

业绩降幅走阔，经营投资谨慎

——2024年房地产企业中报业绩综述

行业评级：看好

2024年9月6日

分析师	杨凡
邮箱	yangfan02@stocke.com.cn
电话	13916395118
证书编号	S1230521120001
研究助理	吴贵伦

1、业绩降幅走阔，减值压力增加

- 2024上半年20家房企总营业收入跌破1万亿元，为9758亿元，同比-14.6%；归母净利润241亿元，同比-57.8%，2021年以来跌幅逐渐扩大；毛利率为14.73%，同比-3.2pct，较2023年平均值下降1.3pct；净利率3.8%，同比-3.2pct，较2023年平均值再度降低0.1pct；样本企业平均净利率自2019年以来逐年降低，较2019年-10.8pct。归母净利润降幅显著超过营业收入降幅，主要受到3方面影响：1) 毛利率下降；2) 少数股东权益增加，结算权益比下降，2024H1少数股东损益占比为35.4%，同比+7.4pct；3) 资产及信用减值增加，2024H1样本房企资产及信用减值为78亿元，较2023H1增长4.2倍。

2、融资边际改善，销管费率被动提升

- 20家样本房企2024H1有息负债为2.99万亿元，同比增幅由负转正，同比+2.55%，有息负债规模增加。房企加权平均融资成本呈现下降趋势，部分头部房企融资成本低至3.2-3.3%之间，融资成本降幅大致在20-50bp，融资成本边际改善。2024H1样本房企平均销售费率及管理费率分别为2.73%和2.55%，较2023年分别+0.14pct和+0.27pct。虽然降本增效趋势仍在，但2023年以来新房销售去化率承压，部分央国企增加渠道使用，渠道费用有所增加，且24H1营业收入大幅下行，计算费率的分子端下降，被动推升费率水平。

3、销售不振，投资开发低位运行

- 销售规模下行超3成，房价结构性变动保持稳定。**20家样本房企2024H1总销售金额1.27万亿元，同比-33.6%；销售面积6551万平米，同比-32.3%，销售均价1.94万/平，同比-2%。20家样本房企销售金额及销售面积承压，销售均价受改善房源结构性成交影响基本保持稳定。
- 拿地意愿下降，投资节奏放缓。**13家样本房企2024H1总拿地面积1196万平米，同比-62.9%；拿地金额1615亿元，同比-64.2%。房企的拿地强度在2023年有所恢复，但2024H1呈现下降趋势，拿地强度仅为14.8%，而2023H1拿地强度为28.4%。拿地销售面积比自2021年以来下降到1以下，尽管2023年有所恢复，2024H1重现下降趋势，且已降至新低的0.23，房企整体上仍处于深度去库存阶段。

4、估值情况与投资建议

- 当前行业仍然处于深度调整进程中，行业销售及投资端持续承压，24H1部分典型房企净利率由正转负，房企仍面临缩表压力。本轮周期对于房企来说可能进行到极致出清的状态，结合当前及未来“双轨制”下的行业走势，我们预计未来刚需市场将是“红海市场”，将持续受到保障性住房和低价二手房的冲击，改善市场则为“蓝海市场”，能够开发好产品的房企数量有限。此外，当前阶段能够逆势拿地的房企具备毛利率改善的潜力。我们认为，24年政策企稳市场是大概率事件，基本面较好的一线城市具备率先企稳的可能性。因此，我们看好聚焦核心城市+逆势拿地+强产品力房企，政策加码和基本面季节性修复均有机会带动地产板块估值修复，建议关注：A股 - 保利发展、招商蛇口、滨江集团；H股 - 华润置地、中国海外发展、建发国际集团、绿城中国等。

5、风险提示：政策出台速度不及预期；销售量价修复不及预期。

目录

CONTENTS

01

营收和盈利走低，缩表压力仍存

02

融资边际改善，销管费率被动提升

03

销售不振，投资开发低位运行

04

估值情况与投资建议

样本公司选择

- 本次中报综述，我们在房地产板块中筛选出20家已披露2024年中报、具备持续经营能力的公司，根据房企的股东背景将其分为央国企、混合所有制房企、民营企业。我们就房企2024年中报所披露的经营情况、投资情况、盈利能力等多方面数据进行对比分析。

房企分类	个数	样本公司
央国企	13	保利发展、中国海外发展、招商蛇口、华润置地、华发股份、建发国际集团、越秀地产、中国金茂、远洋集团、天健集团、城建发展、大悦城、首开股份
混合所有制房企	4	万科A、金地集团、绿城中国、绿地控股
民营房企	3	滨江集团、龙湖集团、新城控股

样本公司概况

- 截止2024年8月30日，本次统计的20家样本房企2024年1-6月合计销售金额为1.27万亿元，占克尔瑞百强房企销售额65%。截止2024.6.30，样本房企市值总和为8716亿元。

性质	序号	公司	股票代码	市值 (亿元)	2024.1-6月全口径销售额 (亿元)	2024.1-6月销售面积 (万平方米)	2024.1-6月销售单价 (万元/平)	克尔瑞全口径销售金额排名
央国企	1	华润置地	1109.HK	1,893	1247	521	2.39	5
央国企	2	中国海外发展	0688.HK	1,482	1484	544	2.73	2
央国企	3	保利发展	600048.SH	1,049	1733	954	1.82	1
央国企	4	招商蛇口	001979.SZ	796	1010	439	2.30	6
混合所有制	5	万科A	000002.SZ	768	1273	940	1.36	3
民企	6	龙湖集团	0960.HK	725	511	366	1.40	9
央国企	7	建发国际集团	1908.HK	275	509	246	2.07	10
民企	8	滨江集团	002244.SZ	226	582	125	4.66	7
央国企	9	越秀地产	0123.HK	205	554	188	2.95	8
民企	10	新城控股	601155.SH	200	236	326	0.72	15
混合所有制	11	绿地控股	600606.SH	190	318	297	1.07	14
央国企	12	华发股份	600325.SH	179	452	166.8	2.71	11
混合所有制	13	绿城中国	3900.HK	155	1265	591	2.14	4
混合所有制	14	金地集团	600383.SH	153	361	240	1.50	13
央国企	15	大悦城	000031.SZ	100	218	85	2.56	16
央国企	16	中国金茂	0817.HK	84	445	245	1.81	12
央国企	17	城建发展	600266.SH	81	154	45	3.39	18
央国企	18	天健集团	000090.SZ	75	33	8	4.08	20
央国企	19	首开股份	600376.SH	54	152	73	2.08	19
央国企	20	远洋集团	3377.HK	26	183	151	1.21	17
合计				8716	12721	6551	1.94	

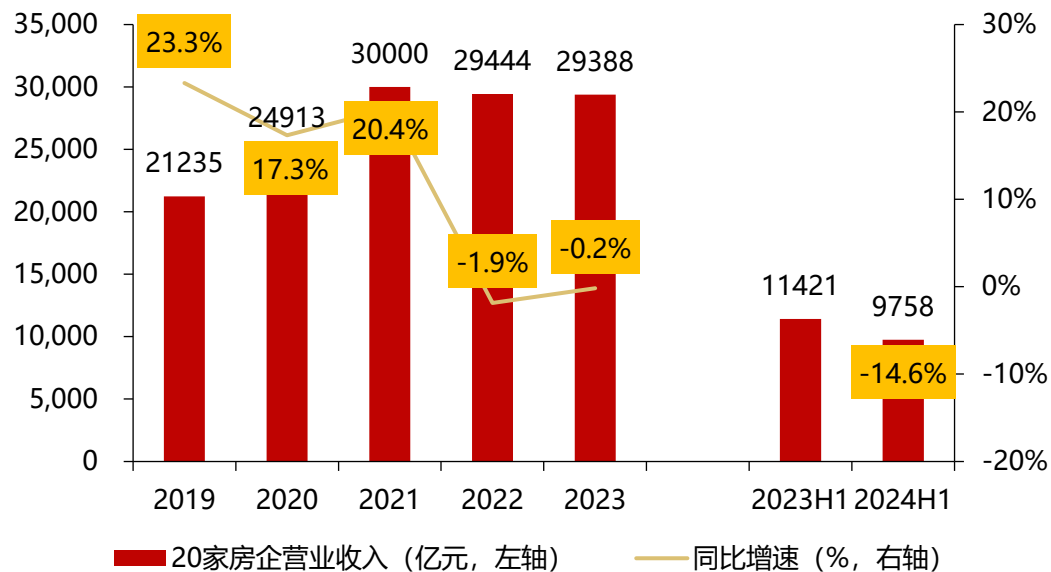
01

营收和盈利走低，缩
表压力仍存

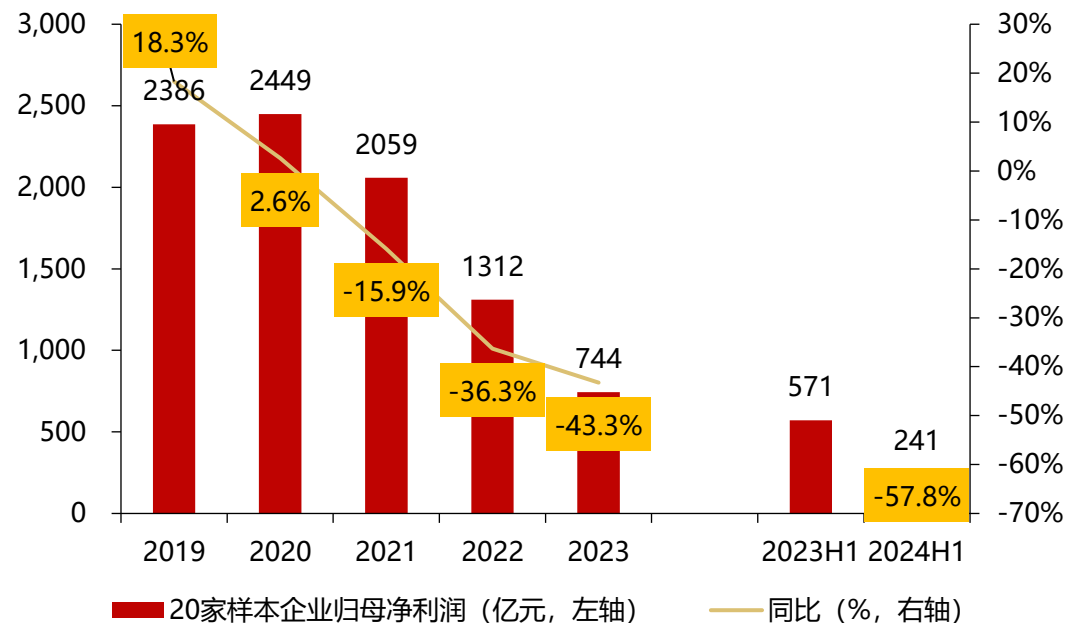
营收及盈利走低，归母净利润跌幅走阔

- 根据我们收集的20家样本企业数据来看，2024上半年20家房企总营业收入跌破1万亿元，为9758亿元，同比-14.6%。2024H1样本企业归母净利润241亿元，同比-57.8%，2021年以来跌幅逐渐扩大。
- 2024年结算项目多为2020年、2021年获得的项目，行业销售高峰逐渐进入结转阶段，但因为22年以来房价下行、销售减慢，导致毛利率下行、竣工交付节奏减慢。此外，样本房企中部分企业受到保交楼推进助力23年交付面积增加基数相对较高，24年可结转资源减少导致营收规模同比下行。

