

房地产

风险有所缓释，还需市场回暖

——从房企中报看地产风险化解

投资要点:

➤ 房企中报披露，利润承压明显

2024H1中报显示，多数房企仍面临销售额下滑与利润下滑的双方面挑战。由于房地产行业的预售制度与滞后于销售的收入确认方式，利润表现更多是往年预售期房的规模以及盈利能力的下滑的滞后体现。从上市房企的存货及合同负债等科目中，可前置看到行业整体经营风险缓释的端倪。

➤ 行业合同负债及存货规模下降

合同负债对应房企已预售未交付的期房收入，典型房企合同负债规模自2021年中之后持续下降，从2021年中5.8万亿降至2024年中3.6万亿，降幅38%。合同负债的下降意味保交付压力持续缓解。存货方面，其规模自2021年12月触顶后持续下降，背后是开工下降与持续交付共同所致。从现金流支出的角度而言，存货及合同负债规模的同步下降，同时反应了整体行业的现金流压力正逐步缓解。

➤ 不同类型开发商经营分化明显

分企业类型看，民企存货及合同负债降幅更为明显，民企合同负债自2018年以来的高点平均回落超过60%，而地方国企平均回落幅度在30%附近。由于出现现金流问题的房企中民企占比较高，出险民企停止拿地开工后，在保交付政策的持续推进下，民企已售未交付项目的下降幅度显著的高于其余房企。

➤ 开发商有息负债规模同步下降

今年以来，包括项目融资白名单、经营性物业贷等政策在内的地产融资端政策不断出台，不同企业带息债务规模持续下降。尤其是非违约民企，其有息负债规模自2018年以来的高点大幅下降46%。在今年地产调控重点转向防风险的背景下，房地产行业融资模式正逐渐从总部信用融资转向项目融资。白名单融资制度不断推进，叠加房企信用债到期规模下降，行业整体的信用风险正逐渐缓释。

➤ 政策宽松下现房销售有所复苏

2023年至今，商品住宅销售分化明显，全国商品房市场中现房销售增速显著优于期房。一方面，现房所见即所得，规避期房交付风险；另一方面，房价预期不明朗环境下，购买期房提前锁定房价风险较高。截止24年7月，全国商品房销售面积中，现房销售1.6亿m²，期房销售3.8亿m²，现房销售占比占全国商品房销售的比例超过30%。

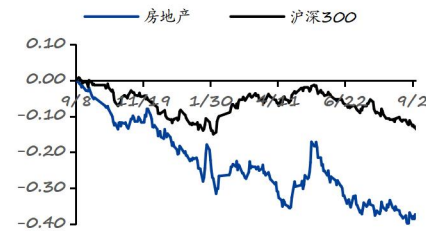
➤ 行业分化下部分企业先行改善

中报披露后整体市场销售复苏压力仍存，但部分区域型未违约民企，凭借良好的土储结构，以及不断推进的降杠杆措施，经营风险大幅降低。在地产市场逐渐探底的过程中，这类企业有望优先于其余地产企业，先行迎来盈利复苏。

➤ 风险提示：融资环境收紧超预期、房地产调控收紧超预期

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师：陈立(S0210523080003)

cl30270@hfzq.com.cn

联系人：于怡然(S0210124060064)

yyr30611@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、房地产行业周报：9月多地密集出台新政，促进楼市高质量发展——2024.09.07
- 2、华福地产日报：湘潭优化住房面积计算方式——2024.09.06
- 3、房地产行业行业动态跟踪：存量房贷利率对楼市的传导路径——2024.09.05



正文目录

1 房企中报披露，利润承压明显	3
2 行业合同负债及存货规模下降	3
3 不同类型开发商经营分化明显	5
4 开发商有息负债规模同步下降	6
5 政策宽松下现房销售有所复苏	7
6 行业分化下部分企业先行改善	8
7 风险提示	10

