



稳健经营优势凸显，助力央国企穿越周期

—— 央国企引领专题

房地产分析师：胡孝宇



稳健经营优势凸显，助力央国企穿越周期

—— 央国企引领专题

2024年11月19日

- 行业整体筑底，政策持续发力：**截至 2024 年 10 月，全国商品房销售面积 7.79 亿平方米、销售金额 7.69 万亿元、房地产开发投资额累计值为 8.63 万亿元，分别是去年同期的 84.18%、79.10%、89.98%。销售和投资均筑底。政策方面，2024 年 9 月开始，各部门针对房地产行业的需求、融资、库存等方向出台支持政策，大力支持行业止跌回稳。
- 头部房企中的央国企数量增加：**我们按照克而瑞统计的权益销售金额口径，2023 年 TOP30 的房企中已有 15 家央国企，其中 TOP5 房企中 4 家为央国企。从权益销售金额的同比增速看，2023 年 TOP30 中的央国企的同比增速为 7.30%，表现优于 TOP30 房企表现（-14.72%）。在行业整体承压的背景下，头部央国企的表现亮眼。行业筑底阶段，房企拿地趋于核心，由于核心区域地价相对较高，拿地门槛相对较高。2024 年前 10 月 TOP30 房企中，国企和非国企在核心 22 城拿地金额占比看，国企和非国企占比分别为 76.25%、23.75%。从房企数量看，核心 22 城拿地金额 TOP30 的房企中，仅 4 家非央国企。
- 集中度提升或为行业发展趋势：**经过我们整理发现，中国香港和美国的楼市集中度相对较高。1) 历经多次周期后，中国香港的房地产市场较为成熟。截至 2022 年末，中国香港的地产开发/地产租赁业的行业集中度相对较高，CR10、CR20、CR50 分别为 0.45、0.62、0.84，并且整体的集中度趋势向上，十年间 CR50 提升 0.17。2) 美国的流通住房以成屋为主，开发商竞争格局较稳定。从新建独栋成屋成交量看，2022 年 TOP10 开发商市占率为 43.5%；从房屋竣工量看，TOP10 开发商占比为 28.1%，行业集中度相对较高。
- 央国企发展优势明显：**地产下行周期中，央国企或凭借融资优势穿越周期。取 2024 年 H1 权益销售金额排名 TOP20 房企的新增融资成本比较，剔除未披露平均融资成本的房企后，截至 2024 年上半年末，TOP20 中的央国企房企的平均融资成本均值为 3.41%，非央国企房企的平均融资成本均值为 4.64%。
- 投资建议：**由于行业整体面临成交规模下行的压力，行业集中度有望提升，优秀的央国企或具备良好的信用背景、稳健的运营风格、相对较低的融资成本等特点，在前期投资拿地和销售的阶段均有优势。随着行业的进一步发展，我们认为央国企有望进一步提升行业地位，行业有望持续向头部集中。随着政策自上而下对行业的支持力度逐渐加大，我们认为头部房企的估值有望提升。基于此，我们看好具有代表性的央国企公司：保利发展、招商蛇口、招商积余；建议关注：华润置地、中国海外发展、越秀地产、华发股份、建发国际、中国金茂等央国企公司。
- 风险提示：**宏观经济不及预期的风险、政策推动和实施不及预期的风险、房价大幅波动的风险、行业发展不及预期的风险、房屋销售不及预期的风险、行业销售不及预期的风险。

房地产行业

推荐 维持评级

分析师

胡孝宇

✉: huxiaoyu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070001

相对沪深 300 表现图

2024-11-19



相关研究

- 【银河地产】行业点评_房地产行业_再提地产，需求侧或迎进一步放松
- 【银河地产】行业点评_房地产行业_供需两端全面发力，政策空间再打开
- 【银河地产】房地产行业深度报告_收储的平衡支点与前行之路
- 【银河地产】行业点评_加快构建新模式，推进地产新篇章_三中全会专题研究
- 【银河地产】2024 年中期策略报告_静待地产黎明

目录

Catalog

一、 行业整体筑底，政策持续发力	4
二、 头部房企中的央国企数量增加	6
三、 集中度提升或为行业发展趋势	10
四、 央国企发展优势明显	13
五、 投资建议	21
六、 风险提示	23

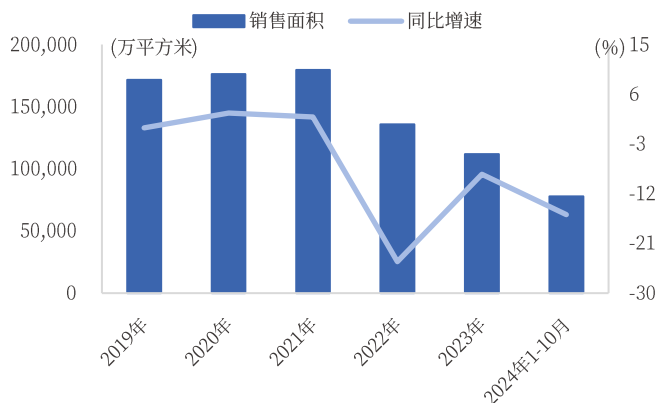
一、行业整体筑底，政策持续发力

1. 基本面现状

截至10月，2024年的商品房销售面积为7.79亿方，是去年同期的84.18%、商品房销售金额为7.69万亿元，是去年同期的79.10%。从累计销售面积的同比降幅看，2024年1-10月的同比降幅呈缓慢收窄趋势，但全年累计水平与过往年度存在差距。

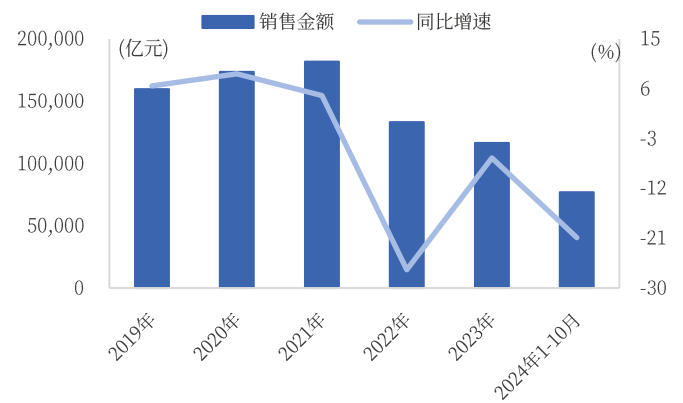
从投资金额看，截至10月，2024年的房地产开发投资完成额累计值为8.63万亿元，是去年同期的89.98%，其中开工面积为6.12亿方，是去年同期的77.33%，投资依旧在筑底。

图1：2019-2024年1-10月房地产全国销售面积及同比增速



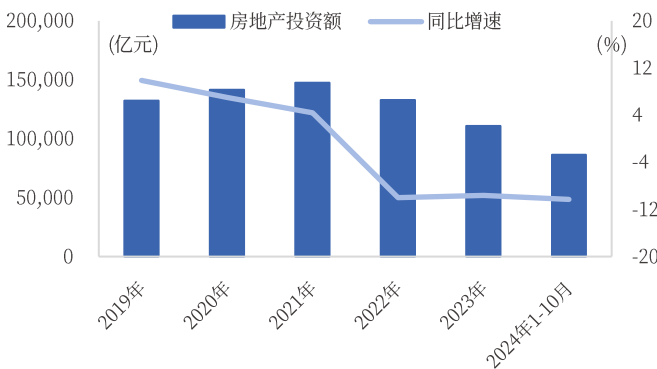
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：2019-2024年1-10月房地产全国销售金额及同比增速



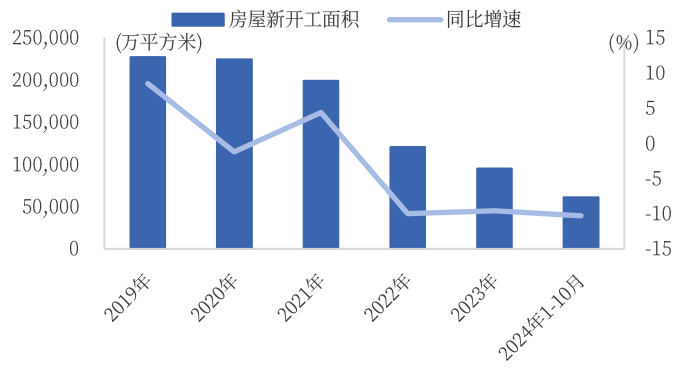
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：2019年-2024年1-10月全国房地产投资额及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

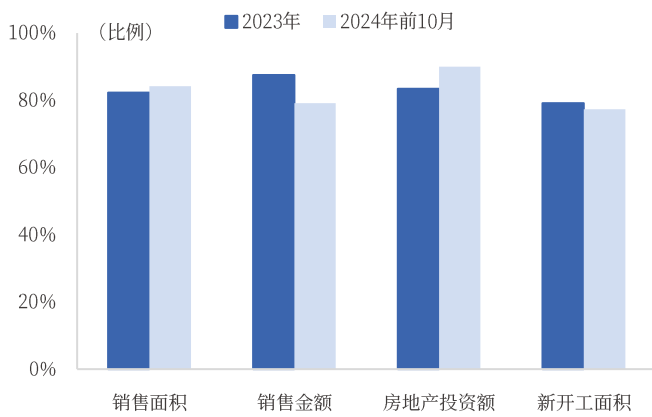
图4：2019年-2024年1-10月全国开工面积及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

将销售、投资、新开工等各项指标在2023年和2024年前10月的累计值分别占去年同期的比例比较后，我们发现今年的投资和施工面积所占比例有所修复，但销售金额所占比例下滑相对明显，主要原因在于商品房销售均价在2024年上半年的波动较大。2023年全年的商品房销售均价为10437.38元/平米，2024年前10月的销售均价为9862.06元/平米。因此整体销售的表现呈现以价换量的现象。

图5: 2023年和2024年前10月各项指标分别占去年同期的比例



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 2019年-2024年1-10月全国商品房销售均价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2.政策现状

从2022年开始,针对需求端的政策持续出台;2023年7月政治局会议上明确指出房地产供求关系发生重点变化,同年三季度部分城市陆续出台“认房不认贷”的政策;2024年上半年,央行针对房企的融资端和行业的需求侧分别出台政策,在供需两侧支持房地产行业发展;2024年9月开始,各部门针对房地产行业的需求、融资、库存等方面大力支持房地产行业止跌回稳。

