

信达地产(600657)

报告日期: 2025年01月17日

地产新势力，崛起正当时

——信达地产深度报告

投资要点

□ 房企高周转模式的突破具有必然性

全国住宅土地价格从2004年的726元每平上涨到2022年的9118元每平，近二十年地价翻了12倍。由于开发商在土地投资和开发建造时，通常需要撬动较多的贷款，因此资金成本是一笔不小的开支。当土地价格不断上涨，而售价受政策和市场环境相对稳定时，这意味着开发商的利润只能通过缩短拿地到销售的时间，以减少资金成本，对冲地价上涨对利润的侵蚀。我们认为，房企高周转模式得以为继的核心要素在于需求总量可以消化供应量的增长，同时资产价格的持续上涨能够维持房企生存的必要利润空间。但是当需求从总量增长变为局部增长，资产价格受供过于求的影响下行时，开发商再提升周转效率也很难扭转利润下行的趋势，直至企业难以为继。因此当人口增速出现拐点、房地产行业需求总量增长变为局部增长时，房企高周转模式的突破具有必然性。

□ 房企行业供给侧快速出清，产能留白处给新势力带来机会

由于房企高周转模式的底层逻辑已经发生变化，因此房企供给侧出现了快速出清。我们认为，目前房地产行业的竞争格局已从“百家争鸣”变为“杠铃式格局”。杠铃式格局中只有两类企业暂且幸存，一类是有土地资源优势的地方国企和城投平台，一类是具备优质产品开发能力的龙头企业。前者有资源优势作为竞争壁垒但缺乏产品和品牌，后者有一定的资源优势 and 品牌优势作为竞争壁垒。然而从长期来看，土地供应依据城市去化周期来定、城中村供应逐渐上量，都意味着地方大量供地的时代已经过去，长期大部分地方国企的竞争实力不如龙头房企。我们认为此竞争格局会导致长期新房市场产能出现缺口。这个产能缺口会为行业新参与者带来机会。

□ 信达地产是新势力的标杆代表

我们认为新参与者需要有充足的资金和较强的股东背景作为信用背书，以支持它在房地产行业周期底部资金周转顺畅。我们认为最符合条件的是AMC类的公司。中国信达是最早成立的AMC之一，信达地产是中国信达的子公司。2024年金融监管总局首次发布不良资产业务管理办法，我们认为这意味AMC机构参与不良资产业务会更加市场化，经济效益会优于以往。2025年1月，信达地产公告和中国信达各出资100亿元，搭建200亿元的纾困基金，旨在参与包括企业纾困、问题项目盘活、参与破产重整、法拍等特殊机遇投资。我们认为200亿元资金按照三道红线资产负债率70%的要求，可以撬动400亿元的融资，总投资规模可以达到600亿元。我们认为，后续盘活基金的持续项目收购，会给公司带来项目上的增加、可结算收入和利润的增加，进而带动信达市值增加。

□ 投资建议

由于收并购、法拍等方式获取项目具有不确定性，我们以信达地产截止2024年9月三季报公布的主营业务情况做较为保守的盈利预测。我们预计公司房地产开发业务随着项目开发结算逐步推进，如无新项目获取，结算收入同比稳步下滑。租赁业务收入和利润通常较为平稳，预计租金收入和利润率维持现状。我们预计信达地产2024-2026年归母净利润分别为-6.6、-0.9、0.14亿元。结合行业竞争格局的变化和信达地产自身资源优势，我们看好信达地产在2025-2026年的业务拓展，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

不良资产收并购存在较大不确定性；不良资产利润率受房地产基本面修复情况而定；行业纾困政策推进不及预期。

投资评级：买入(首次)

分析师: 杨凡

执业证书号: S1230521120001
yangfan02@stocke.com.cn

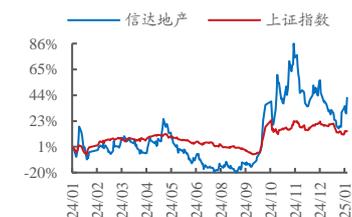
分析师: 吴贵伦

执业证书号: S1230524080009
wuguilun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥4.77
总市值(百万元)	13,603.46
总股本(百万股)	2,851.88

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,420	8,420	7,420	6,420
(+/-) (%)	-37.42%	-26.27%	-11.88%	-13.48%
归母净利润	505	-656	-90	14
(+/-) (%)	-8.18%	—	—	—
每股收益(元)	0.18	-0.23	-0.03	0.01
P/E	26.92	—	—	—

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

正文目录

1 当前局势分析：房企高周转模式突破的必然性	5
1.1 高周转的底层逻辑	5
1.2 房企产能迅速萎缩	7
1.3 行业竞争留白，给新势力带来机会	9
2 谁是新势力？	13
2.1 成为新势力的条件	13
2.2 资产管理公司的变与不变	13
2.2.1 四大 AMC 成立初期的历史背景	13
2.2.2 关于中国信达和信达地产	14
2.2.3 本轮周期 AMC 新政带来新机遇	16
3 信达地产主营业务分析	18
3.1 开发业务	18
3.1.1 近年销售情况	18
3.1.2 拿地及土储情况	19
3.2 代建业务	20
3.3 租赁业务	21
4 盈利预测和投资建议	22
4.1 公司财务简析	22
4.2 盈利预测和估值	23
5 风险提示	24

图表目录

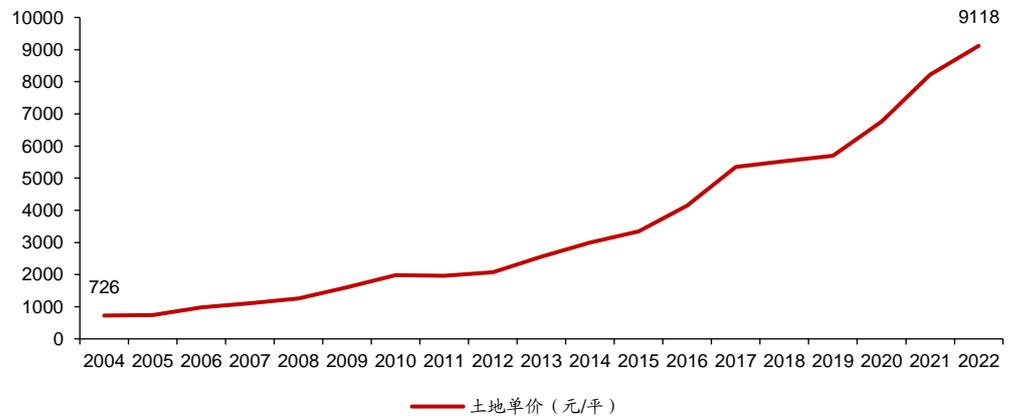
图 1: 2000 年以来住宅地价翻十倍	5
图 2: 房地产企业在开发建造过程中的贷款	5
图 3: 地方国有土地出让金额	6
图 4: 地方国有土地出让金额占地方财政比重	6
图 5: 土地成交面积和成交金额走势	7
图 6: 民企、国企和城投拿地比例变化	7
图 7: 重点城市商品住宅去化周期	8
图 8: 房地产长期需求测算	9
图 9: 七家房企未来一年产能供给测算	10
图 10: 不同性质房企销售额占比	11
图 11: A 股上市地方国企的账面现金和存货与当地土地价值对比	11
图 12: A 股上市的部分地方国企年度新房销售量 (据可统计数据)	12
图 13: 中国信达股权架构 (截至 2024 年 9 月 26 日)	14
图 14: 信达地产成立背景沿革	15
图 15: 2008 年青鸟天桥的收购人及产权控制关系	15
图 16: 信达地产股权架构 (截至 2024 年 9 月末)	16
图 17: 信达地产销售金额及同比	18
图 18: 信达地产销售面积及同比	18
图 19: 信达地产销售均价及同比	18
图 20: 信达地产 2024Q1-3 销售面积 TOP10 城市	18
图 21: 信达地产新增土储及同比	19
图 22: 信达地产储备项目情况	19
图 23: 2024 年 9 月末信达地产未售面积分线城市占比	19
图 24: 2024 年 9 月末信达地产待开发项目分线城市占比	19
图 25: 信达地产代建项目销售面积及占比	21
图 26: 信达地产代建项目获取情况	21
图 27: 信达地产持有资产可出租面积及出租率	21
图 28: 信达地产租金收入及同比	21
图 29: 信达地产 2019-2024Q3 营业收入及增速	22
图 30: 信达地产 2019-2023 年各项营业收入占比	22
图 31: 信达地产 2019-2024Q3 归母净利润及增速	22
图 32: 信达地产 2019-2024Q3 毛利率与净利率	22
表 1: “三道红线”相关政策	6
表 2: 2024 年 11 月《关于金融资产管理公司不良资产业务管理办法的通知》	17
表 3: 纾困盘活基金规模和出资方式	17
表 4: 信达地产未售土储及待开发面积合计情况	20
表 5: 盈利预测情况	23
表 6: 可比公司估值	24
表附录: 三大报表预测值	25