图表目录

图表 1: A、H 典型上市房企合同负债规模 (万亿)	4
图表 2: A、H 典型上市房企存货规模 (万亿)	4
图表 3: 不同企业存货及合同负债自 2018 年以来的高点回落幅度 (%)	5
图表 4: 合同负债自 2018 年高点下降规模幅度前二十房企明细 (亿、%)	5
图表 5: 不同企业带息债务自 2018 年以来的高点回落幅度 (%)	6
图表 6: 房地产行业信用债发行与偿还规模 (亿)	7
图表 7: 全国新建商品房期房及现房销售面积同比增速 (%)	8
图表 8: 全国新建商品房期房及现房销售面积及现房销售占比 (亿 m ² 、%)	8
图表 9: 部分上市房企中期报表数据及 2024 年前 8 月累计销售金额 (亿)	9



自 2024 年 4 月底中央政治局会议明确提出要“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”以来，相关政策接连出台，对防范化解房地产风险、促进房地产市场平稳健康发展意义重大。8 月底最新公布的上市公司房企财报数据显示，当前房地产风险化解已经取得了阶段性进展，具体体现在：一是合同负债规模快速下降，房企交付压力逐渐缓解，保交楼政策效果显现；二是上市房企存货规模连续下降，库存去化及现金流压力得到一定程度的释放；三是不同房企特别是非违约民企有息负债规模大幅压降，行业资产负债表改善，经营风险有效降低；四是商品住宅销售分化，其中政策宽松下现房销售有所复苏。

1 房企中报披露，利润承压明显

2024 年 8 月，上市公司中报陆续披露，在整体调控政策偏向宽松的环境下，开发商企业自身的经营质量与业绩表现依然存在压力，多数企业仍旧面临销售额下滑与利润下滑的双方面挑战。

由于房地产行业普遍存在的预售制度，以及不同于传统制造业的收入确认方式，利润表中收入及利润规模主要受当期交付给购房者的规模影响。从时间上，属于前期预售房屋销售的滞后体现。因此，利润表现更多是往年预售期房的规模以及盈利能力的下滑的滞后体现。从上市房企资产负债表的存货及合同负债等科目中，我们能够更为前置的看到行业整体经营风险缓释的端倪。

2 行业合同负债及存货规模下降

刚刚披露的上市公司半年报显示，上市房企的存货规模及合同负债规模同比大幅下降，显示经历三年多的调整，一些房企的风险有所缓解。

合同负债层面，购房需求持续放缓，房企销售规模下降，叠加交付规模的增长，整体合同负债规模自 2021 年中之后，持续下降。存货规模自 2021 年 12 月触顶后持续下降，存货下降背后的原因同样一方面由于拿地少导致的新开工规模不足，另一方面同样由交付规模增长带来施工规模的被动下降。

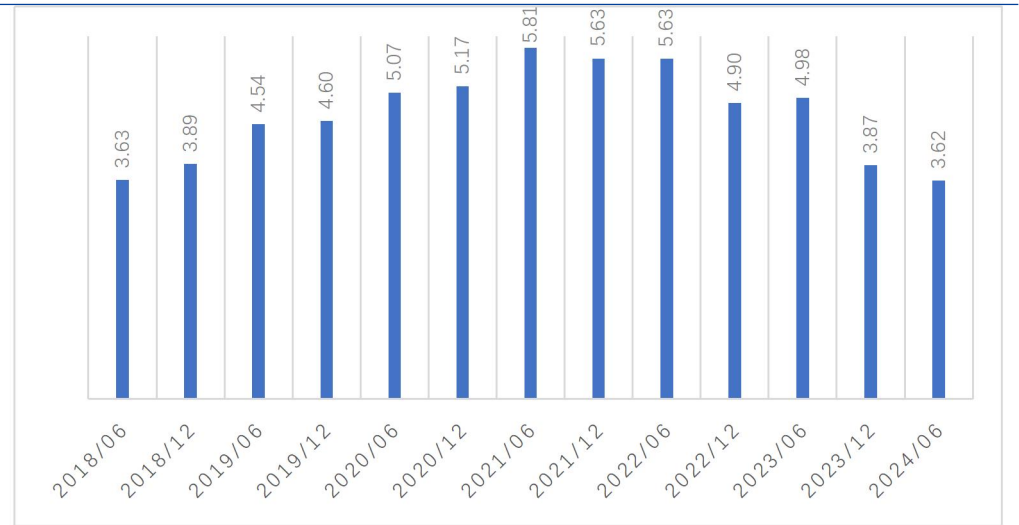
从财务报表科目反应的企业经营情况来看，合同负债规模则对应房企已经预售了但还未交付的期房项目，更高的合同负债规模对应了更高的期房销售规模，同时也对应了在未来几年，已售期房交付后，更高的潜在收入确认规模的储备。

