

强于大市

房地产行业 2023 年年报 & 2024 年一季报综述

房企销售与投融资均缩量，业绩与利润率持续探底

核心观点

- 经营情况分析：销售投融资均缩量，行业格局逐步稳定。
1) 销售：23 年百强房企销售金额降幅近两成 (-18%)，规模基本回到 16-17 年的水平。
2) 拿地：23 年百强房企拿地金额同比 -6%，拿地量为 17 年来最低值。
3) 开工：23 年开工房企开工集中度下降，预计 24 年开工房企开工集中度将下降。
4) 融资：23 年行业内外债、信托、ABS 合计发行 7223 亿元。

相关研究报告

- 《4 月成交同比降幅继续收窄；政治局会议定调转向+限购松绑+外资进场带动板块行情—房地产行业 2024 年 4 月月报》(2024/05/15)
《房地产行业重大事件点评：这次地产不一样？》(2024/05/13)
《房地产行业 2024 年 3 月 70 个大中城市房价数据点评：70 城新房二手房房价环比跌幅均收窄；一线城市新房房价环比跌幅小于二三线城市》(2024/04/18)
《房地产 2024 年 3 月统计局数据点评：销售新开工降幅收窄，投资降幅扩大持续承压》(2024/04/18)
《房地产行业 2024 年度策略——行业寒冬尚在延续，房企能否行稳致远？》(2024/01/03)

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

我们选取了 2023 年申万板块所有 107 家 A 股上市房企作为样本分析行业整体财务表现。
1) 前期销售增速下滑使近两年房企销售承压，23 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。
2) 盈利能力：a) 行业盈利能力持续下行，当前处于历史最低位。
3) 费用管控能力明显分化，头部房企、国企和区域深耕型房企三费率相对较低。
4) 偿债能力：央企、区域深耕型房企有息负债规模相对确定，同时杠杆率相对更低。

2) 盈利能力：a) 行业盈利能力持续下行，当前处于历史最低位。23 年房地产行业毛利率 16.9%，同比 -1.2pct，净利率 0.1%，同比 -1.2pct。
b) 费用管控能力明显分化，头部房企、国企和区域深耕型房企三费率相对较低。
c) 偿债能力：央企、区域深耕型房企有息负债规模相对确定，同时杠杆率相对更低。

3) 费用管控能力明显分化，头部房企、国企和区域深耕型房企三费率相对较低。
4) 偿债能力：央企、区域深耕型房企有息负债规模相对确定，同时杠杆率相对更低。

5) 资金管理分化：地方国企和区域深耕型房企在手现金充足，混合所有制房企现金充足。
6) 行业展望：预计 24 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。

7) 行业展望：预计 24 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。

8) 行业展望：预计 24 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。

9) 行业展望：预计 24 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。

10) 行业展望：预计 24 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。

11) 行业展望：预计 24 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。

12) 行业展望：预计 24 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。

13) 行业展望：预计 24 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。

14) 行业展望：预计 24 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。

15) 行业展望：预计 24 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。

16) 行业展望：预计 24 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。

17) 行业展望：预计 24 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。

18) 行业展望：预计 24 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。

19) 行业展望：预计 24 年行业整体营收规模再度出现负增长 (-9%)，但降幅较 22 年收窄。

目录

1 经营情况分析：销售投融资均缩量，行业格局逐步稳定	8
1.1 销售：百强房企销售规模基本回到 16-17 年水平，民营房企销售市占率降至四成	8
1.2 拿地：百强房企拿地量持续收缩，拿地端行业格局逐步稳定	13
1.3 开竣工：典型房企 2023 年开竣工集中度均下降；预计 2024 年开竣工规模将出现双位数负增长	16
1.4 融资：全年融资规模同比持续下滑，融资成本持续下行	17
2 行业财务指标分析：2023 年业绩、利润率、现金流均承压，2024Q1 压力犹存	20
2.1 2023 年行业营收业绩均承压；预计未来短期业绩仍将承压	20
2.2 盈利能力：利润率显著承压，2023 年三费率明显改善	22
2.3 偿债能力：有息负债规模压降，应付票据规模持续显著下滑	24
2.4 现金流：2023 年筹资性现金流承压，2024 年一季度经营性现金流承压	25
3. TOP20 房企财务指标分析：央国企、区域型优质企业整体财报质量和现金流状况较好，混合所有制房企资金压力明显加大	28
3.1 规模较大、央国企、区域深耕型房企业绩表现较好，民企内部显著分化	28
3.2 盈利能力：头部规模较大的房企、央国企的利润率水平相对更高	31
3.3 偿债能力：央国企、区域深耕型房企有息负债规模相对稳定，同时杠杆率相对更低	35
3.4 现金管理能力：地方国企和区域深耕型房企在手现金正增长	41
4 投资建议	44
5 风险提示	45

图表目录

图表 1. 2023 年百强房企全口径销售金额 6.01 万亿元，同比下降 17.7%.....	8
图表 2. 2023 年百强房企权益口径销售金额 4.24 亿元，同比下降 17.0%.....	8
图表 3. 2021 年开始百强房企销售较差，低于全国商品房销售增速.....	8
图表 4. 2023 年全口径销售金额规模超过千亿的房企仅剩 16 家.....	8
图表 5. 2023 年 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 全口径销售额增速分别为-11.8%、-13.2%、-14.5%、-16.3%、-17.7%；2024 年 1-4 月分别为-39.1%、-42.5%、-45.7%、-48.2%、-48.5%.....	9
图表 6. 2023 年百强房企销售权益比例为 70.7%，同比提升 0.6 个百分点；2024 年 1-4 月再度提升至 71.7%.....	9
图表 7. CR5 梯队的销售权益比例相对最高.....	9
图表 8. 2023 年百强房企销售均价为 1.79 万元/平，同比增长 10.8%.....	10
图表 9. CR5 的销售均价增速相对更高，2023 年、2024 年 1-4 月分别为 18.7%、24.5%.....	10
图表 10. 2023 年建发国际、滨江集团、越秀地产顺利完成年初制定的销售目标..	11
图表 11. 房企 2024 年销售目标和推货计划梳理.....	11
图表 12. 2023 年 CR5、CR10、CR20、CR50 和 CR100 全口径销售额集中度分别为 14.7%、22.6%、32.0%、43.5%、51.5%.....	12
图表 13. 2023 年 CR5、CR10、CR20、CR50 和 CR100 权益口径销售额集中度分别为 10.6%、16.2%、22.5%、30.4%、36.4%.....	12
图表 14. 2024 年 1-3 月 CR100 行业集中度持续下降.....	12
图表 15. 2023 年百强房企权益销售额中，民企占比为 43.5%，较 2022 年下降了 13.7 个百分点.....	12
图表 16. 央企和地方国企权益销售额 2023 年同比分别增长 6%、19%，民企同比下降 37%.....	12
图表 17. 2023 年百强房企拿地金额合计 1.55 万亿元，同比下降 6.2%.....	13
图表 18. 2023 年百强房企拿地建面合计 1.34 亿平，同比下降 2.6%.....	13
图表 19. 2023 年百强房企拿地楼面均价为 1.16 万元/平，同比下降 3.6%.....	13
图表 20. 2023 年 CR5、CR10、CR20、CR50 拿地强度分别为 31.5%、31.8%、28.6%、26.6%.....	13
图表 21. 从拿地集中度来看，2023 年百强房企拿地金额占全国（300 城）土地成交总价的比重为 36.7%，较 2022 年提升了 6.6 个百分点.....	14
图表 22. 2023 年百强房企中民企拿地金额占比 28.5%，与 2022 年基本持平.....	14
图表 23. 2023 年拿地金额 TOP20 房企中，中海、绿城、建发、铁建、金茂、华润、万科、龙湖 2023 年拿地金额同比保持正增长.....	15
图表 24. 2024 年 1-4 月拿地金额 TOP20 房企中，滨江集团、建发国际拿地金额均超过 200 亿元.....	16
图表 25. 2023 年 7 家典型房企新开工面积 5266 万平，同比下降 25.2%.....	16
图表 26. 2023 年 7 家典型房企新开工面积集中度为 5.5%，同比下降 0.4 个百分点.....	16

图表 27. 2023 年 12 家典型房企竣工面积 1.93 亿平，同比增长 0.8%	17
图表 28. 2023 年 12 家典型房企竣工面积集中度为 19.3%，同比下降 3.1 个百分点	17
图表 29. 2023 年房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 7223 亿元，同比下降 15%	17
图表 30. 2023 年房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率同比下降 0.16 个百分点至 3.81%	17
图表 31. 2023 年房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模分别为 4233、219、297、2473 亿元	18
图表 32. 2023 年行业国内外债券、ABS 发行期限 1 年及以下、1-3 年、3 年以上分别占比 24.9%、29.5%、45.6%	18
图表 33. 主流房企中 2023 年招商蛇口、金融街、华润置地发行债券规模较大，分别发行 307、200、180 亿元	18
图表 34. 2024 年全年房地产行业国内外债券到期规模合计 7703 亿元	18
图表 35. 2024 年以下主流房企面临债务到期压力：恒大（598 亿元）、首开股份（223 亿元）、华润置地（216 亿元）、金地集团（206 亿元）、万科（195 亿元）	19
图表 36. 2023 年、2024Q1 房地产板块营业收入分别为 2.61 万亿元、3604 亿元，同比分别下降 0.8%、13.7%	21
图表 37. 2023 年、2024Q1 房地产板块归母净利润分别为	21
-136、3 亿元，2023 年出现亏损，2024Q1 增速为-98.1%	21
图表 38. 2023 年房地产板块资产和信用减值损失分别为 850、248 亿元	21
图表 39. 2023 年、2024Q1 房地产板块投资收益分别为 392、67 亿元，同比增速分别为-35.9%、-33.6%	21
图表 40. 2023 年、2024Q1 房地产板块少数股东损益分别为 157、42 元，同比增速分别为-51.6%、-24.1%	21
图表 41. 2024Q1 房地产板块少数股东损益占比为 94.1%	21
图表 42. 107 家 A 股房企中，56 家营业收入同比下滑，占比 52%，51 家营业收入同比仍然正增长，占比 48%	22
图表 43. 107 家 A 股房企中，39 家（占比 36%）出现亏损，37 家（占比 35%）出现归母净利润下滑，23 家（占比 21%）仍保持正增长，8 家（占比 7%）扭亏为盈	22
图表 44. 2023 年、2024Q1 房地产板块预收账款分别为 2.16、2.13 万亿元，同比增速分别为-22.9%、-26.3%	22
图表 45. 2023 年、2024Q1 房地产板块预收账款/营业收入分别为 0.83X 和 0.81X	22
图表 46. 2023 年、2024Q1 房地产板块毛利率分别为 16.9%、16.7%	23
图表 47. 2023 年、2024Q1 房地产板块三费率分别为 8.1%、11.5%	23
图表 48. 2023 年、2024Q1 房地产板块 ROE 分别为-0.8%、0.1%	23
图表 49. 2023 年 107 家 A 股房企中 65 家房企（占比 61%）毛利率同比下滑	24
图表 50. 2024 年一季度 107 家 A 股房企中 64 家房企（占比 60%）毛利率同比下滑	24
图表 51. 2023 年、2024Q1 末房地产板块有息负债分别为 2.99、3.03 万亿元，同比增速分别为-3.9%、-3.1%	24

图表 52. 2023 年、2024Q1 末房地产板块剔除预收账款后的资产负债率分别为 70.2%、69.9%，净负债率分别为 77.6%、83.6%，现金短债比分别为 1.08X、0.94X	24
图表 53. 2023 年、2024Q1 末房地产板块应付票据分别为 265、262 亿元，同比分别下降 45.1%和 44.6%	25
图表 54. 2023 年末房地产板块经营杠杆为 44.2%，较 2022 年末下降了 2.5 个百分点	25
图表 55. 2023 年、2024Q1 末房地产板块货币资金分别为 9106、7998 亿元，同比增速分别为-14.7%和-23.4%	26
图表 56. 2023 年房地产板块经营性、筹资性、投资性现金流净额分别为 2160、-2999、-721 亿元，2024Q1 分别为-1060、196、-140 亿元	26
图表 57. 2023 年、2024Q1 房地产板块销售商品、提供劳务收到的现金分别为 2.07 万亿元、3299 亿元，同比分别下降 7.5%、38.6%	26
图表 58. 2023 年、2024Q1 房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金分别为 1.44 万亿元、3287 亿元，同比分别下降 13.9%、12.2%	26
图表 59. 2023 年、2024Q1 房地产板块（取得借款收到的现金+发行债券收到的现金）/偿还债务支付的现金分别为 0.91X、1.23X	26
图表 60. 2023 年、2024Q1 房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金/销售商品、提供劳务收到的现金分别为 0.7X、1.0X	26
图表 61. 2023 年 107 家 A 股房企中 37%的房企货币资金正增长	27
图表 62. 2023 年 107 家 A 股房企中 25%的房企筹资性现金流净额为正，61%的房企经营性现金流净额为正	27
图表 63. 选取克而瑞销售榜单（2023 年）前 20 房企作为样本，并从三个维度分类进行财务数据分析：1）销售规模；2）标的公司属性；3）区域布局策略	28
图表 64. 头部房企（3000 亿元以上）营收稳健增长，2023 年同比增长 8%；600~1000 亿规模的房企营收同比增长 27%	29
图表 65. 3000 亿以上、1500~3000 亿规模的房企 2023 年归母净利润同比分别下降 12%、33%；1000~1500 亿、600~1000 亿规模房企出现亏损	29
图表 66. 2023 年地方国企营业收入增速高达 23%，混合所有制房企营收同比下滑 29	
图表 67. 2023 年央企和地方国企归母净利润分别下降 12%、13%，降幅相对较小，民企出现亏损	29
图表 68 2023 年区域深耕型房企营业收入增速高达 22%	29
图表 69. 2023 年区域深耕型房企归母净利润同比下降 13%	29
图表 70. TOP20 房企中 2023 年营收增速最快的三家房企为：滨江集团（70%）、融创中国（59%）、旭辉控股（51%）	30
图表 71. TOP20 房企中 2023 年归母净利润增速最高的为：招商蛇口（48%）、绿城中国（13%）、华润置地（12%）、中国海外发展（10%）	30
图表 72. 2023 年末规模在 1500~3000 亿元的房企预收账款增速最高，为 3%	31
图表 73. 截至 2023 年末，规模在 1500~3000 亿元房企的预收账款/营业收入最高，达 1.14X	31
图表 74. 2023 年末地方国企的房企预收账款增速最高，为 12%	31
图表 75. 截至 2023 年末，地方国企的预收账款/营业收入最高，达 1.27X	31

图表 76. 2023 年末区域深耕型房企预收账款增速最高，为 10%.....	31
图表 77. 截至 2023 年末，区域深耕型房企的预收账款/营业收入最高，达 1.41X.31	
图表 78. 2023 年 3000 亿元以上规模房企毛利率最高，达 19.2%.....	32
图表 79. 2023 年 3000 亿元以上规模房企归母净利润率最高，达 7.8%.....	32
图表 80. 2023 年央国企毛利率较高，分别为 16.7%和 14.8%.....	32
图表 81. 2023 年央国企归母净利润率较高，分别为 2.9%、3.4%.....	32
图表 82. 2023 年区域深耕型、全国化布局的房企毛利率基本相当，均为 14.9%.32	
图表 83. 2023 年区域深耕型房企归母净利润率较高，达 3.2%.....	32
图表 84. 2023 年华润置地、中国海外发展毛利率相对较高，均超过 20%.....	33
图表 85. 2023 年头部房企三费率更低，3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模的房 企三费率分别为 4.4%、5.5%.....	33
图表 86. 2023 年央国企的三费率相对较低，央企为 5.9%，地方国企为 5.2%.....	34
图表 87. 2023 年区域深耕型房企的三费率相对较低，为 5.1%.....	34
图表 88. 3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模房企 2023 年 ROE 相对最高，分别 为 7.4%和 8.1%.....	34
图表 89. 2023 年地方国企 ROE 相对较高，达 9.7%.....	35
图表 90. 2023 年区域深耕型房企 ROE 相对较高，达 9.5%.....	35
图表 91. TOP20 房企中 2023 年 ROE 相对较高的房企为建发国际、华润置地、滨 江集团，ROE 分别为 15.0%、11.8%、10.0%.....	35
图表 92. 600~1000 亿元规模房企 2023 年有息负债规模下降最多，同比降幅达 10%.....	36
图表 93. 地方国企 2023 年有息负债增速相对较高，为 1%.....	36
图表 94. 区域深耕型房企 2023 年有息负债规模同比基本持平.....	36
图表 95. 2023 年末越秀地产、华润置地、招商蛇口、绿城中国、中国金茂有息负债 规模增速相对较高.....	36
图表 96. 2023 年 3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模的房企剔除预收账款后的资 产负债率最低，分别为 61.2%、62.4%.....	37
图表 97. 2023 年 3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模的房企净负债率最低，分别 为 45.5%、44.9%.....	37
图表 98. 2023 年 3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模的房企现金短债比也相对更 高，分别为 2.46X 和 3.06X.....	37
图表 99. 2023 年央国企剔除预收账款后的资产负债率最低，分别为 65.7%、 64.1%.....	37
图表 100. 2023 年央国企净负债率最低，分别为 72.1%、56.8%.....	38
图表 101. 2023 年地方国企现金短债比最高，为 3.87X.....	38
图表 102. 2023 年区域型房企剔除预收账款后的资产负债率最低，为 64.4%.....	38
图表 103. 2023 年区域型房企净负债率最低，为 51.4%.....	38
图表 104. 2023 年区域深耕型房企现金短债比高达 3.24X.....	38
图表 105. TOP20 房企中 61%的房企为绿档房企.....	39
图表 106. 截至 2023 年末，绿城、保利、越秀、万科、华发、建发、龙湖、招蛇、	

滨江、华润、中海为绿档房企	39
图表 107. 2023 年 TOP20 房企中 3000 亿元以上规模的房企融资成本最低，仅 3.6%，同比下降 0.1 个百分点	40
图表 108. 2023 年央企融资成本相对最低，仅 3.7%，同比下降 0.1 个百分点	40
图表 109. 2023 年区域深耕型房企和全国布局的房企融资成本基本相当	40
图表 110. 2023 年中国海外发展、保利发展、华润置地、招商蛇口、越秀地产融资成本相对较低，均在 4% 以下	40
图表 111. 2023 年 3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模房企货币资金同比降幅相对较小	41
图表 112. 2023 年央企和地方国企货币资金同比增速分别为 -4%、4%	41
图表 113. 2023 年区域深耕型房企货币资金同比增长 8%	42
图表 114. 2023 年 3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模房企经营性现金流较 2022 年有所改善	42
图表 115. 2023 年央国企、民企经营性现金流较 2022 年均有所改善	42
图表 116. 2023 年区域深耕型房企经营性现金流净较 2022 年明显改善	42
图表 117. 2023 年各梯队房企筹资性现金流均净流出	42
图表 118. 2023 年各类型房企筹资性现金流均净流出	42
图表 119. 2023 年区域深耕型房企、全国化布局房企筹资性现金流均净流出	43
图表 120. 2023 年滨江集团、越秀地产货币资金涨幅超过三成	43
图表 121. 2023 年建发国际、龙湖集团、滨江集团、越秀地产经营性现金流明显改善；华润置地筹资性现金流仍能保持净流入	43
图表 122. 报告中提及上市公司估值表	44