2019-2024H1样本房企营业收入同比变化



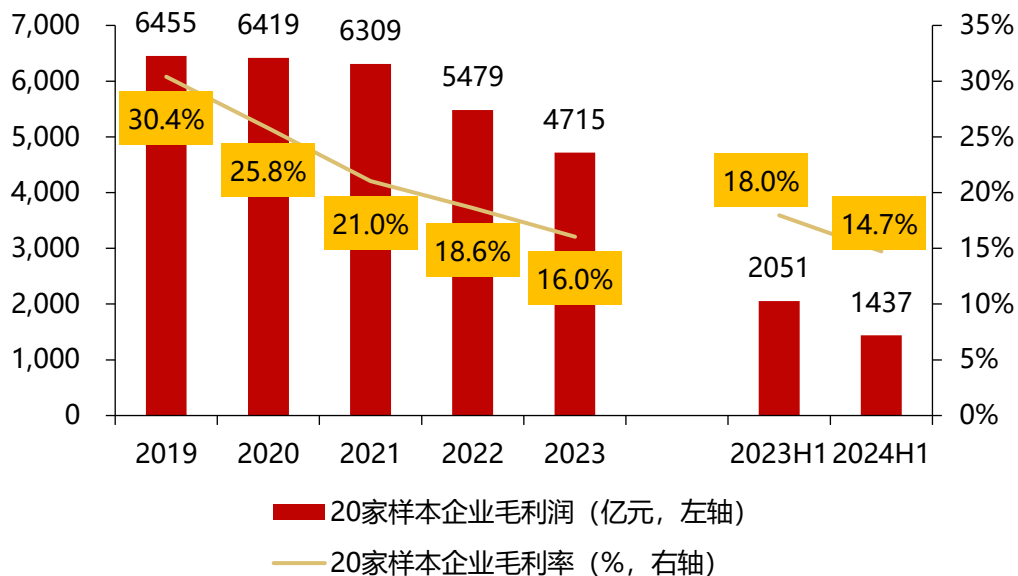
2019-2024H1样本房企归母净利润及同比变化



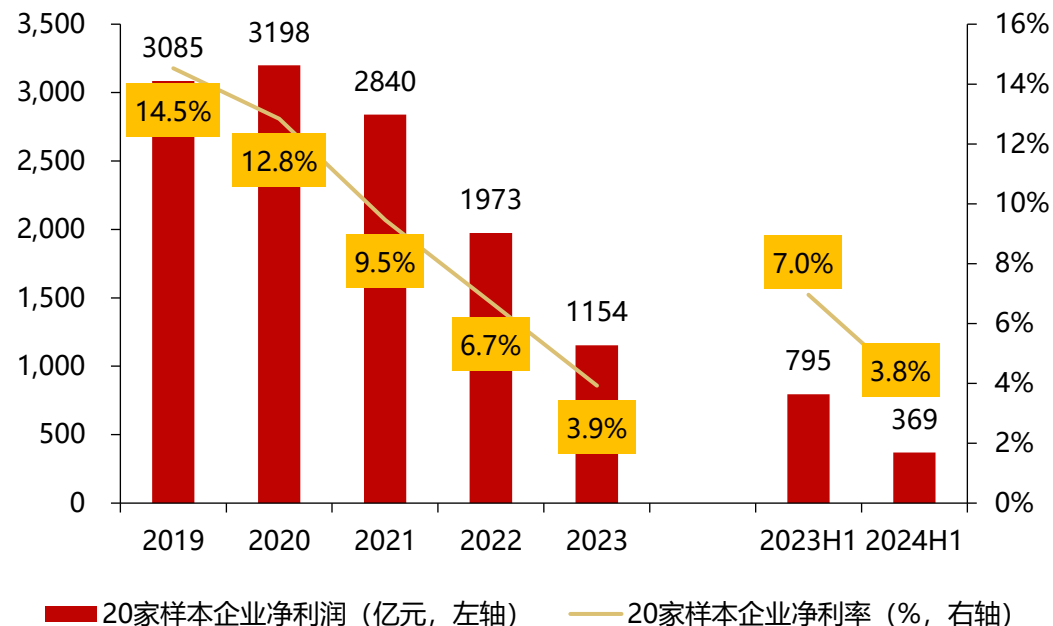
毛利率及净利率逐年走低

- 2019-2024H1样本企业毛利润及毛利率均呈现逐年下降的趋势。2024H1样本企业毛利润1437亿元，同比-29.9%；平均毛利率为14.73%，同比-3.2pct，较2023年平均值下降1.3pct。20家样本企业2024H1净利润369亿元，同比-53.6%。平均净利率3.8%，同比-3.2pct，较2023年平均值再度降低0.1pct；样本企业平均净利率自2019年以来逐年降低，较2019年-10.8pct。
- 2024H1归母净利润降幅（-57.8%）显著超过营业收入降幅（-14.6%），综合来看，主要受到3方面因素影响：1）毛利率下降；2）少数股东权益增加，结算权益比下降；3）资产及信用减值增加。

2019-2024H1样本房企毛利润及毛利率



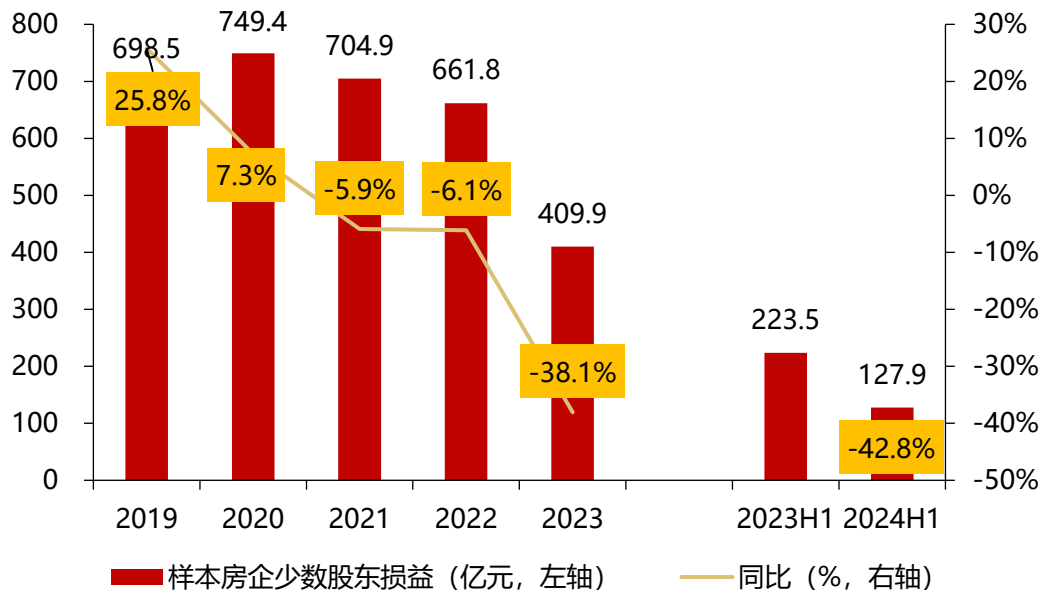
2019-2024H1样本房企净利润及净利率



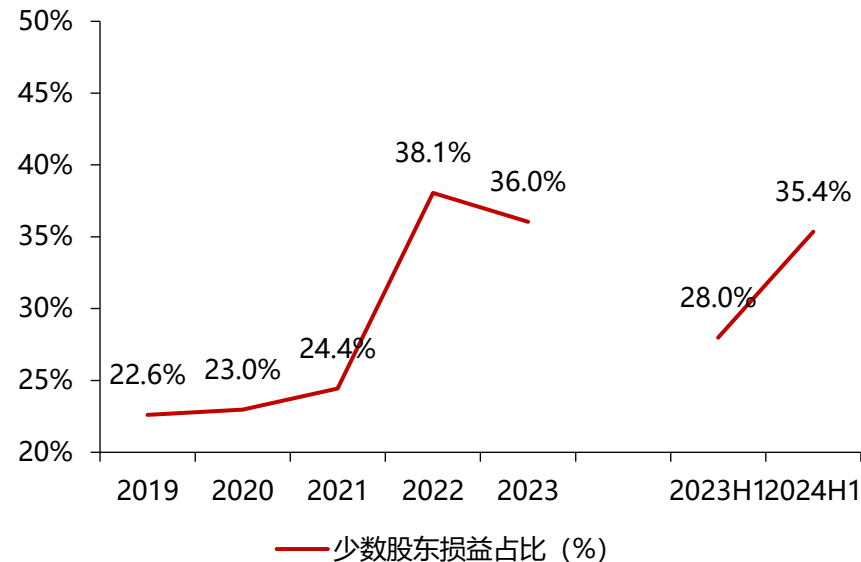
少数股东损益降幅低于归母净利润降幅，少数股东损益占比提升

- 20家样本房企2024H1少数股东损益为127.9亿元，同比-42.8%，少数股东损益降幅低于样本房企归母净利润-57.8%的降幅；少数股东损益占综合收益总额的比重在2023年有所下降，2024年H1为35.4%，同比+7.4pct。