另一方面，合同负债的规模代表的已售未交付的期房规模，也对应了房企已经预售的地产项目的持续工程款支出规模。已经预售还未交付的项目，也是当前保交楼政策下，需要保障居民购房者顺利拿到自己购买的期房的规模。合同负债的下降也意味着交付压力的逐渐下降，这也是保交楼的政策体现。



从行业整体来看，合同负债绝对规模持续下降，典型 A、H 上市房企的合计合同负债规模自 2021 年中高点 5.8 万亿下降至 3.6 万亿，下降 38%。

图表 1: A、H 典型上市房企合同负债规模 (万亿)



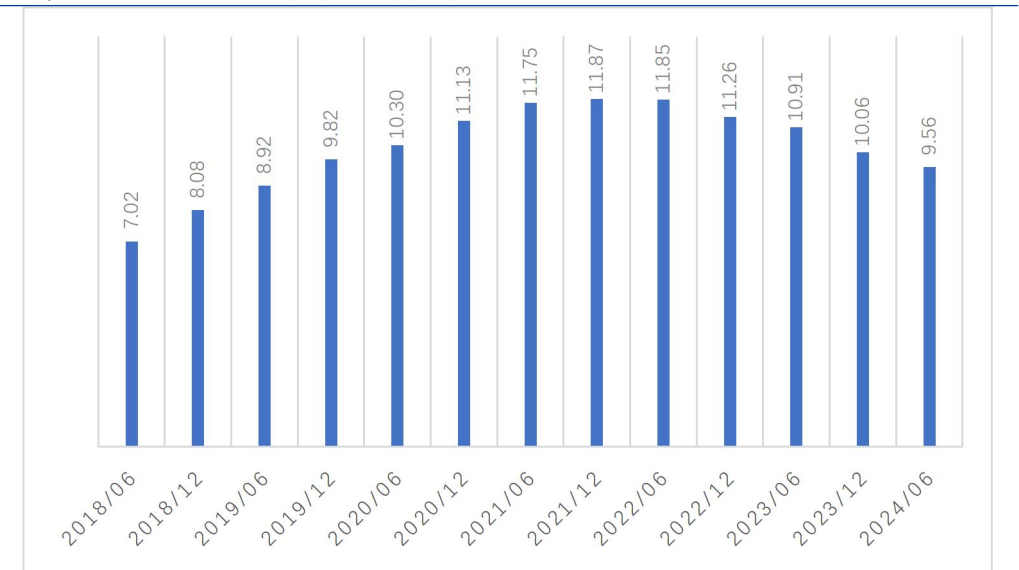
来源: Wind、华福证券研究所

A 股典型房企包括: 保利发展、万科 A、绿地控股、招商蛇口、华发股份、滨江集团、华侨城 A、新城控股、荣盛发展、首开股份、金地集团、*ST 金科、中交地产、城建发展、大悦城、华夏幸福、金融街、陆家嘴、城投控股、京投发展、上海临港、光明地产、信达地产、新潮中置、苏州高新、北辰实业、天地源、中华企业、天健集团、合肥城建、宝安地产、南山控股、浦东金桥、福星股份、中洲控股、张江高科、栖霞建设、京能置业、格力地产、中国武夷、华远地产、大名城、深振业 A、上实发展、外高桥、海南机场、南京高科、深物业 A、深物业 B、南国置业、津投城开、中新集团、天保基建、香江控股、市北高新、黑牡丹、西藏城投、苏宁环球、广宇集团、电子城、新华联、凤凰股份、三湘印象、*ST 和展、深深房 A、深深房 B、新黄浦、渝开发、卧龙地产、津滨发展、世荣兆业、华联控股、华丽家族、亚通股份、海泰发展、大龙地产、荣丰控股、顺发恒业