1 当前局势分析：房企高周转模式突破的必然性

1.1 高周转的底层逻辑

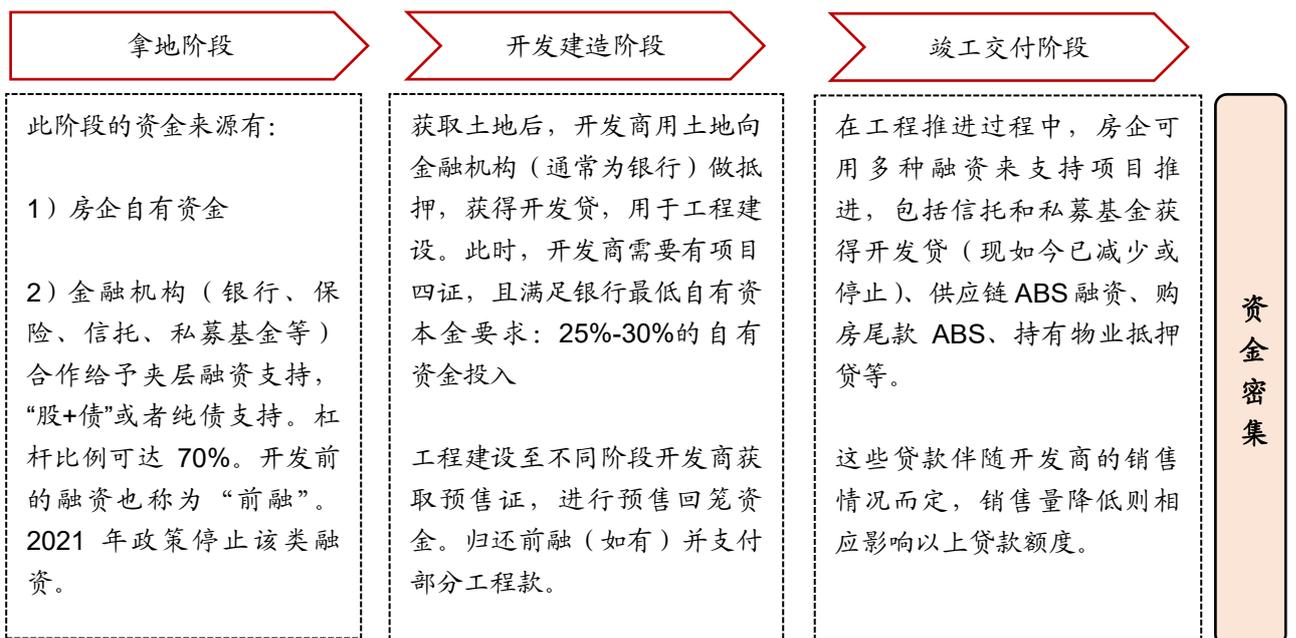
众所周知，房企在二十多年的发展过程中，形成了高周转的经营模式。所谓**高周转**，指的是**房企通过不断优化流程以达到缩短初始投资和现金回流之间的时间**。由于开发商在土地投资和开发建造时，通常需要撬动较多的贷款，因此资金成本是一笔不小的开支。尤其是**当土地价格不断上涨，导致房企投资拿地的资金量不断增加，而售价受政策和市场环境影响相对稳定时，这意味着开发商的利润只能通过缩短拿地到销售的时间，以减少资金成本，对冲地价上涨对利润的侵蚀。**

图1：2004年到2022年住宅地价翻十倍



资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：土地单价=土地成交价款/土地成交面积（此处为土地面积，非建筑面积）。2000年以来全国住宅用地的平均价格20年翻了12倍。这里可能会有地域差异，不是所有地方的土地都有如此涨幅。

图2：房地产企业在开发建造过程中的贷款



资料来源：明源地产研究员，房地产导刊，浙商证券研究所。注：国有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证。

在高周转模式下，开发商的经营战略会倾向于规模开发，我们认为其原因是在于规模化经营可以多方面降本增效，以对冲地价上涨的影响，进而稳定住自身的毛利率。同时规模可以形成暂时性的竞争壁垒：2017-2021年期间，尤其是在2020年实施房企三道红线之后，规模成为房企获取相对低成本的资金和土地资源的一种通行证。

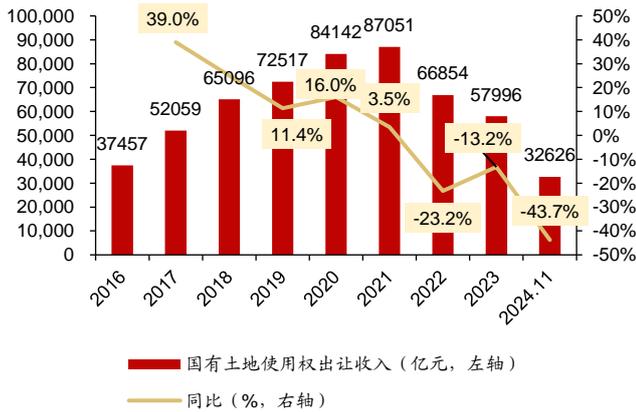
表1：“三道红线”相关政策

时间	部门	三道红线具体要求	房企分档
2020年8月	央行 住建部	①剔除预收款项后资产负债率不超过70% ②净负债率不超过100% ③现金短债比大于1	红色档：三条红线全部超过，有息负债不得增加 橙色档：超过两条红线，有息负债年增长率不得超过5% 黄色档：超过一条红线，有息负债年增长率不得超过10% 绿色档：三条红线均未超过，有息负债年增长率不得超过15%

资料来源：政府官网，浙商证券研究所

与此同时，地方财政对出让土地的依赖程度维持高位，导致各城市积极规划城市新区和供应土地，为高周转模式提供了规模化增长的基础。

图3：地方国有土地出让金额



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：地方国有土地出让金额占地方财政比重



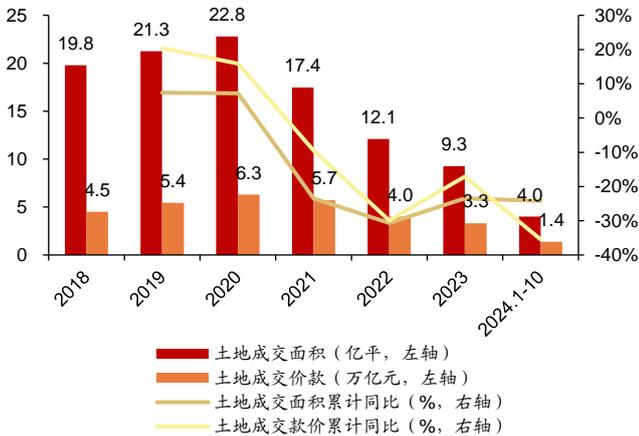
资料来源：Wind，浙商证券研究所；地方财政收入包括地方政府性基金本级收入及地方一般公共预算本级收入。

1.2 房企产能迅速萎缩

我们认为在既定的土地定价体系下，开发商形成高周转模式是必然。高周转模式得以延续的核心要素在于需求总量可以消化供应量的增长，同时资产价格的持续上涨能够维持房企生存的必要利润空间。而如今，人口增速由正转负，购房总量需求达到顶峰，且由于房地产项目从投资到建成大概需要2年的时间周期，因此供给和需求形成错配，资产价格从2021年以来受多重因素影响开始下行。

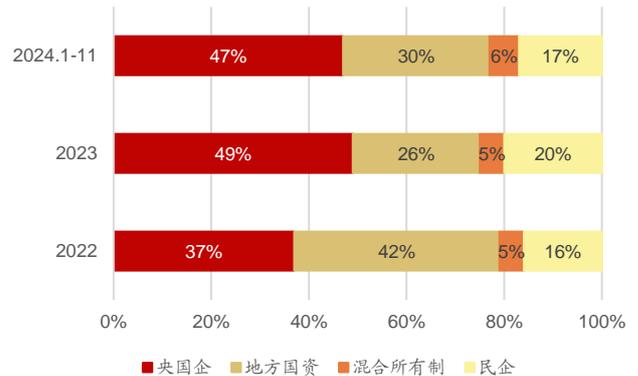
在土地定价体系不变的情况下，需求从总量增长变为局部增长，资产价格受供过于求的影响下行时，开发商的周转效率即使持续提升也很难扭转利润下行的趋势，直至企业难以以为继，退出市场。具体表现为，土地作为房企主要的生产资料出现成交面积的量 and 成交总金额持续下降（如下图）。参与土地拍卖的企业性质也发生了重要的结构性变化，从数据结果来看大部分民企正在/或将逐渐退出房地产市场的竞争。我们认为，以上情形的持续演化，会致使房地产市场中还有能力参与行业下半场的公司迅速减少。

图5：土地成交面积和成交金额走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：民企、国企和城投拿地比例变化



资料来源：中指研究院，浙商证券研究所；注：为22城房企拿地数据。

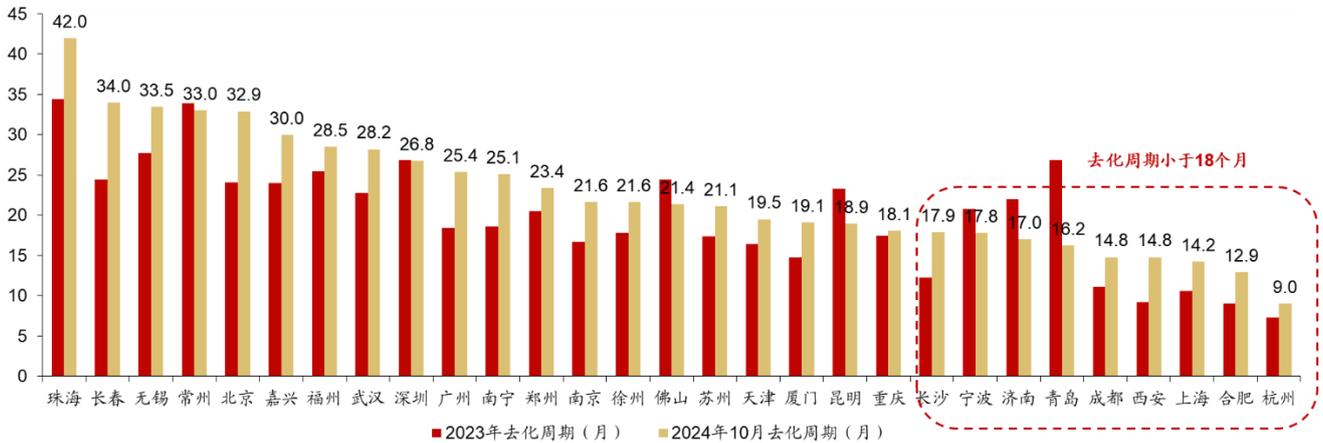
我们认为，目前房地产行业的竞争格局已从“百家争鸣”变为“杠铃式格局”。所谓杠铃式格局是指行业只有两类企业暂且幸存，一类是有地方土地资源优势的**地方国企和城投平台**，一类是具备优质产品开发能力的**龙头企业**。前者有地方资源优势作为竞争壁垒但缺乏产品和品牌，后者有一定的资源优势和品牌优势作为竞争壁垒。在土地出让从城市外围向城市内转变，土地均价持续上升的背景下，两者在当前市场逐渐形成合作共识，一方供应土地资源，另一方输出品牌和管理。这种合作，我们认为是暂时性的。由于实体资产周期比较长，暂时性的行业格局可能也会有5年左右的时间。