表1: 2022年至今重要政策

时间	政策文件	政策内容
2022年11月	“第二支箭”延期并扩容,支持民营企业债券融资再发力	交易商继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”),支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。
2023年7月	中央政治局会议	适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势,适时调整优化房地产政策,因城施策用好政策工具箱,更好满足居民刚性和改善性住房需求,促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给,积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设,盘活改造各类闲置房产。
2023年7月	住建部召开企业座谈会	要继续巩固房地产市场企稳回升态势,大力支持刚性和改善性住房需求,进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施;继续做好保交楼工作,加快项目建设交付,切实保障人民群众的合法权益。
2024年1月	城市房地产融资协调机制	以项目为对象,抓紧研究提出可以给予融资支持的房地产项目名单,协调本行政区域内金融机构发放贷款,精准有效支持合理融资需求。信贷资金要确保封闭运行、合规使用,坚决防止挪用。省级层面要跟踪检测落实情况,加强敦促指导。国家层面将建立城市房地产融资协调机制项目信息平台,实行周调度、月通报。
2024年1月	关于做好经营性物业贷款管理的通知	经营性物业贷款的借款人可以为房地产开发企业。经营性物业贷款可用于承贷物业在经营期间的维护、改造、装修等与物业本身相关的经营性资金需求,以及置换借款人为建设或购置该物业形成的贷款、股东借款等,不得用于购地、新建项目或其他限制性领域。2024年底前,对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业,全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上,还可发放经营性物业贷款用于偿还该企业及其集团控股公司(含并表子公司)存量房地产领域相关贷款和公开市场债券。经营性物业贷款额度原则上不得超过承贷物业评估价值的70%。

2024年5月	关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知	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。
2024年5月	关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。中国人民银行各省级分行按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平（如有）。银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限（如有），结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。
2024年5月	关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。
2024年9月	《关于优化个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》	对于贷款购买住房的居民家庭，商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于15%。
2024年9月	中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024年10月	加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展	叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。
2024年10月	国务院新闻办就促进房地产市场平稳健康发展有关情况举行发布会	两个增加，一是通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。城市房地产融资协调机制要将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。

资料来源：中国政府网，中国银行间市场交易协会官网，央行官网，住建部官网，自然资源部官网，中国银河证券研究院

二、头部房企中的央国企数量增加

1. 销售集中度

从销售排名看，央国企的销售排名向头部集中的趋势显著。按照克而瑞统计的权益销售金额口径，2020年权益销售排名前30的房企中，央国企共有6家，分别为保利发展（第5名）、中海地产（第6名）、招商蛇口（第9名）、华润置地（第12名）、中国金茂（第14名）、中国铁建（第27名）；2023年权益排名前30的房企中，央国企共有15家，占50%。TOP5房企的构成由2020年仅1家央国企变为2023年有4家央国企位列前5名（2024年前10月同）。

图7：2020年-2024年前10月TOP30房企国企数量

名次	2020	2021	2022	2023	2024.1-10
1	中国恒大	碧桂园	碧桂园	保利发展	保利发展
2	碧桂园	中国恒大	保利发展	中海地产	中海地产
3	万科地产	万科地产	中海地产	万科地产	华润置地
4	融创中国	保利发展	万科地产	华润置地	万科地产
5	保利发展	融创中国	华润置地	招商蛇口	招商蛇口
6	中海地产	中海地产	招商蛇口	碧桂园	绿城中国
7	绿地控股	绿地控股	金地集团	建发房产	建发房产
8	世茂集团	华润置地	龙湖集团	绿城中国	中国铁建
9	招商蛇口	招商蛇口	绿地控股	龙湖集团	龙湖集团
10	新城控股	龙湖集团	越秀地产	绿地控股	越秀地产
11	龙湖集团	世茂集团	绿城中国	中国金茂	中国金茂
12	华润置地	金地集团	建发房产	金地集团	华发股份
13	金科集团	新城控股	中国金茂	中国铁建	绿地控股
14	中国金茂	中国金茂	融创中国	华发股份	滨江集团
15	金地集团	旭辉集团	中国铁建	越秀地产	碧桂园
16	阳光城	绿城中国	滨江集团	滨江集团	金地集团
17	中南置地	龙光集团	新城控股	中国恒大	保利置业
18	富力地产	金科集团	华发股份	新城控股	融创中国
19	旭辉集团	建发房产	旭辉集团	中国中铁	新城控股
20	龙光集团	阳光城	远洋集团	融创中国	中交房地产
21	荣盛发展	中南置地	世茂集团	中交房地产	中建壹品
22	绿城中国	荣盛发展	路劲集团	美的置业	中国恒大
23	中梁控股	中梁控股	万达集团	大华集团	美的置业
24	佳兆业	越秀地产	首开股份	保利置业	电建地产
25	雅居乐	中国铁建	中骏集团	卓越集团	卓越集团
26	融信集团	富力地产	金科集团	华侨城	伟星房产
27	中国铁建	融信集团	美的置业	路劲集团	大华集团
28	奥园集团	佳兆业	卓越集团	旭辉集团	世茂集团
29	正荣集团	雅居乐	中梁控股	首开股份	中建智地
30	时代中国	美的置业	中国恒大	远洋集团	路劲集团
国企数量	6	8	11	15	14

颜色标注：

■ 国企

■ 非国企

资料来源：克而瑞，中国银河证券研究院

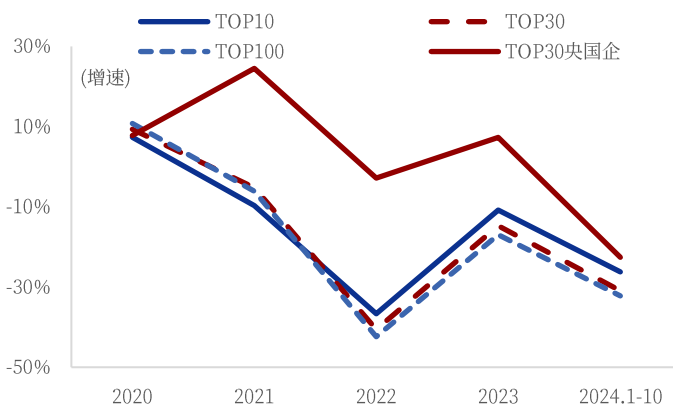
注1：国企的统计范畴不包含国资参股的公众公司

注2：排名依据为克而瑞权益销售排名

从权益销售金额的同比增速看，TOP30中的央国企的权益销售同比表现持续优于同期的TOP30房企表现。2021年和2023年尤为显著，TOP30中的央国企的权益销售金额同比增速分别为24.52%、7.30%，同期的TOP30房企同比增速分别为-5.22%、-14.72%，在行业整体承压的背景下，头部央国企的表现持续亮眼。

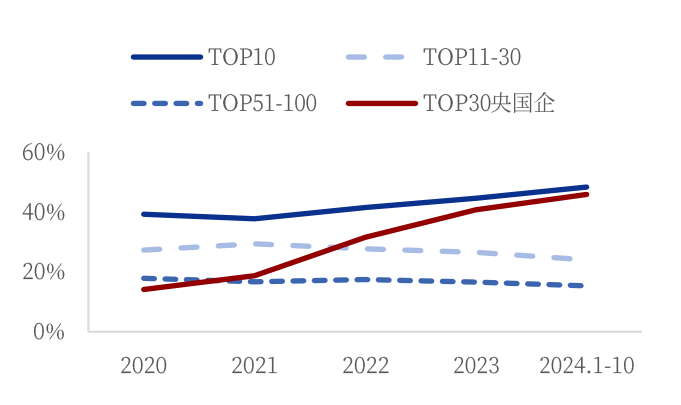
从市占率看，出于统一口径的考量，我们按分别计算TOP10房企、TOP30中的央国企、TOP11-30房企、TOP51-100房企占TOP100权益销售金额的比例。TOP30中的央国企的占比提升斜率较高。销售占比提升较明显的还有TOP10房企。2024年前10月，TOP10房企和TOP30中的央国企权益销售金额分别占TOP100房企的比例为48.29%、45.82%。

图8: 2020年-2024年前10月TOP房企权益销售增速



资料来源: 克而瑞, 中国银河证券研究院

图9: 2020年-2024年前10月TOP房企权益销售占比



资料来源: 克而瑞, 中国银河证券研究院

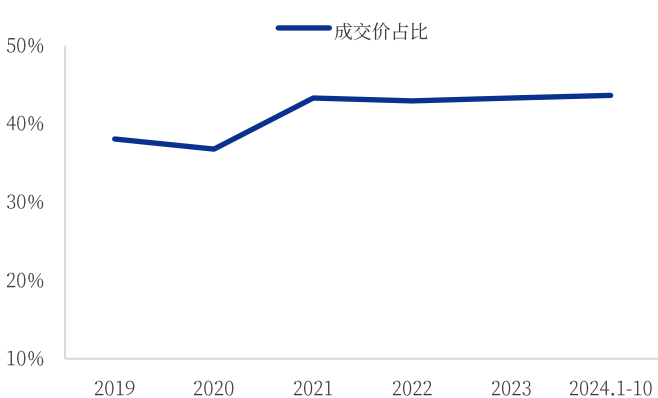
2. 拿地集中度

由于行业整体处于筑底的区间内, 因此房企的销售和投资都去向集中。投资的集中具体表现为 1) 拿地区域选择上, 房企在核心城市的集中拿地、2) 拿地主体上, 部分房企凭借现金流相对优势实现高于其他房企的投资强度。

1) 拿地区域选择:

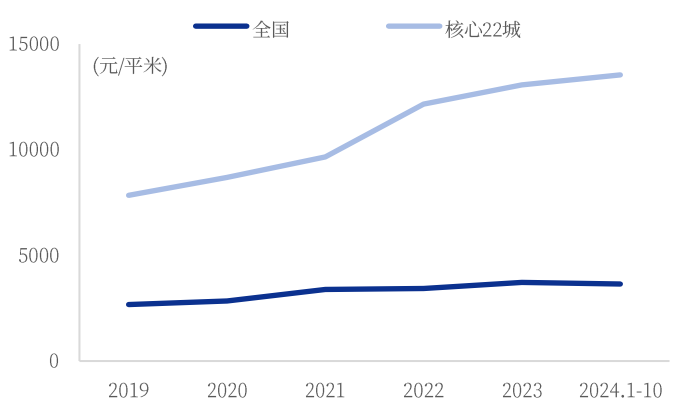
我们根据中指院 2019 年房企在全国的拿地成交价为 5.61 万亿元, 同年核心 22 城的土地成交价总价为 2.14 万亿元, 拿地成交价上核心 22 城占比为 38.08%。2024 年前 10 月, 该比例达到 43.65%, 表现在行业筑底阶段房企的投资偏好趋于核心城市。从成交楼面均价看, 核心 22 城的拿地楼面均价涨幅较大, 2024 年前 10 月平均楼面价为 13540 元/平方米, 较 2019 年提升 72.68%; 相反全国平均楼面价在 2021 年至今维持在 3500 元/平方米左右。

