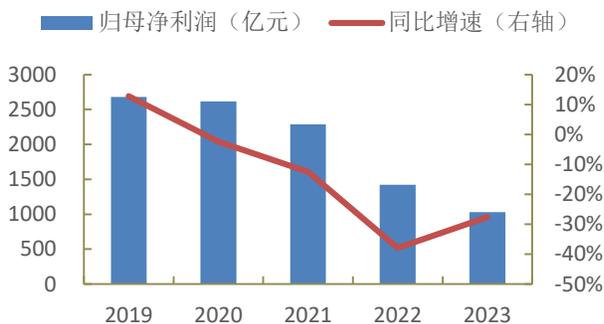
资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

2.2 归母净利润降幅收窄，其中央企龙头盈利能力较强

2023 年所选 40 家样本发债房企归母净利润合计 1028.43 亿元，同比下降 27.6%，降幅较 22 年收窄 10.3 个百分点，主要受到近年来房地产行业周期调整，大部分房企降价加速库存去化，结转毛利率下行，以及存货账面价值降低，房企对部分项目计提资产减值损失影响，盈利能力仍承压。

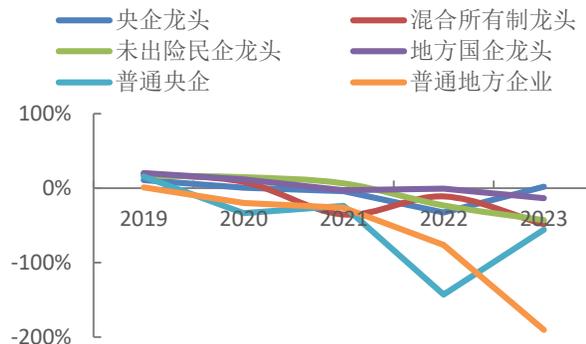
分企业性质来看，2023 年央企龙头归母净利润同比提升 1.9%，较 22 年同比增幅明显，盈利能力较强。地方国企龙头归母净利润同比小幅下行 13.3%，而普通地方国企归母净利润呈现较大幅度下滑，盈利能力同比表现较弱。

图表4：发债房企样本归母净利润规模及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

图表5：各类型发债房企样本归母净利润同比增速

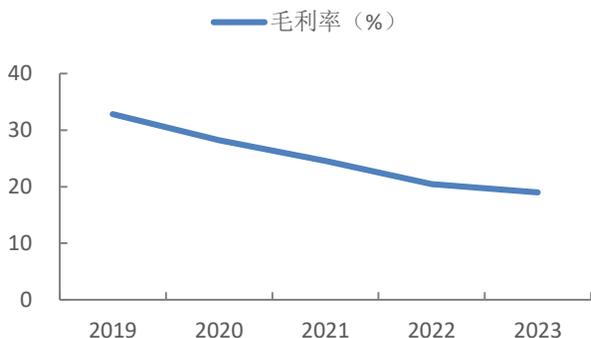


资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

2.3 毛利率延续下降态势，盈利空间进一步压缩

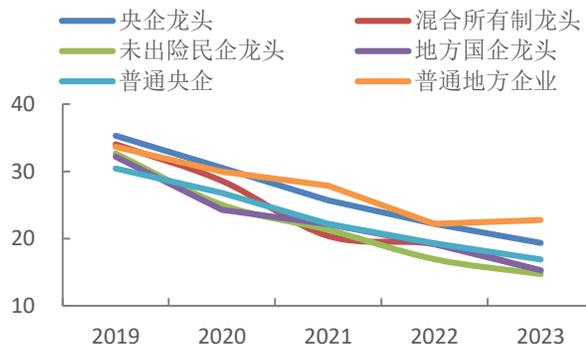
2023 年所选 40 家样本发债房企毛利率为 19.02%，较 2022 年同比下降 1.47 个百分点，延续下降态势，主要系 23 年房企结转的大部分是 19-21 年拿的高地价项目，部分城市房价走跌，同时采取降价促销换量措施，毛利率走弱。分企业性质来看，2023 年普通地方企业毛利率小幅提升 0.56 个百分点至 22.75%，其中陆家嘴、北辰实业和北京城建毛利率明显提升，其余类型房企平均毛利率均有不同程度下降，央企龙头毛利率下滑 2.85 个百分点至 19.34%，普通央企、地方国企龙头和混合所有制龙头毛利率分别为 16.90%、15.28%和 15.21%，分别较 2020 年同比下降 2.39、3.89 和 3.96 个百分点，而未出险民企龙头毛利率为 14.69%，平均水平相对较低。

