

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

业绩延续承压状态，政策支持静待黎明

基本结论

利润表：业绩下滑，持续承压。2024年前三季度，26家样本房企①营收为10045亿元，同比-22.1%，延续22年以来的负增长态势，其中国企同比-12.5%；混合所有制同比-27.5%；民企同比-27.8%。②归母净利润为-251亿元，较23年同期的318亿元转亏，其中国企为-3亿元、混合所有制为-191亿元、民企为-57亿元，同比均由盈转亏。③毛利率&净利率自20年起持续下滑，整体毛利率为13.3%，同比下降3.1pct；整体净利率为-1.8%，较去年同期的3.9%下降5.6pct，同比转负。④销售费率&管理费率：销售去化变慢，销管费率有所上升。整体销售费率为2.75%，同比上升0.27pct；整体管理费率为2.90%，同比上升0.28pct。

资产负债表：资产负债下降，房企缩表持续进行。截至24年9月末，26家样本房企①总资产同比下降11.3%，延续22年以来的负增长态势，且降幅走扩。其中国企同比-6.3%，降幅最小；混合所有制同比-15.3%；民企同比-16.4%。②总负债同比下降13.0%，同样延续22年以来的负增长态势，且降幅走扩。其中国企同比-8.0%，混合所有制和民企均同比-17.2%。

现金流量表：经营性现金流及融资性现金流均呈现净流出。2024年前三季度，26家样本房企①经营性现金流净额为-40亿元，较去年同期的1392亿元大幅下降，主因销售回款下降、首付比例降低后按揭放款节奏拉长。其中国企为净流入45亿元，同比大幅下降96%；民企为-34亿元，较去年同期338亿元大幅下降；混合所有制为-51亿元，与去年同期-62亿元基本相当。②融资性现金流净额为-1174亿元，较去年同期的-2057亿元收窄42.9%，主因在城市房地产融资协调机制的作用下，房企的白名单项目持续获得融资支持。其中国企为-668亿元，降幅同比收窄36.4%；民企为-110亿元，降幅同比收窄62.5%；混合所有制为-396亿元，降幅同比收窄44.5%。

经营表现：销投下降的背景下，央国企及改善型房企表现更佳。2024年前三季度，①销售端：9月单月百强全口径销售额2736亿元，环比+0.4%，同比-38%；10月单月百强全口径销售额4654亿元，环比+70%，同比+5%，首次扭转了自23年6月以来单月同比连续16个月为负的情况。从房企角度看，中海、建发等10月销售额环比增幅超100%；保利置业等10月同比增幅超100%；中海1-10月销售额累计降幅收窄至个位数。②投资端：重点房企的总拿地金额同比普遍减少30%以上，仅滨江同比小幅增长8%。从拿地排名看，保利、绿城、建发、滨江、中海的权益拿地金额位居行业前五。从拿地强度看，建发、滨江、绿城的拿地强度最高，分别为0.39、0.31、0.27。

投资建议

尽管目前行业整体业绩持续承压，但一方面自9月末以来中央对地产止跌回稳的决心更加坚决，自上而下政策频发，10月楼市火热，全国新房及二手房销售均实现同环比正增长，若后续核心城市能够持续释放市场止跌企稳积极的信号，则有望提振信心、改善预期，助力地产板块估值的修复。另一方面随着房企减值包袱的出清，前两年获取的高毛利项目陆续进入结转节奏，部分优质房企的业绩有望迎来触底回升。我们认为本轮政策已经能够夯实地产股底部，首推有持续拿地能力、布局优质重点城市、主打改善产品的房企**绿城中国**、**越秀地产**、**滨江集团**等；稳健选择头部央国企**招商蛇口**、**中国海外发展**等。建议关注受益于地方化债的城投，建议关注并购重组弹性标的。

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、利润表：业绩持续承压，营收下滑归母净利转亏.....	4
1.1、营收延续下滑态势.....	4
1.2、归母净利润转亏.....	5
1.3、毛利率、净利率延续下滑态势.....	6
1.4、销售费率、管理费率有所上升.....	8
二、资产负债表：资产负债下降，房企缩表进行时.....	10
2.1、总资产持续下降.....	10
2.2、总负债持续下降.....	11
2.3、多数房企的别预资产负债率下降.....	12
2.4、多数房企的净负债率上升.....	13
2.5、多数房企的现金短债比下降.....	13
三、现金流量表：经营性现金流及融资性现金流均为净流出.....	14
3.1、经营性现金流转为净流出.....	14
3.2、融资性现金流持续净流出.....	15
四、经营端：销投下降的背景下，央国企表现更佳.....	16
4.1、销售降幅持续收窄，新政效果显现.....	16
4.2、投资普遍收缩，央国企是拿地主力.....	18
五、投资建议.....	19
六、风险提示.....	21

图表目录

图表 1： 房地产开发企业分类统计.....	4
图表 2： 24 年前三季度房企营收同比均下降.....	4
图表 3： 重点房企营收普遍下降.....	5
图表 4： 24 年前三季度各类房企归母净利润均呈亏损状态（亿元）.....	5
图表 5： 24 年前三季度各类房企归母净利润同比转亏.....	6
图表 6： 重点房企归母净利润普遍下降甚至转亏.....	6
图表 7： 24 年前三季度各类房企毛利率均下降.....	7
图表 8： 重点房企毛利率普遍下降.....	7
图表 9： 24 年前三季度各类房企净利率均下降.....	8
图表 10： 重点房企净利率普遍下降.....	8

图表 11:	24 年前三季度各类房企销售费率均上升.....	9
图表 12:	重点房企中部分房企的销售费率控制得当.....	9
图表 13:	24 年前三季度各类房企管理费率均上升.....	10
图表 14:	重点房企中部分房企的管理费率控制得当.....	10
图表 15:	各类房企总资产均同比下降.....	11
图表 16:	重点房企总资产均同比下降.....	11
图表 17:	各类房企总负债均同比下降.....	12
图表 18:	重点房企总负债均同比下降.....	12
图表 19:	多数房企的剔除预资产负债率下降.....	13
图表 20:	多数房企的净负债率上升.....	13
图表 21:	多数房企的现金短债比下降.....	14
图表 22:	24 年前三季度各类房企的经营性现金流呈净流出 (亿元).....	14
图表 23:	重点房企的经营性现金流净流入大幅下降甚至净流出.....	15
图表 24:	24 年前三季度各类房企的融资性现金流呈净流出 (亿元).....	15
图表 25:	重点房企的融资性现金流净流出大幅收窄.....	16
图表 26:	百强房企全口径销售额 1-9 月累计同比-38.6%，1-10 月累计同比-34.8%.....	16
图表 27:	百强房企全口径销售额 9 月同比-38%，环比+0.4%；10 月同比+5%，环比+70%.....	17
图表 28:	2024 年 1-10 月 TOP100 房企销售情况.....	17
图表 29:	2024 年 1-9 月权益拿地金额榜单 TOP20.....	18
图表 30:	2024 年 1-9 月多数房企总拿地金额同比下降.....	18
图表 31:	2024 年 1-9 月多数房企拿地强度下降.....	19
图表 32:	A 股地产 PE-TTM.....	20
图表 33:	港股地产 PE-TTM.....	20
图表 34:	港股物业股 PE-TTM.....	20
图表 35:	覆盖公司估值情况.....	21

房企选择

基于三季报披露因素，我们选取在 A 股上市的 26 家以房地产开发为主业的上市公司作为样本房企进行研究分析。基于当前央国企、民企、混合所有制背景房企的经营表现分化明显，我们将研究对象分为央国企（14 家）、混合所有制（4 家）及民企（8 家）。同时我们选取市场关注度较高的 10 家 A 股房企作为重点房企。

图表1：房地产开发企业分类统计

分类	数量	具体房企
样本房企	26	央国企+混合所有制+民企
央国企房企	14	保利发展、招商蛇口、华侨城 A、大悦城、中交地产、信达地产、合肥城建、华发股份、金融街、首开股份、城建发展、中华企业、上实发展、光明地产
混合所有制房企	4	万科 A、金地集团、绿地控股、衢州发展
民企房企	8	滨江集团、新城控股、*ST 金科、荣盛发展、华夏幸福、大名城、三湘印象、万通发展
重点房企	10	保利发展、招商蛇口、中交地产、华发股份、城建发展、万科 A、绿地控股、金地集团、滨江集团、新城控股

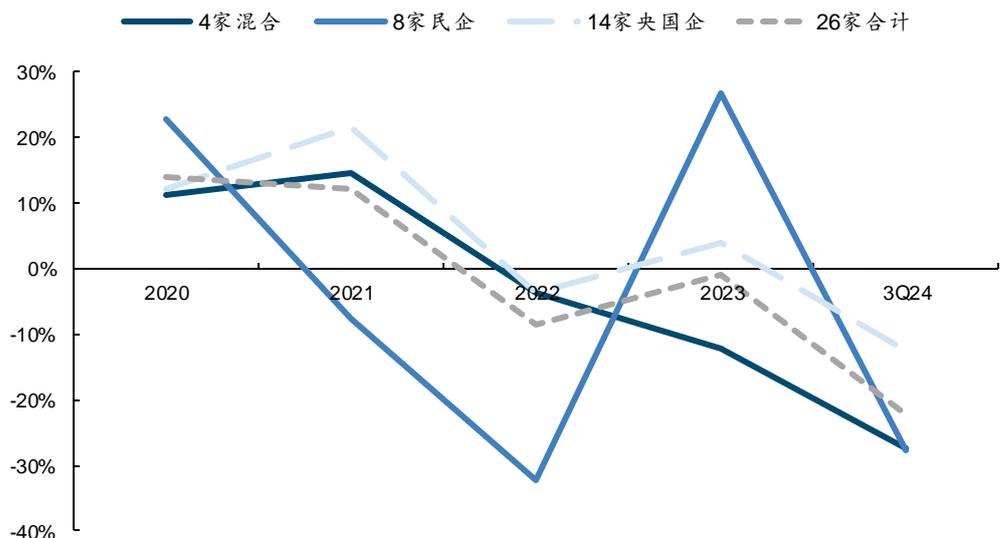
来源：wind，国金证券研究所

一、利润表：业绩持续承压，营收下滑归母净利转亏

1.1、营收延续下滑态势

行业营收仍延续下滑趋势。26 家样本房企 2024 年前三季度营业收入 10045 亿元，同比-22.1%，延续 2022 年以来的负增长态势。其中 2024 年前三季度央国企营收 4078 亿元，同比-12.5%；混合所有制营收 4349 亿元，同比-27.5%；民企营收 1618 亿元，同比-27.8%。