图10: 2019-2024年10月核心22城土地成交价占全国的占比



资料来源: 中指院, 中国银河证券研究院

图11: 2019-2024年全国和核心22城拿地平均楼面价

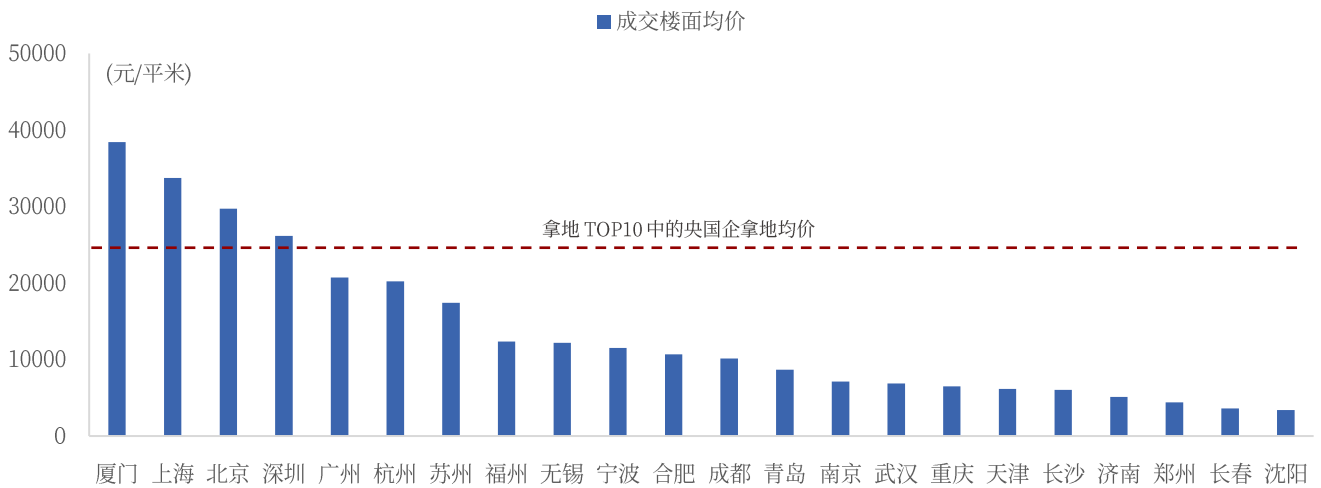


资料来源: 中指院, 中国银河证券研究院

2) 拿地主体:

在行业整体处于底部的阶段, 核心区域的去化压力或相对小于其他区域, 因此核心城市的地块更受青睐。由于核心城市整体地价较高, 因此核心城市拿地的门槛较高。我们整理发现, 根据中指院的数据统计, 截至 2024 年 11 月 5 日, 全年核心 22 城的土地成交价 13689.59 元/平方米, 拿地 TOP10 中的央企的拿地均价为 25305.90 元/平方米 (权益口径), 远高于核心 22 城整体均价。

图12: 2024.1.1~2024.11.5 核心 22 城土地成交均价



资料来源: 中指院, 中国银河证券研究院

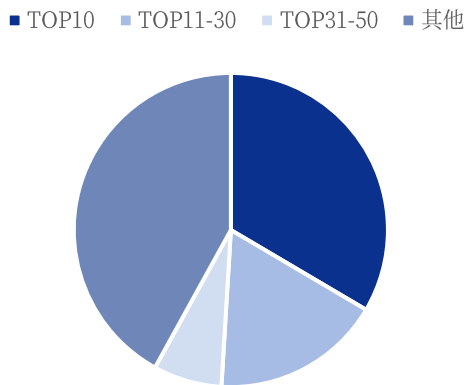
注 1: TOP10 房企为 2024 年前 10 月权益拿地金额 TOP10 的央国企, 包括保利、建发、华润、招蛇、中海、中建三局、中建一局、厦门国贸

注 2: 拿地均价为权益口径的拿地均价计算得来

按照 2024 年前 10 月房企在核心 22 城拿地金额占比看, 权益拿地金额 TOP10 的房企拿地金额占比为 33.48%, TOP11-30 房企拿地金额占比为 17.48%, 即 TOP30 房企拿地金额占比已过半, 拿地头部集中。

按照 2024 年前 10 月 TOP30 房企中, 国企和非国企在核心 22 城拿地金额占比看, 国企和非国企拿地金额占比分别为 76.25%、23.75%。从房企数量看, 核心 22 城拿地金额 TOP30 的房企中, 仅 4 家非央国企。

图13: 2024 年前 10 月核心 22 城中 TOP 房企拿地金额占比



资料来源: 中指院, 中国银河证券研究院

注 1: 拿地金额为中指院权益拿地金额

注 2: 排名为中指院 2024 年前 10 月各房企权益拿地金额排名

图14: 2024 年前 10 月核心 22 城中 TOP30 中房企拿地金额占比



资料来源: 中指院, 中国银河证券研究院

注 1: 拿地金额为中指院权益拿地金额

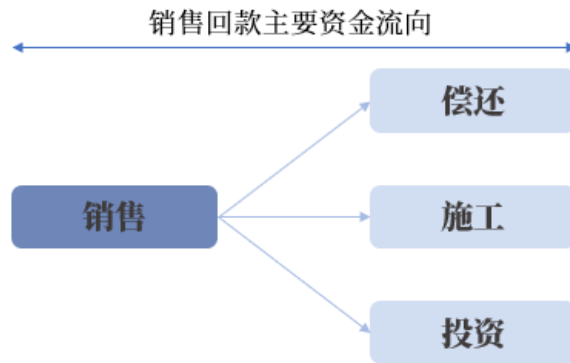
注 2: 排名为中指院 2024 年前 10 月各房企权益拿地金额排名

3) 拿地力度:

房地产行业具有高资金密度、重资产的特点。因此在周期下行阶段, 房企多采取降杠杆的策略, 即销售规模收窄, 导致拿地偏向谨慎。从现金流转的角度看, 若不考虑举债、扩表等融资方式, 房企通过销售住房实现资金回流, 并通过回流的资金偿还债务和投资拿地。因此, 投资强度主要依赖于资金回款和规模。房企若此前布局核心城市或一定程度上实现相对较好的销售回款, 央国企通过

较好的股东具备融资优势，因此更善于穿越周期。

图15：房企销售回款主要资金流向

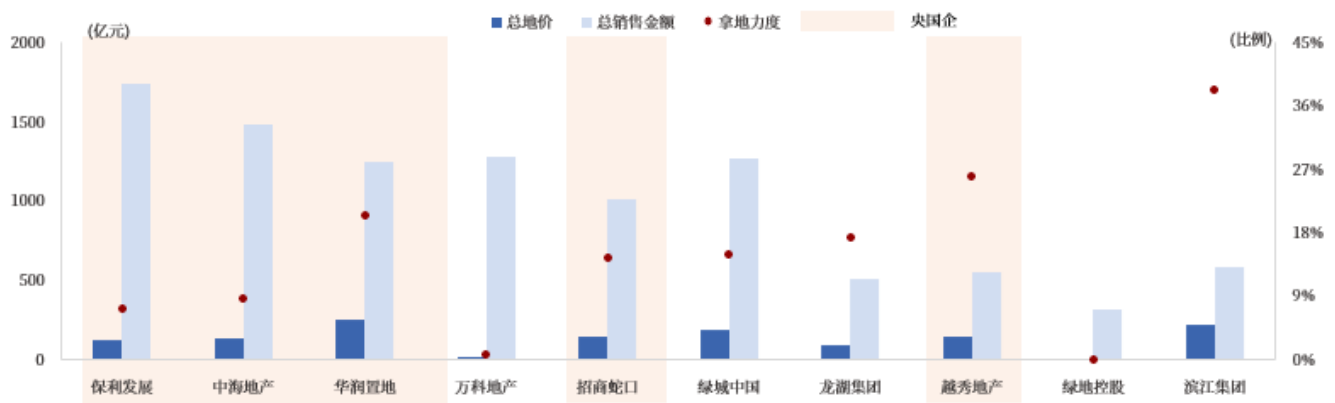


资料来源：中国银河证券研究院

注：资金流向图在不考虑房企通过额外举债、扩表等形式的基础上绘制

我们梳理 TOP15 房企 2024 年上半年拿地力度，头部房企中的央国企的拿地力度均值为 20.33%，其中越秀地产和华润置地的拿地力度分别为 25.98%、20.53%（越秀计算过程中剔除某一收购商住项目），非国企公司的拿地力度均值为 14.25%，其中滨江集团的拿地力度为 38.24%。头部央国企整体拿地相对谨慎，拿地力度均不高于 30%。