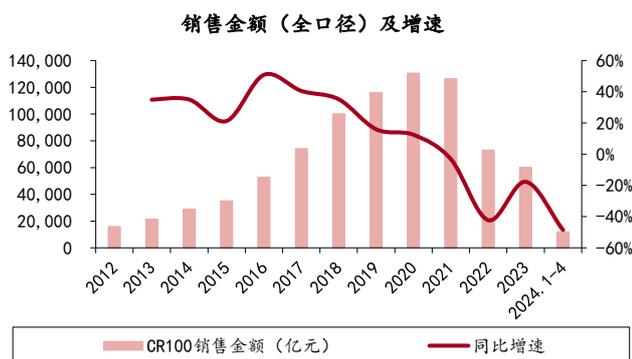
1 经营情况分析：销售投融资均缩量，行业格局逐步稳定

1.1 销售：百强房企销售规模基本回到 16-17 年水平，民营房企销售市占率降至四成

1.1.1 2023 年百强房企销售降幅近两成，规模基本回到 2016-2017 年水平

2023 年百强房企销售规模下降近两成，销售规模基本回到 2016-2017 年水平，仍处于低位调整期；2024 年 1-4 月销售降幅再度扩大至近五成。2023 年百强房企全年实现全口径销售金额 6.01 万亿元，同比下降 17.7%，降幅较 2022 年收窄了 24.6 个百分点；权益口径 4.24 万亿元，同比下降 17.0%，降幅较 2022 年收窄了 25.4 个百分点，降幅虽然较 2022 年有所收窄，但整体销售规模已经回到 2016-2017 年的水平。2021 年以前，百强房企销售增速始终高于全国商品房销售增速，即使在销售景气度较低的年份，例如 2014 年虽然全国商品房销售大幅下滑，但是百强房企销售增速仍然有韧性（当年同比增速高达 35%），而 2021 年开始百强房企销售较差，低于全国商品房销售增速（2021、2022、2023 年全国商品房销售额同比增速分别为 4.8%、-26.7%、-6.5%）。可见，2014 年虽然市场不景气，房企还是有冲规模的诉求；而 2021 年开始房企资金压力较大，普遍放慢扩张速度，追求稳健发展，土地市场热度欠佳，规模诉求明显减弱。这也体现在千亿规模房企明显减少。2023 年全口径销售金额规模超过千亿的房企仅剩 16 家（保利、万科、中海、华润、招蛇、碧桂园、绿城、建发、龙湖、金地、滨江、越秀、金茂、华发、铁建、绿地），较 2022 年减少了 4 家，较 2020-2021 年减少了 27 家。2024 年 1-4 月，百强房企实现全口径销售金额 1.19 万亿元，同比下降 48.5%，权益口径 8504 亿元，同比下降 48.0%，同比降幅较 2023 年全年再度明显扩大。

图表 1. 2023 年百强房企全口径销售金额 6.01 万亿元，同比下降 17.7%



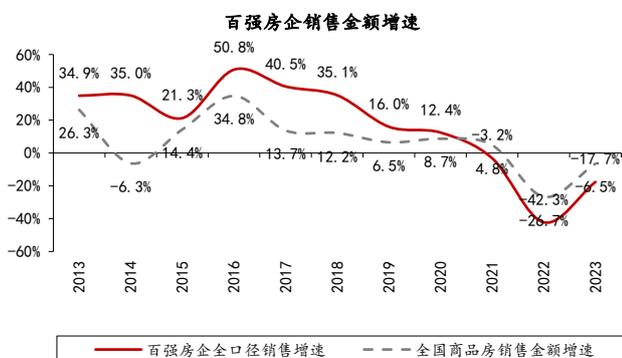
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 2. 2023 年百强房企权益口径销售金额 4.24 亿元，同比下降 17.0%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 3. 2021 年开始百强房企销售较差，低于全国商品房销售增速



资料来源：克而瑞，国家统计局，中银证券

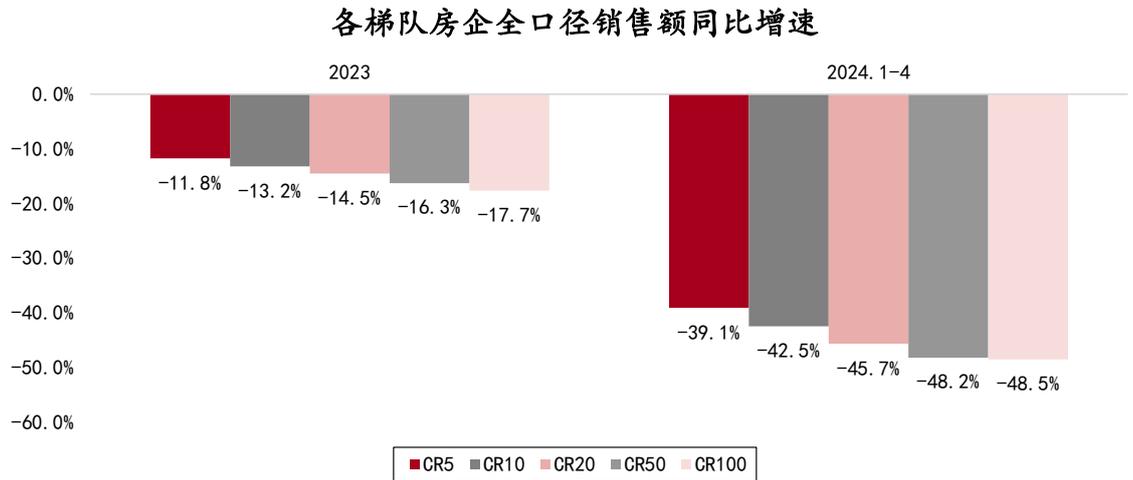
图表 4. 2023 年全口径销售金额规模超过千亿的房企仅剩 16 家



资料来源：克而瑞，中银证券

各梯队房企规模增速也呈现一定的分化，头部房企销售降幅相对较小。2023年CR5、CR10、CR20、CR50、CR100全口径销售额增速分别为-11.8%、-13.2%、-14.5%、-16.3%、-17.7%；2024年1-4月分别为-39.1%、-42.5%、-45.7%、-48.2%、-48.5%。我们看到CR5头部房企销售降幅小于其他，随着行业逐步出清，在市场长期低迷的情况下，头部房企在营销、产品等各方面优势下，销售降幅相对小于尾部。

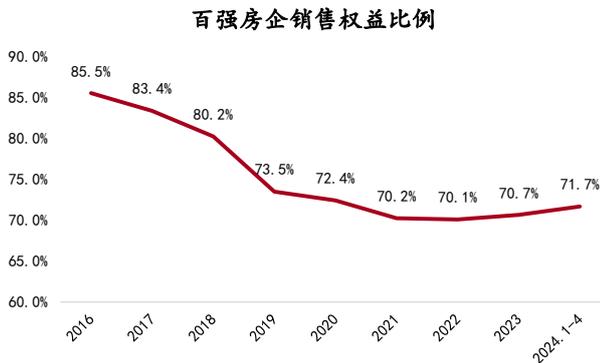
图表 5. 2023年CR5、CR10、CR20、CR50、CR100全口径销售额增速分别为-11.8%、-13.2%、-14.5%、-16.3%、-17.7%；2024年1-4月分别为-39.1%、-42.5%、-45.7%、-48.2%、-48.5%



资料来源：克而瑞，中银证券

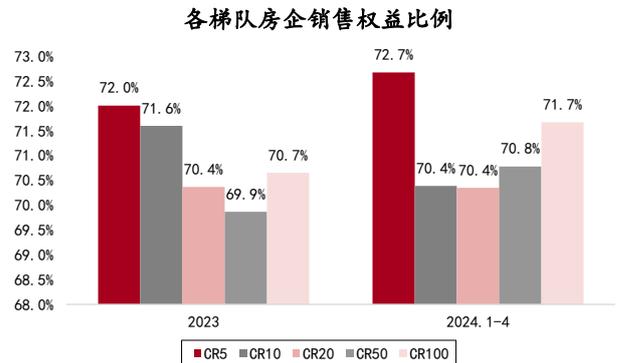
房企销售权益比例开始回升。从销售来看，2016年-2022年百强房企销售权益比例不断下滑，反映出房企合作增多，我们认为降成本、扩规模、分散风险是合作开发增多的主要原因。不过，2023年百强房企销售权益比例同比提升了0.6个百分点至70.7%，2024年1-4月再度提升至71.7%，在合作开发中并表主动权提升。头部房企相对权益比例更高，对项目仍保留了较大的话语权和操盘权，2023年CR5销售权益比例为72.0%，2024年1-4月为72.7%，高于其余房企。

图表 6. 2023年百强房企销售权益比例为70.7%，同比提升0.6个百分点；2024年1-4月再度提升至71.7%



资料来源：克而瑞，中银证券

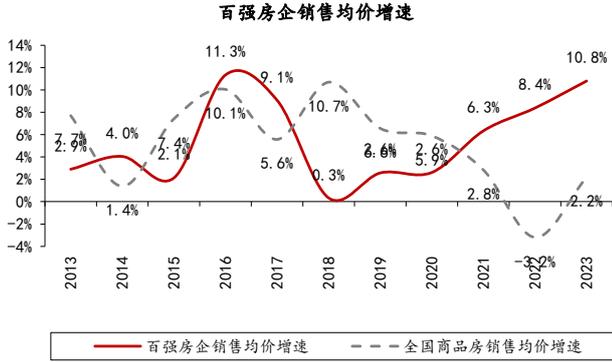
图表 7. CR5梯队的销售权益比例相对最高



资料来源：克而瑞，中银证券

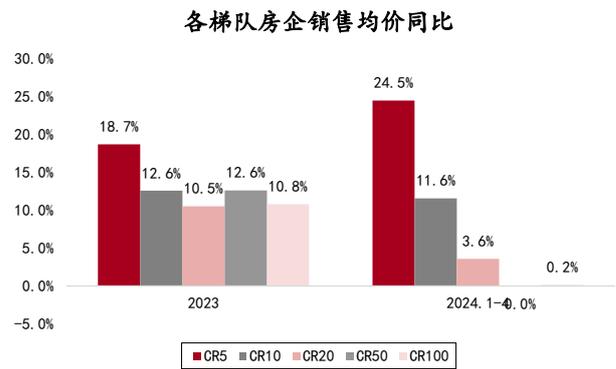
百强房企销售均价保持增长。2023年百强房企销售均价为1.79万元/平，同比增长10.8%，增速显著好于全国商品房销售均价（同比增长2.2%）；2024年1-4月百强房企销售均价为1.76万元/平，同比增长0.2%。具体来看，CR5的销售均价增速相对更高，2023年、2024年1-4月分别为18.7%、24.5%，我们认为这一方面或许是因为头部房企相对布局能级更高的地区，房价更具韧性，销售修复相对较好；另一方面或许是因为头部房企产品力和品牌力相对更好，定价相对更高，同时相对降价促销的力度更小。

图表 8. 2023 年百强房企销售均价为 1.79 万元/平，同比增长 10.8%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 9. CR5 的销售均价增速相对更高，2023 年、2024 年 1-4 月分别为 18.7%、24.5%



资料来源：克而瑞，中银证券

1.1.2 2023 年区域深耕型房企销售目标完成度相对较好，2024 年 1-4 月规模房企销售明显转弱

35%的 TOP20 房企 2023 年销售额出现正增长，区域深耕型房企销售目标完成度相对较好。具体来看，1) 从销售规模增速来看，TOP20 房企中，2023 年全年销售额同比仍能保持正增长的有：越秀地产 (+14%)、建发国际 (+12%)、华发股份 (+5%)、中海地产 (+5%)、华润置地 (+2%)、招商蛇口 (+0.4%)、绿城中国 (自投+代建项目) (+0.3%)，均为央企或是区域深耕型的优质房企，其余房企均出现了不同幅度的下滑。2) **2023 年房企销售目标的制定普遍较为谨慎，其中建发国际、滨江集团、越秀地产顺利完成年初制定的销售目标，均为区域深耕型的房企，中海地产、招商蛇口、龙湖集团的销售目标完成度在 80%~90%之间。**

2024 年 1-4 月规模房企销售表现随大市明显转弱。具体来看，1) TOP20 房企中所有房企 2024 年 1-4 月销售额均出现了不同幅度下滑，且跌幅相对不小。其中绿城中国 (自投+代建项目) 销售金额同比降幅相对较小，仅为 14.6%，其余房企降幅都超过三成。2) **2024 年给出具体销售目标的房企更少更谨慎，仅越秀地产、美的置业、滨江集团、绿城中国 4 家给出了明确销售目标数值。**滨江集团计划 2024 年销售规模 1000 亿元以上，占行业总规模的 1%，行业排名前 15 名以内，绿城中国销售目标为争取与 2023 年的 3011 亿元销售额持平，越秀地产则给出了 1470 亿元的具体销售目标数值，较 2023 年实际销售增长幅度约 3.5%；美的置业 2024 年销售目标是 550 亿元左右。此外，华润置地、招商蛇口分别提出了维持行业前四、前五的目标，中海地产给出了 2024 年销售稳中有升的目标。3) **除了销售目标外，也有多家房企给出了 2024 年的推货计划：**华润置地 2024 年计划可售货值约为 5308 亿元，其中计划新推的可售货值规模为 2500 亿元；招商蛇口 2024 年可售货值 (不含年内新拿地项目) 约 4500 亿元；中国金茂 2024 年计划新推盘货值 1000 亿元，可销售的存量房货值 1200 亿元；龙湖集团 2024 年计划供货 2400 亿元左右，其中存量项目 1400 亿元、计划今年新增 1000 亿元供货；建发国际 2024 年推货规模大约在 2300~2400 亿元，新增货值 1600 亿元；越秀地产 2024 年可售资源 2700 亿元，去化率目标为 55%；美的置业 2024 年整体供货约 1100-1200 亿元，400-500 亿元是新增的货值，接近 700 亿元左右的库存。

图表 10. 2023 年建发国际、滨江集团、越秀地产顺利完成年初制定的销售目标

销售排名	公司	2023年销售金额 (亿元)	同比增速	2023年销售目标 (亿元)	销售目标完成率	销售排名	公司	2024年1-4月销售金额 (亿元)	同比增速	2024年销售目标 (亿元)	销售目标完成率
1	保利发展	4222	-7.7%			1	保利发展	960	-38.3%		
2	万科	3761	-9.8%			2	中海地产	820	-30.3%	稳中有升	
3	中海地产	3098	5.1%	3537	87.6%	3	万科	780	-41.5%		
4	华润置地	3070	1.9%			4	华润置地	720	-35.7%	维持行业前四	
5	招商蛇口	2936	0.4%	3300	89.0%	5	招商蛇口	588	-46.7%	稳居行业前五	
6	碧桂园	2169	-53.3%			6	绿城中国	755	-14.6%	3011	25.1%
7	绿城中国	3011	0.3%			7	建发国际	411	-34.7%		
8	建发国际	1891	11.8%	10-20%销售增速	100.0%	8	滨江集团	356	-41.4%	销售规模1000亿元以上, 行业总规模1%, 排名前15名以内	
9	龙湖集团	1735	-13.9%	2132	81.4%	9	龙湖集团	324	-51.9%		
10	金地集团	1536	-30.8%			10	越秀地产	300	-46.7%	1470	20.4%
11	滨江集团	1535	-0.3%	占全国商品房销售金额的1%, 确保全国排名前20名, 争取15名	100.0%	11	中国金茂	241	-58.9%		
12	越秀地产	1420	13.6%	1320	107.6%	12	华发股份	240	-58.3%		
13	中国金茂	1412	-8.9%			13	金地集团	230	-61.1%		
14	华发股份	1260	4.8%			14	碧桂园	226	-80.7%		
15	中国铁建	1214	-6.3%			15	融创中国	225	-39.7%		
16	绿地控股	1115	-15.8%			16	中国铁建	199	-45.2%		
17	融创中国	848	-49.9%			17	绿地控股	187	-47.5%		
18	新城控股	760	-34.5%			18	保利置业	165	-41.1%		
19	旭辉控股	700	-43.5%			19	新城控股	157	-46.0%		
20	中交地产	374	-18.6%			20	旭辉控股	140	-52.3%		

资料来源: 克而瑞, 各公司公告, 中银证券

备注: 2023 年数据碧桂园为克而瑞数据, 其余为公司年报数据; 2024 年 1-4 月数据绿城中国为公司公告数据, 其余为克而瑞数据。

图表 11. 房企 2024 年销售目标和推货计划梳理

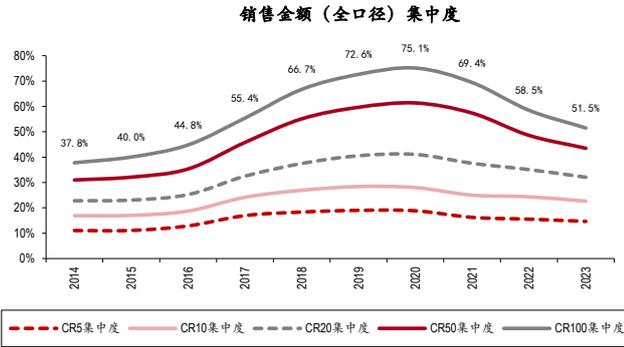
公司名称	2024 年销售目标	2024 年推货计划
华润置地	维持行业前四	计划可售货值约为 5308 亿元, 其中计划新推的可售货值规模为 2500 亿元
招商蛇口	稳居行业前五	2024 年可售货值 (不含年内新拿地项目) 约 4500 亿元
中海地产	稳中有升	-
中国金茂	-	计划新推盘货值 1000 亿元, 可销售的存量房货值 1200 亿元
越秀地产	销售目标为 1470 亿元, 较 2023 年实际销售增长幅度约 3.5%	2024 年可售资源 2700 亿元, 去化率目标为 55%
建发国际	-	推货规模大约在 2300~2400 亿元, 新增货值 1600 亿元
绿城中国	销售目标为争取与 2023 年的 3011 亿元销售额持平	-
滨江集团	2024 年销售规模 1000 亿元以上, 占行业总规模的 1%, 行业排名前 15 名以内	-
龙湖集团	-	计划供货 2400 亿元左右, 其中存量项目 1400 亿元、计划今年新增 1000 亿元供货
美的置业	销售目标是 550 亿元左右	整体供货约 1100-1200 亿元, 400-500 亿元是新增的货值, 接近 700 亿元左右的库存

资料来源: 各公司公告, 公司业绩会, 中银证券

1.1.3 行业集中度持续下滑; 民企市占率降至约四成

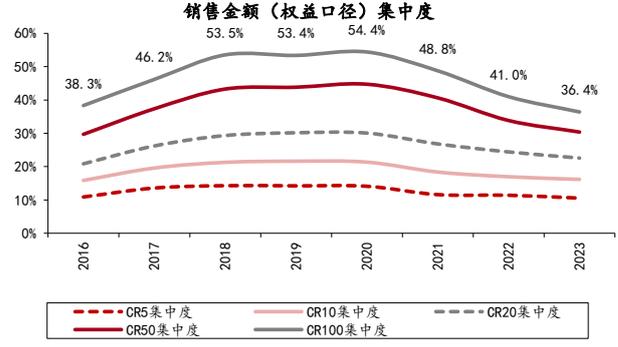
行业集中度连续三年持续下滑, 头部房企相对降幅较小。2023 年 CR5、CR10、CR20、CR50 和 CR100 的权益口径销售额集中度分别下降了 0.9、0.8、1.8、3.4、4.6 个百分点至 10.6%、16.2%、22.5%、30.4%、36.4%, 基本回到了 2016 年的行业集中度水平。2024 年 1-3 月销售集中度持续下降, CR5、CR10、CR20、CR50 和 CR100 的权益口径销售额集中度分别为 9.4%、13.7%、18.4%、24.2%、28.4%。我们认为一方面主要是因为当前市场环境下, 规模增长已经不是房企最主要的诉求, 大中型房企更加追求现金流安全和稳健经营, 短期内拿地和新开工意愿都有所下滑, 导致销售集中度有所下滑。另一方面, 2021 年下半年以来部分百强房企出现了信用风险暴露事件, 风险房企的销售降幅相对较大, 其短期内销售急促下滑影响了整体百强房企销售。

图表 12. 2023 年 CR5、CR10、CR20、CR50 和 CR100 全口径销售额集中度分别为 14.7%、22.6%、32.0%、43.5%、51.5%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 13. 2023 年 CR5、CR10、CR20、CR50 和 CR100 权益口径销售额集中度分别为 10.6%、16.2%、22.5%、30.4%、36.4%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 14. 2024 年 1-3 月 CR100 行业集中度持续下降

权益口径销售额集中度	2022 年 1-3 月	2023 年 1-3 月	2024 年 1-3 月
CR5	10.8%	12.1%	9.4%
CR10	15.5%	18.2%	13.7%
CR20	21.6%	25.2%	18.4%
CR50	31.5%	34.0%	24.2%
CR100	38.5%	39.8%	28.4%