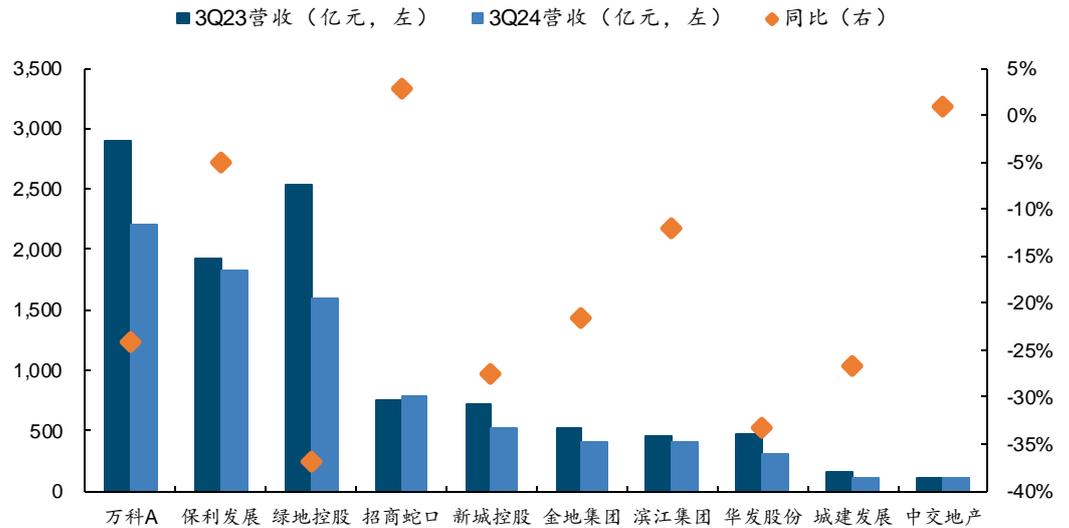
图表2：24 年前三季度房企营收同比均下降



来源：wind，国金证券研究所

分房企看，10 家重点房企中，仅招商蛇口、中交地产 2 家房企营收同比增速为正，增速分别为+2.9%、+0.9%。

图表3: 重点房企营收普遍下降

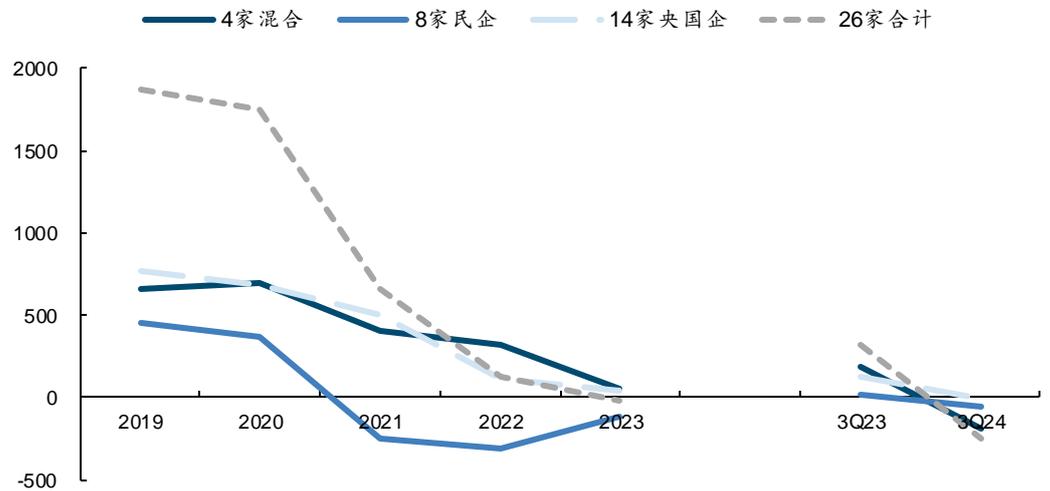


来源: wind, 国金证券研究所

1.2、归母净利润转亏

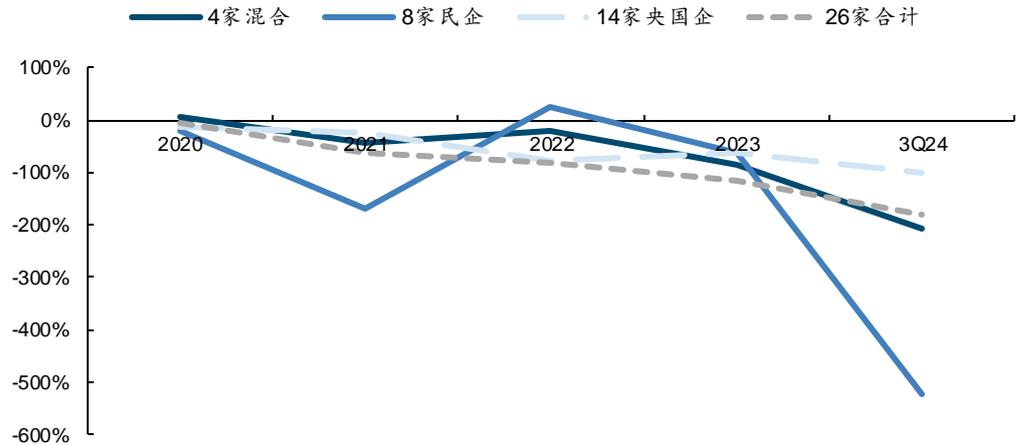
行业归母净利润转亏。26家样本房企2024年前三季度归母净利润-251亿元,较2023年前三季度318亿元的归母净利润同比-179.1%,延续2020年以来的负增长态势。其中2024年前三季度央企归母净利润-3亿元,较去年同期的123亿元同比-102.1%;混合所有制归母净利润-191亿元,较去年同期的181亿元同比-205.7%;民企归母净利润-57亿元,较去年同期的14亿元同比-521.9%。

图表4: 24年前三季度各类房企归母净利润均呈亏损状态(亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

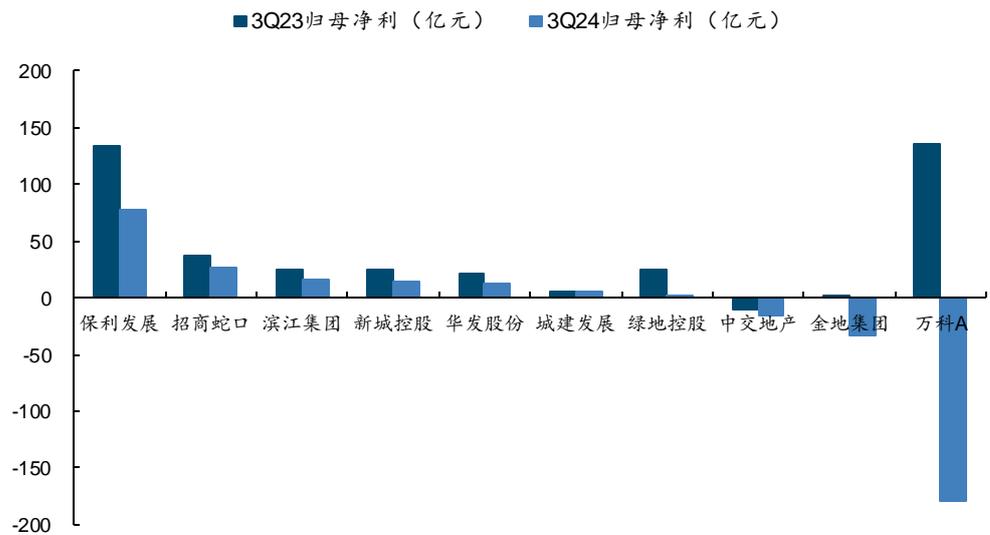
图表5: 24 年前三季度各类房企归母净利润同比转亏



来源: wind, 国金证券研究所

分房企看, 10 家重点房企中, 中交地产归母净利润亏损同比扩大 48.6%, 绿地控股、新城控股、保利发展、华发股份、滨江集团、招商蛇口、城建发展 7 家房企归母净利润同比增速为负, 万科 A、金地集团两家房企归母净利润同比由盈转亏。

图表6: 重点房企归母净利润普遍下降甚至转亏

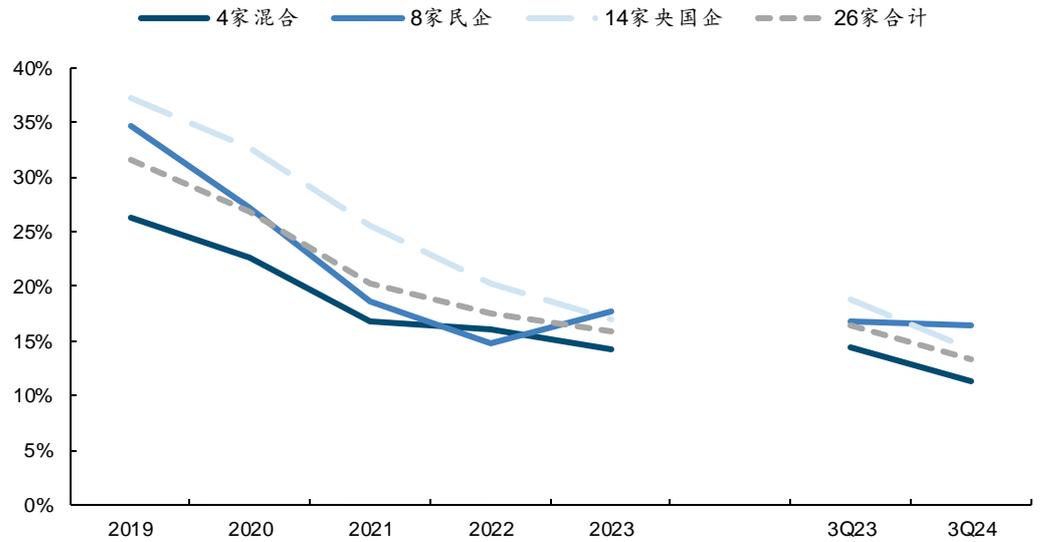


来源: wind, 国金证券研究所

1.3、毛利率、净利率延续下滑态势

房地产行业整体毛利率水平自 2020 年起持续下滑。26 家样本房企 2024 年前三季度整体毛利率为 13.3%，同比下降 3.1pct。其中 2024 年前三季度央国企毛利率 14.2%，同比 4.5pct；混合所有制毛利率 11.3%，同比下降 3.1pct；民企毛利率 16.4%，同比下降 0.5pct。

