

标配（维持）

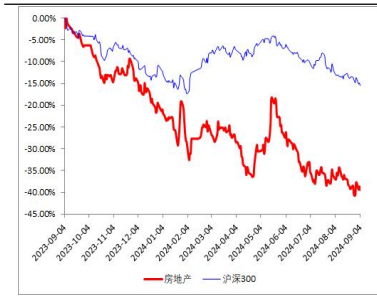
房地产行业 2024 年半年度业绩综述

行业整体录得亏损，去库存降杠杆积极进行中

2024 年 9 月 5 日

分析师：何敏仪
SAC 执业证书编号：
S0340513040001
电话：0769-22177163
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

投资要点：

- **2024H1 行业整体录得亏损。**2024H1 共实现营业利润 67.56 亿，净利润 -86.5 亿，归属净利润 -146.5 亿，同比分别降 90.2%，下降 459.5 亿和下降 371.5 亿。营业利润大幅下降九成，净利润、归属净利润录得亏损，是继 2022 年及 2023 年全年录得亏损后，首次全行业整体中报录得亏损。
- **利润率跌至历史底部，盈利排名各行业倒数。**2024 年中报房地产行业平均净资产收益率为 -3.6%，去年同期为 -3.5%，2023 年全年为 -1.8%，在申万 31 个一级行业板块中排名倒数第二位，为全行业整体亏损的唯一板块之一。2024 年上半年行业整体销售毛利率及销售净利率分别为 14.8% 和 -1%，较 2023 年全年结算毛利率及净利润率分别下降 2.1 个百分点和下降 0.4 个百分点，毛利率及净利润率水平继续下行，行业整体盈利状况处于历史底部。
- **负债率水平继续走低，现金流下滑。**2024 年上半年行业整体负债率水平跌至近十年底部，总负责、带息负债及净负债占归属股东权益均较 2023 年同期有一定幅度的下降，行业持续收缩投资减少负债，去杠杆进行中。
- **投资建议：**2024 年上半年上市房企整体录得亏损，这是继 2022 年及 2023 年全年录得亏损后，首次在年中全行业业绩出现整体亏损。而从亏损程度来看，2024H1 亏损约为 2023 年全年的一半，小于 2022 年全年亏损的 50%。在房地产优化政策持续发力之下，行业 6/7 月整体销售跌幅收窄，行业基本面探底信号逐步增强。前期高价拿地项目逐步消化后，未来结算业绩或将逐步好转，同时计提减值环比也将可能缩减。预计 2024 年全年行业业绩亏损程度相比 2023 年或能减少，2025 年业绩将可能修复得以回正。另一方面，行业整体利润率水平跌至历史底部，毛利率创新低；在房企积极“去库存”、降低负债去杠杆之下，新开工持续走低，开发资金来源持续下滑，现金流净额也明显下降。
- **整体来看，**行业正在经历大规模的洗牌及出清，后续逐步走出本轮周期底部，进入新的发展周期及新的发展模式值得期待。这将有利于行业整体估值的提升。同时剩下之优秀房企更能抓住机遇提升市占率及提升业绩，享受估值重估机会。建议关注经营稳健的头部央企及聚焦一二线城市的区域龙头企业。包括保利发展（600048）、华发股份（600325）、滨江集团（002244）、万科 A（000002）、招商蛇口（001979）等。
- **风险提示：**房地产优化政策出台低于预期，“房住不炒”持续提及，地方政府救市政策落实及成效不足。楼市销售持续低迷，销售数据不理想，开发商对后市较悲观，开发投资持续走低。房企资金链改善缓慢，融资仍然受阻，暴雷现象持续出现。失业率及降薪情况攀升，带来购房需求及信心不足。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 2024H1 行业整体录得亏损	3
2. 利润率跌至历史底部，盈利排名各行业倒数	4
3. 销售下降明显带来费用率提升，开发资金持续下滑	5
4. 行业存货持续走低，新开工继续大幅下降	6
5. 负债率水平继续走低，现金流下滑	7
6. 总结与投资建议	9
7. 风险提示	9