H 股典型房企包括: 中国海外宏洋集团、越秀地产、粤海置地、五矿地产、汤臣集团、上海实业控股、SOHO 中国、金地商置、上实城市开发、北京北辰实业股份、深圳控股、中国海外发展、上海证大、新天地集团、世茂集团、中国金茂、建业地产、龙湖集团、新城发展、华润置地、百仕达控股、京雅集团、时代中国控股、宝龙地产、花样年控股、建发国际集团、中骏集团控股、弘阳地产、万科企业、晨兴发展、阳光 100 中国、富力地产、华侨城(亚洲)、远洋集团、龙光集团、中国奥园、绿城中国、美的置业、正荣地产、港龙中国地产

在行业整体拿地放缓的背景下，2018 年以来的存货扩张显著放缓，2021 年存货规模见顶后持续回落。一方面，销售偏弱的环境下，开发商补库意愿较低；此外，在项目融资白名单政策推进下，存货科目中更多的期房逐渐完工形成现房。从现金流支出的角度而言，存货及合同负债规模的同步下降，同时反应了整体行业的现金流压力正在逐步缓解。

图表 2: A、H 典型上市房企存货规模 (万亿)



来源: Wind、华福证券研究所

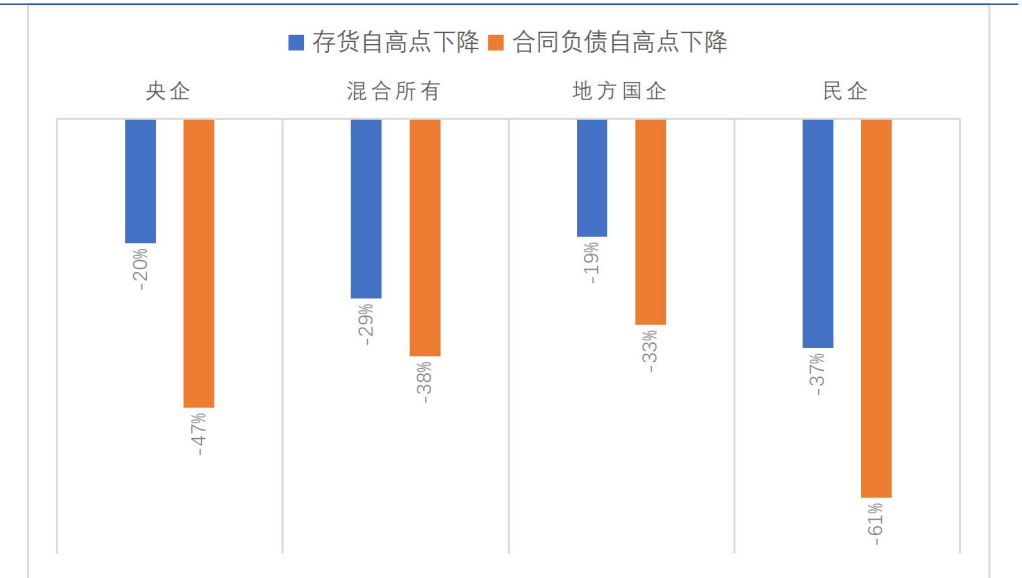


3 不同类型开发商经营分化明显

从企业的角度而言，不同企业交付压力仍旧存在分化，这也和不同房企不在新增拿地有关。存货及合同负债整体下降的过程中，民企降幅更为明显，平均而言，民企合同负债自 2018 年以来的高点平均回落超过 60%，而地方国企平均回落幅度在 30%附近。

这与当前化解部分企业出现的交房问题相同，出现现金流问题及债务违约的房企中，民企占比偏高。在出险民企停止拿地开工后，在保交付政策的持续推进演绎下，民企已售未交付项目的下降幅度显著的高于其余类型房地产企业。

图表 3：不同企业存货及合同负债自 2018 年以来的高点回落幅度（%）



来源：Wind、华福证券研究所

从合同负债来看，典型上市房企中，以 2024 年中期合同负债自 2018 年以来高点下降幅度排名，下降幅度在前 20 的典型房企中，民企占比达到了 50%；央企及地方国企占比都为 25%。

