

房地产行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

房地产组

分析师：池天惠（执业 S1130524080002） 联系人：何裕佳

chitianhui@gjzq.com.cn

heyujia@gjzq.com.cn

地产 2024 年业绩总结：砥砺前行 向新笃行

基本结论

资产负债表：基本满足三道红线要求，资产减值损失有所提升。2024 年多数重点房企中现金短债比、剔除预资产负债率、净负债率出现下滑，反映整体地产行业处于缩表的阶段，公司主动调整负债规模。部分重点房企 2024 年短期有息负债占比提升，利用自身优质调整融资结构。存货结构方面，2024 年整体销售市场仍处于下行趋势，各房企竣工存货的占比普遍有所上升。合同负债方面，2024 年除中国海外发展以外，其他房企的合同负债均出现回落，反映 2024 年各家房企销售依旧承压。资产减值损失方面，2024 年除绿地控股、中国金茂、滨江集团以外，其他重点房企的资产减值损失相比 2023 年进一步扩大。

利润表：业绩承压仍未缓解，归母净利润跌幅大于营收。2024 年多数重点房企营收面临下滑压力，14 家重点房企中有 9 家出现营收同比下滑。从绝对规模来看央国企仍然是营收规模中占比较高的房企类型。利润方面，2024 年除滨江集团以外，其他重点房企归母净利润均出现下滑。毛利率与净利率方面，由于整体销售情况并未明显好转，相关指标依旧延续下行态势。销管费率方面，2024 年 14 家重点房企中，有 8 家销管费率出现下滑。滨江作为改善型房企的优秀代表，整体销管费率近年来不断保持下行。少数股东损益方面，由于行业下行期整体表现偏弱，但由于前期低权益占比项目较多，因此多数房企 2024 年少数股东损益占净利润比例提升。

现金流量表：经营性现金流分化，融资性现金流出对应缩表趋势。2024 年多数重点房企维持经营性现金流的正向流入，持续强化运营的安全边际，华润、招商、龙湖等具备一定体量经营性业务的房企现金流表现相对稳健及强势。从同比变动来看，在 24 年开发销售及资产运营承压的背景下，部分房企的经营性现金流净额同比明显下滑。从回款的角度看，面对销售下行压力，各房企普遍紧抓回款，以保障自身现金流安全。2024 年在房地产金融政策的持续加码下，央国企开发商的融资渠道持续畅通，部分其他房企的融资困境有所改善，融资性现金流大幅流出的现象有所缓解。

经营端：销售承压，投资收缩，土储下降，融资成本下行。从全口径销售金额来看，2024 年仅剩保利、中海两家开发商的销售额在 3000 亿以上，2000-3000 亿仅华润、万科、招商三家。从销售金额同比来看，24 年仅中海的销售金额录得同比+0.3%的增幅。从投资金额同比来看，由于供给端各地方政府普遍缩减了推地规模，需求端房企投资意愿下降（销售下降，后市面临不确定性）或受制于拿地竞争激烈（部分热门地块溢价率较高），因此 24 年多数房企的投资额同比为负。土储方面，2024 年房企的土储建面均进一步下降，其中降幅较大的是金地、龙湖、万科、绿城等。融资成本方面，随着利率中枢的下行以及金融支持地产的加码，24 年开发商融资成本继续下降。

投资建议

今年一季度商品房成交在 2024 年低基数的情况下跌幅明显收窄，考虑到政策仍有发力空间，预计未来地产行业有望实现止跌回稳。从当前行业趋势来看，不同城市之间的分化较为明显，其中一线城市以及部分二线城市修复趋势明显好于其他城市，因此我们首推重点布局深耕杭州，主打改善产品，具备持续拿地能力的房企，如**滨江集团、建发国际集团、绿城中国**；稳健选择头部央国企**招商蛇口、中国海外发展**等。建议关注地方政府化债，并购重组弹性标的。

风险提示

宽松政策对市场提振不佳；三四线城市恢复力度弱；多家房企出现债务违约

内容目录

房企选择.....	4
一、资产负债表：基本满足三道红线要求，资产减值损失有所提升.....	4
1.1、三道红线：多数重点房企均满足三道红线的要求.....	4
1.2、短期有息负债占比有所提升.....	5
1.3、存货结构：竣工存货占比有所提升.....	6
1.4、合同负债：多数房企出现下滑.....	7
1.5、资产减值损失：多数房企资产减值损失有所提升.....	8
二、利润表：业绩承压仍未缓解，归母净利润跌幅大于营收.....	9
2.1、营业收入：尚未摆脱下行趋势.....	9
2.2、归母净利润：整体依旧承压.....	10
2.3、毛利率、净利率：延续前期下滑态势.....	11
2.4、销管费率：整体表现有所分化.....	12
2.5、少数股东损益：规模及 ROE 均出现下滑，占净利润比例有所提升.....	14
三、现金流量表：经营性现金流分化，融资性现金流出对应缩表趋势.....	15
3.1、经营性现金流表现分化.....	15
3.2、融资性现金流持续净流出，对应缩表趋势.....	17
四、经营端：销售承压，投资收缩，土储下降，融资成本下行.....	18
4.1、销售额普遍下降，改善型房企销售价格上升.....	18
4.2、投资金额及强度明显下降，央国企及改善型房企主导土地市场.....	19
4.3、土储建面规模下降，仍能保障未来几年销售.....	21
4.4、开发商融资成本继续下降.....	22
五、投资建议.....	22
六、风险提示.....	24

图表目录

图表 1： 房地产开发企业分类统计.....	4
图表 2： 2024 年多数重点房企现金短债比出现下滑.....	4
图表 3： 2024 年多数重点房企剔除预资产负债率有所下滑.....	5
图表 4： 2024 年多数重点房企的净负债率有所回落.....	5
图表 5： 2024 年多数重点房企的短期有息负债占比提升.....	6
图表 6： 2024 年多数重点房企总存货下滑（亿元）.....	6
图表 7： 2024 年多数重点房企的竣工存货占总存货比例有所提升.....	7

图表 8: 2024 年多数重点房企合同负债出现下滑 (亿元)	7
图表 9: 2024 年多数重点房企合同负债占营收比例出现下滑	8
图表 10: 2024 年多数重点房企资产减值损失有所上涨 (亿元)	8
图表 11: 2024 年多数重点房企资产减值损失占净资产比例有所上涨	9
图表 12: 2024 年多数重点房企资产减值损失占净利润比例有所上涨	9
图表 13: 2024 年多数重点房企营收下滑 (亿元)	10
图表 14: 2024 年多数重点房企营收同比出现下滑	10
图表 15: 2024 年多数重点房企归母净利润下滑 (亿元)	11
图表 16: 2024 年多数重点房企归母净利润同比下滑	11
图表 17: 2024 年多数重点房企毛利率维持下滑	12
图表 18: 2024 年多数重点房企净利率进一步下行	12
图表 19: 2024 年多数重点房企销管费率有所分化	13
图表 20: 2024 年部分重点房企销售费率有所提升	13
图表 21: 2024 年部分重点公司管理费有所下滑	14
图表 22: 2024 年多数重点公司少数股东损益有所下滑 (亿元)	14
图表 23: 2024 年多数重点公司少数股东损益占净利润比例有所提升	15
图表 24: 2024 年多数重点公司少数股东损益 ROE 下滑	15
图表 25: 24 年多数重点房企经营性现金流维持流入 (亿元)	16
图表 26: 24 年重点房企的经营性现金流净额同比表现分化 (%)	16
图表 27: 24 年部分房企的销售回款率维持高位 (%)	17
图表 28: 24 年建发、金茂的融资性现金流为净流入 (亿元)	17
图表 29: 24 年重点房企的融资性现金流净额同比表现分化 (%)	18
图表 30: 24 年央国企开发商的销售额仍然靠前 (亿元)	18
图表 31: 24 年各房企销售额普遍同比下降 (%)	19
图表 32: 24 年滨江、绿城、中海、保利的销售价格上升 (元/平)	19
图表 33: 24 年投资金额较大的主要是央国企、改善型开发商 (亿元)	20
图表 34: 24 年仅金茂的投资额同比上升 (%)	20
图表 35: 24 年建发、滨江维持 0.4 以上的投资强度	21
图表 36: 24 年房企的土储建面进一步下行 (万方)	21
图表 37: 截至 24 年末, 房企的土储去化周期普遍较长 (年)	22
图表 38: 24 年房企融资成本均有所下降	22
图表 39: A 股地产 PE-TTM	23
图表 40: 港股地产 PE-TTM	23
图表 41: 覆盖公司估值情况	23

房企选择

基于 2024 年报披露情况以及当前市场的变化情况，我们选取在 A 股和 H 股上市的 14 家以房地产开发为主业的上市公司作为重点房企进行研究分析。

图表1：房地产开发企业分类统计

性质	名称	A 股/H 股
央企	保利发展	A
	中国海外发展	H
	华润置地	H
	招商蛇口	A
	中国金茂	H
国企	建发国际集团	H
	越秀地产	H
	A 公司	A
民企	滨江集团	A
	龙湖集团	H
混合所有制	万科 A	A
	绿城中国	H
	金地集团	A
	绿地控股	A

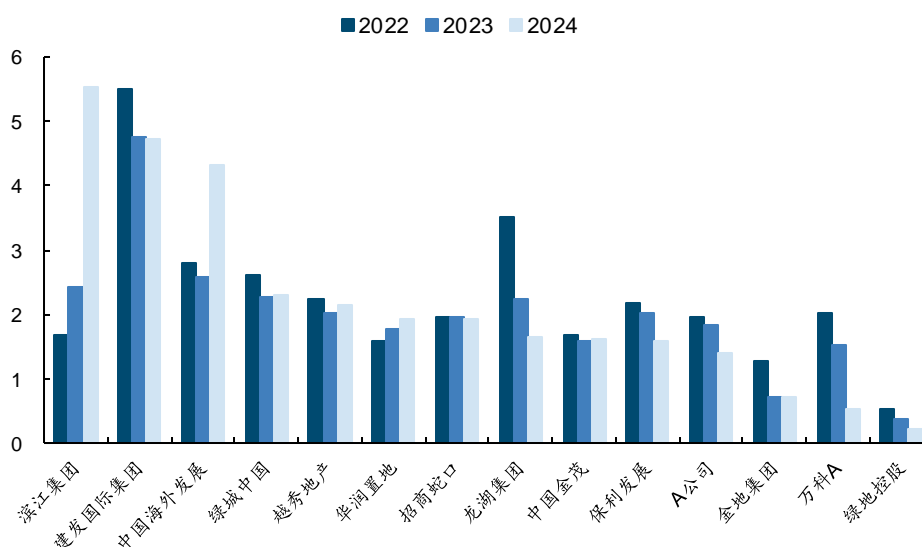
来源：wind，国金证券研究所

一、资产负债表：基本满足三道红线要求，资产减值损失有所提升

1.1、三道红线：多数重点房企均满足三道红线的要求

2024 年多数重点房企现金短债比出现下滑，基本保持前两年的趋势。值得关注的是滨江集团，其通过良好的资金管理，在过去三年现金短债比实现逐年上涨。中海、绿城、越秀、华润等房企背靠央国企的信用，2024 年现金短债比相比 2023 年有所修复。目前金地、万科、绿地现金短债比小于 1，未来仍然较大偿债压力。