图16：TOP15 房企 2024 年上半年拿地力度



资料来源：上市公司公告，中国银河证券研究院

注 1：TOP15 房企根据克而瑞 2024 年前 10 月权益销售金额榜单排序

注 2：剔除未披露全口径信息的房企

注 3：拿地力度根据全口径计算得来

三、集中度提升或为行业发展趋势

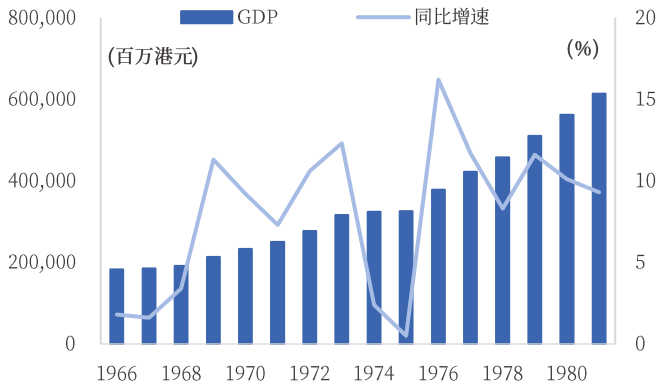
1. 中国香港

中国香港历经多次地产周期后，已形成较稳定的市场格局：地产行业集中度较高，并且行业整体格局相对稳定。

在 20 世纪 70 年代，中国香港经济逐渐从 60 年代的信贷收紧导致的行业紧缩中恢复。70 年代

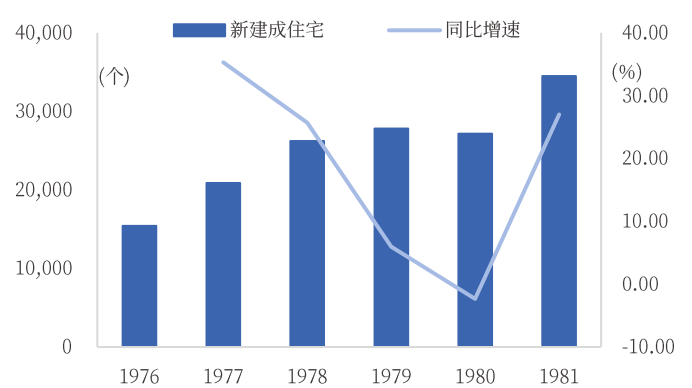
中国香港证券市场逐渐繁荣，地产商在股市融资扩张，经济繁荣下物价上涨叠加需求增加推进楼价上扬，而后伴随着股市下跌和随即爆发的石油危机，经济衰退，中国香港经济景气下行，银行收缩信贷，地产业再一次筑底。

图17: 中国香港 1966~1981 年 GDP 及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

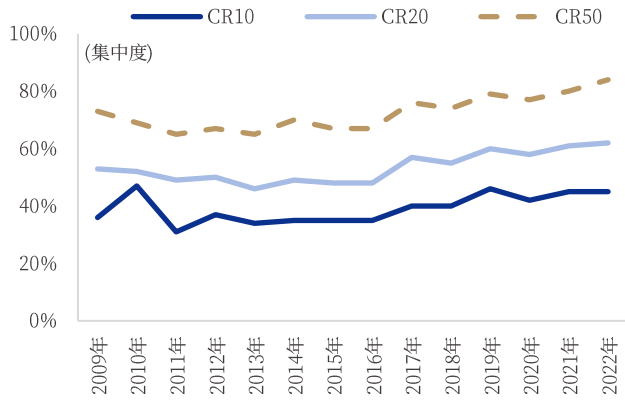
图18: 1976~1981 年中国香港新建成住宅数量及同比增速



资料来源: 中国香港土地注册处, 中国银河证券研究院

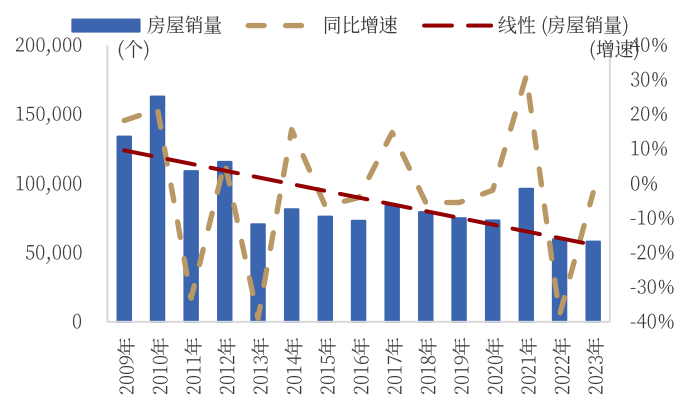
截至 2022 年末, 中国香港的地产开发/地产租赁业的行业集中度相对较高, CR10、CR20、CR50 分别为 0.45、0.62、0.84, 并且整体的集中度趋势向上, 十年间 CR50 提升 0.17。从整体的成交规模看, 2009~2022 年中国香港的房屋销售 (包含住宅和非住宅) 整体呈现下降的趋势, 与之对应的集中度逐渐提升。

图19: 中国香港房地产开发/租赁商的集中度



资料来源: 中国香港统计处, 中国银河证券研究院

图20: 中国香港楼宇单位买卖合同数量及同比增速

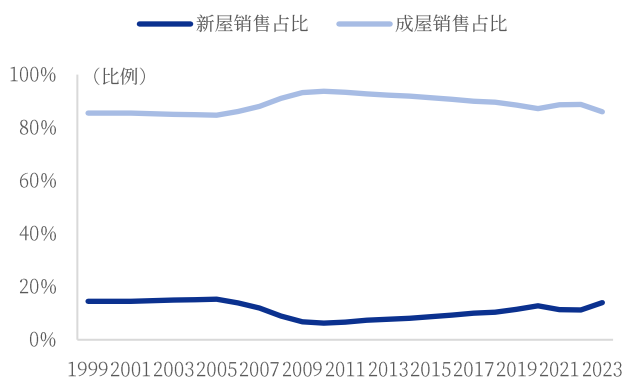


资料来源: 中国香港土地注册处, 中国银河证券研究院

2. 美国

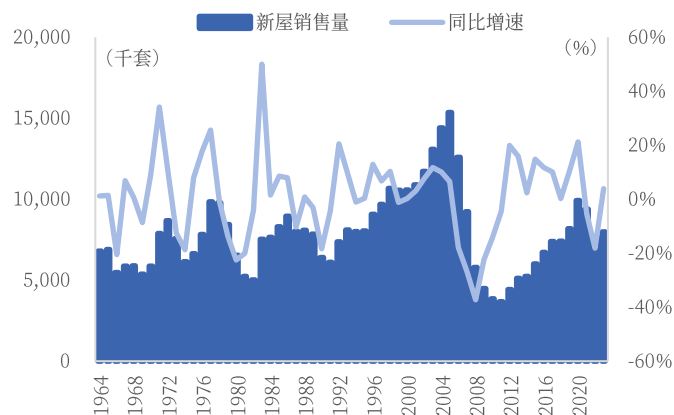
美国房地产市场已较为成熟，流通住房以成屋为主。本世纪以来，从成交套数看，美国新房销售占比在 2009 年次贷危机后达到 6.76% 的低位，随后逐渐回升至 2023 年的 13.97%，整体水平较低。从交易规模来看，次贷危机终结了世纪更替前后新房交易量的快速上升趋势，2009 年后美国新房交易市场进入恢复期。2021、2022 疫情期间，美国新房销售量再度出现明显下滑，2023 年有所回升。

图21: 美国 1999-2023 年新屋、成屋销售量占比



资料来源: 美国商务部, Choice, 中国银河证券研究院

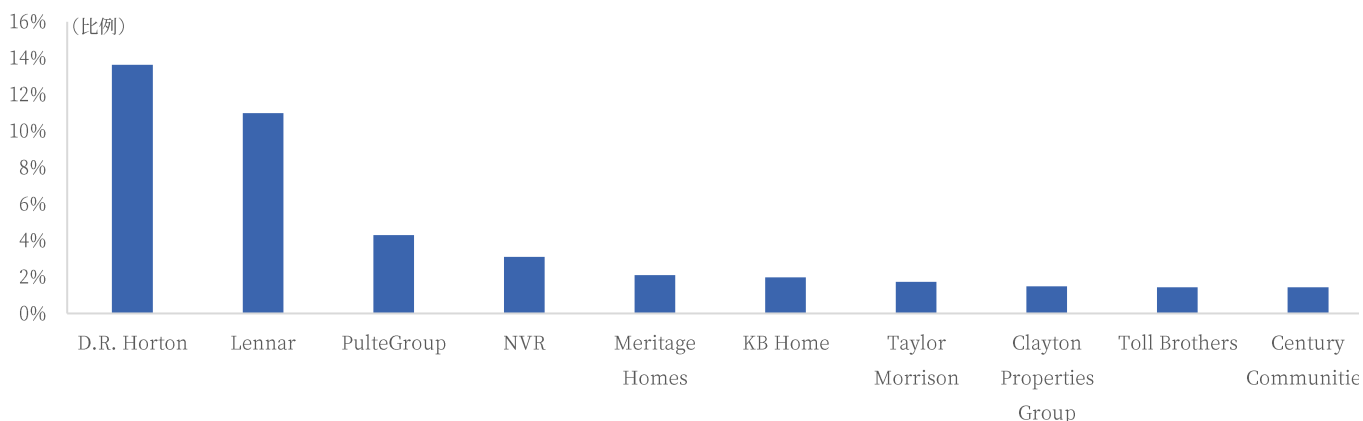
图22: 美国 1964-2023 年新屋销售量及同比增速



资料来源: 美国商务部, Choice, 中国银河证券研究院

美国房屋开发商竞争格局较为稳定。以新建独栋成屋成交量口径, 最近五年中, 美国房屋开发商市占率前十名企业整体变化较小, 前四名房企均为霍顿、莱纳、普尔特和 NVR(排位未发生变化)。其中, 霍顿和莱纳 2023 年房屋成交量占比依次为 13.64% 和 10.98%, 处于领先地位。

图23: 2023 年美国前十房屋开发商市占率

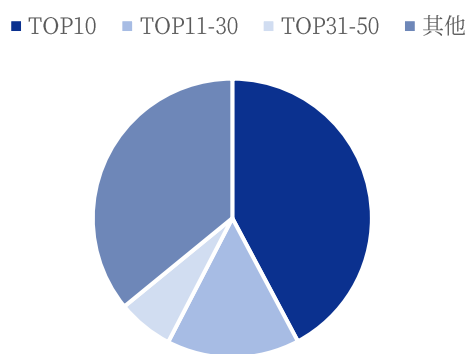


资料来源: NAHB, Builder, 美国人口调查局, 中国银河证券研究院

注: 市占率按照各开发商新建独栋成屋成交量/行业新建独栋成屋成交量

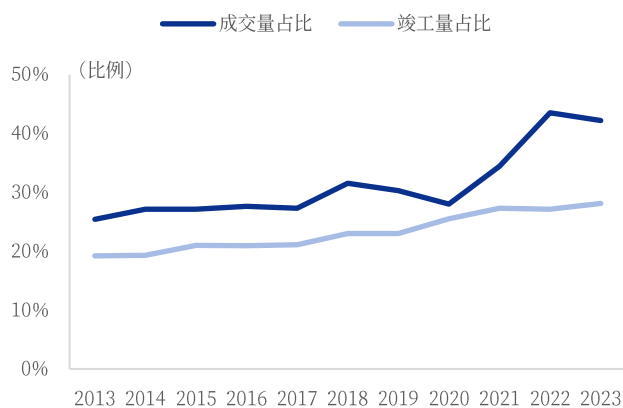
美国房屋开发市场的头部效应逐渐放大。根据美国国家住宅建筑商协会 (NAHB) 的统计数据, 2022 年前十名开发商新建独栋成屋的成交量市占率为 43.5%, 是 1989 年协会开始跟踪该数据以来的最高水平。2023 年该比例稍有回落至 42.2%, 仍然保持高位。同年, 前十名开发商的房屋竣工量市场占比也升至 28.1%, 达到历史新高。相对地, 2023 年美国房屋开发商中的 TOP11-30、TOP31-50 以及剩余企业成交量占比分别约为 15.4%、6.5% 和 35.9%。整体来看, 美国的房屋交易和建造市场整体都具有较高集中度。