图表 4：合同负债自 2018 年高点下降规模幅度前二十房企明细（亿、%）

简称	企业属性	2024 年中报合同负债	自 2018 年以来高点下降	2024 年中报存货	自 2018 年以来高点下降
北辰实业	地方国企	16	-94%	294	-55%
华远地产	地方国企	26	-85%	146	-68%
花样年控股	民企	34	-85%	389	-25%
信达地产	央企	44	-84%	361	-43%
港龙中国地产	民企	46	-83%	191	-51%
华侨城(亚洲)	央企	7	-79%	122	-9%
光明地产	地方国企	42	-78%	408	-33%
*ST 金科	民企	333	-77%	1,166	-53%
龙光集团	民企	144	-77%	1,337	-14%



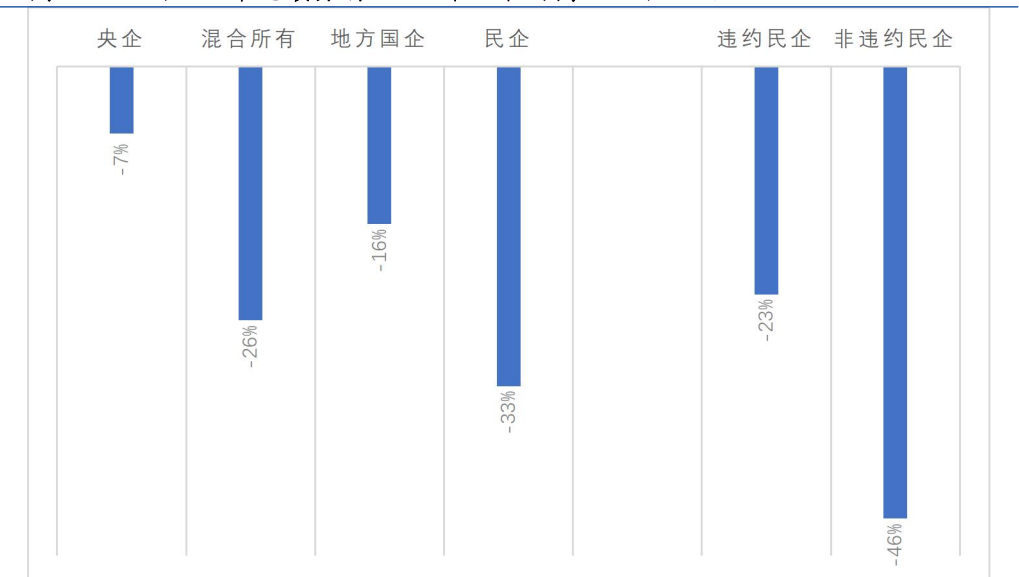
正荣地产	民企	214	-77%	440	-69%
五矿地产	央企	43	-74%	297	-31%
弘阳地产	民企	90	-73%	221	-60%
美的置业	民企	298	-73%	807	-51%
时代中国控股	民企	104	-72%	605	-39%
阳光100中国	民企	31	-70%	273	-18%
荣安地产	民企	125	-68%	250	-59%
上海实业控股	地方国企	84	-67%	320	-50%
华侨城A	央企	394	-65%	1,646	-37%
远洋集团	央企	167	-61%	709	-33%
首开股份	地方国企	280	-60%	1,215	-36%

来源：Wind、华福证券研究所

4 开发商有息负债规模同步下降

今年以来，包括项目融资白名单、经营性物业贷等政策在内的地产融资端政策不断出台，不同企业带息债务规模持续下降，资产负债表不断改善。尤其在非违约民企中，有息负债规模自2018年以来的高点大幅下降，相较于出险的困境民企，未违约的部分区域中小型民企在政策宽松的帮助下，不断压降有息负债规模，降低经营风险。