插图目录

图 1：上市房企营业总收入	3
图 2：营业利润、净利润、归属净利润变化	3
图 3：全国商品房累计销售面积	3
图 4：全国商品房累计销售额	3
图 5：全国商品房单月销售面积	4
图 6：全国商品房单月销售额	4
图 7：总资产净利率、净资产收益率变化	5
图 8：销售毛利率、净利润率变化	5
图 9：销售费、管理费及财务费同比变化	5
图 10：三费率变化	5
图 11：房企开发资金来源合计	6
图 12：房企开发资金来源变化	6
图 13：存货水平变化	7
图 14：存货占总资产比例变化	7
图 15：房屋施工同比增速	7
图 16：房屋新开工同比增速	7
图 17：房地产行业负债水平变化	8
图 18：房企现金流情况变化	8

表格目录

表 1：重点关注标的的估值及盈利预测（截至 2024 年 9 月 3 日）	9
---	---

1. 2024H1 行业整体录得亏损

上市公司 2024 年中报已全部公布完毕。我们统计上市房地产开发企业（按申万房地产分类），2024 年上半年共实现营业总收入 8449 亿，较 2023 年同期下降 24%，降幅较 2024 年一季末扩大 6.57 个百分点。行业整体营收增速 2022 年以来大部分时间为负值（除 2023 年一二季度），并且 2024 年以来营收降幅进一步扩大。2024H1 共实现营业利润 67.56 亿，净利润-86.5 亿，归属母公司股东净利润-146.5 亿，同比分别下降 90.2%，下降 459.5 亿和下降 371.5 亿。营业利润大幅下降九成，净利润、归属净利润录得亏损，是继 2022 年及 2023 年全年录得亏损后，首次全行业整体中报录得亏损。从 2024Q2 行业整体来看，营业总收入为 4843 亿，环比 Q1 上升 34.34%；营业利润-42.45 亿，净利润-131.4 亿，归属净利润-149 亿，均从一季度整体盈利状况转为亏损。

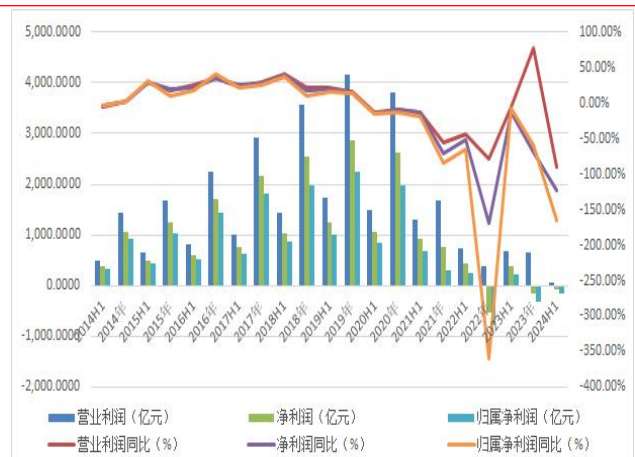
我们认为，当前行业正面临着销售结算量及毛利率双下滑，同时叠加资产减值计提影响，业绩出现有史以来最长时间的持续亏损。而 2024 年中报净利润及归属净利润亏损大约相当于 2023 年全年亏损额度的一半，相比 2022 年的整体亏损额度大幅收窄。而预计下半年行业整体结算量、结算毛利率以及计提减值等均难以明显好转，全年业绩大概率将继续录得亏损，但相比 2022 年及 2023 年整体亏损额度将可能进一步收窄。

