

强于大市

房地产行业 2024 年半年报综述

行业整体亏损，利润率与现金流走弱；房企销售和投融资均持续缩量

核心观点

- **经营情况分析：销售投资融资均持续缩量，追求更稳健的发展，调整与分化并行。**
- **销售：**1) 1-8 月百强房企销售金额同比-39%，销售销售权益比例升至 73.2%，同比+2.7pct。头部房企权益比例明显更高，对项目仍保留了较大的话语权和操盘权，CR5 为 75.3%。2) 百强房企销售均价仍能保持正增长。1-8 月百强房企销售均价为 1.80 万元/平，同比+1.6%，增速显著好于全国商品房销售均价（1-7 月同比-7.0%）。CR5、CR10、CR20 销售均价增速相对更高，分别为 26.0%、15.2%、7.3%，一方面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；另一方面或因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。3) 今年以来绿城、滨江、越秀、华发、保利置业的地位显著提升，1-8 月销售额同比降幅最小的为绿城；滨江、越秀、华发、保利置业销售排名提升较多，滨江销售目标完成度较高（1-8 月达 72%）。4) 百强房企集中度三年间从 53% 降至 32%，下降 20pct。5) 行业竞争格局持续优化，民企持续出清，1-8 月民企销售占比下降至 38.7%；央企占比提升至 43.3%；地方国企稳定在 18.0%。
- **拿地：**1) 在新房市场持续走弱、土地供应持续放缓之下，百强房企拿地量持续收缩，拿地强度减弱。1-8 月百强房企拿地金额 5533 亿元，同比-42.5%；拿地强度 21.4%，同比-1.4pct；拿地建面同比-27.8%；楼面均价同比-20.3%。头部房企拿地更加聚焦优质地块，CR5、CR10 拿地建面同比降幅相对最大，拿地强度相对最低，但楼面均价同比上涨。企业投资目前仍在等待楼市回暖的信号出现，核心城市内具备低密度、区位优势等条件的优质地块，对房企仍然具有较大吸引力。2) 1-8 月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 38.1%，较 23 年全年提升 1.4pct。3) 在整体投资谨慎的大环境下，国企仍在低位补充核心优质资产，民企拿地占比持续下降至不足 3 成。1-8 月地方国企拿地金额占比 47.6%，较 23 年提升 15.3pct，央企、民企拿地金额占比 26.9%、25.4%，较 23 年分别下降 12.3、3.0pct。4) 1-8 月拿地金额靠前的有绿城（347 亿元，同比-39%，拿地强度 33.2%）、建发（332 亿元，-43%，42.7%）、越秀（301 亿元，-6%，42.8%）、滨江（273 亿元，-38%，37.7%）、保利（268 亿元，-60%，12.1%），为龙头央企和区域深耕型房企。
- **融资：**1-7 月行业国内外债券、信托、ABS 发行规模 3118 亿元，同比-33%，从绝对值来看，融资规模仍处于历史较低水平；平均发行利率 3.06%，同比-0.74pct。主流房企中，保利、首开、金融街、华润、中海债券发行规模较大，均超过 60 亿元。1-8 月已到期偿还了 6283 亿元，占全年到期总量的 80%，9-12 月还有 1665 亿元待偿还。2025 年 3、6、7 月为国内外债券到期小高峰，到期规模分别为 983、901、899 亿元。
- **行业财务指标分析：上半年营收同比下滑，业绩出现亏损；利润率、现金流均承压。**
- **营收业绩：**上半年行业营收 8113 亿元，同比-22.0%，降幅较 23 年全年进一步扩大，由于 21 年下半年以来新开工明显缩量，同比持续负增长，按照 2-3 年的工程进度来计算，地产竣工持续承压；行业归母净利润为 114 亿元（23 年同期为盈利 400 亿元）。超过八成房企业绩出现亏损或下滑。业绩持续亏损或下滑有多方面原因：1) 低利润的地块持续进入结算期，整体行业毛利率持续承压；2) 资产和信用减值计提规模增加，上半年行业资产和信用减值损失 163 亿元，同比扩大 98 亿元；3) 资产处置收益下滑，为更快回笼资金，公司对资产交易和股权处置都采取了更加坚决的行动，部分交易价格低于账面价值。上半年行业资产处置收益为 15 亿元（23 年同期 14 亿元）；4) 由于上半年非卖非卖合作项目收益减少，投资收益同比-40.3%。5) 公司合联营项目结算利润提升，利润分配更偏向少数股东，进一步削弱母公司的盈利能力，上半年少数股东损益为 60 亿元，同比虽下降 61.8%，但仍然盈利。
- **盈利能力：指标持续下行，上半年行业毛利率为 15.1%，同比-3.0pct，业绩亏损的情况下，净利率、归母净利润率分别为 -0.7%、-1.4%，同比分别下降 6.0、5.2pct。我们认为 2022 年以来土地端端有出现利润率改善的情况，后续行业结算端的盈利能力有望触底回升。此外，三费率明显提升，一方面是因为营收同比下滑，另一方面是因为利息收入同比大幅下降。上半年行业三项费用率为 10.2%，同比+1.8pct。**
- **偿债能力：房企去杠杆取得一定成效，有息负债规模总量持续下降；但受销售回款、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。**6 月末行业有息负债 2.93 万亿元，同比-2.1%；剔除预收账款后的资产负债率为 69.0%，同比-0.6pct；由于货币资金的减少，净负债率为 83.5%，同比+8.0pct；现金短债比为 0.90X，同比-0.39X。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。
- **现金流：6 月末行业货币资金 7740 亿元，同比-22.9%，22 年以来持续出现双位数负增长，经营性现金流与筹资性现金流均承压。**1) 上半年行业经营性现金流净流出 542 亿元（23 年同期为净流入 1292 亿元）。虽然房企普遍谨慎投资，购买商品、接受劳务支付的现金（土地投资+施工建安投资）同比-22.0%至 5392 亿元，但受销售持续低迷、按揭首付比例下调等因素影响，销售回款同比降幅更大，上半年销售商品、提供劳务收到的现金（销售回款为主）同比-37.3%至 6813 亿元。2) 筹资性现金流持续为负，上半年净流出 388 亿元，较 23 年同期净流出 1267 亿元有所减少。（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 106%，同比+7pct，大于 100%，行业整体借新还旧的能力有所改善。
- **TOP20 房企财务指标分析：头部房企、央企、区域深耕型优质房企在成长性、盈利能力、费用管控能力、财务健康程度均较高，现金流管理能力等方面均具备更大优势。**
- **成长性：央企与区域深耕型房企仍能盈利，混合所有制与民企内部显著分化。**24H1 TOP20 房企营收同比-15%；归母净利润同比-73%。1) 从销售规模划分来看，二梯队房企（销售规模在 1000-1500 亿元）注重规模增长，营收同比+11%，销售规模在 1500 亿元以上、500-1000 亿元的房企营收同比降幅也相对较小。500 亿元以下规模的中小型房企营收相对较弱，且出现亏损。2) 从标的公司属性来看，24H1 地方国企营收同比+6%，央企营收同比基本持平，地方国企与央企归母净利润率分别下降 27%、29%，而民企与混合所有制房企营收同比-26%，业绩均亏损，企业分化也较为严重，龙湖、绿城、滨江仍实现盈利，而融创、金地均亏损。3) 从区域布局策略来看，区域深耕型房企营收同比+9%，归母净利润同比-26%；全国性房企营收同比-19%，归母净利润同比-82%。
- **盈利能力：头部规模房企、央企的利润率水平显著更高。**24H1 TOP20 房企毛利率 13.3%，同比-3.6pct；剔除亏损的企业后，归母净利润率 5.5%，同比-1.4pct。1) 从销售规模划分来看，1500 亿元以上规模房企利润率水平显著高于其他梯队，毛利率、归母净利润率为 17.1%、5.8%。2) 从标的公司属性来看，央企、地方国企毛利率为 15.3%、14.1%，归母净利润率为 4.2%、4.3%。混合所有制房企毛利率、归母净利润率为 10.8%、-4.9%，民企为 11.6%、-5.6%。3) 从区域布局策略来看，区域深耕型房企与全国布局房企的毛利率水平基本相当。4) 具体来看，TOP20 房企上半年中海、华润、龙湖、新城毛利率大于 20%，万科、滨江、中交、融创毛利率相对较低，均不足 10%。
- **费用控制能力：明显分化。头部房企由于规模化效应以及管理红利，地方国企、区域深耕型房企由于管理半径相对较小，整体三费率相对更低。**24H1 TOP20 房企三项费用率 9.5%，同比+1.1pct。1) 从销售规模来看，头部房企三费率相对较低，1500 亿元以上规模房企三费率仅 5.8%；500 亿元以下规模的房企费用率相对较高，达 14.4%。2) 从公司属性来看，地方国企的三费率相对较低，仅为 6.6%，同比-0.1pct；民企三费率相对最高，高达 13.4%，同比+3.2pct。3) 从布局区域策略来看，区域深耕型房企的三费率为 5.9%，相对较低，同比改善了 0.3pct；而全国性布局的房企三费率为 10.9%，同比+1.7pct。
- **偿债能力：头部房企、央企、区域深耕型房企有息负债合理增长，同时杠杆率保持相对较低的水平。**1) 从有息负债情况来看，6 月末 TOP20 房企有息负债规模 2.97 万亿元，同比-1%。头部房企、央企、区域深耕型房企有息负债同比正增长，一方面是因为央企信用优势下，受益于融资宽松，另一方面，近两年地方国企、区域深耕型房企仍在拿地与开发，融资需求相对较高。2) 从三道红线指标来看，6 月末 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 67.2%、87.5%和 2.13X。我们发现，有息负债增长较快的头部房企、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更好。
- **5) 现金管理：头部房企和央企货币资金同比降幅相对较小。**6 月末 TOP20 房企货币资金 9710 亿元，同比-16%。1) 从销售规模划分来看，1500 亿元以上、1000-1500 亿元销售规模房企货币资金同比降幅相对较小，分别为 11%、8%，其余各梯队同比降幅均超过两成，一方面因为销售回款相对较好，另一方面是因为融资规模较小且偿债支出相对较大。2) 从标的公司属性来看，央企货币资金同比-9%，降幅相对最小，这主要是因为央企仍能保持筹资性现金流净流入，且销售相对好于民企，销售回款表现也相对较好；而民企和混合所有制房企融资相对不足，偿还债务支出相对较大。

投资建议

我们认为，短期内板块投资机会主要聚焦在市场修复和政策变化。当前行业信心脆弱，其核心是经济基本面的持续走弱和房价下行。经济的改善才是根本。单就行业来说，房价是当前需重点关注的指标，若核心城市房价预期改善，重点布局的房企或将率先受益，当前新房房价整体的下跌幅度是小于二手房的，但成交韧性不及二手房。二手房价对居民的心理预期影响更大，置换决策有重要影响，所以还要持续跟踪二手房房价的变化。“去库存”政策实际落地情况或是板块估值修复的关注点，近期各地地方政府陆续出台了收购存量商品房用作保障性住房的相关细则并已开始逐步落地，建议持续关注进展情况及政策效果。此外，进入到 9 月，或将有一波交易政策的情绪，需积极关注增量政策。目前来看，美国降息预期若兑现，国内可能也会有一波降息行情，目前国内降息降准预期明确，另外需求端若真要刺激居民购房，政府需作出部分让利，在购房税费减免方面需进一步突破，切实降低购房成本。整体行业需持续关注“金九银十”的反馈。

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仍然较好的房企：招商蛇口、华润置地、保利发展、绿城中国、滨江集团、越秀地产、建发国际集团。2) 政策宽松后预期能够显著改善的底部弹性标的：金地集团、龙湖集团。3) 二手房成交量提升带动的房地产经纪公司：我爱我家、贝壳。

风险提示

房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

相关研究报告

- 《探索建立房屋养老金制度；资金来源多方面；物管公司有望受益—房屋养老金制度点评》(2023/06/29)
- 《房地产 2024 年 7 月统计局数据点评：传统淡季+政策效果减弱，销售降幅扩大；开工与投资仍然低迷》(2024/08/16)
- 《70 城新房二手房房价环比跌幅收窄，但环比下跌城市数量增加——房地产行业 2024 年 7 月 70 个大中城市房价数据点评》(2024/08/16)
- 《住房“以旧换新”——一个被低估的方向》(2024/08/08)
- 《房地产行业 2024 年中期策略——下半年地产空间在哪？》(2024/07/30)
- 《这轮地产政策能刺激多少需求？》(2024/05/21)
- 《为什么是 3000 亿？》(2024/05/21)
- 《这次地产不一样？》(2024/05/13)
- 《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

目录

| | |
|---|-----------|
| 1 经营情况分析：销售与投融资持续缩量，调整与分化并行 | 7 |
| 1.1 销售：百强房企销售同比降幅近四成，民营房企市占率持续下降 | 7 |
| 1.2 拿地：百强房企拿地量与拿地强度均下降，头部房企拿地节奏明显放缓 | 12 |
| 1.3 融资：规模仍处于历史较低水平，融资成本持续下行 | 14 |
| 2 行业财务指标分析：营收同比下滑，业绩出现亏损；利润率、现金流均承压 | 16 |
| 2.1 行业营收结算同比出现双位数负增长；业绩出现亏损 | 16 |
| 2.2 盈利能力：行业盈利能力显著承压，利润率再创新低 | 18 |
| 2.3 偿债能力：有息负债总量压降，但短期面临较大偿债压力 | 19 |
| 2.4 现金流：经营、筹资性现金流均承压，货币资金持续出现双位数负增长 | 20 |
| 3. TOP20 房企财务指标分析：头部房企、央国企、区域型优质企业整体财报质量和现金流状况较好 | 22 |
| 3.1 央国企与区域深耕型房企仍能盈利，混合所有制与民企内部显著分化 | 22 |
| 3.2 盈利能力：头部规模房企、央国企的利润率水平相对更高 | 25 |
| 3.3 偿债能力：头部房企、央国企、区域深耕型房企有息负债合理增长，同时杠杆率保持相对较低的水平 | 29 |
| 3.4 现金管理能力：头部房企和央企货币资金同比降幅相对较小 | 33 |
| 4 投资建议 | 35 |
| 5 风险提示 | 36 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1. 2024 年 1-8 月百强房企全口径销售金额 2.59 万亿元，同比下降 38.6%..... | 7 |
| 图表 2. 2024 年 1-8 月百强房企权益口径销售金额 1.89 万亿元，同比下降 36.3%.. | 7 |
| 图表 3. 整体来看，今年以来单月销售处于历史较低水平..... | 7 |
| 图表 4. 2024 年 1-8 月 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 全口径销售额增速分 别为-27.3%、-32.3%、-35.4%、-37.8%、-38.6% | 8 |
| 图表 5. 2024 年 1-8 月百强房企销售权益比例为 73.2%，较 2023 年全年提升 2.5 个 百分点..... | 8 |
| 图表 6. CR5 梯队的销售权益比例相对最高 | 8 |
| 图表 7. 2024 年 1-8 月百强房企销售均价为 1.80 万元/平，同比增长 1.6%..... | 9 |
| 图表 8. CR5、CR10、CR20 销售均价增速相对更高，2024 年 1-8 月分别为 26.0%、 15.2%、7.3% | 9 |
| 图表 9. 2024 年 1-8 月全口径销售额同比降幅最小的房企为绿城中国；滨江集团、 越秀地产、华发股份、保利置业销售排名提升较多；滨江集团销售目标完成度较 高..... | 10 |
| 图表 10. 2024 年 1-7 月 CR20 行业集中度同比持续回落..... | 10 |
| 图表 11. 2024 年 1-8 月民企销售占比持续下降至 38.7%..... | 11 |
| 图表 12. 2024 年 1-8 月央企的权益口径销售同比降幅相对较小，为 25.3%，地方 国企同比降幅为 31.6%，民企同比降幅相对最大，高达 46.7%..... | 11 |
| 图表 13. 2024 年 1-8 月百强房企拿地金额合计 5533 亿元，同比下降 42.5%..... | 12 |
| 图表 14. 2024 年 1-8 月百强房企拿地建面合计 6172 万平，同比下降 27.8%..... | 12 |
| 图表 15. 2024 年 1-8 月百强房企拿地楼面均价为 8965 元/平，同比下降 20.3%.... | 12 |
| 图表 16. 2024 年 1-8 月 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 拿地强度分别为 17.9%、19.6%、20.1%、20.8%、21.4% | 12 |
| 图表 17. 2024 年 1-8 月百强房企拿地金额集中度为 38.1%，较 2023 年全年提升了 1.4 个百分点..... | 13 |
| 图表 18. 2024 年 1-8 月百强房企中民企拿地金额占比为 25.4%，地方国企占比 47.6%..... | 13 |
| 图表 19. 2024 年 1-8 月绿城、建发、越秀、滨江、保利拿地金额排名前五..... | 14 |
| 图表 20. 2024 年 1-7 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 3118 亿元，同比下降 32.7% | 14 |
| 图表 21. 2024 年 1-7 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 3.06%，同比下降 0.74 个百分点..... | 14 |
| 图表 22. 2024 年 1-7 月行业融资中国内债券占比 65%，ABS 占比 32%..... | 14 |
| 图表 23. 2024 年 1-7 月保利发展、首开股份、金融街、华润置地、中国海外发展 国内外债券发行规模较大，均超过 60 亿元..... | 15 |
| 图表 24. 2024 年 9-12 月房地产行业国内外债券到期规模合计 1665 亿元..... | 15 |
| 图表 25. 2024 年上半年房地产板块营业收入 8113 亿元，同比下降 22.0%..... | 16 |
| 图表 26. 2024 年上半年房地产板块归母净利润为-114 亿元..... | 16 |