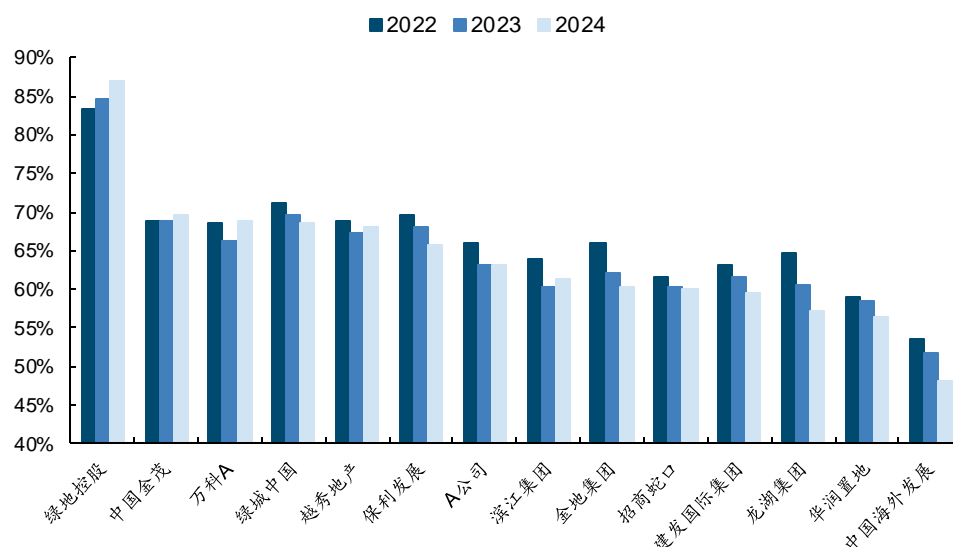
图表2：2024 年多数重点房企现金短债比出现下滑



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

2024 年多数重点房企剔除预资产负债率有所下滑，主要集中在央国企及部分优质民企。重点房企中仅绿地控股的剔除预资产负债率超过 70%

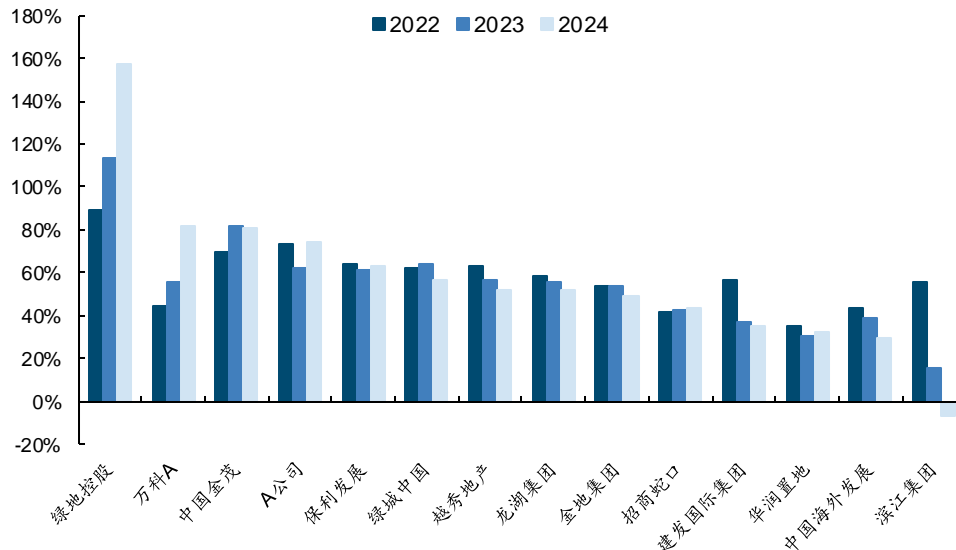
图表3：2024 年多数重点房企剔除预资产负债率有所下滑



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

2024 年多数重点房企净负债率低于去年同期，其中滨江集团净负债率为负，体现了其优秀的资金管理能力和目前仅绿地控股净负债率超过 100%。

图表4：2024 年多数重点房企的净负债率有所回落

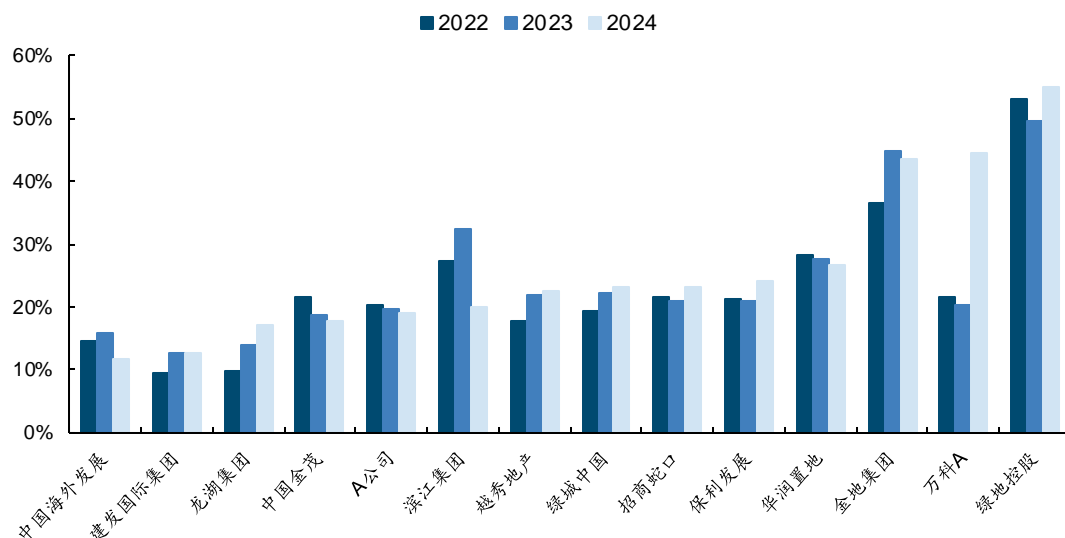


来源：wind，公司公告，国金证券研究所

1.2、短期有息负债占比有所提升

2024 年多数重点房企短期有息负债占比提升，其中提升比例最高的是万科，反映其在未来一年内有较大的短期偿债压力。如滨江、中海、华润等房企实现短期有息负债占比下行，反映其利用自身优质调整融资结构。

图表5：2024年多数重点房企的短期有息负债占比提升

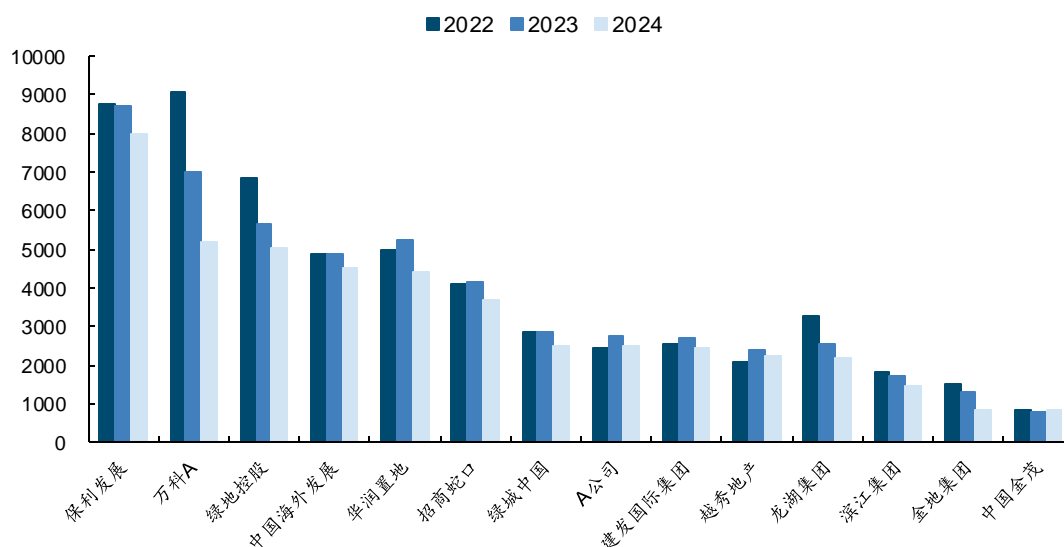


来源：wind，公司公告，国金证券研究所

1.3、存货结构：竣工存货占比有所提升

从整体存货来看，除中国金茂以外，其他重点房企总存货均出现下滑，反映房企整体仍然处于去库存的阶段，在行业下行期将重心放在原有未售出的库存出清。

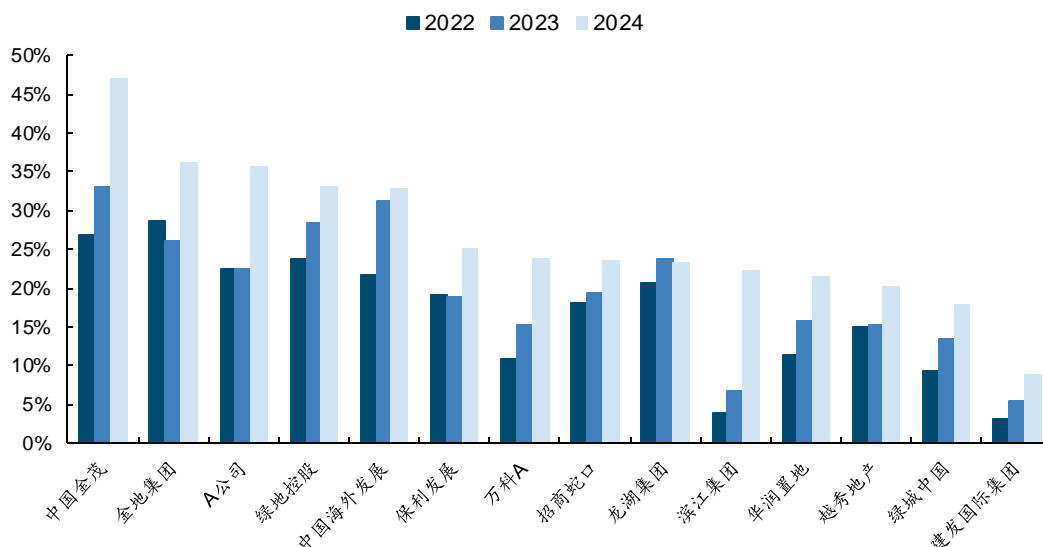
图表6：2024年多数重点房企总存货下滑（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

从存货结构看，已竣工但未售出的存货比例越低，即房企的滞重库存越少，说明资产质量更高、流动性更好，销售去化表现更强。2024年整体销售市场仍处于下行趋势，各房企竣工存货的占比普遍有所上升，其中建发国际集团（9%）存货结构在重点房企中表现更健康，竣工存货占总存货比例小于10%。

图表7：2024年多数重点房企的竣工存货占总存货比例有所提升

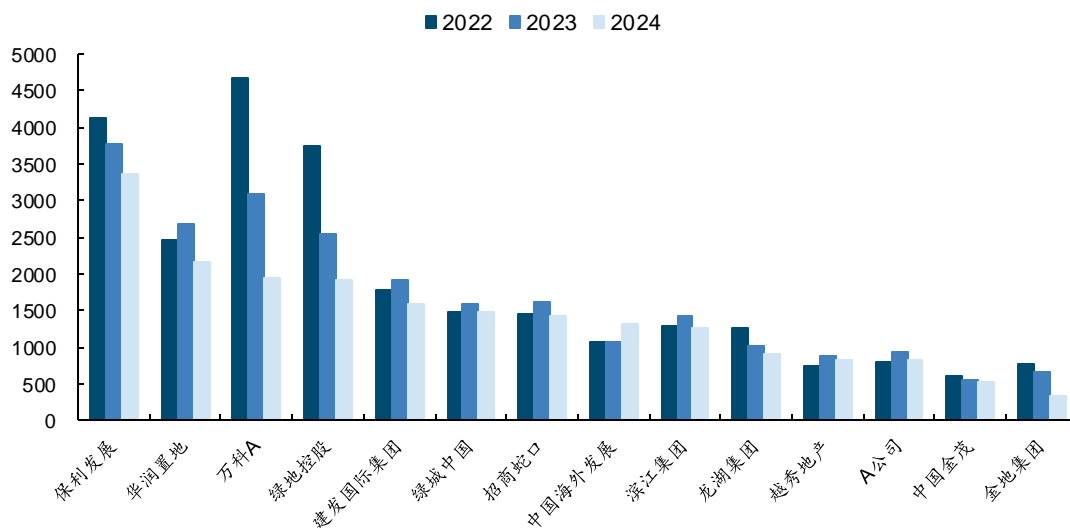


来源：wind，公司公告，国金证券研究所

1.4、合同负债：多数房企出现下滑

2024年除中国海外发展以外，其他房企的合同负债均出现回落，反映2024年各家房企销售依旧承压，从下滑幅度来看，万科2024年合同负债相比2023年减少超过1000亿，反映其当前销售压力较大。