2019-2024H1样本房企少数股东损益



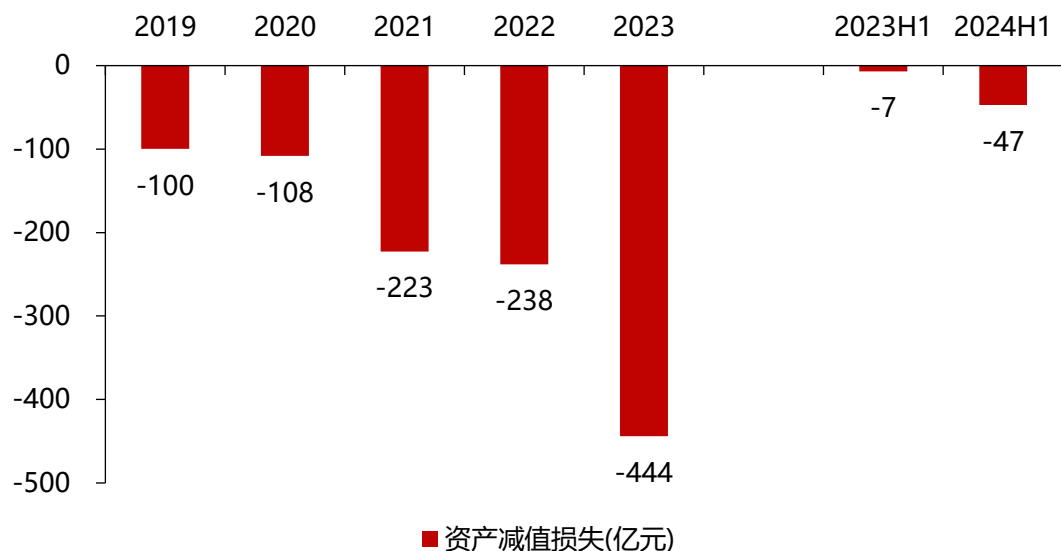
2019-2024H1样本房企少数股东损益占比



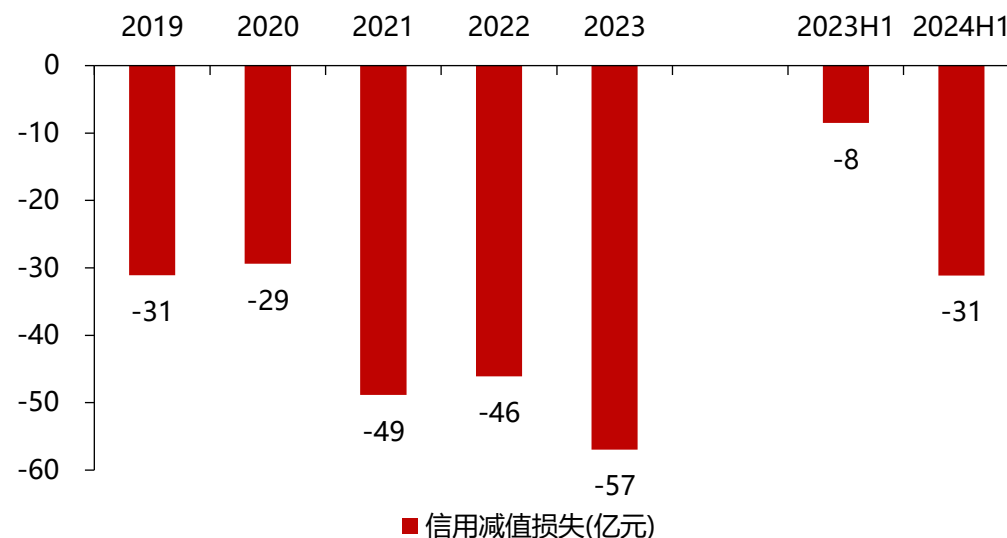
资产及信用减值规模增加，压缩房企盈利能力

- 我们选取了12家A股上市公司作为样本，2023年资产及信用减值合计为501亿元，减值金额同比增长70%。2024H1样本房企资产及信用减值合计为78亿元，较2023H1增长4.2倍。其中，资产减值损失规模自2019年以来逐年增高，2024H1达到47.27亿元，同比大幅提升5.65倍；信用减值损失31亿元，同比增2.67倍，进一步压缩房企盈利能力。主要因房价及地价均下行，房企土地储备价值缩水。

2019-2024H1样本房企资产减值损失



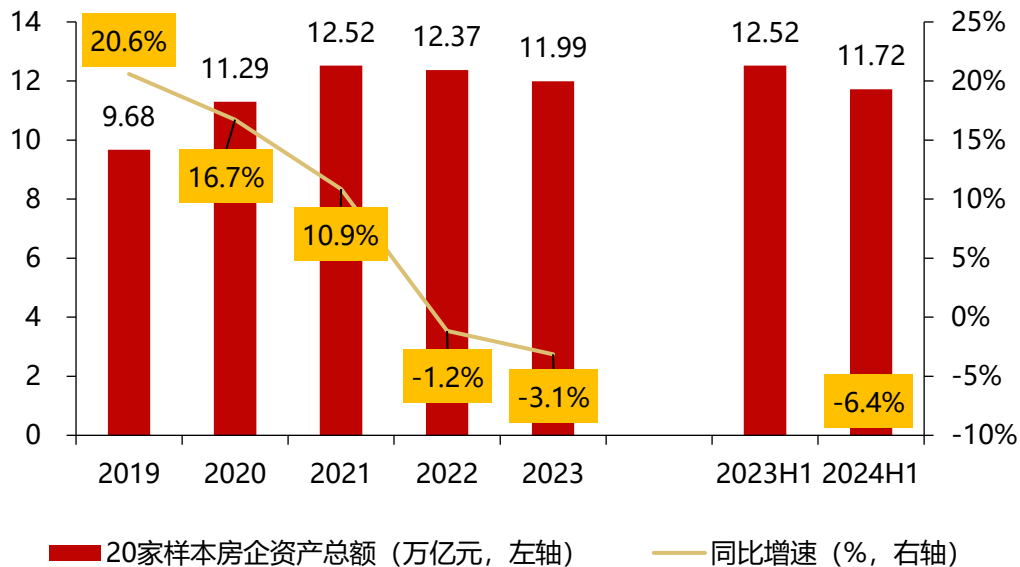
2019-2024H1样本房企信用减值损失



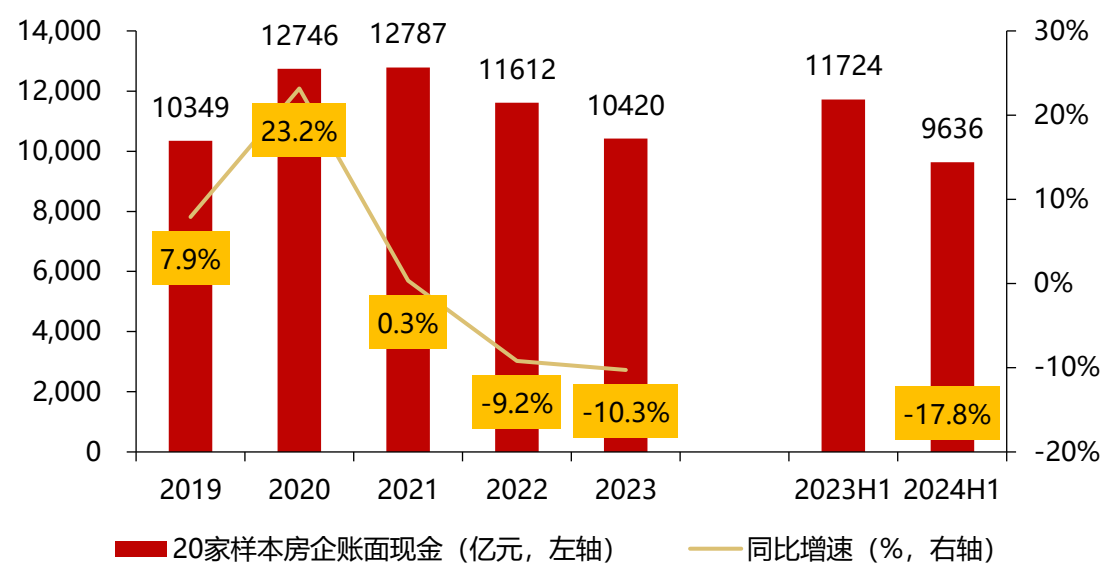
21年后总资产逐年减少，账面现金降幅扩大

- 2024H1样本房企资产总额11.72万亿元，同比-6.4%。2021年之前样本房企资产规模逐年增加，2021年后呈现出资产减少的趋势，同时资产减少幅度逐渐上升，2022、2023、2024H1资产规模同比变化幅度为-1.2%、-3.1%、-6.4%。2022、2023、2024H1样本房企的账面现金总和同比分别为-9.2%、-10.3%、-17.81%。