| | |
|--|----|
| 图表 27. 2024 年上半年房地产板块资产和信用减值损失分别为 93、69 亿元..... | 17 |
| 图表 28. 2024 年上半年房地产板块投资收益 115 亿元，同比下降 40.3%..... | 17 |
| 图表 29. 2024 年上半年房地产板块少数股东损益为 60 亿元，同比下降 61.8%.... | 17 |
| 图表 30. 103 家 A 股房企中，70 家营业收入同比下滑，占比 68%，33 家营业收入 同比正增长，占比 32%..... | 17 |
| 图表 31. 103 家 A 股房企中，有 44 家（占比 43%）出现亏损，有 42 家（占比 41%）出现归母净利润下滑，仅 7 家（占比 7%）归母净利润仍保持正增长..... | 17 |
| 图表 32. 2024 年 6 月末房地产板块预收账款为 1.94 万亿元，同比下降 26.6%..... | 18 |
| 图表 33. 2024 年 6 月末房地产板块预收账款/上年营业收入为 0.77X..... | 18 |
| 图表 34. 2024 年上半年房地产板块毛利率、净利率、归母净利润率分别为 15.1%、 -0.7%、-1.4%..... | 18 |
| 图表 35. 2024 年上半年房地产板块三费率为 10.2%..... | 18 |
| 图表 36. 2024 年上半年房地产板块年化后的 ROE 为 -1.4%..... | 19 |
| 图表 37. 2024 年 6 月末房地产板块有息负债为 2.93 万亿元，同比下降 2.1%..... | 19 |
| 图表 38. 2024 年 6 月末房地产板块剔除预收账款后的资产负债率为 69.0%，净负 债率为 83.5%，现金短债比为 0.90X..... | 19 |
| 图表 39. 2024 年 6 月末房地产板块货币资金为 7740 亿元，同比下降 22.9%..... | 20 |
| 图表 40. 2024 年上半年房地产板块经营性、筹资性、投资性现金流净额分别为 - 542、-388、-186 亿元..... | 20 |
| 图表 41. 2024 年上半年房地产板块销售商品、提供劳务收到的现金为 6813 亿元， 同比下降 37.3%..... | 20 |
| 图表 42. 2024 年上半年房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金为 5392 亿元， 同比下降 22.0%..... | 20 |
| 图表 43. 2024 年上半年房地产板块（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为 106%..... | 21 |
| 图表 44. 2024 年上半年房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金/销售商品、提 供劳务收到的现金为 79%..... | 21 |
| 图表 45. 选取克而瑞销售榜单（2024 年 1-8 月）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 | 22 |
| 图表 46. 2024H1 规模在 1000-1500 亿元的房企营收同比增速最高，达 11%..... | 23 |
| 图表 47. 2024H1 规模在 500 亿元以下的房企亏损，500-1000 亿元规模房企归母净 利润同比降幅相对较小..... | 23 |
| 图表 48. 2024H1 地方国企营业收入增速高达 6%..... | 23 |
| 图表 49. 2024H1 民企、混合所有制房企亏损..... | 23 |
| 图表 50. 2024H1 区域深耕型房企营业收入增速高达 9%..... | 23 |
| 图表 51. 2024H1 区域深耕型房企归母净利润同比降幅相对较小，为 26%..... | 23 |
| 图表 52. TOP20 房企中 2024 年上半年营收增速最快的三家房企为：建发国际集团 （34%）、绿城中国（22%）、越秀地产（10%）..... | 24 |
| 图表 53. 中国金茂归母净利润同比增长 133%，万科、金地集团、融创中国、中 交地产出现亏损，其余房企归母净利润同比均下滑..... | 24 |
| 图表 54. 2024 年 6 月末规模在 1000-1500 亿元以上的房企预收账款同比降幅相对 | |

| | |
|--|----|
| 较小, 仅为 6% | 25 |
| 图表 55. 截至 2024 年 6 月末, 销售规模在 1000-1500 亿元、500-1000 亿元的房企预收账款/上年营业收入高于 1.0X | 25 |
| 图表 56. 2024 年 6 月末地方国企的房企预收账款同比降幅相对较小, 为 9% | 25 |
| 图表 57. 截至 2024 年 6 月末, 地方国企的预收账款/营业收入最高, 达 1.37X | 25 |
| 图表 58. 2024 年 6 月末区域深耕型房企预收账款同比降幅相对较小, 为 8% | 25 |
| 图表 59. 截至 2024 年 6 月末, 区域深耕型房企的预收账款/营业收入最高, 达 1.43X | 25 |
| 图表 60. 2024H1 1500 亿元以上规模房企毛利率最高, 达 17.1% | 26 |
| 图表 61. 2024H1 1500 亿元以上规模房企归母净利润率最高, 达 5.81% | 26 |
| 图表 62. 2024H1 央国企毛利率相对较高, 分别为 15.3% 和 14.1% | 26 |
| 图表 63. 2024H1 央国企归母净利润率相对较高, 分别为 4.2%、4.3% | 26 |
| 图表 64. 2024H1 区域深耕型房企与全国化布局房企毛利率基本相当 | 26 |
| 图表 65. 2024H1 区域深耕型房企归母净利润率最高, 达 4.11% | 26 |
| 图表 66. 2024 年上半年华润置地、中国海外发展、新城控股、龙湖集团毛利率相对较高, 均大于 20% | 27 |
| 图表 67. 2024H1 头部房企三费率更低, 1500 亿元以上规模的房企三费率为 5.8% | 27 |
| 图表 68. 2024H1 的地方国企三费率相对较低, 为 6.6% | 28 |
| 图表 69. 2024H1 区域深耕型房企的三费率相对较低, 为 5.9% | 28 |
| 图表 70. 500 亿元以下销售规模的房企由于利润率水平较低, 相对较低, 年化后的 ROE 仅为 2.3% | 28 |
| 图表 71. 2024H1 地方国企年化后的 ROE 相对较高, 达 7.4% | 29 |
| 图表 72. 2024H1 区域深耕型房企年化后的 ROE 相对较高, 达 8.4% | 29 |
| 图表 73. TOP20 房企中 ROE 相对较高的房企为绿城中国、华发股份、滨江集团、华润置地、保利发展 | 29 |
| 图表 74. 2024H1 末销售规模在 500 亿元以下的房企有息负债同比下降 9%, 1500 亿元以上、1000-1500 亿元销售规模梯队有息负债同比增长 4% | 30 |
| 图表 75. 2024H1 末, 央企、地方国企有息负债增速相对较高, 为 3% | 30 |
| 图表 76. 2024H1 末, 区域深耕型房企有息负债规模同比增长 3% | 30 |
| 图表 77. 2024 年 6 月末越秀地产、华润置地、保利发展有息负债增速相对较高 | 30 |
| 图表 78. 2024H1 末, 1500 亿元以上规模的房企剔除预收账款后的资产负债率最低, 为 60.1% | 31 |
| 图表 79. 2024H1 末, 1500 亿元以上规模的房企净负债率最低, 为 48.1% | 31 |
| 图表 80. 2024H1 末, 500 亿元以下规模的房企现金短债比不足 1.0X | 31 |
| 图表 81. 2024H1 末, 央企、地方国企剔除预收账款后的资产负债率较低, 分别为 65.9%、63.8% | 31 |
| 图表 82. 2024H1 末, 地方国企净负债率最低, 为 57.8% | 32 |
| 图表 83. 2024H1 末, 地方国企现金短债比最高, 为 4.03X | 32 |
| 图表 84. 2024H1 末, 区域型房企剔除预收账款后的资产负债率最低, 为 64.2% | 32 |
| 图表 85. 2024H1 末, 区域型房企净负债率最低, 为 51.5% | 32 |

| | |
|--|----|
| 图表 86. 2024H1 末，区域深耕型房企现金短债比高达 3.58X..... | 32 |
| 图表 87. TOP30 房企中 44%的房企为绿档房企..... | 33 |
| 图表 88. 截至 2024 年 6 月末，越秀地产、保利发展、华发股份、建发国际、招商蛇口、滨江集团、龙湖集团、华润置地、中海地产为绿档房企..... | 33 |
| 图表 89. 2024H1 末，1500 亿元以上、1000-1500 亿元销售规模房企货币资金同比降幅相对较小，分别为 11%、8%..... | 34 |
| 图表 90. 2024H1 末，央企货币资金同比下降 9%..... | 34 |
| 图表 91. 2024H1 末，区域深耕型房企货币资金同比下降 11%..... | 34 |
| 图表 92. 2024H1 末，绿城中国、越秀地产、中国金茂货币资金同比正增长..... | 34 |

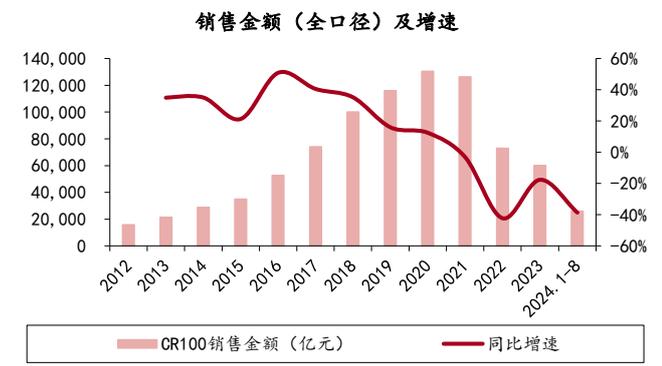
1 经营情况分析：销售与投融资持续缩量，调整与分化并行

1.1 销售：百强房企销售同比降幅近四成，民营房企市占率持续下降

1.1.1 1-8月百强房企销售同比降幅近四成，单月销售处于历史较低水平

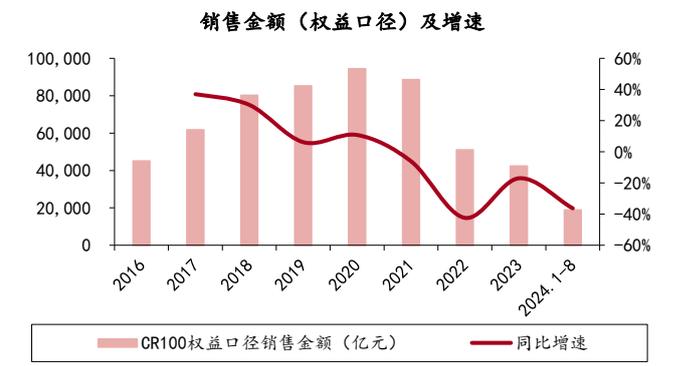
前八月百强房企销售同比下降近四成。2024年1-8月百强房企全年实现全口径销售金额2.59万亿元，同比下降38.6%，权益口径1.89万亿元，同比下降36.3%。从月度走势来看，6月受“517”政策以及房企年中冲刺销售等因素影响，单月全口径销售额同比降幅一度收窄至-18.0%，但7、8月再度走弱，整体来看，今年以来单月销售处于历史较低水平。

图表 1. 2024年1-8月百强房企全口径销售金额 2.59 万亿元，同比下降 38.6%



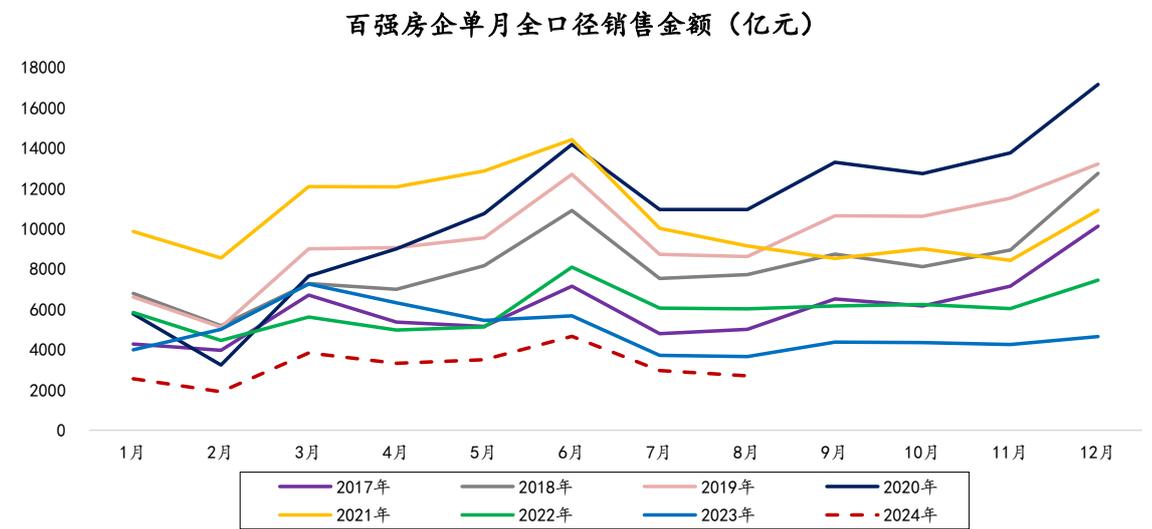
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 2. 2024年1-8月百强房企权益口径销售金额 1.89 万亿元，同比下降 36.3%



资料来源：克而瑞，中银证券

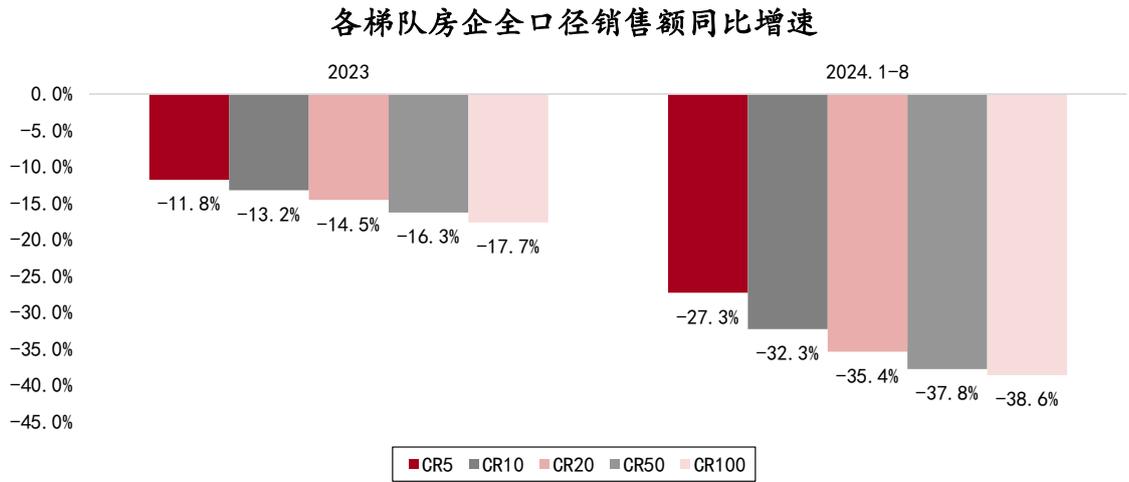
图表 3. 整体来看，今年以来单月销售处于历史较低水平



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，CR10 房企销售降幅相对较小。2024年1-8月CR5、CR10、CR20、CR50、CR100全口径销售额增速分别为-27.3%、-32.3%、-35.4%、-37.8%、-38.6%。我们看到CR5房企销售降幅在30%以内，而CR21-100降幅达近四成。随着行业逐步出清，在市场长期低迷的情况下，头部规模房企营销、产品、融资、土地等各方面优势凸显，普遍去化也好于尾部房企，因此销售降幅相对小于尾部房企。

图表 4. 2024 年 1-8 月 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 全口径销售额增速分别为 -27.3%、-32.3%、-35.4%、-37.8%、-38.6%



资料来源：克而瑞，中银证券

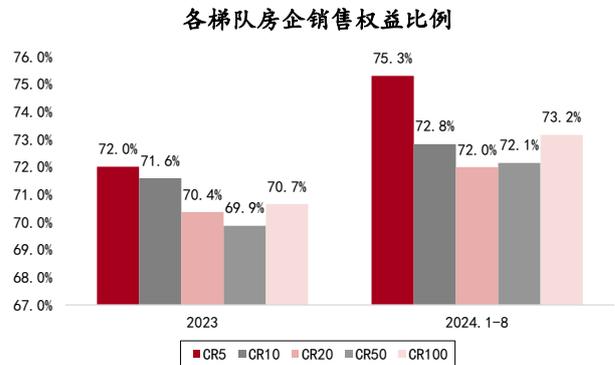
销售权益比例明显回升，头部房企对项目仍保留了较大的话语权和操盘权。从销售来看，2022 年百强房企销售权益比例同比下降了 0.1 个百分点至 70.1%，处于历史最低位，反映出房企合作增多，我们认为降成本、扩规模、分散风险是合作开发增多的主要原因。2023 年销售权益比例回升至 70.7%，2024 年 1-8 月进一步回升至 73.2%，同比提升了 2.7 个百分点。头部房企权益比例明显更高，对项目仍保留了较大的话语权和操盘权，2024 年 1-8 月 CR5 销售权益比例为 75.3%，显著高于其余梯队房企，较 2023 年全年提升了 3.3 个百分点。

图表 5. 2024 年 1-8 月百强房企销售权益比例为 73.2%，较 2023 年全年提升 2.5 个百分点



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 6. 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

百强房企销售均价仍能保持正增长。2024 年 1-8 月百强房企销售均价为 1.80 万元/平，同比增长 1.6%，增速显著好于全国商品房销售均价（1-7 月同比下降 7.0%）。具体来看，CR5、CR10、CR20 销售均价增速相对更高，分别为 26.0%、15.2%、7.3%，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。

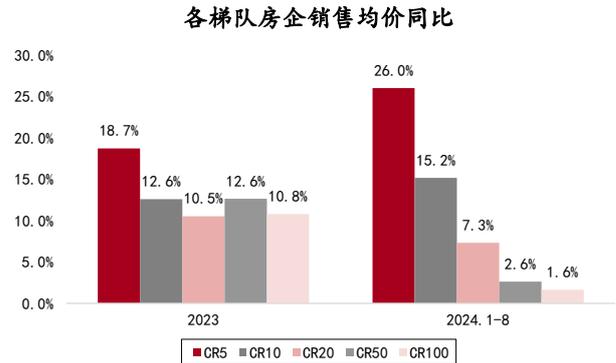
图表 7. 2024 年 1-8 月百强房企销售均价为 1.80 万元/平，同比增长 1.6%



资料来源：克而瑞，国家统计局，中银证券

备注：其中 2024 年全国商品房销售均价增速为 1-7 月数据。

图表 8. CR5、CR10、CR20 销售均价增速相对更高，2024 年 1-8 月分别为 26.0%、15.2%、7.3%



资料来源：克而瑞，中银证券

1.1.2 头部房企销售分化显著，绿城同比降幅最小，滨江销售目标完成度较高

头部房企销售分化显著，今年以来绿城、滨江、越秀、华发、保利置业的市场地位显著提升。根据克而瑞数据显示，1) 2024 年 1-8 月 TOP5 房企与 2023 年全年 TOP5 房企一致，排名第 6-10 名的房企从碧桂园、绿城中国、建发国际、龙湖集团、金地集团变为绿城中国、建发国际、滨江集团、越秀地产、龙湖集团，碧桂园与金地集团跌出 TOP10 行列，滨江集团、越秀地产进入 TOP10 行列。2) 2024 年 1-8 月全口径销售额同比降幅最小的房企为绿城中国（同比下降 11.4%），中海地产、中国铁建、保利置业同比降幅也在 20% 以内，其余 TOP20 房企同比降幅均超过两成。3) 滨江集团、越秀地产、华发股份、保利置业销售排名提升较多，而碧桂园、金地集团排名下滑较明显。4) 滨江集团销售目标完成度较高。公布 2024 年全年销售目标的房企相对较少，绿城中国、滨江集团、越秀地产 1-8 月的销售目标完成率分别为 49%、72%、48%。

图表 9. 2024 年 1-8 月全口径销售额同比降幅最小的房企为绿城中国；滨江集团、越秀地产、华发股份、保利置业销售排名提升较多；滨江集团销售目标完成度较高

| 销售排名 | 公司 | 较 2023 年全年的排名变化 | 1-8 月全口径金额 (亿元) | 同比 | 2024 年销售目标 | 销售目标完成率 | 2024 年推货计划 |
|------|------|-----------------|-----------------|--------|--|---------|---|
| 1 | 保利发展 | 持平 | 2208 | -26.2% | | | |
| 2 | 中海地产 | +1 | 1800 | -14.9% | 稳中有升 | | |
| 3 | 万科 | -1 | 1638 | -33.5% | | | |
| 4 | 华润置地 | 持平 | 1554 | -25.2% | 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 |
| 5 | 招商蛇口 | 持平 | 1309 | -36.5% | 稳居行业前五 | | 可售货值 (不含年内新拿地项目) 约 4500 亿元 |
| 6 | 绿城中国 | +1 | 1045 | -11.4% | 销售目标为争取与 23 年的 3011 亿元销售额持平 | 49% | |
| 7 | 建发国际 | +1 | 777 | -34.5% | | | 推货规模大约在 2300~2400 亿元, 新增货值 1600 亿元 |
| 8 | 滨江集团 | +3 | 724 | -36.2% | 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 | 72% | |
| 9 | 越秀地产 | +3 | 704 | -30.8% | 销售目标为 1470 亿元, 较 23 年实际销售增长幅度约 3.5% | 48% | 可售资源 2700 亿元, 去化率目标为 55% |
| 10 | 龙湖集团 | -1 | 651 | -47.1% | | | 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 |
| 11 | 华发股份 | +3 | 596 | -33.7% | | | |
| 12 | 中国金茂 | +1 | 564 | -42.1% | | | 计划新推盘货值 1000 亿元, 可销售的存量房货值 1200 亿元 |
| 13 | 中国铁建 | +2 | 527 | -18.5% | | | |
| 14 | 金地集团 | -4 | 476 | -56.3% | | | |
| 15 | 绿地控股 | +1 | 426 | -42.6% | | | |
| 16 | 碧桂园 | -10 | 417 | -77.9% | | | |
| 17 | 保利置业 | +10 | 368 | -13.8% | | | |
| 18 | 融创中国 | -1 | 350 | -43.0% | | | |
| 19 | 新城控股 | -1 | 295 | -45.5% | | | |
| 20 | 中交地产 | 持平 | 273 | -44.2% | | | |

资料来源：克而瑞，各公司公告，公司业绩会，中银证券

1.1.3 百强房企市占率三年间从五成降至三成左右，其中头部房企集中度降幅相对较小

百强房企集中度三年间从 53% 降至 32%，下降 20 个百分点，头部房企降幅相对较小。2024 年 1-7 月 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 权益口径销售额集中度分别为 10.8%、15.2%、20.3%、26.8%、31.8%，同比分别下降了 0.4、1.8、3.0、5.5、6.6 个百分点。头部房企的集中度下降幅度相对较小，随着行业逐步出清，头部房企格局逐步稳定，集中度开始逐步企稳；中小型房企仍处于下滑的通道中，当前仍面临较大出清压力，集中度下滑明显。

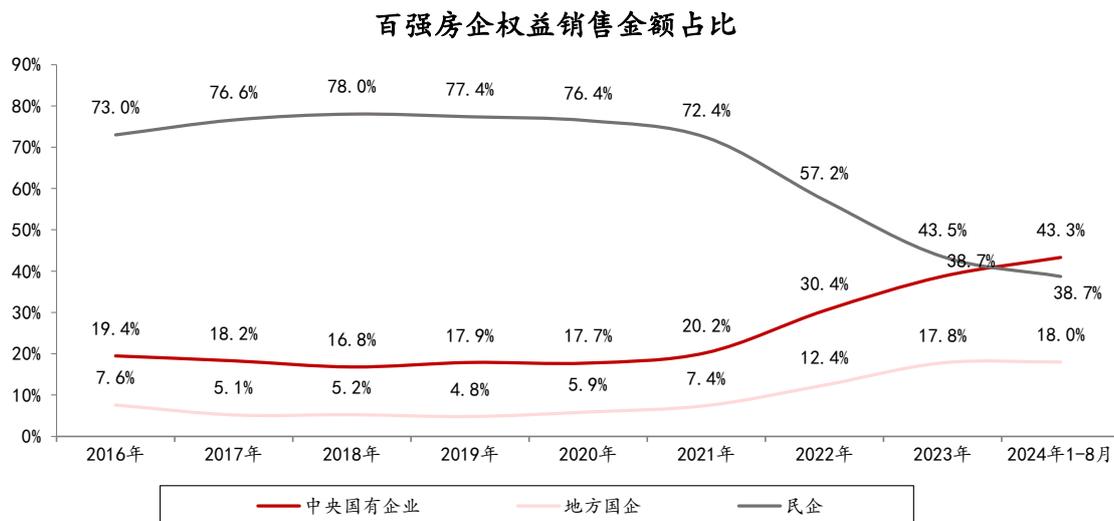
图表 10. 2024 年 1-7 月 CR20 行业集中度同比持续回落

| 权益口径销售额集中度 | 2021 年 1-7 月 | 2022 年 1-7 月 | 2023 年 1-7 月 | 2024 年 1-7 月 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| CR5 | 13.8% | 11.0% | 11.2% | 10.8% |
| CR10 | 20.9% | 16.2% | 17.0% | 15.2% |
| CR20 | 29.6% | 22.9% | 23.3% | 20.3% |
| CR50 | 44.1% | 32.6% | 32.3% | 26.8% |
| CR100 | 53.4% | 39.9% | 38.4% | 31.8% |

资料来源：克而瑞，国家统计局，中银证券

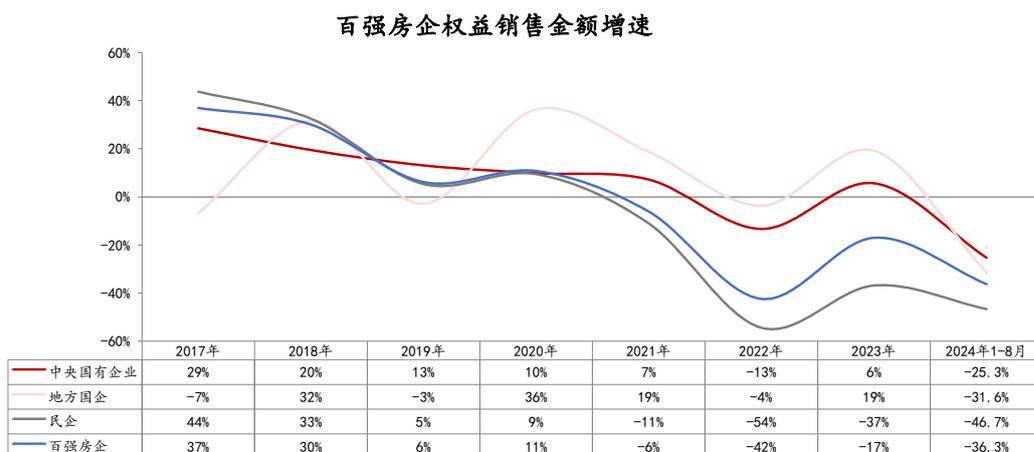
行业竞争格局持续优化，民企持续出清，民企 2024 年 1-8 月同比降幅高达近五成，市占率降至四成以下。过去从销售规模来看，民企的占比较高，2016-2020 年占比高达 73%-78%；2021 年下半年以来民营房企暴雷事件频出，其销售占比逐步降低，民企销售占比从 2021 年的 72.4% 大幅下降至 2023 年的 43.5%，2024 年 1-8 月再度下降至 38.7%。我们认为其中一部分民营房企持续出清，另一部分民营房企尽管成功度过危机，但由于阵痛期信用受损、融资不畅及可能的资产出售、投资放缓，未来规模面临萎缩。整体而言，信用风险较低、融资渠道畅通、安全性较高、现金流稳定的央国企相对更有韧性，中央国企销售占比从 2021 年的 20.2% 提升至 2023 年的 38.7%，2024 年 1-8 月进一步提升至 43.3%；地方国企从 2021 年的 7.4% 提升至 2023 年的 17.8%，2024 年 1-8 月稳定在 18.0%。2024 年 1-8 月央企的权益口径销售同比降幅相对较小，为 25.3%，地方国企同比降幅为 31.6%，民企同比降幅相对最大，高达 46.7%。

图表 11. 2024 年 1-8 月民企销售占比持续下降至 38.7%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 12. 2024 年 1-8 月央企的权益口径销售同比降幅相对较小，为 25.3%，地方国企同比降幅为 31.6%，民企同比降幅相对最大，高达 46.7%



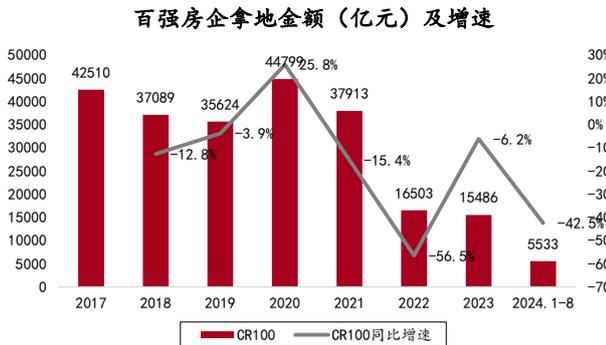
资料来源：克而瑞，中银证券

1.2 拿地：百强房企拿地量与拿地强度均下降，头部房企拿地节奏明显放缓

1.2.1 百强房企拿地强度下降，头部房企拿地更加聚焦优质地块

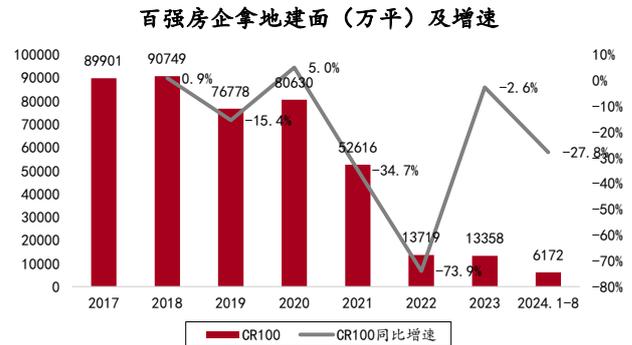
在新房市场持续走弱、土地供应持续放缓之下，百强房企拿地量持续收缩，拿地强度有所减弱。2024年1-8月百强房企全口径拿地金额5533亿元，同比下降42.5%，百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）为21.4%，与2023年同期相比下降了1.4个百分点；拿地建面合计6172万平，同比下降27.8%；楼面均价8965元/平，同比下降20.3%。头部房企拿地更加聚焦优质地块，CR5、CR10拿地建面同比降幅相对最大，1-8月同比分别下降59.1%、54.1%，拿地强度相对最低，分别为17.9%、19.6%，同比分别下降9.3、7.7个百分点，但由于更加追求核心城市的优质地块，楼面均价分别提升了17.0%、5.9%。

图表 13. 2024 年 1-8 月百强房企拿地金额合计 5533 亿元，同比下降 42.5%



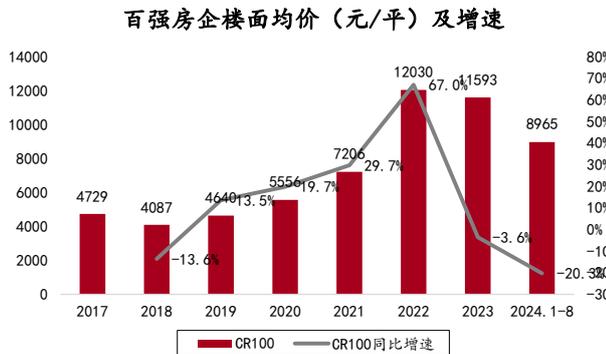
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 14. 2024 年 1-8 月百强房企拿地建面合计 6172 万平，同比下降 27.8%



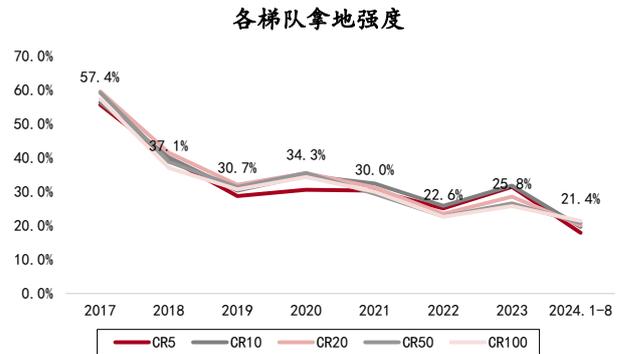
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 15. 2024 年 1-8 月百强房企拿地楼面均价为 8965 元/平，同比下降 20.3%



资料来源：克而瑞，中银证券

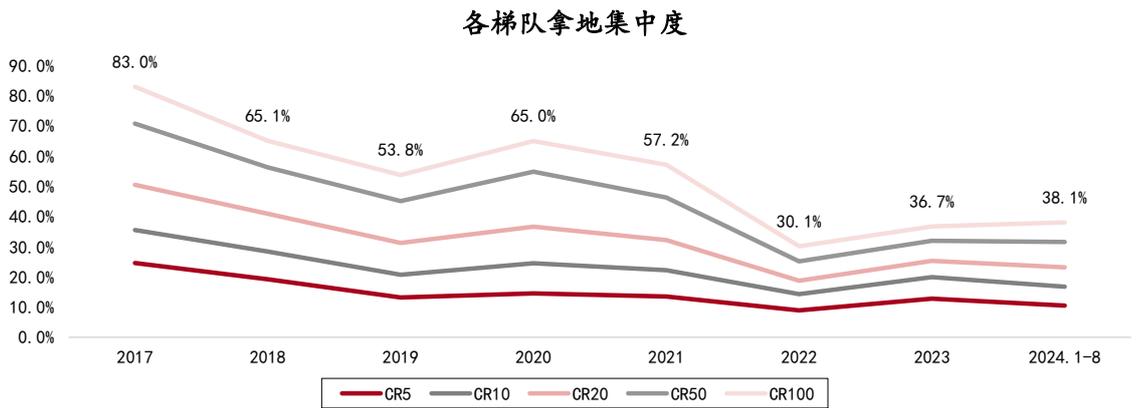
图表 16. 2024 年 1-8 月 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 拿地强度分别为 17.9%、19.6%、20.1%、20.8%、21.4%



资料来源：克而瑞，中银证券

百强房企整体拿地集中度有所提升，头部房企拿地集中度有所下降。2024年1-8月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38.1%，较2023年全年提升了1.4个百分点。CR5、CR10、CR20房企拿地金额集中度分别为10.5%、16.8%、23.2%，较2023年全年分别下降了2.3、3.1、2.2个百分点。我们认为头部房企拿地集中度下降主要是因为自身土地储备相对优质丰富，在行业下行期投资更加谨慎聚焦，合理放缓拿地节奏；而CR50-100房企的拿地集中度有所提升，主要是出于土地市场持续低迷超过两年的时间，自身土地储备没有那么丰富，因此存在一定的补库存意愿。