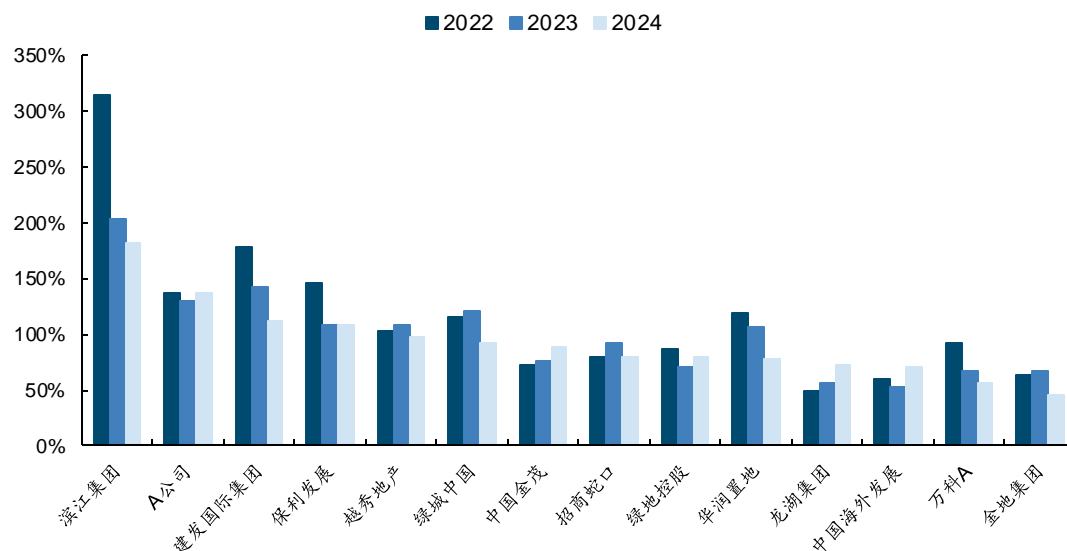
图表8：2024年多数重点房企合同负债出现下滑（亿元）



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

考虑到合同负债对应当期销售但尚未交付的房子销售收入，因此合同负债占营收比重越高，对应后续房企营收的稳定性相对更有保障。2024年由于整体销售仍有下行压力，多数重点房企合同负债占营收比例出现下滑。部分房企如中国海外发展实现逆势上涨，反映其销售的稳定性在行业中名列前茅。

图表9：2024 年多数重点房企合同负债占营收比例出现下滑

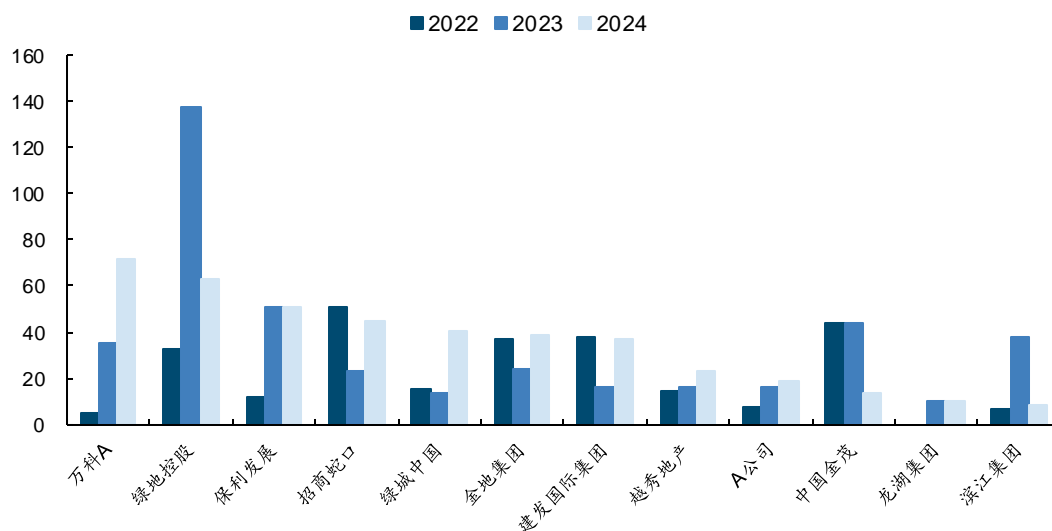


来源：wind，公司公告，国金证券研究所

1.5、资产减值损失：多数房企资产减值损失有所提升

2024 年除绿地控股、中国金茂、滨江集团以外，其他重点房企的资产减值损失相比 2023 年进一步扩大，其中万科资产减值损失连续两年大幅上涨，反映其前期项目当下有较大的折价压力。滨江由于其整体开发项目质量相对优质，即使近年来房价有所回落，其资产减值损失在重点房企中相对较小。

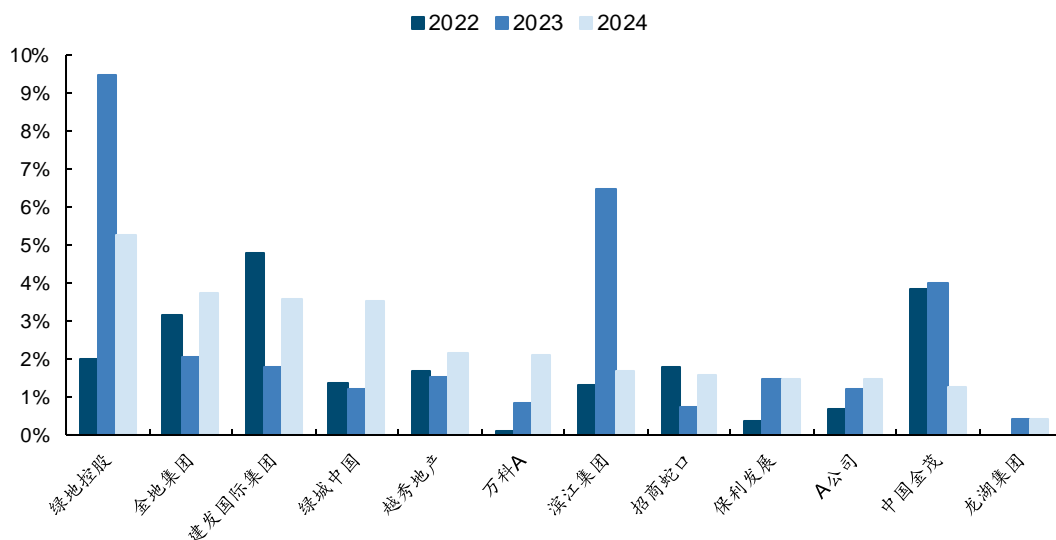
图表10：2024 年多数重点房企资产减值损失有所上涨（亿元）



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

从资产减值损失占净资产比例来看，该指标反映公司资产质量的情况，若占比过高，反映公司当前资产质量相对较差。2024 年由于房价仍然处于下行趋势，多数重点房企资产减值损失占净资产的比例有所上涨。从绝对值来看，龙湖自身商业地产较多，其资产减值损失压力相对较小。

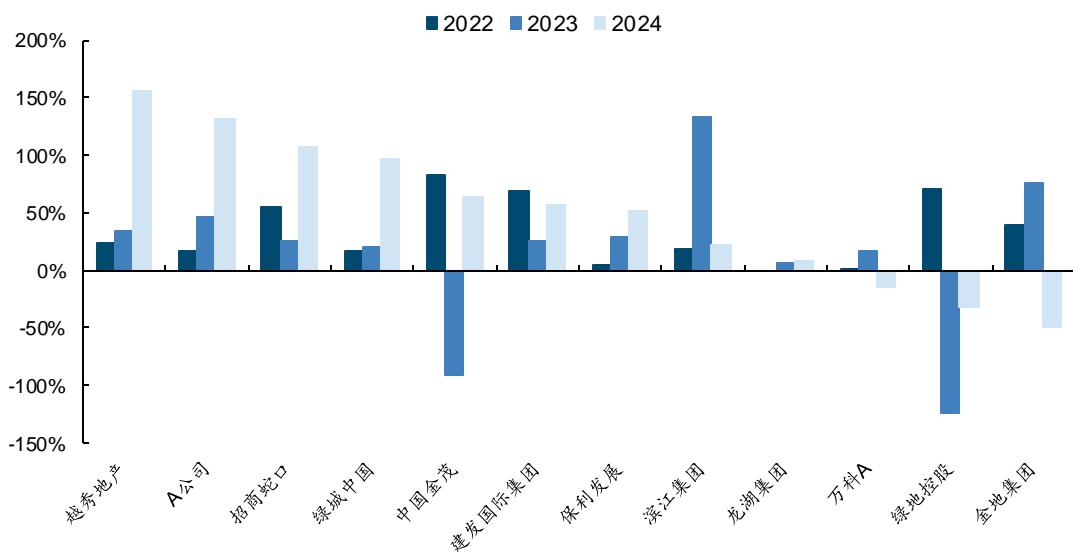
图表11：2024年多数重点房企资产减值损失占净资产比例有所上涨



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

从资产减值损失占净利润的比例来看，该指标反映公司盈利的稳定性，若该比例波动较大，或意味着公司盈利稳定性存在疑问。近年来由于地产行业整体承压，房企在该过程中通过资产减值损失去调整公司整体利润情况。目前来看 2024 年多数房企该比例出现上涨，反映公司使用资产减值损失调整业绩的意愿较强。

图表12：2024年多数重点房企资产减值损失占净利润比例有所上涨



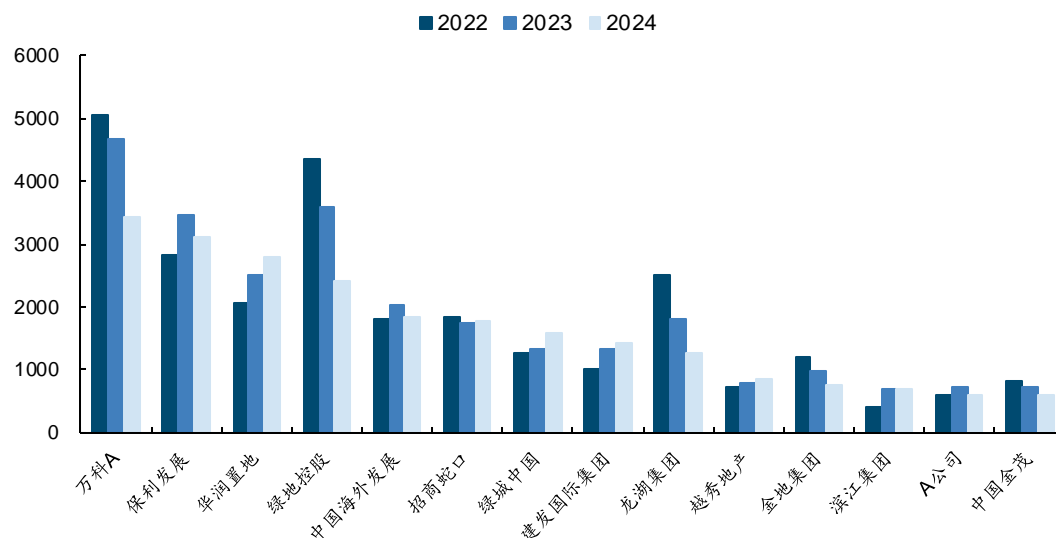
来源：wind，公司公告，国金证券研究所

二、利润表：业绩承压仍未缓解，归母净利润跌幅大于营收

2.1、营业收入：尚未摆脱下行趋势

2024年多数重点房企营收面临下滑压力，14家重点房企中有9家出现营收同比下滑。从绝对规模来看，万科仍然处于行业前列，央企仍然是营收规模中占比较高的房企类型，2024年共有9家房企营收在千亿以上。