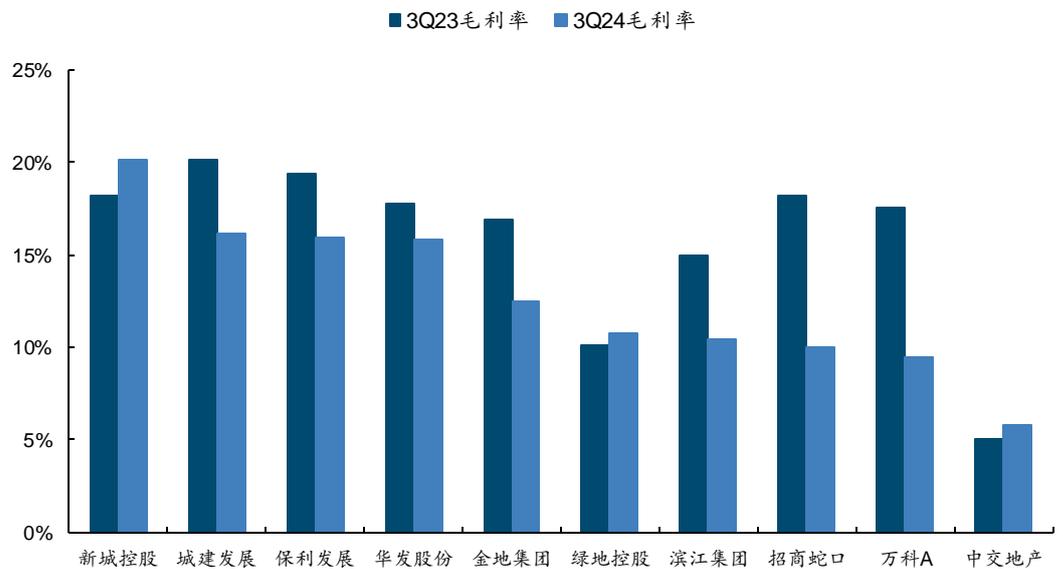
图表7: 24 年前三季度各类房企毛利率均下降



来源: wind, 国金证券研究所

10 家重点房企中, 2024 年前三季度仅新城控股、城建发展、保利发展、华发股份四家房企的毛利率绝对水平超过 15%, 分别为 20.2%、16.2%、15.9%、15.8%。

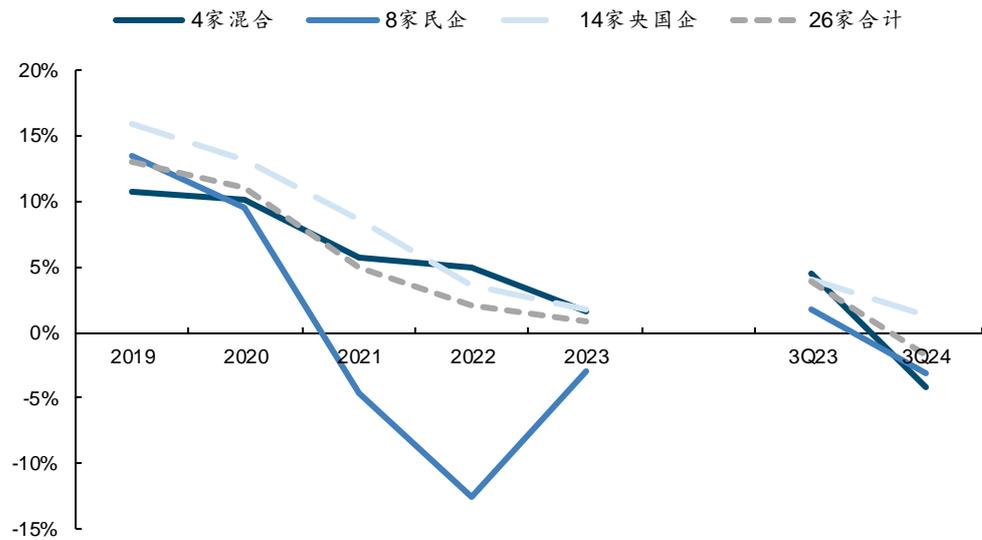
图表8: 重点房企毛利率普遍下降



来源: wind, 国金证券研究所

房地产行业整体净利率水平同样自 2020 年起持续下滑。26 家样本房企 2024 年前三季度整体净利率为-1.8%，较去年同期的 3.9%下降 5.6pct，同比转负。其中 2024 年前三季度央国企净利率 1.3%，同比下降 2.8pct，降幅最小，且仍保持正数；混合所有制净利率-4.1%，较去年同期的 4.5%下降 8.6pct；民企净利率-3.1%，较去年同期的 1.7%下降 4.8pct。

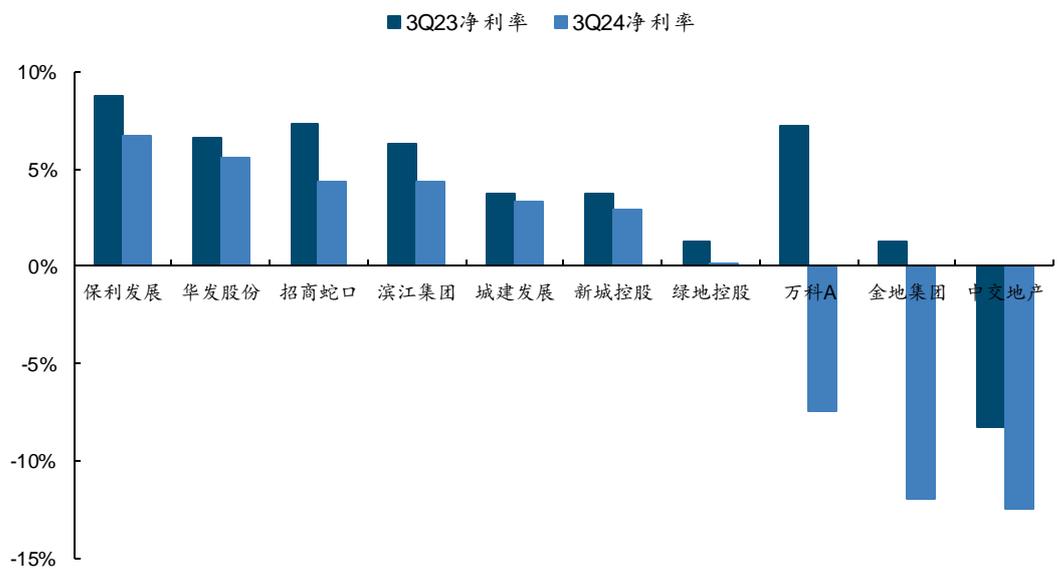
图表9：24年前三季度各类房企净利率均下降



来源：wind，国金证券研究所

10家重点房企中，2024年前三季度仅保利发展、华发股份两家房企的净利率绝对水平超过5%，分别为6.7%、5.6%。

图表10：重点房企净利率普遍下降

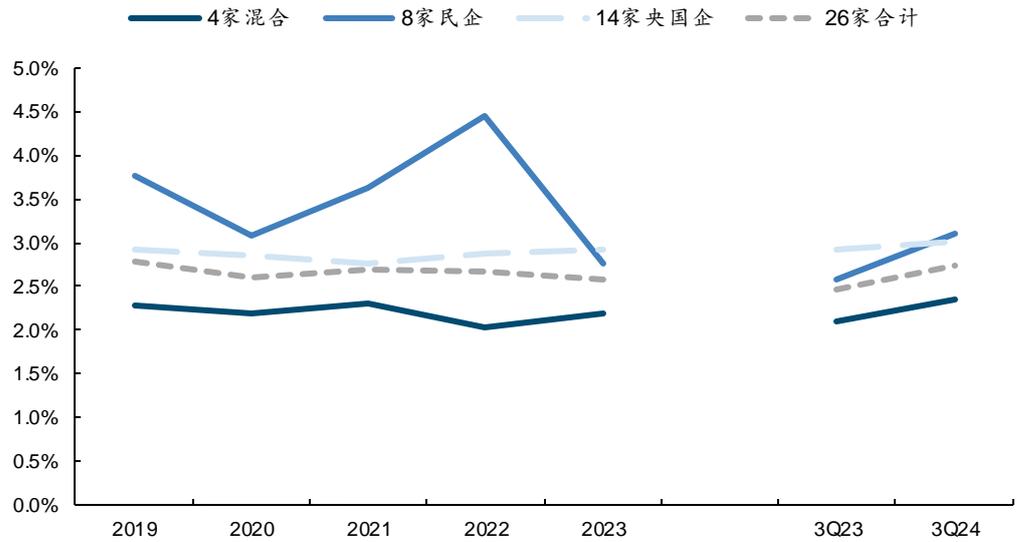


来源：wind，国金证券研究所

1.4、销售费率、管理费率有所上升

销售去化变慢，销售费率有所上升。26家样本房企2024年前三季度整体销售费率为2.75%，同比上升0.27pct。2024年前三季度其中央国企销售费率3.02%，同比上升0.09pct；混合所有制销售费率2.36%，同比上升0.27pct；民企销售费率3.10%，同比上升0.53pct。

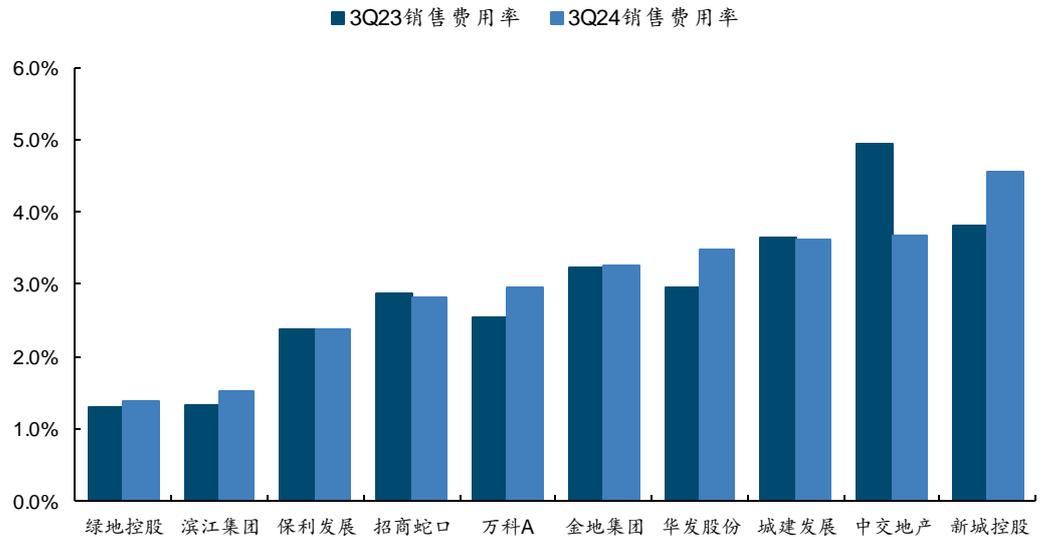
图表11: 24 年前三季度各类房企销售费率均上升



来源: wind, 国金证券研究所

10家重点房企中, 万科A、招商蛇口、保利发展、滨江集团、绿地控股的销售费率低于3%, 分别为2.94%, 2.81%, 2.38%, 1.51%, 1.39%。

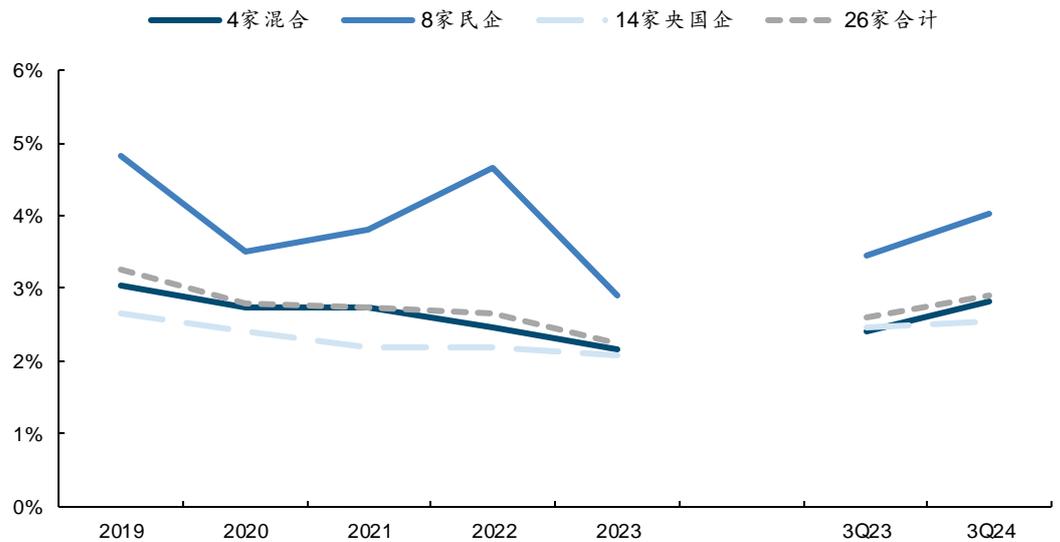
图表12: 重点房企中部分房企的销售费率控制得当



来源: wind, 国金证券研究所

销售去化变慢, 管理费率同样有所上升。26家样本房企2024年前三季度整体管理费率为2.90%, 同比上升0.28pct。其中2024年前三季度央国企管理费率2.54%, 较2023年前三季度上升0.07pct; 混合所有制管理费率2.81%, 同比上升0.40pct; 民企管理费率4.03%, 同比上升0.58pct。

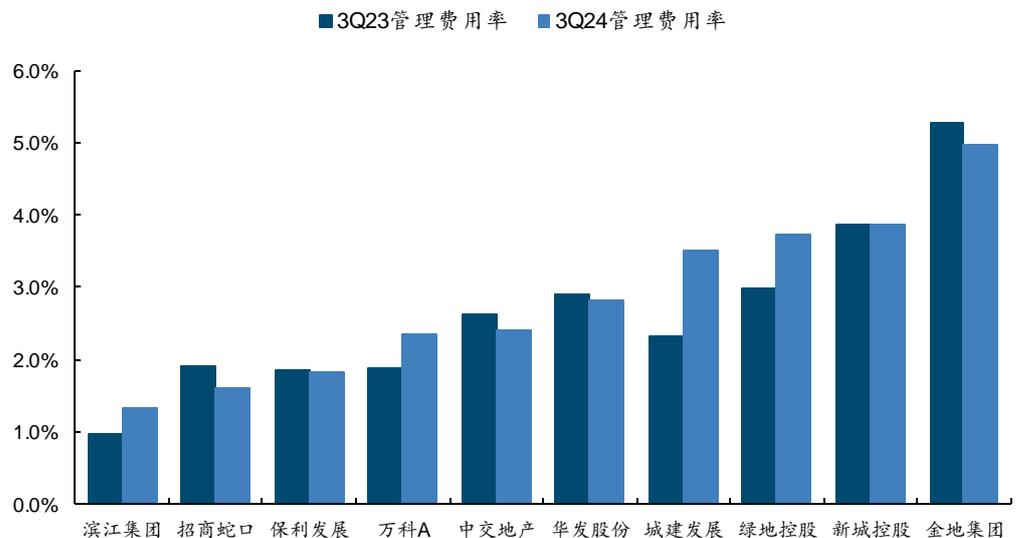
图表13: 24年前三季度各类房企管理费率均上升



来源: wind, 国金证券研究所

10家重点房企中, 保利发展、招商蛇口、滨江集团3家的管理费率低于2.0%, 分别为1.83%, 1.60%, 1.33%。

图表14: 重点房企中部分房企的管理费率控制得当



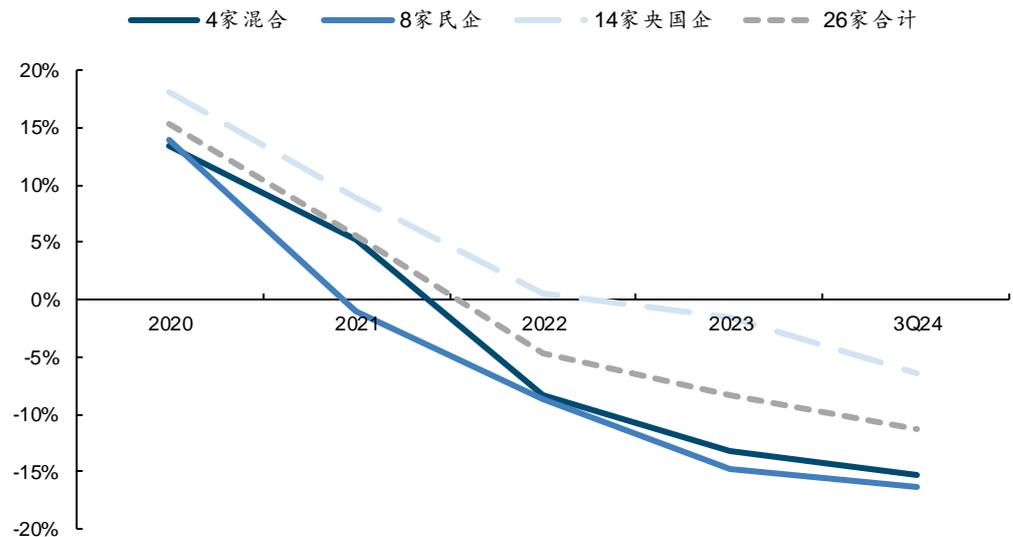
来源: wind, 国金证券研究所

二、资产负债表: 资产负债下降, 房企缩表进行时

2.1、总资产持续下降

截至24年9月末, 26家样本房企总资产同比下降11.3%, 延续2022年以来的负增长态势, 且降幅走扩。其中央国企总资产同比下降6.3%, 降幅最小; 混合所有制同比下降15.3%; 民企同比下降16.4%。

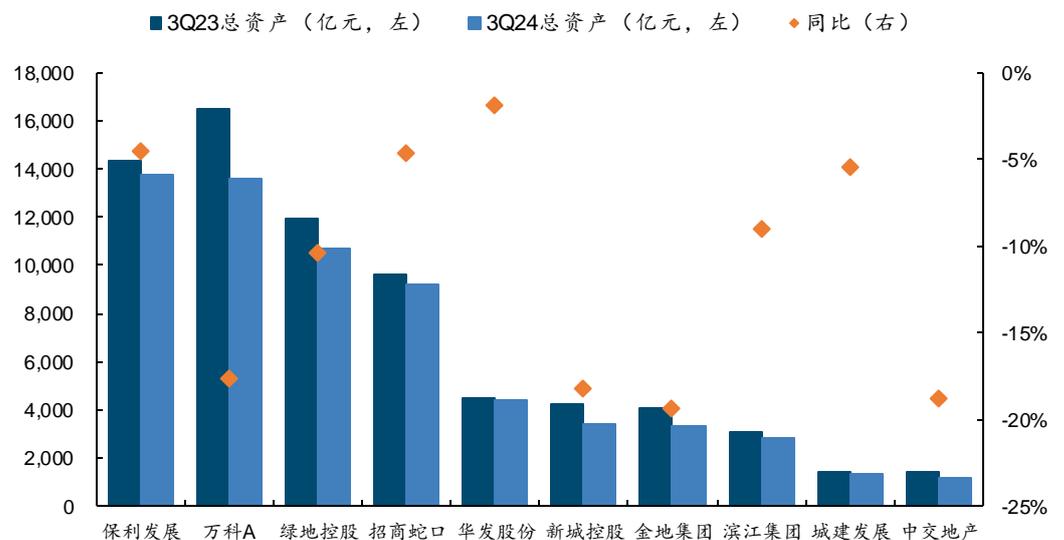
图表15: 各类房企总资产均同比下降



来源: wind, 国金证券研究所

分房企看, 截至24年9月末, 10家重点房企的总资产均同比下降, 其中万科A、新城控股、金地集团和中交地产的降幅超过15%。

图表16: 重点房企总资产均同比下降

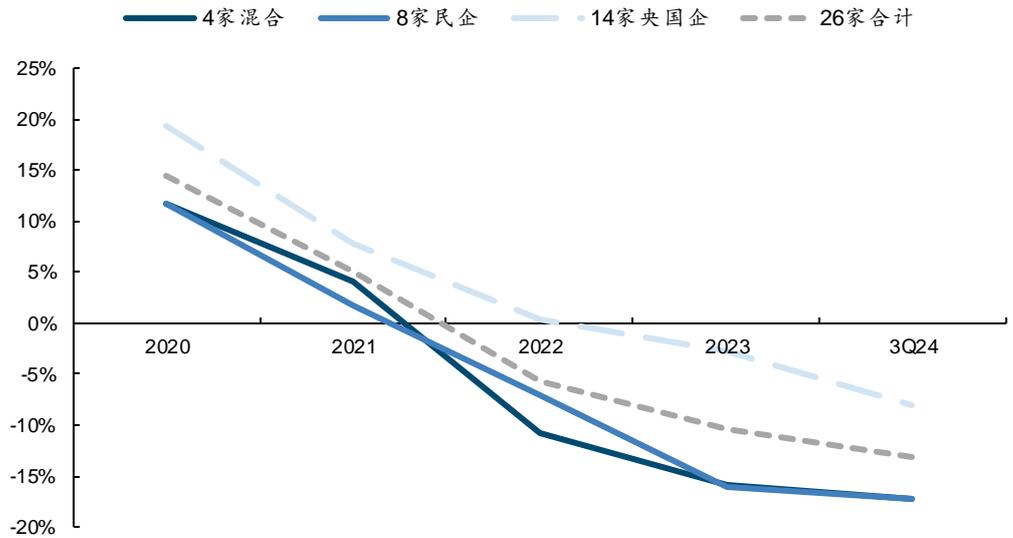


来源: wind, 国金证券研究所

2.2、总负债持续下降

截至24年9月末, 26家样本房企总负债同比下降13.0%, 延续2022年以来的负增长态势, 降幅走扩。其中央国企总负债同比下降8.0%, 混合所有制和民企的总负债均同比下降17.2%。

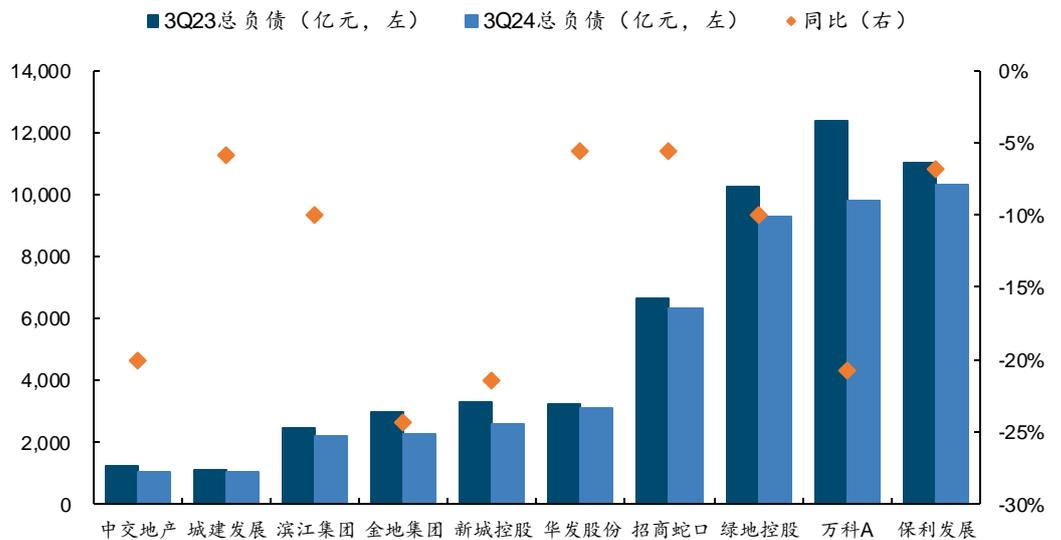
图表17: 各类房企总负债均同比下降



来源: wind, 国金证券研究所

分房企看, 截至 24 年 9 月末, 10 家重点房企的总负债均同比下降, 其中万科 A、新城控股、金地集团和中交地产的降幅超过 20%。

图表18: 重点房企总负债均同比下降

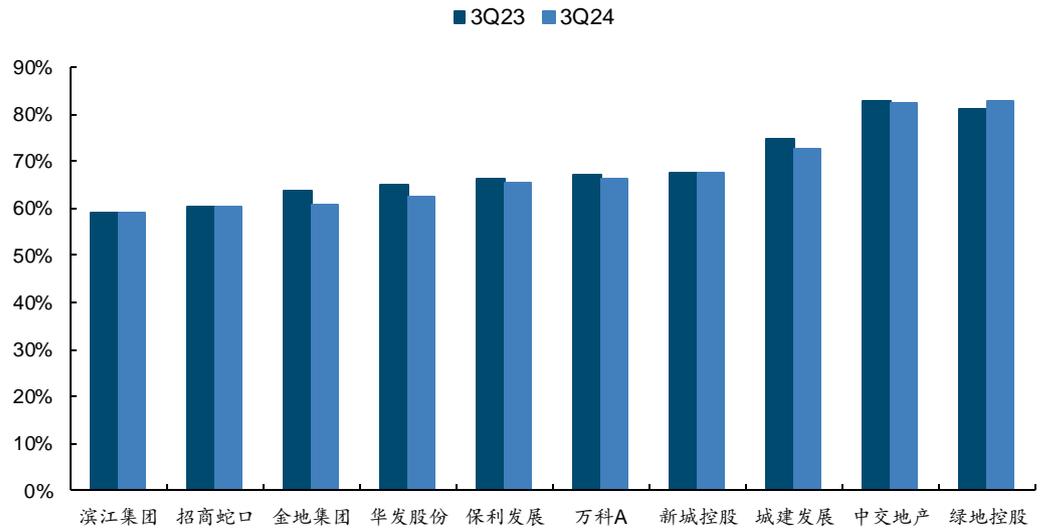


来源: wind, 国金证券研究所

2.3、多数房企的剔除预资产负债率下降

截至 24 年 9 月末, 除绿地控股外, 其余 9 家重点房企的剔除预资产负债率均同比有所下降。其中, 城建发展、中交地产和绿地控股的剔除预资产负债率超过 70%。

图表19: 多数房企的剔除预资产负债率下降

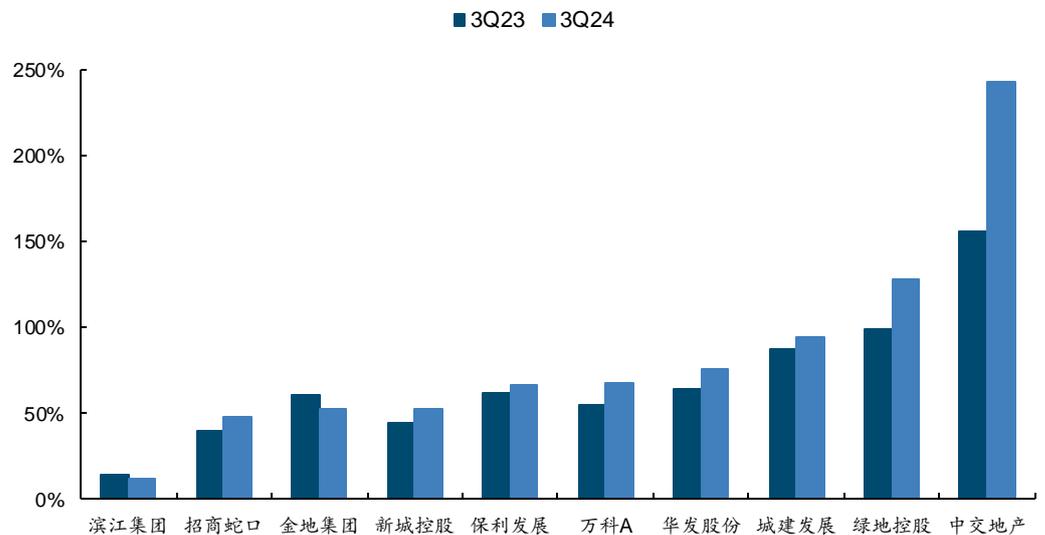


来源: wind, 国金证券研究所

2.4、多数房企的净负债率上升

截至 24 年 9 月末, 除滨江集团、金地集团外, 其余 8 家重点房企的净负债率均高于去年同期。其中, 绿地控股和中交地产净负债率超过 100%。

图表20: 多数房企的净负债率上升

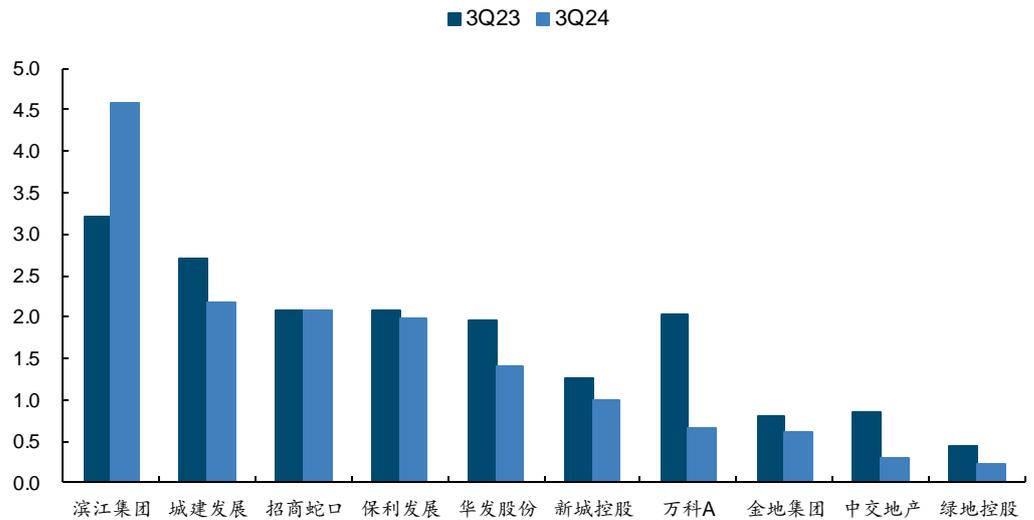


来源: wind, 国金证券研究所

2.5、多数房企的现金短债比下降

截至 24 年 9 月末, 除滨江集团外, 其余 9 家重点房企的现金短债比均较去年同期有所下降。其中, 万科 A、金地集团、中交地产和绿地控股的现金短债比低于 1.0 倍, 短期或存在一定的流动性压力。

图表21: 多数房企的现金短债比下降



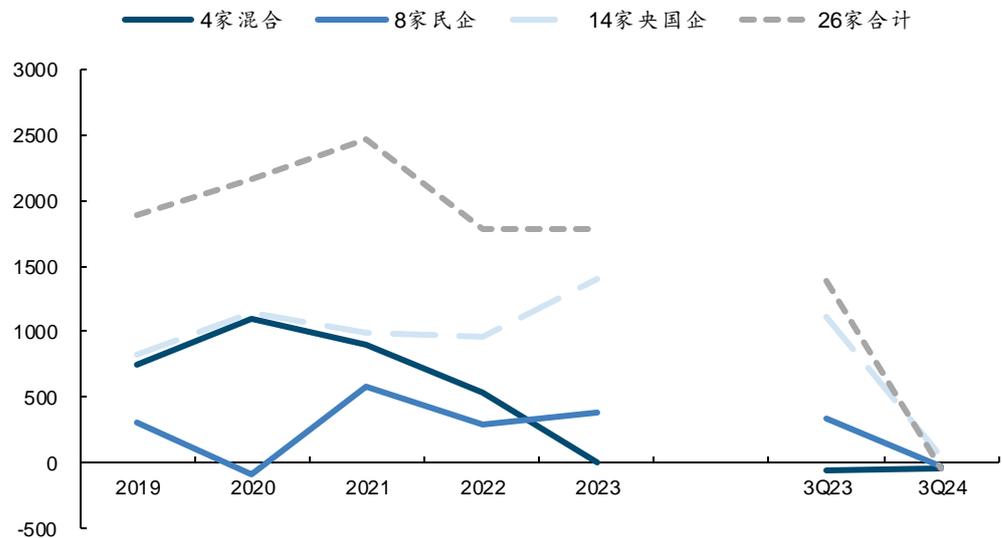
来源: wind, 国金证券研究所

三、现金流量表: 经营性现金流及融资性现金流均为净流出

3.1、经营性现金流转为净流出

总体来看, 26 家样本房企 2024 年前三季度合计经营性现金流净额-40 亿元, 较去年同期的 1392 亿元大幅下降, 主因销售回款下降、首付比例降低后按揭放款节奏拉长。其中国企为净流入 45 亿元, 同比大幅下降 96%; 民企为-34 亿元, 较去年同期 338 亿元大幅下降; 混合所有制为-51 亿元, 与去年同期-62 亿元基本相当。

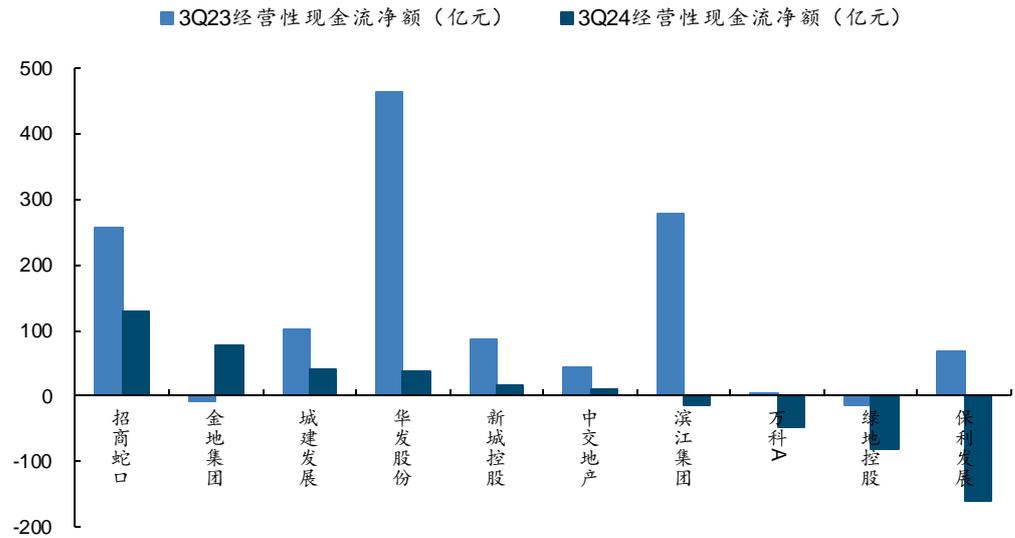
图表22: 24 年前三季度各类房企的经营性现金流呈净流出 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

2024 年前三季度, 重点房企的经营性现金流净流入普遍大幅低于去年同期, 仅金地集团由去年的净流出转为今年的净流入, 而滨江集团、万科 A、保利发展由去年的净流入转为今年的净流出。

图表23: 重点房企的经营性现金流净流入大幅下降甚至净流出

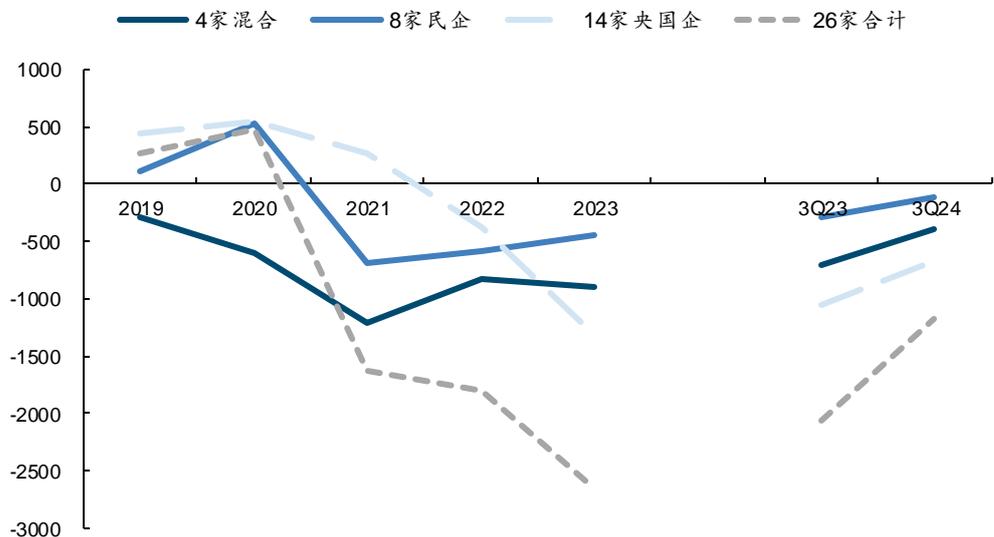


来源: wind, 国金证券研究所

3.2、融资性现金流持续净流出

2024年前三季度, 总体来看, 26家样本企业的合计融资性现金流净额为-1174亿元, 较去年同期的-2057亿元收窄42.9%, 主因在城市房地产融资协调机制的作用下, 房企的白名单项目持续获得融资支持。其中中央国企为-668亿元, 较去年同期的-1051亿元收窄36.4%; 民企为-110亿元, 较去年同期的-293亿元收窄62.5%; 混合所有制企业为-396亿元, 较去年同期的-713亿元收窄44.5%。

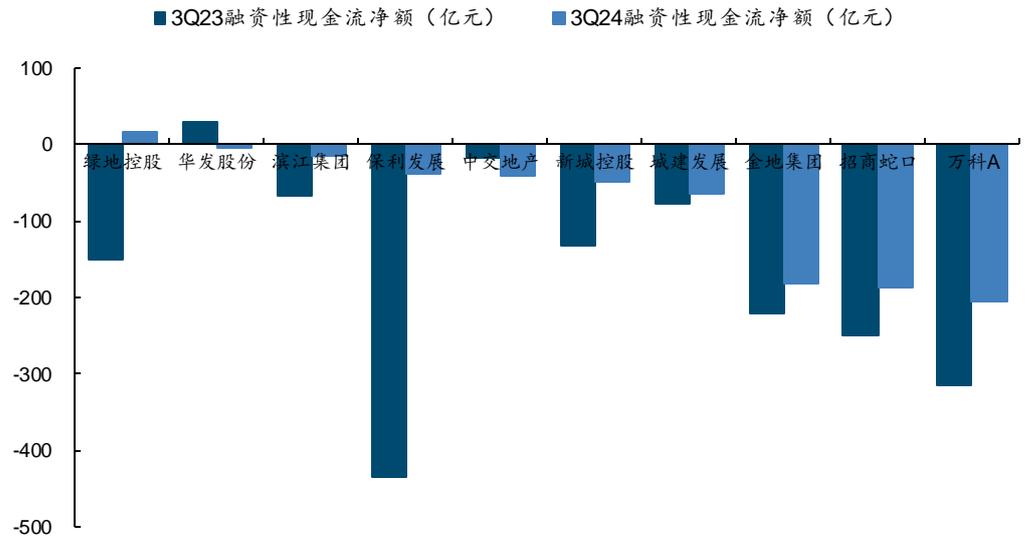
图表24: 24年前三季度各类房企的融资性现金流呈净流出 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

分企业来看, 24年前三季度, 仅绿地控股的融资性现金流为净流入16亿元, 其余房企均为净流出, 但多数房企的净流出大幅收窄。

图表25: 重点房企的融资性现金流净流出大幅收窄



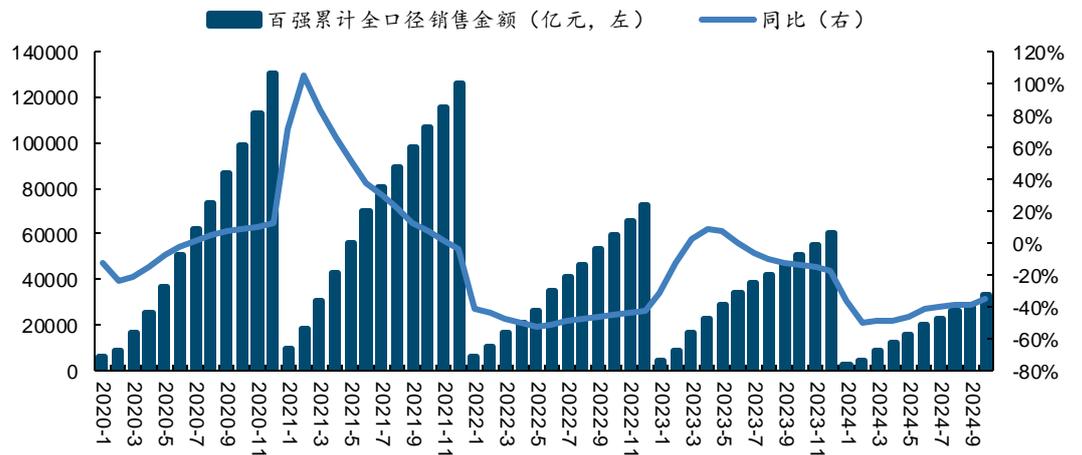
来源: wind, 国金证券研究所

四、经营端：销投下降的背景下，央国企表现更佳

4.1、销售降幅持续收窄，新政效果显现

百强房企全口径销售额累计同比的降幅持续收窄。2024年1-9月百强房企全口径销售额28605亿元，累计同比-38.57%，较1-8月-38.62%的跌幅收窄0.05pct；2024年1-10月百强房企全口径销售额33258亿元，累计同比-34.8%，较1-9月-38.57%的跌幅收窄3.8pct。

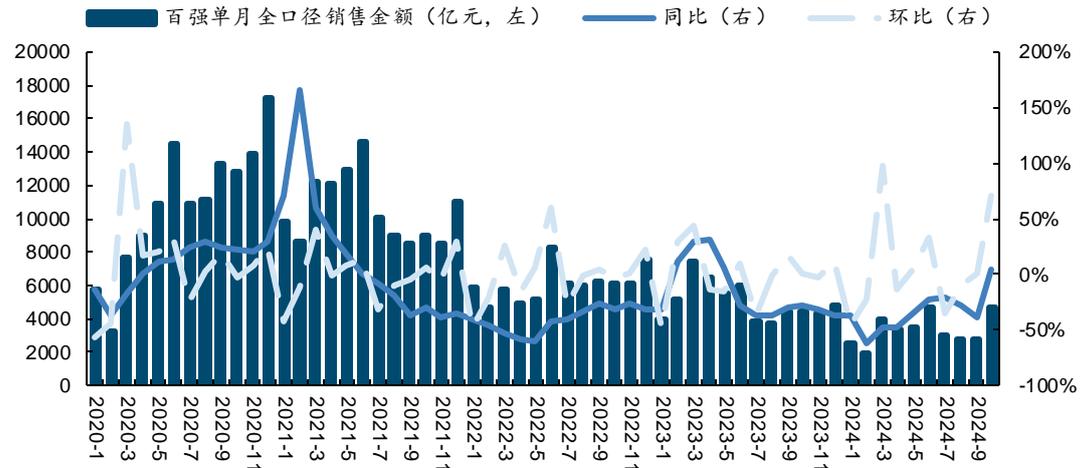
图表26: 百强房企全口径销售额1-9月累计同比-38.6%，1-10月累计同比-34.8%



来源: 克而瑞, 国金证券研究所

9月单月销售环比微增，同比降幅走扩；10月单月同环比明显提升。9月单月百强房企全口径销售额2736亿元，环比+0.4%，同比-38%，同比跌幅较8月单月-28%走扩。而受益于9月末以来自上而下重磅政策的利好，10月单月百强房企全口径销售额4654亿元，环比+70%，同比+5%，首次扭转了自23年6月以来单月同比连续16个月为负的情况。

图表27: 百强房企全口径销售额9月同比-38%, 环比+0.4%; 10月同比+5%, 环比+70%



来源: 克而瑞, 国金证券研究所

10月多数房企销售同环比均明显改善。1-10月累计看, TOP10、TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100各梯队房企销售金额累计同比分别为-28%、-40%、-39%和-39%, 较1-9月均有收窄。其中央国企表现较好, 中建壹品销售金额累计同比实现正增长, 保利置业累计同比持平, 中海地产累计同比降幅收窄至个位数。10月单月看, TOP10、TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100各梯队房企销售金额单月环比分别为+75%、+54%、+85%、+69%, 单月同比分别为+12%、-6%、+14%、-4%。中海、建发、中铁建、保利置业、美的、电建地产、卓越10月环比增幅超100%。保利置业、电建地产、卓越10月同比增幅超100%。

图表28: 2024年1-10月TOP100房企销售情况

TOP房企	2024年1-10月排名		2023年排名	全口径				权益口径						
	2024年1-10月排名	2024年1-9月排名		1-10月销售金额(亿元)	累计同比	10月销售金额(亿元)	单月环比	单月同比	1-10月销售金额(亿元)	累计同比	10月销售金额(亿元)	单月环比	单月同比	
保利发展	1	1	1	2840	+23%	419	+97%	+16%	2238	-10%	330	+97%	+39%	
中海地产	2	2	3	2404	-9%	416	+121%	+66%	2164	-9%	374	+121%	+66%	
华润置地	3	4	4	2033	+22%	310	+83%	+13%	1425	+24%	227	+92%	+14%	
万科地产	4	3	2	2017	-35%	212	+27%	-32%	1311	-35%	138	+27%	-32%	
招商蛇口	5	5	5	1674	-32%	223	+57%	+9%	1155	-25%	154	+56%	+21%	
绿城中国	6	6	7	1303	-12%	148	+35%	-16%	919	-5%	100	+26%	+26%	
建发房产	7	7	8	1040	-29%	187	+148%	+44%	809	-27%	148	+143%	+51%	
滨江集团	8	8	11	922	-30%	120	+55%	+19%	448	-32%	59	+79%	+32%	
越秀地产	9	9	12	911	-25%	129	+66%	+42%	547	-25%	77	+65%	+42%	
龙湖集团	10	10	9	849	+44%	117	+46%	-19%	574	-43%	77	+51%	+21%	
华发股份	11	11	14	762	-32%	110	+99%	+30%	495	-37%	63	+78%	+27%	
中国金茂	12	12	13	750	-39%	116	+66%	-7%	518	-39%	80	+66%	-7%	
中国铁建	13	13	15	730	-13%	135	+100%	+29%	584	-7%	97	+47%	+13%	
金地集团	14	14	10	584	-56%	56	+8%	+49%	362	-56%	35	+8%	+49%	
绿地控股	15	15	16	534	-42%	48	-20%	-40%	481	-42%	43	-20%	-39%	
碧桂园	16	16	6	527	-74%	57	+9%	-29%	407	-75%	43	+13%	-34%	
保利置业	17	17	27	487	+0%	82	+122%	+205%	325	-11%	53	+130%	+154%	
融创中国	18	18	17	438	-42%	74	+439%	+58%	241	-42%	41	+434%	+222%	
中交房地产	19	20	20	358	-39%	49	+36%	+15%	231	-34%	33	+51%	+22%	
新城控股	20	19	18	344	-48%	26	+14%	-56%	240	-48%	19	+21%	-57%	
美的置业	21	22	22	334	-42%	50	+100%	+11%	217	-41%	33	+99%	+13%	
首开股份	22	23	23	325	-35%	55	+10%	+25%	189	-35%	32	+10%	+25%	
中建壹品	23	21	43	324	+10%	31	-19%	+21%	230	+9%	8	-73%	+28%	
电建地产	24	26	33	312	+22%	53	+165%	+188%	213	-21%	36	+166%	+192%	
城建集团	25	27	28	291	-34%	32	+49%	-56%	166	-34%	18	+48%	-57%	
旭辉集团	26	24	19	291	-52%	29	+39%	-36%	150	-52%	15	+40%	-35%	
世茂集团	27	28	34	285	-24%	31	+5%	+38%	199	-24%	22	+5%	+38%	
大悦城控股	28	25	30	278	-39%	16	+0%	-76%	139	-48%	14	+88%	+65%	
卓越集团	29	31	25	276	-48%	51	+120%	+104%	209	-38%	42	+116%	+161%	
远洋集团	30	29	32	268	-41%	26	+68%	-8%	175	-41%	17	+69%	-7%	
各梯队情况				TOP10	15993	-28%	2282	75%	12%	11725	-26%	1721	78%	17%
				TOP11-30	8498	-40%	1124	54%	-6%	5828	-39%	738	52%	-2%
				TOP31-50	3938	-39%	592	85%	14%	3013	-34%	483	100%	37%
				TOP51-100	4830	-39%	655	69%	-4%	3717	-37%	491	112%	-12%
				TOP100	33258	-35%	4654	70%	5%	24283	-32%	3433	78%	10%

来源: 克而瑞, 国金证券研究所

4.2、投资普遍收缩，央企是拿地主力

央企开发商、地方国资、建筑企业是土地市场的主力。2024年1-9月，保利发展、绿城中国、建发房产、滨江集团、中海地产的权益拿地金额位居行业前五。权益拿地金额TOP20的房企中仅剩滨江集团、龙湖集团两家民企，而中建一局、中国铁建、中建三局、中国中铁、中建国际投资等建筑企业开始涌现在土地市场上。

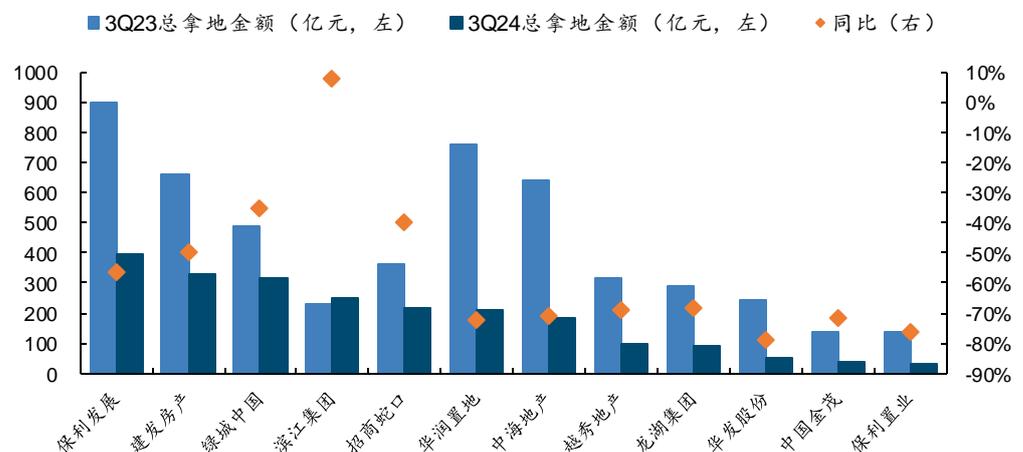
图表29：2024年1-9月权益拿地金额榜单TOP20

排行	企业名称	土地宗数(宗)	权益拿地金额	权益建筑面积	总规划建面	溢价水平(%)	楼面均价(元/㎡)
			(亿元)	(万㎡)	(万㎡)		
1	保利发展	24	345	395	208	12	19006
2	绿城中国	24	311	316	139	18	22675
3	建发房产	14	279	332	164	0	20201
4	滨江集团	11	222	251	90	16	28012
5	中海地产	11	177	185	127	3	14640
6	招商蛇口	11	170	219	140	12	15676
7	华润置地	9	159	210	134	1	15721
8	海开控股	2	121	121	47	0	25714
9	中建一局	1	109	112	28	0	39579
10	中国铁建	34	109	153	250	4	6089
11	中建三局	6	107	125	49	5	25609
12	泉州城建	14	103	103	212	0	4850
13	国贸地产	5	99	134	32	11	41435
14	石家庄城发投集团	34	90	90	200	0	4529
15	中国雄安集团	10	89	89	266	0	3357
16	中国中铁	26	81	113	189	4	6002
17	中建国际投资	12	75	83	120	0	6973
18	北京兴创投资	3	71	76	33	0	23046
19	越秀地产	8	70	98	30	9	32634
20	龙湖集团	8	65	92	50	6	18511

来源：中指研究院，国金证券研究所

房企拿地金额普遍大幅下降。根据中指院，重点房企的总拿地金额同比普遍减少30%以上，仅滨江集团同比小幅增长8%（深耕杭州一城）。

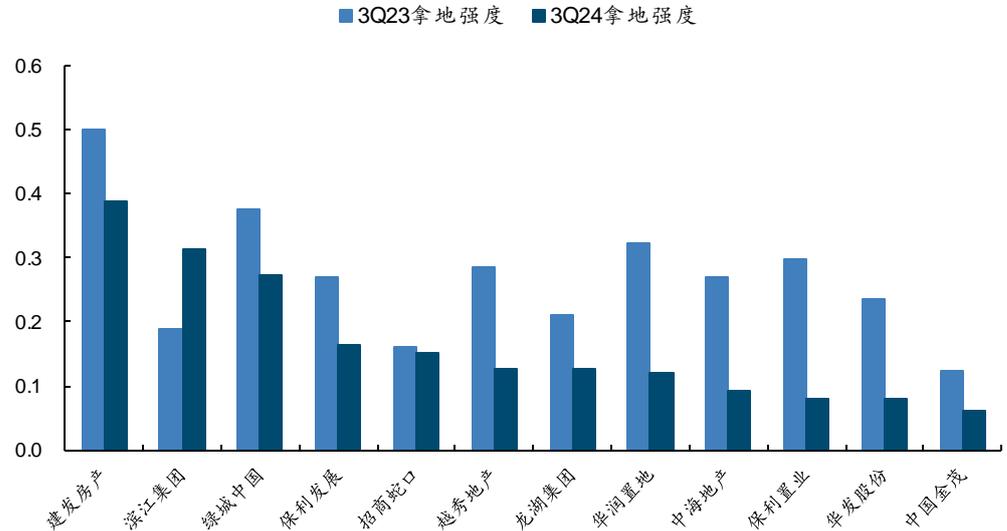
图表30：2024年1-9月多数房企总拿地金额同比下降



来源：中指研究院，国金证券研究所

从拿地强度看，由于销售市场面临不确定性，房企普遍采取量入为出、以销定投的策略，以及土地供应同比下降等因素，今年前三季度，房企拿地强度普遍有所下降。拿地强度最高的三家房企分别是建发房产、滨江集团、绿城中国，均为典型的改善型房企，拿地强度分别为 0.39、0.31、0.27。

图表31：2024年1-9月多数房企拿地强度下降



来源：克而瑞，中指研究院，国金证券研究所

五、投资建议

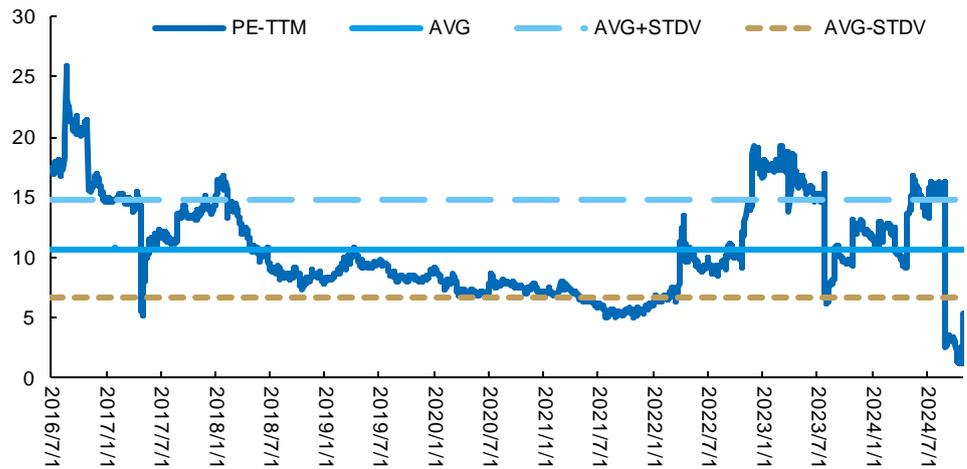
尽管目前行业整体业绩持续承压，但一方面自9月末以来中央对地产止跌回稳的决心更加坚决，自上而下政策频发，10月楼市火热，全国一二手房销售均实现同环比正增长，若后续核心城市能够持续释放市场止跌企稳积极的信号，则有望提振信心、改善预期，助力地产板块估值的修复。另一方面随着房企减值包袱的出清，前两年获取的高毛利项目陆续进入结转节奏，部分优质房企的业绩有望迎来回升。我们认为本轮政策已经能够夯实地产股底部

首推有持续拿地能力、布局优质重点城市、主打改善型产品的中等规模房企，如绿城中国、滨江集团、越秀地产、建发国际集团、华发股份等，该类房企弹性更大，后续有望兑现规模和业绩的双增长。

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2024年后毛利率将持续改善，引导估值提升。

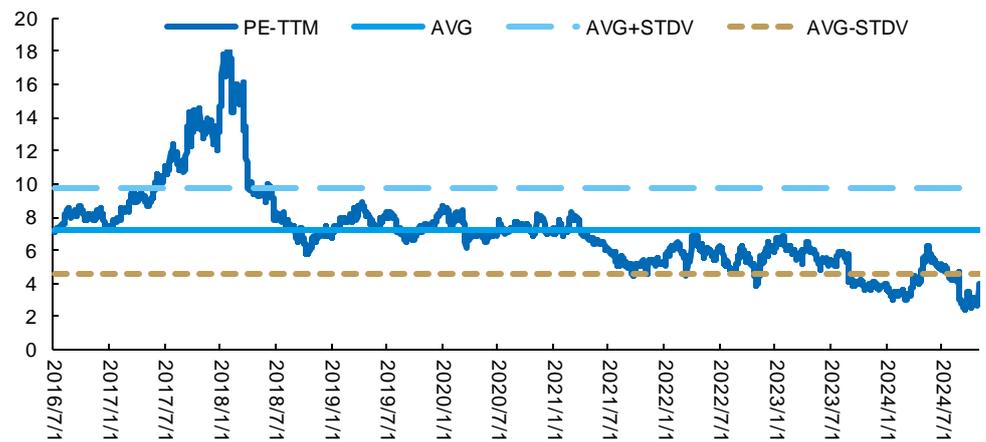
建议关注地方政府化债，并购重组弹性标的。

图表32: A股地产 PE-TTM



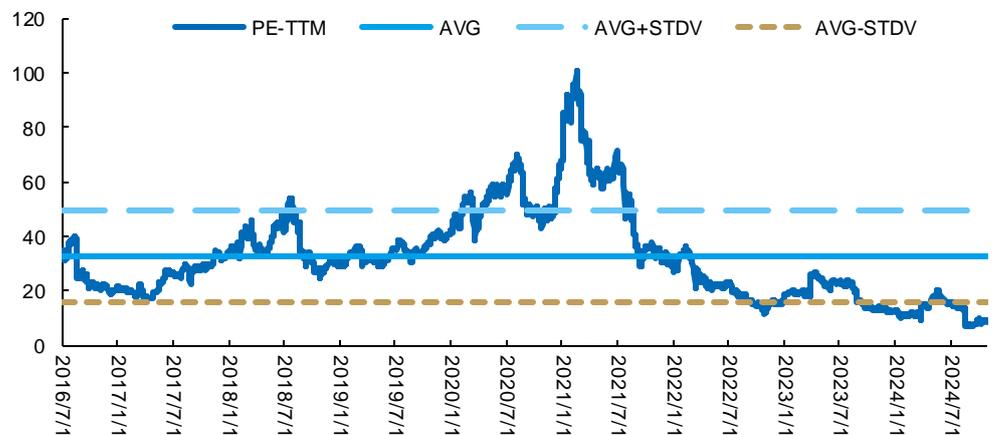
来源: wind, 国金证券研究所

图表33: 港股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表34: 港股物业股 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表35: 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		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000002.SZ	万科 A	中性	1,035	8.5	-7.4	-49.2	121.6	-140.7	-21.0	-46%	N/A	-85%
600048.SH	保利发展	买入	1,310	10.9	12.1	11.6	120.7	108.0	112.9	-34%	-11%	5%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,048	16.6	16.5	13.6	63.2	63.4	76.9	48%	0%	21%
600153.SH	建发股份	买入	282	2.2	4.2	3.4	131.0	67.6	84.0	109%	-48%	24%
002244.SZ	滨江集团	买入	323	12.8	12.3	9.8	25.3	26.3	32.9	-32%	4%	25%
600325.SH	华发股份	买入	192	10.4	11.3	9.5	18.4	17.0	20.3	-29%	-7%	19%
600007.SH	中国国贸	买入	229	18.2	17.7	16.8	12.6	12.9	13.6	13%	3%	5%
603909.SH	建发合诚	买入	23	28.7	23.7	19.8	0.8	1.0	1.2	24%	21%	20%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,552	6.1	6.4	6.0	256.1	242.5	260.0	10%	-5%	7%
3900.HK	绿城中国	买入	247	7.9	7.4	6.3	31.2	33.4	39.2	13%	7%	17%
1908.HK	建发国际集团	买入	274	5.4	5.1	4.5	50.3	53.4	60.2	2%	6%	13%
0123.HK	越秀地产	买入	242	7.6	7.6	6.9	31.9	32.0	34.9	-19%	0%	9%
9979.HK	绿城管理控股	买入	67	6.9	5.5	4.4	9.7	12.2	15.3	31%	26%	25%
2423.HK	贝壳*	买入	1,922	19.6	19.9	18.8	98.0	96.6	102.0	245%	-1%	6%
9666.HK	金科服务	买入	42	-4.4	7.9	7.3	-9.5	5.4	5.8	48%	N/A	8%
6098.HK	碧桂园服务	增持	182	62.2	12.4	9.6	2.9	14.6	18.9	-85%	400%	30%
1209.HK	华润万象生活	买入	681	23.2	18.9	16.2	29.3	36.0	42.1	33%	23%	17%
3316.HK	滨江服务	买入	47	9.6	8.3	7.0	4.9	5.6	6.7	20%	14%	19%
6626.HK	越秀服务	买入	46	9.4	8.2	7.2	4.9	5.6	6.4	17%	15%	14%
2156.HK	建发物业	买入	33	7.0	7.0	5.9	4.7	4.7	5.6	89%	0%	19%
	平均值		489	13.4	10.2	6.8	50.4	34.9	45.9	23%	25%	11%
	中位值		244	9.5	8.3	7.3	27.3	21.7	26.6	15%	3%	17%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2024 年 11 月 1 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。

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：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806