资料来源：克而瑞，中银证券

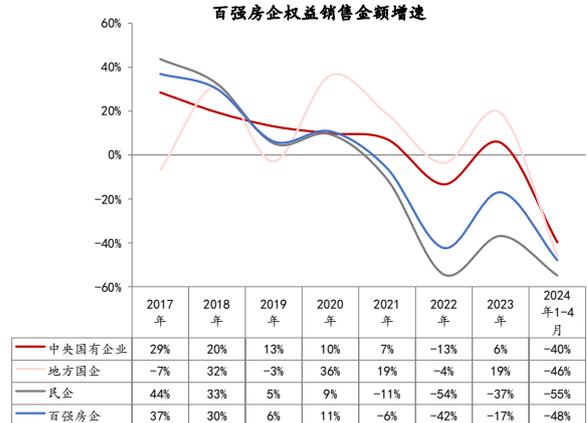
从企业类型来看，行业竞争格局持续优化，2023 年民企销售占比已经降至四成左右，央企与地方国企销售规模同比正增长。过去从销售规模来看，民企的占比较高，2016-2020 年占比高达 73%-78%；2021 年下半年以来民营房企暴雷事件频出，其销售占比逐步降低。2023 年百强房企权益销售额中，民企占比为 43.5%，较 2022 年下降了 13.7 个百分点，央企占比 38.7%，较 2022 年提升了 8.3 个百分点，地方国企占比 17.8%，较 2022 年提升了 5.4 个百分点。2024 年 1-4 月民企权益销售额占比再度下降至 41.1%，央企提升至 41.5%，地方国企稳定在 17.5%。从增速来看，央企和地方国企权益销售额 2023 年同比分别增长 6%、19%，民企同比下降 37%。2024 年 1-4 月民企权益销售额同比下降 55%，降幅也显著大于央国企。地方国企在当地拥有较高的资源禀赋优势，且更注重口碑，在当地具有较高的认可度和信任度，在房企频频暴雷、很多项目面临烂尾风险的情况下，购房者更青睐深耕地方性房企，销售表现相对最好。整体而言，2022 年至今的两年多以来，央国企：民营房企销售占比已经基本完成了从 3：7 变为 6：4 的格局转变，行业格局开始逐步稳定。

图表 15. 2023 年百强房企权益销售额中，民企占比为 43.5%，较 2022 年下降了 13.7 个百分点



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 16. 央企和地方国企权益销售额 2023 年同比分别增长 6%、19%，民企同比下降 37%



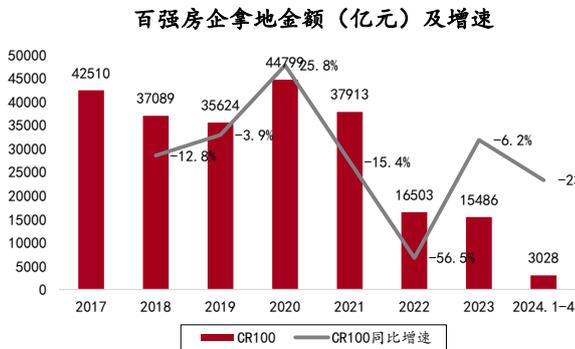
资料来源：克而瑞，中银证券

1.2 拿地：百强房企拿地量持续收缩，拿地端行业格局逐步稳定

1.2.1 百强房企拿地量为2017年来最低值，民企拿地金额占比维持低位

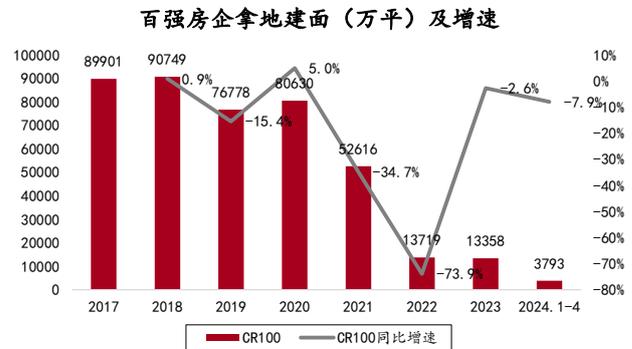
2023年百强房企拿地量为2017年以来最低值，拿地强度小幅回升。2023年百强房企全口径拿地金额1.55万亿元，同比下降6.2%，同比降幅较2022年显著收窄，拿地量为2017年以来最低值，仅为2017年拿地金额的三分之一左右；百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）为25.8%，较2022年提升了3.2个百分点。2023年百强房企拿地量价齐跌，拿地建面合计1.34亿平，同比下降2.6%；楼面均价1.16万元/平，同比下降3.6%。头部房企的拿地金额增速和强度相对较高，CR5、CR10、CR20、CR50拿地金额同比增速分别为10.6%、7.0%、4.0%、-2.3%，拿地强度分别为31.5%、31.8%、28.6%、26.6%，较2022年拿地强度分别提升了6.4、6.0、5.1、3.8个百分点。2024年以来百强房企拿地强度持续提升。2024年1-4月百强房企全口径拿地金额3028亿元，同比下降23.3%，拿地建面3793万平，同比下降7.9%，楼面均价7982元/平，同比下降16.7%，拿地强度为25.5%，同比提升8.4个百分点。

图表 17. 2023 年百强房企拿地金额合计 1.55 万亿元，同比下降 6.2%



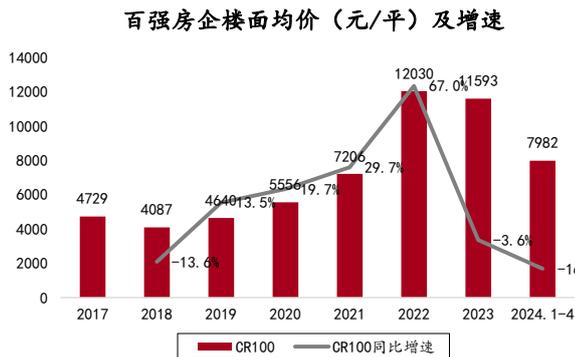
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 18. 2023 年百强房企拿地建面合计 1.34 亿平，同比下降 2.6%



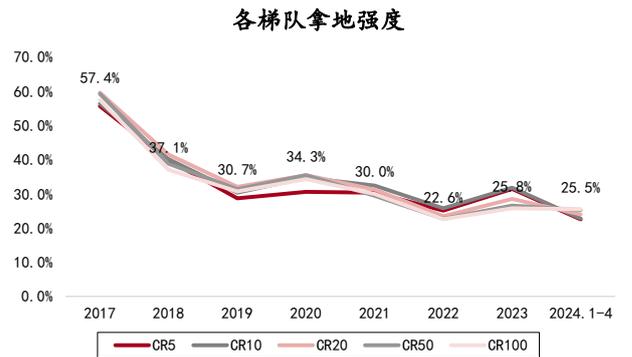
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 19. 2023 年百强房企拿地楼面均价为 1.16 万元/平，同比下降 3.6%



资料来源：克而瑞，中银证券

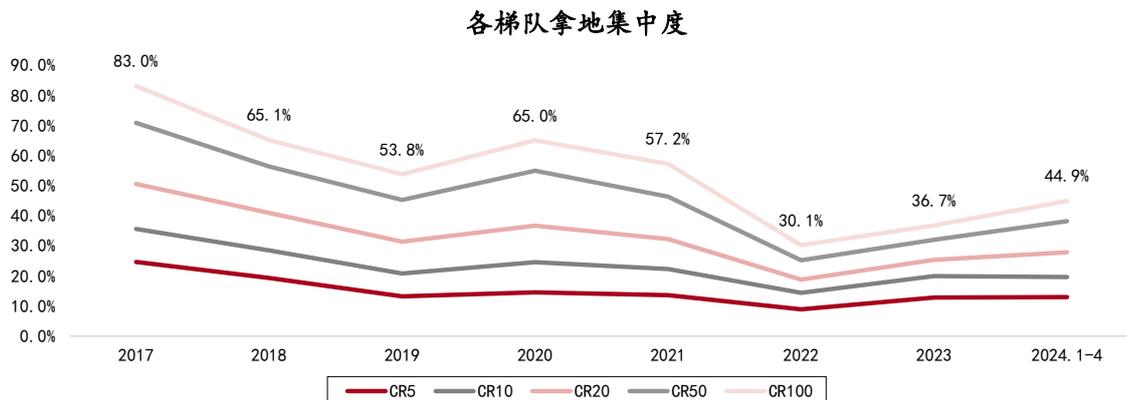
图表 20. 2023 年 CR5、CR10、CR20、CR50 拿地强度分别为 31.5%、31.8%、28.6%、26.6%



资料来源：克而瑞，中银证券

2023年百强房企整体拿地集中度由降转升，头部房企提升幅度相对较小，或与本身土储丰富、拿地聚焦有关。2023年百强房企拿地金额集中度（拿地金额/全国300城土地成交总价）为36.7%，同比提升了6.6个百分点，2024年1-4月持续提升至44.9%。我们认为整体百强房企拿地集中度上行是因为销售不景气的环境下，百强房企以外的更小型房企资金链存在断裂风险，不再新增项目，百强以外的房企市占率缩小。头部房企集中度提升幅度相对较小，CR5、CR10 2023年拿地集中度分别提升了3.9、5.6个百分点，我们认为，这主要与头部房企此前普遍土地储备较为丰富有关，其补库存的急迫性不强，且在行业普遍面临资金压力的情况下，更加注重安全性和稳健度，拿地也更加聚焦。

图表 21. 从拿地集中度来看，2023 年百强房企拿地金额占全国（300 城）土地成交总价的比重为 36.7%，较 2022 年提升了 6.6 个百分点



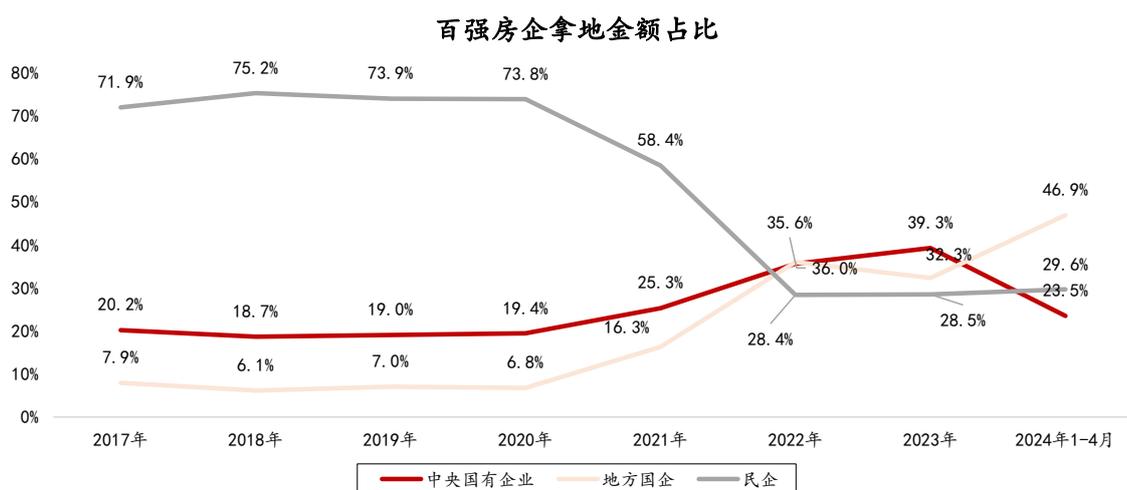
资料来源：克而瑞，中银证券

数据说明：拿地集中度=拿地金额/全国（300 城）土地成交总价

从企业类型来看，2023 年拿地房企仍以央国企为主，民企拿地仍然较弱，拿地端的行业格局已经逐步稳定。2021-2022 年民营房企在拿地上的规模收缩比销售更为显著，信用风险较低、融资渠道畅通、安全性较高、现金流稳定的央国企拿地占比提升。2023 年和 2022 年相比投资整体格局未发生改变。2023 年百强房企中民企拿地金额占比 28.5%，与 2022 年基本持平，2024 年 1-4 月为 29.6%；2023 年地方国企拿地金额占比 32.3%，较 2022 年下降 3.7 个百分点，地方国企托底拿地的现象略有减少，2024 年 1-4 月再度提升至 46.9%；央企 2023 年拿地金额占比 39.3%，较 2022 年提升了 3.7 个百分点，2024 年 1-4 月降至 23.5%。从拿地企业来看，有意愿、有能力仍仅有央国企。

2023 年房企在投资上的谨慎与聚焦贯穿全年，在这样的投资局面中，央国企的优势显著。我们认为，24 年房企投资大概率将保持谨慎的态度，在影响房企投资的两大因素：市场预期与资金未有明显好转之前，房企拿地意愿不会出现明显回升。未来投资分化或将加剧，一方面在于取消限价后城市间、地块间的热度分化，另一方面在于销售率先企稳、获得更多融资支持、现金流更加稳健的房企将是更多土地资源的获得方。

图表 22. 2023 年百强房企中民企拿地金额占比 28.5%，与 2022 年基本持平



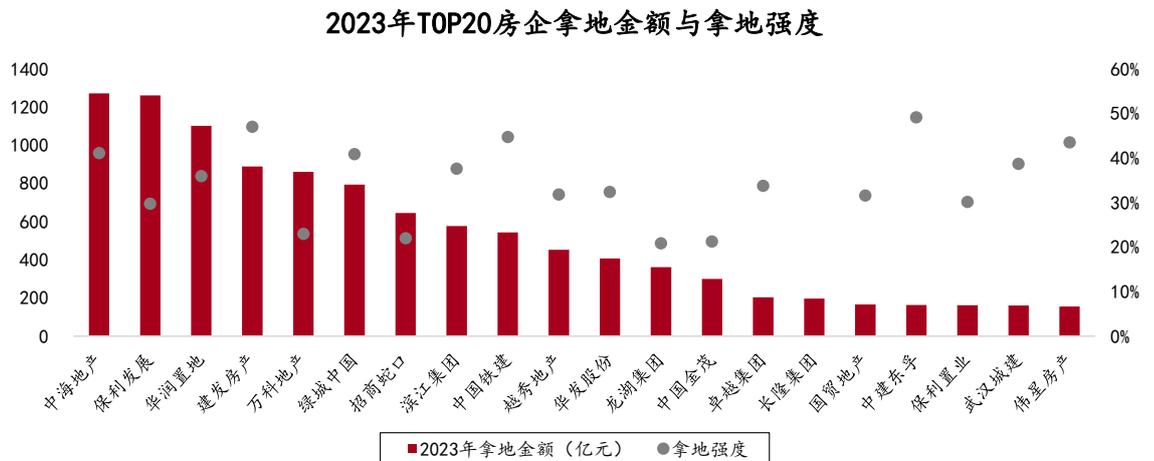
资料来源：克而瑞，中银证券

1.2.2 拿地金额排名靠前的主要为央企

房企资金链紧张叠加销售景气度下行，房企普遍减缓了拿地力度，2023年拿地排名靠前的主要为央企。2023年中海地产（拿地金额1272亿元，同比增速46%，拿地强度41%）、保利发展（1261亿元，-7%，30%）、华润置地（1102亿元，3%，36%）、建发国际（888亿元，28%，47%）、万科（861亿元，8%，23%）、绿城中国（793亿元，34%，41%）、招商蛇口（645亿元，-15%，22%）、滨江集团（577亿元，-27%，38%）排名靠前。拿地金额TOP20房企中，中海、绿城、建发、铁建、金茂、华润、万科、龙湖，2023年拿地金额同比保持正增长，中海、建发、绿城、铁建、中建东孚、伟星房产拿地强度超过40%。

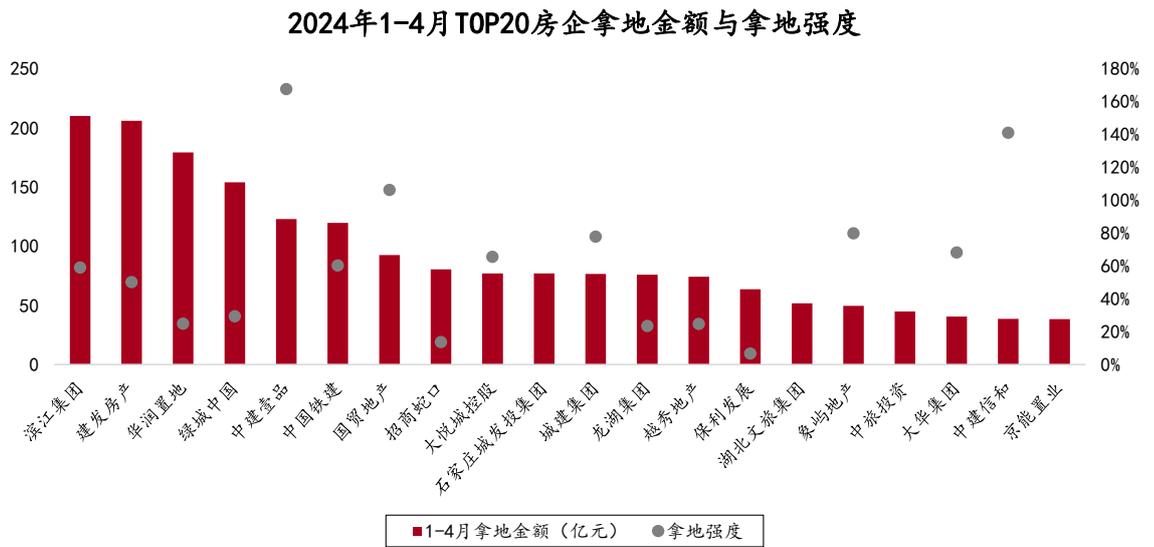
2024年1-4月TOP20拿地榜单中有多家“建筑系”房企。2024年1-4月滨江集团、建发国际、华润置地、绿城中国拿地金额排名靠前，均超过150亿元，拿地强度分别为59.1%、50.2%、24.9%、29.3%，TOP20房企中滨江集团、中建壹品、大悦城、大华集团拿地金额同比增幅较大，滨江集团、建发国际、中建壹品、中国铁建、国贸地产、大悦城、城建集团、大华集团、中建信和拿地强度均超过50%。我们发现当绝大部分民营房企减速后，得益于充足的资金优势和较为完善的产业链资源，以中建、中铁建、中铁等为代表的“建筑系”央企近两年逆势补仓，“建筑系”房企逆势发力地产业务，且在土拍市场的影响力扩大，主要原因在于：1）建筑企业的主营业务是工程承包，而承接房地产项目，一直以来都是低价中标+垫资进场。从2021年下半年以来，房企资金链紧张，接连暴雷，把多家建筑企业拖入债务泥潭，建筑企业更想把握开发的主动性。2）对于做建筑施工出身的企业来说，做房地产开发具有资金优势，作为建筑企业旗下的地产平台，同时也是央企子公司，资金与融资优势显著；同时还具备完善的产业链。

图表 23. 2023年拿地金额TOP20房企中，中海、绿城、建发、铁建、金茂、华润、万科、龙湖2023年拿地金额同比保持正增长



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 24. 2024 年 1-4 月拿地金额 TOP20 房企中，滨江集团、建发国际拿地金额均超过 200 亿元

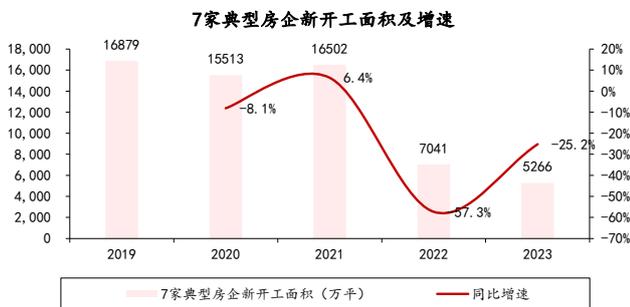


资料来源：克而瑞，中银证券

1.3 开竣工：典型房企 2023 年开竣工集中度均下降；预计 2024 年开竣工规模将出现双位数负增长

典型房企开竣工集中度均下降，预计 2024 年典型房企开竣工规模将出现双位数负增长。从行业整体情况来看，2023 年全国商品房新开工和竣工面积同比增速分别为 -20.4% 和 17.0%，新开工规模显著下滑主要是因为房企资金紧张以及销售不景气，房企拿地和新开工意愿持续低迷，竣工同比实现大幅增长，一方面 2022 年的部分工程延期至 2023 年竣工，另一方面，2020 年下半年至 2021 年上半年新开工体量相对较高，按照 2-3 年的结算期考虑，这部分项目在 2023 年交付。从典型房企的开竣工情况来看，2023 年 7 家典型房企新开工面积合计 5266 万平，同比下降 25.2%，2023 年开工计划完成度均值为 85%，新开工集中度也同比再度下滑 0.4 个百分点至 5.5%。其中 5 家房企公布了 2024 年的新开工计划，按照计划，预计 2024 年新开工较 2023 年实际新开工仍将下降 12%。2023 年 12 家典型房企竣工面积合计 1.93 亿平，同比增长 0.8%，2023 年竣工计划完成度均值为 93%，竣工集中度为 19.3%，较 2022 年相比下降了 3.1 个百分点。其中 8 家房企公布了 2024 年的竣工计划，按照计划，预计 2024 年竣工较 2023 年实际竣工将有 19% 的下降。