图表5：不同企业带息债务自2018年以来的高点回落幅度（%）



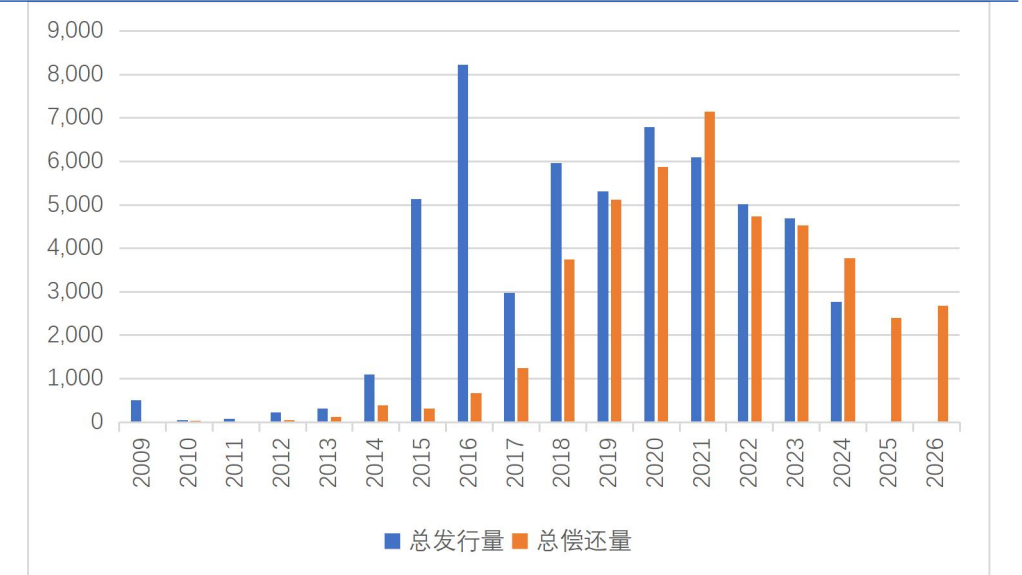
来源：Wind、华福证券研究所

在传统地产行业融资模式下，大量头部房企通过集团公司强势的融资市场环境地位，获得了大量的无抵押贷款融资，近年集团信用债的到期，导致了行业的整体现金流紧张。



在今年地产调控中心转向防风险的背景下，房地产行业融资模式正逐渐从总部信用融资转向项目融资。白名单融资制度不断推进，叠加房企信用债到期规模下降，行业整体的信用风险正在逐渐缓释。

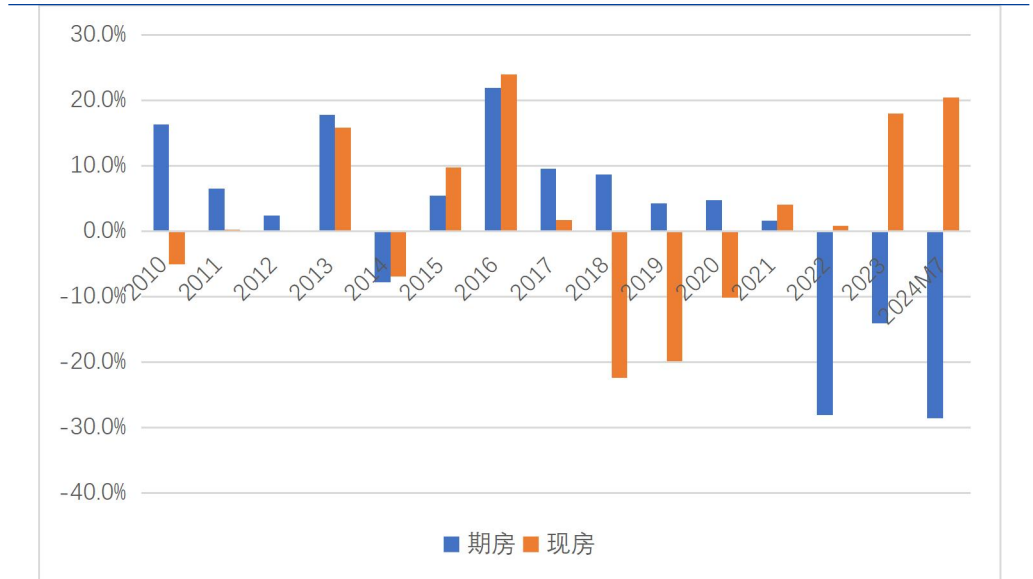
图表 6: 房地产行业信用债发行与偿还规模 (亿)