图24：2023年美国房屋开发商新建独栋成屋成交量集中度



资料来源：NAHB, Builder, 美国人口普查局, 中国银河证券研究院

图25：美国 TOP10 房屋开发商成交量及竣工量集中度



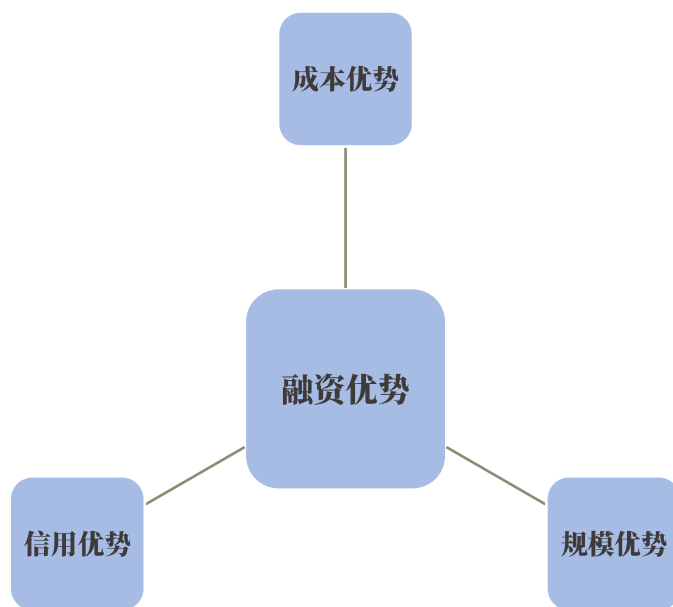
资料来源：NAHB, Builder, 美国人口普查局, 中国银河证券研究院

四、央国企发展优势明显

1. 融资优势

地产下行周期中，银行信贷对地产的敞口收窄、房企的融资难度普遍提升。部分房企的第一大股东或控股股东、实控人主要为国资委/地方国资委、央国企集团等。在大股东的信用背书下，央国企的融资成本相对较低，在地产的下行周期中，央国企或凭借较低的融资成本实现穿越周期甚至逆势提升市占率。

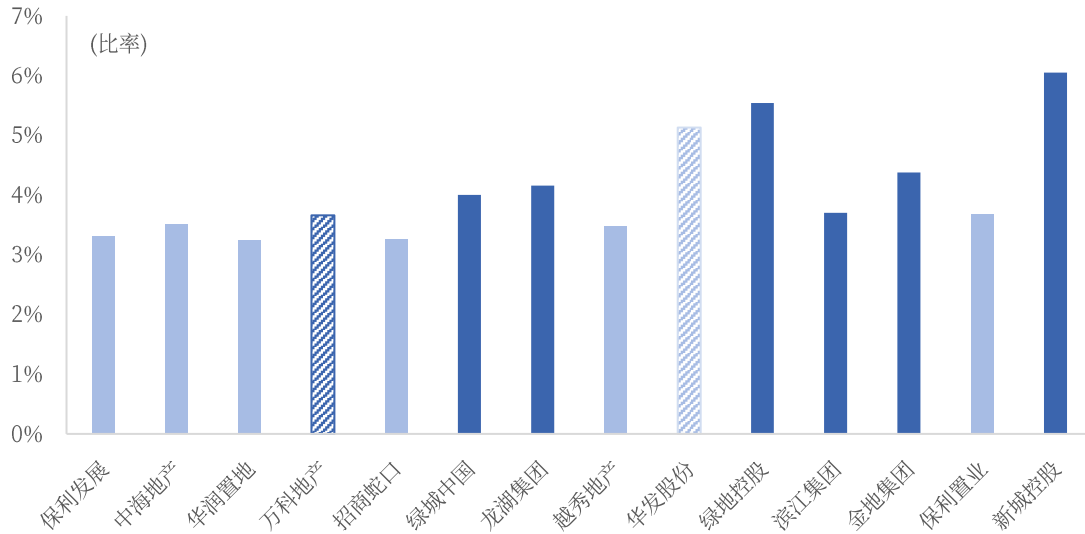
图26：央国企的融资优势分解



资料来源：中国银河证券研究院

我们取 2024 年上半年前 20 名房企（克而瑞 2024 年 1-10 月权益口径销售金额排名）的新增融资成本作比较。剔除未披露平均融资成本的房企后，TOP20 中的央国企房企截至 2024 年上半年平均融资成本均值为 3.41%、非央国企房企的平均融资成本均值为 4.64%。

图27: TOP20 房企截至 2024 年 H1 末平均加权融资成本



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

注 1: 万科和华发的融资成本为 2024 年上半年新增融资成本，并未包含在央国企和非央国企平均计算公式内

注 2: 浅蓝色为央国企、深蓝色为非央国企

注 3: 排行榜为克而瑞 2024 年前 10 月全口径销售金额榜单

2. 拿地要求优势

2021 年部分房企陆续发生出险的情况，主要以民营房企为主。2022 年陆续有部分城市的土地出让条件中，鼓励房企与国企合作拿地，如启东、开封等城市提到鼓励头部优质房地产开发企业与国企合作拿地。

表2: 部分城市鼓励房企与国企合作拿地

时间	城市	政策文件	政策内容
2022 年 6 月	启东市	《关于促进房地产业良性循环和平稳健康发展的若干措施（试行）》	鼓励国内头部优质房地产开发企业以灵活多样的形式，与本地国有企业合作开发项目，提升本地国有企业开发能力和项目品质。
2022 年 9 月	绍兴市越城区	房产新政 18 条	鼓励区属国企与房企合作拿地，积极探索区属国企合作开发模式，使非房企公司与房地产企业合作投资拿地。
2024 年 4 月	开封市	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展十八条激励措施》	支持国有公司与优质房地产开发企业依法依规开展合作，国有公司可根据国有资产管理的相关规定按现土地市场评估价值利用存量土地与民营企业合作开发。

资料来源：南通网，澎湃新闻，开封网，中国银河证券研究院

央国企在土地市场具备拿地的优势，并在核心城市积极布局，深耕重点城市。以保利发展、招商蛇口两家央企为例，投资聚焦核心。

表3: 保利发展和招商蛇口的拿地策略

公司	拿地
保利发展	核心 38 城 2024 年上半年，共拓展项目 12 个，均位于 38 个核心城市

招商蛇口	核心 10 城；强心 30 城	2024 年上半年，在“核心 10 城”的投资金额占比达 86%
------	-----------------	----------------------------------

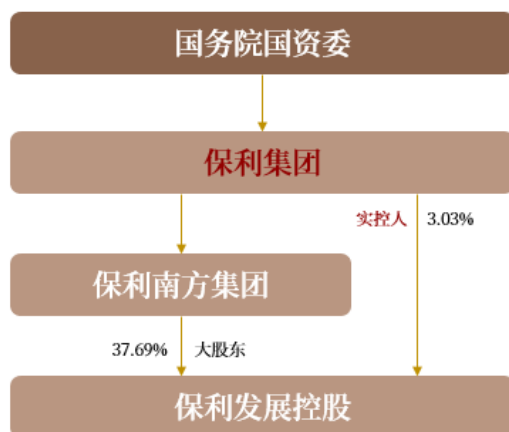
资料来源：保利发展公告，招商蛇口公告，中国银河证券研究院

3.代表房企

1) 保利发展

保利发展是全国房地产开发的龙头企业，第一大股东为保利南方集团，截至 2024 年三季度末持股比例 37.69%。实控人是保利集团，保利集团是经国务院、中央军委批准组建，由国务院国资委直接管理的大型央企，已成立 40 年，是房地产央企的代表之一。

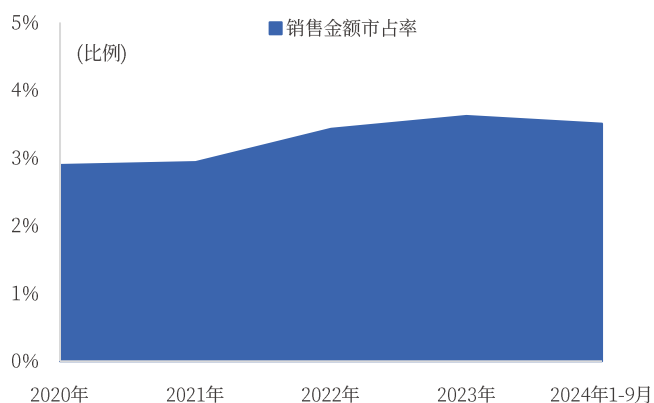
图28：截至 2024 年三季度末保利发展大股东股权关系



资料来源：Wind，保利集团官网，中国银河证券研究院

2023 年保利共实现销售金额 4222 亿元（全口径），位列房企销售排行榜的首位。2024 年 1~9 月的销售金额为 2416.86 亿元，按此计算的保利市占率由 2020 年的 2.9% 提升至 2023 年的 3.62%。从销售均价看，保利发展的销售均价远高出全国销售均价，超出幅度持续升高。