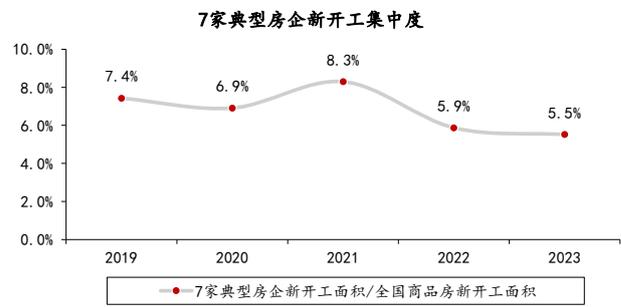
图表 25. 2023 年 7 家典型房企新开工面积 5266 万平，同比下降 25.2%



资料来源：各公司公告，中银证券

数据说明：7 家典型房企为万科、保利发展、招商蛇口、金地集团、新城控股、华发股份、越秀地产

图表 26. 2023 年 7 家典型房企新开工面积集中度为 5.5%，同比下降 0.4 个百分点



资料来源：各公司公告，中银证券

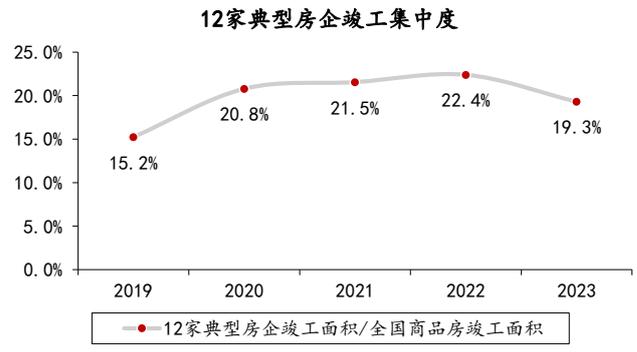
图表 27. 2023 年 12 家典型房企竣工面积 1.93 亿平，同比增长 0.8%



资料来源：各公司公告，中银证券

数据说明：12 家典型房企为万科、保利发展、中海地产、招商蛇口、龙湖集团、金地集团、绿城中国、新城控股、华发股份、越秀地产、滨江集团、远洋集团

图表 28. 2023 年 12 家典型房企竣工面积集中度为 19.3%，同比下降 3.1 个百分点

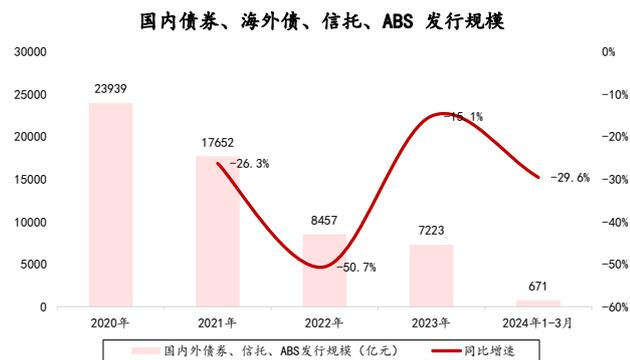


资料来源：各公司公告，中银证券

1.4 融资：全年融资规模同比持续下滑，融资成本持续下行

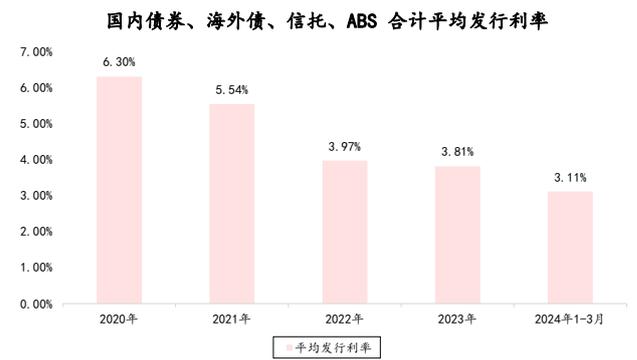
2023 年房地产行业融资规模同比下降，融资成本持续下行。2023 年全年房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 7223 亿元，同比下降 15%，但降幅较 2022 年显著收窄，平均发行利率 3.81%，同比下降 0.16 个百分点；2024 年 1-3 月为 671 亿元，同比下降 29.6%，平均发行利率再度降至 3.11%。2023 年国内债券发行规模 4233 亿元，同比减少 9%，平均发行利率 3.57%，同比提升 0.14 个百分点；海外债券发行规模 219 亿元，同比增长 25%，平均发行利率 6.39%，同比提升 1.29pct；信托发行规模 297 亿元，同比下降 71%，平均发行利率 7.05%，同比下降 0.47 个百分点；ABS 发行规模 2473 亿元，同比下降 7%，平均发行利率 3.60%，同比提升 0.13 个百分点。2023 年房地产行业国内外债券、ABS 发行期限 1 年及以下、1-3 年、3 年以上分别占比 24.9%、29.5%、45.6%。主流房企中 2023 年招商蛇口、金融街、华润置地发行债券规模较大，分别发行 307、200、180 亿元，平均发行利率分别 2.71%、3.50%、2.79%。

图表 29. 2023 年房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 7223 亿元，同比下降 15%



资料来源：中指院，中银证券

图表 30. 2023 年房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率同比下降 0.16 个百分点至 3.81%



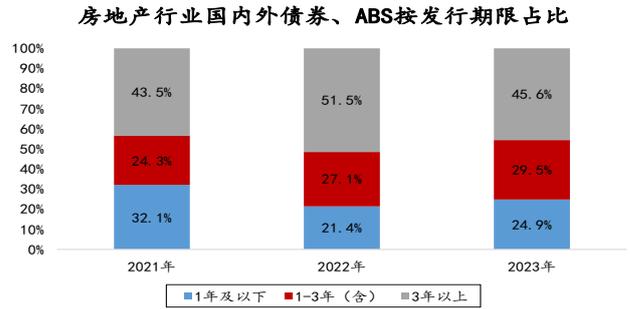
资料来源：中指院，中银证券

图表 31. 2023 年房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模分别为 4233、219、297、2473 亿元

	发行规模 (亿元)	同比增速	占比	平均发行利率 (%)	同比增减
国内债券	4233	-9.09%	58.61%	3.6	0.14
海外债	219	24.55%	3.04%	6.4	1.29
信托	297	-70.96%	4.12%	7.0	-0.47
ABS	2473	-6.84%	34.24%	3.6	0.13

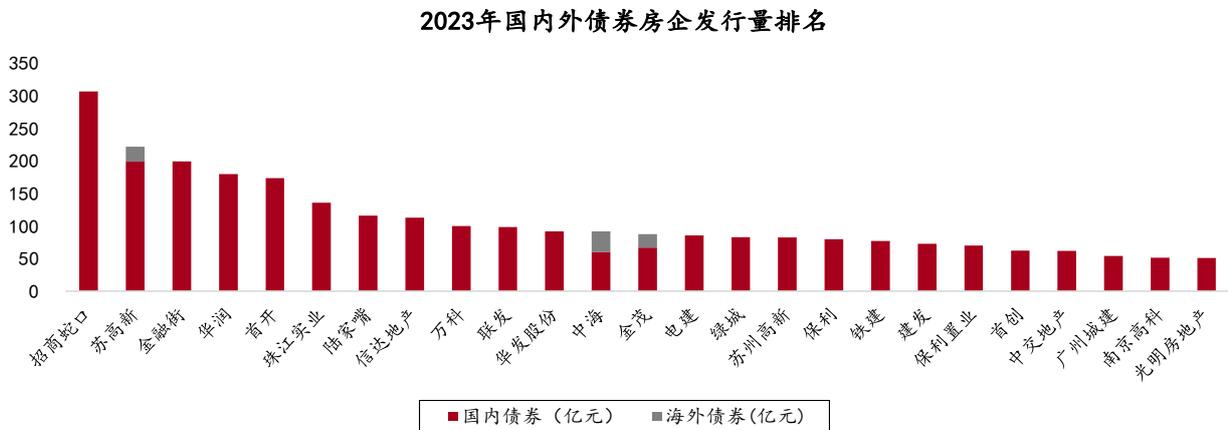
资料来源：中指院，中银证券

图表 32. 2023 年行业国内外债券、ABS 发行期限 1 年及以下、1-3 年、3 年以上分别占比 24.9%、29.5%、45.6%



资料来源：中指院，中银证券

图表 33. 主流房企中 2023 年招商蛇口、金融街、华润置地发行债券规模较大，分别发行 307、200、180 亿元

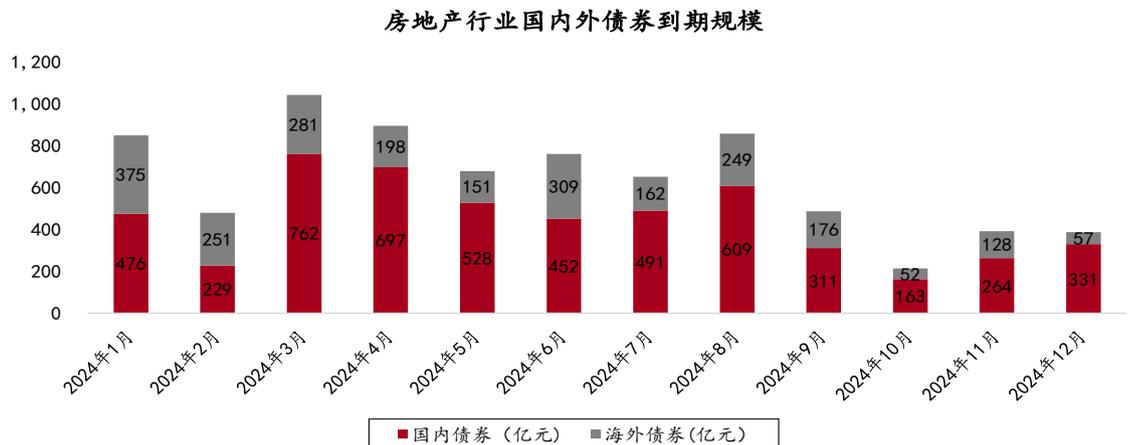


资料来源：中指院，中银证券

数据说明：此图仅显示发行总量在 50 亿元以上的房企，海外债发行额按发行 2023 年最后一天汇率换算为人民币。

房企 2024 年国内外债券到期规模小于 2022、2023 年，但考虑到新增融资规模在持续收缩，房企资金压力仍然不小。2024 年全年房地产行业国内外债券到期规模合计 7703 亿元，小于 2023 年的 9580 亿元和 2022 年的 8795 亿元。2024 年 1-4 月已经到期偿还了 3269 亿元，占全年到期总量的 42.4%，5-12 月还有 4434 亿元待偿还，其中 6 月、8 月为两个到期小高峰，分别到期 761、858 亿元的国内外债券。具体来看，2024 年以下主流房企面临债务到期压力：恒大（598 亿元）、首开股份（223 亿元）、华润置地（216 亿元）、金地集团（206 亿元）、万科（195 亿元）。

图表 34. 2024 年全年房地产行业国内外债券到期规模合计 7703 亿元



资料来源：中指院，中银证券

图表 35. 2024 年以下主流房企面临债务到期压力：恒大（598 亿元）、首开股份（223 亿元）、华润置地（216 亿元）、金地集团（206 亿元）、万科（195 亿元）

企业名称	总债券余额 (亿元)	到期规模 (亿元)			
		2024		2025	
		总额	占比	总额	占比
恒大	1099	598	54.4%	371.5	33.8%
首开	705	223	31.7%	283.6	40.2%
合景泰富	318	220	69.1%	14.2	4.4%
华润	994	216	21.7%	143.0	14.4%
金地	263	206	78.3%	52.0	19.8%
万科	806	195	24.1%	361.5	44.8%
远洋	516	190	36.8%	116.0	22.5%
保利	665	178	26.7%	257.1	38.7%
龙湖	541	174	32.1%	145.0	26.8%
佳兆业	386	159	41.3%	191.2	49.6%
中海	868	150	17.2%	137.4	15.8%
苏高新	387	149	38.5%	112.5	29.1%
阳光城	235	147	62.7%	60.4	25.7%
首创	456	147	32.2%	190.6	41.8%
信达地产	365	134	36.8%	184.6	50.5%
旭辉	449	134	29.9%	168.1	37.4%
绿城	396	131	33.1%	206.8	52.2%
碧桂园	1031	127	12.3%	236.2	22.9%
陆家嘴	287	124	43.1%	71.0	24.7%
招商蛇口	648	119	18.3%	183.9	28.4%
华发股份	407	116	28.5%	154.6	38.0%
中华企业	135	105	77.7%	7.5	5.6%
金融街	478	102	21.3%	47.4	9.9%
世茂	557	92	16.5%	35.4	6.4%
禹洲	310	91	29.3%	62.8	20.2%
铁建	368	87	23.7%	198.9	54.0%
美的置业	158	83	52.7%	59.6	37.7%
宝龙	225	80	35.6%	101.0	44.9%
滨江	80	80	100.0%	0.0	0.0%
新城	246	75	30.3%	79.5	32.3%
电建	279	73	26.0%	141.0	50.4%
金茂	625	68	0.11	228.16	0.36
北京城建	234	67	28.7%	88.0	37.7%
雅居乐	338	63	18.5%	91.9	27.2%
中南建设	76	47	61.8%	19.0	25.0%
奥园	221	47	21.1%	16.1	7.3%
绿地	309	46	14.9%	0.0	0.0%
仁恒	103	43	42.1%	11.7	11.3%
时代中国	248	41	16.5%	39.0	15.7%
建发	375	39	10.5%	124.5	33.2%
中交房地产	140	37	26.3%	74.6	53.2%
大悦城	105	35	33.5%	50.0	47.5%
华夏幸福	584	29	5.0%	22.5	3.9%
龙光	407	27	6.6%	135.8	33.4%
金科	176	23	13.1%	0.0	0.0%
中交地产	78	19	24.4%	59.0	75.6%
融信	161	13	8.0%	21.2	13.2%
富力	598	10	1.7%	198.5	33.2%

资料来源：中指院，中银证券

2 行业财务指标分析：2023 年业绩、利润率、现金流均承压，2024Q1 压力犹存

2.1 2023 年行业营收业绩均承压；预计未来短期业绩仍将承压

前期销售增速下滑使得近两年房企结算承压，2023 年行业整体营收规模再度出现负增长，但降幅较 2022 年收窄。我们选取了 2023 年中万板块所有 107 家 A 股上市房企作为样本分析行业整体财务表现。2023 年 107 家 A 股上市房企实现营业收入 2.61 万亿元，同比下降 0.8%，再度出现负增长，主要原因在于，从过去销售来看，2018 年以来，在“房住不炒”政策主基调下，整体规模增速明显放缓；而伴随着销售增速的放缓，房企结算在近两年也受到一定影响。不过由于 2023 年房企竣工表现普遍好于 2022 年，因此相较于 2022 年营收同比下滑 8.5%，2023 年营收规模的降幅显著收窄。具体来看，107 家 A 股房企中，56 家营业收入同比下滑，占比 52%，51 家营业收入同比仍然正增长，占比 48%。

2023 年行业整体业绩出现亏损，超过七成房企业绩出现亏损或下滑。2023 年行业归母净利润-136 亿元，在继 2021 年业绩同比下滑 60.4%、2022 年同比下滑 97.1% 后，出现明显亏损。107 家 A 股房企中，有 39 家（占比 36%）出现亏损，在剩余盈利的房企中，37 家（占比 35%）出现归母净利润下滑，仅 23 家（占比 21%）归母净利润仍保持正增长，另有 8 家（占比 7%）扭亏为盈。我们认为 2023 年房企归母净利润普遍下滑的主要原因有：1) 低利润地块进入结算期，结转项目毛利率低，整体行业毛利率持续承压，行业整体毛利率较 2023 年下降了 1.2 个百分点至 16.9%，处于 2015 年来的最低位，跌至 2018 年毛利率较高时期（32.7%）的一半左右。虽然 22、23 年以来房企拿地利润率有所改善，但由于过去两年楼市低迷，部分房企进行了降价促销行为，导致利润空间被挤压，因此行业结算端利润率回升的时点仍存在不确定性，可能要到 2026 年之后。2) 市场景气度持续下行导致资产和信用减值计提规模进一步增加：受房地产市场景气度持续低迷的影响，近两年房价面临一定的下行压力，且房企普遍通过降价促销的方式推动销售回款提速，在综合评估销售回款和资产规模之后多数房企计提资产减值，同时也计提了各项金融工具减值准备所形成的预期信用损失。2023 年 107 家 A 股房企合计资产减值损失 850 亿元，信用减值损失 248 亿元，合计 1098 亿元，较 2022 年增加 13 亿元。当前市场仍然低迷，新房销售价格仍存在较大的调整压力，因此大部分房企对于 2024 年的减值准备是否有可能进一步增加仍存不确定性。3) 非并表合作项目收益减少：107 家 A 股房企投资收益同比下降 35.9% 至 392 亿元，可能是因为非并表项目利润率下降或非并表项目权益占比下滑。4) 合作项目增多致使少数股东损益占比提升：近两年来房企合作已成常态，通过合作开发，房企可以用相对较少的资金撬动更高的销售规模，也有助于房企高效获取土地、分散风险、在项目开发中优势互补。利润分配更偏向少数股东，进一步削弱母公司的盈利能力，107 家 A 股房企少数股东损益为 157 亿元，同比虽下降 51.6%，但仍然盈利。

2024 年一季度行业整体营收规模同比仍下降；业绩虽然扭亏为盈，但仍然承压。2024 年一季度房地产板块实现营收 3604 亿元，同比下降 13.7%；归母净利润 3 亿元，同比下降 98.1%，虽然和 2023 年全年相比扭亏为盈，但业绩仍然承压。业绩同比大幅下滑的主要原因有：1) 低利润的地块持续进入结算期，导致毛利率同比下滑 1.3 个百分点至 16.7%，较 2023 年全年的 16.9% 再度下滑。2) 因为受房企合作项目增多的影响，少数股东损益占净利润的比重增长 65 个百分点至 94.1%。3) 投资收益同比下滑 33.6% 至 67 亿元，非并表合作项目收益减少。

图表 36. 2023 年、2024Q1 房地产板块营业收入分别为 2.61 万亿元、3604 亿元，同比分别下降 0.8%、13.7%



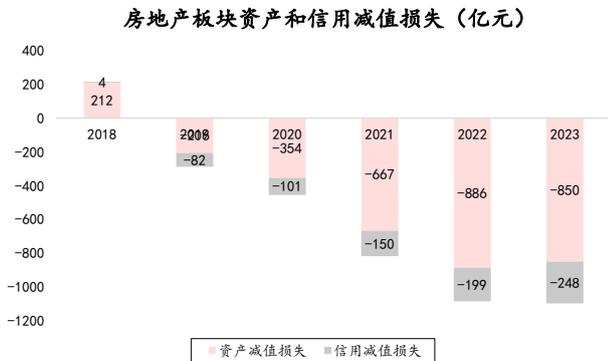
资料来源：万得，中银证券

图表 37. 2023 年、2024Q1 房地产板块归母净利润分别为 -136、3 亿元，2023 年出现亏损，2024Q1 增速为 -98.1%



资料来源：万得，中银证券

图表 38. 2023 年房地产板块资产和信用减值损失分别为 850、248 亿元



资料来源：万得，中银证券

图表 39. 2023 年、2024Q1 房地产板块投资收益分别为 392、67 亿元，同比增速分别为 -35.9%、-33.6%



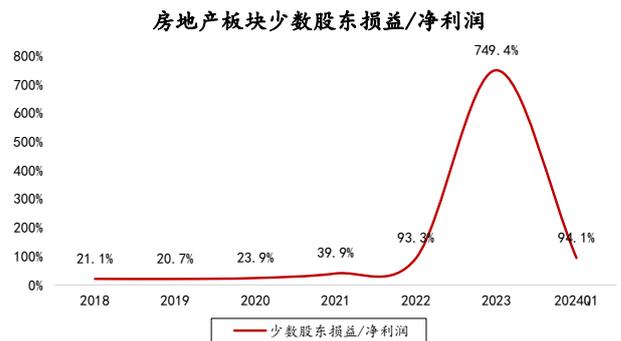
资料来源：万得，中银证券

图表 40. 2023 年、2024Q1 房地产板块少数股东损益分别为 157、42 元，同比增速分别为 -51.6%、-24.1%



资料来源：万得，中银证券

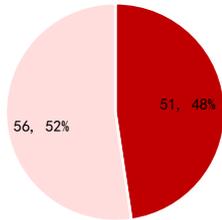
图表 41. 2024Q1 房地产板块少数股东损益占比为 94.1%



资料来源：万得，中银证券

图表 42. 107 家 A 股房企中，56 家营业收入同比下滑，占比 52%，51 家营业收入同比仍然正增长，占比 48%

107家A股房企2023年营收表现

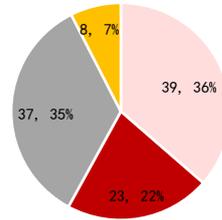


■ 正增长 ■ 负增长

资料来源：万得，中银证券

图表 43. 107 家 A 股房企中，39 家（占比 36%）出现亏损，37 家（占比 35%）出现归母净利润下滑，23 家（占比 21%）仍保持正增长，8 家（占比 7%）扭亏为盈

107家A股房企2023年归母净利润表现



■ 亏损 ■ 正增长 ■ 负增长 ■ 扭亏为盈

资料来源：万得，中银证券

待结转资源规模持续下降，未来短期业绩预计将持续承压。截至 2023 年年末，行业预收账款 2.16 万亿元，同比下降 22.9%，继 2022 年负增长后再度出现负增长且降幅扩大；随着预收账款同比继续负增长，业绩保障倍数也持续降低，2023 年年末的预收账款/营业收入的比例为 0.83X，较 2022 年下降 0.23X。截至 2024 年一季度末，行业预收账款 2.13 万亿元，同比下降 26.3%，较 2023 年末下降 1.3%；2024 年一季度末的预收账款/上年营业收入比例为 0.81X，同比下降 0.28X。当前房企整体的业绩保障倍数不足 1.0X，且开发业务的结算利润率仍处于探底阶段，我们预计 24 年房企业绩仍将继续面临较大的调整压力。

图表 44. 2023 年、2024Q1 房地产板块预收账款分别为 2.16、2.13 万亿元，同比增速分别为 -22.9%、-26.3%

房地产板块预收账款及增速

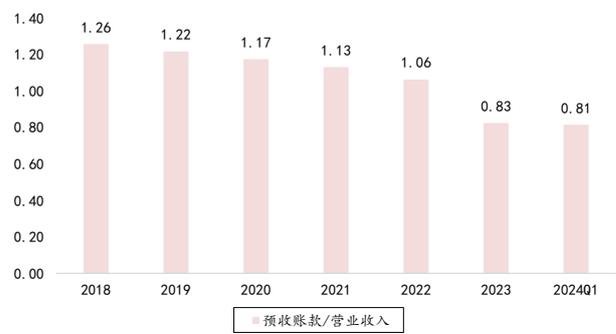


■ 预收账款 (亿元) ■ 同比增速

资料来源：万得，中银证券

图表 45. 2023 年、2024Q1 房地产板块预收账款/营业收入分别为 0.83X 和 0.81X

房地产板块预收账款/营业收入



■ 预收账款/营业收入

资料来源：万得，中银证券

数据说明：2024Q1 业绩保障倍数=2024Q1 末预收账款/2023 年营业收入。

2.2 盈利能力：利润率显著承压，2023 年三费率明显改善

行业盈利能力显著承压，当前处于历史最低位。

1) 盈利能力指标持续下行：2023 年房地产板块毛利率为 16.9%，同比下降 1.2 个百分点，净利率为 0.1%，同比下降 1.2 个百分点，由于亏损，归母净利润率为负；2024 年一季度房地产板块毛利率、净利率、归母净利润率分别为 16.7%、1.3%、0.1%，较 2023 年同期分别下降了 1.3、3.3、3.2 个百分点。盈利指标下降主要是因为此前楼市最热时期房企高价拿地项目进入结算期，利润空间受到挤压，行业利润率自 2019 年以来持续下行，2023 年的结算毛利率水平已达到历史低位。具体来看，2023 年 65 家房企（占比 61%）毛利率同比下滑，2024 年一季度 64 家房企（占比 60%）毛利率同比下滑。

2) 房企更加注重管理红利和费用控制：2023年三项费用率为8.1%，同比下降了0.4个百分点，其中管理费用率和销售费用率同比分别下降0.4、0.1个百分点至2.6%、2.6%。2024年一季度三费率同比提升1.3个百分点至11.5%，费率提升主要是由于一季度营收规模出现双位数下滑。

3) 2023年在行业整体亏损的情况下，行业ROE为-0.8%。2024年一季度，行业年化ROE较2023年同期下降了3.2个百分点至0.1%。2023、2024年一季度ROE下滑，一方面是因为利润率同比下滑明显，另一方面，由于近两年房企拿地谨慎，整体土地储备尚处于去库存阶段，2023年、2024年一季度存货同比分别下降12.2%、11.5%，导致总资产规模同比也分别下滑了8.1%、8.6%，权益乘数明显下降。

图表 46. 2023 年、2024Q1 房地产板块毛利率分别为 16.9%、16.7%



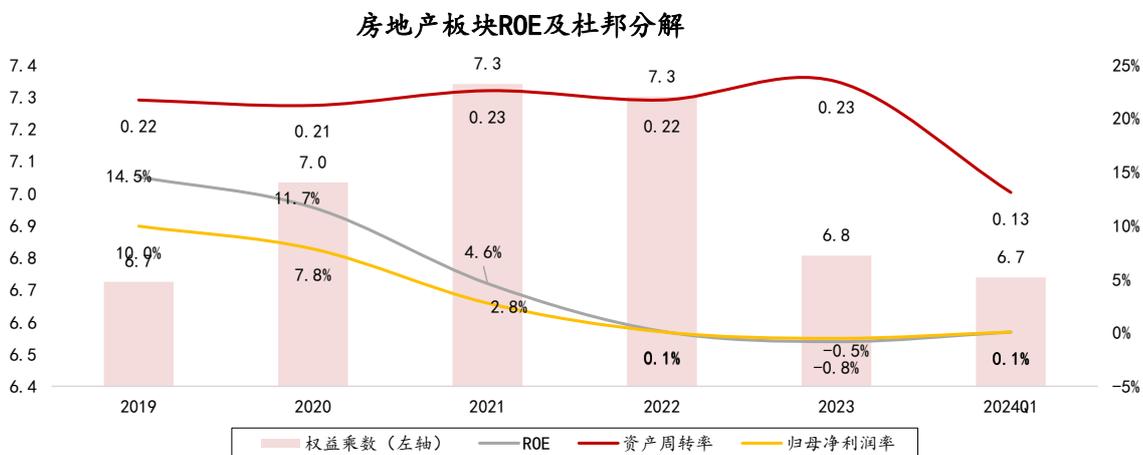
资料来源：万得，中银证券

图表 47. 2023 年、2024Q1 房地产板块三费率分别为 8.1%、11.5%



资料来源：万得，中银证券

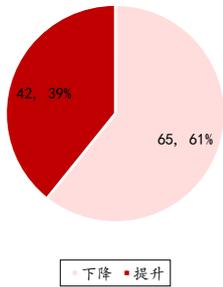
图表 48. 2023 年、2024Q1 房地产板块 ROE 分别为 -0.8%、0.1%



资料来源：万得，中银证券

图表 49. 2023 年 107 家 A 股房企中 65 家房企（占比 61%）毛利率同比下滑

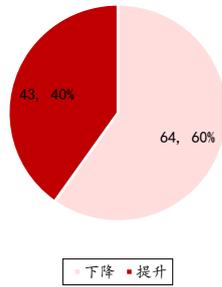
107家A股房企2023年毛利率变化表现



资料来源：万得，中银证券

图表 50. 2024 年一季度 107 家 A 股房企中 64 家房企（占比 60%）毛利率同比下滑

107家A股房企2024Q1毛利率同比变化表现



资料来源：万得，中银证券

2.3 偿债能力：有息负债规模压降，应付票据规模持续显著下滑

行业有息负债同比下滑；2024 年一季度末现金短债比降至 1.0X 以下。

- 1) 房企去杠杆取得一定成效，有息负债规模总量压降。截至 2023 年年末，房地产板块有息负债合计 2.99 万亿元，同比下降 3.9%。截至 2024 年一季度末，房地产板块有息负债合计 3.03 万亿元，同比下降 3.1%。
- 2) 负债结构优化，短债占比减少。2023 年末有息负债中短期有息负债占比为 28.3%，较 2022 年末下降了 1.9 个百分点，2024 年一季度末进一步降至 28.0%。
- 3) 受销售回款、融资减少等因素影响，货币资金显著下滑，行业短期仍面临较大的偿债压力。2023 年年末，房地产板块剔除预收账款后的资产负债率为 70.2%，同比下降 0.7 个百分点，净负债率为 77.6%，同比提升 2.5 个百分点，现金短债比为 1.08X，同比下降 0.06X。净负债率提升、现金短债比下降主要是由于 2023 年货币资金同比下降 14.7%。2024 年一季度末，剔除预收账款后的资产负债率、净负债率分别为 69.9%、83.6%，同比分别下降 1.8、0.5 个百分点，现金短债比为 0.94X，同比下降 0.26X。现金短债比降至 1.0X 以下，整体行业仍面临较大的偿债压力。

图表 51. 2023 年、2024Q1 末房地产板块有息负债分别为 2.99、3.03 万亿元，同比增速分别为 -3.9%、-3.1%

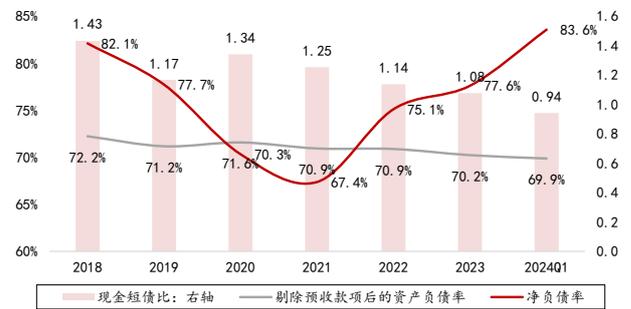
房地产板块有息负债及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 52. 2023 年、2024Q1 末房地产板块剔除预收账款后的资产负债率分别为 70.2%、69.9%，净负债率分别为 77.6%、83.6%，现金短债比分别为 1.08X、0.94X

房地产板块“三道红线”指标



资料来源：万得，中银证券

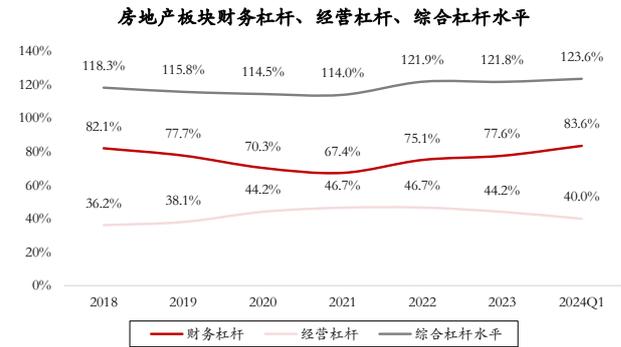
经营杠杆方面，房企商票发行量有所减少，应付票据显著下滑，经营杠杆使用程度明显下降。随着 2021 年房企信用风险事件不断，房企商票发行与使用量开始减少。2023 年末房地产板块应付票据降至 265 亿元，同比下降 45.1%，2022、2023 年连续两年同比降幅超过 45%，2024 年一季度末再度降至 262 亿元，同比下降 44.6%。若我们按照（应付票据及应付账款-应收票据及应收账款）/（资产-负债）作为衡量经营杠杆的指标，我们可以看到 2023 年末经营杠杆为 44.2%，较 2022 年末下降了 2.5 个百分点，2024 年一季度末再度降至 40.0%，同比下降 1.8 个百分点。

图表 53. 2023 年、2024Q1 末房地产板块应付票据分别为 265、262 亿元，同比分别下降 45.1% 和 44.6%



资料来源：万得，中银证券

图表 54. 2023 年末房地产板块经营杠杆为 44.2%，较 2022 年末下降了 2.5 个百分点



资料来源：万得，中银证券

备注：综合杠杆水平=财务杠杆+经营杠杆。财务杠杆=(有息负债-货币资金)/(总资产-总负债)。经营杠杆=(应付票据及应付账款-应收票据及应收账款)/(总资产-总负债)

2.4 现金流：2023 年筹资性现金流承压，2024 年一季度经营性现金流承压

现金流持续负增长，筹资性现金流持续承压。截至 2023 年末，房地产板块货币资金 9106 亿元，同比下降 14.7%，连续三年出现负增长，主要是由于销售下行导致房企销售端回款不畅、融资不到位（筹资性现金流净额持续为负），房企到位资金普遍承压。具体来看，107 家 A 股房企中仅 40 家房企（占比 37%）货币资金出现正增长，其余 63% 的房企货币资金均出现不同程度的下滑。此外，母公司货币资金或能反映集团层面可动用的资金情况，2023 年末房地产板块母公司货币资金为 1873 亿元，同比下降 25.3%，连续三年出现负增长。

2023 年房地产板块经营性现金流净额为 2160 亿元，同比增长 3.7%，经营性现金流同比改善主要是因为房企拿地和施工投资开支的收缩较销售回款的下降更为明显。其中销售商品、提供劳务取得的现金（销售回款为主）为 2.07 万亿元，同比下降 7.5%；购买商品、接受劳务支付的现金（土地投资+施工建安投资）为 1.44 万亿元，同比下降 13.9%；我们以购买商品、接受劳务支付的现金/销售商品、提供劳务取得的现金作为投资强度的参考，房地产板块 2023 年投资强度较 2022 年有所下降，该比例下降了 0.05X 至 0.70X。具体来看，107 家 A 股房企中 65 家（占比 61%）经营性现金流处于净流入状态，42 家（占比 39%）经营性现金流处于净流出状态。

筹资性现金流持续净流出，2023 年为 -2999 亿元，较 2022 年的 -2618 亿元，净流出量再度扩大。其中取得借款收到的现金、发行债券收到的现金分别为 1.07 万亿元、685 亿元，同比分别下降 13.3%、20.0%，偿还债务支付的现金为 1.25 万亿元，同比下降 6.1%。具体来看，107 家 A 股房企中仅 25% 的房企筹资性现金流处于净流入的状态。

2023 年（取得借款收到的现金+发行债券收到的现金）/偿还债务支付的现金为 0.91X，较 2022 年下降 0.08X，2021 年前该比例始终高于 1.1X，2021-2023 年持续小于 1.0X，当前行业整体借新还旧的能力仍然承压。

2024 年一季度经营性现金流明显承压，筹资性现金流改善。2024 年一季度末，板块货币资金降至 7998 亿元，同比下降 23.4%。其中经营性现金流明显承压，净流出 1060 亿元，2023 年同期为净流入 97 亿元，主要是因为销售回款不畅。2024 年一季度销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 38.6% 至 3299 亿元，销售回款的降幅明显扩大，而购买商品、接受劳务支付的现金下降 12.2% 至 3287 亿元，购买商品、接受劳务支付的现金/销售商品、提供劳务取得的现金同比提升 0.3X 至 1.0X。2024 年一季度筹资性现金流净流入 196 亿元，相较于 2023 年同期的净流出 48 亿元有所改善，（取得借款收到的现金+发行债券收到的现金）/偿还债务支付的现金回升至 1.23X。筹资性现金流改善主要是因为一季度到期债务相对较少，板块偿还债务支付的现金同比下降 12.9%。

图表 55. 2023 年、2024Q1 末房地产板块货币资金分别为 9106、7998 亿元，同比增速分别为-14.7%和-23.4%



资料来源：万得，中银证券

图表 57. 2023 年、2024Q1 房地产板块销售商品、提供劳务收到的现金分别为 2.07 万亿元、3299 亿元，同比分别下降 7.5%、38.6%



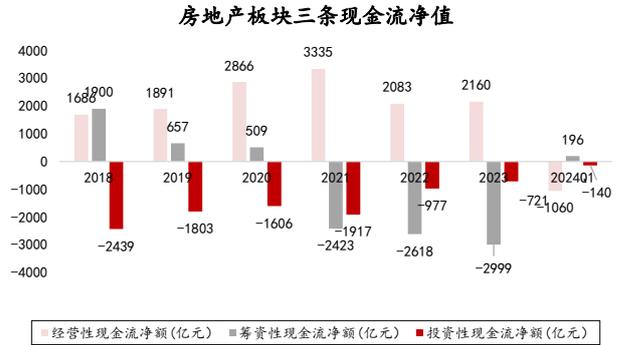
资料来源：万得，中银证券

图表 59. 2023 年、2024Q1 房地产板块（取得借款收到的现金+发行债券收到的现金）/偿还债务支付的现金分别为 0.91X、1.23X



资料来源：万得，中银证券

图表 56. 2023 年房地产板块经营性、筹资性、投资性现金流净额分别为 2160、-2999、-721 亿元，2024Q1 分别为-1060、196、-140 亿元



资料来源：万得，中银证券

图表 58. 2023 年、2024Q1 房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金分别为 1.44 万亿元、3287 亿元，同比分别下降 13.9%、12.2%



资料来源：万得，中银证券

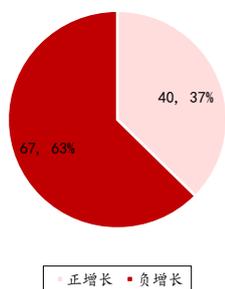
图表 60. 2023 年、2024Q1 房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金/销售商品、提供劳务收到的现金分别为 0.7X、1.0X



资料来源：万得，中银证券

图表 61. 2023 年 107 家 A 股房企中 37% 的房企货币资金正增长

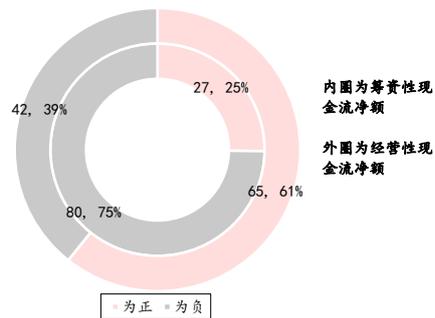
107家A股房企2023年货币资金增速



资料来源：万得，中银证券

图表 62. 2023 年 107 家 A 股房企中 25% 的房企筹资性现金流净额为正，61% 的房企经营性现金流净额为正

107家A股房企2023年现金流净额



资料来源：万得，中银证券

3. TOP20 房企财务指标分析：央国企、区域型优质企业整体财报质量和现金流状况较好，混合所有制房企资金压力明显加大

我们选取克而瑞销售榜单（2023 年）前 20 房企作为样本，从三个维度分类进行财务数据分析：1) 销售规模；2) 标的公司属性；3) 区域布局策略。

- 1、在我们定义下的区域深耕型房企为在所深耕的城市市占率达到一定规模，部分房企虽然已经全国化，但在大本营已然拥有坚实的用户基础，发家地仍是最重要的粮仓，那么这类房企在某种程度上也是我们定义下的区域深耕房企，例如滨江集团、越秀地产等。
- 2、TOP20 企业中国铁建、碧桂园（未披露 2023 年年报）不在样本范围。

图表 63. 选取克而瑞销售榜单（2023 年）前 20 房企作为样本，并从三个维度分类进行财务数据分析：1) 销售规模；2) 标的公司属性；3) 区域布局策略

按销售规模分	
3000 亿以上规模（4 家）	保利发展、万科 A、中国海外发展、华润置地
1500~3000 亿规模（6 家）	招商蛇口、绿城中国、建发国际集团、龙湖集团、金地集团、滨江集团
1000~1500 亿规模（4 家）	越秀地产、中国金茂、华发股份、绿地控股
600~1000 亿规模（4 家）	融创中国、新城控股、旭辉控股、中交地产
按公司属性分	
央企（6 家）	保利发展、中国海外发展、招商蛇口、华润置地、中国金茂、中交地产
地方国企（3 家）	建发国际集团、越秀地产、华发股份
民企（5 家）	龙湖集团、融创中国、滨江集团、旭辉控股集团、新城控股
混合所有制（4 家）	万科 A、金地集团、绿城中国、绿地控股
按布局策略分	
区域深耕型房企（5 家）	绿城中国、建发国际集团、滨江集团、越秀地产、华发股份
全国布局房企（13 家）	保利发展、万科 A、华润置地、中国海外发展、招商蛇口、金地集团、龙湖集团、融创中国、中国金茂、绿地控股、旭辉控股集团、新城控股、中交地产

资料来源：克而瑞，中银证券

3.1 规模较大、央国企、区域深耕型房企业绩表现较好，民企内部显著分化

规模较大的房企、央国企、区域深耕型房企的业绩表现相对较好。2023 年 TOP20 房企的营业收入合计 3.02 万亿元，同比增长 3%，增速较 2022 年提升了 8 个百分点，主要是因为 2023 年房企竣工结算规模有所提升，营收表现好于行业整体（房地产板块 2023 年营收同比-0.8%）；不过和 2021 年前持续两位数正增长相比，近两年 TOP20 房企营收增速明显下降，主要是因为更加注重发展的质量，适当放缓了规模增速；归母净利润合计 826 亿元，同比下降 24%，降幅较 2022 年收窄了 15 个百分点，同期行业出现亏损。

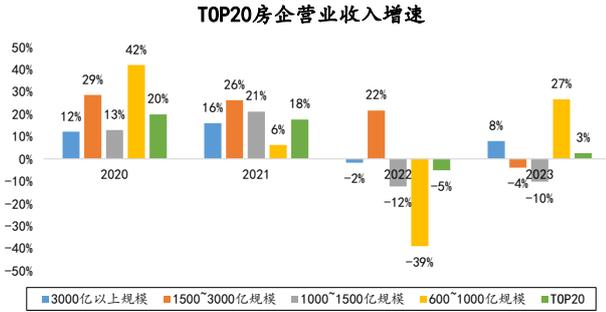
1) 从销售规模划分来看，规模大的房企业绩表现相对较好。从营收来看，头部房企（3000 亿元以上）营收稳健增长，2023 年同比增长 8%；600~1000 亿规模的房企营收同比增长 27%，主要是因为所属于这个梯队的融创中国和旭辉控股营收同比分别大幅增长 59%、51%，主要是因为交付面积同比大幅增长了 58%、49%；其余 1500~3000 亿、1000~1500 亿规模的房企营收同比分别下降 4%、10%。从业绩来看，3000 亿以上、1500~3000 亿规模的房企 2023 年归母净利润同比分别下降 12%、33%，仍能保持盈利，但 1000~1500 亿、600~1000 亿规模房企分别亏损 114、179 亿元。

2) 从标的公司属性来看，央国企成长性和业绩表现明显好于混合所有制和民企，民企内部分化显著。2023 年地方国企营收和归母净利润增速分别为 23%、-13%；央企营收和归母净利润增速分别为 11%、-12%。混合所有制房企营收和归母净利润同比分别下降 11%、80%。民企表现明显分化，整体营收仍有 8% 的正增长，主要是因为融创中国和旭辉控股的带动，归母净利润亏损 8 亿元，连续两年亏损，不过较 2022 年减亏 104 亿元，其中区域型优质民企滨江集团在民企中业绩表现相对最好，归母净利润同比下降 32%，龙湖集团、新城控股也盈利，归母净利润同比增速均为-47%，融创中国、旭辉控股出现亏损。

3) 从区域布局策略来看，区域深耕型房企的成长性和业绩表现明显好于全国化布局的房企。区域深耕型房企营收增速高达 22%，归母净利润降幅也相对较小（-13%）；全国化布局房企营收同比下降 0.5%，归母净利润同比下降 26%。

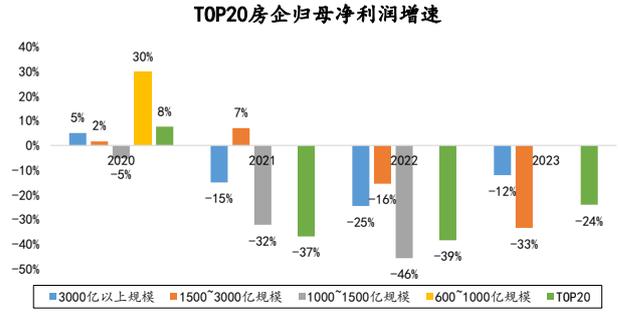
具体而言，TOP20 房企中 2023 年营收增速最快的三家房企为：滨江集团（70%）、融创中国（59%）、旭辉控股（51%）；归母净利润增速最高的为：招商蛇口（48%）、绿城中国（13%）、华润置地（12%）、中国海外发展（10%），均为区域深耕型房企和央企；中国金茂、绿地控股、融创中国、旭辉控股、中交地产出现了亏损。

图表 64. 头部房企（3000 亿元以上规模）营收稳健增长，2023 年同比增长 8%；600~1000 亿规模的房企营收同比增长 27%



资料来源：公司公告，中银证券

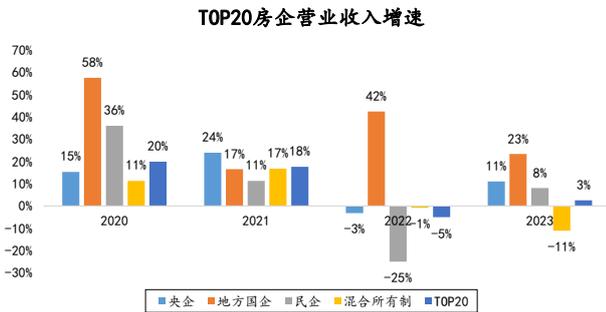
图表 65. 3000 亿以上、1500~3000 亿规模的房企 2023 年归母净利润同比分别下降 12%、33%；1000~1500 亿、600~1000 亿规模房企出现亏损



资料来源：公司公告，中银证券

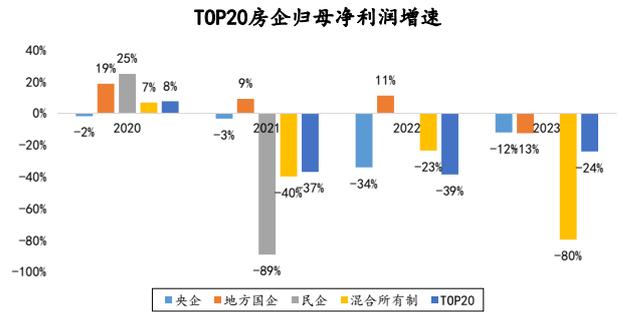
备注：1000~1500 亿、600~1000 亿规模房企 2023 年由于亏损，故无同比增速数据。

图表 66. 2023 年地方国企营业收入增速高达 23%，混合所有制房企营收同比下滑



资料来源：公司公告，中银证券

图表 67. 2023 年央企和地方国企归母净利润分别下降 12%、13%，降幅相对较小，民企出现亏损



资料来源：公司公告，中银证券

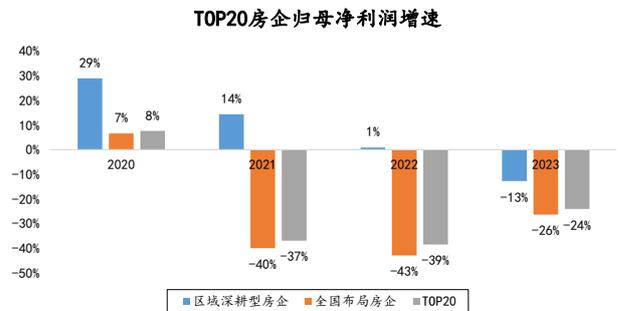
备注：民企 2023 年由于亏损，故无同比增速数据。

图表 68 2023 年区域深耕型房企营业收入增速高达 22%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 69. 2023 年区域深耕型房企归母净利润同比下降 13%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 70. TOP20 房企中 2023 年营收增速最快的三家房企为：滨江集团（70%）、融创中国（59%）、旭辉控股（51%）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 71. TOP20 房企中 2023 年归母净利润增速最高的为：招商蛇口（48%）、绿城中国（13%）、华润置地（12%）、中国海外发展（10%）、华发股份（2%）、中国海外发展（10%）、华发股份（2%）、滨江集团（-30%）、保利发展（-32%）、万科A（-46%）、新城控股（-47%）、龙湖集团（-47%）、金地集团（-85%）、中国金茂、绿地控股、融创中国、旭辉控股集团、中交地产



资料来源：公司公告，中银证券

备注：中国金茂、绿地控股、融创中国、旭辉控股集团、中交地产 2023 年由于亏损，故无同比增速数据。

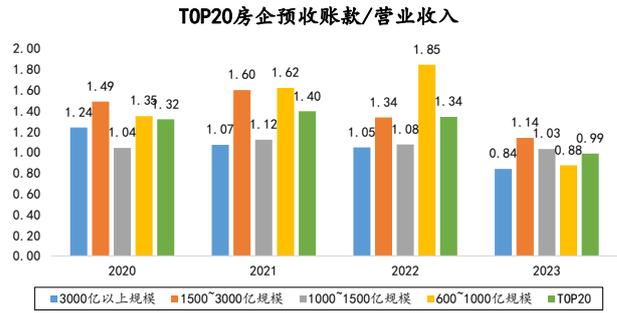
从未来业绩保障程度来看，地方国企、区域深耕型房企的业绩保障度相对较高。截至到 2023 年年末，TOP20 房企预收账款合计 2.70 万亿元，同比下降 15%，降幅较 2022 年扩大了 6 个百分点，不过降幅仍然明显小于行业整体水平（2023 年地产板块预收账款同比下降 23%）；TOP20 房企预收账款/营业收入为 0.99X，较 2022 年下降了 0.35X，高于行业整体水平（0.83X）。2023 年末规模在 1500~3000 亿元规模的房企预收账款增速较高，为 3%，预收账款/营收也最高，达 1.14X，其余规模梯队预收账款均出现负增长，其中 600~1000 亿规模房企预收账款同比大幅下降 38%；规模在 3000 亿元以上的房企的预收账款/营收为 0.84X，600~1000 亿规模房企为 0.88X，均小于 1X，短期业绩或有一定压力。从企业类型来看，地方国企业绩保障倍数相对最高，预收账款同比增长 12%，预收账款/营收为 1.27X，央企预收账款与 2022 年末基本持平，民企和混合所有制房企预收账款同比分别下降 28%、26%，由于融创中国和滨江集团预收账款/营收较高，拉高了民企的业绩保障程度（1.09X）。区域深耕型房企预收账款同比增长 10%，且业绩保障倍数较高，达 1.41X。

图表 72. 2023 年末规模在 1500~3000 亿元的房企预收账款增速最高，为 3%



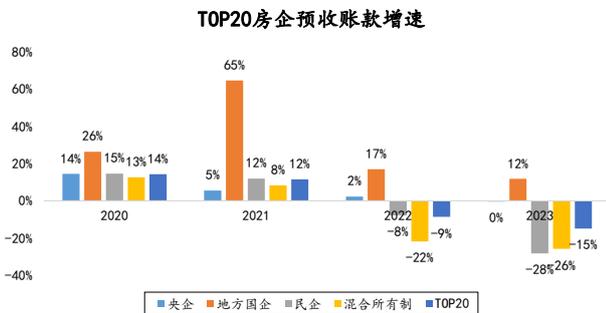
资料来源：公司公告，中银证券

图表 73. 截至 2023 年末，规模在 1500~3000 亿元房企的预收账款/营业收入最高，达 1.14X



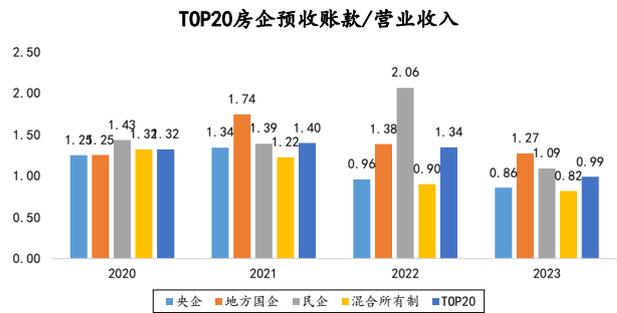
资料来源：公司公告，中银证券

图表 74. 2023 年末地方国企的房企预收账款增速最高，为 12%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 75. 截至 2023 年末，地方国企的预收账款/营业收入最高，达 1.27X



资料来源：公司公告，中银证券

图表 76. 2023 年末区域深耕型房企预收账款增速最高，为 10%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 77. 截至 2023 年末，区域深耕型房企的预收账款/营业收入最高，达 1.41X



资料来源：公司公告，中银证券

3.2 盈利能力：头部规模较大的房企、央企的利润率水平相对更高

从盈利能力来看，头部规模较大的房企和央企的利润率水平相对更高。2023 年 TOP20 房企的毛利率和归母净利润率分别为 14.9% 和 1.4%，同比分别下降了 2.5、0.2 个百分点，毛利率略低于整体行业的 16.9%，归母净利润率高于整体行业的 -0.5%。

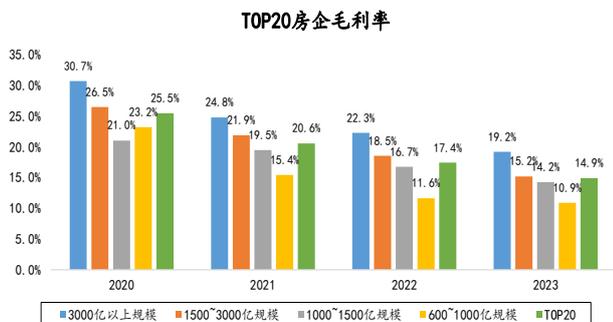
1) 从销售规模划分来看，规模较大的房企盈利水平相对较高。3000 亿元以上规模房企利润率水平显著高于其他梯队，毛利率为 19.2%，归母净利润率为 7.8%；600~1000 亿元规模房企毛利率为 10.9%，归母净利润率为 -5.6%。

2) 从标的公司属性来看，央企的盈利能力普遍优于民企和混合所有制房企，2023 年央企、地方国企毛利率分别为 16.7% 和 14.8%，归母净利润率分别为 2.9%、3.4%。混合所有制房企毛利率和归母净利润率分别为 14.2% 和 0.8%，民企分别为 13.3%、-1.3%。

3) 从区域布局策略来看, 区域深耕型房企 2023 年毛利率和归母净利润率分别为 14.9%、3.2%, 毛利率与全国化布局的房企基本持平, 归母净利润率较全国化布局的房企高出 2.5 个百分点。

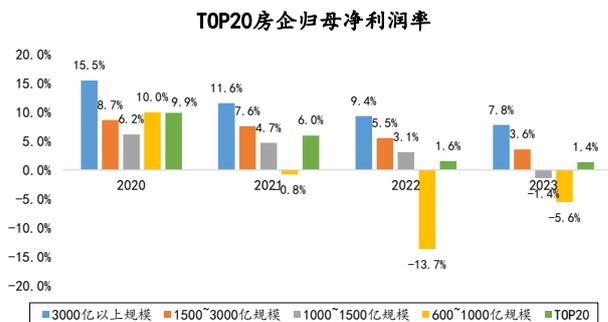
具体来看, TOP20 房企中仅两家房企的毛利率高于 20%: 华润置地 (25.2%)、中国海外发展 (20.3%); 10 家 (占比 56%) 的房企毛利率位于 15~20% 之间。

图表 78. 2023 年 3000 亿元以上规模房企毛利率最高, 达 19.2%



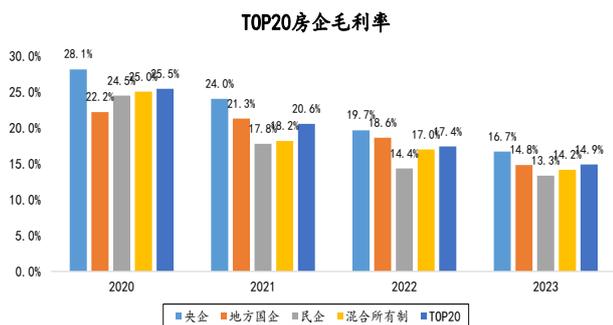
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 79. 2023 年 3000 亿元以上规模房企归母净利润率最高, 达 7.8%



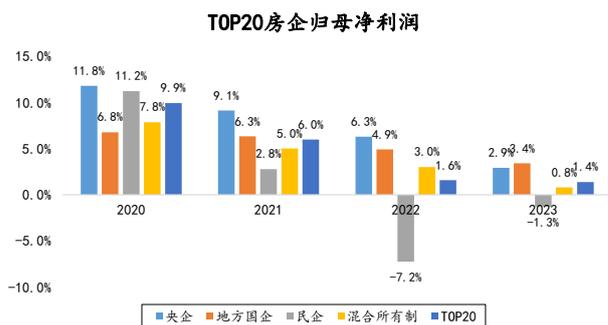
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 80. 2023 年央企毛利率较高, 分别为 16.7% 和 14.8%



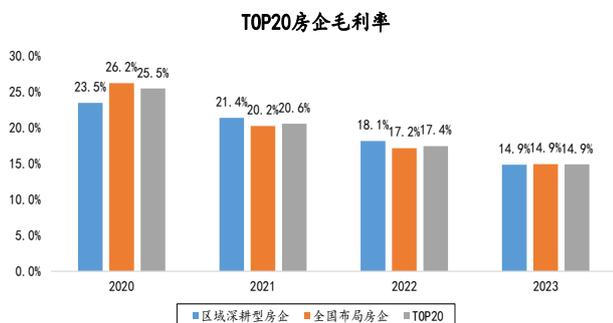
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 81. 2023 年央企归母净利润率较高, 分别为 2.9%、3.4%



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 82. 2023 年区域深耕型、全国化布局的房企毛利率基本相当, 均为 14.9%



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 83. 2023 年区域深耕型房企归母净利润率较高, 达 3.2%



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 84. 2023 年华润置地、中国海外发展毛利率相对较高，均超过 20%



资料来源：公司公告，中银证券

费用控制能力明显分化，头部房企、国企和区域深耕型的房企三费率相对较低，注重提升成本费用管控能力及内部经营效率。2023 年 TOP20 房企三项费用率为 6.3%，较 2022 年下降了 0.9 个百分点。

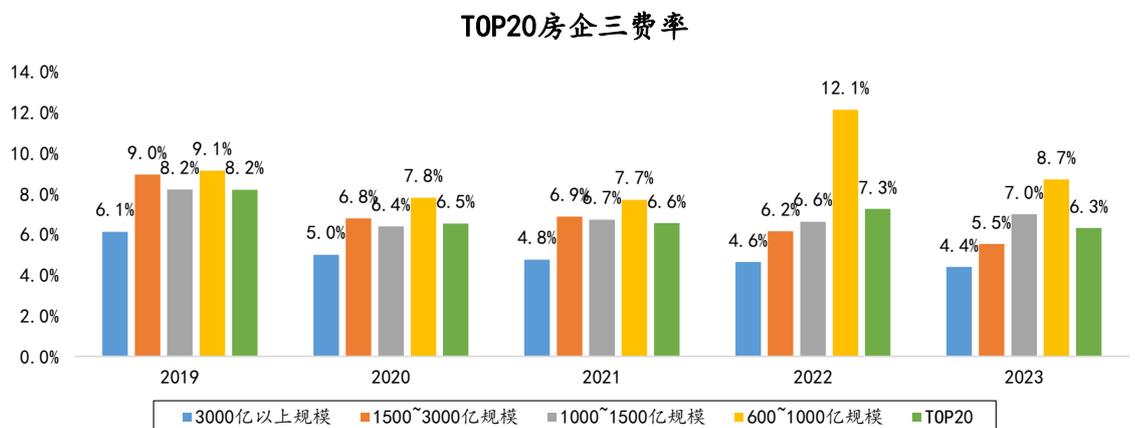
1) 从销售规模来看，头部房企三费率相对更低。2023 年 3000 亿元以上规模房企三费率仅为 4.4%，同比下降了 0.2 个百分点，连续五年出现下降；1500~3000 亿元规模房企三费率仅 5.5%，同比下降了 0.7 个百分点。1000~1500 亿元、600~1000 亿元规模房企三费率相对较高，分别为 7.0%、8.7%，1000~1500 亿元规模房企三费率同比小幅提升了 0.4 个百分点，600~1000 亿元规模房企三费率下降了 3.4 个百分点。

2) 从公司属性来看，2023 年央国企的三费率相对较低，央企为 5.9%，地方国企为 5.2%，显著低于民企的 7.3%和混合所有制的 6.6%。其中地方国企和民企三费率同比分别下降 1.4、3.5 个百分点，央企和混合所有制房企同比分别提升 0.5、0.4 个百分点。

我们认为一方面是因为房地产行业进入到管理红利的时代，头部房企和央国企更加重视管理效益和费用管控能力的提升，尤其是在毛利率下降的背景下，销管费用直接影响利润，对其的控制已经成为行业挖掘利润空间的有效途径。

3) 从布局区域策略来看，区域深耕型房企的三费率为 5.1%，相对较低，同比也有 1.4 个百分点的改善，全国化布局的房企三费率为 6.8%，同比下降了 0.7 个百分点。区域深耕型房企管理半径小，管理效率更高，节省运营管理费用，因此区域深耕型的房企相对三费率也较低。

图表 85. 2023 年头部房企三费率更低，3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模的房企三费率分别为 4.4%、5.5%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 86. 2023 年央企的三费率相对较低，央企为 5.9%，地方国企为 5.2%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 87. 2023 年区域深耕型房企的三费率相对较低，为 5.1%



资料来源：公司公告，中银证券

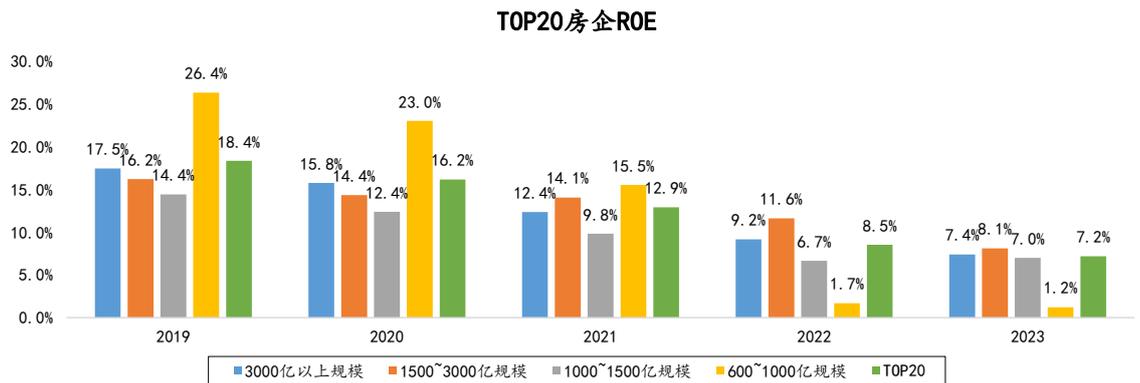
在利润率与权益乘数（资产规模收缩）下滑的影响下，2023 年 TOP20 房企整体 ROE 为 7.2%，较 2022 年下滑了 1.3 个百分点。

- 1) 从销售规模划分来看，3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模房企 2023 年 ROE 相对最高，分别为 7.4% 和 8.1%，一方面是因为利润率相对较高，另一方面是因为资产周转速度相对较快。
- 2) 从公司属性划分来看，2021 年以前民企的 ROE 始终高于国企，但 2022 年以来地方国企的 ROE 反超民企，2023 年地方国企 ROE 达 9.7%，央企 ROE 为 7.5%，主要是因为央企利润率水平相对较高，民企 ROE 为 6.6%，同比大幅下降了 5.2 个百分点。
- 3) 从区域布局策略来看，区域深耕型房企的 ROE 相对较高，达 9.5%，主要是因为利润率水平相对较高。

具体来看，TOP20 房企中 ROE 相对较高的房企为建发国际、华润置地、滨江集团，2023 年 ROE 分别为 15.0%、11.8%、10.0%，招商蛇口、绿城中国、华润置地、中国海外发展 ROE 同比分别提升了 1.1、1.0、0.3、0.3 个百分点。

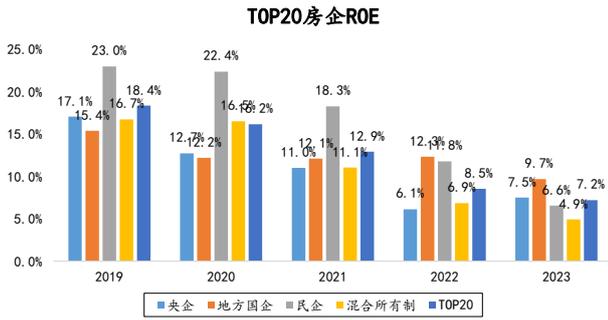
备注：由于中国金茂、绿地控股、融创中国、旭辉控股、中交地产出现亏损，ROE 出现负值，对整体数据影响偏差较大，因此在讨论 ROE 情况是，剔除亏损企业的 ROE 进行分析讨论。

图表 88. 3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模房企 2023 年 ROE 相对最高，分别为 7.4% 和 8.1%



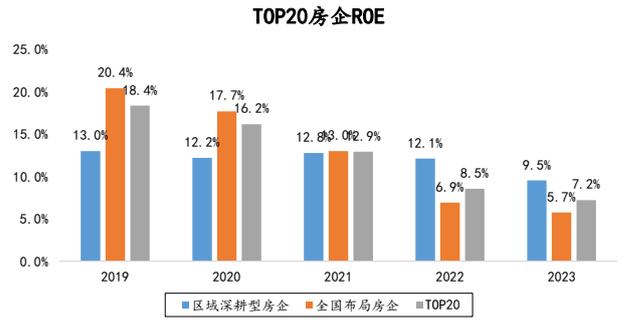
资料来源：公司公告，中银证券

图表 89. 2023 年地方国企 ROE 相对较高，达 9.7%



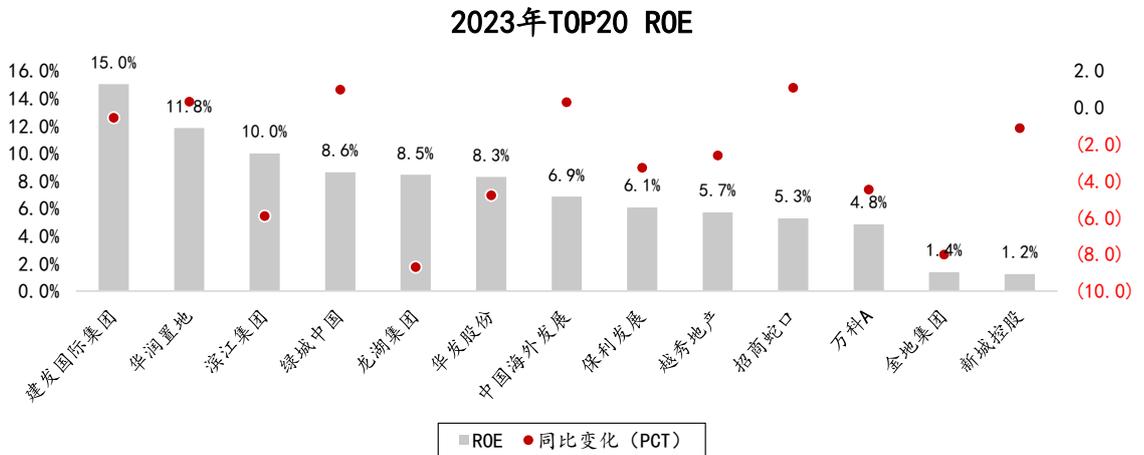
资料来源：公司公告，中银证券

图表 90. 2023 年区域深耕型房企 ROE 相对较高，达 9.5%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 91. TOP20 房企中 2023 年 ROE 相对较高的房企为建发国际、华润置地、滨江集团，ROE 分别为 15.0%、11.8%、10.0%



资料来源：公司公告，中银证券

3.3 偿债能力：央企、区域深耕型房企有息负债规模相对稳定，同时杠杆率相对更低

从有息负债情况来看，央企、区域深耕型房企更加受益于融资放松，有息负债规模相对稳定；中小房企、民企爆雷不断，更加注重降杠杆，有息负债负增长。截至 2023 年末，TOP20 房企有息负债规模 2.96 万亿元，同比下降 4%，和同期行业整体有息负债规模的降幅基本一致。

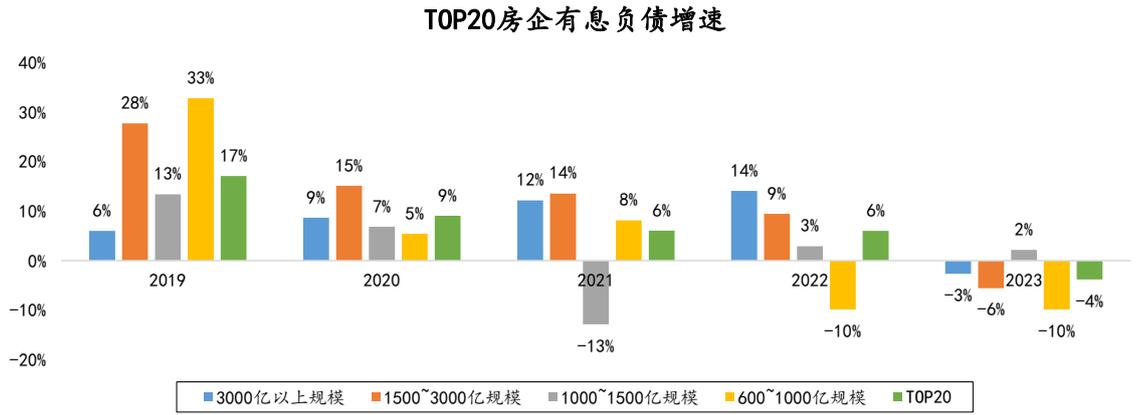
1) 从销售规模划分来看，600~1000 亿元规模的中小型房企融资相对困难、注重去杠杆，有息负债规模下降明显。3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模的房企有息负债规模分别下降 3%、6%，规模较大的房企合理控制有息负债规模；600~1000 亿元房企有息负债规模连续两年同比下降 10%，我们认为这是因为，受 2021 年下半年房企暴雷不断的影响，中小型房企更加注重控制有息负债规模和去杠杆，同时也因为中小型房企融资的困难程度高于头部梯队房企。

2) 从标的公司属性来看，央企的有息负债规模相对稳定，2023 年同比增速分别为-2%、1%；混合所有制房企有息负债规模同比小幅下降 2%，而民企有息负债规模同比下降 11%。我们认为这与融资资源仍然更多倾向于央企、民企获得融资仍然较为困难有关。

3) 从布局区域策略来看，区域深耕型房企有息负债规模与 2022 年基本持平，主要因为融资宽松叠加自身投资的诉求下，仍需要一定的融资体量，全国化布局的房企有息负债同比下降 4%。

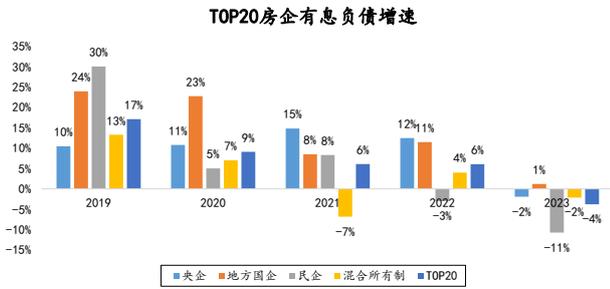
具体而言，越秀地产的有息负债增速较高，达 17%，为快速成长的区域深耕型房企，万科、华润置地、招商蛇口、绿城中国、中国金茂的增速在 0-5%；而部分混合所有制、大部分民营房企普遍致力于降低有息负债规模，金地集团、滨江集团、新城控股、旭辉控股集团有息负债的降幅都相对较大。

图表 92. 600~1000 亿元规模房企 2023 年有息负债规模下降最多，同比降幅达 10%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 93. 地方国企 2023 年有息负债增速相对较高，为 1%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 94. 区域深耕型房企 2023 年有息负债规模同比基本持平



资料来源：公司公告，中银证券

图表 95. 2023 年末越秀地产、华润置地、招商蛇口、绿城中国、中国金茂有息负债规模增速相对较高



资料来源：公司公告，中银证券

从三道红线指标来看，截至 2023 年末，TOP20 房企剔除预收账款后的资产负债率、净负债率和现金短债比分别为 67.8%、81.0%和 1.92X，其中剔除预收账款后的资产负债率低于行业整体水平（70.2%），净负债率高于行业整体水平（77.6%），现金短债比高于行业整体水平（1.08X）。剔除预收账款后的资产负债率较 2022 年末下降了 1.3 个百分点，净负债率较 2022 年末下降了 1.7 个百分点，现金短债比与 2022 年末小幅下降 0.02X。

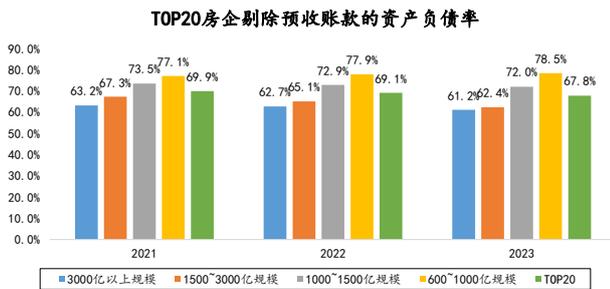
1) 从销售规模划分来看，销售规模在 3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模的房企剔除预收账款后的资产负债率相对较低，分别为 61.2%、62.4%，净负债率也相对最低，分别为 45.5%、44.9%，现金短债比相对最高，分别为 2.46X、3.06X，这两个梯队以央企、较为优质的民企、混合所有制房企为主。其中 3000 亿元以上规模的头部优质房企更加注重去杠杆，是唯一一个各项偿债能力指标在 2023 年均有所改善的梯队。

2) 从标的公司属性来看，央企偿债能力相对更好。央企剔除预收账款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 65.7%、72.1%、2.06X，地方国企分别为 64.1%、56.8%、3.87X，三项指标均显著好于民企的 70.4%、111.5%、1.26X 和混合所有制房企的 70.6%、74.5%、1.06X。央企的偿债能力指标在 2023 年基本都有所改善，民企、混合所有制房企现金短债比较 2022 年有所下降。

3) 从区域布局策略来看，区域深耕型房企杠杆水平相对更低，剔除预收账款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 64.4%、51.4%、3.24X，三项指标均显著好于全国化布局房企的 69.1%、92.4%、1.41X。区域深耕型的房企三项偿债能力指标在 2023 年均有所改善。

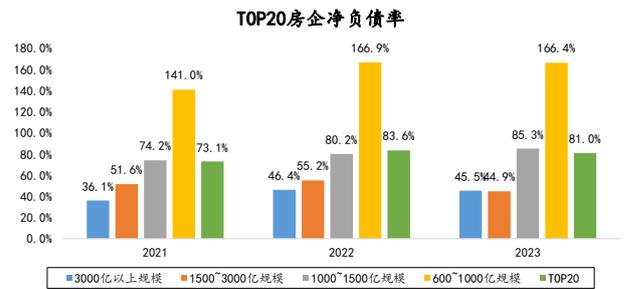
我们发现，有息负债增速相对较高或降幅相对较小的几类房企：头部规模房企、央企、区域深耕型房企的三道红线指标反而表现更好，这主要是因为这三类房企现金流表现较好（详见 3.4）。

图表 96. 2023 年 3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模的房企剔除预收账款后的资产负债率最低，分别为 61.2%、62.4%



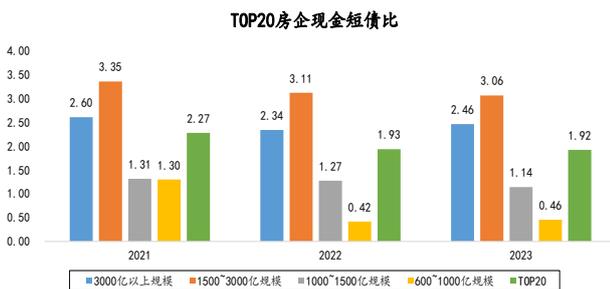
资料来源：公司公告，中银证券

图表 97. 2023 年 3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模的房企净负债率最低，分别为 45.5%、44.9%



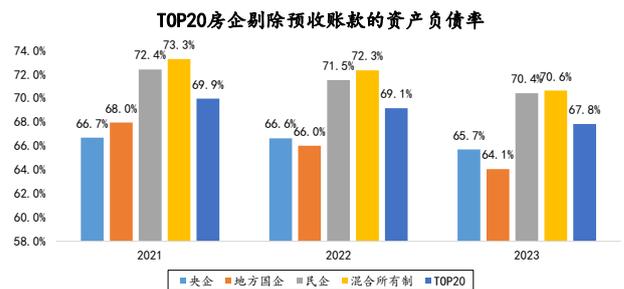
资料来源：公司公告，中银证券

图表 98. 2023 年 3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模的房企现金短债比也相对更高，分别为 2.46X 和 3.06X



资料来源：公司公告，中银证券

图表 99. 2023 年央企剔除预收账款后的资产负债率最低，分别为 65.7%、64.1%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 100. 2023 年央国企净负债率最低，分别为 72.1%、56.8%



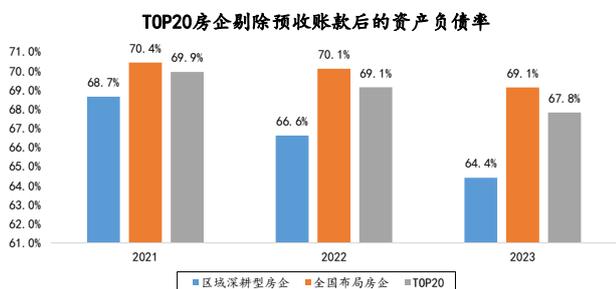
资料来源：公司公告，中银证券

图表 101. 2023 年地方国企现金短债比最高，为 3.87X



资料来源：公司公告，中银证券

图表 102. 2023 年区域型房企剔除预收账款后的资产负债率最低，为 64.4%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 103. 2023 年区域型房企净负债率最低，为 51.4%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 104. 2023 年区域深耕型房企现金短债比高达 3.24X

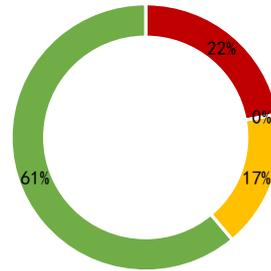


资料来源：公司公告，中银证券

房企纷纷积极优化“三道红线”指标，央国企和优质民企基本处于绿档区间。从具体房企来看，TOP20 房企中 61%为绿档房企，17%为黄档房企。融创中国、绿地控股、中交地产、旭辉控股踩三道红线，中国金茂、新城控股、金地集团为黄档房企。绿城中国、保利发展、越秀地产、万科、华发股份、建发估计、龙湖集团、招商蛇口、滨江集团、华润置地、中国海外发展为绿档房企。

图表 105. TOP20 房企中 61% 的房企为绿档房企

TOP20 房企三道红线情况



■ 红档房企 ■ 橙档房企 ■ 黄档房企 ■ 绿档房企

资料来源：公司公告，中银证券

图表 106. 截至 2023 年末，绿城、保利、越秀、万科、华发、建发、龙湖、招蛇、滨江、华润、中海为绿档房企

公司名称	剔除预收账款后的资产负债率	净负债率	现金短债比
融创中国	89.3%	323.2%	0.04
绿地控股	84.5%	113.2%	0.37
中交地产	82.5%	175.4%	0.68
旭辉控股集团	74.4%	123.2%	0.18
中国金茂	73.0%	89.2%	1.22
新城控股	67.6%	43.9%	0.92
金地集团	62.0%	53.8%	0.72
绿城中国	69.7%	75.5%	1.65
保利发展	68.2%	61.2%	2.01
越秀地产	67.4%	76.2%	1.14
万科 A	66.3%	55.5%	1.51
华发股份	63.2%	62.6%	1.83
建发国际集团	61.5%	31.7%	8.63
龙湖集团	60.4%	56.4%	2.21
招商蛇口	60.3%	41.3%	2.17
滨江集团	60.2%	10.9%	2.96
华润置地	58.4%	31.1%	1.75
中国海外发展	51.8%	34.2%	4.55

资料来源：公司公告，中银证券

央企低息融资成本优势显著。2023 年 TOP20 房企融资成本均值为 4.4%，较 2022 年下降了 0.2 个百分点。

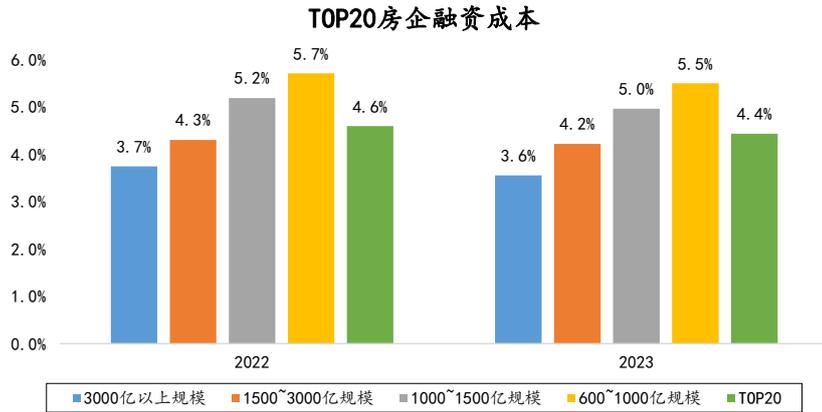
1) 从销售规模来看，3000 亿元以上规模的房企融资成本最低，仅 3.6%，同比下降 0.1 个百分点，该梯队主要以央企房企为主；规模相对较小的 1000~1500 亿元、600~1000 亿元规模房企融资成本为 5.0%、5.5%，融资成本相对较高。

2) 从公司属性来看，2023 年央企的融资成本仅 3.7%，显著低于地方国企的 4.7%、民企的 4.9% 和混合所有制房企的 4.8%，央企低息融资成本优势显著。

3) 从布局策略来看，区域深耕型房企与全国化布局的房企融资成本基本相当。

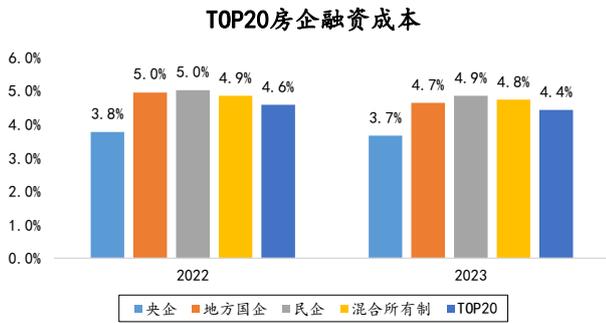
4) 保利发展、中国海外发展、华润置地、越秀地产融资成本相对较低，均在 4% 以下，前三家为央企，越秀地产作为地方国企，融资优势也较为显著，成本比肩央企。

图表 107. 2023 年 TOP20 房企中 3000 亿元以上规模的房企融资成本最低，仅 3.6%，同比下降 0.1 个百分点



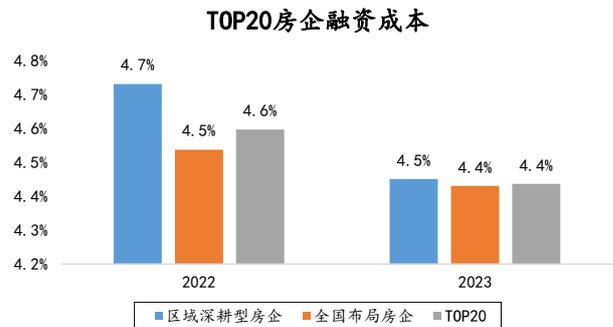
资料来源：公司公告，中银证券

图表 108. 2023 年央企融资成本相对最低，仅 3.7%，同比下降 0.1 个百分点



资料来源：公司公告，中银证券

图表 109. 2023 年区域深耕型房企和全国布局的房企融资成本基本相当



资料来源：公司公告，中银证券

图表 110. 2023 年中国海外发展、保利发展、华润置地、招商蛇口、越秀地产融资成本相对较低，均在 4% 以下



资料来源：公司公告，中银证券

3.4 现金管理能力：地方国企和区域深耕型房企在手现金正增长

地方国企和区域深耕型房企在手现金正增长，混合所有制房企现金承压。截至 2023 年末，TOP20 房企在手现金 9911 亿元，同比下降 11%，连续三年有所下滑，降幅小于行业整体水平（-15%）。2023 年 TOP20 房企经营性现金流净流入 3208 亿元，较 2022 年净流入增加 1150 亿元，这主要是房企削减了拿地和建安支出（其中 A 股房企销售商品、提供劳务收到的现金同比-4%，购买商品、接受劳务支付的现金同比-10%）；筹资性现金流净流出 2739 亿元，净流出量较 2022 年增加了 1386 亿元，与房企融资量收缩有关（其中 A 股房企取得借款、发行债券收到的现金同比-18%，偿还债务支付的现金同比仅+1%）。

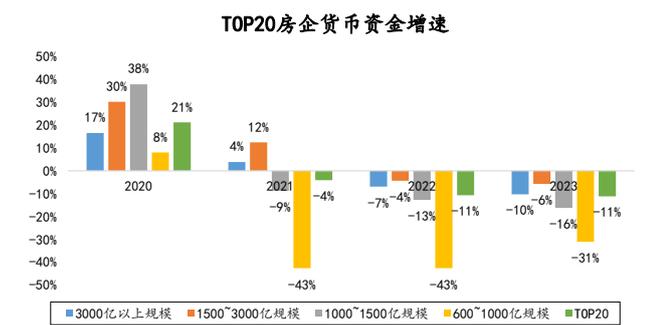
1) 从销售规模划分来看，1500~3000 亿元规模房企货币资金降幅相对较小，2023 年同比下降 6%，这主要是得益于该梯队经营性现金流的改善，2023 年经营性现金流净流入 1467 亿元，同比增长 95%，但由于筹资性现金流出现了净流出，货币资金仍然出现了下滑。600~1000 亿元规模房企货币资金同比降幅高达 31%，一方面是因为销售回款较弱，经营性现金流净流入同比减少 77%，另一方面是因为融资不畅，筹资性现金流持续净流出。

2) 从标的公司属性来看，地方国企在手现金仍能保持正增长，混合所有制房企在手现金明显减少。2023 年末央企货币资金同比小幅下滑了 4%，而地方国企货币资金同比增长 4%，这主要是因为 2023 年央企经营性现金流分别净流入 1381、835 亿元，同比分别增长 452%、83%。民企和混合所有者房企货币资金同比分别下降 18%和 26%。混合所有制房企在手现金明显减少，一方面是因为经营性现金流净流入额较 2022 年减少了 377 亿元，是所有公司类型中唯一经营性现金流净流入减少的；另一方面，房企暴雷的担忧已经从民企蔓延至混合所有制房企，混合所有制房企 2023 年融资也受阻（其中 A 股混合所有制房企 23 年取得借款、发行债券收到的现金同比下降 27%），筹资性现金流净流出额扩大至 850 亿元，较 2022 年增加了 185 亿元的净流出。

3) 从布局策略来看，区域深耕型房企货币资金同比增长 8%，远好于全国化布局的房企（-16%），区域深耕型房企经营性现金流净额同比增长 113%，筹资性现金流净流出 146 亿元（2022 年为净流入 430 亿元）；全国化布局的房企经营性现金流净额同比增长 29%，筹资性现金流净流出 2594 亿元（2022 年为净流出 1783 亿元）。

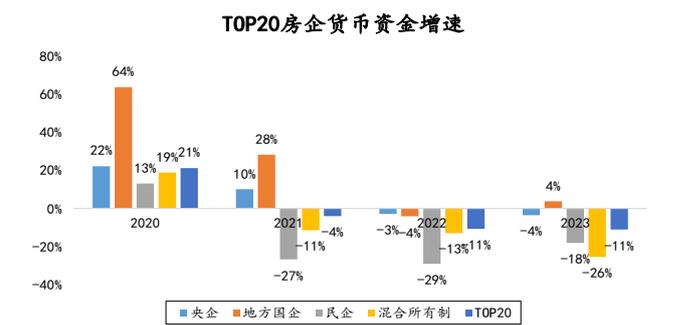
具体而言，2023 年滨江集团、越秀地产货币资金涨幅超过三成；建发国际、龙湖集团、滨江集团、越秀地产经营性现金流明显改善；华润置地筹资性现金流仍能保持净流入。

图表 111. 2023 年 3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模房企货币资金同比降幅相对较小



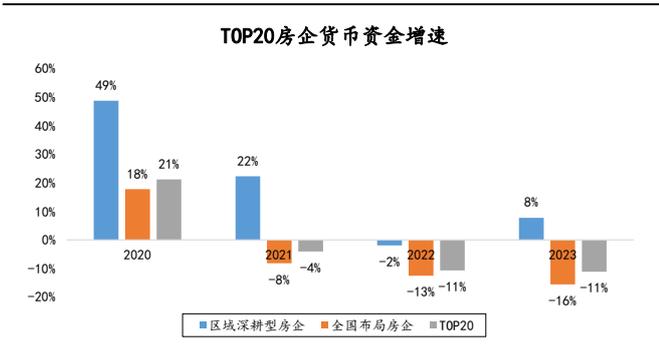
资料来源：公司公告，中银证券

图表 112. 2023 年央企和地方国企货币资金同比增速分别为 -4%、4%



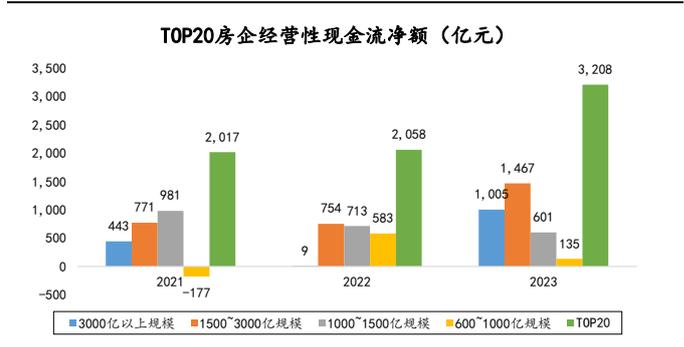
资料来源：公司公告，中银证券

图表 113. 2023 年区域深耕型房企货币资金同比增长 8%



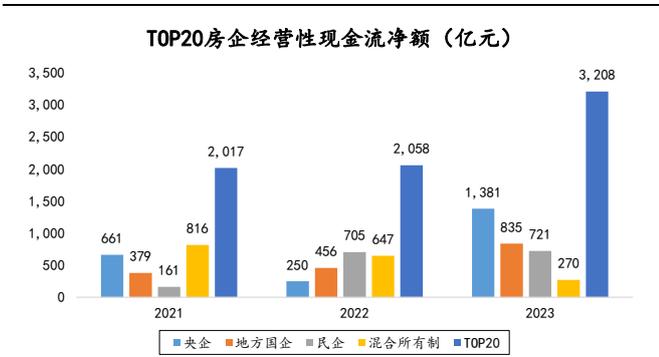
资料来源：公司公告，中银证券

图表 114. 2023 年 3000 亿元以上、1500~3000 亿元规模房企经营性现金流较 2022 年有所改善



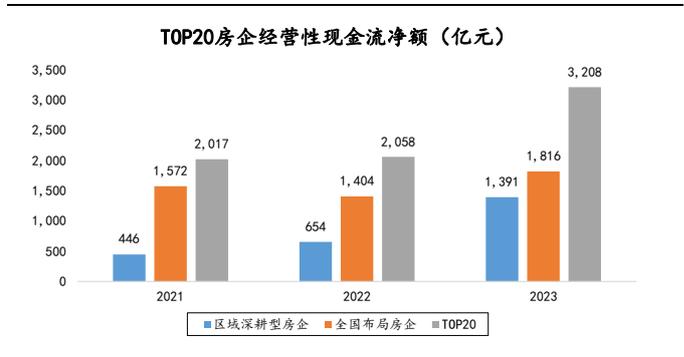
资料来源：公司公告，中银证券

图表 115. 2023 年央国企、民企经营性现金流较 2022 年均有所改善



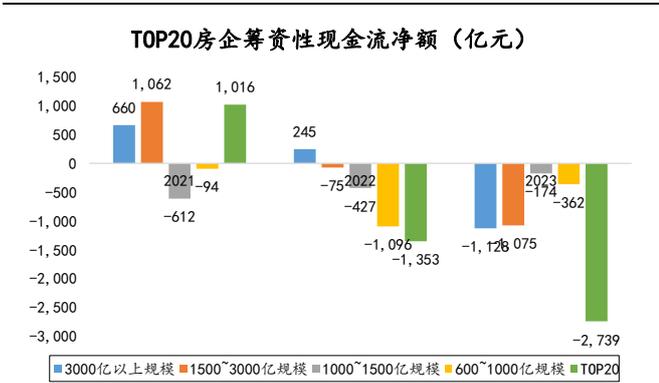
资料来源：公司公告，中银证券

图表 116. 2023 年区域深耕型房企经营性现金流净较 2022 年明显改善



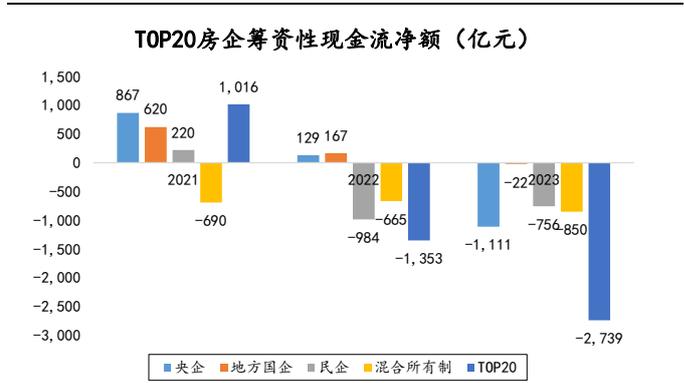
资料来源：公司公告，中银证券

图表 117. 2023 年各梯队房企筹资性现金流均净流出



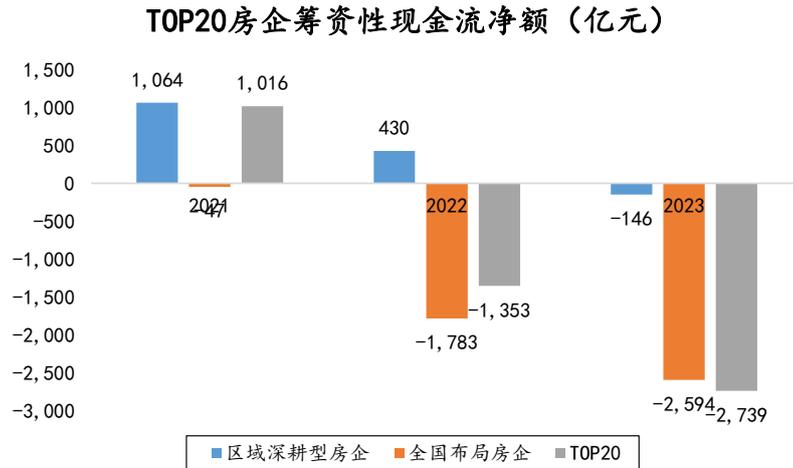
资料来源：公司公告，中银证券

图表 118. 2023 年各类型房企筹资性现金流均净流出



资料来源：公司公告，中银证券

图表 119. 2023 年区域深耕型房企、全国化布局房企筹资性现金流均净流出



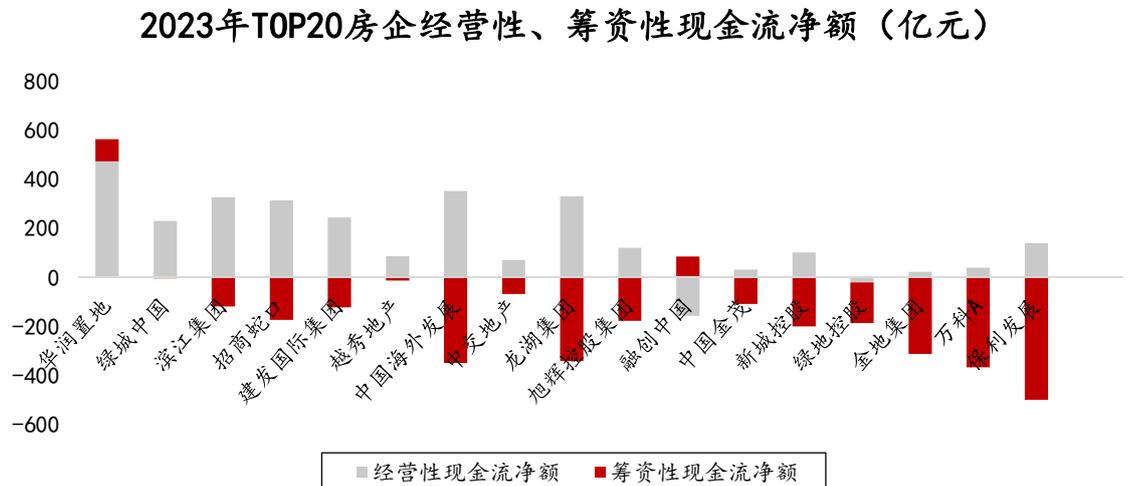
资料来源：公司公告，中银证券

图表 120. 2023 年滨江集团、越秀地产货币资金涨幅超过三成



资料来源：公司公告，中银证券

图表 121. 2023 年建发国际、龙湖集团、滨江集团、越秀地产经营性现金流明显改善；华润置地筹资性现金流仍能保持净流入



资料来源：公司公告，中银证券

4 投资建议

考虑到当前楼市成交尚未出现明显回暖、房企资金仍然紧张，我们预计 2024 年房企仍将以力求稳健经营为主，销售或持续承压，投资仍将保持谨慎。虽然 2022 年以来房企拿地利润率有所改善，但由于过去两年楼市低迷，部分房企进行了降价促销行为，导致利润空间被挤压，因此预计 2024、2025 年行业整体结算端的利润率或持续面临一定下行压力，利润率回升的时间点可能要等到 2026 年以后。在过去两年销售规模收缩、利润率持续探底的情况下，行业短期内业绩或持续承压。基于此，现阶段建议关注经营基本面较好、安全性较高、财报表现更稳健的央国企和区域深耕型优质房企。

现阶段我们建议关注三条主线：1) 无流动性风险且拿地销售基本面较好的央国企：保利发展、招商蛇口、华润置地、建发国际集团、越秀地产、华发股份、绿城中国。2) 安全系数相对较高的民企：滨江集团。3) 二手房成交回暖带动的房地产经纪公司：我爱我家、贝壳。

图表 122. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2023A	2024E	2023A	2024E	
600048.SH	保利发展	买入	9.87	1,181.48	1.01	0.90	9.79	10.97	16.59
001979.SZ	招商蛇口	未有评级	10.15	919.67	0.70	0.90	14.55	11.27	13.21
1109.HK	华润置地	未有评级	28.34	2,196.33	4.40	4.12	6.44	6.88	37.14
1908.HK	建发国际集团	买入	16.73	344.64	2.29	2.81	7.31	5.95	17.65
0123.HK	越秀地产	买入	4.90	214.55	0.79	0.85	6.20	5.77	13.82
600325.SH	华发股份	买入	7.00	192.65	0.67	0.67	10.48	10.45	8.06
3900.HK	绿城中国	买入	7.16	196.99	1.22	1.25	5.86	5.73	14.27
002244.SZ	滨江集团	买入	8.31	258.56	0.81	0.78	10.22	10.65	8.13
000560.SZ	我爱我家	未有评级	2.41	56.77	-0.36	0.04	-6.69	57.13	4.02
2423.HK	贝壳-W	未有评级	42.23	1,710.59	1.58	2.12	26.75	19.91	19.35

资料来源：同花顺，中银证券

注：股价截止日 5 月 15 日，未有评级公司盈利预测来自同花顺一致预期。

5 风险提示

房地产调控政策效果不及预期：各地密集出台供需端政策，但从实施效果来看，对市场的提振效果较为有限。

房地产行业基本面超预期下行：行业销售短期仍存在波动，行业新开工、投资等关键性指标存在进一步下行风险。

融资收紧风险：行业融资环境自 2022 年以来处于持续宽松的状态，需注意融资政策的落地效果，以及融资政策收紧可能带来的影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371