2019-2024H1样本房企资产总额及同比



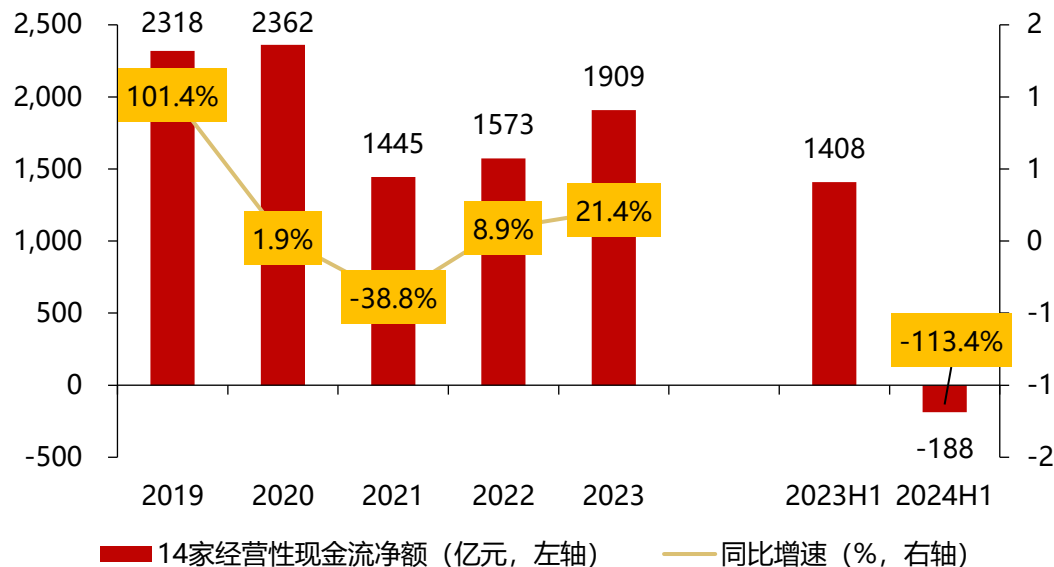
2019-2024H1样本房企账面现金及同比



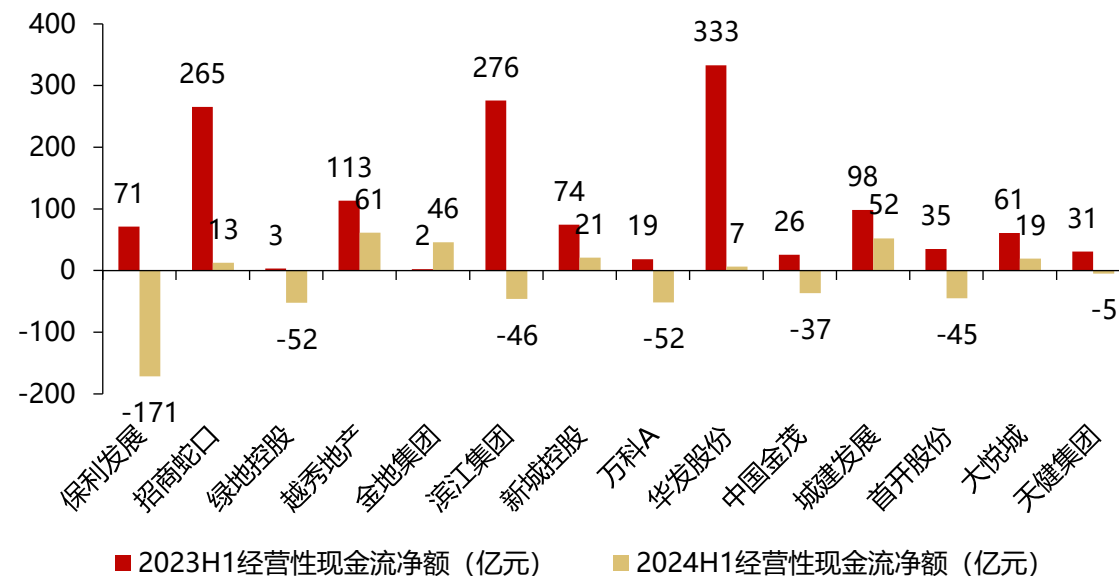
经营性现金流净额由正转负，现金流压力不减

- 20家样本中，共14家房企完整的公布了公司的经营性现金流净额情况，其中部分港股上市企业未在半年报中公布相关数据，因此我们采用14家样本房企经营经营性现金流净额进行计算。2024年上半年，14家样本企业中，有7家经营性现金流净额为负；同时14家样本企业整体经营性现金流净额由正转负，为-188亿元，同比-113.4%。虽然2024H1房企投资拿地减慢，土地款支出规模下降，但在当前房企库存高企、销售去化率走低、项目施工仍需持续的背景下，现金流压力加大。

2019-2024H1 14家样本房企经营性现金流净额及同比



2024H1样本房企经营性现金流净额



样本房企债务结构保持相对稳定，部分房企负债率及偿债压力增加

- 与2023H1三道红线评级相比，2024H1大部分样本房企未出现明显的降档趋势，债务结构保持相对稳定。但部分房企债务结构稳定性下降，例如金地集团、万科A现金短债比降至1以下，绿地控股、大悦城净负债率升高至100%以上。

公司名称	三道红线评级		2023H1			2024H1		
	2023H1	2024H1	剔除预收账款的资产负债率	净负债率	现金短债比(宽口径)	剔除预收账款的资产负债率	净负债率	现金短债比(宽口径)
保利发展	3	3	65.3%	63.1%	1.4	65.7%	66.2%	1.2
绿城中国	2	2	71.8%	73.6%	2.1	70.5%	70.9%	2.0
招商蛇口	3	3	62.4%	59.2%	1.6	62.9%	47.0%	1.6
绿地控股	1	0	81.0%	97.1%	0.5	82.8%	133.6%	0.3
越秀地产	3	3	68.3%	58.6%	1.5	66.8%	53.2%	4.2
中国海外发展	3	3	58.3%	29.7%	4.8	56.1%	33.0%	6.1
金地集团	3	2	62.9%	53.5%	1.1	60.0%	53.0%	0.6
滨江集团	3	3	55.7%	21.5%	2.1	55.1%	22.9%	2.5
新城控股	3	3	68.1%	43.1%	1.3	67.3%	49.2%	1.0
龙湖集团	3	3	61.9%	57.2%	2.0	58.6%	56.7%	1.0
万科A	3	2	67.9%	55.6%	2.5	66.3%	67.8%	0.9
华润置地	3	3	59.8%	27.9%	2.2	57.5%	32.3%	1.8
华发股份	3	3	66.7%	71.7%	2.0	62.1%	75.2%	1.4
中国金茂	2	2	73.7%	83.5%	1.9	72.1%	81.9%	1.7
建发国际集团	3	3	61.3%	31.1%	12.5	60.9%	44.2%	9.2
首开股份	1	1	72.6%	162.0%	1.2	71.8%	166.1%	1.2
大悦城	2	1	72.1%	98.2%	2.5	72.2%	103.5%	1.4
天健集团	2	2	74.9%	68.6%	1.6	73.1%	56.3%	1.7
城建发展	2	2	75.7%	87.2%	3.6	73.1%	89.3%	2.0

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

注：现金短债比(宽口径)=现金及现金等价物/短期有息债务。绿城中国、绿地控股、中国海外发展、金地集团、新城控股、万科A、华润置地、华发股份、中国金茂、远洋集团、建发国际集团、首开股份、大悦城、天健集团、城建发展未披露部分或全部数据，使用Wind数据补充。

建发国际集团、绿城中国、大悦城位列样本房企营业收入增速前三名；远洋集团净利率和中国金茂归母净利润得到改善。

公司	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			毛利率 (%)			净利率 (%)		
	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比
保利发展	1370	1392	1.7%	122	74	-39.3%	21.3%	16.0%	-5.2%	11.0%	7.7%	-3.3%
绿城中国	570	696	22.1%	25	20	-19.7%	17.4%	13.1%	-4.3%	8.1%	4.8%	-3.4%
招商蛇口	514	513	-0.3%	22	14	-34.2%	16.3%	12.0%	-4.3%	7.4%	3.6%	-3.8%
绿地控股	1742	1153	-33.8%	26	2	-92.0%	10.5%	11.0%	0.5%	2.2%	0.3%	-1.9%
越秀地产	321	353	10.1%	22	18	-15.9%	17.8%	13.7%	-4.0%	9.1%	7.3%	-1.8%
中国海外发展	892	869	-2.5%	135	103	-23.5%	22.6%	22.1%	-0.5%	15.9%	13.3%	-2.7%
金地集团	368	211	-42.6%	15	-34	-319.4%	16.4%	11.0%	-5.4%	6.2%	-21.0%	-27.3%
滨江集团	270	242	-10.5%	16	12	-28.7%	18.3%	9.6%	-8.7%	7.2%	5.1%	-2.1%
新城控股	418	339	-18.8%	23	13	-42.2%	19.0%	21.6%	2.6%	5.8%	4.0%	-1.8%
龙湖集团	620	469	-24.5%	81	59	-27.2%	22.4%	20.6%	-1.8%	15.0%	14.9%	-0.1%
万科A	2009	1428	-28.9%	99	-99	-199.8%	18.9%	8.1%	-10.8%	7.6%	-6.0%	-13.5%
华润置地	730	791	8.4%	137	103	-25.4%	25.7%	22.3%	-3.4%	22.0%	15.8%	-6.2%
华发股份	315	248	-21.1%	19	13	-34.4%	18.8%	16.8%	-2.1%	8.0%	7.0%	-1.1%
中国金茂	268	220	-18.1%	4	10	133.3%	16.6%	16.2%	-0.3%	6.6%	8.4%	1.8%
远洋集团	208	133	-36.0%	-184	-54	-70.7%	-0.6%	2.2%	2.8%	-88.0%	-39.9%	48.1%
建发国际集团	244	328	34.5%	13	8	-36.4%	15.2%	11.9%	-3.3%	5.8%	4.4%	-1.5%
首开股份	194	88	-54.7%	-19	-19	2.2%	11.4%	9.5%	-2.0%	-7.9%	-24.7%	-16.8%
大悦城	143	161	12.4%	1	-4	-816.5%	26.5%	22.6%	-3.9%	3.8%	0.2%	-3.5%
天健集团	128	59	-54.1%	9	2	-73.6%	17.1%	16.6%	-0.4%	7.3%	3.2%	-4.1%
城建发展	97	65	-33.1%	5	-1	-128.5%	20.4%	18.8%	-1.5%	5.7%	-2.9%	-8.6%

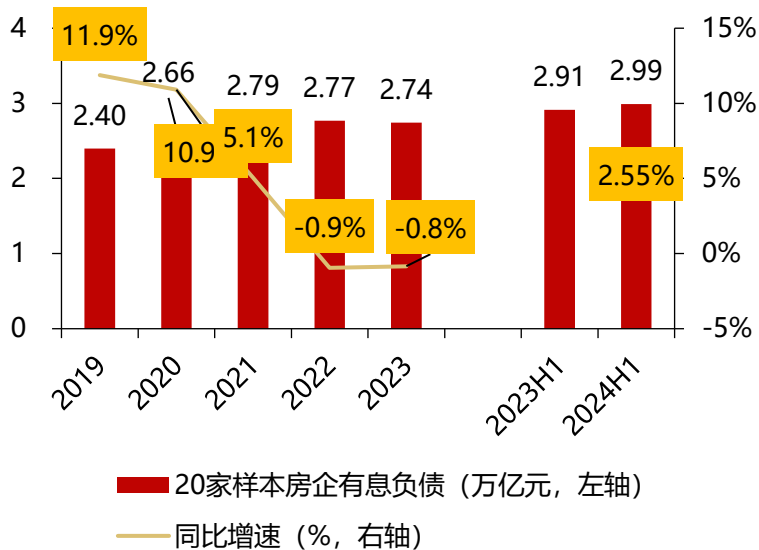
02

**融资边际改善，销管
费率被动提升**

有息负债规模增速回正，房企融资成本边际改善

- 20家样本房企2024H1有息负债为2.99万亿元，同比增幅由负转正，同比+2.55%。典型房企中，除金地集团加权平均融资成本较2023年末微涨0.02pct，剩余房企加权平均融资成本均呈现下降趋势，保利发展、招商蛇口、华润置地融资成本低至3.2-3.3%之间，滨江集团、华润置地及保利发展下降幅度最大，分别为-50、-32、-25bp。
- 2024以来各地陆续建立房地产融资协调机制，中央推行一视同仁支持不同所有制房企的合理融资需求，推动房地产“白名单”项目融资加速落地等一些列措施，使得房地产国内融资情况边际改善，房企融资成本下降有助于对冲结转项目毛利率下行。