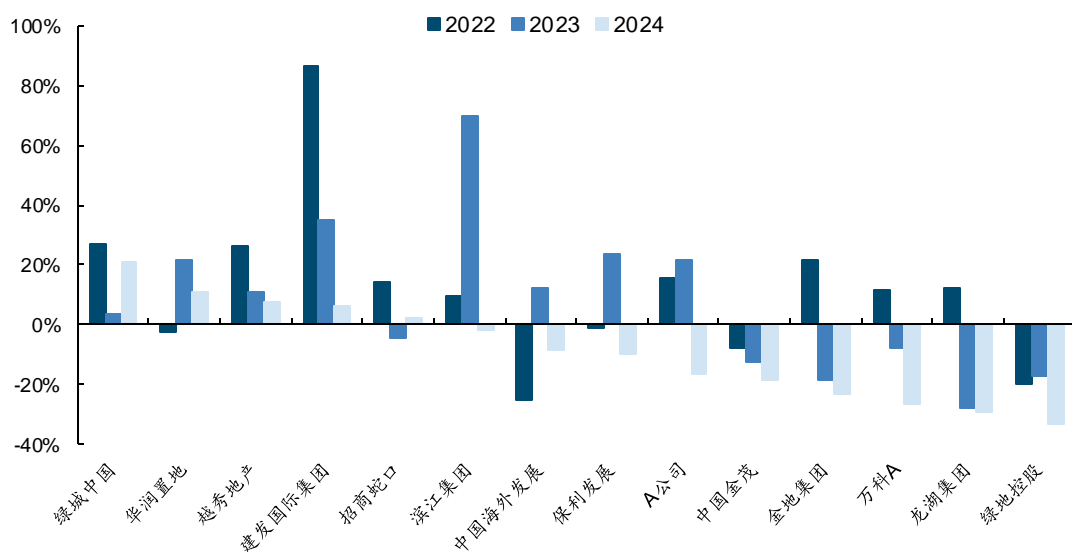
图表13：2024年多数重点房企营收下滑（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

2024年多数重点房企营收同比出现下滑，仅绿城中国和招商蛇口实现营收同比上涨。从同比变化的情况来看，滨江集团营收同比下滑幅度在重点房企中最大。

图表14：2024年多数重点房企营收同比出现下滑

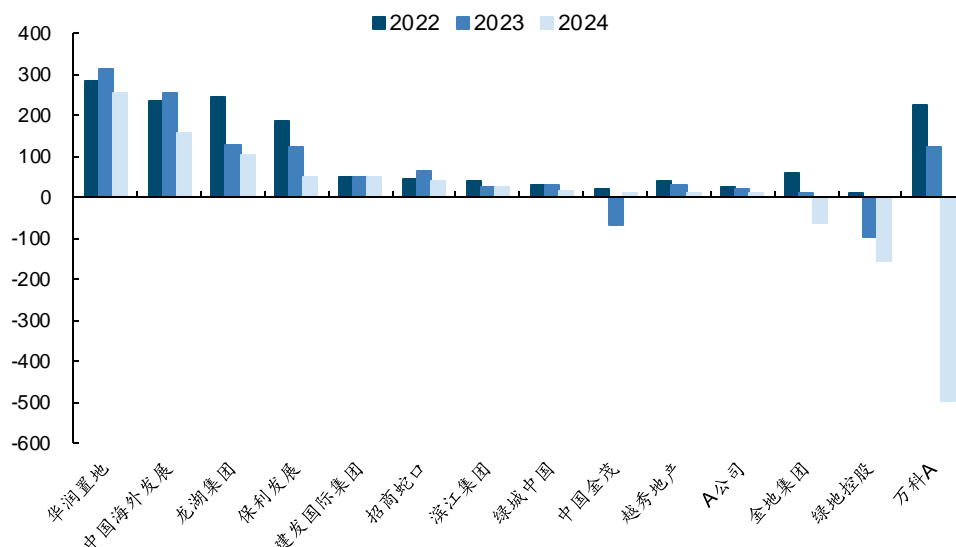


来源：wind，国金证券研究所

2.2、归母净利润：整体依旧承压

2024年除滨江集团以外，其他重点房企归母净利润均出现下滑。从绝对规模来看，华润置地、中国海外发展、龙湖集团排名前三，且归母净利润保持在100亿元以上。从下滑的程度来看，万科的2024年亏损相比2023年扩大超过600亿元。

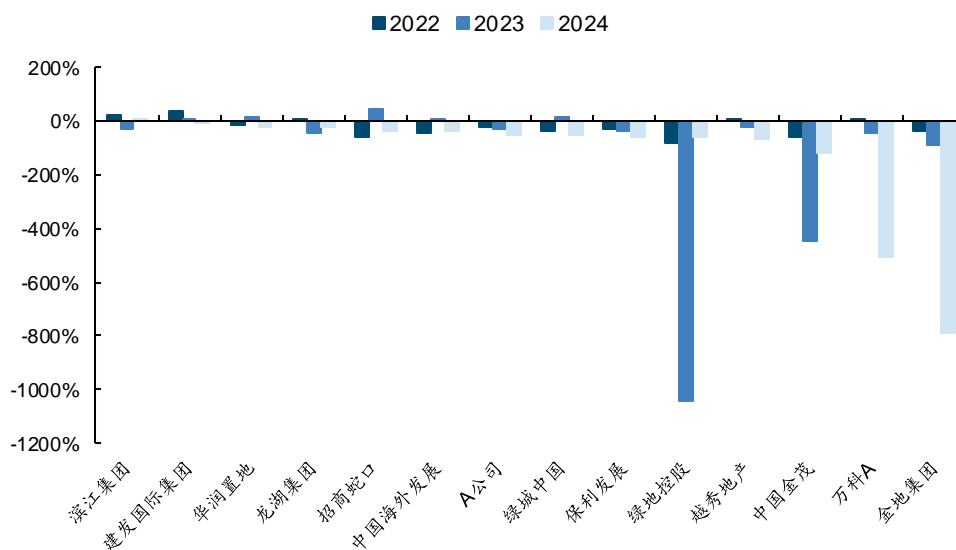
图表15：2024年多数重点房企归母净利润下滑（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

2024年14家重点房企中归母净利润同比出现下滑的共有10家，其中下滑幅度最大的是金地集团，绿地控股由于去年基数太低使得2024年归母净利润同比跌幅显著收窄。从2024年的归母净利润同比跌幅绝对值来看，多数房企跌幅超过30%，反映地产下行对公司业绩的影响仍然存在。

图表16：2024年多数重点房企归母净利润同比下滑

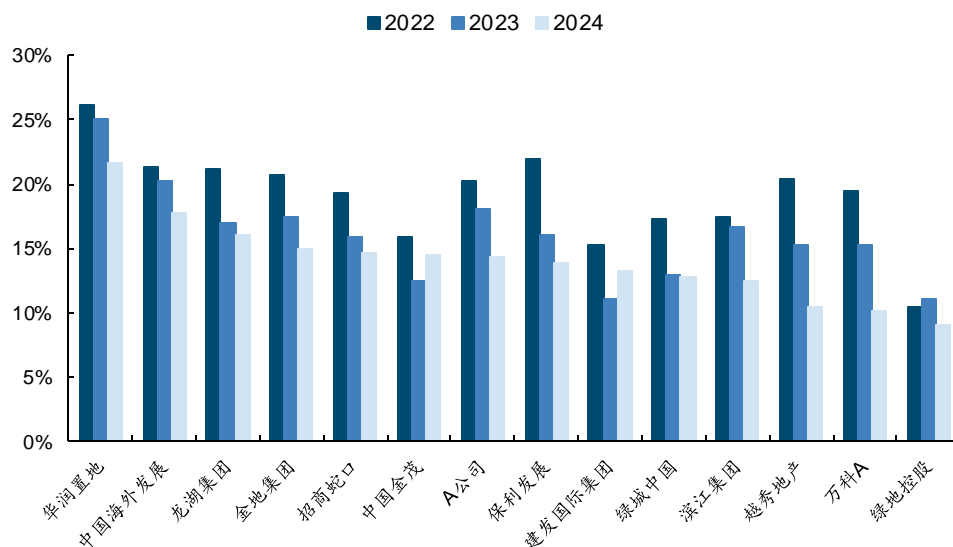


来源：wind，国金证券研究所

2.3、毛利率、净利率：延续前期下滑态势

2024年多数房企毛利率维持下滑的趋势，其中中国金茂、建发国际集团实现毛利率逆势上涨，主因是投资上聚焦核心城市以及通过较强的产品力获得市场认可。从绝对值来看，华润置地得益于高毛利的商业地产，整体毛利率持续高于其他房企，毛利率保持在20%以上。

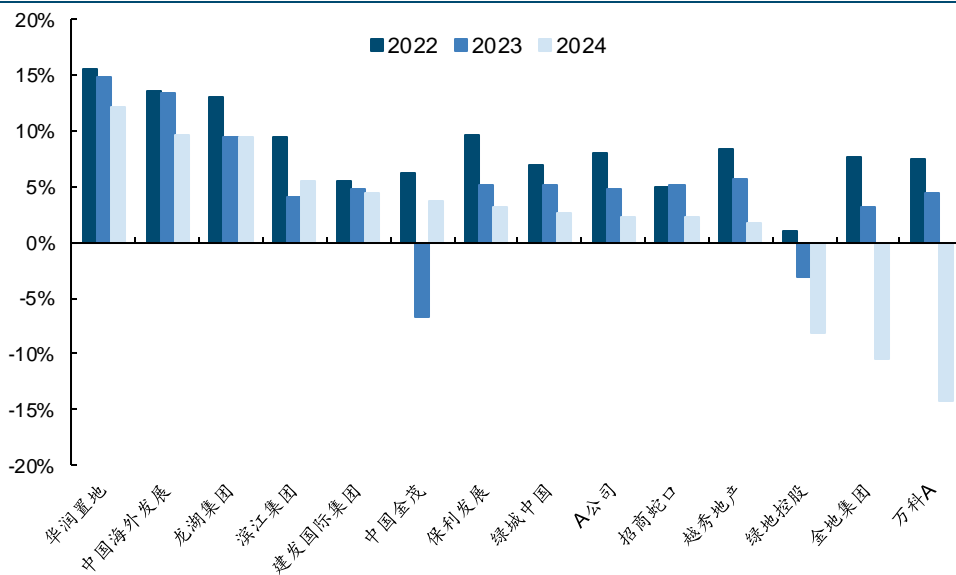
图表17: 2024 年多数重点房企毛利率维持下滑



来源: wind, 国金证券研究所

2024 年 14 家重点房企中仅有 3 家净利率有所反弹, 11 家房企净利率出现下滑。从绝对值来看, 华润是唯一一家净利率超过 10% 的房企, 净利率为负的房企包括了绿地控股、金地集团、万科。

图表18: 2024 年多数重点房企净利率进一步下行

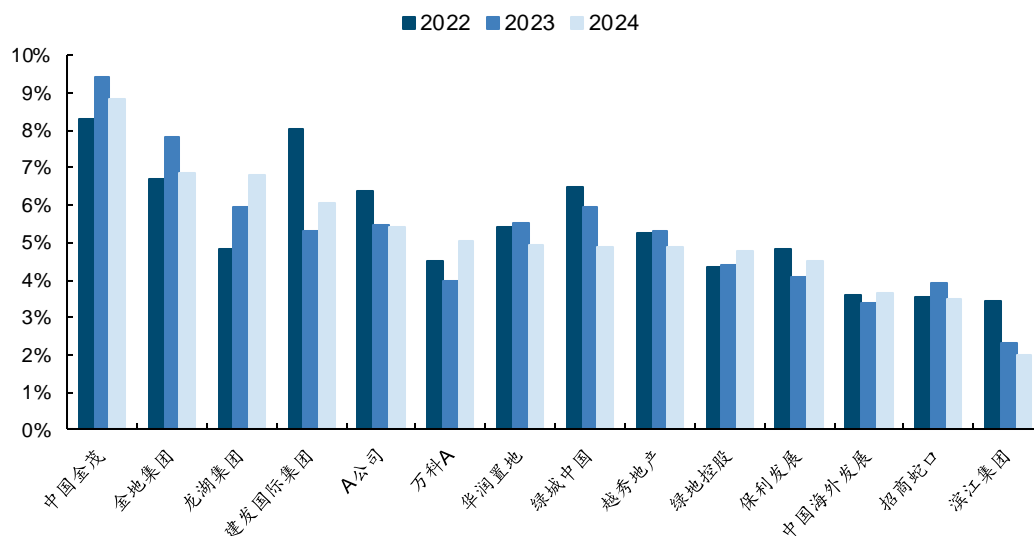


来源: wind, 国金证券研究所

2.4、销管费率：整体表现有所分化

2024 年 14 家重点房企中, 有 8 家销管费率出现下滑。从绝对值来看, 中国金茂、金地集团、龙湖集团排名前列, 反映公司管理能力相较其他重点房企而言仍有提升空间。滨江作为改善型房企的优秀代表, 整体销管费率近年来不断保持下行, 且整体水平处于行业较为领先的地位。