图 1：上市房企营业总收入



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 2：营业利润、净利润、归属净利润变化

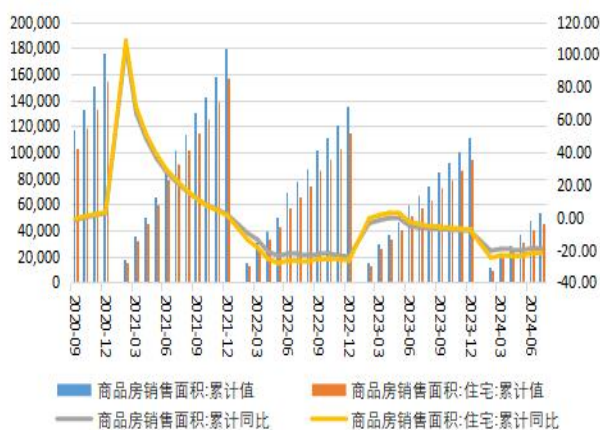


资料来源：wind，东莞证券研究所

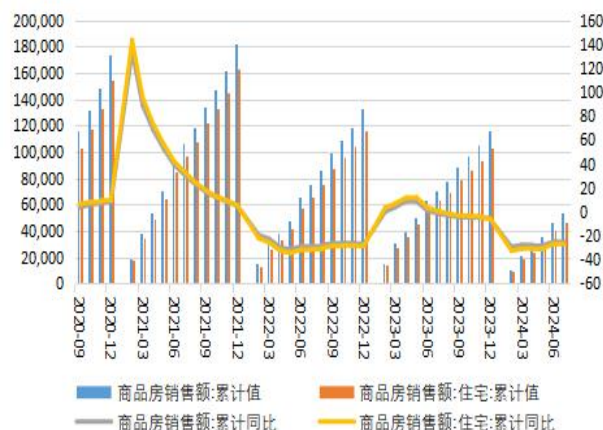
销售情况看，2024 年上半年全国商品房销售面积合计 4.79 亿平方米，其中住宅销售面积 4 亿平方米，同比分别下降 19%和下降 21.9%，虽然累计销售仍呈现同比下降，但年内降幅持续收窄。前 6 月全国商品房销售额合计 4.7 万亿，商品住宅销售额合计 4.1 万亿，同比则分别下降 25%和下降 26.9%，销售额同比降幅也持续收窄。单月来看，6/7 月份销售同比降幅相比前几个月也有所收窄，政策成效逐步得以体现。

图 3：全国商品房累计销售面积

图 4：全国商品房累计销售额



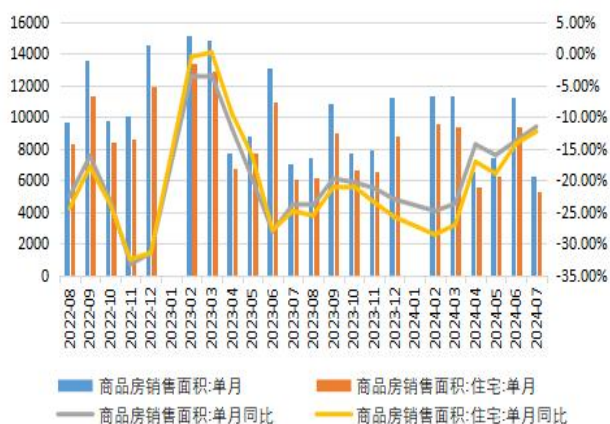
资料来源: wind, 东莞证券研究所



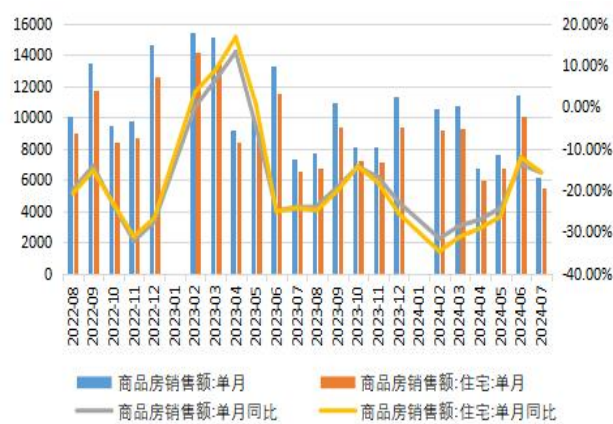
资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 5: 全国商品房单月销售面积

图 6: 全国商品房单月销售额



资料来源: wind, 东莞证券研究所



资料来源: wind, 东莞证券研究所

2. 利润率跌至历史底部，盈利排名各行业倒数

截止 2024 年中报，上市房企资产合计 10.5 万亿，同比下降 16.31%。2022 年年中以来上市房企资产总计同比转负，并且降幅持续扩大。2024 年年中相比 2023 年年中降幅扩大 7.6 个百分点。平均每家房企资产规模 994 亿，较上年同期下降 10%。平均每股净资产 6.56 元，较上年中期增长 2.95%，2023 年年中以来平均每股净资产同比回升。

盈利能力方面，2024 年中报房地产行业平均净资产收益率为-3.6%，去年同期为-3.5%，2023 年全年为-1.8%，在申万 31 个一级行业板块中排名倒数第二位，为全行业整体亏损的唯一二板块之一。总资产净利率为-0.08%，上年同期为 0.29%，2023 年全年为-0.13%，同样排名倒数第 2 位。