2019-2024H1样本房企有息负债及同比



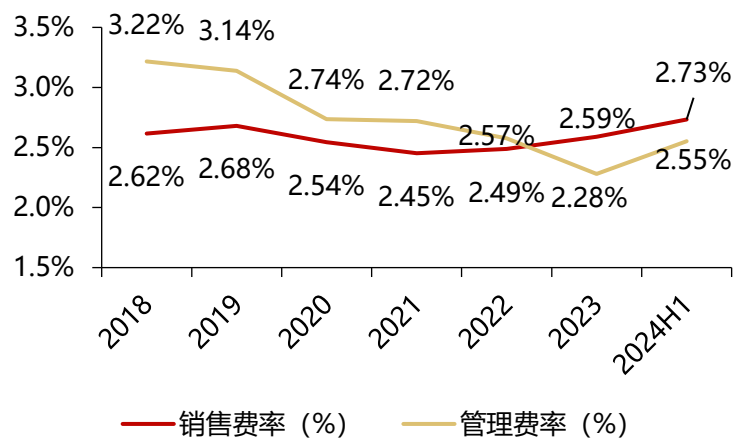
2018-2024H1典型房企加权平均融资成本变化

典型房企	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	较年初变化
保利发展	5.03%	4.95%	4.77%	4.46%	3.92%	3.56%	3.31%	-25bp
招商蛇口	4.85%	4.92%	4.70%	4.48%	3.89%	3.47%	3.25%	-22bp
金地集团	4.83%	4.99%	4.74%	4.56%	4.53%	4.36%	4.38%	+2bp
滨江集团	5.80%	5.60%	5.20%	4.90%	4.60%	4.20%	3.70%	-50bp
新城控股	6.47%	6.73%	6.72%	6.57%	6.52%	6.20%	6.05%	-15bp
中国海外发展	4.30%	4.21%	3.80%	3.55%	3.57%	3.55%	3.50%	-5bp
华润置地	4.47%	4.45%	4.08%	3.71%	3.75%	3.56%	3.24%	-32bp

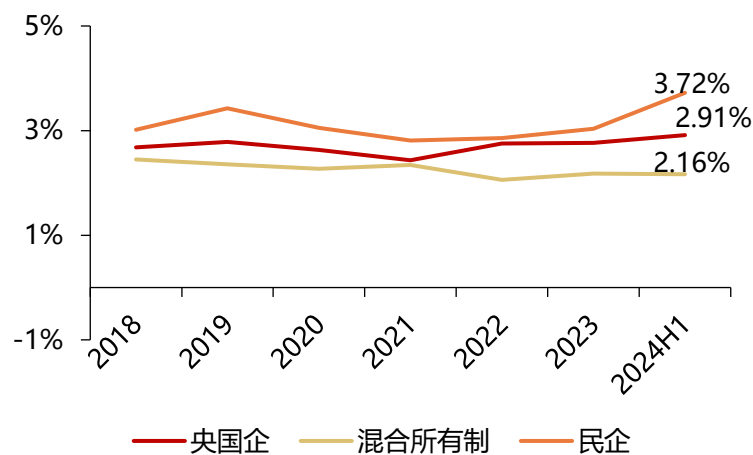
渠道使用比例增加及营收规模下行被动推升销管费率

- 2018年以来20家样本房企销管费率整体呈现先降后升趋势，2024H1样本房企平均销售费率及管理费率分别为2.73%和2.55%，较2023年分别+0.14pct和+0.27pct。此外，虽然降本增效趋势仍在，但2023年以来新房销售去化率承压，部分央国企增加渠道使用来增加销售规模，渠道费用有所增加，且24H1营业收入大幅下行，计算费率的分母端下降，被动推升费率水平。
- 2024H1央国企、混合所有制房企、民企销售费率和管理费率分别为2.91%、2.16%、3.72%和2.20%、2.73%、3.71%，民营房企销管费率依旧维持在行业较高水平且增长较快。按照2024H1的销管费水平，整体央国企销管费率为5.1%，混合所有制房企为4.9%，民营企业销管费率为7.4%。

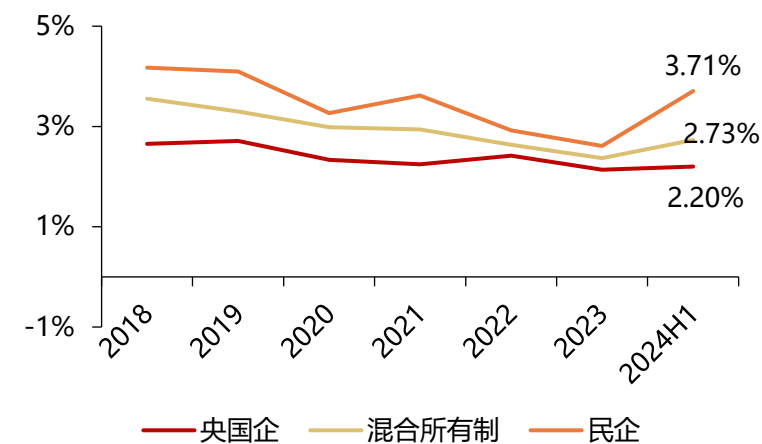
2018-2024H1样本房企销售费率及管理费率



2018-2024H1各类样本房企销售费率



2018-2024H1各类样本房企管理费率



分红规模降低，头部央企分红率保持韧性

- 20家样本房企中，2023年共有14家进行分红，分红企业数量较2022年减少2家，分红规模为365亿元，同比-30%；其中新城控股、大悦城、绿地控股、远洋集团2022及2023年均未分红。房企分红规模下降，一方面是业绩承压，房企主动降低分红率；另一方面是由于利润下降，导致即使分红率不变情况下分红规模依然下降。
- 我们选择了10家典型房企进行样本分析，2023年合计分红规模为328亿元，同比-30%。10家房企中，3家分红规模提升，招商蛇口、华发股份、建发国际集团分红规模分别同比+63%、+30%以及+9%，万科A不分红；其他房企分红规模持平或减少，首开股份不分红。从分红率来看，保利发展、招商蛇口、华发股份、建发国际集团分红率同比上涨；从每股分红来看，仅招商蛇口同比增长39%，其他房企每股分红维持不变或出现不同程度的下跌。

2022-2023年典型房企分红率及股息率

	分红规模 (亿元)			分红率			每股分红 (元/港币)		
	2022	2023	同比	2022	2023	同比	2022	2023	同比
中国海外发展	82.1	82.1	0%	34%	31%	-3%	0.80	0.80	0%
保利发展	53.9	48.6	-10%	29%	40%	11%	0.45	0.41	-9%
招商蛇口	17.8	29.0	63%	42%	46%	4%	0.23	0.32	39%
金地集团	6.1	0.9	-86%	10%	10%	0%	0.14	0.02	-86%
滨江集团	7.8	2.8	-64%	21%	11%	-10%	0.25	0.09	-64%
龙湖集团	78.8	17	-78%	30%	29%	-1%	1.24	1	-52%
华发股份	7.8	10.2	30%	30%	55%	25%	0.37	0.37	0%
万科A	80.6	0	-100%	36%	0%	-36%	0.68	0	-100%
华润置地	114.8	113.0	-2%	37%	33%	-4%	1.60	1.58	-1%
建发国际集团	22.6	24.6	9%	42%	45%	3%	1.30	1.30	0%
合计	472.4	328.4	-30%						

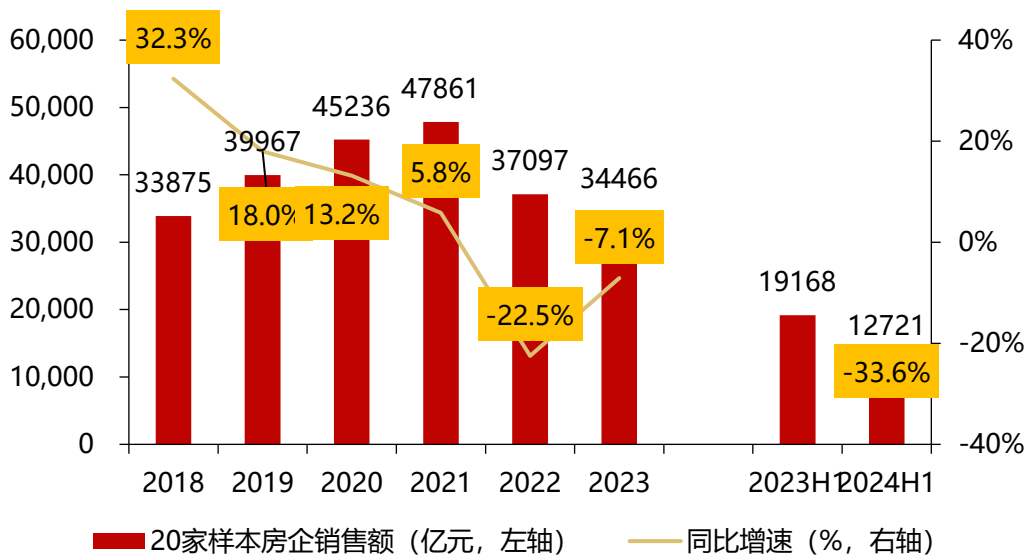
03

**销售不振，投资开发
低位运行**

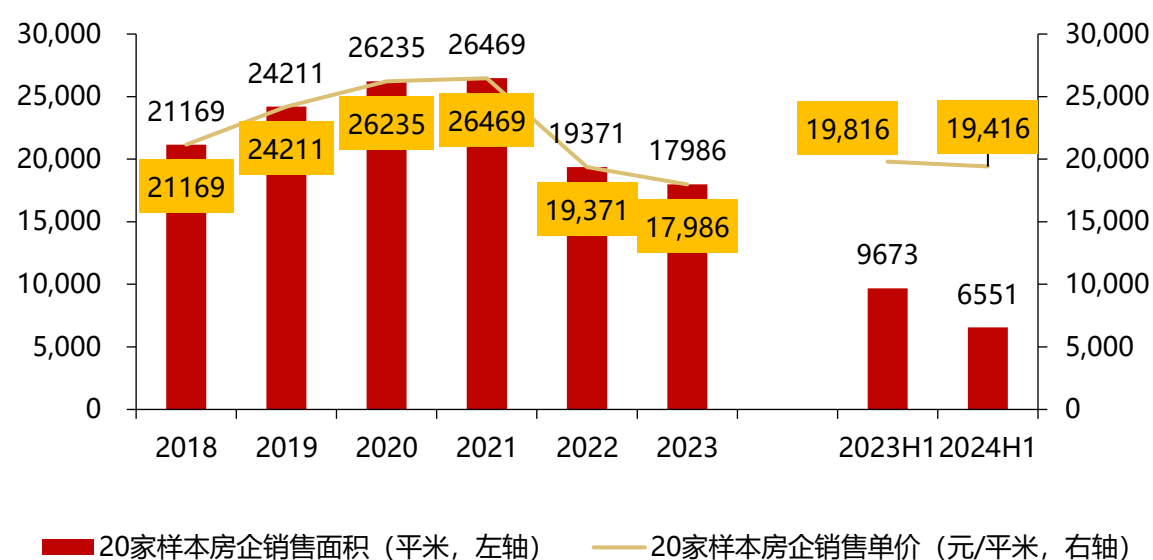
销售规模下行超3成，房价结构性变动保持稳定

- 截止至2024年6月，20家样本房企总销售金额1.27万亿元，同比-33.6%；总销售面积6551万平米，同比-32.3%，销售均价1.94万/平，同比-2%。20家样本房企销售金额及销售面积承压，销售均价基本保持稳定。
- 2024H1房地产市场总体仍呈现疲弱态势，整体市场销售面临下行压力，克尔瑞统计的重点30城新房成交面积同比下降39%，虽然全国范围内限制性政策已基本放开，但整体市场情绪仍然较弱。2024H1与2023H1相比销售均价基本保持稳定，我们认为这受到改善型产品成交结构增加与高端类产品销售占比提升影响。

2018-2024H1样本企业销售金额及同比变化



2018-2024H1样本企业销售量及成交均价



资料来源：公司公告，克尔瑞，浙商证券研究所

注：部分房企未公布完全2018-2024H1销售金额或销售面积，采用同期克尔瑞数据补充（包括绿地控股、滨江集团、华发股份、中国金茂、首开股份、城建发展、天健集团、建发股份）。

规模房企销售额下行，中国海外发展和绿城中国销售金额及面积下降幅度较小

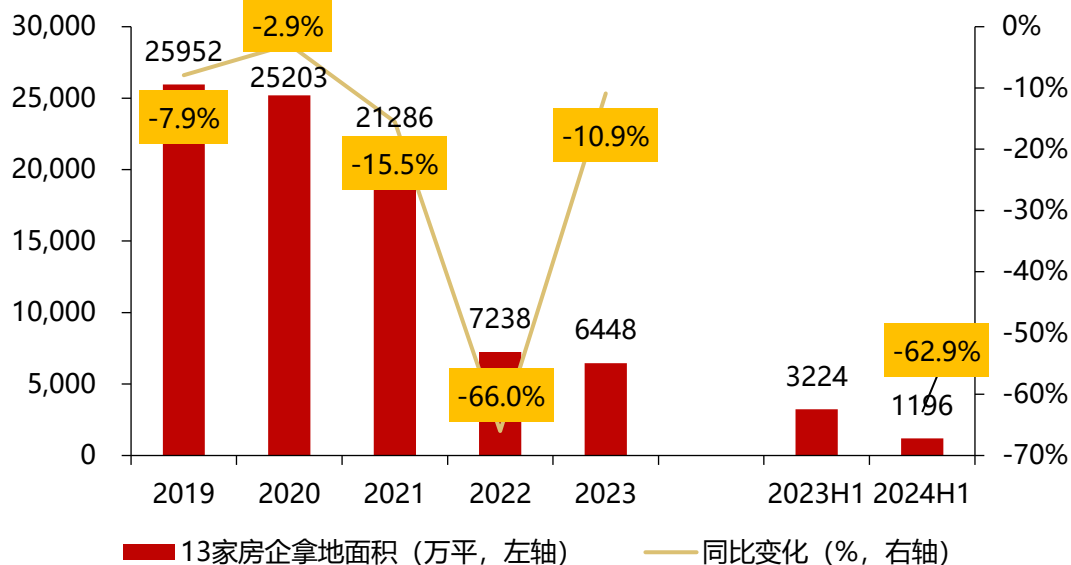
- 从克而瑞销售额榜单来看，2024年1-6月全国TOP30的中大型房企销售金额全部呈现下降趋势（除中建壹品外），销售面积也均有所下降。2023H1共有6家企业销售金额超千亿，2024H1降至5家。其中，中国海外发展和绿城中国销售金额及面积下降幅度较小，排名、市占率及销售单价逆势提升。2024年上半年TOP30房企中，中建壹品、大悦城销售排名提升明显，分别上升22、10名。

	全口径销售额排名			全口径销售金额 (亿元)			全口径销售面积 (万平方米)			全口径销售金额市占率			销售单价 (元/平方米)		
	2023.1-6	2024.1-6	同比变化	2023.1-6	2024.1-6	同比变化	2023.1-6	2024.1-6	同比变化	2023.1-6	2024.1-6	同比变化	2023.1-6	2024.1-6	同比变化
保利发展	1	1	0	2366	1733.1	-26.7%	1384	987	-28.7%	3.8%	3.7%	-0.1%	17097	17561	2.7%
中海地产	3	2	1	1785	1483.0	-16.9%	809	549	-32.1%	2.8%	3.1%	0.3%	22075	27008	22.3%
万科地产	2	3	-1	2018	1267.2	-37.2%	1257	921	-26.8%	3.2%	2.7%	-0.5%	16055	13765	-14.3%
华润置地	4	4	0	1702	1247.0	-26.7%	705	518	-26.6%	2.7%	2.6%	-0.1%	24131	24097	-0.1%
招商蛇口	5	5	0	1664	1009.5	-39.3%	682	440	-35.5%	2.6%	2.1%	-0.5%	24391	22943	-5.9%
绿城中国	8	6	2	983	854.5	-13.0%	338	279	-17.6%	1.6%	1.8%	0.3%	29054	30649	5.5%
建发房产	9	7	2	953	660.6	-30.7%	426	300	-29.5%	1.5%	1.4%	-0.1%	22378	21991	-1.7%
滨江集团	10	8	2	926	582.3	-37.1%	191	125	-34.6%	1.5%	1.2%	-0.2%	48446	46621	-3.8%
越秀地产	13	9	4	825	555.0	-32.7%	245	193	-21.2%	1.3%	1.2%	-0.1%	33701	28771	-14.6%
龙湖集团	7	10	-3	985	511.3	-48.1%	572	364	-36.5%	1.6%	1.1%	-0.5%	17210	14062	-18.3%
华发股份	14	11	3	769	452.0	-41.2%	248	167	-32.7%	1.2%	1.0%	-0.3%	31045	27098	-12.7%
中国金茂	11	12	-1	860	446.2	-48.1%	478	245	-48.6%	1.4%	0.9%	-0.4%	17996	18183	1.0%
中国铁建	16	13	3	522	395.5	-24.3%	317	265	-16.4%	0.8%	0.8%	0.0%	16500	14941	-9.4%
金地集团	12	14	-2	858	361.1	-57.9%	472	240	-49.2%	1.4%	0.8%	-0.6%	18170	15065	-17.1%
绿地控股	15	15	0	620	335.5	-45.9%	520	290	-44.2%	1.0%	0.7%	-0.3%	11923	11561	-3.0%
碧桂园	6	16	-10	1609	332.7	-79.3%	1993	412	-79.3%	2.6%	0.7%	-1.8%	8074	8075	0.0%
保利置业	24	17	7	371	282.0	-24.0%	147	103	-29.9%	0.6%	0.6%	0.0%	25238	27379	8.5%
融创中国	17	18	-1	520	261.2	-49.8%	389	139	-64.4%	0.8%	0.6%	-0.3%	13380	18859	40.9%
新城控股	18	19	-1	424	235.1	-44.5%	497	317	-36.3%	0.7%	0.5%	-0.2%	8521	7428	-12.8%
中建壹品	42	20	22	208	203.1	-2.5%	72	78	7.9%	0.3%	0.4%	0.1%	28944	26139	-9.7%
美的置业	21	21	0	405	202.4	-50.0%	313	179	-42.9%	0.6%	0.4%	-0.2%	12935	11320	-12.5%
旭辉集团	19	22	-3	419	202.1	-51.8%	286	163	-43.0%	0.7%	0.4%	-0.2%	14654	12391	-15.4%
中交房地产	22	23	-1	389	189.2	-51.3%	166	99	-40.2%	0.6%	0.4%	-0.2%	23396	19034	-18.6%
电建地产	29	24	5	333	186.8	-44.0%	167	95	-43.0%	0.5%	0.4%	-0.1%	20000	19663	-1.7%
大悦城控股	35	25	10	247	185.0	-25.2%	99	71	-28.9%	0.4%	0.4%	0.0%	24940	26241	5.2%
世茂集团	33	26	7	281	170.9	-39.1%	187	131	-29.7%	0.4%	0.4%	-0.1%	15027	13016	-13.4%
中国恒大	23	27	-4	382	167.0	-56.3%	302	155	-48.6%	0.6%	0.4%	-0.3%	12660	10767	-14.9%
首开股份	28	28	0	347	159.1	-54.2%	128	69	-46.0%	0.6%	0.3%	-0.2%	27075	22991	-15.1%
城建集团	34	29	5	261	153.7	-41.2%	63	45	-27.8%	0.4%	0.3%	-0.1%	41675	33929	-18.6%
联发集团	26	30	-4	359	148.6	-58.5%	129	75	-41.4%	0.6%	0.3%	-0.3%	27877	19708	-29.3%

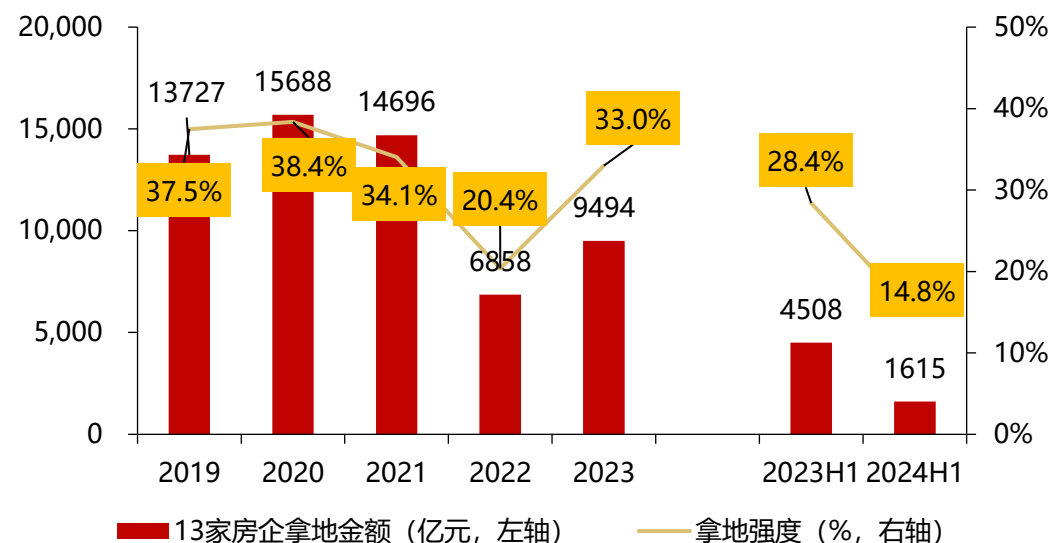
拿地意愿下降，投资节奏放缓

- 房企投资方面，我们以13家房企作为样本企业，其中部分未公布的数据我们采用同期克尔瑞的数据进行补充。
- 13家样本房企2024H1总拿地面积1196万平米，同比-62.9%；拿地金额1615亿元，同比-64.2%。房企的拿地强度在2023年有所恢复，但2024H1呈现下降趋势，拿地强度仅为14.8%，而2023H1拿地强度为28.4%。我们认为，2024H1房企拿地强度大幅降低，一方面受限于行业下行、销售、融资不振带来的现金流压力等影响，房企的投资策略更偏于谨慎的“以销定投”；另一方面则由于4月末自然资源部提出“合理控制新增商品住宅用地供应”，政府推地节奏可能有所减缓，且房企拿地更加聚焦高能级城市，其供地规模相对有限。