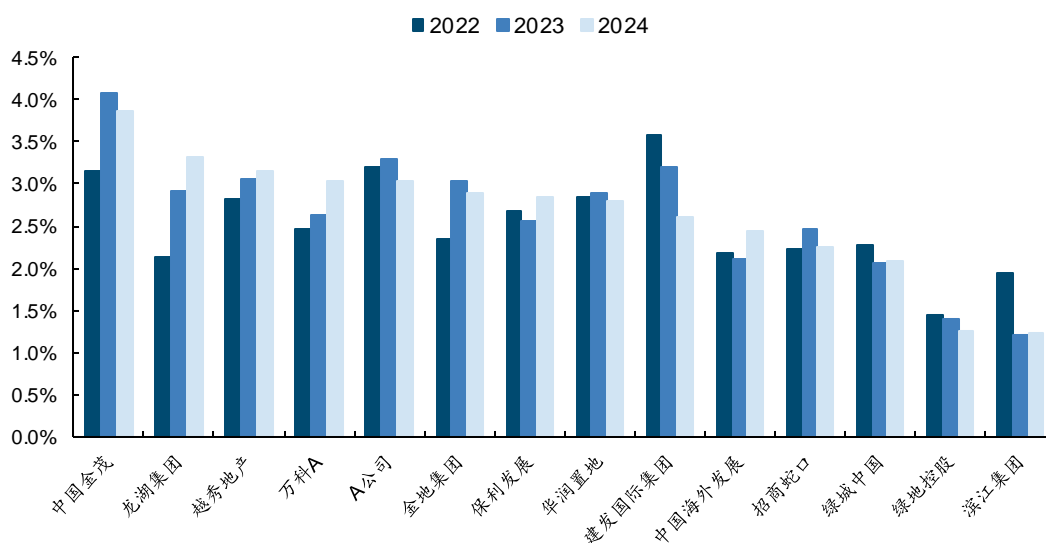
图表19：2024年多数重点房企销管费率有所分化



来源：wind，国金证券研究所

从销售费率来看，由于近年来销售去化在行业下行期难度加大，公司需要加大相关销售费率来促销。从提升幅度来看，龙湖集团与万科是重点房企中销售费率提升最高的房企；从绝对值来看，中国金茂整体销售费率接近 4%，显著高于其他房企。

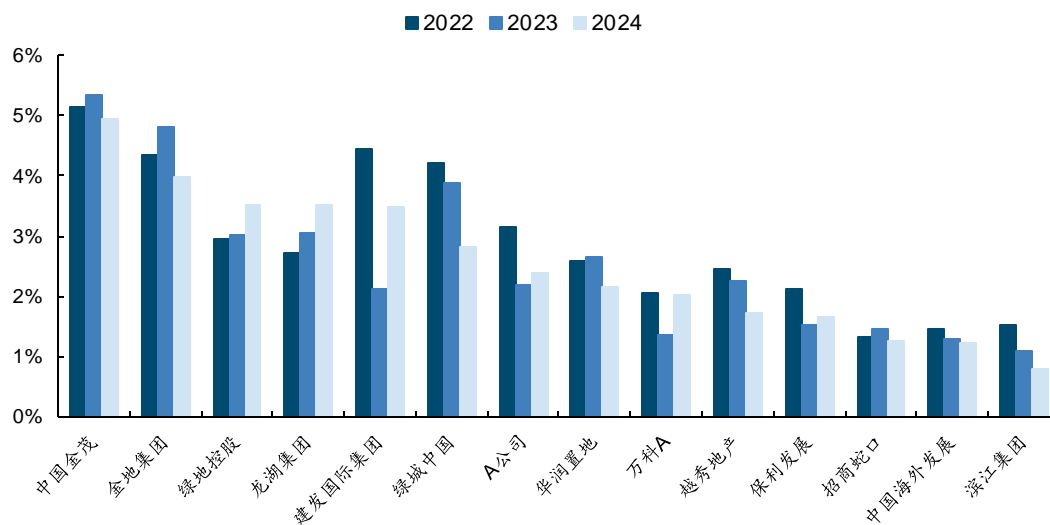
图表20：2024年部分重点房企销售费率有所提升



来源：wind，国金证券研究所

从管理费率来看，在行业下行期由于整体营收规模下行，对公司自身需要的人力资源也面临压缩的情况，14家重点房企中有8家管理费率出现下滑。从变动的绝对值来看，金地集团管理费率下滑较为明显；从绝对值来看，滨江集团控制管理费率显著优于行业水平，整体管理费率不足 1%。

图表21：2024 年部分重点公司管理费率有所下滑

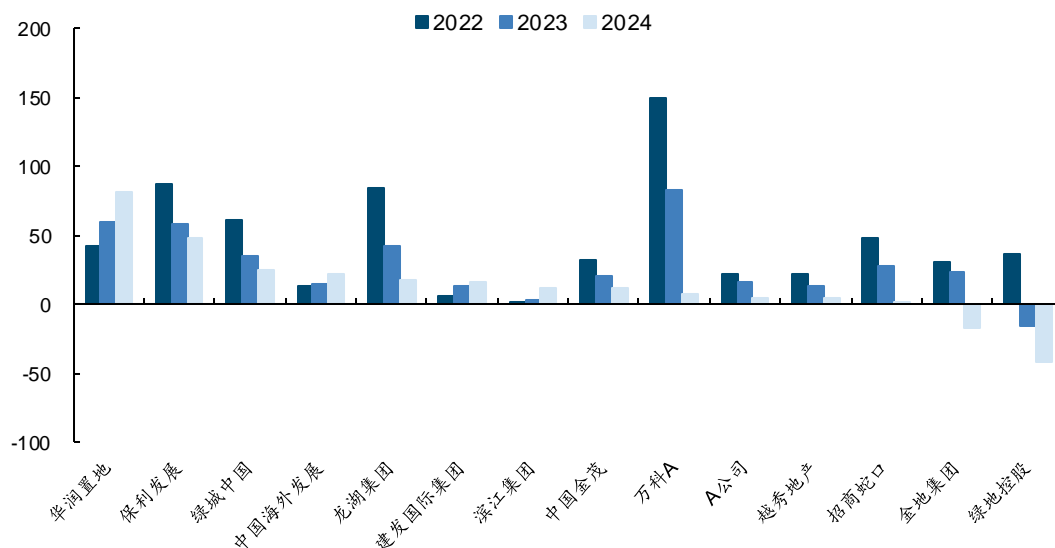


来源：wind，国金证券研究所

2.5、少数股东损益：规模及ROE 均出现下滑，占净利润比例有所提升

2024 年多数重点公司少数股东权益出现下滑，整体反映行业趋势下行的背景下多数项目收益情况不佳的问题。从绝对值来看，华润、保利、绿城的少数股东权益排名行业前列，金地及绿地控股的少数股东权益为负反映相关项目的盈利性较差。

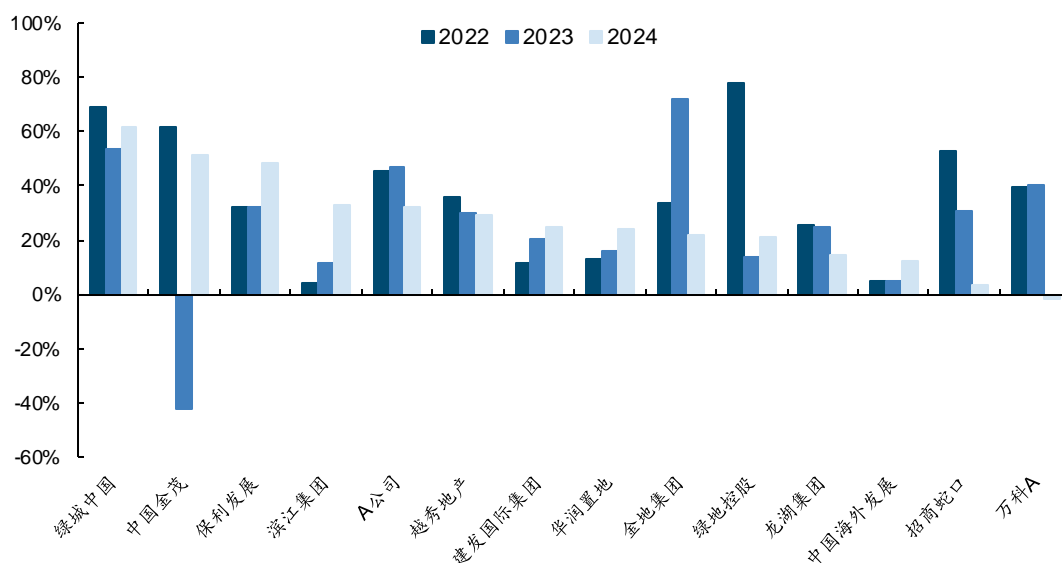
图表22：2024 年多数重点公司少数股东损益有所下滑（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

从少数股东损益占净利润的比例来看，该指标反映公司前期拿地的项目权益占比的情况。根据 2024 年的数据可以看到，多数重点房企少数股东损益占净利润比例有所提升，反映当前低权益占比的项目进入结转阶段，因此对盈利有一定冲击。从绝对值来看，绿城中国、中国金茂及保利发展该比例排名前列。

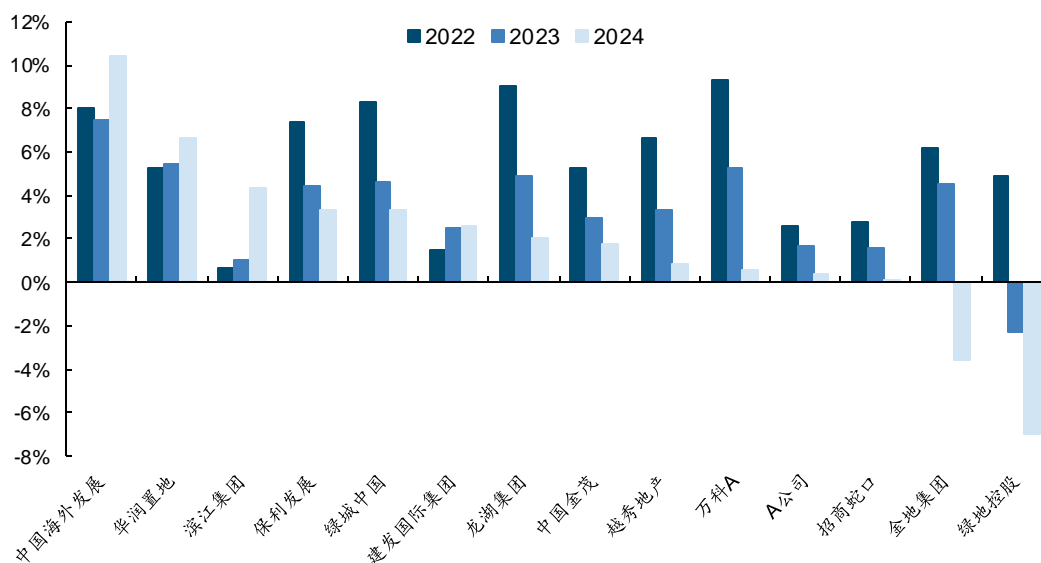
图表23：2024 年多数重点公司少数股东损益占净利润比例有所提升



来源：wind，国金证券研究所

从少数股东损益 ROE 来看，该指标反映公司权益占比较低的项目自身的盈利能力情况。2024 年多数重点公司少数股东损益 ROE 出现下滑，意味着在行业处于下行周期，大部分项目无法避免收益率下行的问题。从绝对值来看，中国海外发展显著高于其他重点公司，且 2024 年实现少数股东 ROE 提升，反映其合作项目质量相对较为优质。