来源: Wind、华福证券研究所

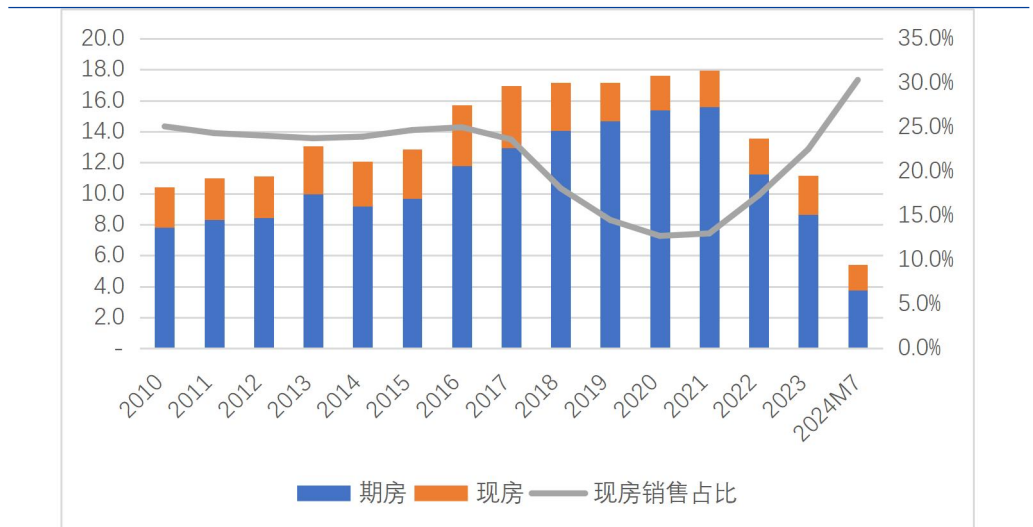
5 政策宽松下现房销售有所复苏

2023 年至今，商品住宅销售分化明显，全国商品房市场中现房销售增速显著优于期房。一方面，交付担忧并未解除下，现房所见即所得的购房决策更为稳妥；此外，期房提前锁定房价的特点下，在房价预期不明朗的环境下，购房需求延迟实现的特点明显。在房价上涨预期偏强时，期房销售显著高于现房；房价下跌预期偏强时，期房销售反而显著的落后于现房销售增速。


图表 7: 全国新建商品房期房及现房销售面积同比增速 (%)


来源: Wind、华福证券研究所

截止 2024 年 7 月, 全国商品房销售面积中, 现房销售面积 1.6 亿 m^2 , 期房销售面积 3.8 亿 m^2 , 现房销售占比占全国商品房销售的比例超过 30%。

图表 8: 全国新建商品房期房及现房销售面积及现房销售占比 (亿 m^2 、%)


来源: Wind、华福证券研究所

6 行业分化下部分企业先行改善

整体而言, 从目前上市房企披露中报的情况来看, 虽然整体市场销售复苏仍旧存在一定压力, 但企业层面, 不少区域型的中小型地产公司, 凭借良好的土储结构, 以及不断推进的降杠杆措施, 大幅降低了经营风险。而目前这一类企业中, 以区域性的未违约民企为主, 在地产市场逐渐探底的过程中, 有望优先于其余地产企业, 先行迎来盈利复苏。