2019-2024H1 13家样本企业拿地面积及同比增速



2019-2024H1 13家样本企业拿地金额及拿地强度



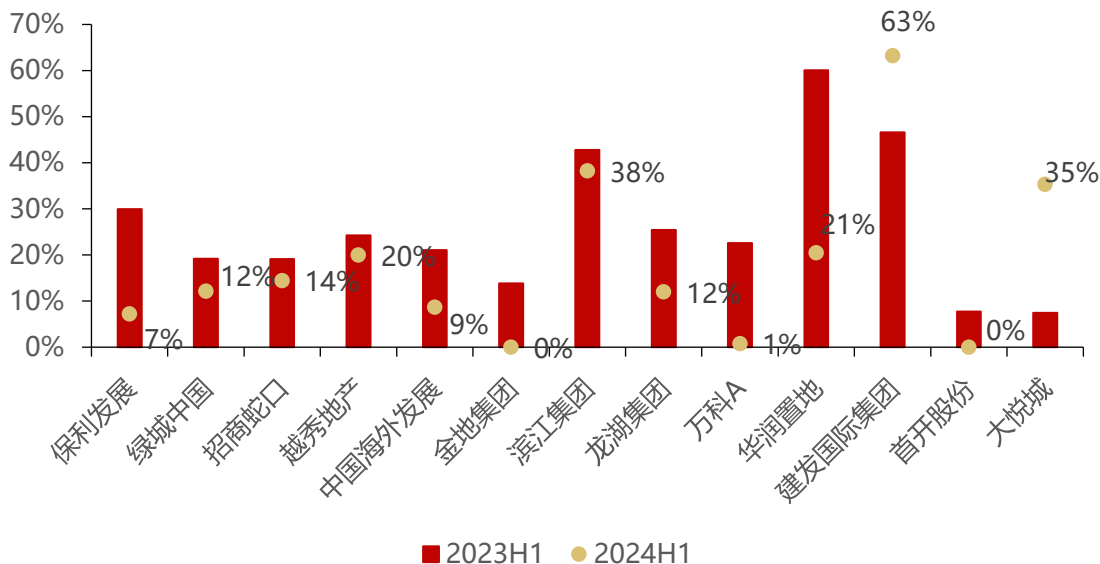
资料来源：公司公告，克尔瑞，浙商证券研究所

注：拿地强度=拿地金额/销售金额；部分房企未公布完全2019-2024H1拿地金额或拿地面积，采用同期克尔瑞全口径拿地数据补充。

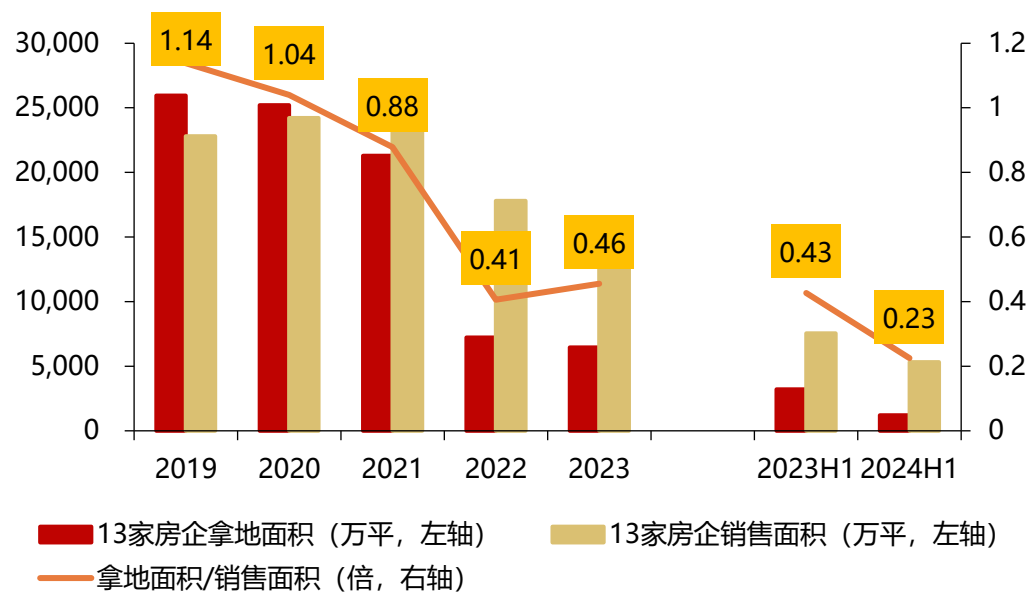
拿地强度分化，仍处去库存阶段

- 分公司来看，13家样本企业除建发国际集团和大悦城外，2024H1拿地强度均有明显下降。建发国际集团和大悦城拿地强度分别为63%和35%，同比+16和+28pct。
- 根据研究和产业经验，当房企出现新拿地面积/销售面积小于1时，通常处于去库存状态。13家样本房企整体拿地销售面积比自2021年以来下降到1以下，尽管2023年有所恢复，2024H1重现下降趋势，拿地销售面积比已降至0.23，表明样本房企整体上仍处于深度去库存阶段。

2023H1、2024H1 13家样本房企拿地强度



2019-2024H1 13家样本房企新拿地面积/销售面积



资料来源：公司公告，克尔瑞，浙商证券研究所

注：拿地强度=拿地金额/销售金额；部分房企未公布完全2019-2024H1拿地金额或拿地面积，采用同期克尔瑞全口径拿地数据补充。

规模房企拿地金额均下降，仅华润置地拿地金额超300亿元

- 从克尔瑞拿地排行榜来看，大部分房企拿地金额均有所下降，2024年H1新增多个2023年H1未上榜房企，TOP30中拿地金额榜单超过300亿的仅有华润置地，数量较2023年同期减少7家。中建壹品、中建智地拿地金额与新增货值市占率均有显著提升。

	拿地金额排名			拿地金额 (亿元)			拿地面积 (万平方米)			新增货值 (亿元)			新增货值市占率		
	2023.1-6	2024.1-6	同比变化	2023.1-6	2024.1-6	同比变化	2023.1-6	2024.1-6	同比变化	2023.1-6	2024.1-6	同比变化	2023.1-6	2024.1-6	同比变化
华润置地	1	1	0	533	322	-39.6%	274	192	-30.0%	1016	575	-43.4%	8.7%	4.9%	-3.8%
建发房产	6	2	4	348	239	-31.2%	283	156	-44.9%	607	559	-7.9%	5.2%	4.8%	-0.4%
中建壹品	28	3	25	51	239	372.8%	27	81	198.2%	101	467	362.4%	0.9%	4.0%	3.1%
绿城中国	8	4	4	315	223	-29.3%	183	114	-37.7%	574	393	-31.5%	4.9%	3.4%	-1.5%
中建智地	23	5	18	59	207	249.1%	-	28	-	103	354	243.1%	0.9%	3.0%	2.1%
中国铁建	11	6	5	154	134	-13.2%	126	172	36.4%	286	352	22.7%	2.4%	3.0%	0.6%
滨江集团	4	7	-3	396	119	-69.8%	249	88	-64.9%	788	334	-57.6%	6.7%	2.9%	-3.9%
城建集团	-	8	-	-	116	-	-	56	-	-	265	-	-	2.3%	-
中海地产	3	9	-6	406	112	-72.4%	160	88	-44.9%	734	263	-64.2%	6.3%	2.2%	-4.0%
国贸地产	17	10	7	92	111	20.7%	65	29	-54.9%	188	256	35.7%	1.6%	2.2%	0.6%
保利发展	5	11	-6	384	111	-	258	103	-	667	248	-	5.7%	2.1%	-
越秀地产	9	12	-3	203	110	-45.9%	79	82	4.1%	293	238	-18.6%	2.5%	2.0%	-0.5%
招商蛇口	7	13	-6	318	89	-72.0%	160	65	-59.5%	655	218	-66.8%	5.6%	1.9%	-3.7%
龙湖集团	16	16	0	95	78	-18.1%	99	51	-48.5%	268	173	-35.5%	2.3%	1.5%	-0.8%
广州城投	32	18	14	44	64	43.7%	28	-	-	167	126	-24.6%	1.4%	1.1%	-0.4%
大悦城控股	42	20	22	33	55	-	-	50	-	46	118	-	0.4%	1.0%	-
象屿地产	22	21	1	68	53	-21.3%	-	-	-	132	115	-12.4%	1.1%	1.0%	-0.1%