2024 年上半年行业整体销售毛利率及销售净利率分别为 14.8%和-1%，较 2023 年全年结算毛利率及净利润率分别下降 2.1 个百分点和下降 0.4 个百分点，毛利率及净利润率水平继续下行，行业整体盈利状况处于历史底部。

2021 年下半年以来行业销售持续低迷，减价促销叠加前期高位拿地，导致行业整体利润

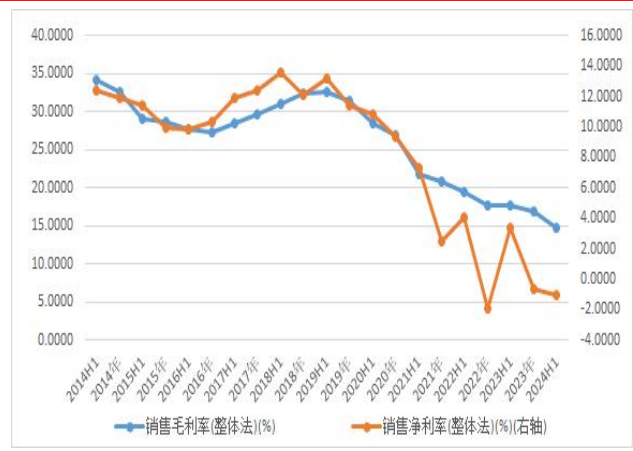
率情况受损，同时行业持续计提减值准备。而随着前期高价拿地项目逐步消化完毕，降本增效以及资产减值计提缩减，预计 2025 年行业整体盈利水平将能逐步探底回升。

图 7：总资产净利率、净资产收益率变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 8：销售毛利率、净利润率变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

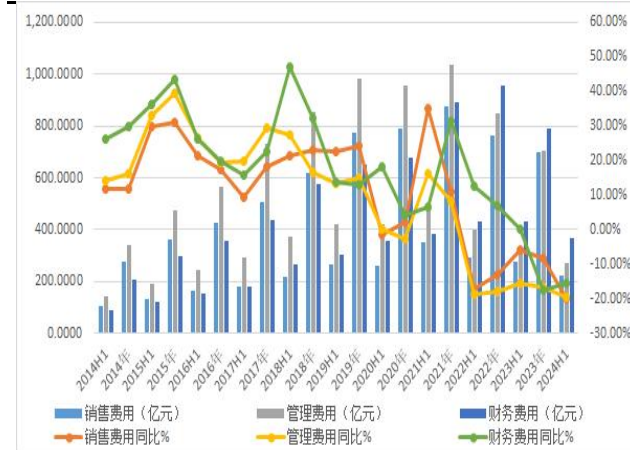
3. 销售下降明显带来费用率提升，开发资金持续下滑

2024 年上半年上市房企整体销售费用为 221.3 亿，较 2023 年同期下降 19.7%，降幅较上年末扩大 11.4 个百分点；2022 年开始整体销售费用出现同比下降，而 2023 年以来降幅持续收窄，2024 年销售费用跌幅大幅扩大，主要由于行业压缩费用以及推盘减少影响。行业整体管理费用为 270 亿，财务费用 365 亿，较 2023 年中期分别下跌 19.4% 和下跌 15.2%。管理费用下降近两成，压缩人员开支明显；而财务费用在 2023 年末开始同比转负，2024 年降幅也较大。总的来看，2022 年以来整体三费同比出现下降，主要由于行业销售低迷，景气度不佳，开发商普遍降低销售费用及人力成本支出，在融资层面也在去杠杆及收缩投资带动下带来财务费用的下降。

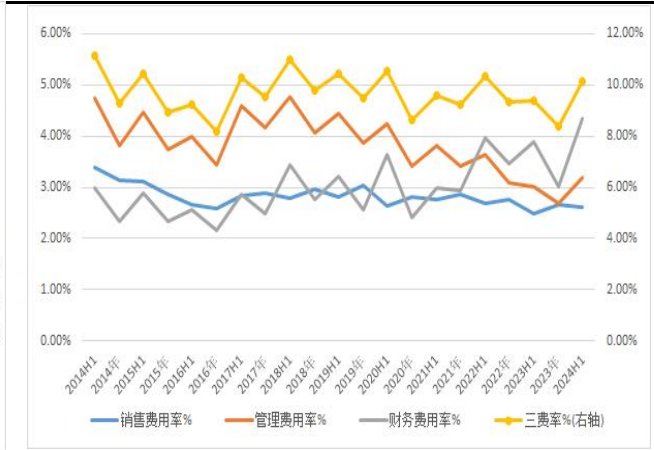
2024 年上半年销售费用占营业总收入为 2.2%，较 2023 年末下降 0.04 个百分点。管理费用占营业总收入 3.2%；财务费用占营业总收入 4.3%，分别较 2023 年末上升 0.6 个百分点和上升 1.3 个百分点。整体三费率为 10.14%，较 2023 年同期提升 0.8 个百分点，与去年年末相比则上升 1.8 个百分点。整体看，随着营收下降，销售费用下降明显，但管理费用及财务费用降幅未如销售下降幅度，导致整体三费率较上年有所提升。后续行业进一步控制费用提升盈利可期。

图 9：销售费、管理费及财务费同比变化

图 10：三费率变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

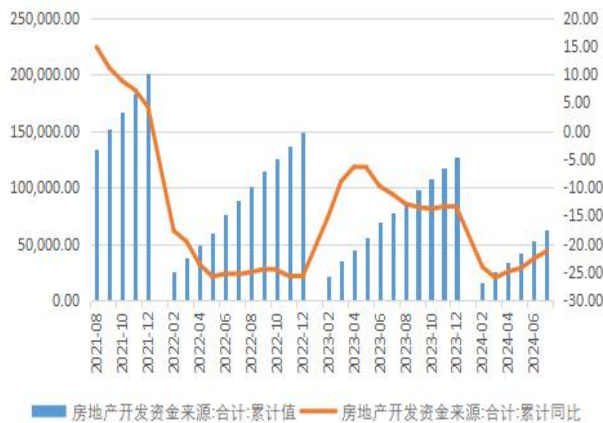


资料来源：wind，东莞证券研究所

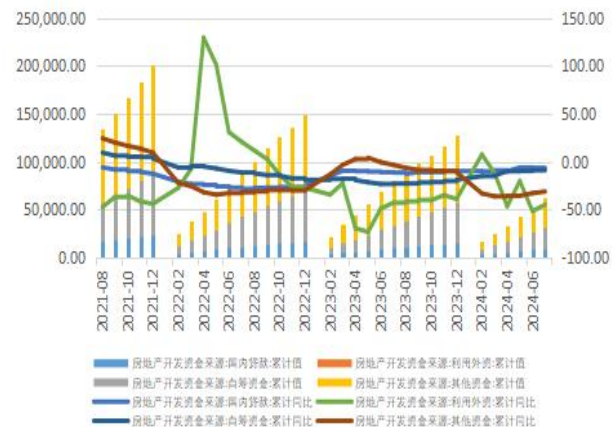
资金来源看，2024 年截止 7 月末，全国房地产开发资金来源合计 6.19 万亿，同比下降 21.3%，降幅较 6 月末收窄 1.3 个百分点，绝对值跌至 2013 年同期附近。2022 年以来开发资金来源同比增速转负，2022 年整体降幅达到 25.9%，2023 年降幅有所收窄，全年为 -13.6%；2024 年开发资金来源同比降幅扩大，维持在 -20% 以上。其中 2024 年前 7 个月，国内贷款、利用外资和自筹资金累计分别为 9216 亿、16.7 亿和 2.2 万亿，同比则分别下降 6.3%，下降 45% 和下降 8.7%。其他资金累计 3 万亿，同比下降 31.27%。利用外资及其他资金跌幅较大。

图 11：房企开发资金来源合计

图 12：房企开发资金来源变化



资料来源：wind，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

4. 行业存货持续走低，新开工继续大幅下降

2024 年上半年行业整体存货周转率为 0.137 次，与 2023 年中报相约（2023 年中报为 0.138 次）。总资产周转率为 0.07 次，较上年同期小幅下降（2023 年中报总资产周转率为 0.08 次）。库存方面，2024 年上半年末上市房企整体存货 5.1 万亿，同比下降 19.76%，跌幅持续扩大，相比 2023 年中期跌幅扩大 8.2 个百分点。其中存货占总资产比例为 48.46%，占比较上年同期下降 1.6 个百分点，占比持续走低。2022 年以来开发商集中资源“保交付”，同时积极去库存降杠杆，新开工及施工进度相对放缓，导致行业整体存货走低。

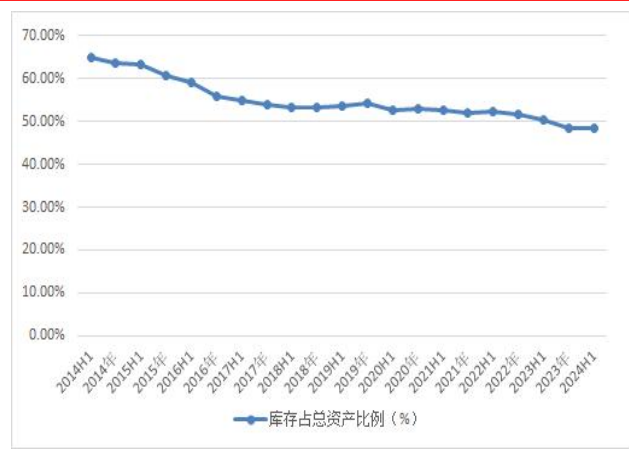
但另一方面，由于库存去化周期拉长，当前行业去库存、降杠杆仍为重点工作。

图 13：存货水平变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

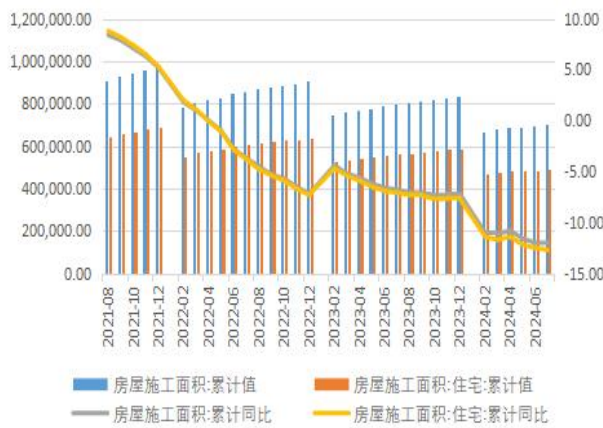
图 14：存货占总资产比例变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

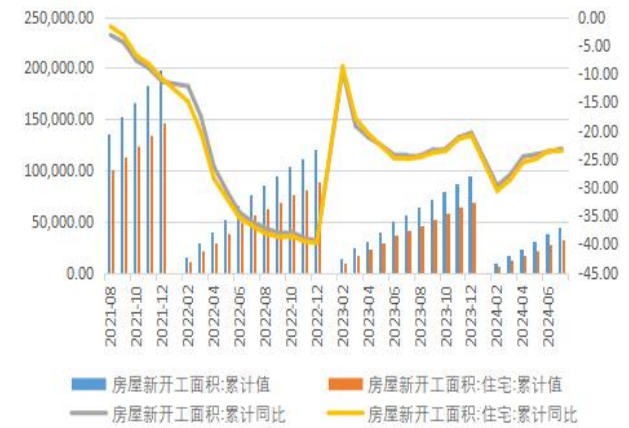
开工情况看，前 7 个月全国房屋施工面积累计 70.3 亿平米，其中住宅施工面积累计 49.1 亿平米，累计同比分别下降 12.1% 和下降 12.7%，累计施工面积同比从 2022 年 5 月开始转负，并且降幅持续扩大，绝对值跌至约 2017 年同期的水平。而 1—7 月累计新开工面积 4.37 亿平方米，其中住宅累计新开工面积为 3.16 亿平方米，较去年同期则分别下降 23.2% 和下降 23.7%。累计新开工同比从 2021 年下半年开始转负，2022 年全年累计新开工同比下降近四成，2023 年至 2024 年 7 月在基数下降基础上累计同比降幅也整体超两成，当前新开工绝对值更是跌至约 2006 年同期的水平，新开工量大幅下降。