图表24：2024 年多数重点公司少数股东损益 ROE 下滑



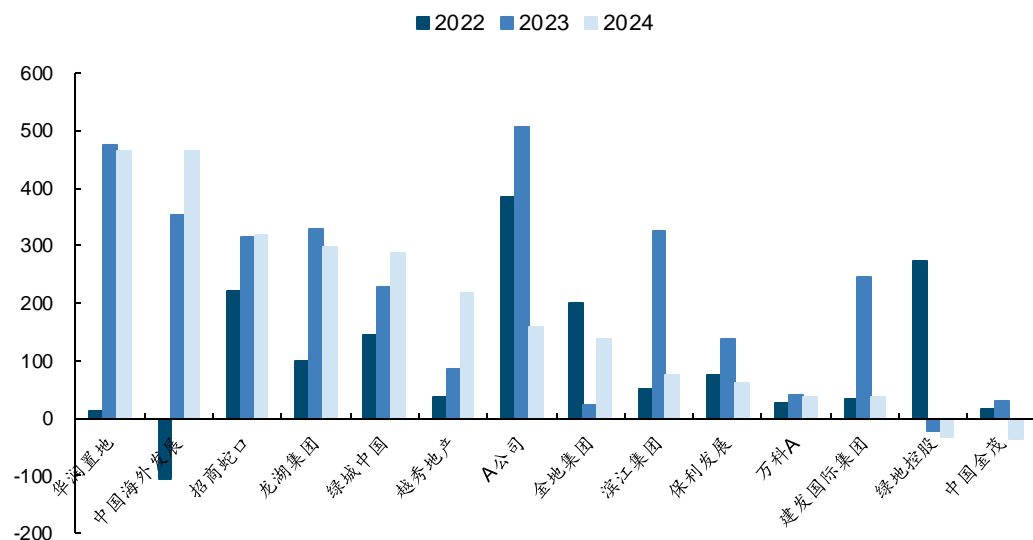
来源：wind，国金证券研究所

三、现金流量表：经营性现金流分化，融资性现金流出对应缩表趋势

3.1、经营性现金流表现分化

2024 年多数重点房企维持经营性现金流的正向流入，持续强化运营的安全边际，华润、招商、龙湖等具备一定体量经营性业务的房企现金流表现相对稳健及强势。

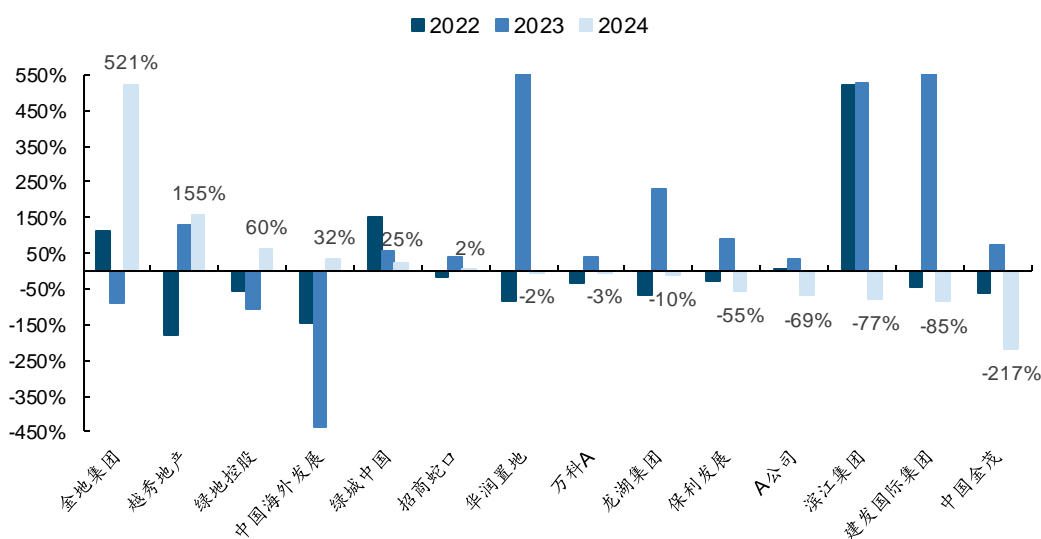
图表25: 24 年多数重点房企经营性现金流维持流入 (亿元)



来源: 国金证券研究所

从同比变动来看,在 24 年开发销售及资产运营承压的背景下,部分房企的经营性现金流净额同比明显下滑。但亦有部分房企缩减开支、加速回款、提升经营质量,逆势实现经营性现金流净额同比上升,如金地顺利穿过偿债高峰期,经营逐步回归正轨。

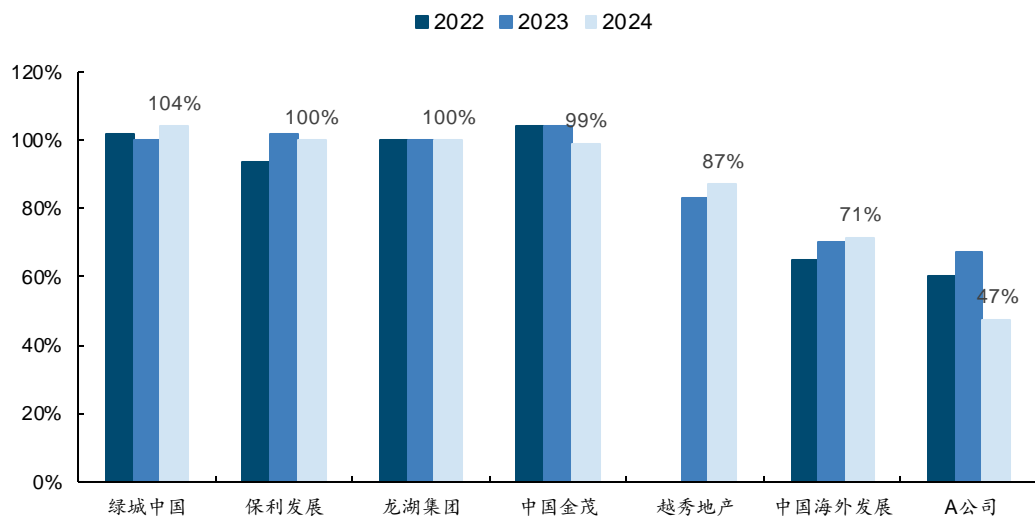
图表26: 24 年重点房企的经营性现金流净额同比表现分化 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

从回款的角度看,面对销售下行压力,各房企普遍紧抓回款,以保障自身现金流安全,绿城、保利、龙湖、金茂等房企的销售回款率维持 100%左右的高位,越秀、中海的回款率呈持续提升趋势。

图表27: 24 年部分房企的销售回款率维持高位 (%)

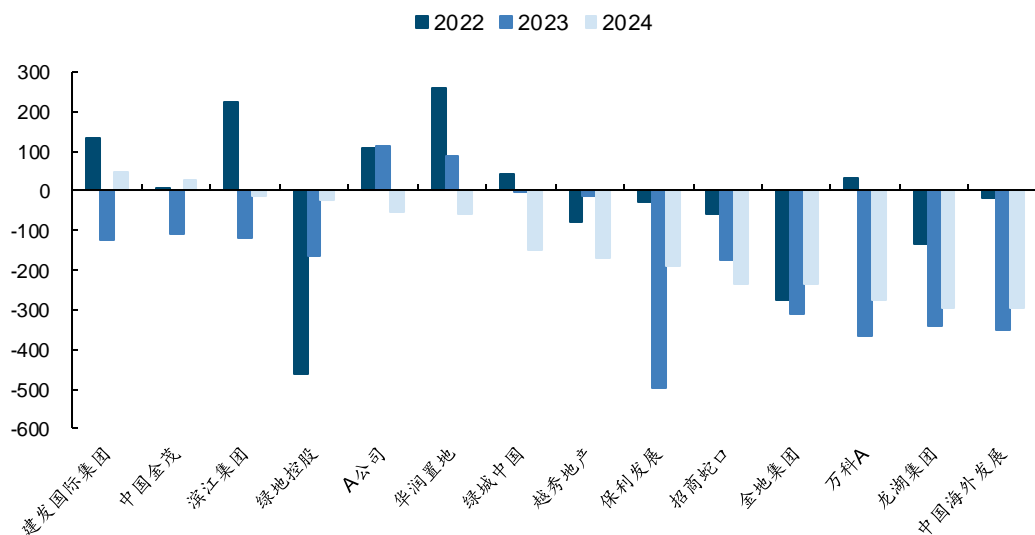


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

3.2、融资性现金流持续净流出, 对应缩表趋势

2024 年在房地产金融政策的持续加码下, 央国企开发商的融资渠道持续畅通, 部分其他房企的融资困境有所改善, 融资性现金流大幅流出的现象有所缓解。但面对开发规模的下降、对后市展望的不确定、偿债期的到来, 部分房企连续 3-4 年融资性现金流净流出, 呈持续缩表态势, 仅建发、金茂的融资性现金流为净流入。

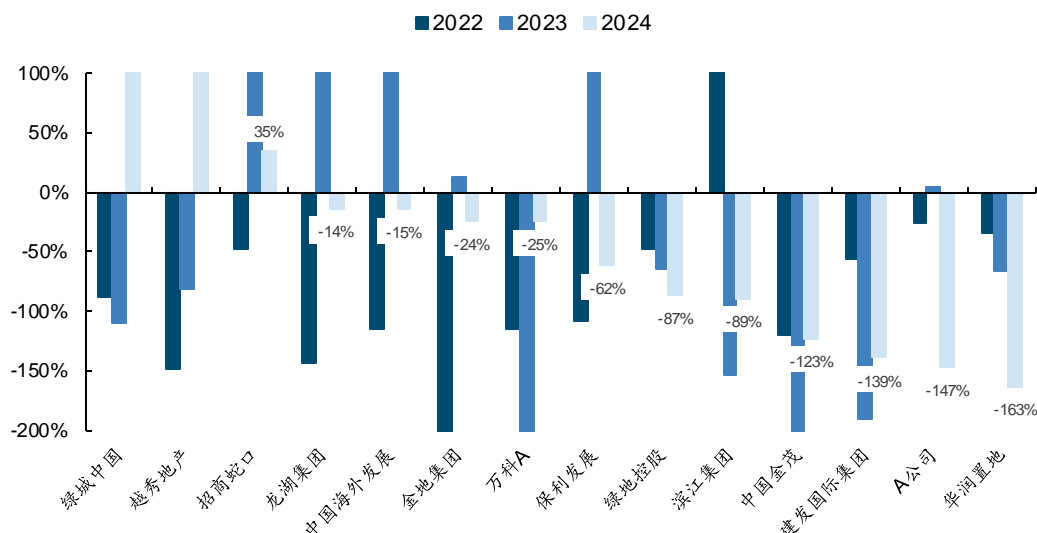
图表28: 24 年建发、金茂的融资性现金流为净流入 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

从同比变动来看, 24 年绿城、越秀、招商的融资性现金流净额 (流出) 同比扩大; 而滨江、绿地、保利、万科、金地、中海、龙湖的融资性现金流净额 (流出) 同比缩小。金茂、建发由 23 年流出转为 24 年流入, A 公司、华润由 23 年流入转为 24 年流出。

图表29：24年重点房企的融资性现金流净额同比表现分化（%）



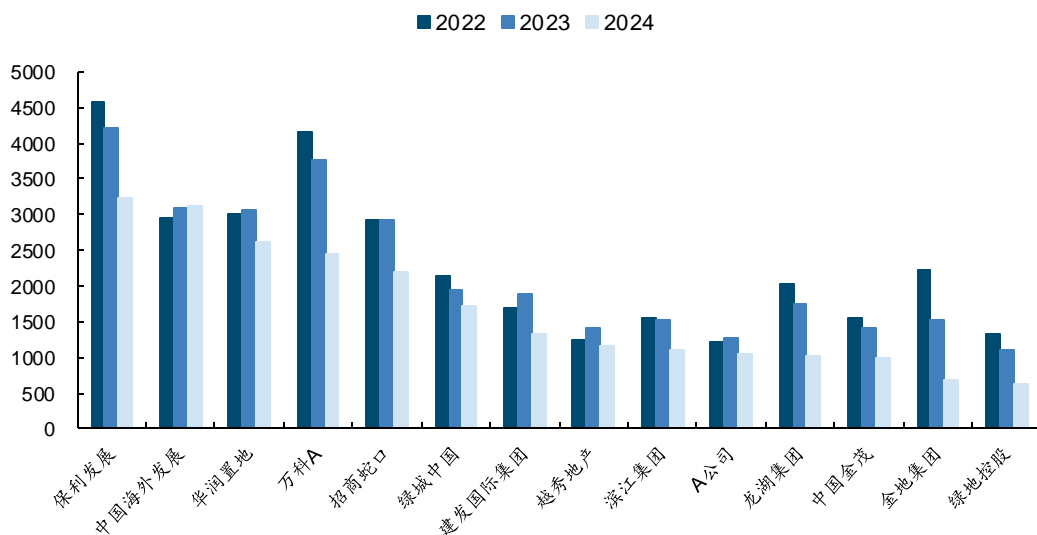
来源：wind，国金证券研究所 注：24年绿城流出同比+3484%，越秀流出同比+1145%

四、经营端：销售承压，投资收缩，土储下降，融资成本下行

4.1、销售额普遍下降，改善型房企销售价格上升

从全口径销售金额来看，2024年仅剩保利、中海两家开发商的销售额在3000亿元以上，2000-3000亿仅华润、万科、招商三家。行业销售额TOP5为四大央企（保利、中海、华润、招商）及1家混合所有制（万科）。行业销售TOP10仅1家民企（滨江）、2家混合所有制（万科、绿地）、4家央企、3家国企（建发、越秀、A公司）。

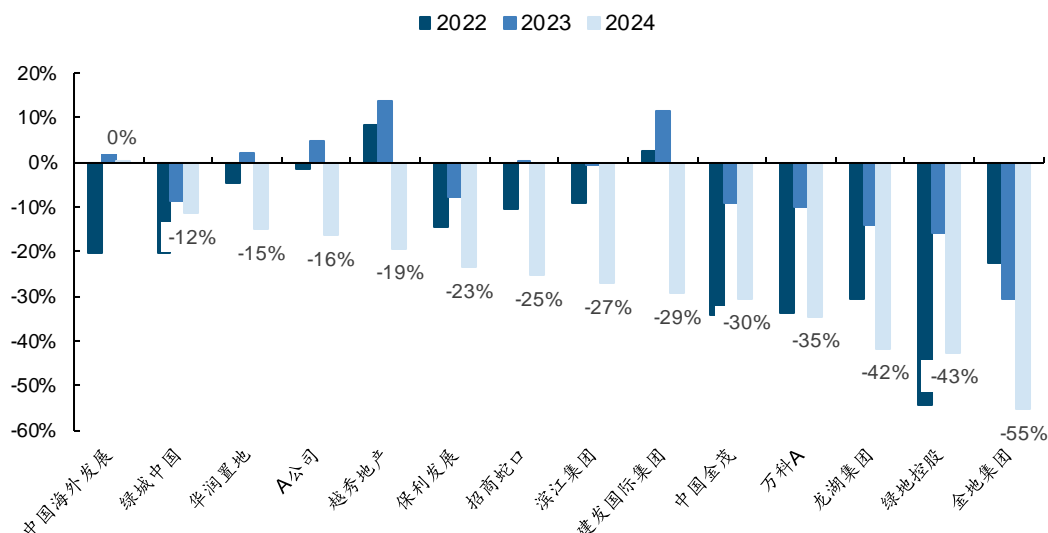
图表30：24年央企开发商的销售额仍然靠前（亿元）



来源：各公司公告，国金证券研究所

从销售金额同比来看，24年仅中海的销售金额录得同比+0.3%的增幅，主因中海于一线城市售出多个豪宅项目，在北京、上海、深圳位居市占率第一（如北京京华玖序；上海顺昌玖里、领邸玖序；深圳深湾玖序）。而销售金额降幅较大的房企主要是近几年未在核心城市积极补货、自身土储质量相对较低。

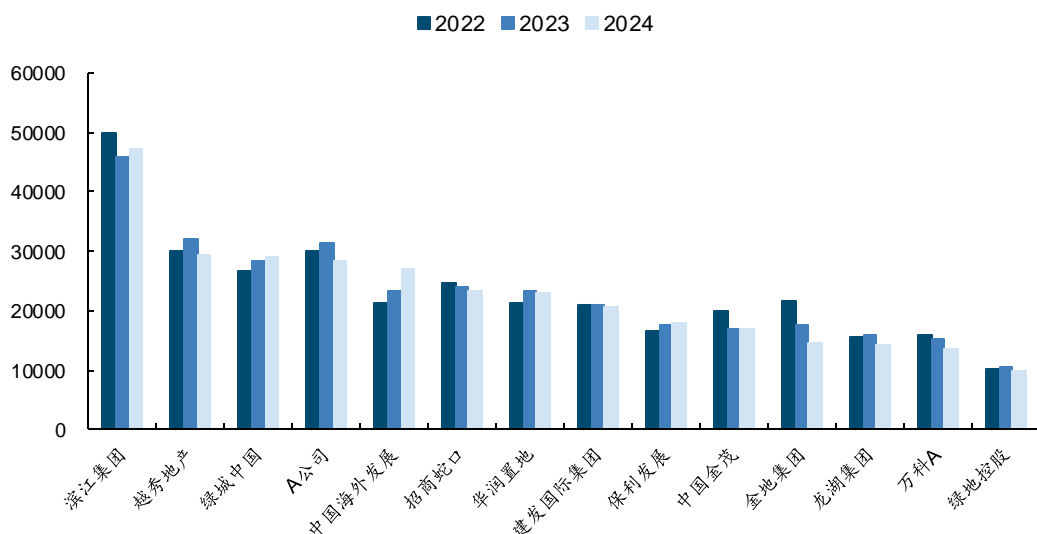
图表31: 24 年各房企销售额普遍同比下降 (%)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

从销售价格来看, 由于客观上 24 年房价筑底以及主观上开发商加速存货去化, 销售价格面临一定的下行压力, 但部分开发商受益于项目供给结构 (区位以核心城市核心区域为主、产品以改善型及豪宅为主) 的改善, 销售价格有所上升, 如滨江、绿城、中海等都是典型的聚焦核心城市且以改善型产品为主的开发商。

图表32: 24 年滨江、绿城、中海、保利的销售价格上升 (元/平)

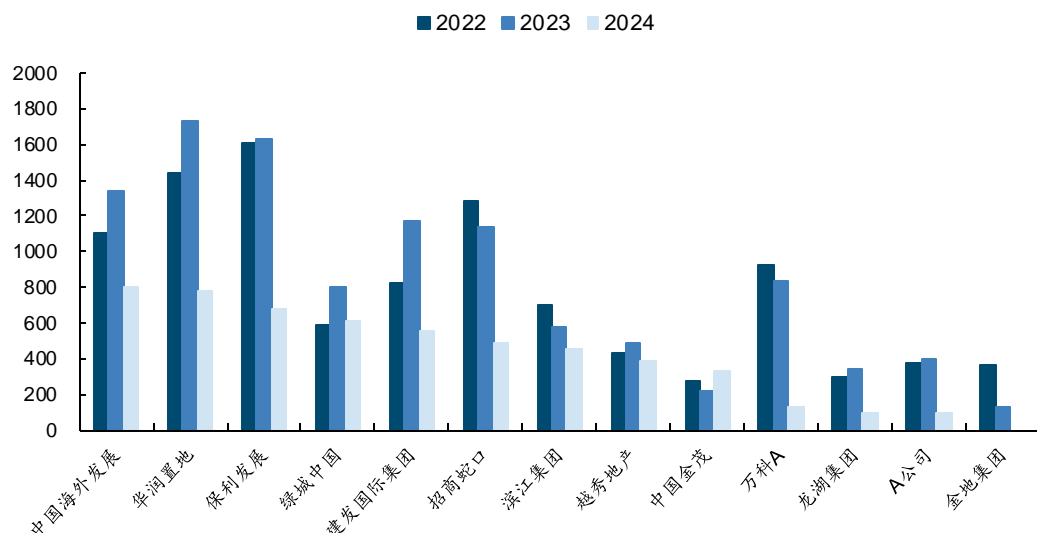


来源: 各公司公告, 克而瑞, 国金证券研究所

4.2、投资金额及强度明显下降, 央国企及改善型房企主导土地市场

当前房企普遍采取“量入为出、以销定投”的策略, 在销售普遍承压的背景下并无激进扩张的意愿, 即只有卖得动才有底气去拿地, 只有不断新拿地才能使销售滚动起来, 两者相辅相成。因此土地市场与销售市场类似, 占主导地位的是央国企及改善型房企。根据中指院, 24 年总投资金额 TOP10 分别仅 1 家民企 (滨江)、1 家混合所有制 (绿城), 其余均为央国企。

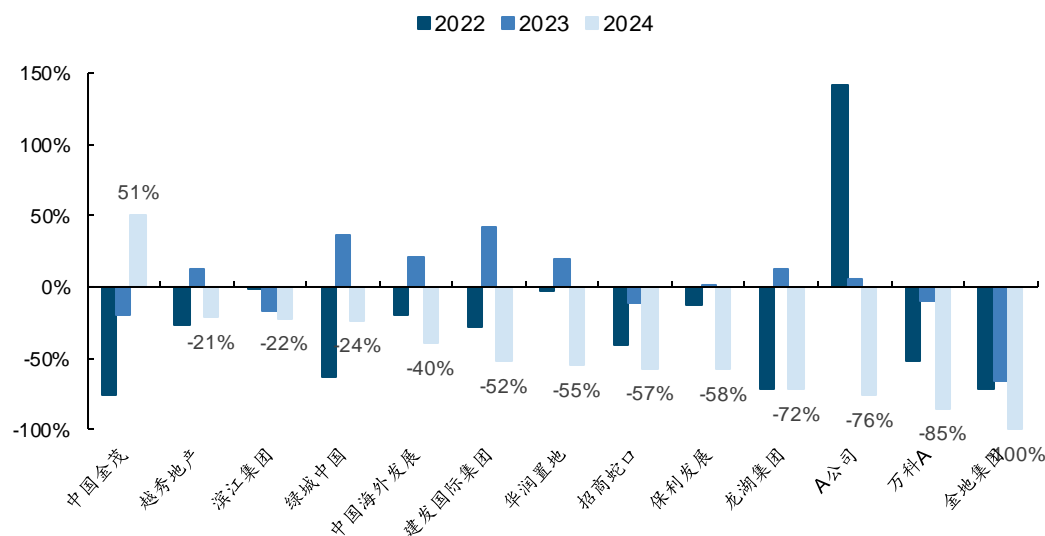
图表33: 24 年投资金额较大的主要是央国企、改善型开发商 (亿元)



来源: 各公司公告, 中指研究院, 国金证券研究所

从投资金额同比来看, 由于供给端各地方政府普遍缩减了推地规模, 需求端房企投资意愿下降 (销售下降, 后市面临不确定性) 或受制于拿地竞争激烈 (部分热门地块溢价率较高), 因此 24 年多数房企的投资额同比为负。而金茂经历前两年的大幅收缩后, 逐渐回归正常的销售投资循环, 投资额同比上升。

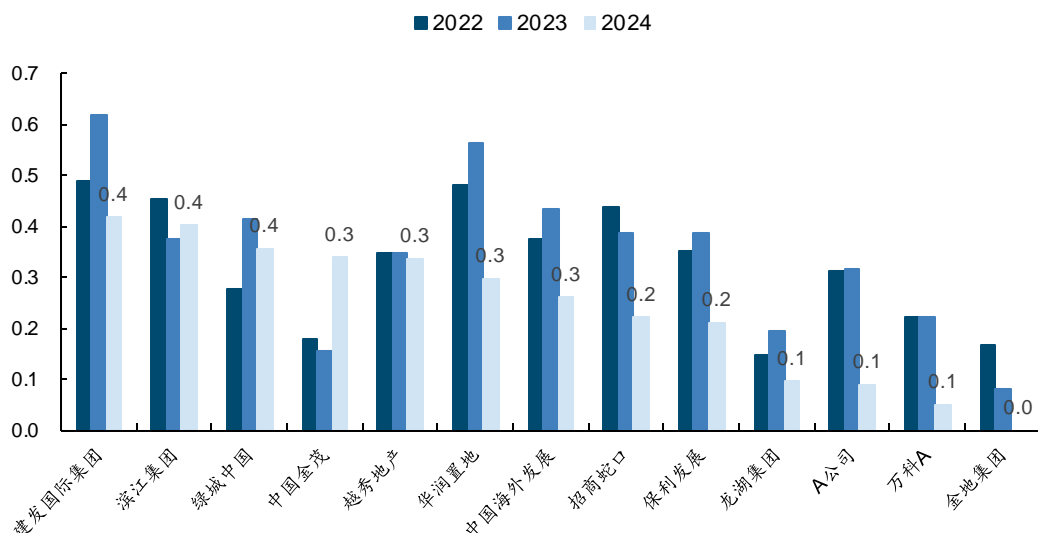
图表34: 24 年仅金茂的投资额同比上升 (%)



来源: 各公司公告, 中指研究院, 国金证券研究所

从投资强度 (总拿地金额/全口径销售额) 来看, 由于投资金额降幅大于销售金额降幅, 房企的投资强度普遍有所下降。24 年投资强度最高的三家开发商分别是建发、滨江、绿城, 均为典型的改善型房企, 拿地强度分别为 0.42、0.40、0.36。

图表35：24 年建发、滨江维持 0.4 以上的投资强度

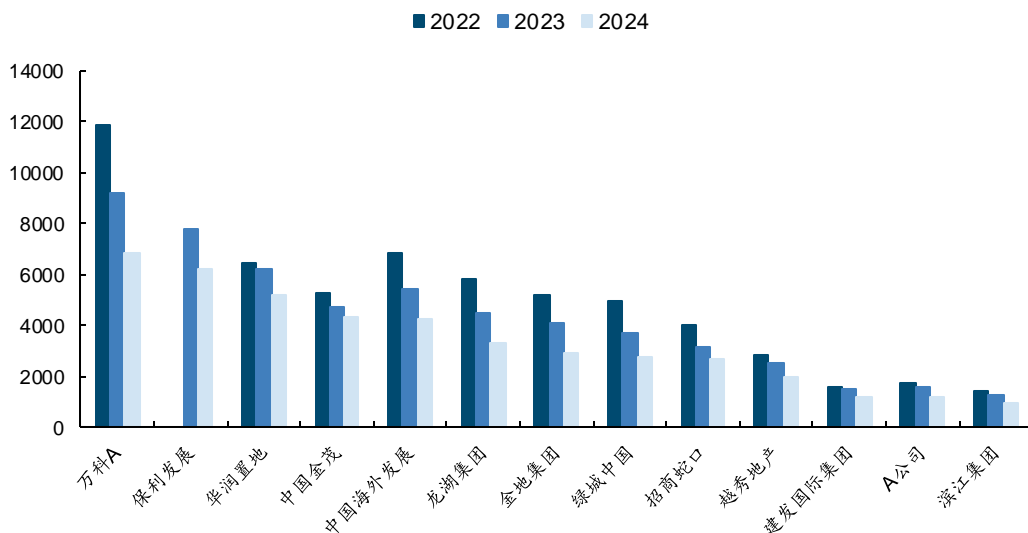


来源：各公司公告，中指研究院，国金证券研究所

4.3、土储建面规模下降，仍能保障未来几年销售

2024 年房企的土储建面均进一步下降，其中降幅较大的是金地、龙湖、万科、绿城等，主因是增量大幅减少、存量加速盘活、或面临一定的流动性压力。截至 24 年末，土储建面规模较大的是万科及央企开发商。

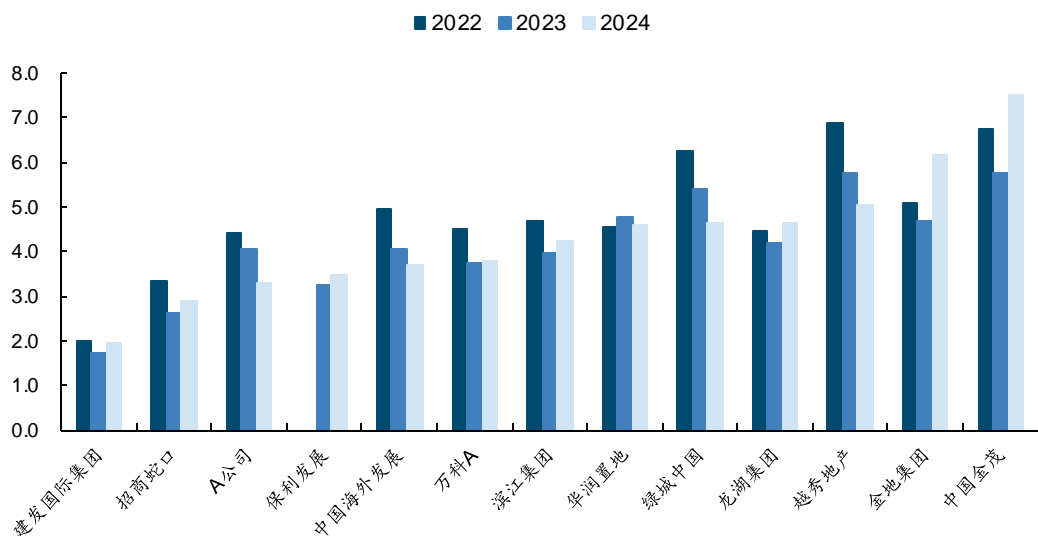
图表36：24 年房企的土储建面进一步下行（万方）



来源：各公司公告，国金证券研究所

从 24 年土储去化周期（T 年总土储/T 年销售面积）来看，各房企的土储仍相对充裕，仅建发因为历史滞重库存少，去化周期在 2 年内，其余房企的去化周期均能支撑未来 3 年及以上的销售。

图表37: 截至 24 年末, 房企的土储去化周期普遍较长 (年)

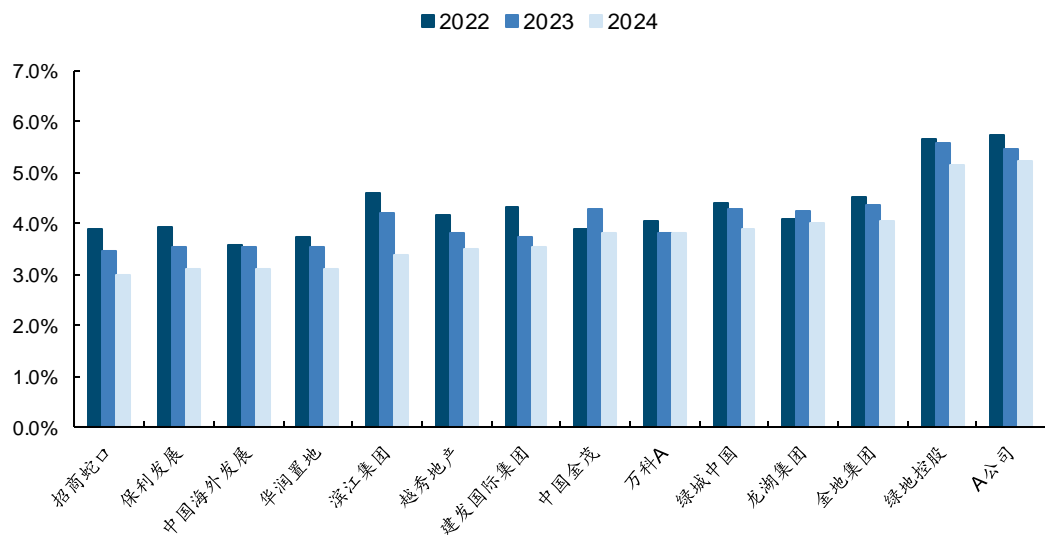


来源: 各公司公告, 克而瑞, 国金证券研究所

4. 4、开发商融资成本继续下降

随着利率中枢的下行以及金融支持地产的加码, 24 年开发商融资成本继续下降, 招商、保利、中海、华润四大央企的融资成本在 3.0%-3.1% 的水平, 大幅领先行业。民企滨江的融资成本 3.4% 优于部分国企开发商, 充分反映了金融市场的认可。

图表38: 24 年房企融资成本均有所下降



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

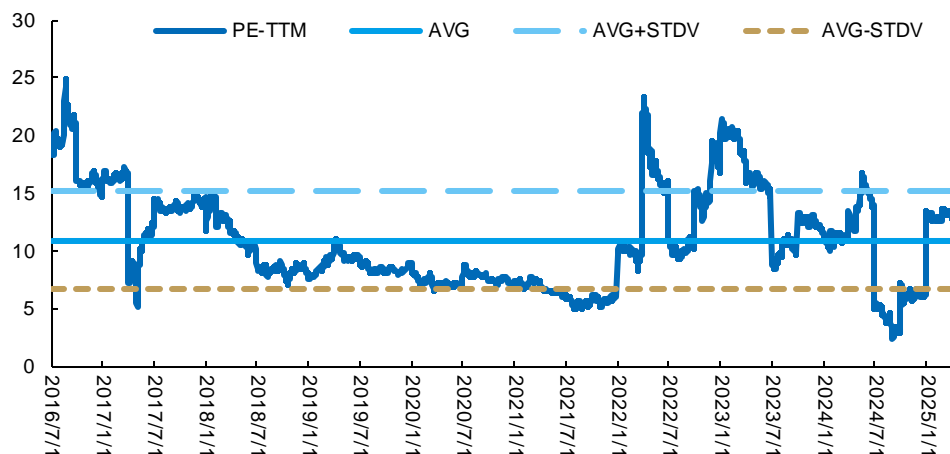
五、投资建议

今年一季度商品房成交在 2024 年低基数的情况下跌幅明显收窄, 考虑到政策仍有发力空间, 预计未来地产行业有望实现止跌回稳。从当前行业趋势来看, 不同城市之间的分化较为明显, 其中一线城市以及部分二线城市修复趋势明显好于其他城市, 因此我们首推重点布局深耕杭州, 主打改善产品, 具备持续拿地能力的房企, 如滨江集团、建发国际集团、绿城中国。

稳健选择头部央企国企, 如招商蛇口、中国海外发展、保利发展等, 其财务安全稳健, 资产质量高, 在经历高地价项目和存货计提减值后, 预计 2025 年后毛利率将持续改善, 引导估值提升。

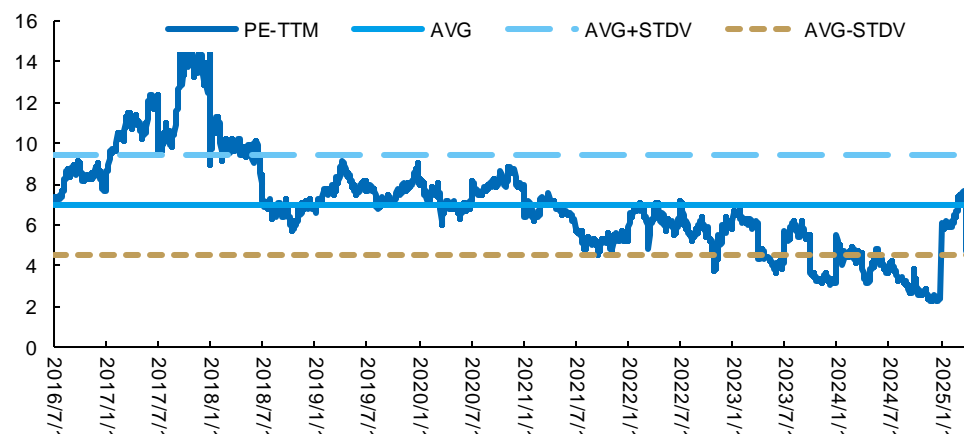
建议关注地方政府化债，并购重组弹性标的。

图表39: A股地产PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表40: 港股地产PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表41: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润(亿元)			归母净利润同比增速		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
000002.SZ	万科A	中性	772	-1.6	-3.2	-5.1	-494.8	-241.6	-152.3	-507%	-51%	-37%
600048.SH	保利发展	买入	1,002	20.0	17.2	15.3	50.0	58.1	65.6	-59%	16%	13%
001979.SZ	招商蛇口	买入	829	20.5	12.2	10.9	40.4	68.1	75.8	-36%	69%	11%
600153.SH	建发股份	买入	307	10.4	8.1	7.2	29.5	38.1	42.5	-78%	29%	12%
002244.SZ	滨江集团	买入	322	12.7	10.6	9.1	25.5	30.5	35.6	1%	20%	17%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,404	9.0	8.8	8.6	156.4	159.3	163.1	-39%	2%	2%
3900.HK	绿城中国	买入	234	14.6	12.8	10.2	16.0	18.3	23.0	-49%	15%	26%
1908.HK	建发国际集团	买入	304	6.3	5.5	5.3	48.0	55.2	57.8	-5%	15%	5%
0123.HK	越秀地产	买入	176	16.9	17.2	14.2	10.4	10.2	12.4	-67%	-2%	21%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2025 年 4 月 30 日; 2) 预测数据为国金预测; 贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径

六、风险提示

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

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

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

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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