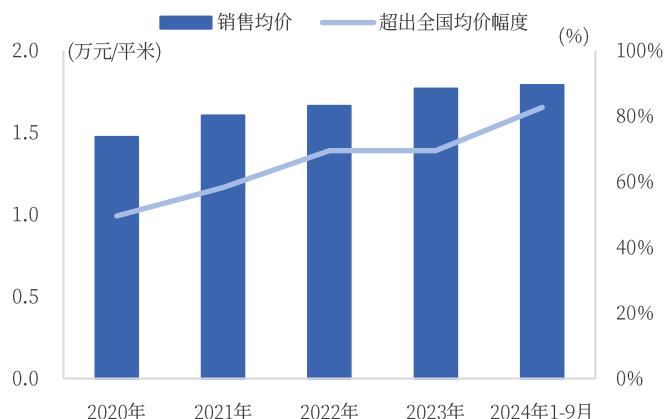
图29：2020 年至今保利发展销售金额市占率



资料来源：Wind，保利发展，中国银河证券研究院

注：销售金额为全口径

图30：2020 年至今保利发展销售均价超出全国均价幅度

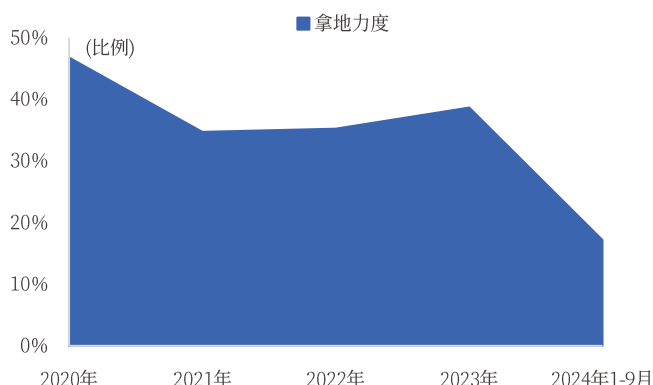


资料来源：Wind，保利发展，中国银河证券研究院

从拿地看 2020~2023 年，公司的拿地力度（全口径计算）维持在 0.3 以上，2024 年前三季度的

拿地力度相对较弱。从绝对值 2023 年的拿地金额高于 2022 年，整体拿地相对积极。拿地质量看，拿地楼面价整体呈上升趋势，其中 2024 年 1-9 月拿地均价为 18610 元/平米，拿地质量高。

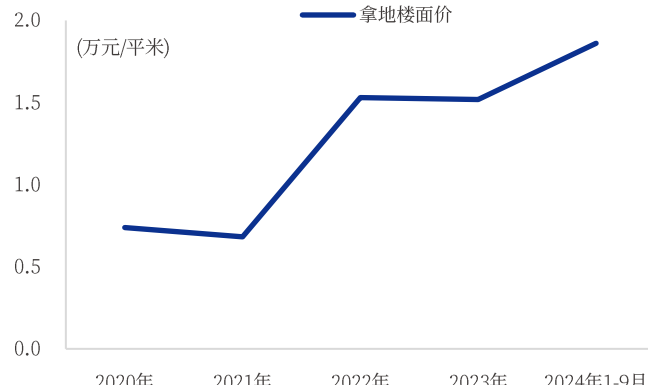
图31: 2020 年至今保利发展拿地力度



资料来源: 保利发展, 中国银河证券研究院

注: 拿地力度按照全口径计算

图32: 2020 年至今保利发展拿地楼面价



资料来源: Wind, 保利发展, 中国银河证券研究院

注: 拿地楼面价按照全口径计算

2) 招商蛇口

招商蛇口是房地产开发企业的头部公司之一，控股股东是招商局集团，截至 2024 年三季度末持股比例为 50.84%。招商局集团是中央直接管理的国有重要骨干企业，总部位于中国香港，是一家百年央企，由国务院国资委 100% 控股。

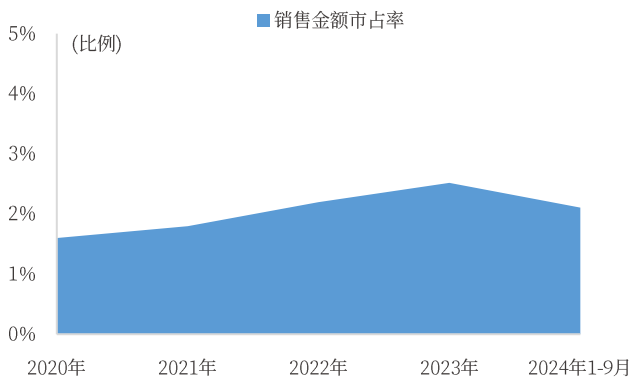
图33: 截至 2024 年三季度末招商蛇口大股东股权关系



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

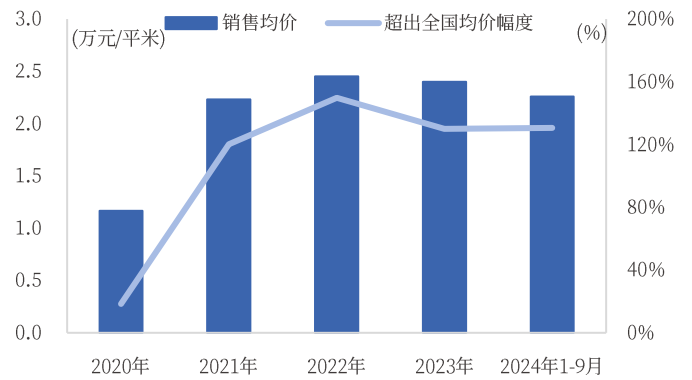
2023 年招商蛇口共实现全口径销售金额 2937 亿元，位列全行业第五。2024 年前 9 月的销售金额为 1452 亿元。从市占率看，招商蛇口的市占率由 2020 年的 1.60% 提升至 2023 年的 2.52%。从销售均价看，招商蛇口的销售均价自 2021 年超过 2 万元/平米，超过全国销售均价的幅度高于 100%。

图34：2020年至今招商蛇口的销售市占率



资料来源：Wind, 招商蛇口, 中国银河证券研究院
注：销售金额为全口径

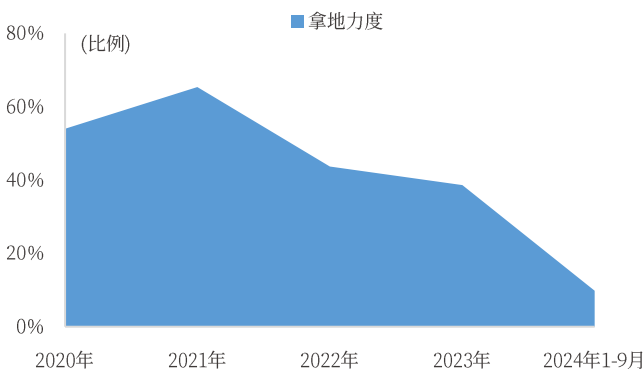
图35：2020年至今招商蛇口销售均价超出全国均价幅度



资料来源：Wind, 招商蛇口, 中国银河证券研究院

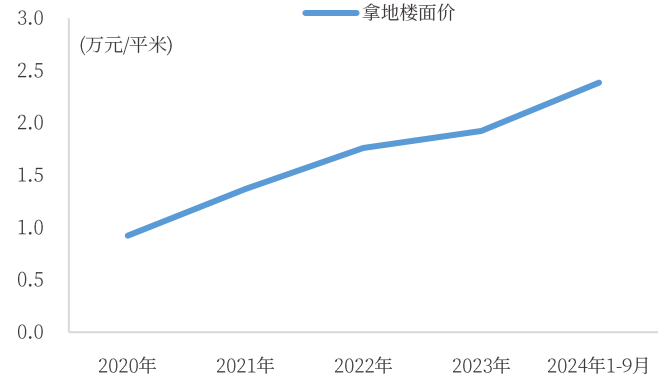
从拿地看，2021年拿地金额较高，2024年相对2020~2023年更加谨慎；拿地力度上，按照全口径计算得到2020~2023年拿地力度相对较高，2021年拿地力度为65.36%，2024年前三月的拿地力度较弱，为9.83%。拿地质量上，新拿地项目的平均拿地楼面价逐年提升，2024年前9月的平均拿地均价已达到23847元/平米，由于持续在核心城市拓展，公司拿地质量较高。

图36：2020年至今招商蛇口拿地力度



资料来源：Wind, 招商蛇口, 中国银河证券研究院
注：拿地力度按照全口径计算

图37：2020年至今招商蛇口拿地楼面价



资料来源：Wind, 招商蛇口, 中国银河证券研究院
注：拿地楼面价按照全口径计算

3) 中海地产

中国海外发展隶属于中国建筑集团有限公司，1979年创立于中国香港。截至2024年上半年末，公司控股股东为中国海外集团，持股占比51.34%。公司实控人为国务院国资委。中国海外发展拥有45年房地产开发与不动产运营管理经验。

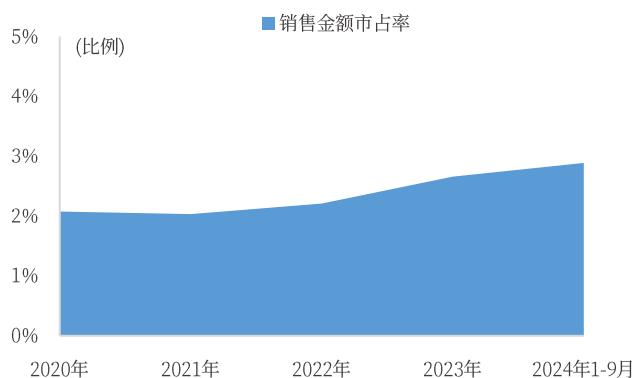
图38: 截至 2024 年上半年末中国海外发展大股东股权关系



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

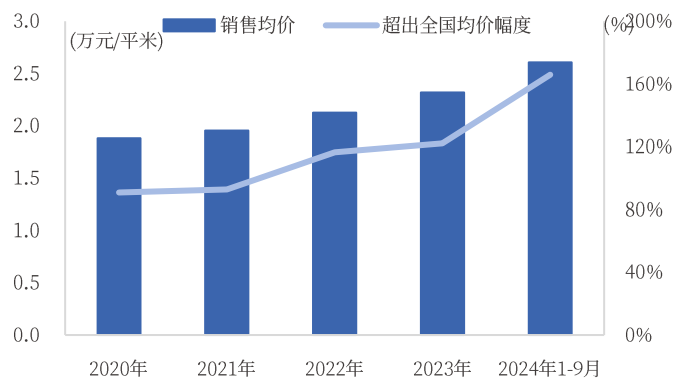
2023 年中国海外发展共实现销售金额 3098 亿元, 在行业整体下滑的背景下实现逆势增长。从市占率看, 中海的全口径销售金额市占率达到 2.66%, 2024 年三季度市占率进一步提升到 2.89%, 行业排名第二。从销售均价看, 中海 2023 年销售均价为 23189 元/平米, 超过全国平均水平 122.17%; 2024 年前三季度的销售均价为 26062 元/平米, 超出全国均价 165.93%。

