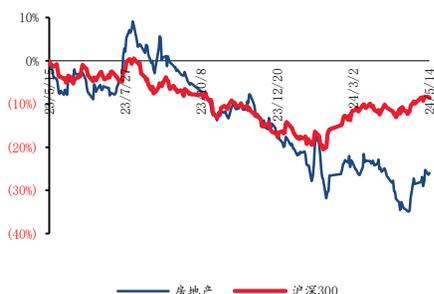


## 发债房企 2024 年三季报总结：行业延续调整，房企业绩承压

### ■ 走势比较



### ■ 子行业评级

房地产开发和运营	无评级
房地产服务	无评级

### 相关研究报告

<<地产税收政策落地，助力房地产市场止跌回稳>>--2024-11-17

<<销售同比降幅明显收窄，增量政策作用显现>>--2024-11-17

<<10月地产销售回暖，市场止跌回稳可期>>--2024-11-04

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190521050001

证券分析师：戴梓涵

电话：18217681683

E-MAIL: daizh@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110003

### 报告摘要

#### 一、利润端：营收同比下降，利润降幅收窄，央企龙头表现优。

2024年前三季度37家样本发债房企营业收入合计1.38万亿元，同比下降9.3%，其中24家房企营收同比下降，主要系近年来行业调整，市场销售量和交付量降低所致。归母净利润合计-19.74亿元，同比下降103.2%，降幅较24年上半年扩大20个百分点，毛利率为17.15%，而2023年年末和2024年上半年毛利率分别为20.42%和17.28%，延续下降态势，盈利空间进一步压缩。

#### 二、现金流量端：现金流明显走弱，投资支出降低。

2024年前三季度37家样本发债房企的经营性现金流净额累计为417.76亿元，较23年同期同比下降84%，其中仅有8家房企经营性现金流增长，受到房地产市场销售规模下降以及回款压力的影响，多数房企经营性现金流净额降低。投资性现金流净流出共计545.09亿元，较23年同期减少了57.59%，拿地支出降低。筹资活动现金流净额约-1527.86亿元，而2023年同期为-2105.17亿元，同比净流出规模收缩，主要受到房地产行业整体融资环境收紧，金融机构对于房地产行业的投资信心偏弱影响。

#### 三、负债端：有息债务规模小幅下降，短期债务压力仍存。

2024年前三季度37家样本发债房企有息负债规模为3.74万亿，较2023年三季度末的3.79万亿小幅下降1.46%。平均剔除预收账款的资产负债率为69.05%，较2023年三季度末下降了0.4个百分点。净负债率为118.24%，同比上升了12.07个百分点。现金短债比从23年三季度末1.55降至1.06。其中有11家发债房企的现金短债比高于1倍。

#### 四、销售端：销售金额同比下滑，央企表现较优。

2024年前三季度31家可获取数据发债房企样本的全口径销售金额较23年同期同比下降33%至19845亿元。权益销售比大部分在60%以上。

#### 五、投资建议：

9月26日政治局会议提出“要促进房地产市场止跌回稳”，为房地产市场定下新基调，进入10月份以来，各部委推出多项地产政策，北上广深四大一线城市均已发文取消普宅与非普宅标准，税收优惠政策调整后，居民购房预期恢复，助力地产市场止跌回稳。此外，中央近期发布推进城中村改造、以旧换新、收储土地及存量房政策，部分房企也正在积极探索相关业务机会。对房企而言，面对行业调整期，销售及盈利能力短期承压，我们预计不同属性的房企未来将进一步分化，部分优质央企国企龙头房企融资情况较好，债务健康，经营性现金流持续改善，具备资金优势，未来有望在行业周期调整后，迎来新一轮发展机会。

#### 六、风险提示：

房地产行业下行风险；个别房企信用违约风险；房地产调控政策落地进程不及预期

## 目录

一、 样本说明 .....	4
二、 利润端：营收同比下降，利润降幅收窄，央企龙头表现优 .....	4
2.1 营收整体同比下降，央企龙头表现较优 .....	4
2.2 归母净利润降幅扩大，盈利能力仍承压 .....	5
2.3 毛利率继续探底，盈利空间进一步压缩 .....	6
三、 现金流量端：现金流明显走弱，投资支出降低 .....	7
3.1 经营性现金流净额降低，现金流明显走弱 .....	7
3.2 投资性净现金流同比少流出，投资支出继续降低 .....	7
3.3 筹资性净现金流流出规模收缩，融资环境收紧 .....	8
四、 负债端：有息债务规模小幅下降，短期债务压力仍存 .....	9
4.1 有息债务规模整体小幅下降 .....	9
4.2 剔除预资产负债率降低，现金短债比下滑，净负债率提升 .....	9
五、 销售端：销售金额同比下滑，央企表现较优 .....	11
六、 投资建议 .....	12
七、 风险提示 .....	12

## 图表目录

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

## 一、 样本说明

2024 年年初以来，各部门积极出台优化地产政策，政策环境整体逐步放宽。4 月 30 日中央政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，定下“稳市场”和“去库存”两大基调，517 一揽子新政出台后，各城市逐步落地相关政策。但是目前居民收入预期较弱，购房需求仍不足，行业处于调整期背景下，房企盈利状况仍不乐观。据克而瑞研究显示，2024 年上半年典型上市房企超七成营收同比下滑，净利润同比下降的房企数量更是达到了八成，半数以上企业净利润为亏损状态。进入下半年以来，房地产市场延续调整状态。

目前，房地产企业 2024 年三季度多已公布，房地产呈现周期调整的大背景下，发债房企财报表现如何？不同性质的企业是否表现有所分化？我们选取了部分发债房企，所选样本数量合计 37 家，根据其股东背景及经营情况，将其划分为央企龙头、混合所有制龙头、未出险民企龙头、地方国企龙头、普通央企、普通地方国企六大类进行分析，样本选取发债房企名单明细如下表所示：

图表1：样本选取发债房企名单

类型	数量（家）	公司明细
央企龙头	4	中国海外发展、华润置地、招商蛇口、保利发展
混合所有制龙头	3	绿城中国、万科、金地集团
未出险民企龙头	3	龙湖集团、滨江集团、新城发展
地方国企龙头	3	建发房地产集团、越秀地产、华发股份
普通央企	9	华侨城集团、中国金茂、电建地产、铁建地产、中交地产、保利置业、大悦城、信达地产、鲁能集团
普通地方国企	15	金融街、首开股份、首创城发、北辰实业、联发集团、珠实集团、光明地产、中华企业、深振业、深业集团、北京城建、北京住总、天地源、安徽高速地产集团、陆家嘴

资料来源：Wind，太平洋证券整理

## 二、 利润端：营收同比下降，利润降幅收窄，央企龙头表现优

### 2.1 营收整体同比下降，央企龙头表现较优

2024 年前三季度，所选 37 家样本发债房企营业收入合计 1.38 万亿元，同比下降 9.3%，增速降幅较 24 年上半年扩大 2.4 个百分点，其中 24 家房企营收同比下降，主要系近年来行业调整，市场销售量和交付量降低所致。

分企业性质来看，2024 年前三季度央企龙头营收同比增长 2.82%，其中华润置地营收增速接

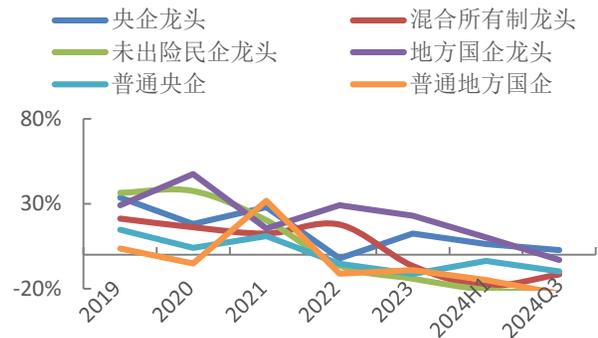
近 20%，而地方国企龙头、普通央企和混合所有制龙头营业收入同比分别下降 2.97%/9.86%/11.54%，未出险民企龙头和普通地方国企营收同比下降幅度超过 22%。三家未出险民企龙头实现营收同比降幅均超过 10%，普通地方国企中深振业因结转增加，前三季度营收增速为 482.14%，而中华企业、安徽高速、首开股份和北辰实业营收同比增速降幅超过 50%。

图表2：发债房企样本营收规模及同比增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表3：各类型发债房企样本营收同比增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

## 2.2 归母净利润降幅扩大，盈利能力仍承压

2024 年前三季度，所选 37 家样本发债房企归母净利润合计-19.74 亿元，同比下降 103.2%，降幅较 24 年上半年扩大 20 个百分点，其中 18 家房企亏损，主要受到近年来房地产行业周期调整，大部分房企为加速库存去化采取多种营销策略，结转毛利率下行，以及计提减值等原因影响，盈利能力仍承压。

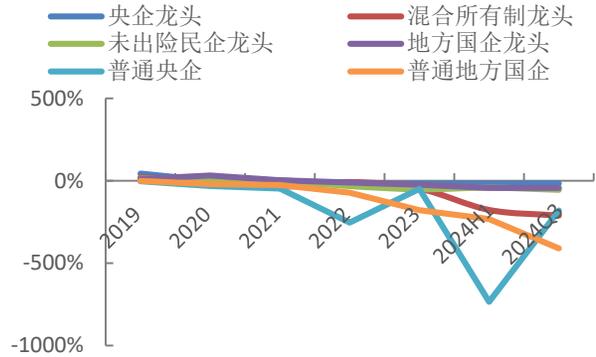
分企业性质来看，2024 年前三季度各类型企业归母净利润均有不同程度下降，其中央企龙头归母净利润同比降幅为 16.7%，地方国企龙头和未出险民企龙头同比下降 42.2%和 53.8%，而混合所有制龙头归母净利润由正转负，普通地方国企归母净利润由-25.81 亿元降至-131.45 亿元，同比大幅下滑，盈利能力表现较弱。其中北辰实业、联发集团、中华企业等房企前三季度归母净利润相比 2023 年前三季度均由正转负。

图表4：发债房企样本归母净利润规模及同比增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表5：各类型发债房企样本归母净利润同比增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

### 2.3 毛利率继续探底，盈利空间进一步压缩

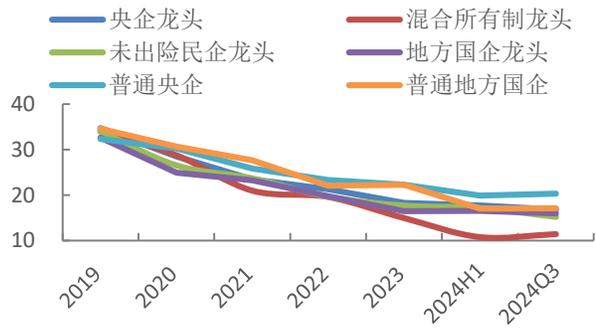
2024年前三季度，所选37家样本发债房企毛利率为17.15%，而2023年年末和2024年上半年毛利率分别为20.42%和17.28%，延续下降态势，其中29家样本发债房企毛利率同比23年三季度下滑，主要系多数房企为维持市场份额，采取降价促销换量措施，毛利率继续探底。分企业性质来看，2024年前三季度普通央企毛利率为20.3%，相对较高，其中中交地产、电建地产、铁建地产毛利率明显提升，其余类型房企平均毛利率均有不同程度下降，地方国企龙头、央企龙头、未出险民企龙头和普通地方国企毛利率分别为16.0%/16.8%/15.23%/17.12%，较23年同期下滑1.75/2.37/2.53/3.90个百分点，而混合所有制龙头毛利率为11.4%，平均水平相对较低。

图表6：发债房企样本毛利率



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表7：各类型发债房企样本毛利率



资料来源：Wind，太平洋证券整理

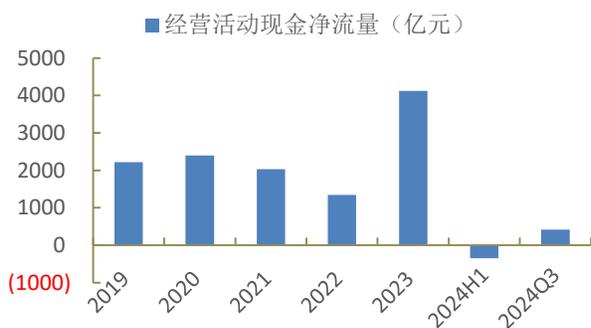
### 三、 现金流量端：现金流明显走弱，投资支出降低

#### 3.1 经营性现金流净额降低，现金流明显走弱

2024 年前三季度，所选 37 家样本发债房企的经营性现金流净额累计为 417.76 亿元，较 23 年同期 2613.28 亿元同比下降 84%，其中仅有 8 家房企经营性现金流增长，受到房地产市场销售规模下降以及回款压力的影响，多数房企经营性现金流净额降低。

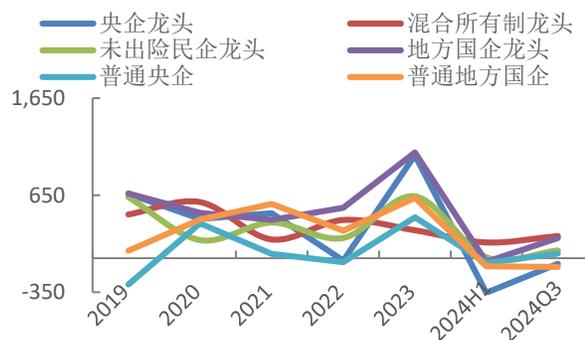
从各类样本发债房企来看，3 家混合所有制龙头的经营性现金流净额累计 227.76 亿元，较 23 年同期-18.9 亿元由负转正，其中绿城和金地的销售回款实现较快恢复；而央企龙头和普通地方国企对应经营性现金流由正转负，降幅明显；未出险民企龙头、普通央企和地方国企龙头经营性现金流净额分别为 79.53/47.45/208.93 亿元，较 23 年前三季度分别下滑 82.1%/80.2%/79.4%。

图表8：发债房企样本经营性净现金流



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表9：各类型发债房企样本经营性净现金流

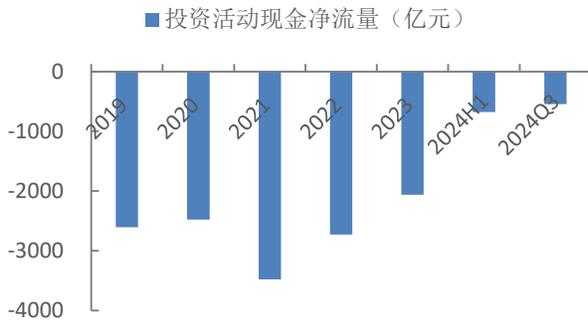


资料来源：Wind，太平洋证券整理

#### 3.2 投资性净现金流同比少流出，投资支出继续降低

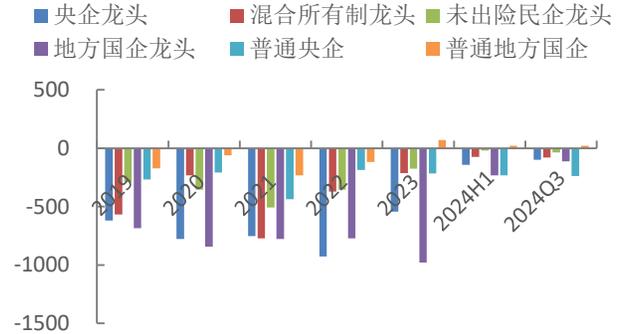
2024 年前三季度，所选 37 家样本发债房企的投资性现金流净流出共计 545.09 亿元，23 年前三季度为 1285.19 亿元，较 23 年同期减少了 57.59%，其中有 23 家房企投资现金流同比少流出，投资支出降低。分企业性质来看，地方国企龙头、未出险民企龙头和央企龙头投资性净现金流为 -111.70/-36.16/-100 亿元，同比 2023 年同期少流出 518.66/171.46/32.85 亿元。普通地方国企对应的投资性现金流净额为 21.72 亿元，由负转正。

图表10：发债房企样本投资性净现金流



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表11：各类型发债房企样本投资性净现金流

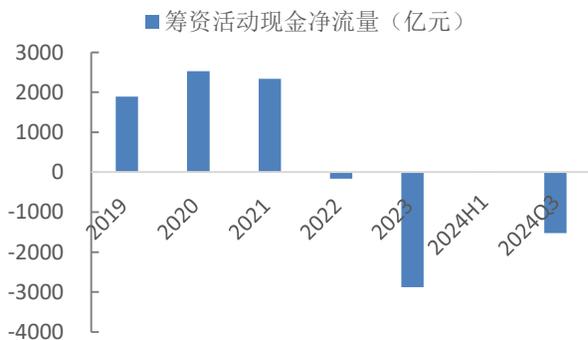


资料来源：Wind，太平洋证券整理

### 3.3 筹资性净现金流流出规模收缩，融资环境收紧

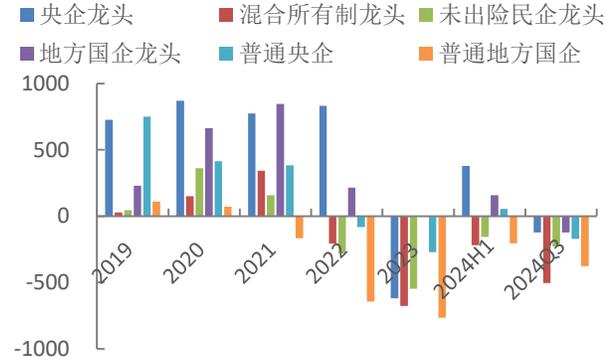
2024年前三季度，所选37家样本发债房企的筹资活动现金流净额约-1527.86亿元，而2023年同期为-2105.17亿元，同比净流出规模收缩。受到房地产行业整体融资环境收紧，金融机构对于房地产行业的投资信心偏弱影响，房企筹资性现金流流出规模降低。分企业性质来看，普通地方国企和普通央企对融资需求偏高，2024年前三季度筹资性现金净流出规模为376.58和171.12亿元，较23年同期多流出85.43和47.08亿元，央企龙头24年前三季度筹资性现金净流出122.83亿元，较23年同期同比少流出376.06亿元。

图表12：发债房企样本筹资性净现金流



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表13：各类型发债房企样本筹资性净现金流



资料来源：Wind，太平洋证券整理

## 四、 负债端：有息债务规模小幅下降，短期债务压力仍存

### 4.1 有息债务规模整体小幅下降

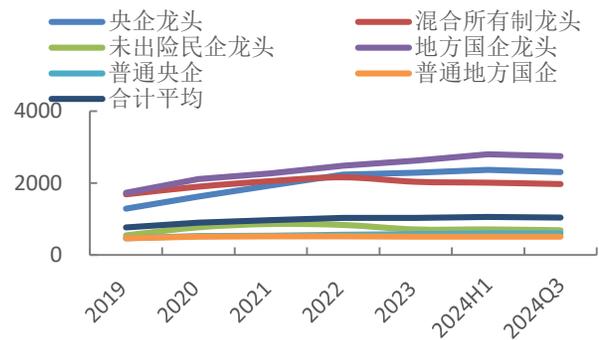
2024 年前三季度，所选 37 家样本发债房企有息负债规模为 3.74 万亿，较 2023 年三季度末的 3.79 万亿小幅下降 1.46%。分企业类型来看，地方国企龙头和普通央企平均有息规模较 2023 年三季度末分别提升 3.94%和 3.42%至 2745.4 亿元和 599.46 亿元；央企龙头平均有息负债规模为 2302.2 亿元，较 2023 年三季度末同比小幅提升 0.77%。而混合所有制龙头、未出险民企龙头和普通地方国企有息负债规模同比下降 7.47%/7.13%/6.13%。

图表14：发债房企样本有息债务规模



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表15：各类型发债房企样本有息债务规模



资料来源：Wind，太平洋证券整理

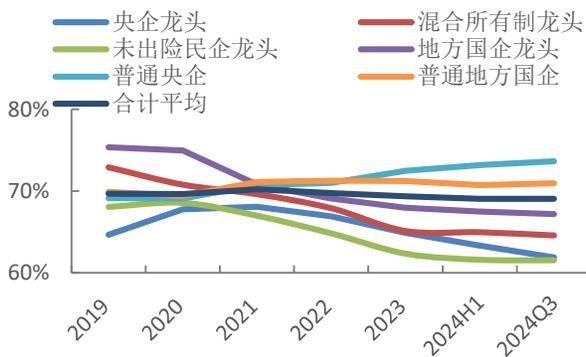
### 4.2 剔除预资产负债率降低，现金短债比下滑，净负债率提升

2024 年前三季度，所选 37 家样本发债房企平均剔除预收账款的资产负债率为 69.05%，较 2023 年三季度末下降了 0.4 个百分点。分企业类型来看，央企龙头平均剔除预收账款的资产负债率为 61.89%，较 23 年三季度末下降 4.06 个百分点，降幅明显大于其他类型企业，混合所有制龙头、未出险民企龙头和地方国企龙头分别对应 64.61%、61.55%和 67.19%，较 23 年三季度末下降 2.33/0.05/0.07 个百分点，而普通央企和普通地方国企两组的平均剔除预收账款的资产负债率均超过 70%。

2024 年前三季度，所选 37 家样本发债房企平均净负债率为 118.24%，同比 2023 年三季度末上升了 12.07 个百分点。分企业类型来看，央企龙头、未出险民企龙头、混合所有制龙头房企各组的平均净负债率保持在 70%以下，分别为 45.59%/50.45%/64.51%，而地方国企龙头、普通央企和普通地方国企三组的平均净负债率超过 100%。

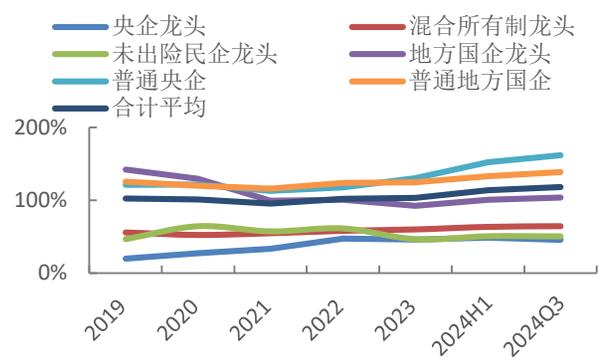
2024年前三季度,所选37家样本发债房企平均现金短债比从23年三季度末1.55降至1.06。其中有11家发债房企的现金短债比高于1倍。分企业类型来看,央企龙头现金短债比为1.55,较2023年三季度末下降0.1,普通地方国企和地方国企龙头现金短债比分别为1.18和1.31,较2023年三季度末下降了0.17和0.18,混合所有制龙头和普通央企的现金短债比低于1倍,仍存在一定短期债务压力。

图表16: 发债房企样本剔除资产负债率



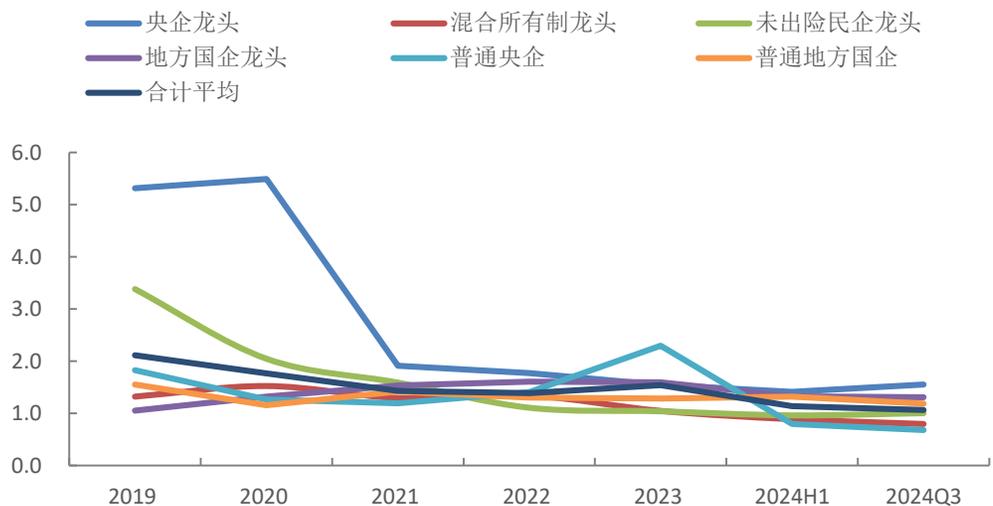
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表17: 发债房企样本净负债率



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表18: 发债房企样本现金短债比



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

## 五、销售端：销售金额同比下滑，央企表现较优

2024年前三季度,31家可获取数据发债房企样本的全口径销售金额较23年同期同比下降33%至19845亿元。分类型来看,央企龙头和混合所有制龙头全口径销售金额合计分别为7583亿元和4205亿元,同比下降26.78%和29.29%,而地方国企龙头、普通央企、未出险民企龙头和普通地方国企全口径销售金额分别同比下降34.36%、35.41%、42.14%和47.39%。各发债房企的权益销售比大部分在60%以上,其中中国海外发展、华侨城集团、深业集团和安徽高速地产的权益销售比在90%以上。

图表19：样本发债房企销售情况（亿元）

类型	公司名称	23年1-9月全口径销售额	24年1-9月全口径销售额	同比增速	24年1-9月权益口径销售额	权益销售比例
央企龙头	中海	2390	1988	-17%	1869	94%
	华润置地	2378	1723	-28%	1198	70%
	招商蛇口	2268	1451	-36%	1002	69%
	保利发展	3321	2421	-27%	1908	79%
混合所有制龙头	绿城中国	1922	1872	-3%	819	44%
	万科	2806	1805	-36%	1173	65%
	金地集团	1219	528	-57%	327	62%
未出险民企龙头	龙湖集团	1376	732	-47%	497	68%
	滨江集团	1221	801	-34%	389	49%
	新城发展	602	318	-47%	222	70%
地方国企龙头	建发房地产集团	1326	853	-36%	661	78%
	越秀地产	1122	783	-30%	509	65%
	华发股份	1036	651	-37%	432	66%
普通央企	华侨城集团	444	200	-55%	181	91%
	中国金茂	1095	634	-42%	438	69%
	电建地产	444	284	-36%	185	65%
	铁建地产	733	595	-19%	487	82%
	中交地产	543	309	-43%	178	57%
	保利置业	459	405	-12%	272	67%
	大悦城	406	280	-31%	137	49%
	信达地产	225	102	-55%	-	-
普通地方国企	金融街	201	121	-40%	107	89%
	首开股份	456	272	-40%	171	63%
	首创城发	151	57	-62%	45	79%

北辰实业	52	43	-16%	-	-
联发集团	457	235	-49%	151	64%
光明地产	51	35	-32%	-	-
深业集团	184	79	-57%	78	100%
北京城建	339	172	-49%	120	70%
天地源	83	36	-56%	-	-
安徽高速地产	136	60	-56%	60	100%

资料来源：中指，太平洋证券整理

## 六、投资建议

9月26日政治局会议提出“要促进房地产市场止跌回稳”，为房地产市场定下新基调，进入10月份以来，各部委推出多项地产政策，北上广深四大一线城市均已发文取消普宅与非普宅标准，税收优惠政策调整后，居民购房预期恢复，助力地产市场止跌回稳。此外，中央近期发布推进城中村改造、以旧换新、收储土地及存量房政策，部分房企也正在积极探索相关业务机会。对房企而言，面对行业调整期，销售及盈利能力短期承压，我们预计不同属性的房企未来将进一步分化，部分优质央国企龙头房企融资情况较好，债务健康，经营性现金流持续改善，具备资金优势，未来有望在行业周期调整后，迎来新一轮发展机会。

## 七、风险提示

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

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

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

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

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

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

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

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

## 太平洋研究院

---

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

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

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。