我们认为合作是暂时性的原因在于**土地供应的机制正在发生变化**。2024年关于土地供应的政策我们认为重要转变体现在两条政策上：

1) 2024年4月自然资源部给各地的土地供应做出明确指示：“各地要根据市场需求及时优化商业办公用地和住宅用地的规模、布局 and 结构，完善对应商品住宅去化周期、住宅用地存量的住宅用地供应调节机制。商品住宅去化周期超过36个月的，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量，直至商品住宅去化周期降至36个月以下；商品住宅去化周期在18个月（不含）-36个月之间的城市，要按照‘盘活多少、供应多少’的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让

的商品住宅用地面积上限。”依据该政策，一个城市的商品房去化周期在 18 个月以下，该城市可以正常供应土地。而这样的城市在 30 大中城市中符合要求的也不多（见下图）。在少供应甚至是不供应的政策要求下，土地过剩的城市其国企开发商和城投平台公司的土地资源的优势可能会受到影响。

图7：重点城市商品住宅去化周期



资料来源：克而瑞，浙商证券研究所

2) 2023 年提及的三大工程中，顺应房地产增量转存量现状的政策是城中村的相关政策。城中村的推动需要资金支持，参考 2016 年棚改的推进以及当前地方资金状况，中央层面的资金支持是类似城中村这种片区式开发的重要推动力。

中国政府网 2025 年 1 月发文：“2024 年，城中村改造扩围至 300 多个城市，实施城中村改造项目 1790 个。2025 年，为持续用力推动房地产市场止跌回稳，住房城乡建设部将加力实施城中村和危旧房改造，推进货币化安置，计划在新增 100 万套城中村改造和危旧房改造的基础上继续扩大改造规模。”

货币化安置是中央层面资金支持的具象体现。**资金决定项目**。我们认为，当项目启动的重要资金来源是源自中央层面的支持，那么项目的筛选，其话语权从地方逐步转移到了中央层面。

从以上政策来看，大部分城市由于需要降低去化周期，土地供应减少是必然趋势。而城中村成为新增供给中重要的一部分，其主要审批和资金支持可能在于中央层面而非地方层面¹。我们认为，土地供应政策的变化和地方土地供给过剩的现状，致使地方国企和城投平台拥有土地资源的优势可能是暂时性的而非长期的。**考虑到地方国企和城投平台操盘能力的局限性，我们认为未来房地产行业能够产生有效产能的主要是龙头房企。**

¹ 片区开发过程中需要基础设施建设，先前主要以地方资金支持为主。在当前地方财政承压时，我们判断城中村的基础设施资金支持可能会更多依赖于中央层面的专项资金。

1.3 行业竞争留白，给新势力带来机会

房地产行业的产能出清剧烈，我们认为即便是在商品房需求总量下行的过程中，也会在不久的未来出现产能不足的现象。

首先，判断产能是否能够匹配需求，需要判断需求总量。

对于长期新房市场的需求总量测算，我们认为关键影响因素主要有三个：

1) 人口和城镇化：2022 年以前中国人口持续正增长，人口的增加为居住面积需求的增加提供了最直观明显的增量。但是从 2022 年以后，人口出现负增长，人口总量增加驱动居住面积增加的这一因素发生了变化。与此同时，中国城镇化过去 20 年持续推进，人口流动带来的新房需求也是过去支撑需求总量增长的主要驱动因素。当我国总量人口出现负增长但我国城镇化发展还有空间时，我们认为城镇化进程所带来的人口流动为部分城市的人口和新房需求提供了主要增长动力。

2) 改善需求的迭代：2016-2017 年前主要城市采用 90/70 政策，也就是新增商品房供给中 70% 的居住面积要小于 90 平米。2017 年以后，各地对于供应居住面积的限制逐步放松，2024 年主要城市对商品房项目的规划限制逐步放松，为改善型住房供应提供了前所未有的条件。我们以成都为例，商品房新增供给中，改善型产品成交比例持续上升。改善型商品房，不仅体现在面积上（房屋总面积和得房率），还体现在小区环境（容积率、设计、绿化）和服务等多维度因素上，对新房市场的影响力持续上升²。我们认为，市场对改善型产品的需要，与刚需共同奠定了重点城市新房成交的基本盘，长期改善型产品在新房销售中的占比还会持续提升。

3) 人均居住面积：人口负增长往往带来老龄化和少子化现象，我们认为这会导致户均人口数量的下降。而户均人口的下降，制约了居住面积的增长。人均居住面积我们认为在达到一定程度之后会出现下滑。

综合以上三方面的因素，我们测算新房市场的合理需求体量当前是 8 亿平，长期趋近于 6 亿平。按照资产价格每平米 8000-10000 元计算，预计房地产总需求体量长期在 6 万亿元左右。

图8： 房地产长期需求测算

		2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
人口增长	总人口（万人）	141212	141260	141175	140967	140828	140647	140424	140159	139853	139505	139116
	总人口增速（%）	0.14%	0.03%	-0.06%	-0.15%	-0.10%	-0.13%	-0.16%	-0.19%	-0.22%	-0.25%	-0.28%
城镇化率提升	城镇人口（万人）	90220	91423	92074	93264	94350	95359	96331	97270	98177	99048	99885
	城镇化率（%）	63.89%	64.72%	65.22%	66.16%	67.0%	67.8%	68.6%	69.4%	70.2%	71.0%	71.8%
	城镇人口增长（万人）	1794	1203	651	1189	1086	1009	972	940	906	872	837
商品住宅销售面积测算	城市人均居住面积（平方米）	40.4	41.4	42.4	41.4	40.4	39.4	38.4	37.4	36.4	35.4	34.4
	新增住房需求（万平）	72492	49809	27597	49242	43884	39738	37330	35141	32985	30868	28792
	城镇化新增人口住房需求占比（%）	47%	32%	24%	52%	54%	55%	53%	50%	48%	45%	45%
	商品住宅总成交面积（万平）	154878	156532	114631	94796	81450	72252	70435	70281	68719	68595	63982
	商品住宅总成交面积增速（%）	3.2%	1.1%	-26.8%	-17.3%	-14.1%	-11.3%	-2.5%	-0.2%	-2.2%	-0.2%	-6.7%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

² 2024 年 11 月报告《【成都】西部战略要地，政策推动需求迭代》

其次，房企的产能如何判断？

我们认为，房企的产能，也就是能够承担多少新房供给货值的能力，主要来源于两方面，一个是现有资产的滚动供应，供应出来能销售多少金额就是滚存货值，另一个是销售回笼后再投资，再投资需要撬动一定的资金杠杆，而资金杠杆可参考三道红线中剔除预收款项后资产负债率不超过70%的要求。

我们以保利发展（600048.SH）为例。截止2024年三季报，保利发展账面存货（可供出售的在建项目价值，按照成本法计价）约为8324亿元，按照出售价格计价我们估算大约为1万亿元。由于2021年以前房企购买的土地普遍有位置较偏的问题，而这些项目供应出来后销售周转效率可能较弱。历史库存我们可以保守估算占到可售货值的50%，那么保利发展实际上可供应出来的滚存货值大概在4000-5000亿元。由于房地产项目开发有周期性，实际上存货在近一年可供应的体量只能约占60%或更低，实际近一年可供应的滚存货值或者说存量带来的产能约为2500亿元。

新增货值需要开发商通过销售回笼资金后进行再投资。截止2024年三季度，保利发展现金流量表上通过销售商品和提供劳务获得的现金约为1859亿元。这是保利发展通过销售回笼的现金中归属保利发展的那部分。在房地产市场上升期，开发商回笼资金后再投资的比例会偏高，而行业下行时再投资比例会减少。正常情况下，开发商再投资的资金比例是40%，市场低迷时期可能会降低到20%或者更低。这部分资金再投资属于开发商自有资金投资，通常还需要融资，融资比例参考三道红线，假设是70%，那么保利发展在市场正常情况下的新增拿地金额（按照拿地金额占销售资金回笼40%来算）为1859亿元×40%÷(1-70%)融资比例=2479亿元；在市场低迷的时候，新增拿地金额仅为1239亿元（投资比例20%）。

核心城市核心地段的房价通常较高，占整体售价比例也较高，通常在40-50%左右。我们保守预估新增拿地金额对应销售货值的比例是50%，那么保利发展在市场较弱的情形下，其新增产能大致为1239亿元+50%=2479亿元。其中当年新获取项目约50-60%达到销售条件。因此未来一年供应货值大概1239亿元。考虑到市场行情的影响，我们估算保利发展在未来一年的产能供应约为存量供给2500亿元+新增供给1200亿元=3700亿元。

我们在2024年5月发布的《打破负循环，探寻修复路径》中判断本轮房地产周期活下来且能活得好的全国性房企数量有限。按照上述方式我们可以大致测算这些房企未来一年的产能大概约为1.56万亿元（见下图）。

图9：七家房企未来一年产能供给测算

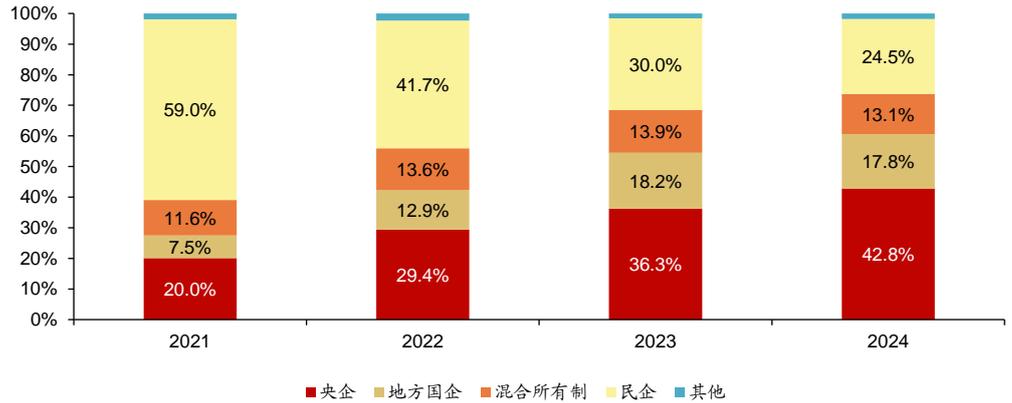
		华润置地	中国海外发展	保利发展	招商蛇口	建发国际	绿城中国	滨江集团
滚存货值	2024年三季报账面货值(亿元)	5909	5239	8324	4236	3233	3056	1660
	21年以前库存占比(%)	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
	未来一年可供应货值比例(%)	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
	未来一年可供货值(亿元)	1773	1572	2497	1271	970	917	498
新增货值	销售回笼资金(亿元)	1386	2511	1859	1038	931	1046	357
	再投资比例(%)	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
	融资比例(%)	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
	新增拿地金额(亿元)	924	1674	1239	692	620	698	238
	新增土地占售价比例(%)	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
	新增拿地供应货值(亿元)	1848	3348	2479	1384	1241	1395	476
	当年供应比例50%，当年新增供应(亿元)	924	1674	1239	692	620	698	238
未来一年可供货值(亿元)	2697	3246	3737	1963	1590	1614	736	
总计(万亿元)		1.56						