图39: 2020 年至今中国海外发展的销售市占率



资料来源: Wind, 中国海外发展, 中国银河证券研究院
注: 销售金额为全口径

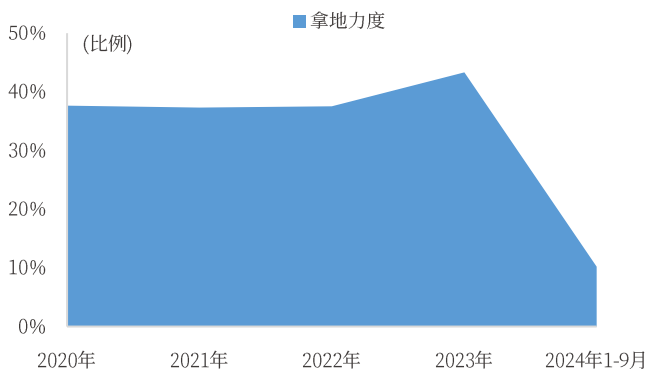
图40: 2020 年至今中国海外发展销售均价超出全国均价幅度



资料来源: Wind, 中国海外发展, 中国银河证券研究院

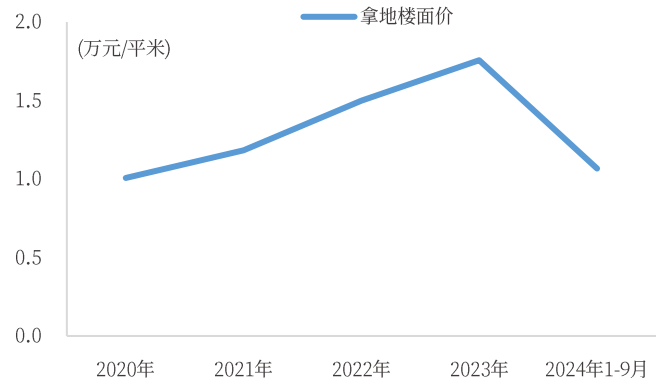
从拿地看, 中海在 2022~2023 年拿地规模较高, 2023 年拿地力度为 43.32%, 投资强度相对较高。2024 年前三季度, 在市场整体较弱的环境下, 中海的拿地力度下降至 10.2%, 整体的拿地规模下滑至 202.8 亿元。从拿地质量看, 中海的拿地均价近年来维持在 1 万元以上, 其中 2023 年达到 17567 元/平米的高位。

图41：2020年至今中国海外发展拿地力度



资料来源：Wind, 中国海外发展, 中国银河证券研究院
注：拿地力度按照全口径计算

图42：2020年至今中国海外发展拿地楼面价



资料来源：Wind, 中国海外发展, 中国银河证券研究院
注：拿地楼面价按照全口径计算

4) 华润置地

华润置地是城市建设运营的头部房企，是内地实力雄厚的综合地产开发商之一。截至 2024 年上半年末，华润置地的控股股东是华润集团，持股比例为 59.51%。华润集团由国务院国资委直接监管，目前零售、啤酒、燃气、商业地产、制药、医疗等经营规模在全国位居前列。

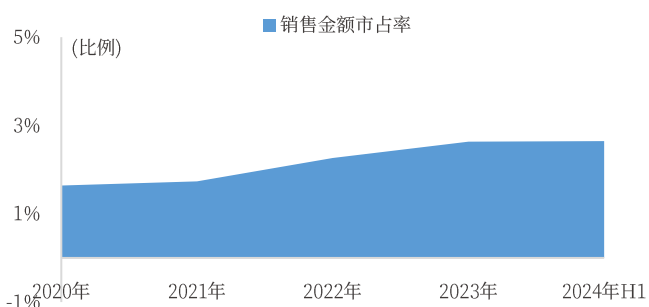
图43：截至 2024 年上半年末华润置地大股东股权关系



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

华润置地 2023 年实现销售金额 3070.3 亿元，位列 2023 年房企销售金额的第 4 位；从市占率看，华润置地的市占率持续提升，2023 年销售金额市占率为 2.63%；2024 年 H1 市占率进一步提高到 2.65%。从销售均价看，华润置地的 2024 年 H1 销售均价为 23935 元/平米，超出全国均价 143.32%。

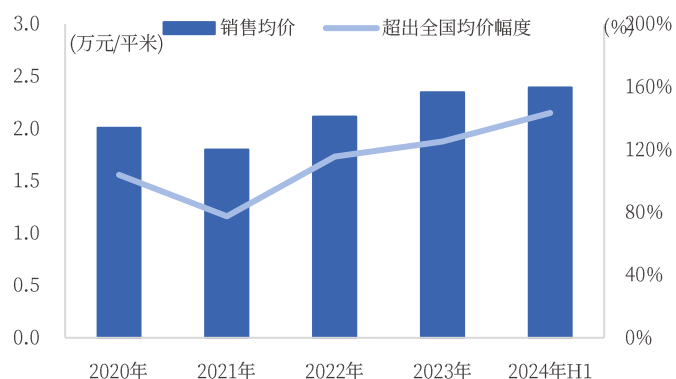
图44：2020年至2024年H1 华润置地的销售市占率



资料来源：Wind, 华润置地, 中国银河证券研究院

注：销售金额为全口径

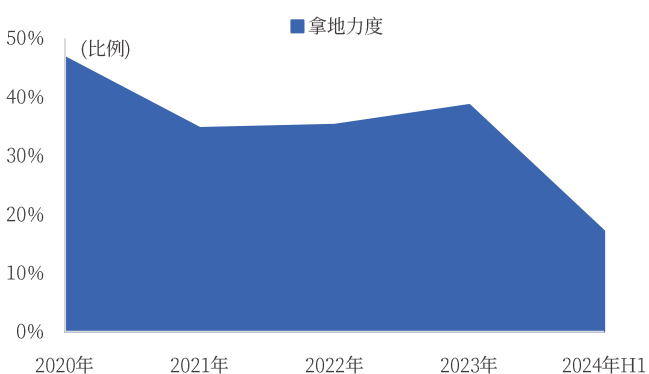
图45：2020年至2024年H1 华润置地销售均价超出全国均价幅度



资料来源：Wind, 华润置地, 中国银河证券研究院

从拿地看，2020~2023年华润置地的拿地力度较大，拿地积极，投资强度较大，2023年全口径计算得到的拿地力度达到55.91%；2024年H1在行业整体承压的背景下，华润置地的拿地力度下滑至20.53%。从拿地质量看，华润置地2024年H1拿地均价为12673元/平米，较2022~2023年略有下滑。

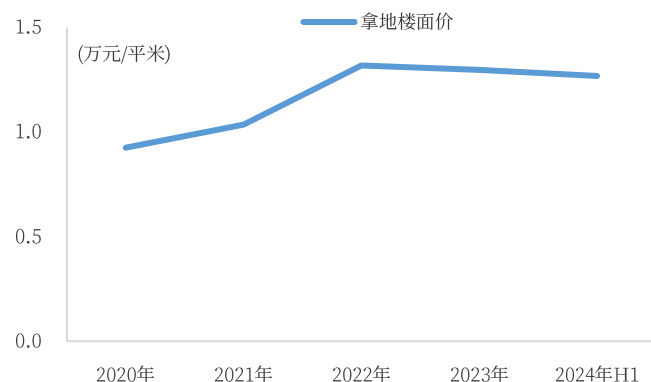
图46：2020年至2024年H1 华润置地拿地力度



资料来源：Wind, 华润置地, 中国银河证券研究院

注：拿地力度按照全口径计算

图47：2020年至2024年H1 华润置地拿地楼面价



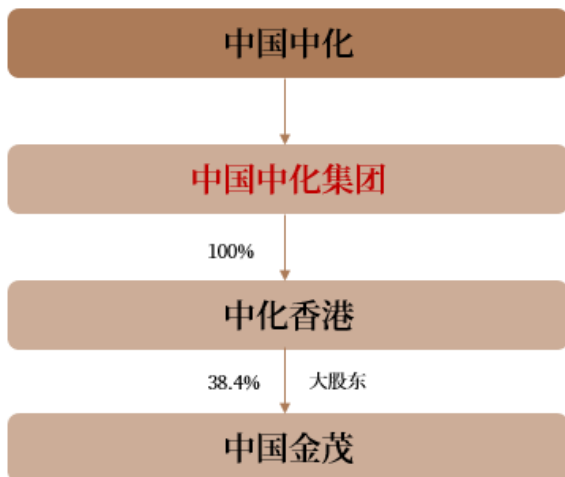
资料来源：Wind, 华润置地, 中国银河证券研究院

注：拿地楼面价按照全口径计算

5) 中国金茂

中国金茂是主要从事城市运营领域的平台企业，第一大股东是中化中国香港(集团)，截至2024年上半年末，持股比例为38.4%，中国金茂的实控人是中国中化。中国中化是中国中化集团与中国化工集团联合重组而成，由国务院国资委监管。

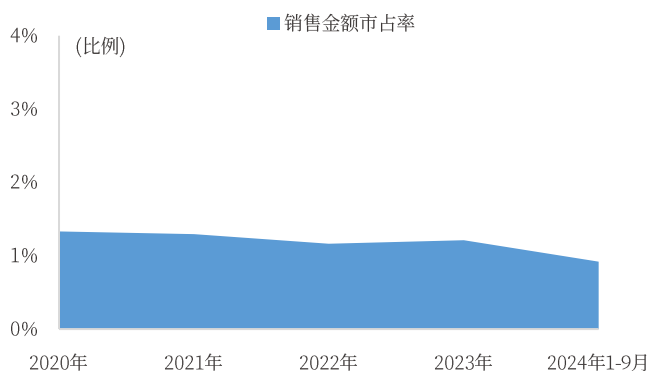
图48: 截至 2024 年上半年末中国金茂大股东股权关系



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

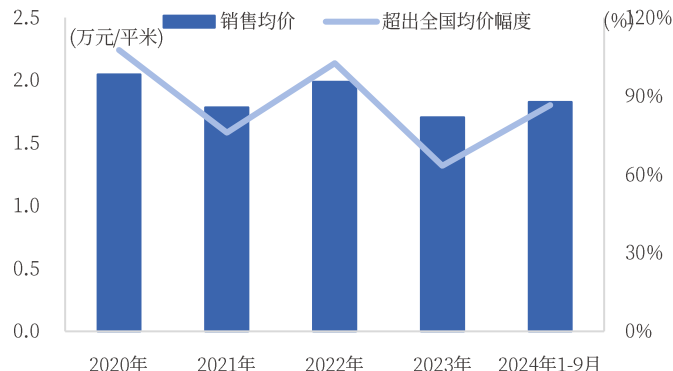
2023 年, 中国金茂实现销售金额 1412 亿元, 2024 年前 9 月实现销售金额 634 亿元。从市占率看, 2023 年中国金茂的全口径销售金额市占率为 1.21%, 2024 年前 9 月市占率为 0.92%, 不足 1%。从销售均价看, 2023 年中国金茂的销售均价为 17046 元/平米, 2024 年前 9 月为 18283 元/平米, 分别超出全国均价的 63.32%、86.55%, 销售均价整体高出全国平均水平较多。