图表6：发债房企样本毛利率



资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

图表7：各类型发债房企样本毛利率



资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

三、 现金流量端：房企重视现金流安全性，投资支出降低

3.1 房企对现金流重视程度提升，经营性净现金流显著改善

2023 年，所选样本发债房企的经营性现金流净额累计为 4240.72 亿元，较 22 年 1449.96 亿元同比增长 192.5%，其中有 31 家房企经营性现金流增长，行业周期调整下，房企普遍对现金流安全性的重视程度提升，销售回款规模增加。

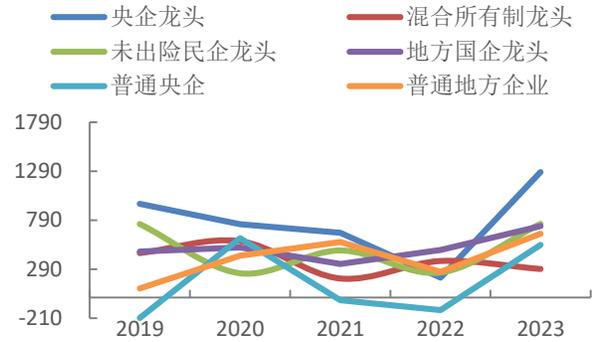
从各类样本发债房企来看，4 家央企龙头的经营性现金流净额累计 1279.92 亿元，较 22 年 203.08 亿元明显改善，销售回款实现较快恢复；普通央企对应经营性现金流金额约 538.61 亿元，由负转正；而混合所有制龙头经营性现金流净额约 290.78 亿元，较 22 年下滑 21.9%。

图表8：发债房企样本经营性净现金流



资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

图表9：各类型发债房企样本经营性净现金流

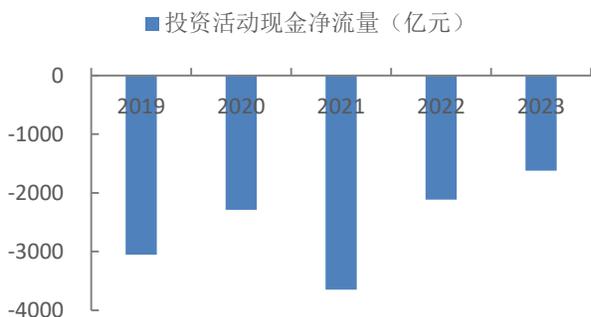


资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

3.2 投资性净现金流同比少流出，投资支出降低

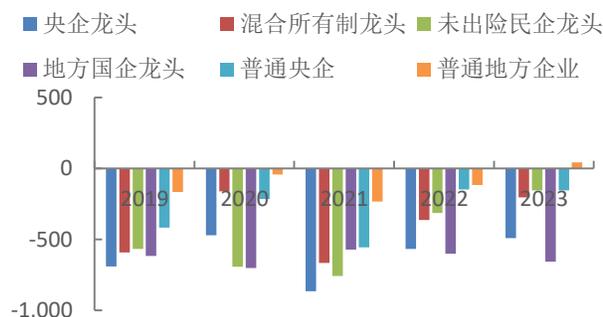
2023 年，所选样本发债房企的投资性现金流净流出共计 1620.63 亿元，22 年同期为 2111.67 亿元，较 22 年减少了 23.25%，其中有 25 家房企投资现金流同比少流出，投资支出降低，分企业性质来看，央企龙头、混合所有制龙头、未出险民企龙头投资现金流为 -490.49/-204.06/-156.21 亿元，同比 2022 年少流出 78.05/159.04/158.41 亿元。