图 15：房屋施工同比增速



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 16：房屋新开工同比增速



资料来源：wind，东莞证券研究所

5. 负债率水平继续走低，现金流下滑

2024 年 6 月末上市房企整体资产负债率为 75.18%，较 2023 年末下降 1.2 个百分点，较去年中期下降约 3.3 个百分点，2024 年中报显示行业负债率水平明显走低，跌至近十年的底部。其中流动比、速动比分别为 1.44 和 0.52，流动比及速动比与 2023 年末相约，均较 2023 年中期小幅提升。

行业整体负债占归属母公司股东权益为 4.9 倍，而 2023 年末为 5.3 倍；其中带息负债占归属母公司股东权益为 1.9 倍，与 2023 年底水平相约，相比 2023 年中期小幅下降；净负债则为归属股东权益的 1.44 倍，也低于 2023 年同期 1.47 倍的水平。

整体看，2024 年上半年行业整体负债率水平跌至近十年以来的底部，总负责、带息负债及净负债占归属股东权益均较 2023 年同期有一定幅度的下降，行业持续收缩投资减少负债，去杠杆进行中。

图 17：房地产行业负债水平变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

2024 年中期上市房企每股现金流量净额为-0.4 元，较 2023 年同期每股大幅下降 0.29 元（2023 年中期为每股-0.17 元），2021 年年中以来上市房企每股现金流量净额为负，主要由于行业去杠杆降负债影响；每股经营活动产生现金流量净额为-0.22 元，与 2023 年中期相比也大幅下降（2023 年中期每股经营活动产生现金流量净额为 0.52 元）。而销售商品提供劳务收到现金占营业收入为 82%，降至 100% 以下，为近十年底部，显示行业整体销售下滑带来销售回款大幅下降。

总的来看，2024 年上半年行业整体销售仍低迷，但同时开发商收缩开发投资，积极偿还债务降低杠杆率，导致经营活动现金流量净额以及整体现金流进一步下降。

图 18：房企现金流情况变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

6. 总结与投资建议

2024 年上半年上市房企整体录得亏损，这是继 2022 年及 2023 年全年录得亏损后，首次在年中全行业业绩出现整体亏损。而从亏损程度来看，2024H1 亏损约为 2023 年全年的 一半，小于 2022 年全年亏损的 50%。在房地产优化政策持续发力之下，行业 6/7 月整体销售跌幅收窄，行业基本面探底信号逐步增强。前期高价拿地项目逐步消化后，未来结算业绩或将逐步好转，同时计提减值环比也将可能缩减。预计 2024 年全年行业业绩亏损程度相比 2023 年或能减少，2025 年业绩将可能修复得以回正。另一方面，行业整体利润率水平跌至历史底部，毛利率创新低；在房企积极“去库存”、降低负债去杠杆之下，新开工持续走低，开发资金来源持续下滑，现金流净额也明显下降。

整体来看，行业正在经历大规模的洗牌及出清，后续逐步走出本轮周期底部，进入新的发展周期及新的发展模式值得期待。这将有利于行业整体估值的提升。同时剩下之优秀房企更能抓住机遇提升市占率及提升业绩，享受估值重估机会。建议关注经营稳健的头部央企及聚焦一二线城市的区域龙头企业。包括保利发展（600048）、华发股份（600325）、滨江集团（002244）、万科 A（000002）、招商蛇口（001979）等。

7. 风险提示

- （1）房地产优化政策出台低于预期，“房住不炒”持续提及，地方政府救市政策落实及成效不足。
- （2）楼市销售持续低迷，销售数据不理想，开发商对后市较悲观，开发投资持续走低。
- （3）房企资金链改善缓慢，融资仍然受阻，暴雷现象持续出现。
- （4）失业率及降薪情况攀升，带来购房需求及信心不足。

表 1：重点关注标的估值及盈利预测（截至 2024 年 9 月 3 日）

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级	评级 变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
000002.SZ	万科 A	6.52	1.02	-0.73	0.05	6.39	-8.93	130.40	持有	维持
001979.SZ	招商蛇口	9.05	0.7	0.76	0.85	12.93	11.91	10.65	持有	维持
002244.SZ	滨江集团	8.34	0.81	0.91	1.06	10.30	9.16	7.87	持有	维持
600048.SH	保利发展	7.89	1.01	1.19	1.35	7.81	6.63	5.84	持有	维持
600325.SH	华发股份	5.64	0.67	0.69	0.75	8.42	8.17	7.52	持有	维持

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：部分数据来源 wind 一致预期

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000