资料来源：Wind，浙商证券研究所注：21年以前土地占存户占比各上市公司有差异，同滚存货值中未来一年可供应货值比例，同新增拿地金额占售价比例，同当年新增供地转化为可销售的新增货值。销售回笼资金A股房企用现金流量表中销售商品获得现金这项得到，港股房企用2024年销售金额乘以销售回款比例乘以权益比得到。

第三，现阶段各方产能占比如何？潜在的市场空缺有多大？

根据克而瑞百强销售数据，2021-2023年百强房企中央企和地方国企销售额占比逐年攀升，混合所有制房企占比基本保持稳定，而民营企业销售额占比快速下降。2024年央企销售金额占比继续扩大，民企保持快速下降趋势，混合所有制房企和地方国企微降。2024年央企、地方国企、混合所有制企业、民企销售额占比分别为42.8%、17.8%、13.1%、24.5%。

图10：不同性质房企销售额占比



资料来源：克而瑞，浙商证券研究所

潜在市场空间为什么不是地方国企来填补而是需要新势力来填补？我们从A股上市地方国企的财务数据可以看到，很多地方国企面临账面现金少、存货少的问题，想要周转起来竞争核心地段资产的资金实力不够，其次是竞争到土地之后其开发能力有限。我们认为，除每个城市的个别地方国企具备土地资源优势以外，其他国企和城投平台在房地产开发领域会越做越小，直至退出市场，承接母公司分配的其他业务。

图11：A股上市地方国企的账面现金和存货与当地土地价值对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：北京市热点地块参考2025年1月2日北京土地市场首拍情况海淀区两宗土地成交楼面均价约9万元/平；2024年上海市徐汇区原小米总部地块成交楼面价达13.1万元/平，假设热点地块楼面均价为10万元/平；2024年12月2日深圳南山区后海金融总部基地地块成交7万元/平。若按照容积率为2进行计算，100亩土地约为13万方建面，接近于一个普通住宅小区的开发体量。

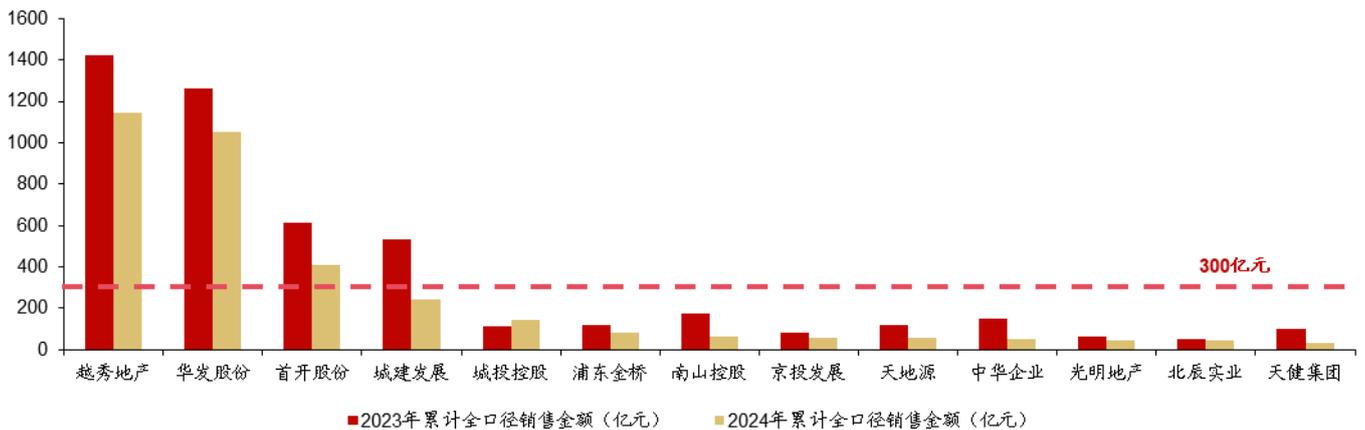
综上所述，我们认为房地产行业竞争格局变化过程中，全国布局的头部央企市占率持续提升是确定性的趋势，但其产能仍然小于市场竞争者退出带来的产能空缺，而地方国企由于自身能力限制其产能难以扩张。

全国性头部房企产能在每年 1.5 万亿元的基础上，存在稳中有增的趋势，但我们认为在总量整体收缩背景下增长可能有限。产能的突破基于市场行情企稳修复的情况，以及房企投资力度的调整（土地投资占资金回笼的比例）。未来十年，如全国头部房企产能从 1.5 万亿元增长到 2 万亿元，年均增速约为 3%。房地产作为宏观经济的重要支柱，由于行业竞争结构的变化带来的头部房企市占率提升，我们认为其提升速度不会过快，至少不会快过 GDP 增速，因为房企会根据宏观环境的体感做经营战略的布局。我们认为，十年 CAGR 3% 的增速是相对合理的。

市场份额的区域分配上来看，基于二八分配的原理，我们认为 30 个重点城市的销量可能占到长期需求中枢每年 6 万亿元的 80%，也就是 4.8 万亿元。刨除头部房企 2 万亿元的市场份额（考虑到周转效率，未来十年头部房企土地布局聚焦在 30 城的可能性较大），30 个重点城市还剩下约为 3 万亿元的新房销售市场。30 个重点城市如果每个城市只保留一个地方国企做商品房开发业务，总产能若是每年 1 万亿元则平均每个地方国企的产能是每年 300 亿元，已经远超现阶段单个上市地方国有房企的销售规模。

在杠铃市场的竞争格局下，我们判断新房市场有约每年 3 万亿元的市场是全国性头部房企和重点城市地方房企来提供供给，其中头部房企 2 万亿元，地方房企 1 万亿元。还有 3 万亿元的产能覆盖不到的地方。这是先前民营房企和冗余的地方平台公司通过收缩、退出、整合后剩下的市场份额。这个市场份额，我们认为未来房地产行业新势力进入的主战场。

图12: A股上市的部分地方国企年度新房销售量(据可统计数据)



资料来源: 克而瑞, 浙商证券研究所

2 谁是新势力?

2.1 成为新势力的条件

由于现有开发商均承受高周转模式带来的转型之痛——现金周转在销售下行过程中日益困难，这导致行业市场化和法制化退出的过程如果靠行业自身驱动会比较漫长。房地产行业需要有资金的新进入者来加速市场的优胜劣汰。

我们认为新势力需要有充足的资金和较强的股东背景作为信用背书，以支持它在房地产行业周期底部资金周转顺畅，推动行业的整合。因此新进入者需要符合三个条件：

1. 央企或国企背景
2. 有充足的资金
3. 最好是有房地产开发和整合经验

我们认为，尽管符合以上条件的公司不多，但是仍然有满足条件的企业，其中上市公司中我们认为最符合条件的是 AMC 类的公司，上市 AMC 中我们推荐信达地产（600657.SH）。

2.2 资产管理公司的变与不变

2.2.1 四大 AMC 成立初期的历史背景

中国四大 AMC 分别是信达资产、长城资产、华融资产和东方资产。这四家 AMC 由财政部于 1999 年设立，是财政部直接参股并且是实控人的企业。

改革开放带动经济活力焕发，企业资产负债表迅速扩张，商业银行大量投放的信贷资产逐渐生成不良资产且体量日益增加。根据公开数据统计，1997 年底四家国有商业银行不良贷款超过万亿元，占全部贷款比例 25.5%；全国 49532 个农村信用社，不良贷款率超过 30% 的信用社有 18634 家，占 37.6%。

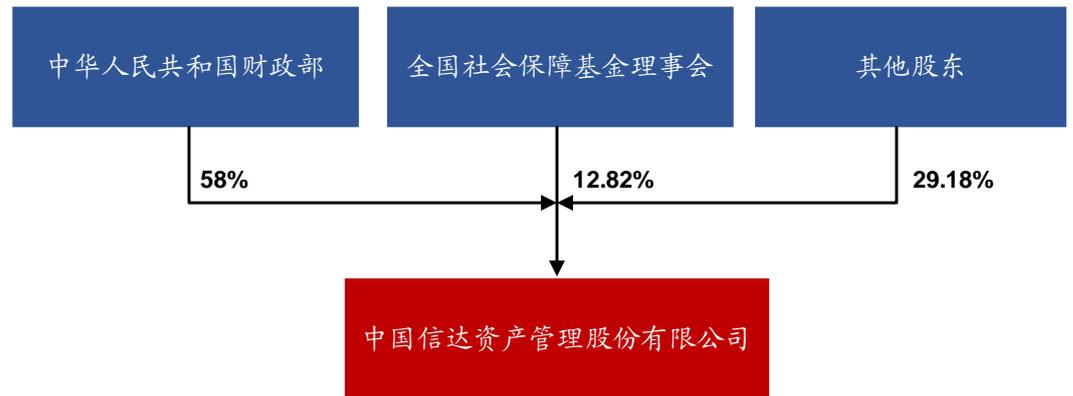
中国申请加入 WTO 的背景下，为了提高四家国有银行的国际竞争力，管理部门决定剥离其不良资产。1998 年 6 月底国家成立中央金融工委准备筹建金融资管公司，1999 年 3 月政治局会议明确建立资产管理公司负责处理银行原有的不良信贷资产，四大 AMC 孕育而生。由于四大 AMC 成立时间短、任务重，且主要股东财政部肩负监管职责，2000 年 6 月，首批不良资产按面值 1:1 的比例进行收购，收购对价较高。2004 年至 2005 年间，四大国有商业银行进行股份制改革，四大 AMC 再次收购第二批不良资产，此次收购对价降至资产面值的五折，市场化和商业化的趋势显现。

2009 年，四大 AMC 处置政策性不良资产十年到期，但由于资产回收率偏低，用于收购不良资产的债券偿还压力大，因此多方入场驰援。2009 年 9 月，建设银行持有的 2470 亿元信达公司债券以不变利率延期 10 年。2010 年 8 月，财政部与信达资产成立“共管基金”用以保障债券本金支付，2012 年华融资产也采用“共管基金”剥离历史负债，资金源自 AMC 和银行的企业所得税以及财政部拨入的其他款项。另外，AMC 欠央行的再贷款则停息挂账，不再产生利率负担。

2.2.2 关于中国信达和信达地产

中国信达资产管理公司（中国信达）是财政部主要控股的中央金融企业。中国信达成立于1999年4月，是经国务院批准，为有效化解金融风险、维护金融体系稳定、助推国有银行和国有企业改革发展而成立的首家金融资产管理公司。2010年6月，整体改制为股份有限公司。2012年4月，引进全国社保基金、瑞银、中信资本和渣打银行等四家战略投资者。2013年12月12日，在香港联交所主板上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。公司主要业务包括不良资产经营业务和金融服务业务，其中不良资产经营是核心业务。

图13：中国信达股权架构（截至2024年9月26日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

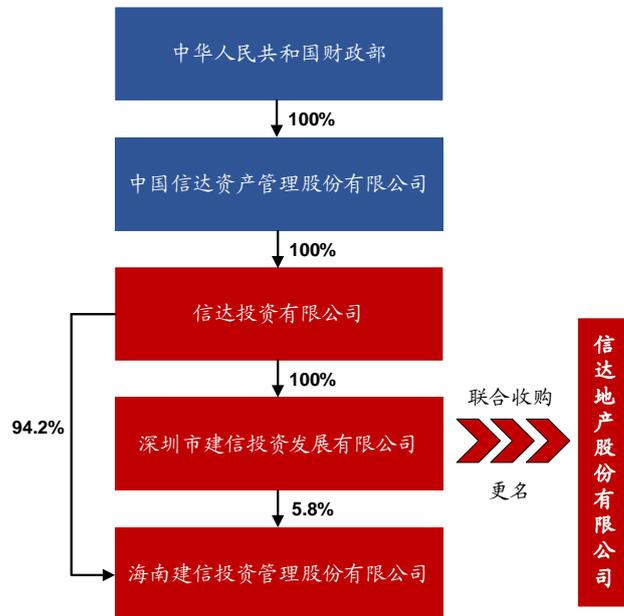
信达地产股份有限公司（信达地产）是中国信达2008年收购的上市房地产企业，财政部是实际控制人。信达地产的前身是1953年成立的“中国百货公司北京市公司第四批发部”，1984年改制为股份制企业，更名“北京天桥百货股份有限公司（天桥百货）”。1993年5月，天桥百货经批准向社会公开发行股票，股票在上交所挂牌交易。1998年，北大青岛集团收购天桥百货，改名为“北京天桥北大青鸟科技股份有限公司（青鸟天桥）”。2008年，中国信达下属的全资子公司“信达投资有限公司（信达投资）”及其关联企业“深圳市建信投资发展有限公司（深圳建信）”、“海南建信投资管理股份有限公司（海南建信）”联合收购青鸟天桥。2009年4月22日，青鸟天桥正式更名为“信达地产股份有限公司（信达地产）”，主营业务包括房地产开发和物业管理。

图14: 信达地产成立背景沿革



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

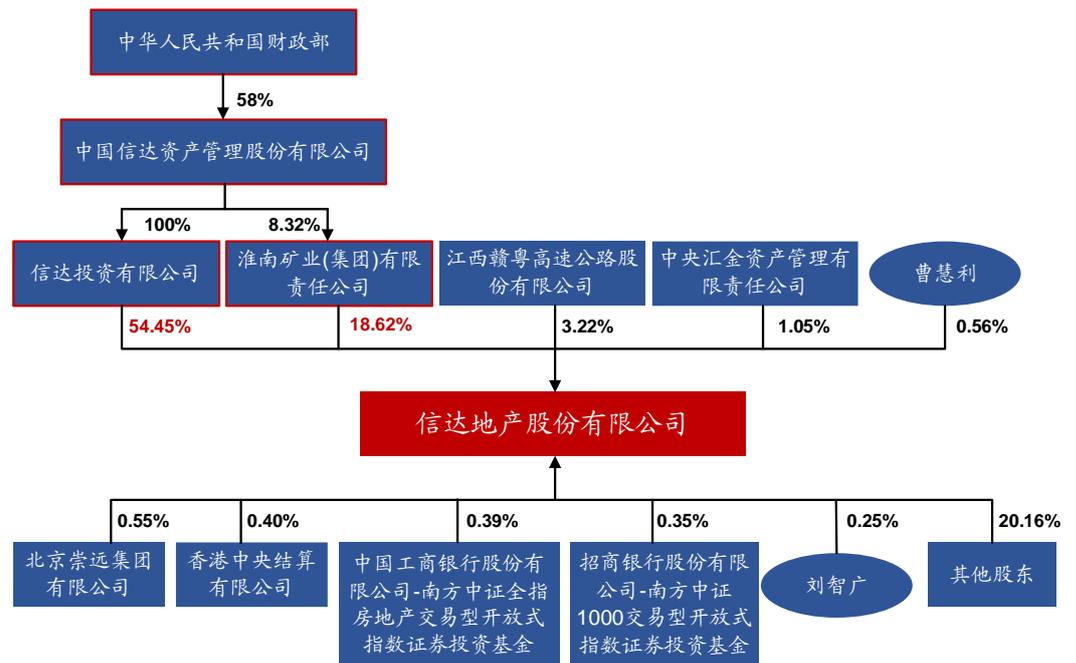
图15: 2008年青鸟天桥的收购人及产权控制关系



资料来源: 《北京天桥北大青鸟科技股份有限公司收购报告书摘要》, 浙商证券研究所

经过多轮股权变革，中国信达的子公司信达投资是信达地产的第一大股东，中国信达参股的淮南矿业（集团）有限责任公司是第二大股东，财政部仍是信达地产的实际控制人。信达投资是中国信达 100%持股的全资子公司，作为 2008 年青岛天桥的主要收购人，信达投资目前仍是信达地产的主要持股人，持股比例高达 54.45%。中国信达参股比例为 8.32%的淮南矿业是信达地产的第二大股东，持有信达地产 18.62%股份。另外，江西赣粤高速公路股份有限公司、中央汇金资产管理有限责任公司、北京崇远集团有限公司三家国有企业共持股 4.82%，个人持股合计 0.81%，证券投资基金持股 0.74%。

图16：信达地产股权架构（截至 2024 年 9 月末）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2.3 本轮周期 AMC 新政带来新机遇

根据 2024 年 1 月新华社独家报道，中国信达、东方资产和长城资产拟划拨给中投公司旗下的中央汇金。这是继 2022 年华融资产划拨给中信集团之后，又一次将出资人和监管人剥离的行动。

2024 年 11 月 11 日金融监管总局发布《关于金融资产管理公司不良资产业务管理的通知》，对 AMC 处理不良资产做了首次明确指引。（值得注意的是，2024 年 11 月 7 日自然资源部围绕土地收购方面也陆续发出重要政策文件予以支持——《关于运用地方政府专项债券资金回收收购存量闲置土地的通知》。2024 年 11 月 7 日是重要的历史节点。）

从 AMC 的历史沿革来看，AMC 背靠财政部有较强的资金优势，且资金久期长，有耐心资本的特点。在房地产市场销售下行、企业资金链承压、地方土地出让减少连带地方财政压力增加的情形下，四大 AMC 是中央资金推动行业纾困、化解债务风险的重要渠道。2024 年底 AMC 相关政策的出台，我们认为预示着房地产行业纾困的政策有提升能级的可能。从以上两条信息来看，我们认为和以往相比，本轮 AMC 业务开展有较大的改善空间。

首先，三大 AMC 公司划拨中投公司意味着什么？中投公司隶属于国务院财政部，下属三家公司——中投国际有限公司、中投海外直接投资有限公司和中央汇金投资有限责任公司。中央汇金投资对国有重点金融企业进行股权投资，不开展商业性经营活动，不干预其控股的国有重点金融企业的日常经营活动。其他两个分公司主要面向海外投资。此次三大 AMC 划拨给中投公司我们认为其意味着政府部门的监管角色和股东角色被分开，理清职责对 AMC 市场化运营给予更多空间。

其次，2024 年金融监管总局首次发布不良资产业务管理办法，对不良资产的收购、管理、处置以及围绕不良资产展开的相关业务做了明确的指引。我们认为值得关注的是在不良资产收购和处置方面，政策指引更加体现市场化和法制化原则。对不良资产管理的总体原则上，要做到“科学合理选择处置方式，提高效率，降低成本，优化资源配置，兼顾资产价值、经济价值和社会价值综合平衡。”我们认为，这意味着本轮周期在新的政策指引下，AMC 机构参与资产破产重整、收并购等不良资产业务的经济效益可能会优于以往。

表2：2024 年 11 月《关于金融资产管理公司不良资产业务管理办法的通知》

类别	主要内容
不良资产收购	金融资产管理公司应在估值基础上，对拟收购标的资产进行审慎合理定价，不得先定价后估值，不得明显偏离尽调和估值结果确定收购价格。
不良资产管理	金融资产管理公司应避免长期持有债权、股权、实物类资产，定期进行盘点清查、账实核对，及时掌握资产价值状态的变化和风险隐患，制定合理的处置计划，尽快推动处置变现。金融资产管理公司应定期评估论证处置计划的合理性和可操作性，及时调整和完善处置计划。
不良资产处置	金融资产管理公司处置不良资产，应坚持依法合规、公开透明、竞争择优的原则，完善尽职调查、评估估值、处置公告、资产定价、方案制定、方案审批等资产处置内部制度，严格按照审批和操作规程办理，不得违反程序或减少程序进行处置。 金融资产管理公司应遵循成本效益和风险控制原则，择优选用债权追偿、债权重组、债权转股权、租赁、核销、转让、委托处置、资产证券化等方式处置资产，并提供相关依据。

资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

2025 年 1 月，信达地产公告和中国信达各出资 100 亿元，搭建 200 亿元的纾困基金，由中国信达任优先级有限合伙人，信达地产任劣后级有限合伙人。盘活基金投资方向包括企业纾困、问题项目盘活、参与破产重整、法拍等特殊机遇投资，支持项目保交付和三大工程建设等。从参与项目范围来看，我们认为信达地产参与途径多元，兼具纾困和优质投资机会参与。此外，由于信达地产独特的资金属性，其久期比开发商融资贷款的久期要长，因此更具备耐心资本的特点，对于需要长期开发和经营的业务（例如城中村）更具有资金优势。

表3：纾困盘活基金规模和出资方式

序号	合伙人类型	名称	出资方式	认缴规模 (万元)	占总规模比例 (%)	责任承担方式
1	普通合伙人	鑫盛利保	货币	100	0.01%	无限
2	有限合伙人	中国信达	货币	1,000,000	50.00%	有限
3	有限合伙人	信达地产	货币	1,000,000	50.00%	有限
合计				2,000,100	100%	

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

3 信达地产主营业务分析

信达地产的主要业务是以房地产开发为核心业务，以代建服务、物业服务、商业运营等为支持业务。公司开发产品以住宅为主，适度开发写字楼和综合体，并逐步探索长租公寓、产业园区等新业态。在住宅领域形成了蓝系列、郡系列、东方系列产品线。

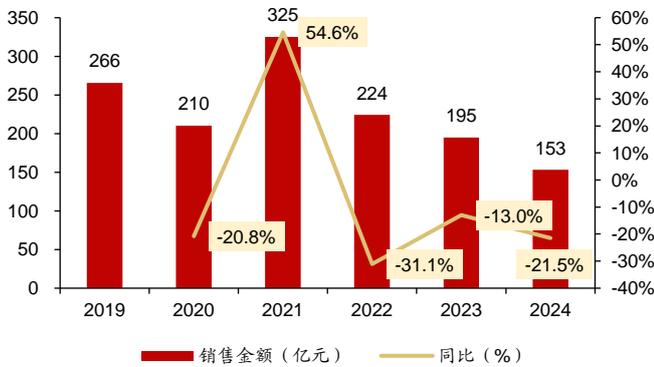
公司作为中国信达涉房类不良资产开发管理业务平台，可以发挥“金融+地产”的专业优势，致力于成为专业特色的不动产资源整合商。近年，公司业务模式由原来的纯开发，向投资和代建等多元化业务拓展。

3.1 开发业务

3.1.1 近年销售情况

信达地产销售规模在 2019-2023 年保持在 200-300 亿元的销售规模，根据中指研究院数据，2024 年公司销售金额为 153 亿元，同比下降 21.5%，但仍优于百强房企降幅 30.6%，位列中指百强房企销售排行榜第 65 位。公司的销售均价受到行业下行影响，2023 年及 2024 年分别下降 15.2% 及 19.4%。尽管如此，公司在 2024 年公布年度销售目标为 150 亿元，中指研究院测算公司全年销售目标完成率 102%，是超额完成年度销售目标的三个典型房企之一。分城市来看，合肥、淮南、芜湖是公司销售面积最多的城市，销售面积贡献占比达 55%。

图17：信达地产销售金额及同比



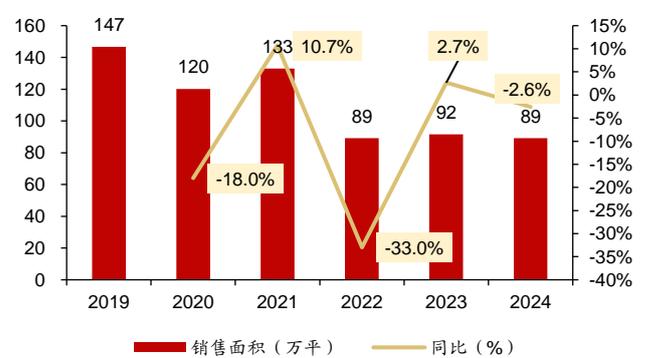
资料来源：公司公告，中指研究院，浙商证券研究所；注：2024 年数据为中指研究院数据，其余为公司公告数据。

图19：信达地产销售均价及同比



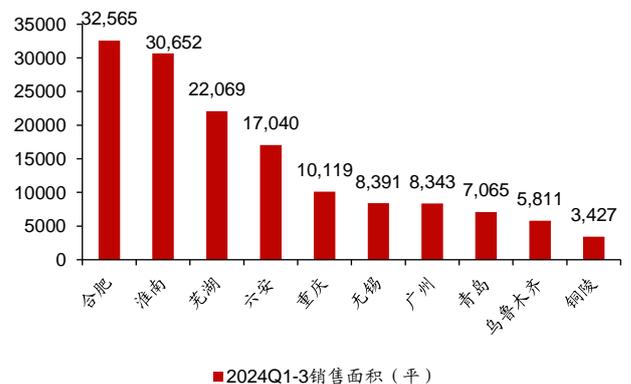
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图18：信达地产销售面积及同比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图20：信达地产 2024Q1-3 销售面积 TOP10 城市

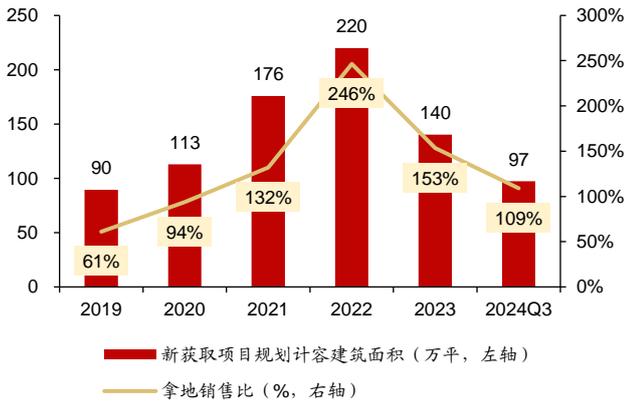


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1.2 拿地及土储情况

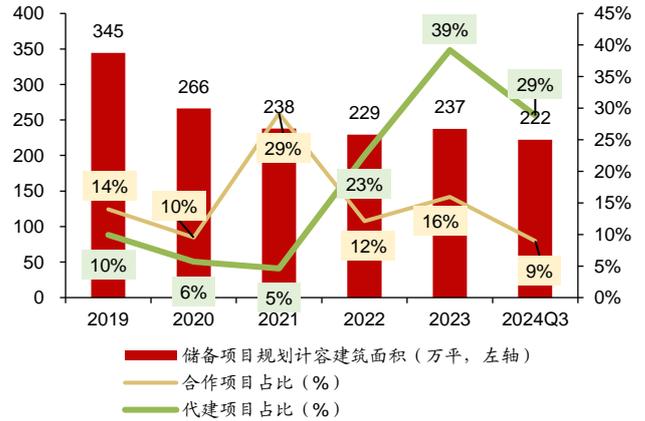
从拿地规模来看，2019-2022年公司拿地规模逐渐增加，拿地销售面积比2022年达到246%。2023年及2024年前三季度拿地面积分别为140、97万方，拿地销售面积比分别为153%和109%，仍然保持高位。从土储规模来看，公司的全口径土地储备规模自2021年之后保持稳定，2021-2024年9月末均保持在220-240万方左右，其中合作占比有所降低，从2021年的29%降至2024年9月末的9%，而代建项目占比波动走高，从2021年的5%降至2024年9月末的29%。

图21：信达地产新增土储及同比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：拿地销售比=拿地面积/销售面积。

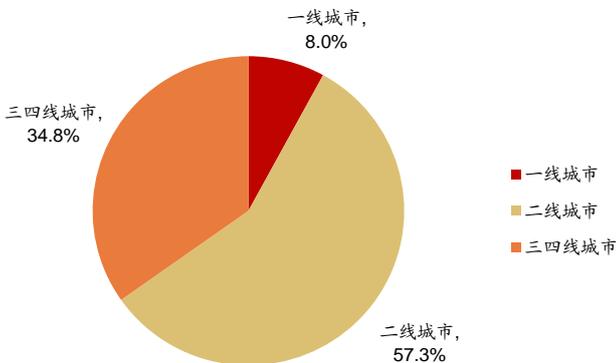
图22：信达地产储备项目情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

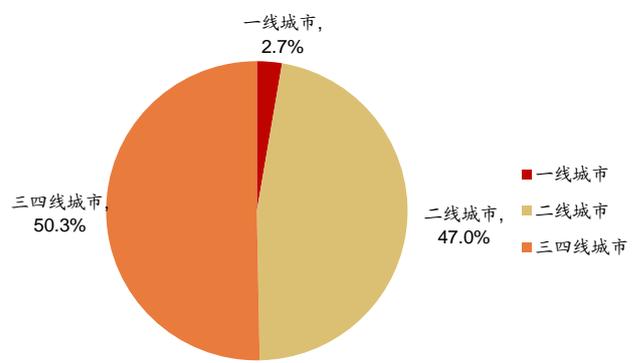
从土储分布上来看，截至2024年9月末公司在开发项目未售面积为84.2万平，其中一线、二线、三四线城市占比分别为8%、57.3%、34.8%，一二线合计占比达63%；公司并表口径持有待开发土储面积为138.3万平，其中一线、二线、三四线城市占比分别为2.7%、47%、50.3%，一二线合计占比达50%。从土地储备结构来看，我们认为后续公司如若没有新土储或新项目进入，销售面积一二线占比或有所降低。

图23：2024年9月末信达地产未售面积分线城市占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图24：2024年9月末信达地产待开发项目分线城市占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

截至 2024 年 9 月末，公司未售面积及待开发面积合计为 222.6 万方，共分布在 24 个城市，可售面积占比在 5% 以上的城市共有 6 个，包括合肥、芜湖、重庆、阜新、武汉和马鞍山，6 个城市总可售面积占比达 73%。合肥、芜湖、重庆是公司可售面积最多的 3 个城市，可售面积占比分别为 21.3%、16.5%、13.6%，合计可售面积占比达到 52%。

表4：信达地产未售土储及待开发面积合计情况

序号	地区	未售面积 (万平)	占比 (%)	持有待开发面积 (万平)	占比 (%)	未售面积及待开发 面积合计可售面积 (万平)	占比 (%)
1	合肥	19.3	22.9%	28.1	20.3%	47.4	21.3%
2	芜湖	4.1	4.9%	32.6	23.6%	36.8	16.5%
3	重庆	6.3	7.5%	24.1	17.4%	30.4	13.6%
4	阜新			18.8	13.6%	18.8	8.4%
5	武汉	4.1	4.9%	10.0	7.3%	14.2	6.4%
6	马鞍山	8.1	9.6%	5.2	3.7%	13.3	6.0%
7	六安	1.5	1.7%	6.4	4.6%	7.8	3.5%
8	定安			6.6	4.8%	6.6	3.0%
9	淮南	6.3	7.4%			6.3	2.8%
10	铜陵	6.1	7.2%			6.1	2.7%
11	天津	5.6	6.6%			5.6	2.5%
12	乌鲁木齐	2.9	3.4%	1.2	0.9%	4.1	1.8%
13	北京	3.8	4.5%			3.8	1.7%
14	无锡	3.5	4.2%			3.5	1.6%
15	宁波	1.7	2.1%	1.6	1.2%	3.4	1.5%
16	广州	1.3	1.5%	1.8	1.3%	3.1	1.4%
17	青岛	2.7	3.3%			2.7	1.2%
18	上海	0.2	0.2%	1.9	1.4%	2.1	0.9%
20	太原	1.8	2.2%			1.8	0.8%
21	深圳	1.4	1.7%			1.4	0.6%
22	绍兴	1.3	1.5%			1.3	0.6%
23	成都	0.2	0.2%			0.2	0.1%
24	佛山	0.03	0.03%			0.03	0.01%
合计		84.2		138.3		222.6	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：时点截至 2024 年 9 月末，表中持有待开发项目为公司合并范围项目。

3.2 代建业务

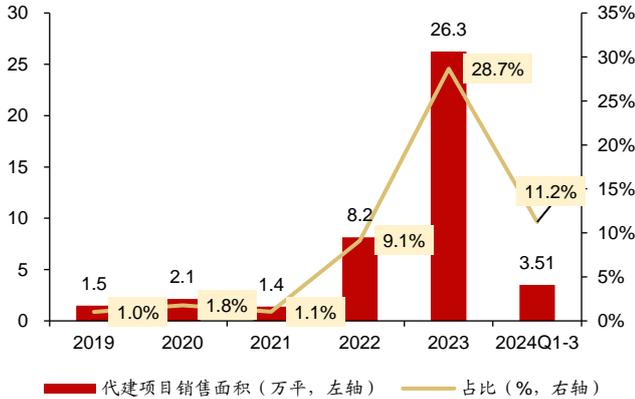
公司股东中国信达作为四大 AMC 之一，自 2022 年以来以“国家队”房企纾困的角色助力保交楼、保交付，通过“金融机构接管+委托代建”模式纾困了多个项目。根据中国房地产报消息，2022 年至 2024 年 9 月底期间，中国信达参与房地产风险化解项目 152 个，投资 737 亿元，保障 10.1 万套商品房按期交付，带动 3220 亿元项目复工复产，实现了 4.4 倍的风险化解效率。信达地产作为中国信达房地产开发业务运作平台，以集团协同的模式承接项目，多以代建方或合作方参与，扮演项目管理者的角色。

2022 年开始，在中国信达“AMC+代建”模式推动下，公司通过与股东协同的方式获取了多宗代建项目，2022 年公司新获取代建项目 168 万方，占全部新增土储比例 76%，代建项目在总土储中占比升至 23%；2023 年新获取代建项目 73 万方，仍然占全部新增土储比例 50% 以上，代建项目在总土储中占比升至 39%。2024Q1-3 公司暂未获取代建项目，截至 9 月末，代建项目在总土储中占比仍然保持在 30% 的比例。公司代建项目销售贡献在 2022 年之后贡献占比快速攀升，2023 年贡献占比升至约 30% 的比例，2024 年前三

季度受新增代建项目减少的原因降至 11%。截止 2024 年 9 月末，信达地产的代建项目在总土储中占比近 3 成。

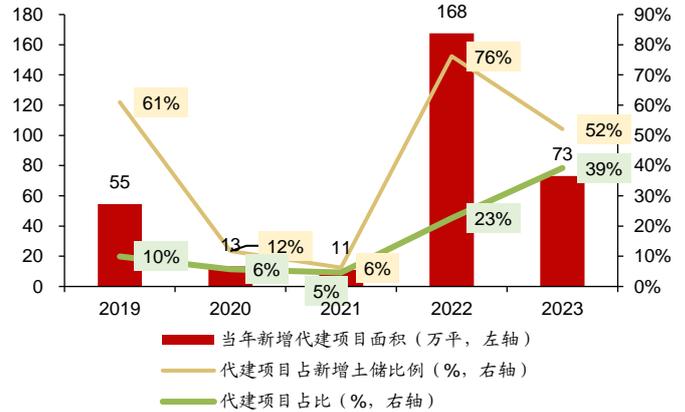
我们认为信达地产的代建业务在 2025-2026 年还有进一步拓展的空间。一方面保交楼业务在房地产“止跌回稳”的政策背景下还要继续推进，另一方面 2025 年信达地产和股东组成基金为后续获取新项目奠定基础。

图25: 信达地产代建项目销售面积及占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图26: 信达地产代建项目获取情况



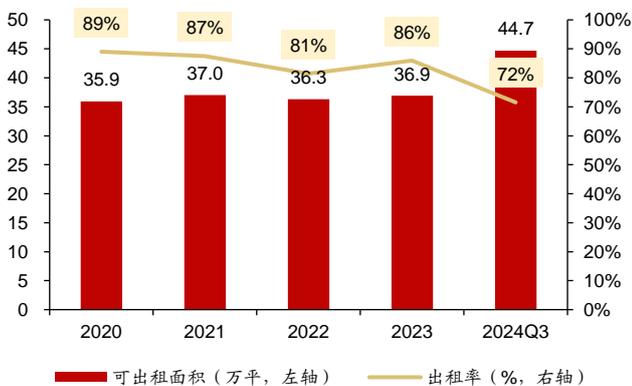
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.3 租赁业务

信悦资管公司成立于 2022 年 11 月，专注于产业园区、公寓、酒店等非住宅不动产投资及资产管理，致力于打造“非住不动产资源整合+轻资产运营管理+非住不动产投资及资产管理”三位一体的资管平台，是信达地产打造“第二发展曲线”的重要战略布局，主要对接中国信达及不良资产行业里的非住不动产资源。

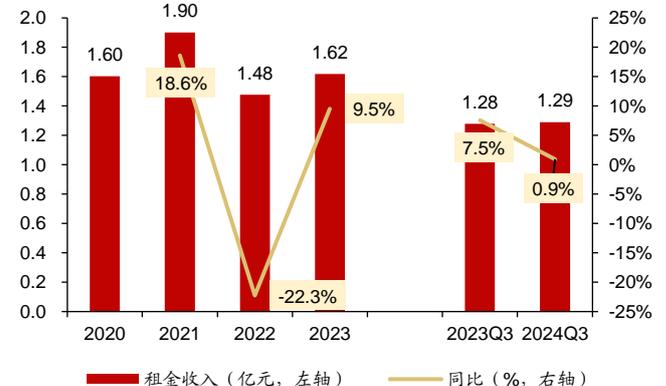
截至 2024 年 9 月末，信悦资管的业务类型上主要包括商业及办公业态，共持有可出租项目 42 个，可出租面积 44.7 万方，已出租面积 32 万方，出租率 72%，出租收入 1.3 亿元，同比基本持平。2024 年前三季度公司可出租面积有所增长，公司资管项目出租率有所下降。我们认为其原因在于项目受到宏观经济影响和新项目未达到运营稳定期所造成。由于出租面积的增加，公司总租金收入得以保持稳定。

图27: 信达地产持有资产可出租面积及出租率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图28: 信达地产租金收入及同比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4 盈利预测和投资建议

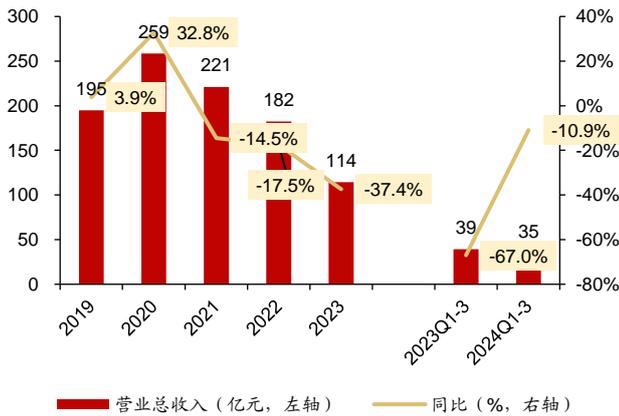
4.1 公司财务简析

受市场环境趋冷和房地产项目结转规模缩小的影响，信达地产 2021 年以来营业收入持续负增长，2023 年公司营业收入为 114.2 亿元，同比下降 37.4%。2024 年前三季度收入为 35.0 亿元，同比下降 10.9%，降幅相对收窄。房地产业务是信达地产的主要业务，2019 至 2021 年占比在 90% 以上，近年房地产业务比重有所下滑，2022 年占比 88%，2023 年占 83%，其他业务收入占比提升明显。

2020 年以来，信达地产归母净利润持续下滑，2023 年归母净利润为 5.1 亿元，同比下降 8.2%，归母净利润水平降至 2019 年的五分之一。信达地产的毛利率一直维持在 20% 至 30% 之间，2024 年前三季度的毛利率为 28.9%，同比下跌 3.4 个百分点，但仍处高位。净利率水平自 2020 年来持续下跌，2023 年短暂回升至 5.3%，2024 年前三季度出现亏损，净利润跌至-4.3%，同比下降 10.3 个百分点。根据公司业绩预告，2024 年信达地产归母净利润为-7.3 亿元到-6.0 亿元。

从信达地产现有资产的营收和利润表现来看，信达地产可通过盘活基金以法拍、重组等方式获得项目来优化现有资产盈利水平的空间还很大。

图29：信达地产 2019-2024Q3 营业收入及增速



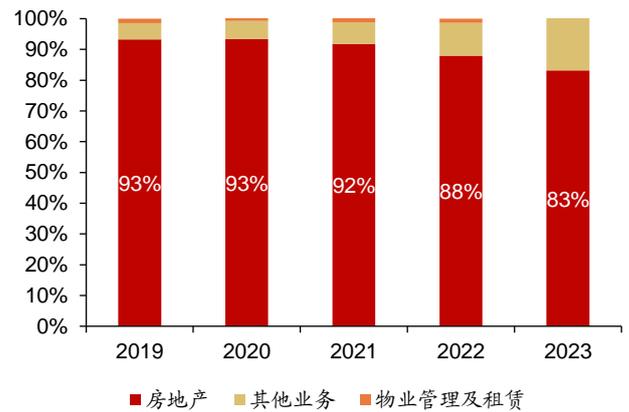
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图31：信达地产 2019-2024Q3 归母净利润及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：根据业绩预告，2024 年信达地产归母净利润为-7.3 亿元到-6.0 亿元。

图30：信达地产 2019-2023 年各项营业收入占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图32：信达地产 2019-2024Q3 毛利率与净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2 盈利预测和估值

我们认为信达地产的开发业务、代建业务在 2025-2026 年会有较大的变动。在房地产行业持续下行的过程中，房企竞争格局的变化给信达地产带来更广阔的业务空间。此外，我们认为 2024 年不良资产管理新政给信达地产市场化获取项目做好了铺垫。

由于收并购、法拍等方式获取项目具有不确定性，我们以信达地产截止 2024 年 9 月三季报公布的主营业务情况做较为保守的盈利预测。

1) **房地产销售业务（包括项目开发销售和代建销售）**：我们预计公司房地产开发业务随着项目开发结算逐步推进，2025-2026 年如无新项目获取，结算收入同比稳步下滑。同时受行业价格压力影响，毛利率仍旧承压。通常代建项目的利润率较开发业务利润率低，如后续代建项目销售占比提升，也会使得公司销售业务毛利率承受压力；如占比下降则利好企业利润率修复。

2) **租赁业务**：租赁业务收入和利润通常较为平稳，我们预计公司在不新增租赁面积的情况下，租金收入和利润率维持现状。

表5：盈利预测情况

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	18248	11420	8420	7420	6420
同比（%）	-17.45%	-37.42%	-26.27%	-11.88%	-13.48%
1) 开发业务（百万元）	16,051	9,502	7,100	6,100	5,100
同比（%）	-20.89%	-40.80%	-25.28%	-14.08%	-16.39%
占比（%）	88%	83%	84%	82%	79%
2) 其他业务（百万元）	2,198	1,794	1,200	1,200	1,200
同比（%）	21.04%	-18.35%	-33.12%	0.00%	0.00%
占比（%）	12%	16%	14%	16%	19%
毛利（百万元）	4599	3090	1780	1660	1540
1) 开发业务（百万元）	2,929	1,758	910	790	670
占比（%）	64%	57%	51%	48%	44%
2) 其他业务（百万元）	1,671	1,332	870	870	870
占比（%）	36%	43%	49%	52%	56%
毛利率（%）	23%	27%	21%	22%	24%
1) 开发业务（%）	18%	19%	13%	13%	13%
2) 其他业务（%）	76%	74%	73%	73%	73%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

估值方面，中国信达作为 AMC 类上市公司，相同类型的公司较少，但是主营业务结构和开发商有些类似，因此 PE 和 PB 估值可以和传统开发商做比较。但是 AMC 在房地产行业历史周期中具有纾困作用，房企面临资产价格下行时恰好给 AMC 带来低价收购资产的机会。因此 **AMC 具有开发商收缩时具有扩张机会的独特属性**。PE 和 PB 两种估值来看，我们认为房地产周期底部使用 PB 估值更合适，因为强周期波动下利润通常会较低，进而使得房企公司在周期底部的 PE 估值过高（如果利润为正）。如果利润为负，那么 PE 估值很难作参考。我们认为对信达地产估值而言，一方面可以关注公司在后续收购项目过程中项

目区位是否得到优化，其次是能否会以更加合适的资产价格获得项目。以上两点对信达地产的 PB 估值修复都有推动作用。

其次，由于信达地产和母公司共同成立 200 亿元的盘活资金。我们认为 200 亿元资金按照三道红线资产负债率 70% 的要求，可以撬动约 400 亿元的融资，总共投资规模可以达到 600 亿元。我们认为，后续盘活基金的持续项目收购，会给公司带来项目规模上的增加、可结算收入和利润的增加，进而带动信达市值增加。因此关注信达地产盘活资金收购进展，也会影响信达的市值。

表6: 可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (人民币元)				PE (倍)				PB (倍)
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2024
001979.SZ	招商蛇口	925	0.65	0.66	0.72	0.83	15.71	15.51	14.22	12.30	0.95
600325.SH	保利发展	146	0.79	0.61	0.67	0.73	6.72	8.66	7.95	7.30	0.70
	均值						12.01	13.32	12.17	11.52	1.09
600657.SH	信达地产	136	0.18	-0.23	-0.03	0.01	26.92	—	—	—	0.55

资料来源: Wind, 浙商证券研究所。注: 截至 2025 年 1 月 17 日, 除信达地产为浙商证券盈利预测, 其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期。

综上所述, 结合行业竞争格局的变化和信达地产自身资源优势, 我们看好信达地产在 2025-2026 年的业务拓展, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5 风险提示

1) 不良资产收并购存在较大不确定性: 不良资产收并购过程复杂, 被收购资产往往具有复杂的债务关系, 涉及到对收并购资产的尽职调查、估值、交易流程设计等方面, 在实际执行过程中可能存在工作流程中的纰漏、困难, 导致项目推进进展缓慢。

2) 不良资产利润率受房地产基本面修复情况而定: 行业下行期, 未来市场的销售竞争或将更加激烈, 城市分化将更加明显, 可能导致公司销售不畅, 现金回款紧张、利润率下降。

3) 行业纾困政策推进不及预期: 公司深度参与房地产行业纾困中, 若相关政策推进不及预期, 可能导致公司的项目拓展速度较慢, 进而影响公司的拓展及销售规模。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	54,884	59,333	58,552	57,894
现金	9,674	16,587	19,691	23,263
交易性金融资产	2,035	1,985	1,935	1,885
应收账款	1,884	1,771	1,655	1,483
其它应收款	1,317	1,006	886	767
预付账款	46	37	32	27
存货	35,723	33,658	30,114	26,281
其他	4,205	4,289	4,239	4,189
非流动资产	27,771	27,270	27,270	27,270
金融资产类	3,840	3,319	3,319	3,319
长期投资	5,666	5,666	5,666	5,666
固定资产	520	520	520	520
无形资产	11	11	11	11
在建工程	0	0	0	0
其他	17,734	17,754	17,754	17,754
资产总计	82,655	86,603	85,823	85,165
流动负债	25,324	26,684	25,509	24,335
短期借款	90	390	690	990
应付款项	3,331	2,588	2,245	1,902
预收账款	46	34	30	26
其他	21,857	23,672	22,545	21,417
非流动负债	32,060	35,429	35,929	36,429
长期借款	10,005	10,505	11,005	11,505
其他	22,054	24,923	24,923	24,923
负债合计	57,383	62,113	61,438	60,763
少数股东权益	640	524	508	511
归属母公司股东权益	24,632	23,967	23,876	23,891
负债和股东权益	82,655	86,603	85,823	85,165

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	712	(2,203)	1,818	2,330
净利润	602	(772)	(106)	17
折旧摊销	57	0	0	0
财务费用	2,754	329	308	317
投资损失	(1,876)	(758)	(742)	(706)
营运资金变动	(1,331)	(2,461)	1,760	2,305
其它	507	1,458	598	398
投资活动现金流	697	1,112	794	758
资本支出	28	2	2	2
长期投资	(254)	50	50	50
其他	923	1,060	742	706
筹资活动现金流	(4,154)	8,003	492	483
短期借款	(922)	300	300	300
长期借款	(911)	500	500	500
其他	(2,320)	7,203	(308)	(317)
现金净增加额	(2,744)	6,913	3,104	3,572

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,420	8,420	7,420	6,420
营业成本	8,330	6,640	5,760	4,880
营业税金及附加	205	168	148	128
营业费用	341	253	223	193
管理费用	735	505	445	385
研发费用	5	3	3	3
财务费用	1,292	1,232	1,142	1,120
资产减值损失	(387)	(1,386)	(500)	(300)
公允价值变动损益	110	0	0	0
投资净收益	951	758	742	706
其他经营收益	8	6	5	4
营业利润	873	(1,104)	(154)	22
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	876	(1,102)	(152)	24
所得税	274	(331)	(46)	7
净利润	602	(772)	(106)	17
少数股东损益	96	(116)	(16)	3
归属母公司净利润	505	(656)	(90)	14
EBITDA	1,166	130	990	1,144
EPS (最新摊薄)	0.18	(0.23)	(0.03)	0.01

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-37.42%	-26.27%	-11.88%	-13.48%
营业利润	-33.63%	/	/	/
归属母公司净利润	-8.18%	/	/	/
获利能力				
毛利率	27.06%	21.14%	22.37%	23.99%
净利率	4.43%	-7.79%	-1.22%	0.22%
ROE	2.05%	-2.74%	-0.38%	0.06%
ROIC	1.28%	0.14%	1.07%	1.22%
偿债能力				
资产负债率	69.43%	71.72%	71.59%	71.35%
净负债比率	97.40%	94.60%	85.56%	74.14%
流动比率	2.17	2.22	2.30	2.38
速动比率	0.59	0.80	0.95	1.13
营运能力				
总资产周转率	0.13	0.10	0.09	0.08
应收账款周转率	5.88	4.61	4.33	4.09
应付账款周转率	2.22	2.25	2.39	2.36
每股指标(元)				
每股收益	0.18	-0.23	-0.03	0.01
每股经营现金	0.25	-0.77	0.64	0.82
每股净资产	8.64	8.40	8.37	8.38
估值比率				
P/E	26.92	/	/	/
P/B	0.55	0.57	0.57	0.57
EV/EBITDA	29.88	282.58	34.81	27.71

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>