图表10：发债房企样本投资性净现金流



资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

图表11：各类型发债房企样本投资性净现金流



资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

3.3 筹资性净现金流流出规模扩大，融资环境收紧

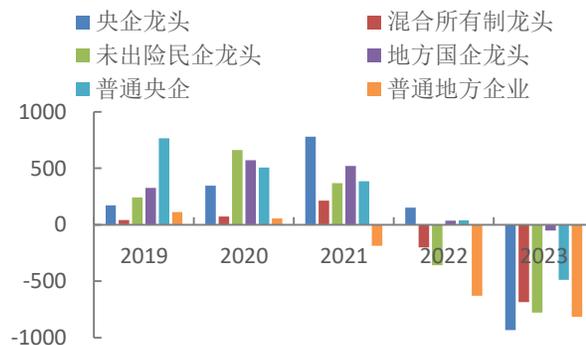
2023 年 40 家发债样本房企的筹资活动现金净额约-3749.63 亿元，而 2022 年同期为-964.85 亿元，同比多增 288.62%。房地产行业整体融资环境收紧，市场风险偏好较弱，整体筹资性现金流仍为净流出，且流出规模扩大。分企业性质来看，地方国企龙头 2023 年筹资现金流净流出 51.82 亿元，较 22 年同比仅多流出 86.63 亿元，净流出规模及增幅相对较小。

图表12：发债房企样本筹资性净现金流



资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

图表13：各类型发债房企样本筹资性净现金流



资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

四、 负债端：融资成本下行，短期债务压力仍存

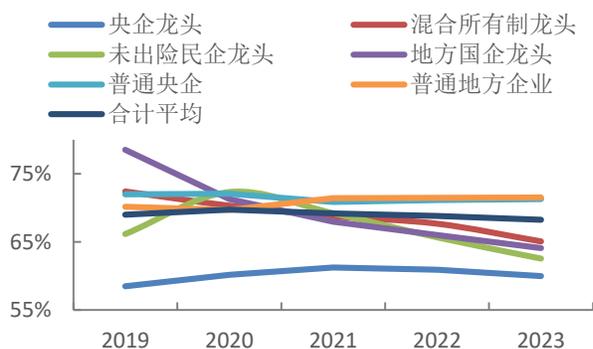
4.1 剔除预资产负债率降低，现金短债比下滑，净负债率小幅提升

2023 年末 40 家样本发债房企平均剔除预收账款的资产负债率为 68.36%，较 2022 年下降了 0.69 个百分点。分企业类型来看，央企龙头平均剔除预收账款的资产负债率为 59.94%，相对低于其他类型企业，未出险民企龙头、混合所有制龙头和地方国企龙头分别对应 62.55%、65.07%和 64.08%，较 22 年下降 3.12%/2.6/1.92 个百分点，而普通央企和普通地方企业两组的平均剔除预收账款的资产负债率均超过 70%，且较 22 年小幅提升。

2023 年末 40 家样本发债房企平均净负债率为 96.29%，同比 2022 年上升了 0.59 个百分点。分企业类型来看，未出险民企龙头、央企龙头、地方国企龙头和混合所有制龙头房企各组的平均净负债率保持在 70%以下，而普通央企和普通地方企业两组的平均净负债率超过 100%。

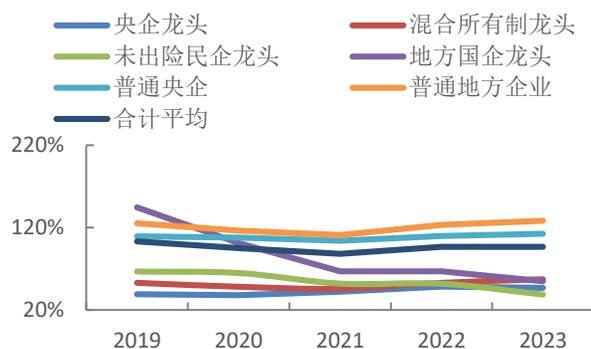
2023 年末 40 家样本发债房企平均现金短债比从 1.81 降至 1.50。分企业类型来看，地方国企龙头现金短债比为 2.86，较 2022 年下降 0.49，其中建发房地产现金短债比较高，为 4.7，拉高了整体数值。混合所有制龙头、央企龙头和未出险民企龙头的现金短债比分别为 1.51/1.6/1.66，较 2022 年下降了 0.42/0.04/0.19，而普通央企和普通地方企业低于 1.5，仍存在一定短期债务压力。

图表14：发债房企样本剔除预资产负债率



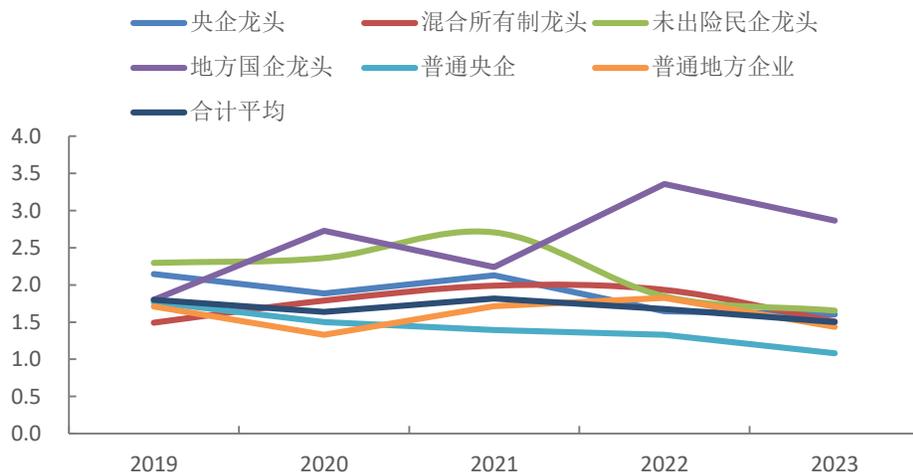
资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

图表15：发债房企样本净负债率



资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

图表16：发债房企样本现金短债比



资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

4.2 综合融资成本下行，普通地方企业和民企相对较高

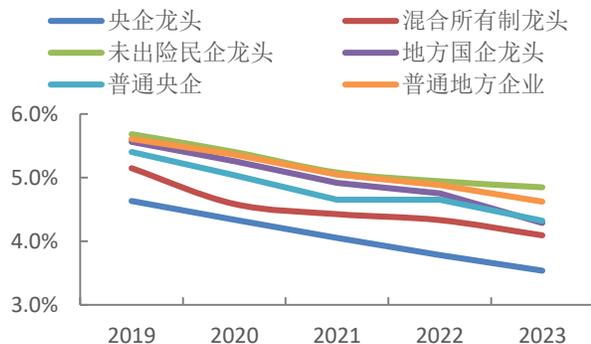
2023 年末 40 家样本发债房企平均综合融资成本较 2022 年下降 29 个百分点至 4.33%，分企业类型来看，央企龙头、混合所有制龙头、地方国企龙头、普通央企综合融资成本分别为 3.54%/4.09%/4.29%/4.32%，较 2022 年分别下降 0.25/0.24/0.46/0.33 个百分点，而普通地方企业和未出险民企龙头对应的综合融资成本为 4.62%和 4.85%，相对较高。

图表17：发债房企样本综合融资成本



资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

图表18：各类型发债房企样本综合融资成本



资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券整理

五、销售端：销售金额同比下滑，央国企表现较优

2023 年，36 家可获取数据发债房企样本的全口径销售金额较 22 年同比下降 6.4% 至 38726 亿元，其中，15 家房企的全口径销售额实现正增长。分类型来看，地方国企龙头全口径销售金额合计 4576 亿元，同比增长 9.8%，央企龙头全口径销售金额合计 13351 亿元，同比下降 0.9%，而普通央企、普通地方企业、未出险民企龙头、混合所有制龙头全口径销售金额分别同比下降 8.6%、8.9%、14.5% 和 15.4%。各发债房企的权益销售比大部分在 60% 以上，其中珠实集团、深业集团、北辰实业、金融街、中国海外发展和深振业的权益销售比在 90% 以上。

图表19：样本发债房企销售情况（亿元）

类型	公司名称	22 年全口径 销售额	23 年全口径销 售额	同比增速	23 年权益口径 销售额	权益销售比例
央企龙头	中海	2955	3098	4.8%	2788	90%
	华润置地	3013	3070	1.9%	2179	71%
	招商蛇口	2926	2936	0.3%	1852	63%
	保利发展	4573	4246	-7.2%	3057	72%
混合所有制龙头	绿城中国	2128	1943	-8.7%	1276	66%
	万科	4202	3755	-10.6%	2441	65%
	金地集团	2218	1536	-30.8%	951	62%
未出险民企龙头	龙湖集团	2033	1736	-14.6%	1148	66%
	滨江集团	1539	1535	-0.3%	740	48%
	美的置业	742	659	-11.2%	422	64%
	新城发展	1165	758	-34.9%	538	71%
地方国企龙头	建发房地产集团	1703	1891	11.0%	1380	73%
	越秀地产	1260	1425	13.1%	855	60%
	华发股份	1202	1260	4.8%	873	69%
普通央企	华侨城集团	544	513	-5.8%	383	75%
	中国金茂	1550	1412	-8.9%	974	69%
	电建地产	685	452	-34.0%	305	67%
	铁建地产	1281	1216	-5.1%	929	76%
	中交地产	650	698	7.5%	424	61%
	保利置业	503	536	6.6%	399	74%
	中海宏洋	403	428	6.3%	336	78%
	大悦城	568	461	-18.8%	297	64%
信达地产	314	222	-29.3%	130	58%	

	鲁能集团	127	-	-	-	-
普通地方 国企	金融街	286	235	-17.8%	214	91%
	首开股份	869	615	-29.3%	357	58%
	首创城发	261	173	-33.6%	129	74%
	北辰实业	100	50	-49.9%	46	92%
	联发集团	455	565	24.3%	298	53%
	珠实集团	282	152	-46.1%	151	100%
	光明地产	103	65	-37.0%	47	72%
	中华企业	141	151	7.2%	94	62%
	深振业	61	33	-45.1%	30	90%
	深业集团	153	257	67.8%	253	98%
	北京城建	303	326	7.4%	-	-
	陆家嘴	118	202	70.9%	127	63%
	天地源	97	116	19.8%	80	69%
	北京住总	65	-	-	-	-
	安徽高速地产	127	-	-	-	-
	厦门特房	59	-	-	-	-

资料来源：各公司年报、克而瑞，太平洋证券整理

六、投资建议

2023 年发债房企延续毛利率下行，业绩承压的态势，近期各城市房地产调控政策仍在陆续落地，多地推出住房“以旧换新”政策，有助于释放置换需求，消化存量房屋。23 年中央提出“三大工程”落地提速，部分房企也在积极探索相关业务机会。我们预计不同属性的房企未来将进一步分化，部分优质央国企龙头房企销售、融资情况较好，债务健康，经营性现金流持续改善，具备相对竞争优势，未来有望在行业周期调整后，迎来新一轮发展机会。

七、风险提示

- 房地产行业下行风险；
- 个别房企信用事件违约风险；
- 房地产调控政策落地进程不及预期

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。