图表 9：部分上市房企中期报表数据及 2024 年前 8 月累计销售金额（亿）

简称	2024 年中报现金	2024 年 1-8 月销售金额	企业属性	存货	自 2018 高点降幅	合同负债	自 2018 高点降幅	有息债务	自 2018 高点降幅
北辰实业	81	40	地方国企	294	-55%	16	-94%	225	-33%
华远地产	11	13	地方国企	146	-68%	26	-85%	126	-57%
信达地产	48	93	央企	361	-43%	44	-84%	304	-19%
港龙中国地产	4	36	民企	191	-51%	46	-83%	46	-64%
光明地产	53	30	地方国企	408	-33%	42	-78%	347	-18%
*ST 金科	46	59	民企	1166	-53%	333	-77%	664	-40%
龙光集团	95	59	民企	1337	-14%	144	-77%	893	-1%
正荣地产	39	56	民企	440	-69%	214	-77%	600	-19%
五矿地产	30	74	央企	297	-31%	43	-74%	222	-14%
弘阳地产	21	61	民企	221	-60%	90	-73%	211	-38%
美的置业	114	259	民企	807	-51%	298	-73%	371	-37%
时代中国控股	15	57	民企	605	-39%	104	-72%	472	-24%
荣安地产	34	33	民企	250	-59%	125	-68%	44	-74%
华侨城 A	366	155	央企	1646	-37%	394	-65%	1420	-1%
首开股份	144	221	地方国企	1215	-36%	280	-60%	1145	-16%
富力地产	14	55	民企	1640	-29%	219	-60%	1138	-42%
中国奥园	16	63	民企	1184	-26%	345	-60%	762	-34%
万科 A	924	1638	混合所有	6204	-42%	2787	-60%	3535	0%
新城发展	120	295	民企	1334	-53%	940	-59%	629	-46%
新城控股	158	295	民企	1334	-53%	950	-59%	577	-44%
福星股份	15	18	民企	208	-33%	80	-58%	58	-74%
荣盛发展	38	54	民企	1243	-35%	491	-57%	441	-43%
龙湖集团	489	651	民企	2518	-41%	1092	-55%	1874	-12%
中交地产	81	273	央企	902	-21%	209	-53%	459	-20%
绿地控股	284	443	混合所有	5200	-33%	2366	-49%	2194	-33%
建业地产	5	160	民企	723	-24%	350	-49%	236	-35%
中国金茂	338	564	央企	865	-27%	554	-48%	1294	0%
世茂集团	129	224	民企	2466	-26%	674	-46%	2566	-7%
宝龙地产	64	90	民企	694	-21%	225	-43%	584	-20%
金地集团	231	476	混合所有	1204	-40%	668	-43%	831	-36%
中骏集团控股	33	76	民企	784	-20%	591	-31%	365	-28%
天地源	50	33	地方国企	275	-12%	113	-31%	135	-10%
大悦城	284	266	央企	868	-19%	308	-28%	750	-6%
保利发展	1,464	2208	央企	8314	-5%	3583	-19%	3773	-2%
中国海外发展	1002	1800	央企	4782	-2%	1109	-17%	2324	-11%
滨江集团	264	724	民企	1721	-11%	1396	-13%	400	-29%
华发股份	349	596	地方国企	2704	-2%	895	-10%	1359	-9%
招商蛇口	828	1309	央企	4244	-3%	1801	-8%	2212	0%

来源：Wind、中指研究院、华福证券研究所

从行业的层面而言，在保交付和防风险双重推进下，相较于有息负债，合同负债规模更快速的下降，代表着监管机构及地产政策对于民生和交付的重视，当前包括险房企在内的各类房企，合同负债规模相较于近三年的高点，都出现了显著的



回落，这也意味着保交付的政策效果正在逐渐显现。

同时，在房地产行业向新发展模式转型的过程中，有息负债规模的变化也体现了不同房企所面临的困境和机遇。部分出险房企有息负债在展期和违约的过程中，有息负债规模难以实质性下降；而部分中小型区域型企业，依靠稳健的经营策略，不断压降有息负债规模，在期房不断交付的过程中，逐渐释放了经营风险，甚至可能迎来新的发展机遇。

7 风险提示

融资环境收紧超预期：房地产行业属于资本密集型行业，融资环境超预期收紧将对房地产的增速及盈利能力产生负面冲击。一方面，融资量的下降将导致开发商放慢拿地、推盘、销售、施工及竣工的经营速度，导致总体的增速下行；另外一方面，融资产生的利息支出是除了土地价格以外，影响房企利润率的最重要因素，融资环境收紧导致融资成本上行将显著侵蚀公司盈利能力，对业绩增速产生负面冲击。

房地产调控收紧超预期：地产调控政策收紧，地产销售量价进一步面临下行压力，进而影响公司的销售及销售目标完成情况。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn