

房地产行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

房地产组

分析师：池天惠（执业 S1130524080002） 分析师：方鹏（执业 S1130524030001）

chitianhui@gjzq.com.cn

fang_peng@gjzq.com.cn

地产 24H1 业绩总结：当期业绩承压，行业企稳需耐心

核心观点

业绩持续承压，央国企韧性更强。2024 年上半年 54 家样本房企：①总营收 13787 亿元，同比-15.2%；归母净利润-566 亿元，亏损扩大 1504.5%。②整体毛利率 13.2%，同比-1.03pct，其中央国企 16.9%，较 23 年底-1.14pct；民企 10.3%，较 23 年底+0.18pct；混合 11.0%，较 23 年底-2.6pct。华润、中海、龙湖、新城毛利率超过 20%。③整体销管费率 5.34%，较 23 年-0.08pct，其中央国企 5.17%，较 23 年+0.01pct；民企 5.94%，较 23 年-0.48pct；混合 4.94%，较 23 年+0.28pct。④24 家 A 股样本房企计提 144 亿元资产减值损失，同比+148%，轻装上阵后减轻未来业绩释放压力。

经营端头部央国企及改善型房企销售拿地更加突出。2024 年上半年：①销售端：普遍承压下央国企及改善型房企的销售韧性更强。重点房企均未实现销售正增长，其中绿城销售额同比-5.74%降幅最小。②投资端：央国企仍是土地市场的主要玩家。14 家重点房企整体投资强度为 0.16，而 23 年全年为 0.34，其中建发、越秀、滨江、绿城能维持投资强度。当前房企拿地利润仍有保障，积极拿地的房企项目去化及利润率更有保障。

资产质量高、债务结构好的房企才能穿越周期。截至 2024 年中期，54 家样本房企：①资产负债：整体资产规模延续缩表态势，较 23 年底-3.9%。其中央国企较 23 年底-0.4%，民企较 23 年底-6.7%，混合较 23 年底-6.3%。2024H1 整体资产负债率 76.8%，较 23 年底-0.26pct。②资产流动性：建发、滨江的竣工存货占总存货比例均小于 10%；建发、滨江、保利的资产流速均在 70%以上。③债务结构：18 家重点房企整体短期有息负债占比 26.6%，较 23 年底+0.3pct，建发、金茂、中海、龙湖、招商、华发、保利等房企短期有息负债占比低于 20%，偿债压力较小。④融资成本：17 家重点房企平均融资成本 4.09%，较 23 年底-24bp。绿城、滨江、华润、华发、越秀的融资成本降幅超过 30bp。头部央企的融资成本均已降至 3.2%-3.3%，具备领先的成本优势。

展望后市业绩，市场预期已充分降低，拐点或将在 2025 年出现。随着此前低毛利甚至亏损项目的结转完毕，部分房企业绩负担减轻。当 21H2 后获取的高毛利项目逐渐进入结转周期，同时政策不断支持助力行业销售逐步企稳，2025 年以后头部央国企和改善型房企的毛利率有望率先实现企稳回升。

展望后市政策，新一轮政策加码仍然可期。收储方面，517 央行提出收储去库存以来，当前已有超 80 城表态支持，福州武汉收储已落地，料后续进展有望加速。金融政策方面，美联储降息在即，打开我国降准降息窗口，新一轮金融端支持或将发力，增量房贷利率及存量房贷利率均有望降低，减轻按揭负担激发需求入市。需求政策方面，一线城市仍有政策优化的空间。

投资建议

当前行业整体业绩承压，基本面仍在筑底中，市场预期已充分降低。随着政策在供需两端持续发力助力行业企稳，房企此前低毛利甚至亏损项目的结转完毕，业绩包袱逐渐出清，2025 年或将迎来业绩拐点，头部央国企和改善型房企的毛利率有望率先实现企稳回升。建议关注收储等政策落地情况及房企销售改善进程。首推有持续拿地能力、布局核心城市核心地块、主打改善产品的房企，如**建发国际集团、滨江集团**等，其能在 2024 年后实现规模和业绩双增长，ROE 有望稳步提升。稳健选择头部央国企，如**招商蛇口、中国海外发展、保利发展**等，其财务安全稳健，资金实力强，在结转完高地价项目和计提存货减值后，预计 2024 年后毛利率将持续改善，引导估值提升。

风险提示

宽松政策对市场提振不佳；三四线城市恢复力度弱；房企出现债务违约

内容目录

房企的选择及说明.....	4
一、业绩持续承压，央国企韧性更强.....	5
1.1、营收下降归母净利润连亏，各类房企分化明显.....	5
1.2、毛利率延续下行趋势，销管费用率继续压降.....	6
1.3、持续计提资产减值，减轻业绩释放压力.....	8
二、经营端头部央国企及改善型房企销售拿地更加突出.....	9
2.1、销售持续下行，央国企韧性更强.....	9
2.2、投资更趋审慎，央国企成为土地市场的主要玩家.....	10
三、资产质量高、债务结构好的房企才能穿越周期.....	11
3.1、资产负债延续缩表趋势.....	11
3.2、改善型房企资产质量高、流动性强.....	12
3.3、房企债务结构及融资成本分化.....	13
四、投资建议.....	14
五、风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 本文房地产开发企业的分类及明细.....	4
图表 2： 销售排名靠前且市场关注度较高的 18 家重点房企.....	4
图表 3： 2024H1 各类房企资产规模分布.....	5
图表 4： 2024H1 各类房企营收分布.....	5
图表 5： 2018-2024H1 各类房企营收同比走势.....	6
图表 6： 2018-2024H1 各类房企归母净利润同比走势.....	6
图表 7： 2024 上半年 18 家典型房企营收及归母净利润同比情况.....	6
图表 8： 2017-2024H1 各类房企毛利率走势.....	7
图表 9： 18 家重点房企 2023 及 2024H1 毛利率情况.....	7
图表 10： 2017-2024H1 各类房企销管费率走势.....	8
图表 11： 18 家重点房企 2023 及 2024H1 销管费用率情况.....	8
图表 12： 24 家 A 股房企持续计提资产减值损失.....	8
图表 13： A 股重点房企 23H1 及 24H1 资产减值损失情况.....	8
图表 14： 2024 年上半年 24 家 A 股房企计提资产减值损失排序.....	8
图表 15： 2024 年 1-8 月 TOP30 房企销售表现.....	9

图表 16: 18 家重点房企 2023 年及 2024H1 销售额同比增速.....	10
图表 17: 重点房企投资强度分化.....	10
图表 18: 重点房企 2023 及 2024H1 投资强度.....	10
图表 19: 2024 年上半年权益拿地金额 TOP20 房企中, 共有央国企 12 家及城投 4 家.....	10
图表 20: 2018-2024H1 各类房企总资产规模同比走势.....	11
图表 21: 18 家重点房企总资产规模及变动.....	11
图表 22: 2019-2024H1 各类房企资产负债率走势.....	12
图表 23: 18 家重点房企的资产负债率对比.....	12
图表 24: 房企竣工存货占总存货比例对比.....	12
图表 25: 房企资产流速对比.....	13
图表 26: 18 家重点房企短期有息负债占比走势.....	13
图表 27: 18 家重点房企 2023 及 2024H1 短期有息负债占比.....	13
图表 28: 重点房企平均融资成本走势.....	14
图表 29: 重点房企 2023 及 2024H1 融资成本对比.....	14
图表 30: A 股地产 PE-TTM.....	15
图表 31: 港股地产 PE-TTM.....	15
图表 32: 覆盖公司估值表.....	16

房企的选择及说明

在本文中，我们选取 54 家以房地产开发为主业的上市公司作为房地产行业的研究分析对象，其中 A 股 24 家，H 股 30 家。随着房地产市场持续的深度调整，国资房企、混合所有制房企、民营房企的经营表现分化愈发明显，因此我们将研究对象按照股东背景分为央国企（21 家），混合所有制（7 家）及民企（26 家）。同时我们选取销售排名靠前且市场关注度较高的 18 家房企作为重点房企进一步分析（碧桂园及中国恒大由于暂未发布 23 年年报及 24 年中报因而剔除）。

图表1：本文房地产开发企业的分类及明细

类型	数量	房企明细
央国企 21 家	A 股 15 家	A 股：保利发展、招商蛇口、华侨城 A、中华企业、金融街、大悦城、首开股份、华发股份、上实发展、中国武夷、北辰实业、中交地产、光明地产、城建发展、京投发展
	H 股 6 家	H 股：中国海外发展、华润置地、中国金茂、越秀地产、建发国际集团、保利置业集团
民企 26 家	A 股 5 家	A 股：新城控股、*ST 金科、滨江集团、荣盛发展、华夏幸福
	H 股 21 家	H 股：龙湖集团、旭辉控股集团、融创中国、美的置业、合生创展集团、雅居乐集团、龙光集团、富力地产、宝龙地产、弘阳地产、德信中国、中梁控股、港龙中国地产、中骏集团控股、时代中国控股、领地控股、禹洲集团、融信中国、正荣地产、路劲、佳兆业集团
混合所有制 7 家	A 股 4 家	A 股：万科 A、绿地控股、金地集团、新湖中宝
	H 股 3 家	H 股：绿城中国、远洋集团、建业地产
样本房企	54	21 家央国企+26 家民企+7 家混合所有制
典型房企	18	保利发展、万科 A、中国海外发展、华润置地、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、越秀地产、中国金茂、华发股份、绿地控股、新城控股、旭辉控股集团、美的置业、远洋集团

来源：wind，国金证券研究所 注：中国恒大、碧桂园尚未发布 2023 年年报及 2024 年中报，因此剔除

图表2：销售排名靠前且市场关注度较高的 18 家重点房企

	2023 年		2024 年 1-7 月	
	全口径销售额（亿元）	排名	全口径销售额（亿元）	排名
保利发展	4246	1	1986	1
万科 A	3755	2	1465	3
中国海外发展	3098	3	1616	2
华润置地	3070	4	1402	4
招商蛇口	2936	5	1168	5
绿城中国	1943	7	964	6
建发国际集团	1891	8	730	7
龙湖集团	1736	9	586	10
金地集团	1536	10	422	14
滨江集团	1535	11	653	8
越秀地产	1425	12	604	9

中国金茂	1412	13	502	12
华发股份	1260	14	536	11
绿地控股	1135	16	376	15
新城控股	758	18	270	19
旭辉控股集团	700	19	222	23
美的置业	659	22	232	22
远洋集团	506	32	200	27

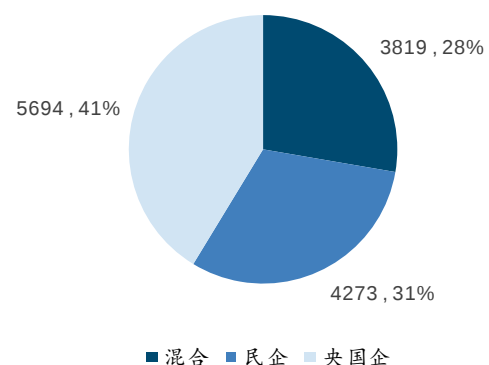
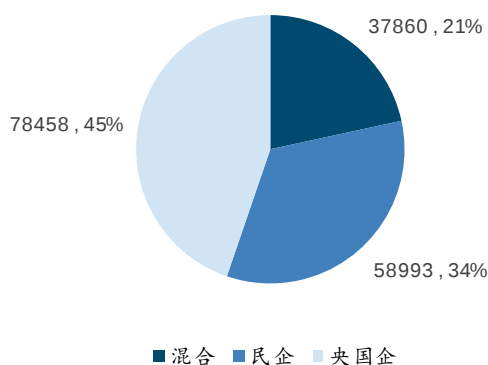
来源：克而瑞，国金证券研究所

截至 2024H1，从 54 家样本房企资产规模分布看，21 家央国企资产总额 78458 亿元，占比 45%；26 家民企资产总额 58993 亿元，占比 34%；7 家混合所有制房企资产总额 37860 亿元，占比 21%。

2024H1，从 54 家样本房企营收分布看，21 家央国企营收总额 5694 亿元，占比 41%；26 家民企营收总额 4273 亿元，占比 31%；7 家混合所有制房企资产总额 3819 亿元，占比 28%。

图表3：2024H1 各类房企资产规模分布

图表4：2024H1 各类房企营收分布



来源：各公司公告，国金证券研究所 单位：左侧亿元人民币，右侧占比

来源：各公司公告，国金证券研究所 单位：左侧亿元人民币，右侧占比

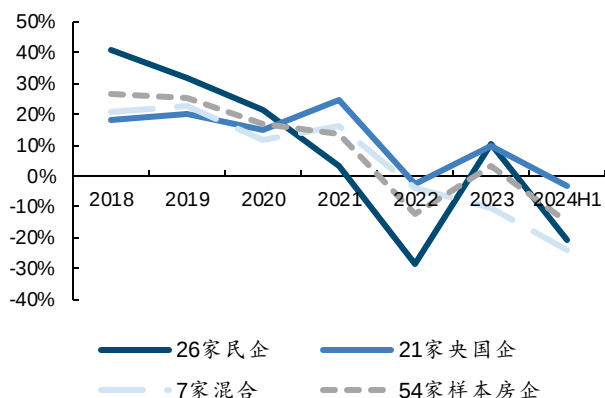
一、业绩持续承压，央国企韧性更强

1.1、营收下降归母净利润连亏，各类房企分化明显

营收下降，归母净利润亏损扩大。2024 年上半年 54 家样本房企营收总额 13787 亿元，同比-15.2%，主因结转量同比下降；归母净利润为-566 亿元，较 2023 年同期的-35 亿元亏损同比扩大 1504.5%，自 2022 年年报以来归母净利润持续处于亏损状态。

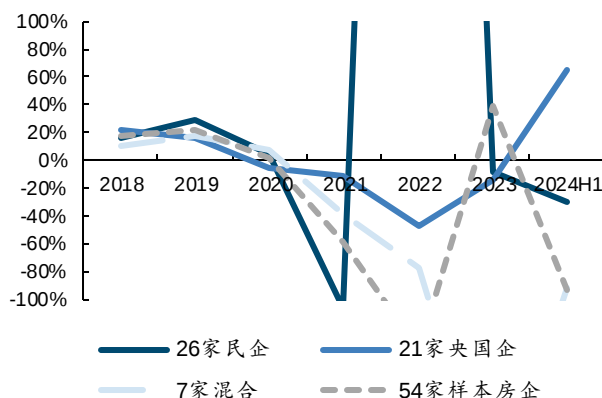
央国企韧性更强，民企延续大额亏损，混合所有制亏损同比大幅增加。2024 年上半年，在营收方面，21 家央国企同比-3.1%；26 家民企同比-20.5%；7 家混合所有制房企同比-23.7%。在归母净利润方面，21 家央国企同比-39.3%，仍为盈利状态；26 家民企仍大额亏损约 662 亿元，亏损同比扩大 42.1%；7 家混合所有制亏损约 174 亿元，亏损同比扩大 1128.9%。

图表5：2018-2024H1 各类房企营收同比走势



来源：wind，国金证券研究所

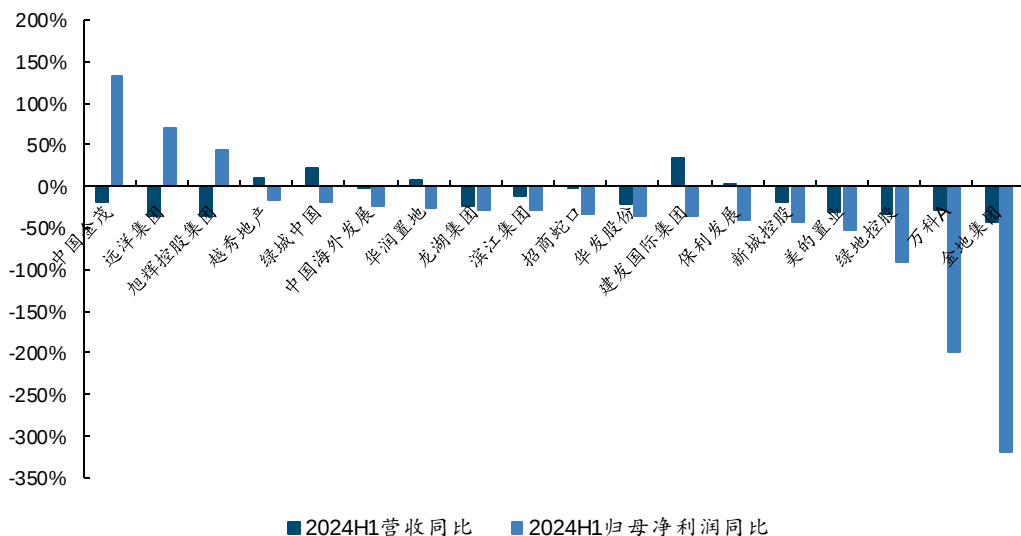
图表6：2018-2024H1 各类房企归母净利润同比走势



来源：wind，国金证券研究所 注：2021 年起民企归母净利润大额亏损，2023 起混合所有制房企由盈转亏，2022 起样本房企归母净利润由盈转亏，因此同比数据波动较大

从 18 家典型房企表现看，仅 5 家房企营收同比增速为正，其中建发国际集团(+34.5%)、绿城中国(+22.1%)、越秀地产(+10.1%)的营收同比增速位列前三。剔除亏损房企后，仅中国金茂一家房企实现了归母净利润同比增长，由 23H1 的 4.3 亿元升至 24H1 的 9.8 亿元，同比+133.3%。

图表7：2024 上半年 18 家典型房企营收及归母净利润同比情况

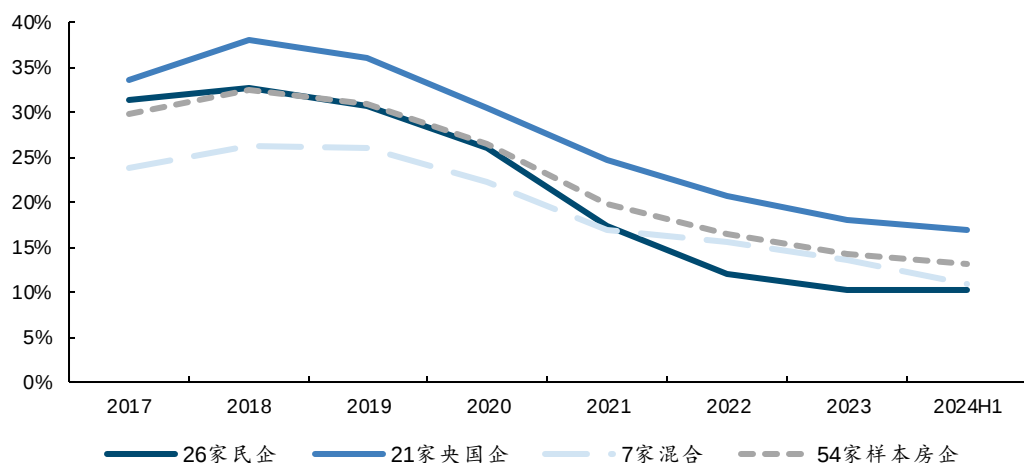


来源：wind，国金证券研究所

1.2、毛利率延续下行趋势，销管费用率继续压降

毛利率自 2019 年以来持续下降，当前降幅逐渐放缓。1H24 中 54 家样本房企的毛利率为 13.2%，较 23 年底下降 1.03pct。其中 21 家央国企毛利率 16.9%，较 23 年底下降 1.14pct；26 家民企毛利率 10.3%，较 23 年底上升 0.18pct；7 家混合所有制房企毛利率 11.0%，较 23 年底下降 2.60pct。

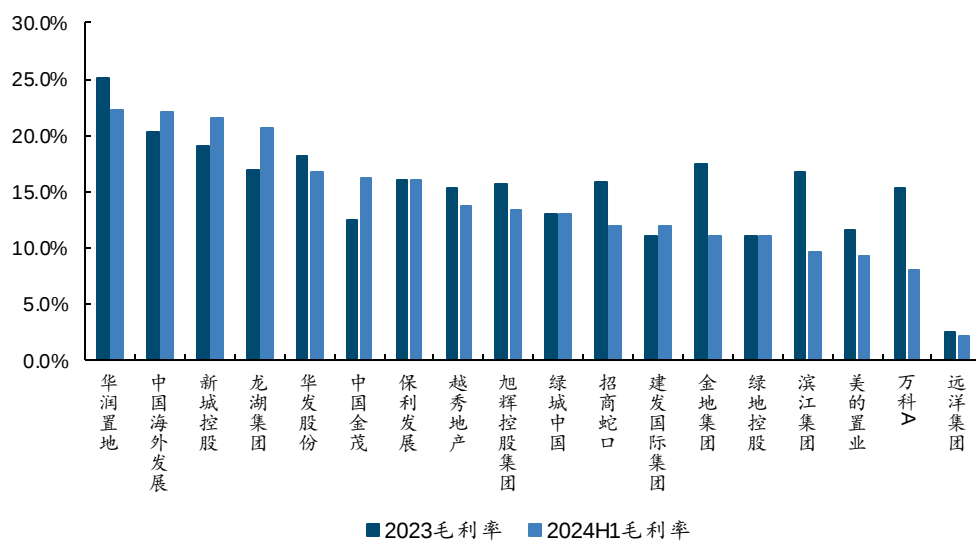
图表8：2017-2024H1 各类房企毛利率走势



来源：wind，国金证券研究所

具体房企来看，华润置地、中国海外发展、新城控股、龙湖集团的毛利率水平高于20%，其中华润、新城、龙湖均开展一定规模且毛利率较高的商业地产业务。变化视角来看，24年上半年金茂、龙湖、新城、中海的毛利率有所提升。

图表9：18家重点房企2023及2024H1毛利率情况

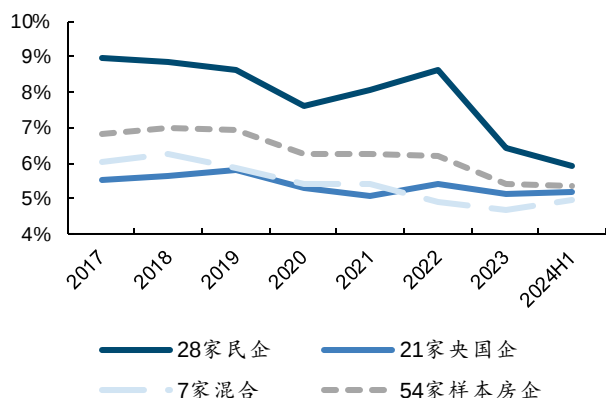


来源：wind，国金证券研究所

房企持续降本增效，销管费用率总体呈下降趋势。2024年上半年，样本房企整体销管费率为5.34%，较23年下降0.08pct。其中21家央国企销管费率为5.17%，较23年上升0.01pct；26家民企销管费率为5.94%，较23年下降0.48pct；7家混合所有制房企销管费率为4.94%，较23年上升0.28pct。

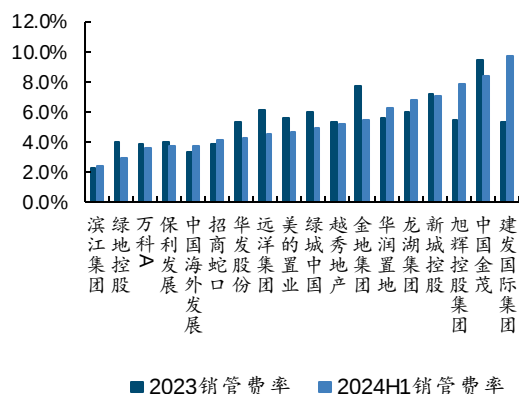
受交付风险影响，购房者通常更倾向于购买央国企开发商的项目，民企项目销售难度较大，销管费率相对偏高。在18家重点房企中，中国海外发展、保利发展、滨江集团的销管费用率相对较低，均低于4.0%。

图表10: 2017-2024H1 各类房企销管费率走势



来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 18家重点房企2023及2024H1销管费用率情况

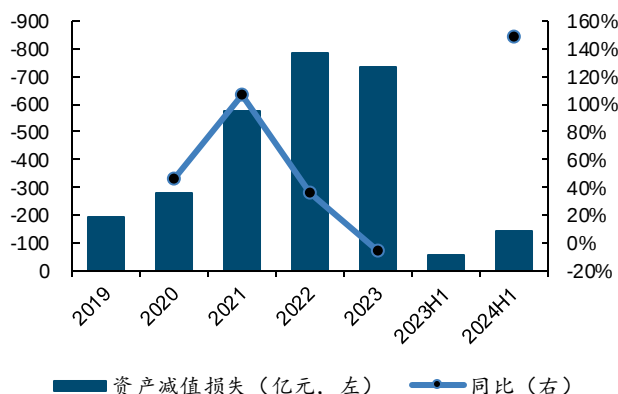


来源: wind, 国金证券研究所

1.3、持续计提资产减值, 减轻业绩释放压力

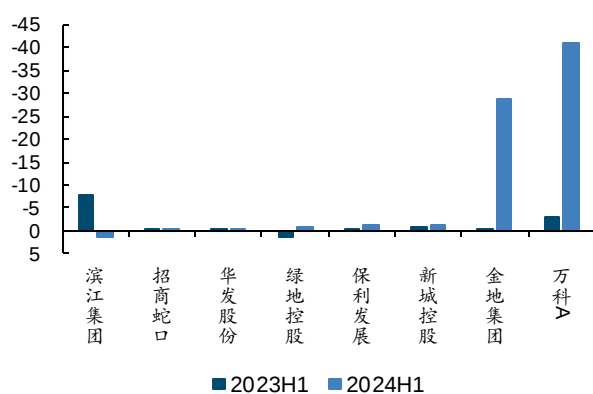
由于2021年下半年起市场快速下行, 基于谨慎性原则, 各房企普遍对存货等资产计提减值。2024年上半年, 24家A股样本房企计提了144亿元的资产减值损失, 同比+148%。房企计提减值后轻装上阵, 若市场逐步企稳, 则未来业绩释放压力会相对较小。

图表12: 24家A股房企持续计提资产减值损失



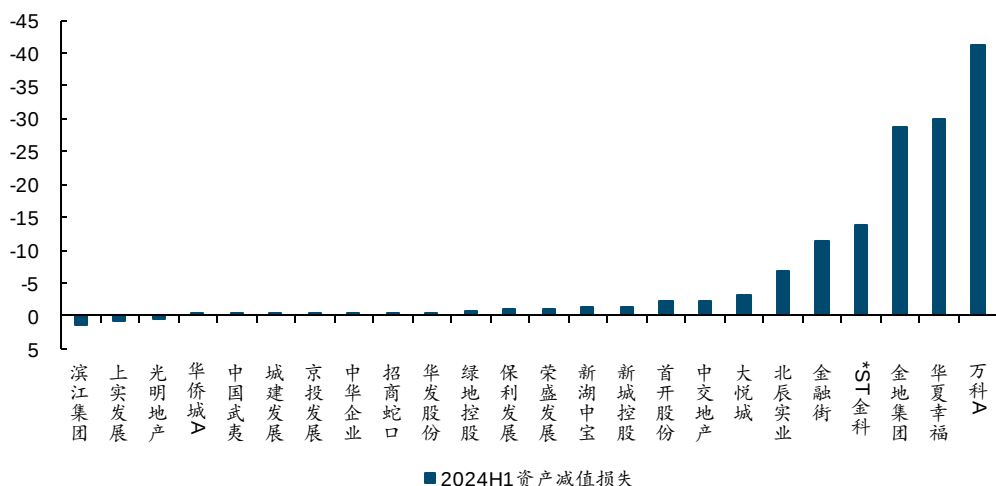
来源: wind, 国金证券研究所

图表13: A股重点房企23H1及24H1资产减值损失情况



来源: wind, 国金证券研究所

图表14: 2024年上半年24家A股房企计提资产减值损失排序



来源: wind, 国金证券研究所

二、经营端头部央企及改善型房企销售拿地更加突出

2.1、销售持续下行，央国企韧性更强

1-8月房企销售累计同比跌幅持续收窄，8月单月同比降幅走扩。2024年1-8月百强房企全口径销售25869亿元，累计同比-38.6%（较1-7月-39.7%的跌幅收窄1.1pct）；8月单月全口径销售2725亿元，环比-10%，同比-27.8%，同比跌幅较7月单月-20.5%有所走扩。

受市场热度下降及推货节奏影响，8月房企同环比普跌，少数房企环比明显改善。1-8月累计看，TOP10、TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100各梯队房企销售金额累计同比分别为-32%、-44%、-45%和-43%，头部房企韧性相对更强。央国企持续巩固地位，建筑背景的房企逐渐涌现，中铁建、中交地产、中建壹品、电建地产进入销售额TOP30。8月单月看，TOP10、TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100各梯队房企销售金额单月同比分别为-28%、-21%、-19%、-42%。中海地产、越秀地产、中国金茂等房企环比明显增长。

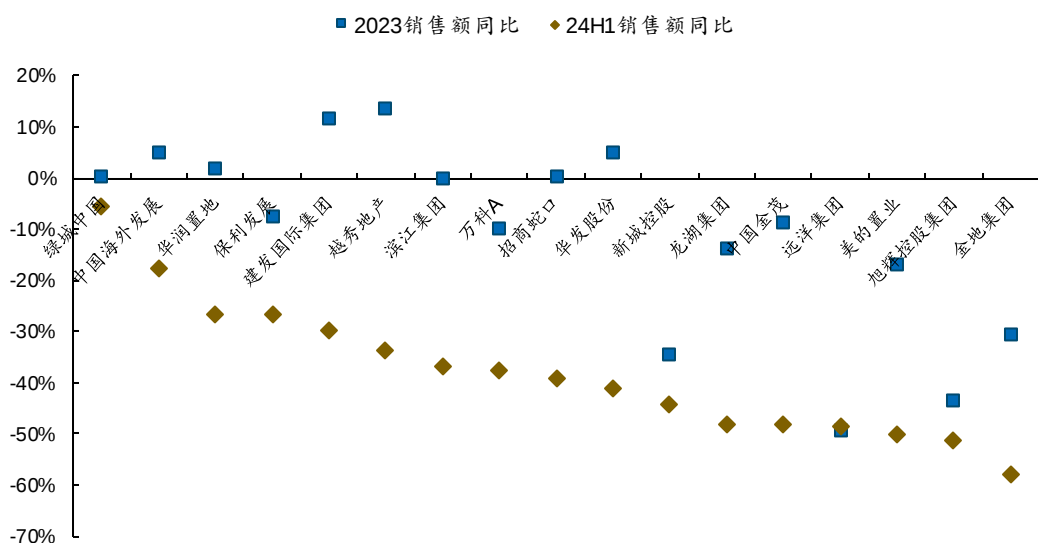
图表15：2024年1-8月TOP30房企销售表现

TOP房企	全口径								权益口径				
	2024年1-8月 排名	2024年1-7月 排名	2023年 排名	1-8月销售金额 (亿元)	累计同比	8月销售金额 (亿元)	单月环比	单月同比	1-8月销售金额 (亿元)	累计同比	8月销售金额 (亿元)	单月环比	单月同比
保利发展	1	1	1	2208	-26%	222	-12%	-29%	1740	-18%	175	-18%	-32%
中海地产	2	2	3	1800	-15%	184	38%	-3%	1620	-15%	166	38%	59%
万科地产	3	3	2	1638	-34%	172	-13%	-21%	1064	-34%	112	-13%	-21%
华润置地	4	4	4	1554	-25%	152	-2%	-25%	1080	-29%	113	6%	-10%
招商蛇口	5	5	5	1309	-36%	141	-11%	-28%	903	-29%	93	-25%	-23%
绿城中国	6	6	7	1045	-11%	81	-26%	-20%	740	0%	60	-3%	11%
建发房产	7	7	8	777	-34%	48	-31%	-63%	601	-35%	38	-29%	-57%
滨江集团	8	8	11	724	-36%	71	0%	-33%	356	-37%	26	-34%	-17%
越秀地产	9	9	12	704	-31%	100	104%	2%	422	-31%	60	104%	2%
龙湖集团	10	10	9	651	-47%	65	-13%	-48%	447	-45%	47	-10%	-40%
华发股份	11	11	14	596	-34%	60	-29%	14%	396	-39%	37	-36%	22%
中国金茂	12	12	13	564	-42%	62	11%	22%	389	-42%	43	11%	22%
中国铁建	13	13	15	527	-19%	66	0%	9%	422	-13%	48	-7%	6%
金地集团	14	14	10	476	-56%	54	-11%	-57%	295	-56%	34	-11%	-57%
绿地控股	15	15	16	426	-43%	50	22%	-13%	384	-43%	45	23%	-13%
碧桂园	16	16	6	417	-28%	42	-4%	-70%	326	-29%	33	-4%	-75%
保利置业	17	17	27	368	-14%	26	-57%	4%	249	-23%	17	-64%	-19%
融创中国	18	18	17	350	-43%	73	369%	76%	192	-45%	40	373%	75%
新城控股	19	19	18	295	-46%	25	-29%	-57%	206	-45%	14	-41%	-66%
中交房地产	20	21	20	273	-44%	30	-43%	-34%	177	-38%	19	-35%	-17%
美的置业	21	22	22	259	-47%	27	-9%	-40%	168	-47%	18	-9%	-44%
中建壹品	22	20	43	255	3%	12	-70%	-25%	193	4%	11	-56%	-8%
大悦城控股	23	25	30	246	-19%	25	-31%	-32%	118	-25%	14	-29%	-7%
旭辉集团	24	23	19	242	-53%	20	1%	-55%	125	-53%	10	1%	-55%
电建地产	25	24	33	239	-35%	18	-48%	11%	163	-34%	12	-51%	7%
城建集团	26	26	28	237	-30%	35	-28%	22%	135	-30%	20	-28%	22%
远洋集团	27	27	32	228	-43%	27	-68%	86%	148	-43%	18	-68%	86%
世茂集团	28	28	34	224	-33%	26	-4%	21%	157	-33%	18	-4%	22%
首开股份	29	29	23	220	-46%	31	3%	15%	128	-46%	18	3%	15%
国贸地产	30	31	29	202	-44%	19	-58%	-36%	133	-33%	13	-53%	-42%
各梯队情况	TOP10			12410	-32%	1235	-3%	-28%	9038	-31%	912	-3%	-20%
	TOP11-30			6646	-44%	727	-14%	-21%	4604	-42%	461	-20%	-24%
	TOP31-50			3027	-44%	339	-18%	-19%	2289	-40%	261	-16%	-21%
	TOP51-100			3786	-43%	424	-14%	-42%	2995	-38%	355	-13%	-34%
	TOP100			25869	-39%	2725	-10%	-28%	18926	-36%	1989	-11%	-24%

来源：克而瑞，国金证券研究所

从18家重点房企公告的销售金额来看。相较2023年仍有少数房企销售额实现逆势增长，上半年18家房企销售额均有不同程度的下降，其中绿城中国销售额1265亿元，同比-5.74%（其中自投销售额同比-13.0%，代建销售额同比+14.2%），下降幅度最小。

图表16: 18家重点房企2023年及2024H1销售额同比增速

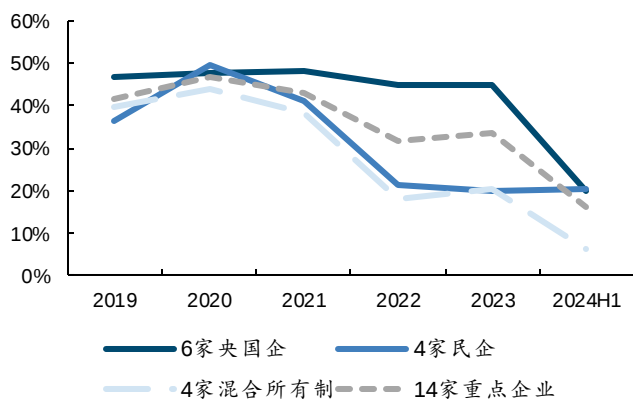


来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 均为全口径销售额, 绿城中国为自投加代建合计

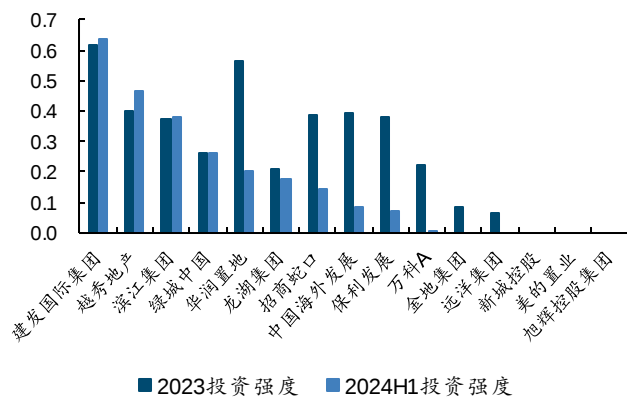
2.2、投资更趋审慎, 央国企成为土地市场的主要玩家

2024H1, 连续披露数据的14家重点房企整体投资强度(投资强度=拿地金额/销售金额)仅为0.16, 而2023全年的投资强度为0.34。从具体房企的投资强度来看, 2024年上半年仅建发、越秀、滨江、绿城仍能保持与2023年相当的投资强度。

图表17: 重点房企投资强度分化



图表18: 重点房企2023及2024H1投资强度



来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 15家持续披露数据的重点房企

来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 15家持续披露数据的重点房企

根据中指院权益拿地金额的排行榜, 在2024年1-6月权益拿地金额TOP20的房企中, 共有12家央国企及4家城投, 央国企仍是土地市场的绝对主力。而民营房企中仅滨江集团拿地相对积极, 混合所有制房企中仅绿城中国积极拿地。

图表19: 2024年上半年权益拿地金额TOP20房企中, 共有央国企12家及城投4家

排行	企业名称	性质	总权益拿地金额 (亿元)	总拿地金额 (亿元)	总规划建面 (万㎡)	溢价水平 (%)	楼面均价(元/㎡)
1	建发房产	央国企	279	332	164	0	20201
2	绿城中国	混合所有制	206	211	114	16	18578
3	保利发展	央国企	204	253	147	5	17166
4	滨江集团	民企	195	224	79	14	28427
5	华润置地	央国企	159	210	134	1	15721
6	中海地产	央国企	145	153	93	4	16446

7	海开控股	城投	121	121	47	0	25714
8	中建一局	央国企	109	112	28	0	39579
9	中建三局	央国企	107	125	49	5	25769
10	中国铁建	央国企	103	140	213	5	6580
11	国贸地产	央国企	90	134	32	11	41435
12	石家庄城投集团	城投	90	90	200	0	4529
13	中国雄安集团	城投	89	89	266	0	3357
14	招商蛇口	央国企	88	127	72	7	17747
15	腾讯科技	民企	64	64	29	0	22485
16	金隅集团	央国企	64	64	23	0	28174
17	龙湖集团	民企	63	89	47	6	18736
18	越秀地产	央国企	60	89	27	9	32967
19	泉州城建	城投	58	58	103	0	5657
20	中国中铁	央国企	55	81	92	5	8802

来源：中指研究院，国金证券研究所

三、资产质量高、债务结构好的房企才能穿越周期

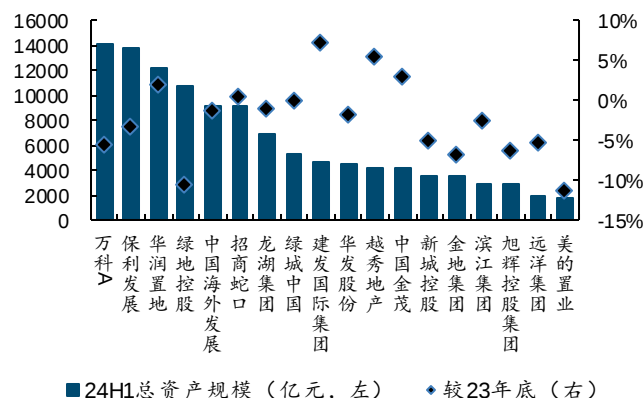
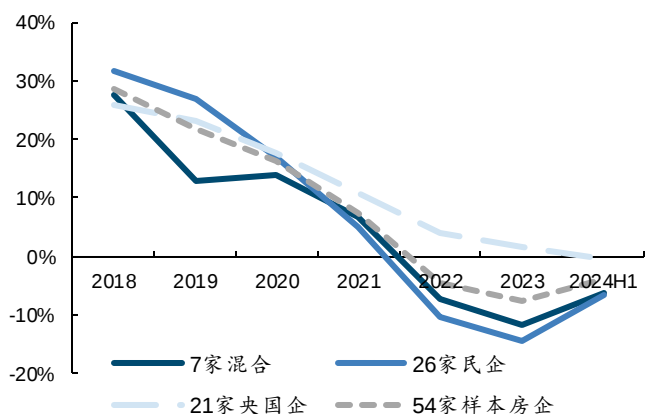
3.1、资产负债延续缩表趋势

2024 年上半年 54 家样本房企整体资产规模 175311 亿元，较 23 年底-3.9%，延续 2022 年的下降趋势。其中 21 家央国企总资产 78458 亿元，较 23 年底-0.4%；26 家民企总资产 58993 亿元，较 23 年底-6.7%；7 家混合所有制总资产 37860 亿元，较 23 年底-6.3%。

从资产总额来看，18 家重点房企 2024 年上半年资产总额为 115465 亿元，较 23 年底下降 2.4%。其中绿地控股、美的置业等房企总资产的下降幅度超过 10%，缩表幅度更为剧烈；而华润置地、越秀地产、建发国际等央国企近年来销投融表现较好，逆势扩表实现后来居上。

图表20：2018-2024H1 各类房企总资产规模同比走势

图表21：18 家重点房企总资产规模及变动



来源：wind，国金证券研究所 注：2024H1 相较 2023 年底

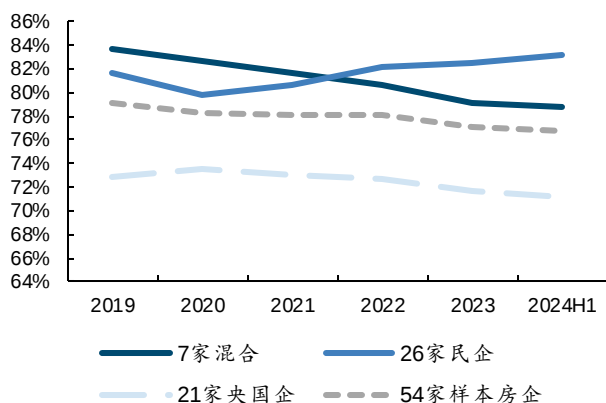
来源：wind，国金证券研究所

从资产负债率来看，在行业下行的背景下，多数房企选择缩表以维持稳健经营，54 家样本房企的整体资产负债率自 2019 年起持续下降，2024 年上半年整体资产负债率为 76.8%，较 23 年底下降 0.26pct。

央国企整体资产负债率最低，相对更为稳健。其中 21 家央国企整体资产负债率为 71.1%，较 23 年底下降 0.48pct；7 家混合所有制房企整体资产负债率为 78.8%，较 23 年底下降 0.32pct；26 家民企整体资产负债率为 83.1%，较 23 年底上升 0.54pct。

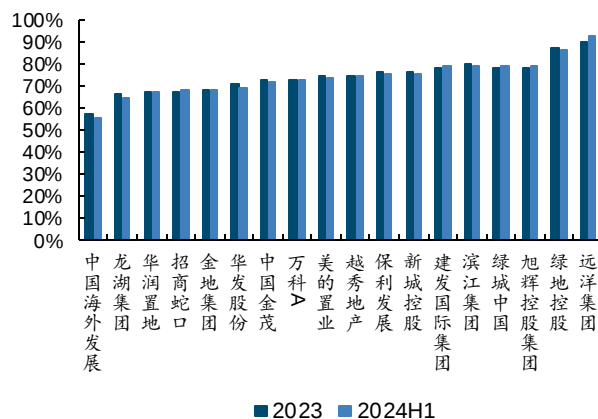
在 18 家重点房企中，华发股份、金地集团、招商蛇口、华润置地、龙湖集团、中国海外发展等房企的资产负债率均低于 70%。从变化视角看看，招商蛇口、建发国际、越秀地产、旭辉控股、远洋集团的资产负债率较 23 年底有所提升。

图表22：2019-2024H1 各类房企资产负债率走势



来源：wind，国金证券研究所

图表23：18家重点房企的资产负债率对比



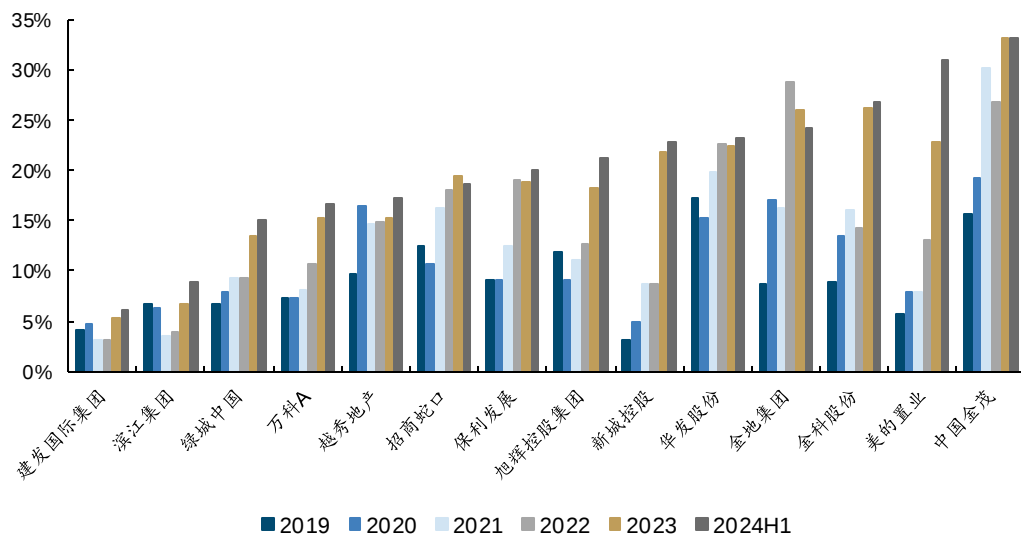
来源：wind，国金证券研究所

3.2、改善型房企资产质量高、流动性强

当前和未来较长一段时间内，房企的核心竞争力就是资产流动性。谁能拿好地并实现快速去化，谁就能获得更好的利润水平，进而形成销售拿地的良性循环，获得更高的市场份额。因此土储和资产质量高、流动性好的房企，未来发展空间更大。

从存货结构看，已竣工但未售出的存货比例越低，即房企的滞重库存越少，说明资产质量更高、流动性更好，销售去化表现更强。截至 2024H1，随着销售市场的持续筑底，各房企竣工存货的占比普遍有所上升，其中典型的改善型房企建发国际集团（6.0%）及滨江集团（8.9%）存货结构更健康，竣工存货占总存货比例小于 10%。

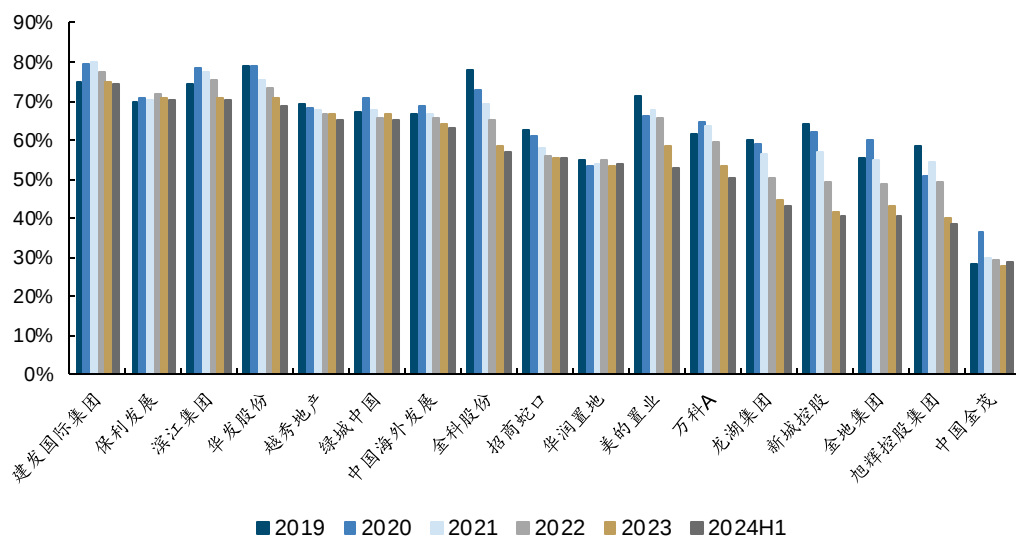
图表24：房企竣工存货占总存货比例对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

从资产结构看，货币资金和存货这类流动性高的资产占比越高，表明公司周转效率越高，我们通过资产流速（货币资金和存货占总资产比例）来衡量。截至 2024H1，典型的改善型房企建发（74.3%）、滨江（70.2%）及头部央企保利（70.3%）的资产流速均在 70% 以上。而对于龙湖、新城、华润等投资性房地产规模较大的房企，测算的资产流速或相对较低。

图表25：房企资产流速对比

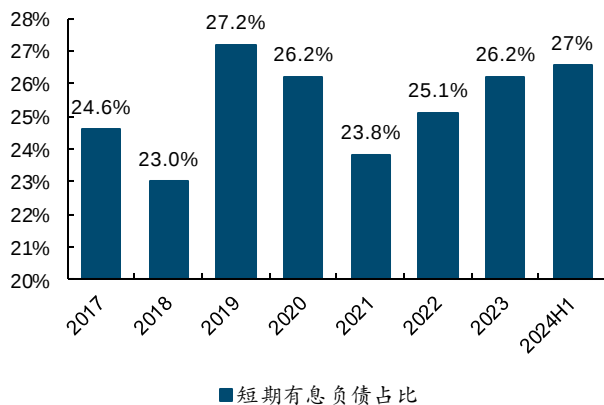


来源：各公司公告，国金证券研究所

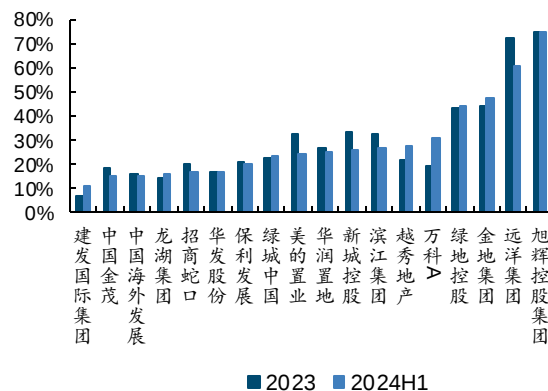
3.3、房企债务结构及融资成本分化

头部央企和改善型房企短期有息负债占比较低，偿债压力相对较小。截至 2024 H1，18 家重点房企整体短期有息负债占比为 26.6%，较 23 年底提升 0.3pct。具体房企来看，建发、金茂、中海、龙湖、招商、华发、保利的短期有息负债占比均低于 20%，其中建发短债占比仅 11.1%。从变化视角看，有 11 家房企的短债占比较 23 年年底下降。部分房企短债占比仍然较高，在 24H2 至 25H1 或仍面临较大的短债偿还压力。

图表26：18 家重点房企短期有息负债占比走势



图表27：18 家重点房企 2023 及 2024H1 短期有息负债占比



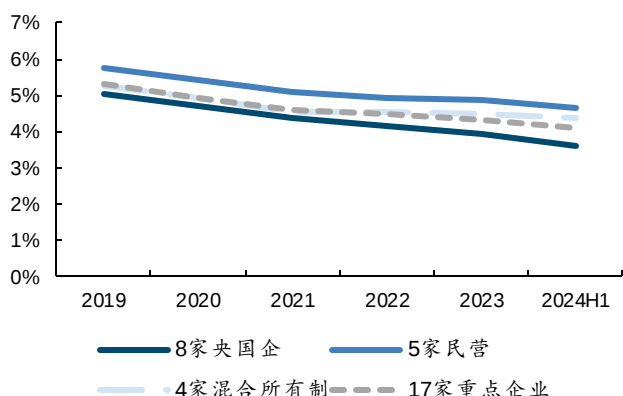
来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

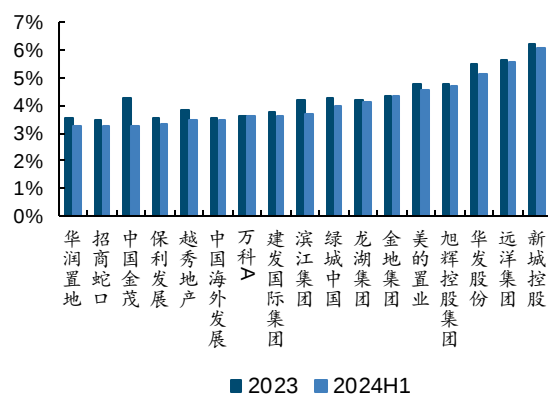
重点房企整体融资成本逐年下滑，头部央企有明显优势。2024H1，17 家重点房企的算数平均融资成本为 4.09%，较 23 年底下降 0.24pct。其中 8 家央企为 3.60%，较 23 年底下降 0.33pct；5 家民企为 4.63%，较 23 年底下降 0.22pct；4 家混合所有制房企为 4.39%，较 23 年底下降 0.08pct。

随着金融支持房地产的力度不断加码，24 年上半年央企的融资成本下降速度快，平均融资成本低的绝对水平最低，央企华润置地、招商蛇口、保利发展的融资成本均在 3.2%-3.3% 的水平，具备领先的成本优势；民企中滨江集团的融资成本仅 3.7%，堪比部分央企，表现亮眼。

图表28：重点房企平均融资成本走势



图表29：重点房企 2023 及 2024H1 融资成本对比



来源：各公司公告，国金证券研究所 注：17家持续披露数据的重点房企；平均

来源：各公司公告，国金证券研究所

融资成本为算术平均数

四、投资建议

当前行业整体业绩承压，营收相对表现平稳、利润持续下滑甚至亏损。根据各房企半年报数据，绝大部分房企业绩出现同比下滑或亏损。主要原因有三：①毛利率下滑。2021年以前的拿地项目由于高地价且限房价，市场下行背景下难以实现拿地时的预期，而2024年结转项目多为此前拿地，同时房企加速重库存折价去化，结转毛利率延续探底承压。②计提减值损失。由于2024年新房市场仍处于量价齐跌状态，低能级城市项目和高能级远郊项目仍需做减值准备。③折价处置大宗资产。受限于现金流困境，部分房企如万科A、金地集团折价出售大宗资产回血。

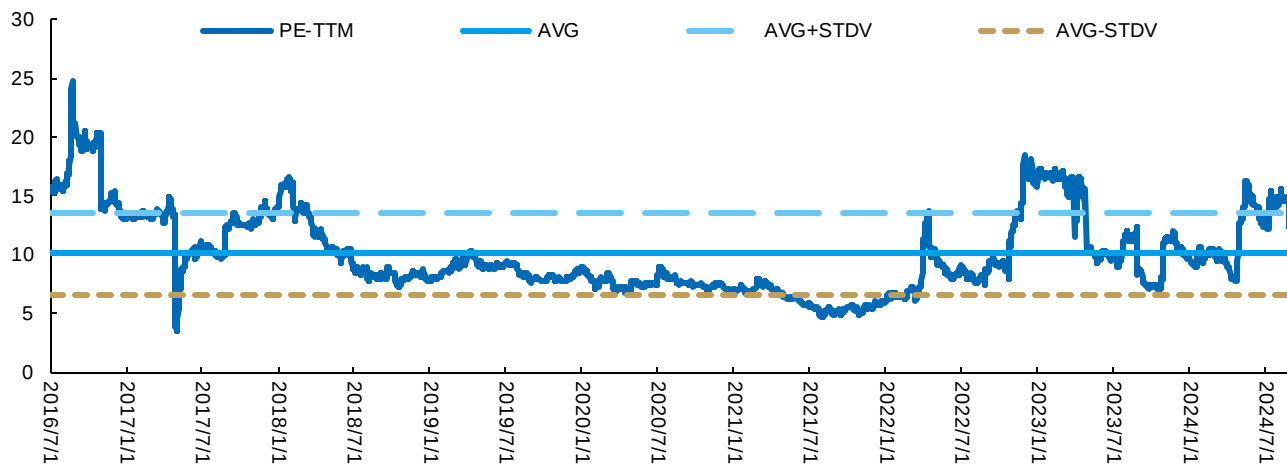
展望后市业绩，市场预期已充分降低，拐点或在2025年。随着此前低毛利甚至亏损项目的结转完毕，部分房企业绩负担减轻。当21H2后获取的高毛利项目逐渐进入结转周期，同时政策不断支持助力行业销售逐步企稳，2025年以后头部央国企和改善型房企的毛利率有望率先实现企稳回升。

展望后市政策，新一轮政策加码仍然可期。收储方面，517央行提出收储去库存以来，已有超80城表态支持，福州武汉收储已落地，料后续进展有望加速。金融政策方面，美联储降息在即，打开我国降准降息窗口，新一轮金融端支持或将发力，增量房贷利率及存量房贷利率均有望降低，减轻按揭负担激发需求入市。需求政策方面，一线城市仍有政策优化的空间。

首推具备持续拿地能力、布局核心城市核心地块、主打改善产品的房企，如建发国际集团、越秀地产、华发股份、绿城中国、滨江集团等，以上房企有望在2024年后实现规模和业绩双增长，ROE有望稳步提升。

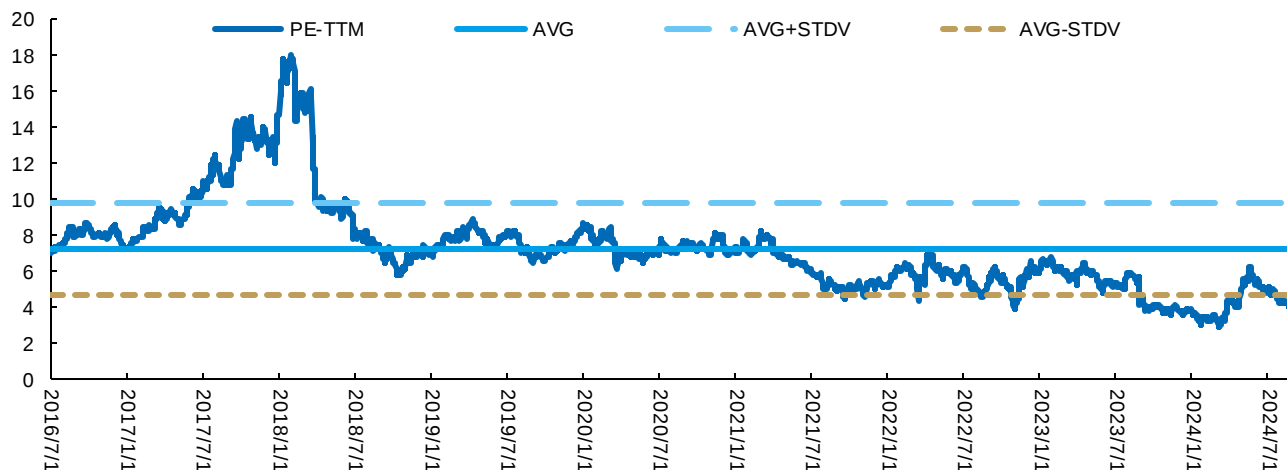
稳健选择头部央国企，如华润置地、招商蛇口、中国海外发展、保利发展等，以上房企财务安全稳健，资金实力雄厚，在结转完高地价项目和计提存货减值后，预计2024年后毛利率将持续改善，引导估值提升。

图表30: A股地产PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表31: 港股地产PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表32：覆盖公司估值表

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润（亿元）			归母净利润同比增速		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000002.SZ	万科 A	中性	740	6.1	-9.3	166.4	121.6	-79.2	4.4	-46%	N/A	N/A
600048.SH	保利发展	买入	972	8.1	10.7	9.9	120.7	91.0	98.1	-34%	-25%	8%
001979.SZ	招商蛇口	买入	836	13.2	13.2	10.9	63.2	63.4	76.9	48%	0%	21%
600153.SH	建发股份	买入	215	1.6	3.2	2.6	131.0	67.6	84.0	109%	-48%	24%
002244.SZ	滨江集团	买入	262	10.4	10.0	8.0	25.3	26.3	32.9	-32%	4%	25%
600325.SH	华发股份	买入	152	8.3	7.8	6.8	18.4	19.5	22.2	-29%	6%	14%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,236	4.8	4.6	4.3	256.1	267.2	289.6	10%	4%	8%
3900.HK	绿城中国	买入	143	4.6	4.3	3.6	31.2	33.4	39.2	13%	7%	17%
1908.HK	建发国际集团	买入	232	4.6	4.4	3.9	50.3	53.4	60.2	2%	6%	13%
0123.HK	越秀地产	买入	150	4.7	4.7	4.3	31.9	32.0	34.9	-19%	0%	9%
9979.HK	绿城管理控股	买入	52	5.3	4.2	3.4	9.7	12.2	15.3	31%	26%	25%
2423.HK	贝壳*	买入	1,300	13.3	13.5	12.7	98.0	96.6	102.0	245%	-1%	6%
9666.HK	金科服务	买入	47	N.A.	8.8	8.2	-9.5	5.4	5.8	48%	n.a.	8%
6098.HK	碧桂园服务	增持	136	46.6	9.3	7.2	2.9	14.6	18.9	-85%	400%	30%
1209.HK	华润万象生活	买入	539	18.4	15.0	12.8	29.3	36.0	42.1	33%	23%	17%
3316.HK	滨江服务	买入	43	8.7	7.6	6.4	4.9	5.6	6.7	20%	14%	19%
6626.HK	越秀服务	买入	43	8.9	7.8	6.8	4.9	5.6	6.4	17%	15%	14%
2156.HK	建发物业	买入	32	6.9	6.9	5.8	4.7	4.7	5.6	89%	0%	19%
平均值			396	10.3	7.0	15.8	55.3	42.0	52.5	23%	27%	16%
中位值			183	8.1	7.7	6.8	30.2	29.1	33.9	15%	5%	17%

来源：wind，国金证券研究所 注：1）数据截至 2024 年 8 月 30 日；2）预测数据均为国金预测；贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径。

五、风险提示

宽松政策对市场提振不佳。目前房地产调控宽松基调已定，各地均陆续出台房地产利好政策，若政策利好对市场信心的提振不及预期，市场销售将较长一段时间处于低迷态势。

三四线城市恢复力度弱。目前一二线城市销售已有企稳复苏迹象，而三四线城市成交量依然在低位徘徊，而本轮市场周期中三四线城市缺少棚改等利好刺激，市场恢复力度相对较弱。

房企出现债务违约。若在宽松政策出台期间，房企出现债务违约，将对市场信心产生更大的冲击。房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等，或导致房地产业良性循环实现难度加大。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806