资料来源：Wind，克尔瑞，CREIS中指数据，浙商证券研究所

注：房企新增货值数据来源克尔瑞，全国口径新增货值为根据CREIS中指数据22城成交面积，按照销售均价10000元/m²估算得到，容积率假设为3.0。

04

估值情况与投资建议

样本房企整体市值下行超2成，滨江集团股价表现亮眼

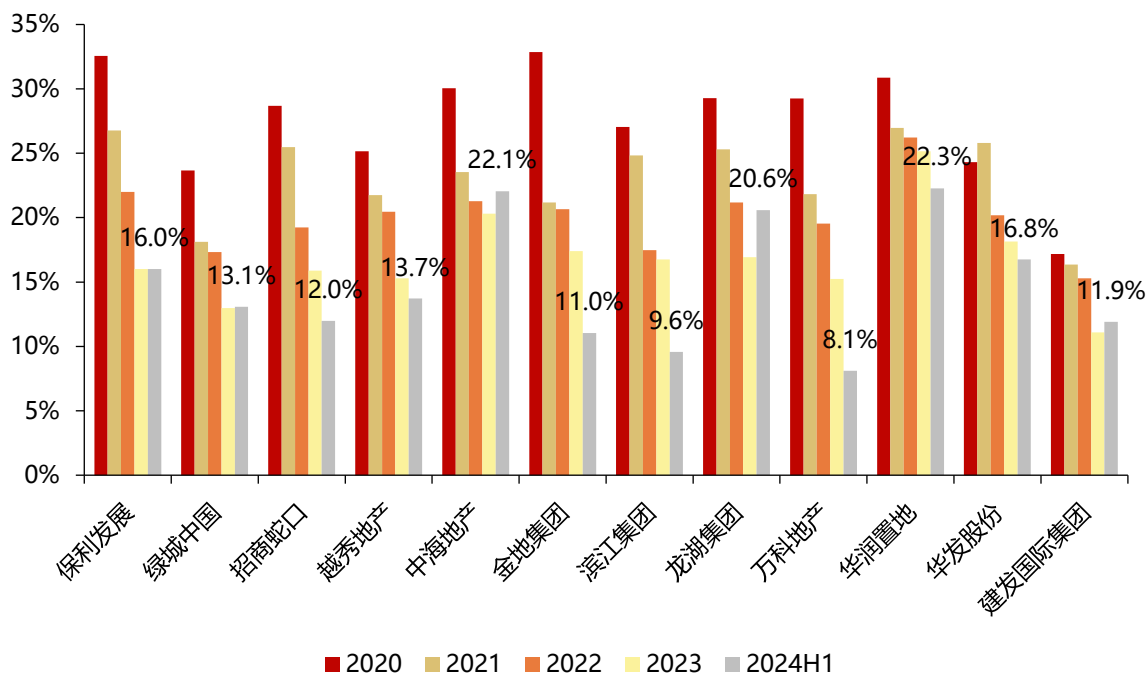
- 2024年9月5日20家样本房企市值较2024年初平均下降-21.6%，在销售下行、房价承压等因素影响下，各大房企股价表现较弱，仅滨江集团股价年内累计涨幅为正达到14%。

代码	公司简称	截止至2024年1月1日市值 (亿元)	截止至2024年9月5日市值 (亿元)	年初收盘价 (元)	最新收盘价 (元)	年内累计涨幅 (%)	每股收益 (元/股)				PE (倍)				PB (倍)
							2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	LF
1109.HK	华润置地	1,997	1497	28.0	21.0	-25.0%	4.40	4.14	4.31	4.62	4.77	5.08	4.88	4.54	0.53
0688.HK	中国海外发展	1,506	1287	13.8	11.8	-14.2%	2.34	2.30	2.42	2.58	5.04	5.12	4.88	4.57	0.31
600048.SH	保利发展	1,185	932	9.9	7.8	-21.3%	1.01	1.01	1.07	1.15	7.71	7.73	7.26	6.76	0.48
001979.SZ	招商蛇口	863	818	9.5	9.0	-5.2%	0.65	0.75	0.83	0.94	13.89	12.10	10.90	9.65	0.85
000002.SZ	万科A	1,162	723	10.5	6.6	-37.0%	1.03	-0.07	0.37	0.49	6.40	-	17.82	13.32	0.33
0960.HK	龙湖集团	824	591	12.5	8.6	-31.3%	2.07	1.71	1.75	1.90	4.15	5.01	4.91	4.53	0.35
1908.HK	建发国际集团	315	242	16.6	12.0	-27.8%	2.61	2.41	2.72	2.93	4.61	4.98	4.42	4.10	1.02
002244.SZ	滨江集团	226	258	7.3	8.3	14.0%	0.81	0.90	1.04	1.14	10.23	9.23	8.00	7.25	0.99
0123.HK	越秀地产	256	165	6.4	4.1	-35.5%	0.85	0.82	0.89	0.98	4.80	5.02	4.63	4.18	0.27
601155.SH	新城控股	257	236	11.4	10.5	-8.2%	0.33	0.51	0.56	0.62	31.76	20.36	18.78	16.87	0.38
600606.SH	绿地控股	323	197	2.3	1.4	-39.1%	-0.68	0.04	0.03	0.02	-2.06	35.18	43.48	76.09	0.25
600325.SH	华发股份	198	156	7.2	5.7	-21.5%	0.79	0.69	0.74	0.79	7.16	8.23	7.60	7.13	0.71
3900.HK	绿城中国	201	166	8.0	6.6	-17.5%	1.22	1.30	1.47	1.49	5.38	5.05	4.47	4.41	0.42
600383.SH	金地集团	197	174	4.4	3.9	-11.5%	0.20	-0.15	-0.01	0.17	19.30	-	-	22.73	0.28
000031.SZ	大悦城	127	102	3.0	2.4	-19.5%	-0.34	0.03	0.04	0.06	-7.03	87.55	56.64	36.83	0.77
0817.HK	中国金茂	101	94	0.8	0.7	-6.7%	-0.52	0.13	0.14	0.16	-1.36	5.44	5.12	4.50	0.22
600266.SH	城建发展	109	92	4.8	4.3	-11.8%	0.16	0.47	0.57	0.62	27.39	9.16	7.44	6.91	0.46
000090.SZ	天健集团	86	64	4.6	3.4	-26.1%	0.74	0.60	0.69	0.78	4.60	5.66	4.91	4.34	0.57
600376.SH	首开股份	78	59	3.0	2.3	-24.7%	-2.52	0.08	0.14	0.23	-0.91	27.36	15.92	9.78	0.37
3377.HK	远洋集团	34	18	0.4	0.2	-47.7%	-2.77	-	-	-	-0.08	-	-	-	0.23
均值		10,047	7,873			-21.6%					7.29	15.19	12.89	13.08	0.49

逆势拿地兑现的优势：毛利率提升

- 2019-2023典型房企毛利率呈现逐步降低的趋势，若按建设周期倒推，2023年结算毛利率多为2020-2021年获取的土地，彼时土地价格仍处高位，2022-2023年行业下行带动售价下降，部分典型房企毛利率从2019年35%左右降至2023年的15%左右，毛利率水平处于历史低位。
- 2023及2024年土地供需关系发生变化，新供土地毛利率呈现提升趋势，我们以克尔瑞数据为基础，测算2024年1-6月部分典型房企的毛利率情况，可以看到**7家房企新获取土地的毛利率均高于2023年结算毛利率，因此长期来看，当前逆势拿地的房企毛利率具备提升空间。**

图：2019-2023年部分典型房企毛利率变动情况



图：2024年1-6月部分典型房企新获取项目毛利率测算

	土地建面 (万方)	土地价值 (亿元)	平均楼面价 (元/平)	新增货值 (亿元)	平均销售 单价 (元/平)	预计建造 成本单价 (元/平)	预计毛利 率 (%)	2023公 司毛利率 (%)	毛利率潜 在提升空 间 (%)
招商蛇口	65	84	12974	218	33604	6000	43.5%	12.0%	31.6%
越秀地产	82	111	13480	238	28984	6000	32.8%	13.7%	19.1%
绿城中国	114	207	18158	393	34474	6000	29.9%	13.1%	16.8%
华润置地	192	239	12446	575	29944	6000	38.4%	22.3%	16.1%
保利发展	103	116	11285	248	24197	6000	28.6%	16.0%	12.5%
龙湖集团	51	89	17451	173	33922	6000	30.9%	20.6%	10.3%
滨江集团	88	223	25441	334	38203	6000	17.7%	9.6%	8.1%

双轨制的推行利好产品力强的开发商

- 1) 刚需-“红海市场”：未来新房市场中的刚需产品可能会受到保障性租赁和配售型住房的供给冲击，以及低总价的二手房竞争，新房刚需产品的销售去化和利润空间可能都会受到挤压。2) 改善-“蓝海市场”：①需求端：产品成交户型结构的改善特征明显，多居室产品需求持续升温。②政策端：在建造好房子方面已经做出了明确指示，而且在土地供应上已经发生“量缩质提”的显著改变。③房企端：在增强产品力、加大改善型住房的产品打磨是大势所趋。
- 24年政策企稳市场是大概率事件，基本面较好的一线城市具备率先企稳的可能性。我们看好聚焦核心城市+逆势拿地+强产品力房企，政策加码和基本面季节性修复均有机会带动地产板块估值修复，建议关注：A股-保利发展、招商蛇口、滨江集团；H股-华润置地、中国海外发展、建发国际集团、绿城中国等。

比较类别	科目	建发国际集团	华润置地	中国海外发展	保利发展	招商蛇口	滨江集团	绿城中国
资产结构	总资产 (亿元)	4,697	12,065	9,208	14,318	9,476	3,103	5,437
	其中：现金 (亿元)	607	1279	1142	1486	1031	296	652
	存货 (亿元)	2,951	5,393	4,782	8,314	4,244	1,721	2,780
	2024H1减值准备/2024H1存货	-	-	-	-0.01%	-0.01%	0.08%	-0.63%
	2023-2024H1年累计减值/2024H1存货	-	-0.02%	-	-0.63%	-0.58%	-2.42%	-1.21%
流动性	销售金额 (亿元)	509	1247	1484	1733	1010	582	1265
	销售金额同比 (%)	-31.9%	-26.8%	-17.6%	-26.8%	-39.3%	-37.1%	-5.7%
	销售融资比 (倍)	0.59	0.55	0.65	0.54	0.55	1.37	0.89
	2023年销售/期初库存 (%)	71%	41%	31%	20%	39%	59%	55%
土储	总土储 (亿元)	10147	13638	14740	12970	4713	6012	6834
	总土储 (万平)	4905	5699	5403	7140	-	1290	3193
	权益比例 (%)	27%	69%	90%	78%	68%	50%	72%
	货值占比 (%)	-	-	-	核心38城70%	核心10城86%	浙江91%	一二线79%
	拿地金额 (亿元)	322	256	129	126	146	223	154
	拿地强度 (%)	63%	21%	9%	7%	14%	38%	12%
分红	2023年分红比例 (%)	45%	33%	31%	40%	46%	11%	35%
净资产	净资产 (亿元)	961	3,952	4,011	3,432	2,906	588	1,089
	归母净资产 (亿元)	339	2,665	3,785	2,004	1,135	264	368
	少数股东权益 (亿元)	623	1287	226	1428	1771	324	721
	少数股东权益/净资产 (%)	65%	33%	6%	42%	61%	55%	66%
负债	有息负债 (亿元)	856	2275	2277	3191	1849	424	1426
	净负债率 (%)	44%	32%	33%	66%	47%	23%	71%
激励	员工持股比例 (%)	5.5%	-	0.1%	0.1%	0.4%	18.4%	1.6%

- 1) 行业销售量价修复不及预期：需求端政策不断调整，销售量价可能存在修复不及预期的风险。
- 2) 融资端政策的落地效果不及预期：部分房企信用仍处修复期，行业风险仍未完全解除，若房企融资落地不及预期，可能会加剧行业风险。
- 3) 收储资金支持和推进速度不及预期：收储政策是当前加速调节市场供需平衡的重要政策，若落地速度较慢或资金支持不及预期，调节市场供需效果可能有限。

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

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>