图表 17. 2024 年 1-8 月百强房企拿地金额集中度为 38.1%，较 2023 年全年提升了 1.4 个百分点

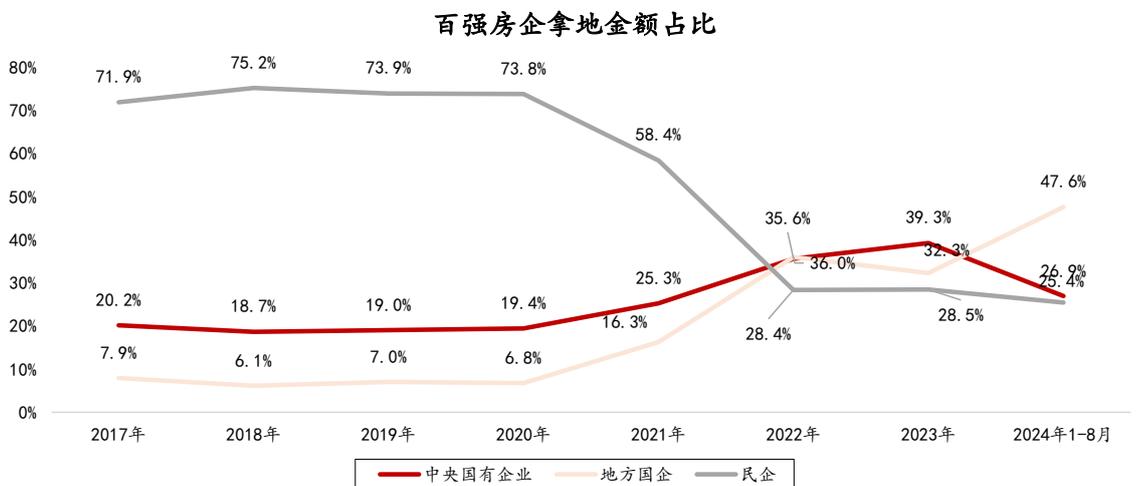


资料来源：克而瑞，中银证券

数据说明：拿地金额集中度=该梯队拿地金额总计/全国 300 城土地成交总价

从前端拿地来看，在整体投资谨慎的大环境下，国央企仍在趁低位补仓核心优质资产，民企拿地占比持续下滑至不足 3 成。2024 年 1-8 月地方国企仍然是拿地主力，金额占比为 47.6%，较 2023 年全年提升了 15.3 个百分点，央企拿地金额占比 26.9%，较 2023 年全年下降了 12.3 个百分点，民企拿地金额占比 25.4%，较 2023 年全年再度下降 3.0 个百分点。在整体投资谨慎的大环境下，国央企仍在趁低位补仓核心优质资产。整体而言，企业投资目前仍在等待楼市回暖的信号出现，核心城市内具备低密度、区位优势等条件的优质地块，对企业仍然具有较大吸引力。

图表 18. 2024 年 1-8 月百强房企中民企拿地金额占比为 25.4%，地方国企占比 47.6%

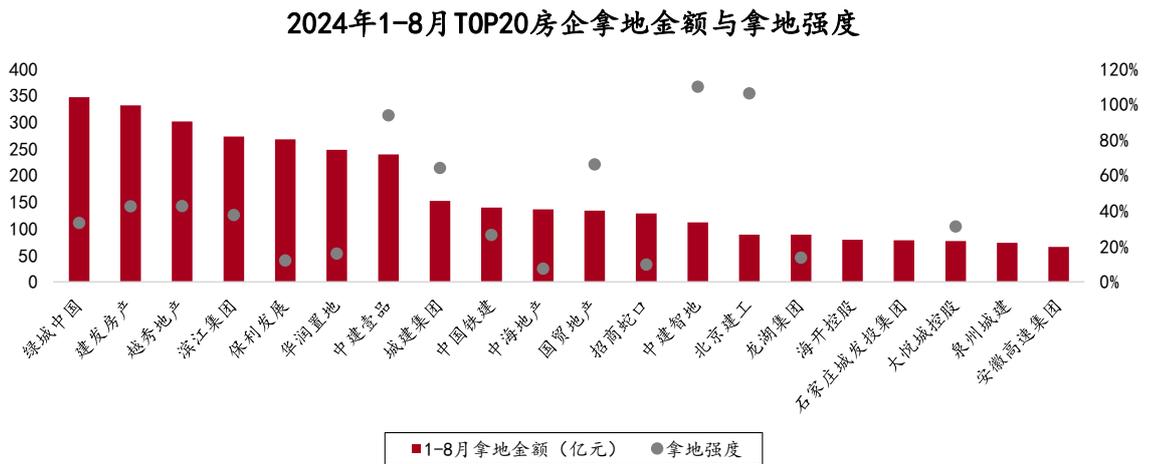


资料来源：克而瑞，中银证券

1.2.2 拿地金额排名靠前的为龙头央企和优质区域深耕型房企

拿地金额排名前五的为龙头央企和优质区域深耕型房企。1) 2024 年 1-8 月拿地金额靠前的房企有绿城中国 (347 亿元, 同比-39%, 拿地强度 33.2%)、建发国际 (332 亿元, -43%, 42.7%)、越秀地产 (301 亿元, -6%, 42.8%)、滨江集团 (273 亿元, -38%, 37.7%)、保利发展 (268 亿元, -60%, 12.1%)，其余房企拿地金额均低于 250 亿元。2) 拿地金额 TOP20 房企中，中建壹品、国贸地产、中建智地、北京建工、大悦城拿地金额同比保持正增长；建发国际、越秀地产、中建壹品、城建集团、国贸地产、中建智地、北京建工拿地强度超过 40%。

图表 19. 2024 年 1-8 月绿城、建发、越秀、滨江、保利拿地金额前五

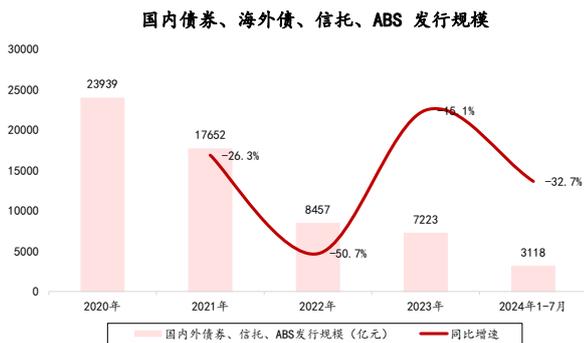


资料来源：克而瑞，中银证券

1.3 融资：规模仍处于历史较低水平，融资成本持续下行

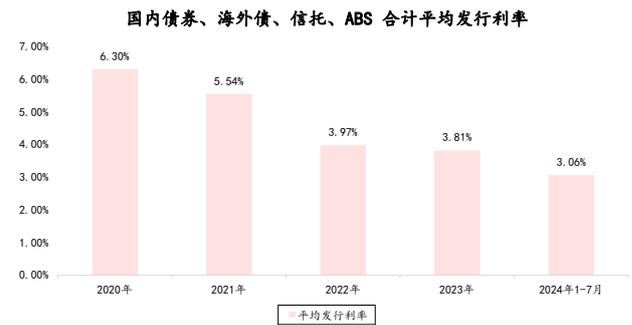
行业整体融资规模仍在收缩，融资成本持续下行。2024 年 1-7 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 3118 亿元，同比下降 32.7%，同比降幅较 2023 年全年相比进一步扩大，从绝对值来看，融资规模仍处于历史较低水平；平均发行利率 3.06%，同比下降 0.74 个百分点。其中，国内债券发行规模 2036 亿元，占比 65.3%，同比下降 27.2%，平均发行利率 2.91%，同比下降 0.69 个百分点；海外债券发行规模 63 亿元，占比仅 2.0%，同比下降 43.1%，平均发行利率 4.91%，同比下降 2.77 个百分点；信托发行规模 37 亿元，占比 1.2%，同比下降 83.3%，平均发行利率 6.71%，同比下降 0.51 个百分点；ABS 发行规模 982 亿元，占比 31.5%，同比下降 34.9%，平均发行利率 3.04%，同比下降 0.35 个百分点。主流房企中，2024 年 1-7 月保利发展、首开股份、金融街、华润置地、中国海外发展国内外债券发行规模较大，均超过 60 亿元。

图表 20. 2024 年 1-7 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 3118 亿元，同比下降 32.7%



资料来源：中指院，中银证券

图表 21. 2024 年 1-7 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 3.06%，同比下降 0.74 个百分点



资料来源：中指院，中银证券

图表 22. 2024 年 1-7 月行业融资中国内债券占比 65%，ABS 占比 32%

| | 发行规模 (亿元) | 同比增速 | 占比 | 平均发行利率 | 同比增减 (PCT) |
|------|-----------|--------|-------|--------|------------|
| 国内债券 | 2036 | -27.2% | 65.3% | 2.91% | (0.69) |
| 海外债 | 63 | -43.1% | 2.0% | 4.91% | (2.77) |
| 信托 | 37 | -83.3% | 1.2% | 6.71% | (0.51) |
| ABS | 982 | -34.9% | 31.5% | 3.04% | (0.35) |
| 合计 | 3118 | -32.7% | | 3.06% | (0.74) |

资料来源：中指院，中银证券

图表 23. 2024 年 1-7 月保利发展、首开股份、金融街、华润置地、中国海外发展国内外债券发行规模较大，均超过 60 亿元

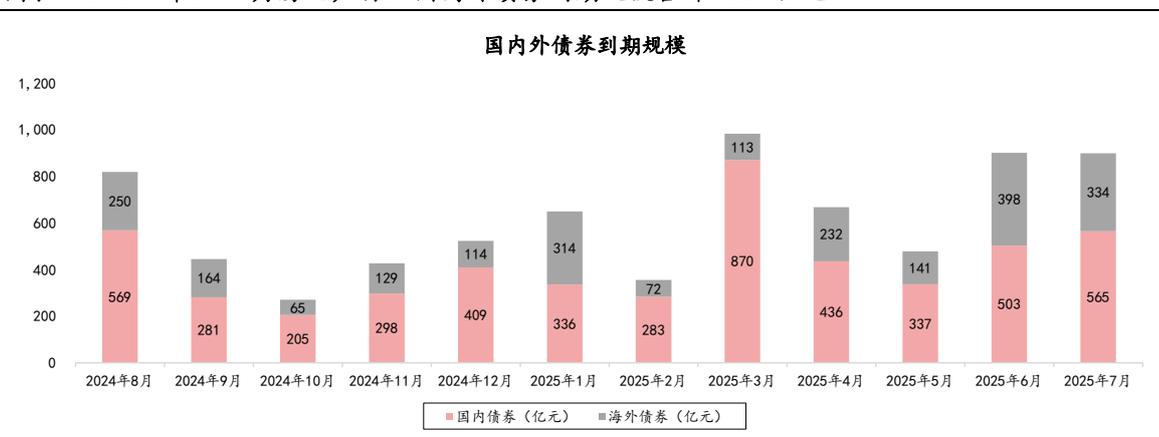
| 2024 年 1-7 月典型企业融资 | | | |
|--------------------|-----------|----------|---------|
| 企业名称 | 国内债券 (亿元) | 海外债 (亿元) | 合计 (亿元) |
| 保利发展 | 199.0 | | 199.0 |
| 首开 | 96.0 | | 96.0 |
| 金融街 | 60.3 | | 60.3 |
| 华润 | 60.0 | | 60.0 |
| 铁建 | 60.0 | | 60.0 |
| 中海 | 60.0 | | 60.0 |
| 北京城建 | 50.0 | | 50.0 |
| 滨江 | 44.0 | | 44.0 |
| 美的置业 | 41.4 | | 41.4 |
| 绿城 | 40.0 | | 40.0 |
| 光明房地产 | 36.0 | | 36.0 |
| 大悦城 | 35.0 | | 35.0 |
| 保利置业 | 35.0 | | 35.0 |
| 联发 | 34.5 | | 34.5 |
| 招商蛇口 | 34.0 | | 34.0 |
| 建发 | 28.6 | | 28.6 |
| 华发 | 27.1 | | 27.1 |
| 中交地产 | 26.3 | | 26.3 |
| 越秀 | | 23.9 | 23.9 |
| 天地源 | 15.0 | | 15.0 |
| 新城 | 13.6 | | 13.6 |
| 华侨城 | 12.0 | | 12.0 |

资料来源：中指院，中银证券

数据说明：海外债发行额按发行当月最后一天汇率换算成人民币。

2024 年年内偿债小高峰已过，2025 年 3、6、7 月为行业国内外债券到期小高峰。2022 年全年房地产行业国内外债券到期规模合计 8795 亿元，2023 年、2024 年分别为 9580、7838 亿元。2024 年 1-8 月已经到期偿还了 6283 亿元，占全年到期总量的约 80% 左右，9-12 月还有 1665 亿元待偿还，其中 9、10、11、12 月国内外债券到期规模分别为 445、270、427、524 亿元。2025 年 3、6、7 月为国内外债券到期小高峰，到期规模分别为 983、901、899 亿元。

图表 24. 2024 年 9-12 月房地产行业国内外债券到期规模合计 1665 亿元



资料来源：中指院，中银证券

2 行业财务指标分析：营收同比下滑，业绩出现亏损；利润率、现金流均承压

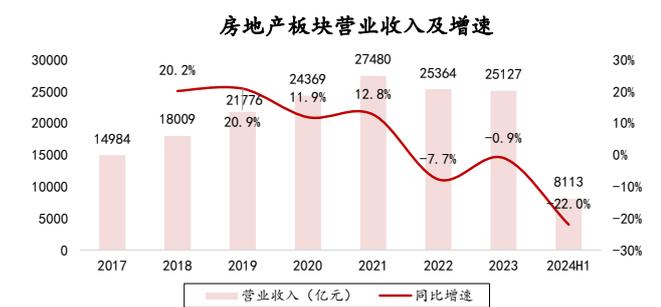
2.1 行业营收结算同比出现双位数负增长；业绩出现亏损

上半年行业竣工规模大幅缩量，对应结算营收同比出现双位数负增长，近七成房企营业收入同比下滑。我们选取了申万板块所有 103 家 A 股上市房企作为样本分析行业整体财务表现。2024 年上半年 103 家 A 股上市房企实现营业收入 8113 亿元，同比下降 22.0%，降幅较 2023 年全年进一步扩大，主要原因在于从竣工结算来看，由于 2021 年下半年以来新开工明显缩量，累计同比持续负增长，按照 2-3 年的工程进度来计算，地产竣工持续承压，上半年行业整体累计竣工同比下降 21.8%。具体来看，103 家 A 股房企中，70 家营业收入同比下滑，占比 68%，33 家营业收入同比保持正增长，占比 32%。

上半年行业整体业绩出现亏损，超过八成房企业绩出现亏损或下滑。2024 年上半年行业归母净利润为-114 亿元（2023 年同期为盈利 400 亿元），其中万科亏损较多（亏损 98.5 亿元）。103 家 A 股房企中，有 44 家（占比 43%）出现亏损，在剩余盈利的房企中，有 42 家（占比 41%）出现归母净利润下滑，10 家（占比 10%）扭亏为盈，仅 7 家（占比 7%）归母净利润正增长。

我们认为房企归母净利润普遍亏损或下滑有多方面原因：1) 低利润的地块持续进入结算期，整体行业毛利率持续承压，行业整体毛利率较 2023 年同期下降了 3.0 个百分点至 15.1%；2) 资产和信用减值计提规模增加：受房地产市场景气度持续低迷的影响，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。上半年 103 家 A 股房企合计资产减值损失 93 亿元，信用减值损失 69 亿元，资产和信用减值损失合计 163 亿元，同比扩大 98 亿元。3) 资产处置收益下滑，为更快回笼资金，公司对资产交易和股权处置都采取了更加坚决的行动，部分交易价格低于账面值。上半年 103 家 A 股房企资产处置收益为-15 亿元（2023 年同期 14 亿元），其中万科资产处置收益-25.5 亿元（2023 年同期-0.2 亿元），处置深圳总部基地项目及北京翡翠书院项目所致。4) 由于上半年非并表合作项目收益减少，103 家 A 股房企投资收益同比下降 40.3%至 115 亿元。5) 公司合联营项目结算利润提升，利润分配更偏向少数股东，进一步削弱母公司的盈利能力，103 家 A 股房企少数股东损益为 60 亿元，同比虽下降 61.8%，但仍然盈利。

图表 25. 2024 年上半年房地产板块营业收入 8113 亿元，同比下降 22.0%



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 2024 年上半年房地产板块归母净利润为-114 亿元



资料来源：万得，中银证券

图表 27. 2024 年上半年房地产板块资产和信用减值损失分别为 93、69 亿元



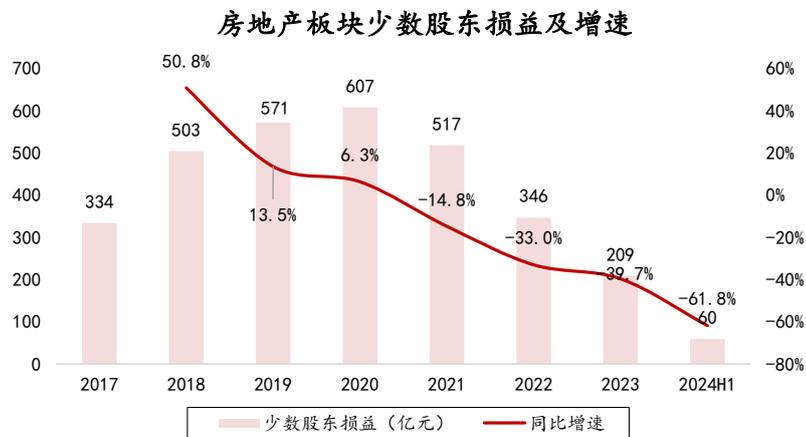
资料来源: 万得, 中银证券

图表 28. 2024 年上半年房地产板块投资收益 115 亿元, 同比下降 40.3%



资料来源: 万得, 中银证券

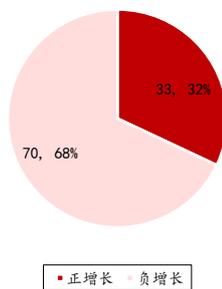
图表 29. 2024 年上半年房地产板块少数股东损益为 60 亿元, 同比下降 61.8%



资料来源: 中指院, 中银证券

图表 30. 103 家 A 股房企中, 70 家营业收入同比下滑, 占比 68%, 33 家营业收入同比正增长, 占比 32%

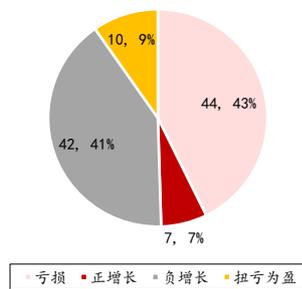
103 家 A 股房企 2024 年上半年营收表现



资料来源: 万得, 中银证券

图表 31. 103 家 A 股房企中, 有 44 家 (占比 43%) 出现亏损, 有 42 家 (占比 41%) 出现归母净利润下滑, 仅 7 家 (占比 7%) 归母净利润仍保持正增长

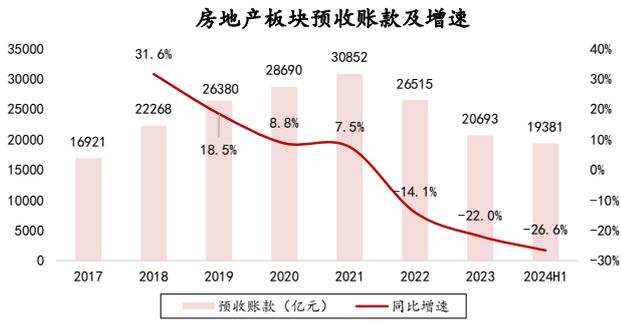
103 家 A 股房企 2024 年上半年归母净利润表现



资料来源: 万得, 中银证券

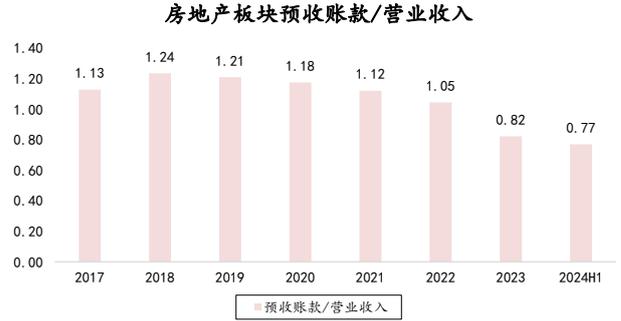
待结转资源规模持续下降, 未来短期业绩预计将持续承压。截至 2024 年 6 月末, 行业预收账款 1.94 万亿元, 同比下降 26.6%, 2022 年以来持续出现双位数负增长且降幅不断扩大, 业绩保障倍数也持续降低, 2024 年 6 月末的预收账款/上年营业收入的比例为 0.77X, 同比下降 0.27X。当前房企整体的业绩保障倍数不足 1.0X, 且开发业务的结算利润率仍处于探底阶段, 我们预计 2024 年全年来看, 房企业绩仍将继续面临较大的调整压力。

图表 32. 2024 年 6 月末房地产板块预收账款为 1.94 万亿元，同比下降 26.6%



资料来源：万得，中银证券

图表 33. 2024 年 6 月末房地产板块预收账款/上年营业收入为 0.77X



资料来源：万得，中银证券

数据说明：2024H1 业绩保障倍数=2024H1 末预收账款/2023 年营业收入。

2.2 盈利能力：行业盈利能力显著承压，利润率再创新低

1) 盈利能力指标持续下行：2024 年上半年房地产板块毛利率为 15.1%，同比下降 3.0 个百分点，主要是因为此前房企高价拿地项目进入结算期，利润空间持续受到挤压。业绩亏损的情况下，上半年板块净利率、归母净利润率分别为-0.7%、-1.4%，同比分别下降 6.0、5.2 个百分点。我们认为 2022 年以来土地端确有出现利润率改善的情况，后续行业结算端的盈利能力有望触底回升。受利润率下滑的影响，行业年化后的 ROE 为-1.4%，同比下降 6.4 个百分点。

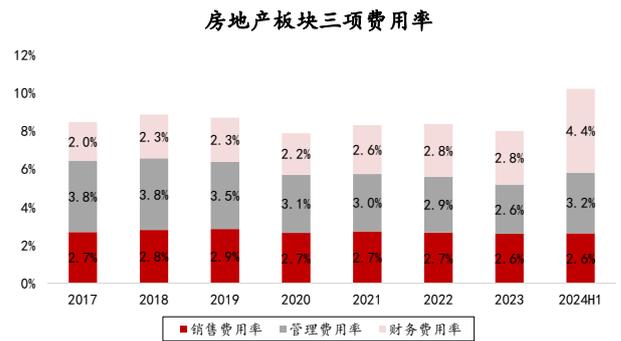
2) 三费率明显提升，一方面是因为营收同比下滑，另一方面是因为利息收入同比大幅下降：2024 年上半年三项费用率为 10.2%，同比提升了 1.8 个百分点，一方面是因为销管费用的下降幅度不及营业收入的降幅，销售费用率与管理费用率分别提升 0.2、0.4 个百分点，另一方面，由于房地产板块货币资金同比大幅下降了 22.9%，利息收入同比下滑 18.8%至 83 亿元，相应地财务费用同比增长 5.7%至 357 亿元，财务费用率同比提升了 1.2 个百分点。

图表 34. 2024 年上半年房地产板块毛利率、净利率、归母净利润率分别为 15.1%、-0.7%、-1.4%



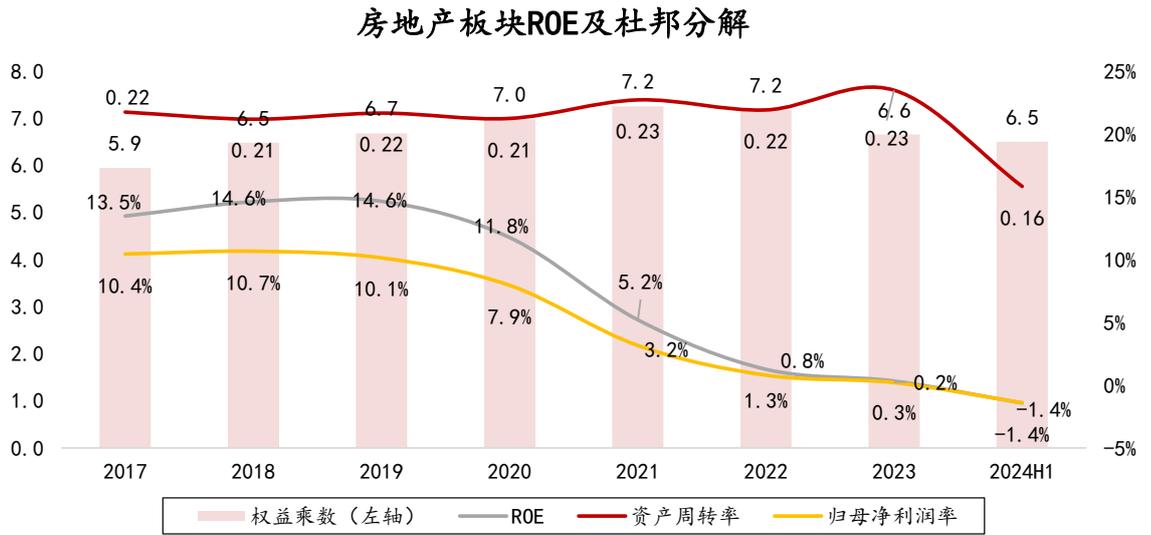
资料来源：万得，中银证券

图表 35. 2024 年上半年房地产板块三费率为 10.2%



资料来源：万得，中银证券

图表 36. 2024 年上半年房地产板块年化后的 ROE 为 -1.4%



资料来源：万得，中银证券

2.3 偿债能力：有息负债总量压降，但短期面临较大偿债压力

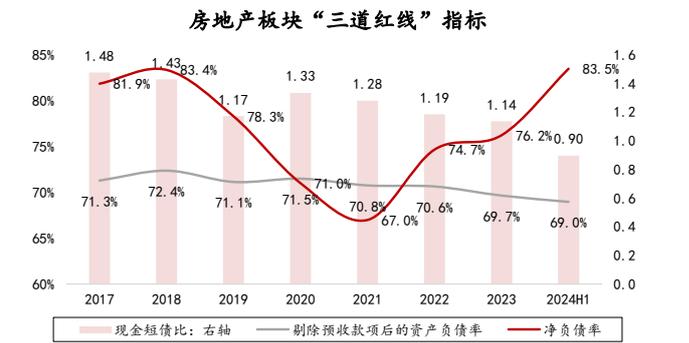
房企去杠杆取得一定成效，有息负债规模总量持续压降；但受销售回款、融资减少等因素影响，货币资金显著下滑，行业短期仍面临较大的偿债压力。截至 2024 年 6 月末，房地产板块有息负债合计 2.93 万亿元，同比下降 2.1%，整体规模控制得当。其中一年内到期的短期有息负债占比同比提升 3 个百分点至 29%，短债占比整体维持低位水平。截至 2024 年 6 月末，整体板块资产负债率为 74.8%，同比下降 1.9 个百分点。房地产板块剔除预收账款后的资产负债率为 69.0%，同比下降 0.6 个百分点；由于房地产板块货币资金的减少（同比大幅下降 22.9%），净负债率为 83.5%，同比提升 8.0 个百分点；现金短债比为 0.90X，同比下降 0.39X。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 37. 2024 年 6 月末房地产板块有息负债为 2.93 万亿元，同比下降 2.1%



资料来源：万得，中银证券

图表 38. 2024 年 6 月末房地产板块剔除预收账款后的资产负债率为 69.0%，净负债率为 83.5%，现金短债比为 0.90X



资料来源：万得，中银证券

2.4 现金流：经营、筹资性现金流均承压，货币资金持续出现双位数负增长

现金流持续负增长，经营性现金流与筹资性现金流均承压。截至 2024 年 6 月末，房地产板块货币资金 7740 亿元，同比下降 22.9%，2022 年以来持续出现双位数负增长，主要是由于融资不到位（筹资性现金流净额持续为负）以及经营性现金流恶化，房企到位资金普遍承压。

2024 年上半年房地产板块经营性现金流净流出 542 亿元（2023 年同期为净流入 1292 亿元）。虽然房企普遍谨慎投资，购买商品、接受劳务支付的现金（土地投资+施工建安投资）同比下降了 22.0% 至 5392 亿元，但受销售持续低迷、按揭首付比例下调等因素影响，销售回款同比降幅更大，上半年房地产板块销售商品、提供劳务收到的现金（销售回款为主）同比下降 37.3% 至 6813 亿元。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 2024 年上半年该比例同比提升了 16 个百分点至 79%。

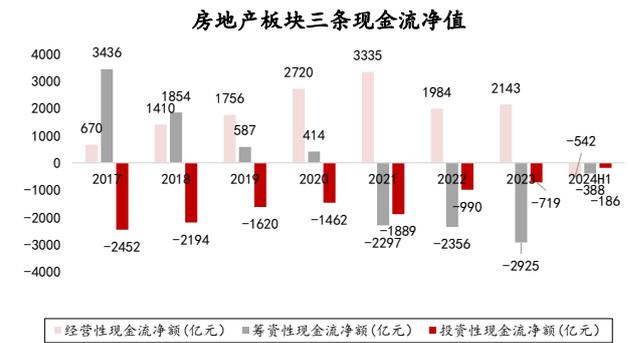
筹资性现金流持续为负，上半年净流出 388 亿元，较 2023 年同期净流出 1267 亿元有所减少；其中取得借款收到的现金、发行债券收到的现金分别为 5662、123 亿元，同比分别下降 7.5% 和 45.7%，偿还债务支付的现金为 5442 亿元，同比下降 14.9%。（取得借款收到的现金+发行债券收到的现金）/偿还债务支付的现金为 106%，同比提升 7 个百分点，大于 100%，行业整体借新还旧的能力有所改善。

图表 39. 2024 年 6 月末房地产板块货币资金为 7740 亿元，同比下降 22.9%



资料来源：万得，中银证券

图表 40. 2024 年上半年房地产板块经营性、筹资性、投资性现金流净额分别为-542、-388、-186 亿元



资料来源：万得，中银证券

图表 41. 2024 年上半年房地产板块销售商品、提供劳务收到的现金为 6813 亿元，同比下降 37.3%



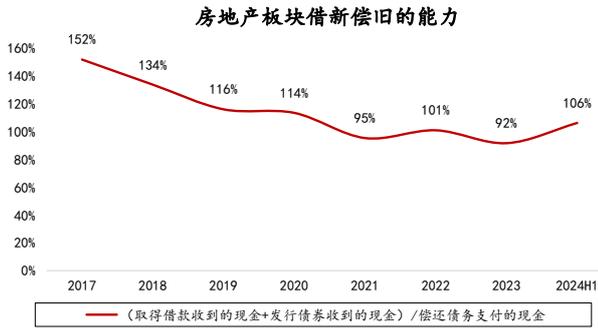
资料来源：万得，中银证券

图表 42. 2024 年上半年房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金为 5392 亿元，同比下降 22.0%



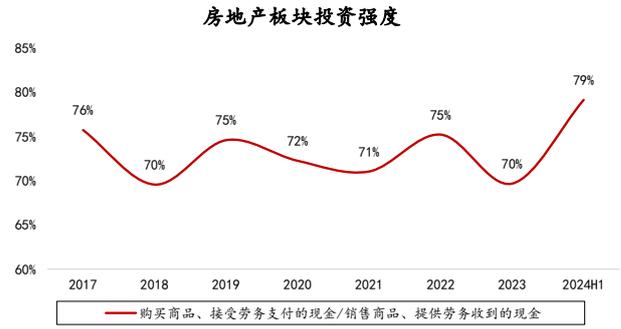
资料来源：万得，中银证券

图表 43. 2024 年上半年房地产板块（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为 106%



资料来源：万得，中银证券

图表 44. 2024 年上半年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为 79%



资料来源：万得，中银证券

3. TOP20 房企财务指标分析：头部房企、央国企、区域型优质企业整体财报质量和现金流状况较好

我们选取克而瑞销售榜单（2024 年 1-8 月）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（中报未发布）不在样本范围。

图表 45. 选取克而瑞销售榜单（2024 年 1-8 月）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 2024 年 1-8 月销售规模分 | |
|---------------------|--|
| 1500 亿元以上规模 (4 家) | 保利发展、中国海外发展、万科、华润置地 |
| 1000-1500 亿规模 (2 家) | 招商蛇口、绿城中国 |
| 500-1000 亿规模 (6 家) | 建发国际集团、滨江集团、越秀地产、龙湖集团、华发股份、中国金茂 |
| 500 亿规模以下 (6 家) | 金地集团、绿地控股、保利置业、融创中国、新城控股、中交地产 |
| 按公司属性分 | |
| 央企 (7 家) | 保利发展、中国海外发展、华润置地、招商蛇口、中国金茂、保利置业、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 (4 家) | 滨江集团、龙湖集团、融创中国、新城控股 |
| 混合所有制 (4 家) | 万科、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、中国海外发展、华润置地、招商蛇口、龙湖集团、金地集团、中国金茂、绿地控股、融创中国、新城控股、保利置业、中交地产 |

资料来源：克而瑞，中银证券

3.1 央国企与区域深耕型房企仍能盈利，混合所有制与民企内部显著分化

央国企、区域深耕型房企的成长性明显较好。2024H1 TOP20 房企的营业收入合计 9809 亿元，同比下降 15%，降幅小于整体房地产板块（同比下降 22%）；归母净利润合计 162 亿元，同比下降 73%（房地产板块整体为亏损）。

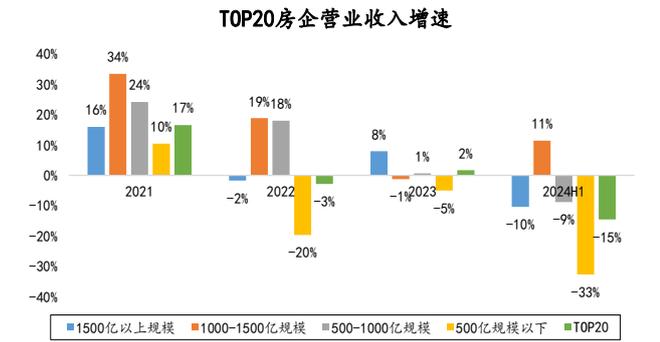
1) 从销售规模划分来看，二梯队房企（销售规模在 1000-1500 亿元）注重规模增长，营业收入同比增长 11%，销售规模在 1500 亿元以上、500-1000 亿元的房企营收同比降幅也相对较小，分别为 10%、9%，不过由于万科上半年亏损较多，销售规模在 1500 亿元以上的梯队归母净利润同比大幅下滑 63%，销售规模在 1000-1500 亿元、500-1000 亿元的房企归母净利润降幅均控制在三成以内。500 亿元以下规模的中小型房企营收业绩相对较弱，上半年营业收入同比降幅高达 33%，归母净利润亏损 174 亿元，较 2023 年同期亏损扩大 85 亿元。

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其余企业，混合所有制与民企内部分化显著。上半年地方国企营收同比增长 6%，央企营收同比基本持平，地方国企与央企归母净利润同比分别下滑 27%、29%，降幅均控制在三成以内；而民企与混合所有制房企营业收入均同比下滑 26%，业绩均亏损。其中混合所有制和民企之中分化较为严重，龙湖集团、绿城中国、滨江集团仍实现盈利，归母净利润同比降幅均小于 30%；而融创中国、金地集团上半年分别亏损 150、34 亿元。

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同比增长 9%，归母净利润同比下降 26%；全国性房企营收同比下降 19%，归母净利润同比下降 82%。

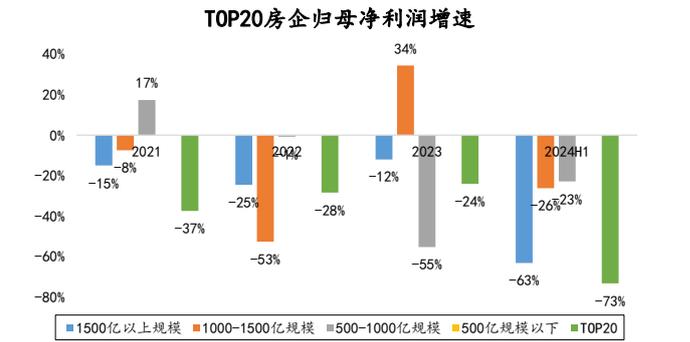
具体而言，TOP20 房企中上半年营收增速最快的三家房企为：建发国际集团（34%）、绿城中国（22%）、越秀地产（10%）；归母净利润方面，房企间分化显著，中国金茂同比增长 133% 以外（由于少数股东损益同比下降 38%，少数股东损益占比同比大幅下降 31 个百分点至 45%），万科、金地集团、融创中国、中交地产出现亏损，其余房企归母净利润同比均下滑，降幅相对较小的企业有：越秀地产（-16%）、绿城中国（-20%），均为区域深耕型房企。

图表 46. 2024H1 规模在 1000-1500 亿元的房企营收同比增速最高，达 11%



资料来源：公司公告，中银证券

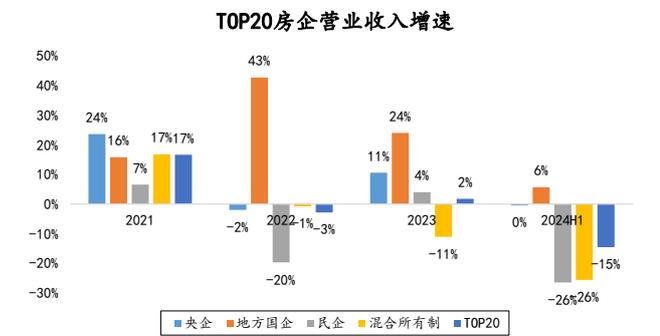
图表 47. 2024H1 规模在 500 亿元以下的房企亏损，500-1000 亿元规模房企归母净利润同比降幅相对较小



资料来源：公司公告，中银证券

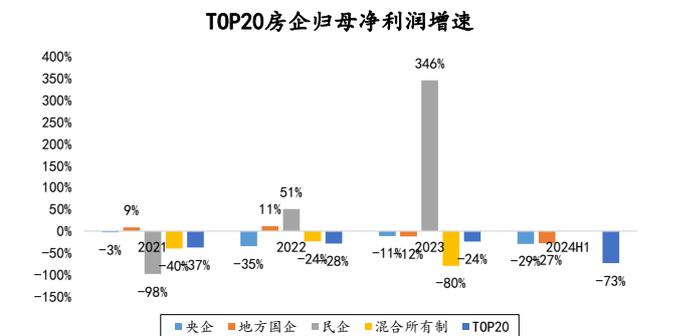
备注：由于销售规模在 500 亿元以下的房企整体亏损，无法计算同比增速。

图表 48. 2024H1 地方国企营业收入增速高达 6%



资料来源：公司公告，中银证券

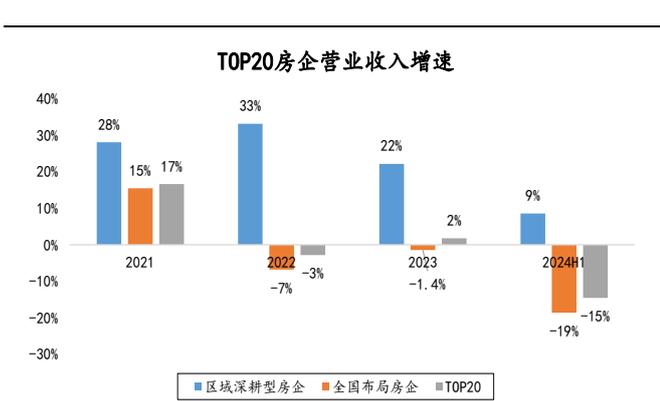
图表 49. 2024H1 民企、混合所有制房企亏损



资料来源：公司公告，中银证券

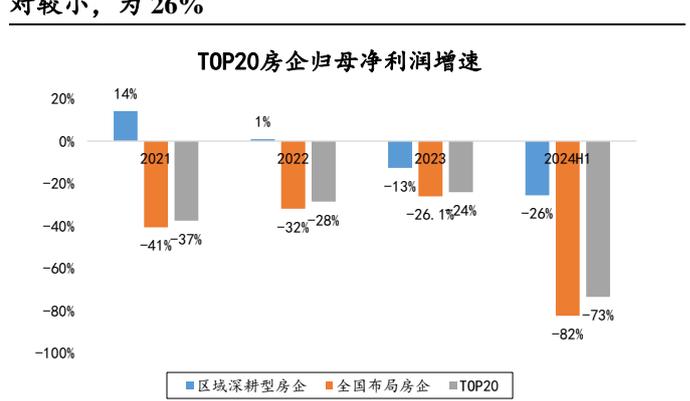
备注：由于民企、混合所有制整体亏损，无法计算同比增速。

图表 50. 2024H1 区域深耕型房企营业收入增速高达 9%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 51. 2024H1 区域深耕型房企归母净利润同比降幅相对较小，为 26%



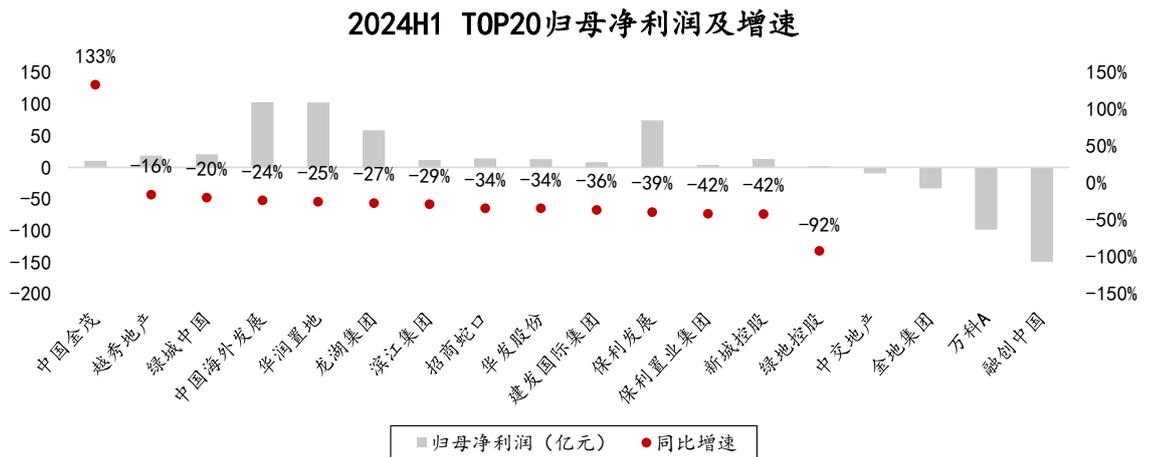
资料来源：公司公告，中银证券

图表 52. TOP20 房企中 2024 年上半年营收增速最快的三家房企为：建发国际集团（34%）、绿城中国（22%）、越秀地产（10%）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 53. 中国金茂归母净利润同比增长 133%，万科、金地集团、融创中国、中交地产出现亏损，其余房企归母净利润同比均下滑

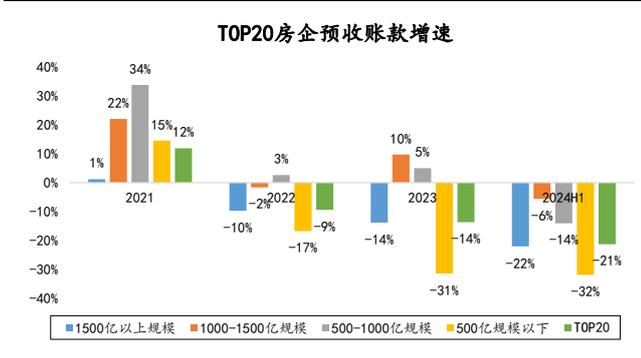


资料来源：公司公告，中银证券

备注：中交地产、金地集团、万科、融创中国 2024H1 由于亏损，故无同比增速数据。

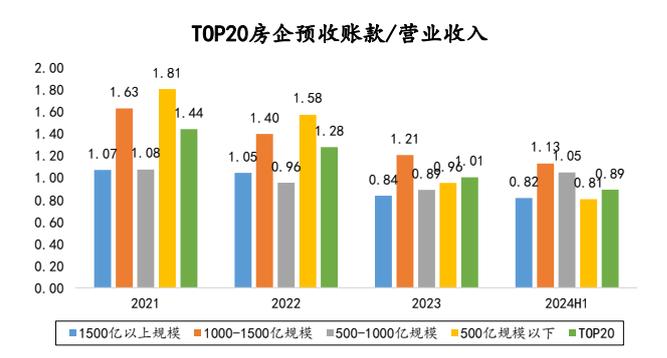
从未来业绩保障程度来看，区域深耕型房企的业绩保障度相对较高。截至到 2024 年 6 月末，TOP20 房企预收账款合计 2.67 万亿元，同比下降 21%，预收账款/上年营业收入为 0.89X，同比下降 0.26X，业绩保障倍数不足 1.0X，未来短期业绩预计将持续承压，但仍高于同期行业整体水平（0.77X）。2024 年 6 月末规模在 1000-1500 亿元的房企、地方国企、区域深耕型房企预收账款降幅相对最小，分别为-6%、-9%、-8%。销售规模在 1000-1500 亿元、500-1000 亿元的房企预收账款/上年营业收入高于 1.0X。由于滨江集团、建发国际集团预收账款/上年营业收入较高（分别为 1.98X、1.59X），拉高了区域深耕型房企的业绩保障程度。区域深耕型房企的业绩保障倍数达 1.43X。地方国企的业绩保障倍数也相对较高，达 1.37X。

图表 54. 2024 年 6 月末规模在 1000-1500 亿元以上的房企预收账款同比降幅相对较小，仅为 6%



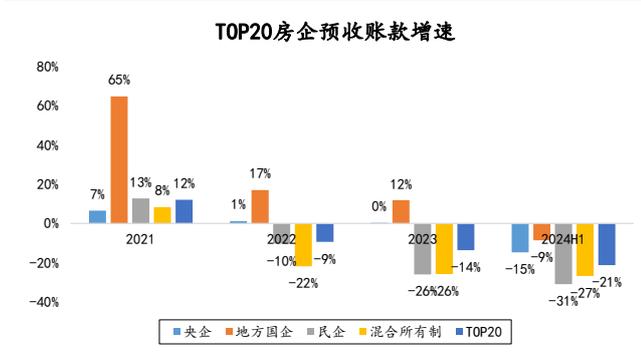
资料来源：公司公告，中银证券

图表 55. 截至 2024 年 6 月末，销售规模在 1000-1500 亿元、500-1000 亿元的房企预收账款/上年营业收入高于 1.0X



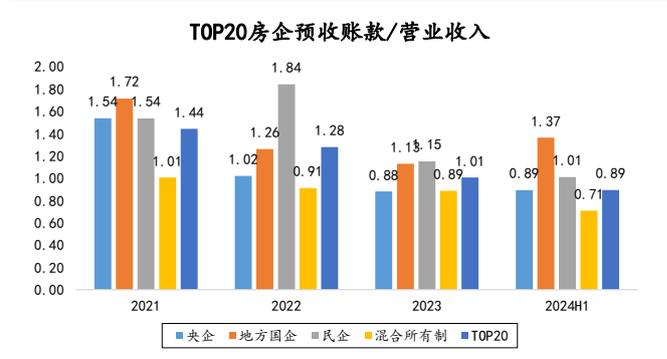
资料来源：公司公告，中银证券

图表 56. 2024 年 6 月末地方国企的房企预收账款同比降幅相对较小，为 9%



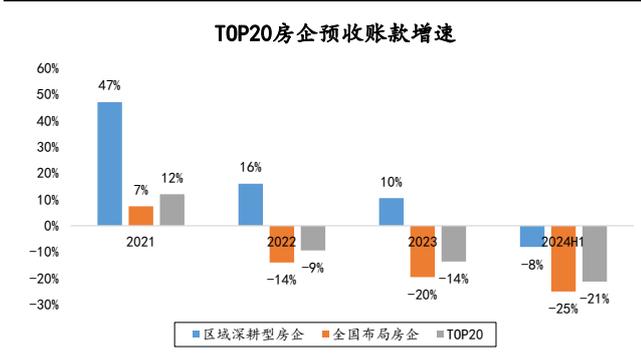
资料来源：公司公告，中银证券

图表 57. 截至 2024 年 6 月末，地方国企的预收账款/营业收入最高，达 1.37X



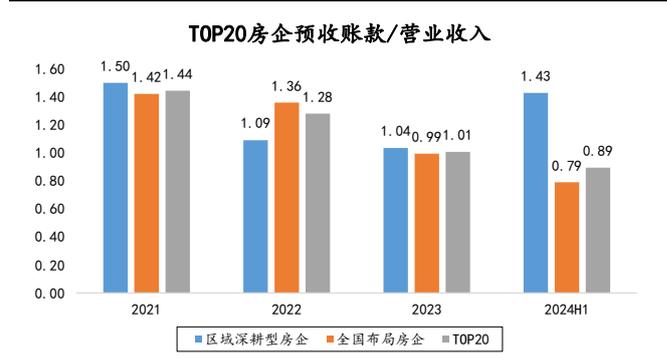
资料来源：公司公告，中银证券

图表 58. 2024 年 6 月末区域深耕型房企预收账款同比降幅相对较小，为 8%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 59. 截至 2024 年 6 月末，区域深耕型房企的预收账款/营业收入最高，达 1.43X



资料来源：公司公告，中银证券

3.2 盈利能力：头部规模房企、央企的利润率水平相对更高

从盈利能力来看，头部规模房企、央企的利润率水平显著更高。上半年 TOP20 房企的毛利率和归母净利润率分别为 13.3%和 0.01%，同比分别下降 3.6、4.3 个百分点，剔除亏损的企业后，归母净利润率为 5.5%，同比下降 1.4 个百分点。TOP20 房企毛利率与归母净利润率均高于行业整体（分别为 15.1%、-1.4%）。

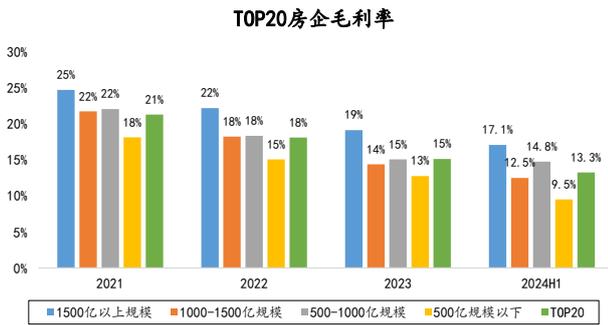
1) 从销售规模划分来看，1500 亿元以上规模房企利润率水平显著高于其他梯队，毛利率、归母净利润率分别为 17.1%、5.8%。

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。上半年央企、地方国企毛利率分别为 15.3%、14.1%，归母净利润率分别为 4.2%、4.3%。混合所有制房企毛利率和归母净利润率分别为 10.8%、-4.9%，民企分别为 11.6%、-5.6%。

3) 从区域布局策略来看，区域深耕型房企与全国布局房企的毛利率水平基本相当，分别为 13.0%、13.4%，区域深耕型房企归母净利润率水平较高，达 4.1%，全国化布局房企为-1.6%。

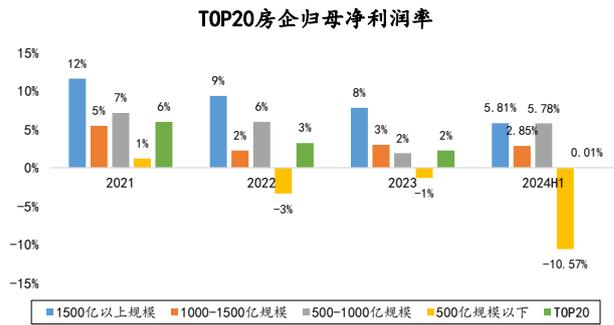
具体来看，TOP20 房企中上半年仅中国海外发展、华润置地、龙湖集团、新城控股毛利率大于 20%，TOP20 房企中有 10 家毛利率位于 10-20%之间，万科、滨江集团、中交地产、融创中国毛利率相对较低，均不足 10%。

图表 60. 2024H1 1500 亿元以上规模房企毛利率最高，达 17.1%



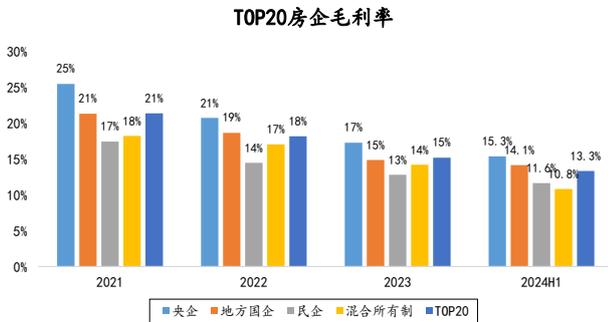
资料来源：公司公告，中银证券

图表 61. 2024H1 1500 亿元以上规模房企归母净利润率最高，达 5.81%



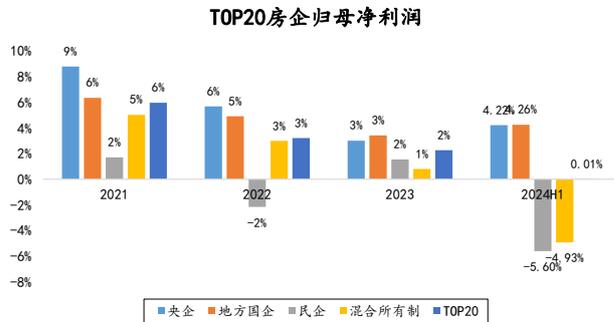
资料来源：公司公告，中银证券

图表 62. 2024H1 央企毛利率相对较高，分别为 15.3% 和 14.1%



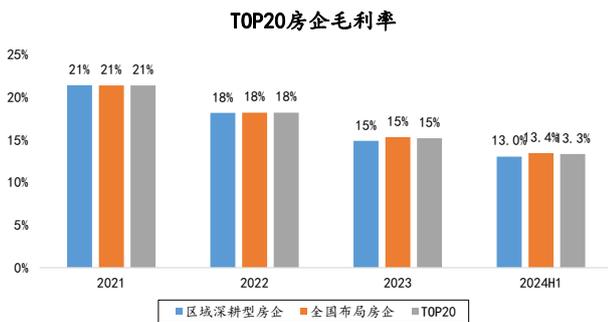
资料来源：公司公告，中银证券

图表 63. 2024H1 央企归母净利润率相对较高，分别为 4.2%、4.3%



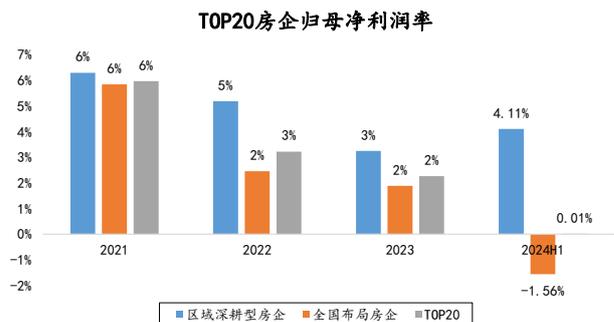
资料来源：公司公告，中银证券

图表 64. 2024H1 区域深耕型房企与全国化布局房企毛利率基本相当



资料来源：公司公告，中银证券

图表 65. 2024H1 区域深耕型房企归母净利润率最高，达 4.11%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 66. 2024 年上半年华润置地、中国海外发展、新城控股、龙湖集团毛利率相对较高，均大于 20%



资料来源：公司公告，中银证券

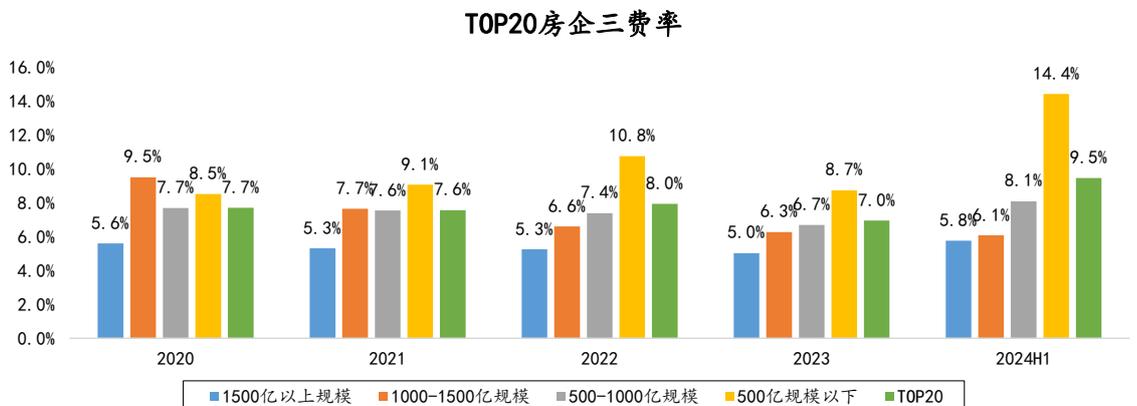
费用控制能力明显分化。头部房企由于规模化效应以及管理红利，地方国企、区域深耕型房企由于管理半径相对较小，整体三费率相对更低。上半年 TOP20 房企三项费用率平均为 9.5%，同比提升了 1.1 个百分点。其中销售与管理费用率分别为 3.1%、3.0%，在营业收入大幅下滑的情况下，销管费用率同比基本保持不变，控制得当；而财务费用率同比提升了 1.0 个百分点至 3.4%，主要是由于现金减少，相应地利息收入减少。

1) 从销售规模来看，头部房企三费率相对更低。上半年 1500 亿元以上规模房企三费率仅为 5.8%，同比基本持平；销售规模 1000-1500 亿元、500-1000 亿元的房企三费率分别为 6.1%、8.1%，同比分别下降 0.7、0.2 个百分点，更加注重费用的管控；规模相对较小的房企（500 亿元以下规模的房企）费用率相对较高，达 14.4%，且因营收下滑，费用率明显提升。

2) 从公司属性来看，上半年地方国企的三费率相对较低，仅为 6.6%，同比下降 0.1 个百分点；民企三费率相对最高，高达 13.4%，同比提升了 3.2 个百分点；央企和混合所有制房企三费率分别为 9.0%、8.6%。

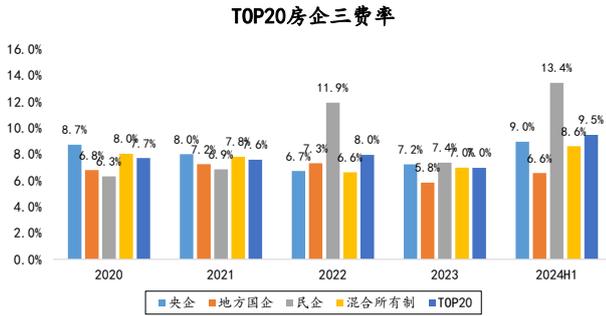
3) 从布局区域策略来看，区域深耕型房企的三费率为 5.9%，相对较低，同比改善了 0.3 个百分点；而全国化布局的房企三费率为 10.9%，同比提升了 1.7 个百分点。区域深耕型房企管理半径小，管理效率更高，节省运营管理费用，因此区域深耕型的房企相对三费率，尤其是管理费用率也较低。

图表 67. 2024H1 头部房企三费率更低，1500 亿元以上规模的房企三费率为 5.8%



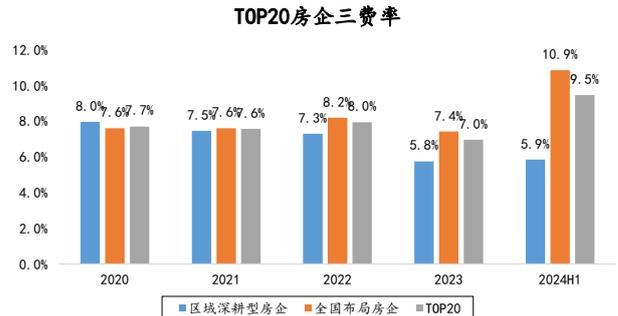
资料来源：公司公告，中银证券

图表 68. 2024H1 的地方国企三费率相对较低，为 6.6%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 69. 2024H1 区域深耕型房企的三费率相对较低，为 5.9%



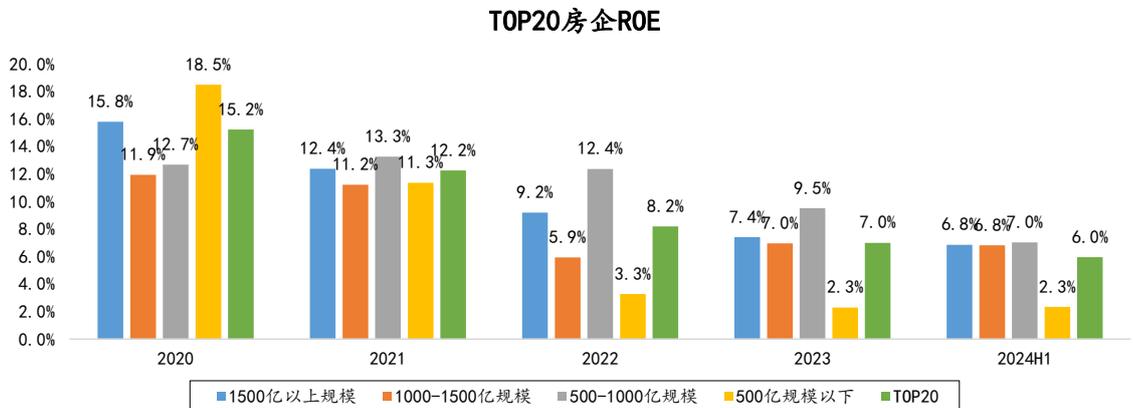
资料来源：公司公告，中银证券

在利润率下滑的影响下，上半年 TOP20 房企年化后的 ROE 为 6.0%，同比下降了 2.8 个百分点（剔除亏损的企业）。

- 1) 从销售规模划分来看，规模在 500 亿元以上各梯队房企 ROE 差距不显著，500 亿元以下销售规模的房企由于利润率水平较低，相对较低，年化后的 ROE 仅为 2.3%，同比下降 3.0 个百分点。
- 2) 从公司属性划分来看，地方国企上半年年化后的 ROE 达 7.4%，相对最高，主要是因为地方国企的利润率水平相对较高，民企 ROE 为 6.9%，相对不低主要是由于杠杆水平相对较高。
- 3) 从区域布局策略来看，区域深耕型房企上半年年化后的 ROE 相对较高，达 8.4%。

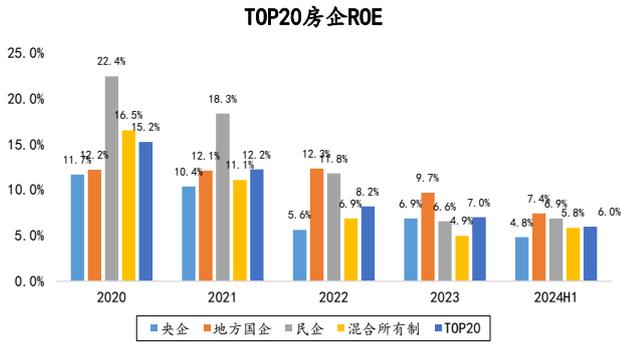
具体来看，TOP20 房企中 ROE 相对较高的房企为绿城中国、华发股份、滨江集团、华润置地、保利发展，均为龙头央企或区域深耕型房企。

图表 70. 500 亿元以下销售规模的房企由于利润率水平较低，相对较低，年化后的 ROE 仅为 2.3%



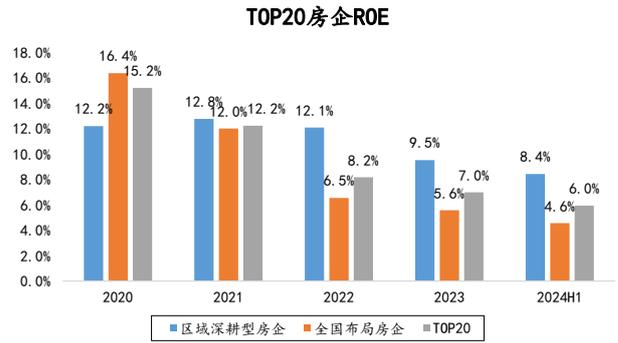
资料来源：公司公告，中银证券

图表 71. 2024H1 地方国企年化后的 ROE 相对较高，达 7.4%



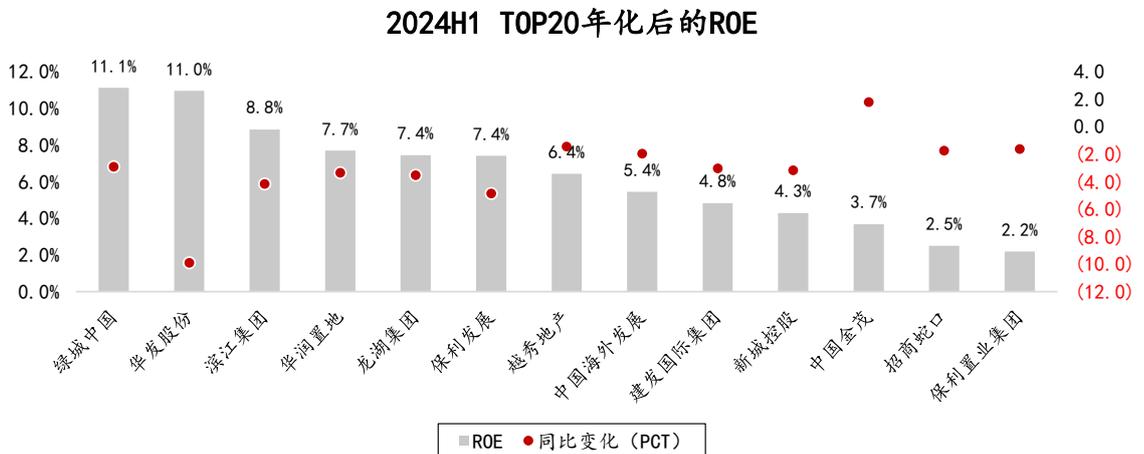
资料来源：公司公告，中银证券

图表 72. 2024H1 区域深耕型房企年化后的 ROE 相对较高，达 8.4%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 73. TOP20 房企中 ROE 相对较高的房企为绿城中国、华发股份、滨江集团、华润置地、保利发展



资料来源：公司公告，中银证券

3.3 偿债能力：头部房企、央国企、区域深耕型房企有息负债合理增长，同时杠杆率保持相对较低的水平

从有息负债情况来看，头部房企、央国企、区域深耕型房企有息负债同比正增长，一方面是央国企信用优势下，受益于融资放松，另一方面，近两年地方国企、区域深耕型房企仍在拿地与开发，融资需求相对较高；民企爆雷不断，更加注重降杠杆，有息负债负增长。截至 2024 年 6 月末，TOP20 房企有息负债规模 2.97 万亿元，同比下降 1%，同期行业整体有息负债规模下降 2%。

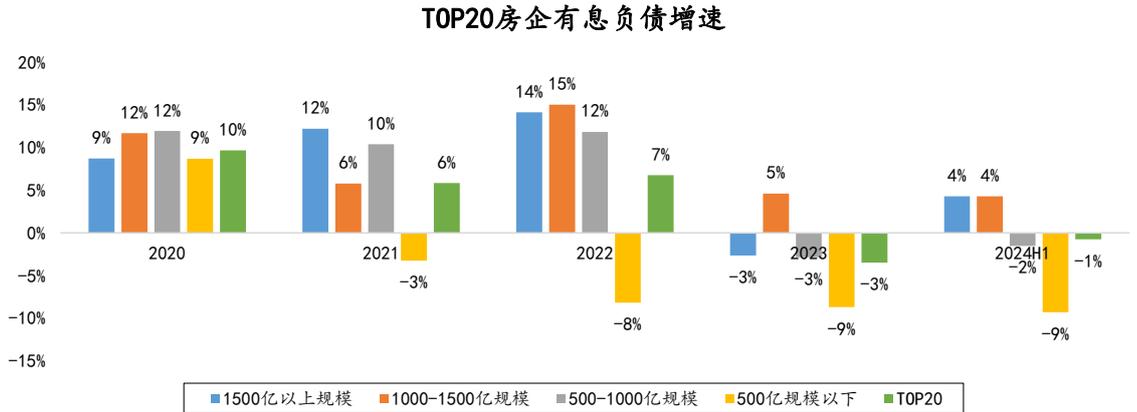
1) 从销售规模划分来看，规模在 500 亿元以下的房企有息负债同比下降 9%，注重压降有息负债规模，头部房企（1500 亿元以上、1000-1500 亿元梯队）有息负债同比增长 4%。

2) 从标的公司属性来看，央国企的有息负债规模增速相对较高，同比均增长 3%，而民企有息负债规模同比下降 11%。我们认为这主要是因为当前融资宽松环境下，头部房企和央国企更为受益；同时央国企仍在拿地和开发，有相应的融资需求。

3) 从布局区域策略来看，区域深耕型房企有息负债规模同比增长 3%，全国化房企有息负债规模同比下降 1%。

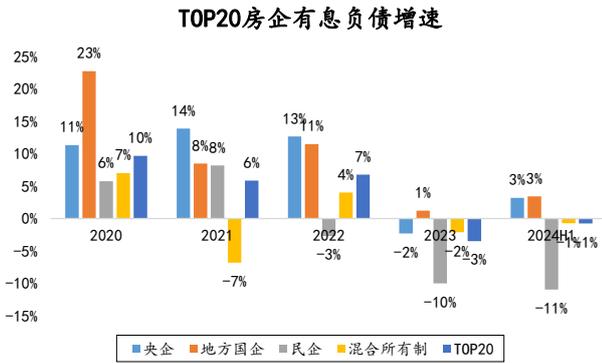
具体而言，2024 年 6 月末越秀地产、华润置地、保利发展、招商蛇口、绿城中国、建发国际集团有息负债增速相对较高，均为快速成长的区域深耕型房企、央企和稳健的头部房企；而民营和个别混合所有制房企普遍致力于降低有息负债规模，金地集团、新城控股、融创中国有息负债降幅均超过 10%。

图表 74. 2024H1 末销售规模在 500 亿元以下的房企有息负债同比下降 9%，1500 亿元以上、1000-1500 亿元销售规模梯队有息负债同比增长 4%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 75. 2024H1 末，央企、地方国企有息负债增速相对较高，为 3%



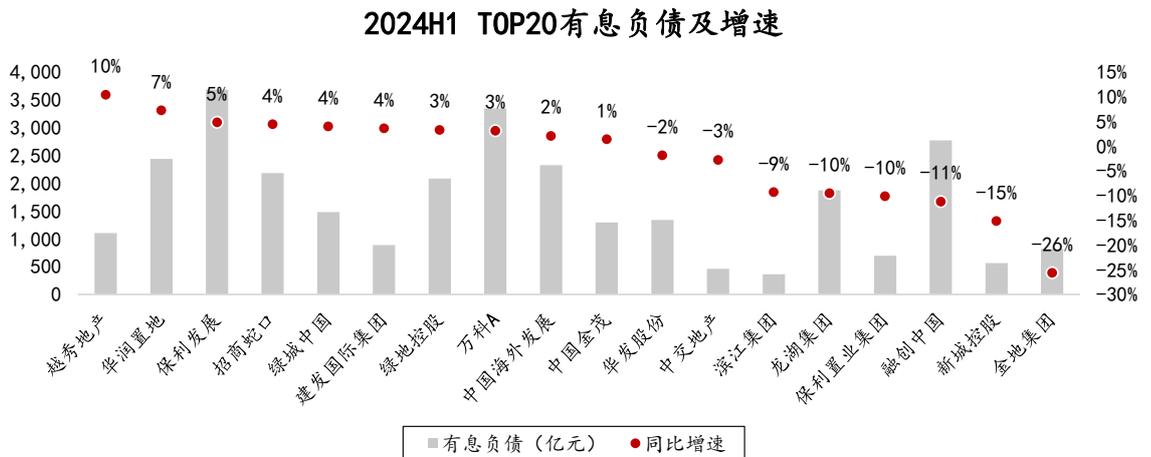
资料来源：公司公告，中银证券

图表 76. 2024H1 末，区域深耕型房企有息负债规模同比增长 3%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 77. 2024 年 6 月末越秀地产、华润置地、保利发展有息负债增速相对较高



资料来源：公司公告，中银证券

从三道红线指标来看，截至 2024 年 6 月末，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 67.2%、87.5%和 2.13X。其中剔除预收账款后的资产负债率同比下降了 1.1 个百分点，净负债率同比提升了 4.3 个百分点，现金短债比同比下降了 0.44X。

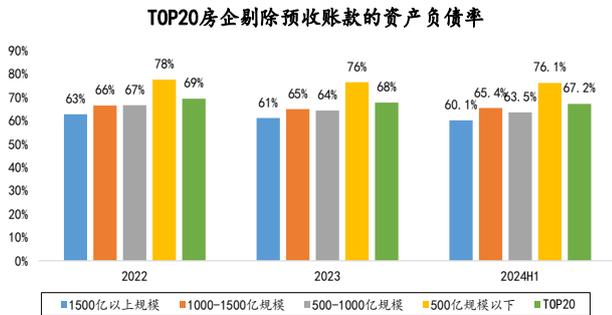
1) 从销售规模划分来看，销售规模在 1500 亿元以上规模的房企剔除预收账款后的资产负债率和净负债率相对最低，分别为 60.1% 和 48.1%，现金短债比高达 2.73X，该梯队主要以央企房企为主，头部房企注重去杠杆；销售规模在 500 亿元以下的房企剔除预收账款后的资产负债率和净负债率相对最高，分别为 76.1%、156.6%，现金短债比为 0.68X，由于货币资金同比降幅较大（-36%），短期偿债压力相对较大。

2) 从标的公司属性来看，地方国企偿债能力相对更好。地方国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 63.8%、57.8%、4.03X，央企分别为 65.9%、80.0%、2.30X，相对好于民企的 69.1%、133.1%、1.58X 和混合所有制房企的 70.1%、77.4%、0.97X。

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 64.2%、51.5%、3.58X，三项指标均显著好于全国化布局房企的 68.3%、101.4%、1.58X。

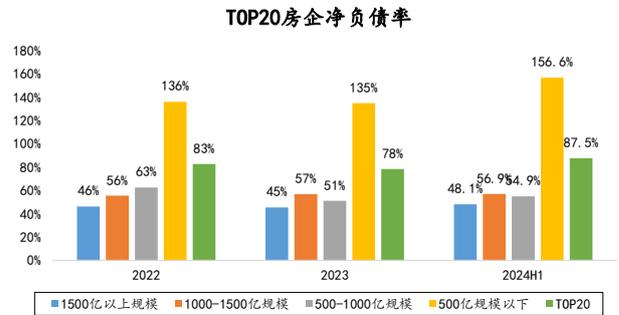
我们发现，有息负债增长较快的头部房企、央企、区域深耕型房企的三道红线指标反而表现更好，这主要是因为这三类房企现金流表现更好。

图表 78. 2024H1 末，1500 亿元以上规模的房企剔除预收账款后的资产负债率最低，为 60.1%



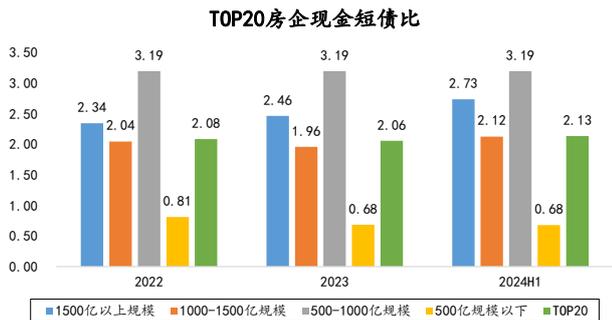
资料来源：公司公告，中银证券

图表 79. 2024H1 末，1500 亿元以上规模的房企净负债率最低，为 48.1%



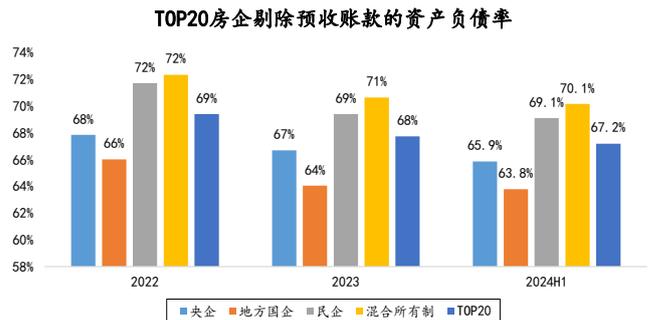
资料来源：公司公告，中银证券

图表 80. 2024H1 末，500 亿元以下规模的房企现金短债比不足 1.0X



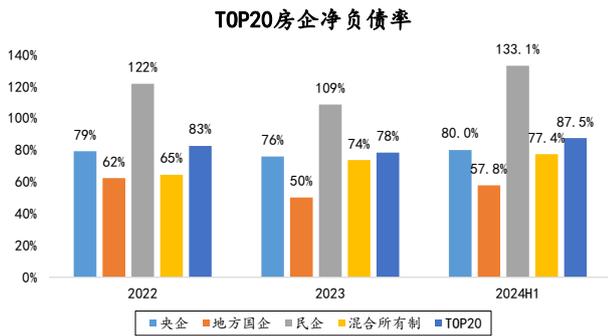
资料来源：公司公告，中银证券

图表 81. 2024H1 末，央企、地方国企剔除预收账款后的资产负债率较低，分别为 65.9%、63.8%



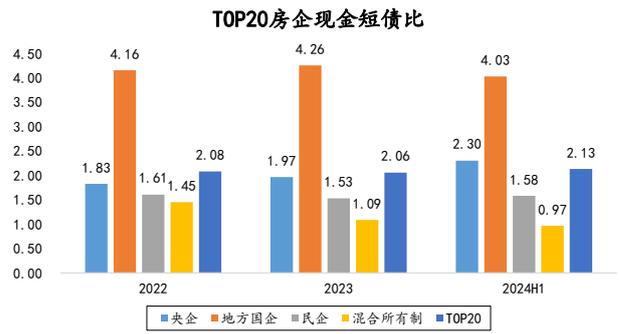
资料来源：公司公告，中银证券

图表 82. 2024H1 末，地方国企净负债率最低，为 57.8%



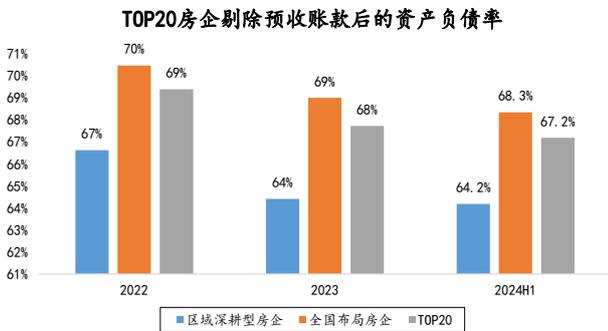
资料来源：公司公告，中银证券

图表 83. 2024H1 末，地方国企现金短债比最高，为 4.03X



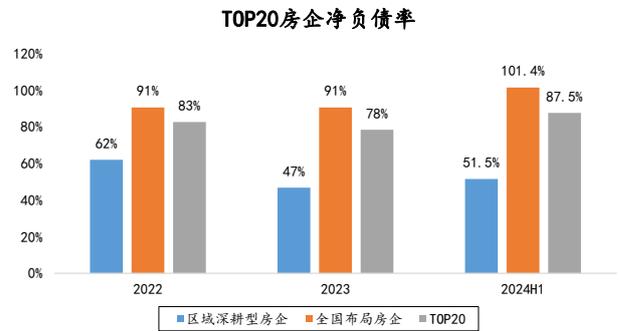
资料来源：公司公告，中银证券

图表 84. 2024H1 末，区域型房企剔除预收账款后的资产负债率最低，为 64.2%



资料来源：公司公告，中银证券

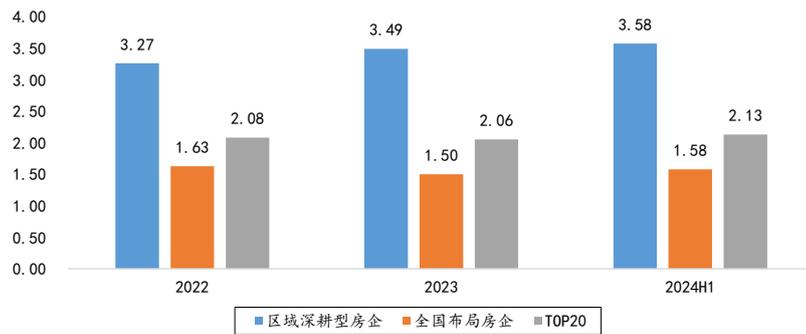
图表 85. 2024H1 末，区域型房企净负债率最低，为 51.5%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 86. 2024H1 末，区域深耕型房企现金短债比高达 3.58X

TOP20房企现金短债比

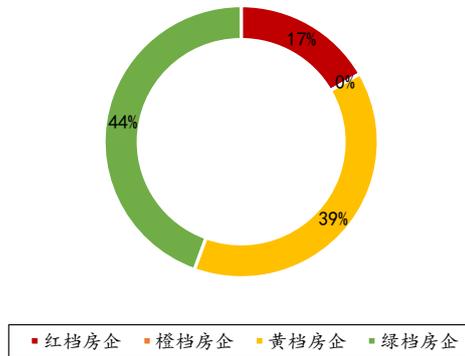


资料来源：公司公告，中银证券

从具体房企来看，TOP20 房企中 44%为绿档房企，39%为黄档房企。融创中国、绿地控股、中交地产踩三道红线，黄档房企有保利置业、中国金茂、绿城中国、新城控股、万科、金地集团。越秀地产、保利发展、华发股份、建发国际、招商蛇口、滨江集团、龙湖集团、华润置地、中海地产为绿档房企。

图表 87. TOP30 房企中 44%的房企为绿档房企

TOP20房企三道红线情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 88. 截至 2024 年 6 月末，越秀地产、保利发展、华发股份、建发国际、招商蛇口、滨江集团、龙湖集团、华润置地、中海地产为绿档房企

| 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 | 91.5% | 410.6% | 0.03 |
| 绿地控股 | 82.8% | 126.0% | 0.27 |
| 中交地产 | 82.1% | 222.7% | 0.29 |
| 保利置业集团 | 72.2% | 79.5% | 1.92 |
| 中国金茂 | 72.1% | 81.9% | 1.74 |
| 绿城中国 | 70.5% | 67.2% | 2.13 |
| 新城控股 | 67.3% | 47.7% | 0.97 |
| 新城控股 | 67.3% | 47.7% | 0.97 |
| 万科 A | 66.3% | 63.0% | 0.88 |
| 金地集团 | 60.9% | 53.3% | 0.59 |
| 越秀地产 | 68.3% | 58.6% | 1.58 |
| 保利发展 | 66.7% | 64.7% | 2.12 |
| 华发股份 | 62.1% | 73.9% | 1.36 |
| 建发国际集团 | 60.9% | 41.1% | 9.16 |
| 招商蛇口 | 60.3% | 46.7% | 2.12 |
| 滨江集团 | 59.0% | 16.8% | 3.66 |
| 龙湖集团 | 58.6% | 57.2% | 1.66 |
| 华润置地 | 57.5% | 31.8% | 1.87 |
| 中国海外发展 | 50.0% | 33.0% | 6.06 |

资料来源：公司公告，中银证券

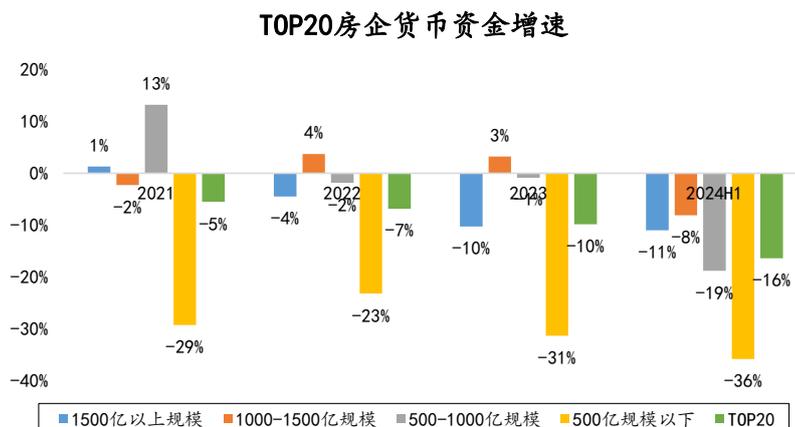
3.4 现金管理能力：头部房企和央企货币资金同比降幅相对较小

头部房企和央企货币资金同比降幅相对较小。截至 2024 年 6 月末，TOP20 房企货币资金 9710 亿元，同比下降 16%，降幅小于整体行业的-23%。

- 1) 从销售规模划分来看，1500 亿元以上、1000-1500 亿元销售规模房企货币资金同比降幅相对较小，分别为 11%、8%，其余各梯队同比降幅均超过两成，一方面因为销售回款相对较弱，另一方面是因为融资较少且偿债支出相对较大。
- 2) 从标的公司属性来看，央企现金流表现相对较好。央企货币资金同比下降 9%，降幅相对最小，这主要是因为央企仍能保持筹资性现金流净流入，且销售相对好于民企，销售回款表现也相对较好；而民企和混合所有者房企融资相对不足，偿还债务支出相对较大。
- 3) 从布局策略来看，区域深耕型房企货币资金同比下降 11%，略好于全国化布局的房企（-18%）。

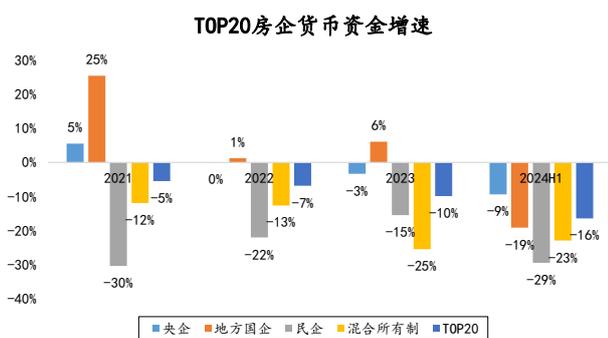
具体而言，2024H1 末，绿城中国、越秀地产、中国金茂货币资金同比实现正增长，同比分别增长 9%、4%、3%，均为央企和区域深耕型房企。上半年绿城中国是 TOP20 房企中销售金额同比降幅最小的一家，销售回款相对稳健，有效支撑现金流及再投资；中国金茂主要是由于上半年筹资性净现金流净流入 107 亿元（2023 年同期净流出 67 亿元）。

图表 89. 2024H1 末，1500 亿元以上、1000-1500 亿元销售规模房企货币资金同比降幅相对较小，分别为 11%、8%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 90. 2024H1 末，央企货币资金同比下降 9%



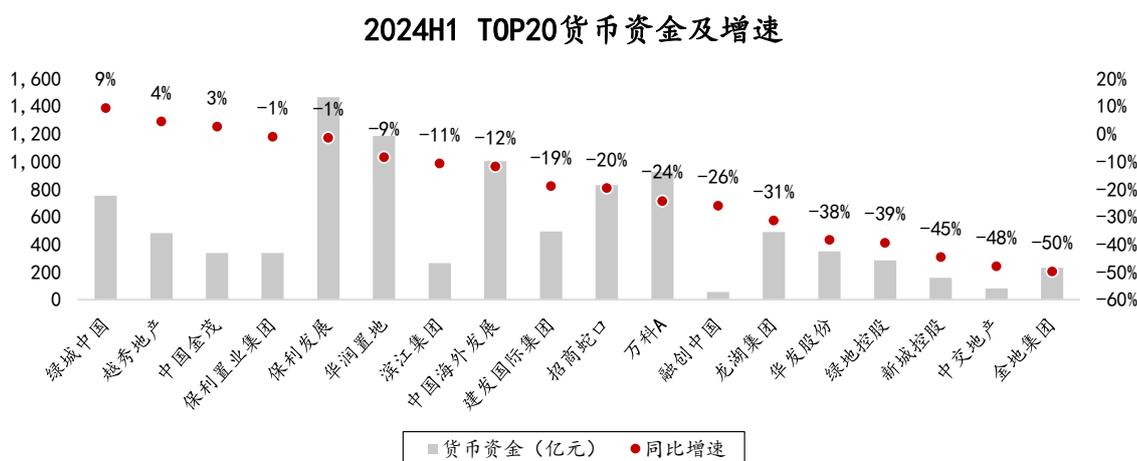
资料来源：公司公告，中银证券

图表 91. 2024H1 末，区域深耕型房企货币资金同比下降 11%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 92. 2024H1 末，绿城中国、越秀地产、中国金茂货币资金同比正增长



资料来源：公司公告，中银证券

4 投资建议

我们认为，短期内板块投资机会主要聚焦在市场修复和政策变化。当前行业信心脆弱，其核心是经济基本面的持续走弱和房价下行。经济的改善才是根本。单就行业来说，房价是当前需重点关注的指标，若核心城市房价预期改善，重点布局的房企或将率先受益，当前新房房价整体的下跌幅度是小于二手房的，但成交韧性不及二手房。二手房价对居民的心理预期影响更大，对置换决策有重要影响，所以还要持续跟踪二手房房价的变化。“去库存”政策实际落地情况或是板块估值修复的关注焦点，近期各地地方政府陆续出台了收购存量商品房用作保障房的相关细则并开始逐步落地，建议持续追踪进展情况及政策效果。此外，进入到9月，或将有一波交易政策的行情，需积极关注增量政策。目前来看，美国降息预期若兑现，国内可能也会有一波降息行情，目前国内降息降准预期明确；另外需求端若真要刺激居民购房，政府需作出部分让利，在购房税费减免方面需进一步突破，切实降低购房成本。整体行业需持续关注“金九银十”的反馈。

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仍然较好的房企：招商蛇口、华润置地、保利发展、绿城中国、滨江集团、越秀地产、建发国际集团。2) 政策宽松后预期能够有显著改善的底部弹性标的：金地集团、龙湖集团。3) 二手房成交量提升带动的房地产经纪公司：我爱我家、贝壳。

5 风险提示

房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

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任何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