图49: 2020 年至今中国金茂的销售市占率



资料来源: Wind, 中国金茂, 中国银河证券研究院
注: 销售金额为全口径

图50: 2020 年至今中国金茂销售均价超出全国均价幅度

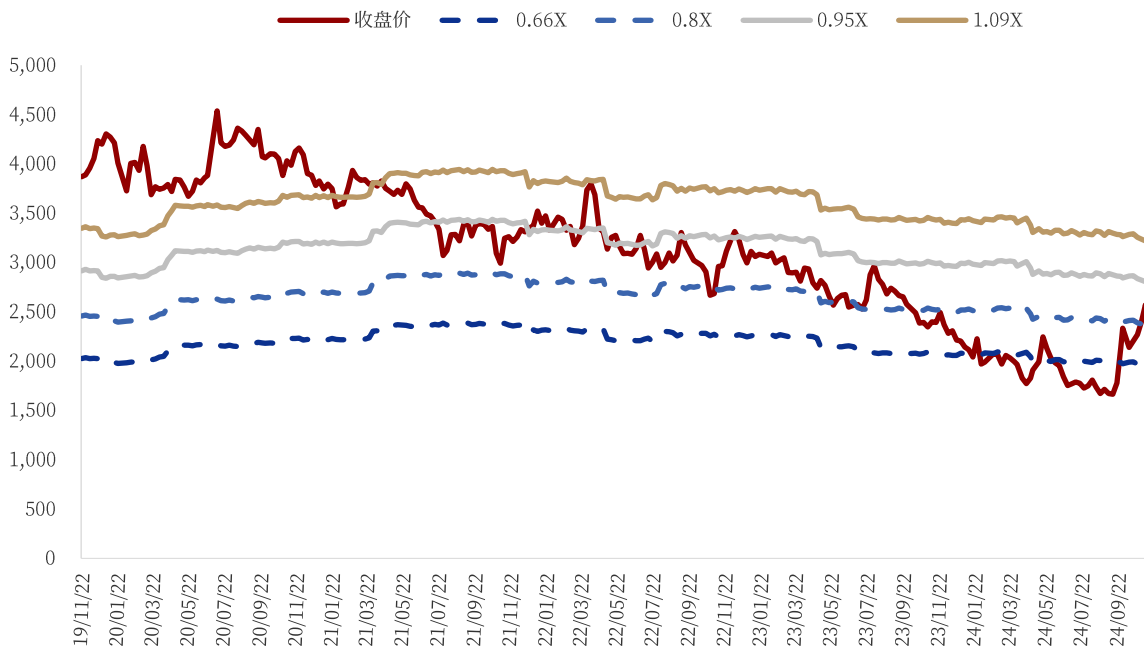


资料来源: Wind, 中国金茂, 中国银河证券研究院

五、投资建议

我们按照 2024 年 11 月 17 日的收盘价得到行业整体的 PB-band。在 9 月末自上而下集中出台的政策下, 行业整体估值得到一定程度的修复。

图51: 2019年-2024年11月15日房地产板块PB-Band



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我们整理如上的央国企整体的 PE 估值水平（按照 2024 年 11 月 15 日收盘价）。2024 年行业整体面临项目的结转价格和规模承压，结转项目拿地成本相对较高等因素造成的营收规模和毛利率承压，因此 2024 年行业的规模和盈利能力或将持续筑底。

表4: 部分央国企的盈利预测及估值

公司名称	EPS (元/股)			PE		
	2023(A)	2024(E)	2025(E)	2023	2024(E)	2025(E)
保利发展	1.01	0.93	0.98	10.01	10.87	10.32
招商蛇口	0.7	0.74	0.85	15.44	14.61	12.72
中国海外发展	2.34	2.24	2.35	5.39	5.63	5.37
华润置地	4.4	4.05	4.19	5.00	5.43	5.25
中国金茂	-0.52	0.14	0.14	-1.95	7.25	7.25

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注 1: 中国海外发展、华润置地和中国金茂的 EPS 为港币/股

注 2: 标红色为港股, PE 按照 1 港币=0.93 人民币计算得来

注 3: 斜体部分为截至 2024 年 11 月 15 日收盘的 Wind 一致预期

由于行业整体面临成交规模下行的压力，行业的集中度逐渐提升。优秀的央国企或具备良好的信用背景、稳健的运营风格、相对较低的融资成本等特点，在前期投资拿地和销售的阶段均有优势。根据第三方 2023 年全行业权益销售排名，TOP30 房企中，15 家为央国企，占比较 2020 年提升较多。随着行业的进一步发展，我们认为央国企的行业地位有望提升，行业的集中度有望提高。随着政策自上而下对行业的支持力度逐渐极大，我们认为头部房企的估值有望提升。基于此，我们看好央国企公司：保利发展、招商蛇口、招商积余；建议关注华发股份、华润置地、中国海外发展、越秀地产、建发国际、中国金茂等央国企公司。

六、风险提示

宏观经济不及预期的风险

政策推动和实施不及预期的风险

房价大幅波动的风险

行业发展不及预期的风险

房屋销售不及预期的风险

行业融资不及预期的风险

图表目录

图 1: 2019-2024 年 1-10 月房地产全国销售面积及同比增速	4
图 2: 2019-2024 年 1-10 月房地产全国销售金额及同比增速	4
图 3: 2019 年-2024 年 1-10 月全国房地产投资额及同比增速	4
图 4: 2019 年-2024 年 1-10 月全国开工面积及同比增速	4
图 5: 2023 年和 2024 年前 10 月各项指标分别占去年同期的比例	5
图 6: 2019 年-2024 年 1-10 月全国商品房销售均价	5
图 7: 2020 年-2024 年前 10 月 TOP30 房企国企数量	7
图 8: 2020 年-2024 年前 10 月 TOP 房企权益销售增速	8
图 9: 2020 年-2024 年前 10 月 TOP 房企权益销售占比	8
图 10: 2019-2024 年 10 月核心 22 城土地成交价占全国的比重	8
图 11: 2019-2024 年全国和核心 22 城拿地平均楼面价	8
图 12: 2024.1.1~2024.11.5 核心 22 城土地成交均价	9
图 13: 2024 年前 10 月核心 22 城中 TOP 房企拿地金额占比	9
图 14: 2024 年前 10 月核心 22 城中 TOP30 中房企拿地金额占比	9
图 15: 房企销售回款主要资金流向	10
图 16: TOP15 房企 2024 年上半年拿地力度	10
图 17: 中国香港 1966~1981 年 GDP 及同比增速	11
图 18: 1976~1981 年中国香港新建成住宅数量及同比增速	11
图 19: 中国香港房地产开发/租赁商的集中度	11
图 20: 中国香港楼宇单位买卖合同数量及同比增速	11
图 21: 美国 1999-2023 年新屋、成屋销售量占比	12
图 22: 美国 1964-2023 年新屋销售量及同比增速	12
图 23: 2023 年美国前十房屋开发商市占率	12
图 24: 2023 年美国房屋开发商新建独栋成屋成交量集中度	13
图 25: 美国 TOP10 房屋开发商成交量及竣工量集中度	13
图 26: 央国企的融资优势分解	13
图 27: TOP20 房企截至 2024 年 H1 末平均加权融资成本	14
图 28: 截至 2024 年三季度末保利发展大股东股权关系	15
图 29: 2020 年至今保利发展销售金额市占率	15
图 30: 2020 年至今保利发展销售均价超出全国均价幅度	15
图 31: 2020 年至今保利发展拿地力度	16
图 32: 2020 年至今保利发展拿地楼面价	16

图 33: 截至 2024 年三季度末招商蛇口大股东股权关系.....	16
图 34: 2020 年至今招商蛇口的销售市占率.....	17
图 35: 2020 年至今招商蛇口销售均价超出全国均价幅度.....	17
图 36: 2020 年至今招商蛇口拿地力度.....	17
图 37: 2020 年至今招商蛇口拿地楼面价.....	17
图 38: 截至 2024 年上半年末中国海外发展大股东股权关系.....	18
图 39: 2020 年至今中国海外发展的销售市占率.....	18
图 40: 2020 年至今中国海外发展销售均价超出全国均价幅度.....	18
图 41: 2020 年至今中国海外发展拿地力度.....	19
图 42: 2020 年至今中国海外发展拿地楼面价.....	19
图 43: 截至 2024 年上半年末华润置地大股东股权关系.....	19
图 44: 2020 年至 2024 年 H1 华润置地的销售市占率.....	20
图 45: 2020 年至 2024 年 H1 华润置地销售均价超出全国均价幅度.....	20
图 46: 2020 年至 2024 年 H1 华润置地拿地力度.....	20
图 47: 2020 年至 2024 年 H1 华润置地拿地楼面价.....	20
图 48: 截至 2024 年上半年末中国金茂大股东股权关系.....	21
图 49: 2020 年至今中国金茂的销售市占率.....	21
图 50: 2020 年至今中国金茂销售均价超出全国均价幅度.....	21
图 51: 2019 年-2024 年 11 月 15 日房地产板块 PB-Band.....	22
表 1: 2022 年至今重要政策.....	5
表 2: 部分城市鼓励房企与国企合作拿地.....	14
表 3: 保利发展和招商蛇口的拿地策略.....	14
表 4: 部分央国企的盈利预测及估值.....	22

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

胡孝宇，房地产行业分析师，4年房地产研究经验，美国东北大学硕士，同济大学金融学学士，曾就职于天风证券，2023年7月加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，中国香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn