

内地房地产周度观察 房企海外信评变动情况几何？

专题研究：

2020 年来，房企海外信用评级变化情况如何？评级变动房企存在哪些共性？

销售韧性较强、投资物业收入稳定、拿地强度下降、规模较大等因素驱动 17 家房企海外信评获上调。1) **销售韧性**：宝龙、中南、世茂等评级上调原因中均包含销售的强劲增长，上述房企在长三角等优质区域的大规模布局是支撑其销售韧性的重要原因。2) **租金收入**：已较为成熟的商业物业带来的租金收入能够为宝龙、新城、龙湖等公司提供稳定的现金流，商住协同的模式亦能够使其在增加投资物业时保持财务的稳健性。3) **拿地强度下降**：金科、阳光城等公司在过去数年快速扩张、取得一定规模后，经营渐趋稳健，拿地强度有所下降，带动杠杆水平快速优化、偿债能力显著提升，信用评级获得上调。4) **规模较大**：规模通常能够为房企带来更顺畅的融资渠道，对评级上调存在积极作用，2020 年来获上调的 17 家房企中，11 家 2020 年销售金额超 2000 亿元。

产品与市场需求错配、拿地强度提升、盈利能力下降等因素带动 8 家房企海外信评下调。1) **产品与需求错配**：泰禾等 2016-2017 年拿地较为激进，在严格的限价政策中其产品与市场需求存在一定错配，影响了销售回款、利润表现及偿债能力。2) **拿地强度提升**：奥园等拥有充足土储的背景下仍然加大了拿地强度，导致偿债能力指标未能如期优化。3) **盈利能力下降**：融信等 2016-2017 年获取的低毛利项目集中结算，导致 2020 年结算毛利率下滑 13.2pct 至 11.0%。规模方面，评级下调的 8 家房企 2020 年销售规模均不超过 1500 亿元。

在趋紧的融资环境下，房企海外信评呈现进一步分化。从房企海外信用评级的变化中可以看出，获上调房企多为规模较大、原本评级表现较好的房企，上述房企因相对稳健的经营策略而具备更强的偿债能力，在融资环境偏紧的环境下亦能够较为从容。相对地，评级下调的房企则多为规模相对较小、原本评级表现相对较弱的房企，过去在经营过程中出现的部分问题随着融资端调控收紧、时间的推移而逐渐暴露。在当前趋紧的融资环境下，经营稳健性、土地资源质量、财务管理审慎性等因素使房企在海外信评方面的表现进一步分化。

数据要点：

截至 4 月 16 日，本周 42 个主要城市新房成交面积环比上升 11%，2021 年累计成交面积同比上升 95%。

截至 4 月 16 日，本周 13 个主要城市可售面积（库存）环比下降 1%；平均去化周期 11.3 个月，平均环比上升 1%。

截至 4 月 16 日，本周 15 个主要城市二手房交易建面环比上升 33%，2021 年累计交易面积同比上升 74%。

投资建议：

统计局发布的一季度房地产数据和本周的销售数据均反映出行业基本面仍保持稳健。周内，热点城市调控持续，杭州收紧人才购房政策、宁波扩大限购区域等，行业政策仍保持定力。在行业基本面良好、行业调控趋严的环境下，具备特色模式的房企仍有望实现优于同侪的增长，维持行业“强于大市”评级。

强于大市

(维持)

微信公众号



蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕

分析师

+852 3958 4600

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

1. 房企海外信评变动情况几何？

2020 年以来，海外评级机构对房企的评级做出了较多调整，且房企间信用评级变化方向呈现出一定分化。房企海外信用评级变化情况如何？评级变动房企存在哪些共性？

1.1 2020 年来海外信评上调房企存在哪些共性？

2020 年 8 月后评级机构上调增多，2020 年来 17 家房企海外评级获上调。在疫情影响下，2020 年 4 月，穆迪将中国房地产行业评级展望由“稳定”下调至“负面”，8 月末方因房地产行业的快速复苏而调回至“稳定”。疫情的确对部分房企的财务状况带来了压力，但另一方面，除阳光城于 2020 年 1 月获穆迪上调评级外，2020 年 8 月至今，宝龙地产、碧桂园、世茂集团、中南建设、龙湖集团、中国奥园、旭辉控股集团、新城控股/新城发展、佳源国际控股、金辉集团、龙光集团、中梁控股、融创中国、雅居乐集团、金科股份及中国恒大等 16 家房企的海外评级仍获得了调升。

2020 年内获上调的房企多为规模更大、上调前评级已表现较优的房企。在穆迪将行业展望调回至“稳定”后，率先获海外评级机构上调的房企多为规模更大、上调前评级已表现较优的房企。在 2020 年内海外评级获上调的 10 家房企中，阳光城、碧桂园、世茂集团、中南建设、龙湖集团、旭辉控股集团、新城发展 7 家房企的销售规模均超过 2000 亿元；除上述房企之外，中国奥园 2020 年的销售额约 1330 亿元、金辉控股 2020 年销售额约 972 亿元、宝龙地产 2020 年销售额约 816 亿元。另一方面，上述房企在上调前的评级表现多已较为优秀，如碧桂园获穆迪上调发行人评级至投资级、世茂集团获穆迪由“Ba1/稳定”上调至“Ba1/正面”、龙湖集团获穆迪由“Baa3/正面”上调至“Baa2/稳定”等。

2021 年内获上调的房企则多为偿债能力优化幅度较大的房企。2021 年方获上调的 7 家房企（不含 2020 及 2021 年均获上调房企）中，销售规模超过 2000 亿元的仅龙光集团、金科股份、融创中国、中国恒大 4 家，另有佳源国际控股（2020 年销售额 308 亿元）、中梁控股（2020 年销售额 1688 亿元）及雅居乐集团（2020 年销售额 1382 亿元）。上述房企的评级上调多源于较大幅度的偿债能力优化，如融创中国 2020 年净负债率同比下降约 76 个百分点、金科股份净负债率同比下降约 45 个百分点等。



表 1: 2020 年来部分房企海外信用评级获上调

公司	时间	机构	上调前评级	上调后评级	上调原因概述
阳光城	2020.01	穆迪	B2/正面	B1/稳定	穆迪预计阳光城将进一步改善其债务到期分布、控制债务增长并保持有节制的土地购置，从而继续增强财务状况
	2020.08	标普	B+/稳定	B+/正面	标普认为公司可能改善其偿债能力
宝龙地产	2020.08	穆迪	B1/稳定	B1/正面	穆迪预计未来 12-18 个月宝龙的信用指标将会得到改善，推动因素是其收入确认强劲且利润率良好
	2021.03	标普	B+/正面	BB-/稳定	标普预计该公司稳健的销售业绩、优于同行的盈利能力以及来自投资物业的经常性收入不断增加将在未来 12 个月内维持其改善的财务状况
碧桂园	2020.09	标普	BB+/稳定	BB+/正面	标普认为碧桂园正在建立更强劲的运营稳定记录，尤其是在盈利能力方面
	2020.09	穆迪	Ba1/正面	Baa3/稳定	穆迪预计碧桂园将保持领先的市场地位以及在房地产开发领域的经营记录，同时维持审慎的财务管理
世茂集团	2020.09	标普	BB+/稳定	BB+/正面	标普认为世茂集团将逐步去杠杆化，并在未来 12 个月内实现与评级较高的同行相当的信用状况
	2020.10	穆迪	Ba1/稳定	Ba1/正面	穆迪预计受强劲的合约销售和得到控制的债务增长支撑，公司未来 12-18 个月世茂的信用指标将改善
	2021.04	标普	BB+/正面	BBB-/稳定	标普预计世茂集团将保持财务纪律，并控制其债务融资扩张，房地产开发业务的可持续盈利能力和非物业开发的业务增长将支撑世茂集团的盈利稳定性
中南建设	2020.09	穆迪	B2/稳定	B1/稳定	穆迪预计受收入确认和合约销售额强劲增长，以及控制购地支撑，未来 12-18 个月中南建设的信用指标将继续增强
	2020.09	标普	B/正面	B+/稳定	标普认为，中南建设的合同销售增长强劲，将使其在未来 12-24 个月内进一步大幅提高财务杠杆率，该公司将致力于控制土地支出和债务扩张
龙湖集团	2020.09	穆迪	Baa3/正面	Baa2/稳定	穆迪认为上调龙湖评级反映了其在各个业务周期中维持强劲运营和财务业绩的能力
	2020.12	惠誉	BBB/稳定	BBB/正面	惠誉预计，通过持续的投资，龙湖集团将继续增加经常性租金收入，而不会对其杠杆施加压力
中国奥园	2020.10	惠誉	BB-/稳定	BB/稳定	惠誉认为此次评级上调反映出中国奥园在保持健康财务状况的良好记录，以及其地区多样化程度的提高和经营规模的扩大
金辉集团	2020.10	惠誉	B/稳定	B/正面	惠誉认为，该公司充足的土地储备和较低的非控股权益将为土地收购提供灵活性，并为进一步去杠杆化留下空间
	2021.01	标普	B/正面	B+/稳定	标普认为金辉股份将保持其收入增长和稳定的杠杆率，而其平衡的地域多样性将有助于稳定盈利能力
旭辉控股集团	2020.11	穆迪	Ba3/正面	Ba2/稳定	穆迪预计未来 12-18 个月旭辉的信用指标将改善，支持因素是其收入增长强劲且债务增长得到控制



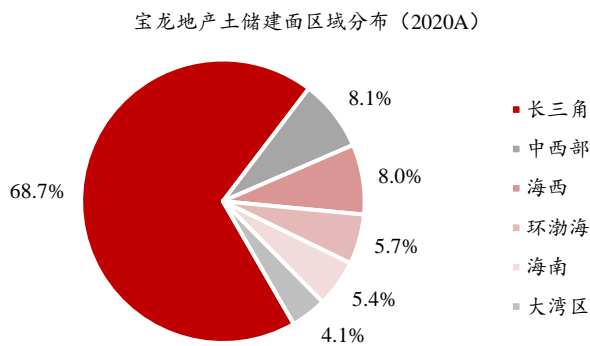
新城控股/ 新城发展	2020.11	标普	BB/稳定	BB/正面	标普指出，两家公司更为可控的土地支出和规模温和增长的愿景将使其保持稳定的债务杠杆
	2020.12	惠誉	BB/稳定	BB+/稳定	惠誉认为新城将能够将其杠杆率保持在40%以下，集团购物中心组合的经常性租金收入也有所增加
	2021.01	穆迪	Ba2/稳定	Ba1/稳定	穆迪认为新城信用状况有所改善，并预期新城将继续通过遵守财务纪律来增加其合同销售额和经常性收入，将使其能够保持其强大的信用指标
	2021.04	标普	BB/正面	BB+/稳定	标普预计，由于其可观的经常性收入、可控的增长和销售复苏，新城集团收益的稳定性将得到改善。得益于强劲的收入增长和适度的债务扩张，杠杆率也可能保持稳定
佳源国际 控股	2021.01	标普	B/负面	B/稳定	标普认为佳源国际控股在未来12个月再融资风险有所降低
	2021.04	穆迪	B2/稳定	B2/正面	穆迪预测，由于过去两年强劲预售带来的收入增长将超过债务增长，未来12-18个月，佳源国际控股的收入/调整后债务将从2020年的85.8%提高到83%-92%
龙光集团	2021.02	穆迪	Ba3/正面	Ba2/稳定	穆迪认为在未来12-18个月内，在收入强劲增长和控制债务增长的推动下，龙光集团的信用指标将有所改善
中梁控股	2021.03	穆迪	B1/稳定	B1/正面	穆迪认为在稳健的收入增长和可控的债务增长支撑下，未来12-18个月的信贷指标将继续保持强劲
融创中国	2021.03	标普	BB-/稳定	BB/稳定	标普预计，在未来12-24个月，融创中国将继续保持财务审慎，并限制债务增长
	2021.03	穆迪	Ba3/稳定	Ba3/正面	穆迪预计受收入强劲增长以及控制购地和其他投资支撑，未来12-18个月融创的债务杠杆率将改善
	2021.04	惠誉	BB/稳定	BB/正面	惠誉认为该公司的杠杆率(以按比例合并合资公司及联营公司报表后的净债务/调整后库存的比率衡量)可能维持在30%以下，触及了可能上调评级的水平
雅居乐 集团	2021.03	标普	BB/负面	BB/稳定	标普预计雅居乐集团将继续通过严格的资本支出和资产回收来控制其债务增长
	2021.03	穆迪	Ba2/负面	Ba2/稳定	穆迪认为该公司的收入增长和可控债务增长将有助于其在未来12-18个月进一步改善其关键财务指标
金科股份	2021.04	标普	B+/稳定	BB-/稳定	标普认为，未来12个月，金科股份将更加注重提高经营效率，而不是规模扩张，其财务杠杆将由当前水平适度下降
	2021.04	穆迪	B1/稳定	B1/正面	穆迪认为金科股份的信贷指标在未来12-18个月内将继续改善，这得益于其强劲的收入增长和可控的债务增长
中国恒大	2021.04	标普	B+/负面	B+/稳定	标普预计其短期债务状况和流动性将继续改善，加大收入确认和减债力度，将抵消利润率进一步下滑的影响

数据来源：公司网站，穆迪，久期财经，中达证券研究；注：上调原因来源为评级新闻稿

财务指标是公司运营的结果，上述公司在运营方面亦存在部分共性。

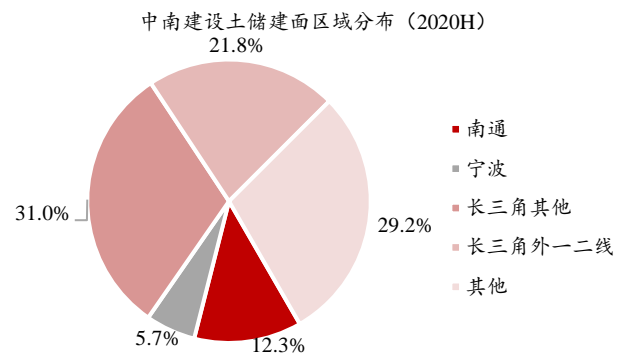
优质的区域布局为部分房企带来了更强的销售韧性。销售韧性较强是评级机构上调评级的一大依据（尤其是在受疫情影响更大的 2020 年），在对宝龙地产、中南建设、世茂集团等公司的上调理由中均有提及。而支撑销售韧性的则是上述房企在区域布局方面的优势，如宝龙地产、中南建设的布局均以 2020 年市场复苏最快的长三角地区为主，2020 年末宝龙地产土储建面 68.7% 位于长三角、2020 年中期中南建设土储建面 49.0% 位于长三角；世茂集团已实现全国化布局，2020 年末位于大湾区、长三角、大福建地区的总可售货值占比达 71.9%。在总量充足、质量较优土储的支持下，上述公司在 2020 年的确实现了稳健的销售增长，宝龙地产、中南建设和世茂集团 2020 年销售额分别同比增长 35%、14%、15%。

图 1：宝龙地产 2020 年末土储仍以长三角为主



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：中南建设 2020 中期土储建面 49.0% 位于长三角

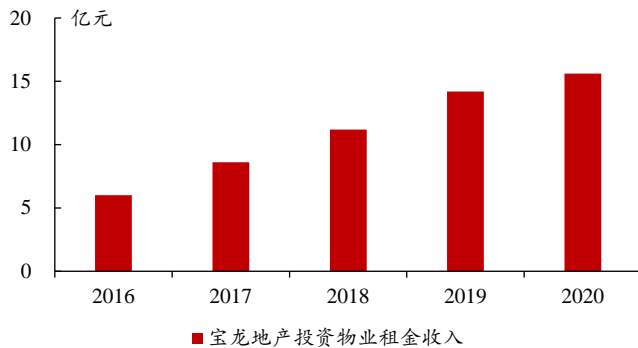


数据来源：公司公告，中达证券研究

住宅销售为主、较成熟的经营性物业收入为辅，共同支持现金流表现。部分公司当前已较为成熟的经营性物业能够带来相对稳定的租金收入，支持信用等级的提升。在疫情的冲击下，宝龙地产、新城发展、龙湖集团等公司成熟的投资性物业租金收入仍然实现了稳健的增长，租金收入分别同比增长 10%、34%、31%。上述房企具备良好的商业品牌力和商业运营能力，并能够通过商住协同的投资模式和审慎的资金管理，在稳步增加投资性物业的同时保持财务的稳健性。虽然上述房企在商业地产领域表现突出，但与其他房企类似，销售回款依然是上述房企收入和现金流的主要来源，盲目多元化或将导致房企信用表现下滑（详见专题报告《信用风波下的地产债趋势》），宝龙地产、新城发展、龙湖集团 2020 年的物业收入占比达到 88.7%、94.6%、92.7%。

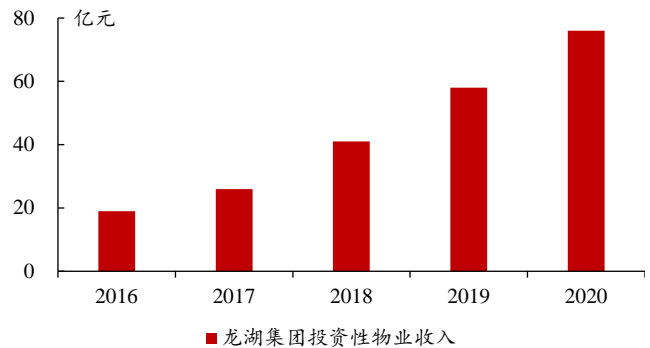


图 3：宝龙地产投资物业租金收入持续增长



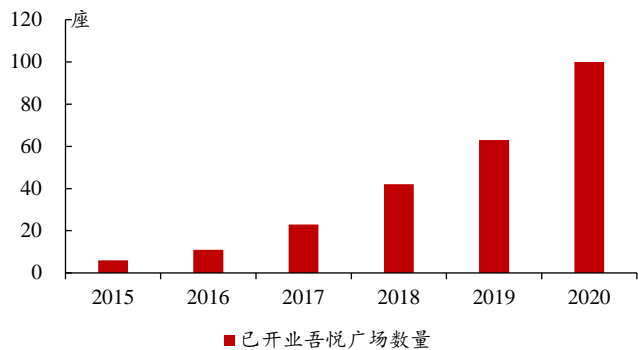
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：龙湖集团投资性物业收入保持稳健增长



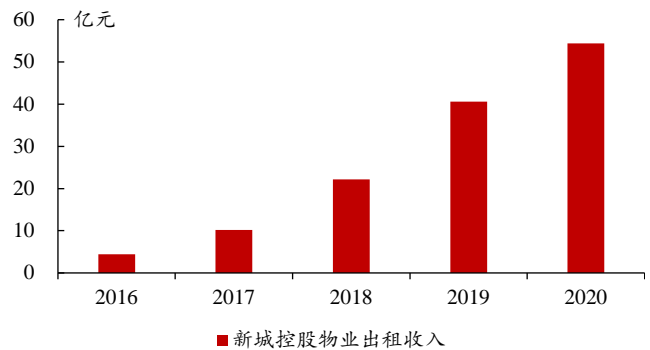
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：新城已开业吾悦广场数量快速增加



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：新城控股物业出租收入持续增长

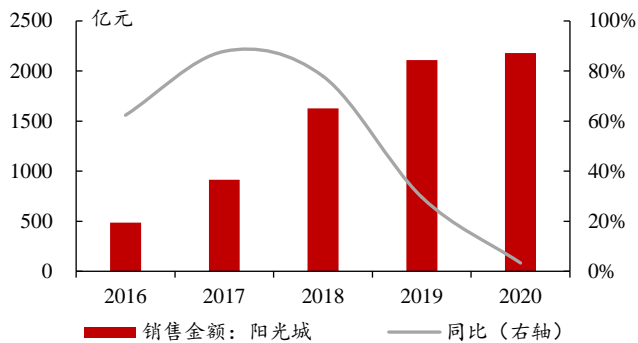


数据来源：公司公告，中达证券研究

规模扩张为先、经营渐趋稳健，致部分房企杠杆显著优化。规模是影响房企信用评级的重要因素，获上调的房企多在过去大幅扩张规模，并在取得一定规模后转向更为稳健的经营策略，降低拿地强度、更注重经营质量。如阳光城的销售规模在 2016-2019 年快速增长，年销售额由 2016 年的 487 亿元增长至 2019 年的 2110 亿元；而 2018 年起，阳光城大幅降低了拿地强度，2017-2019 年新拿地建面/当年销售面积分别约 3.07/1.08/0.74 倍。相应地，阳光城的净负债率也由 2018 年起快速下降，2019 年末约 138%，2020 年 1 月评级获得上调；2020 年，阳光城拿地强度继续下降，年内新拿地建面/当年销售面积仅约 0.73 倍，2020 年末净负债率下滑约 43 个百分点至 95%。类似地，金科股份在近年的销售增长亦较为迅速，2020 年的拿地强度亦有所下降，2020 年新拿地建面/销售面积约 1.06 倍（2019 年：1.74 倍），2020 年末净负债率亦同比下滑约 45 个百分点至 75%。

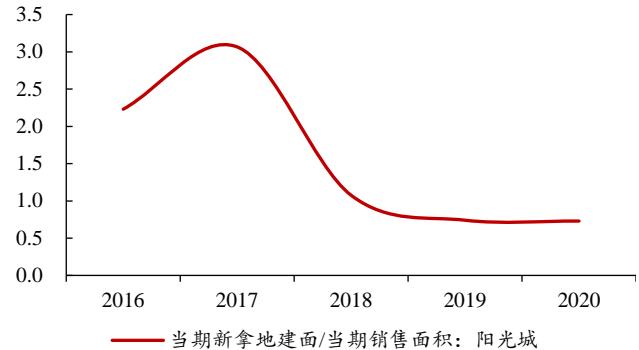


图 7：阳光城销售额 2016-2019 年快速增长



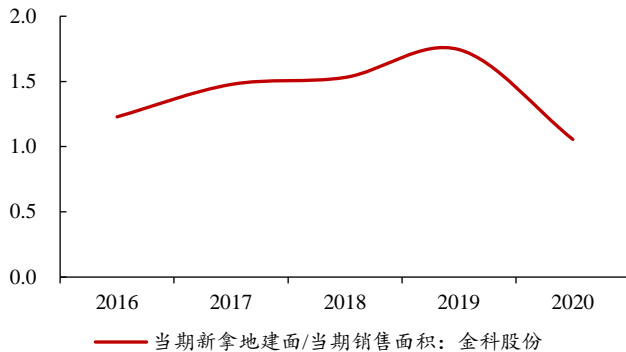
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：阳光城 2018 年起拿地强度快速下降



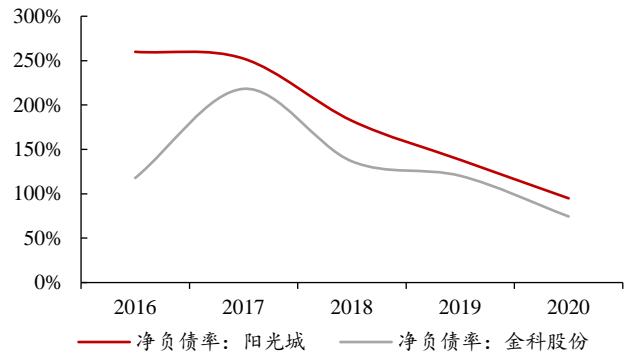
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：金科 2020 年拿地强度有所下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：阳光城、金科净负债率近年大幅下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

部分房企杠杆水平较低，能够在投资窗口适当提升拿地强度以支撑未来发展。需注意的是，运用杠杆是房企经营的重要方式，部分房企拿地强度虽有所上升，但杠杆水平仍维持在较为健康的区间。如碧桂园、新城控股 2020 年的拿地强度均有所回升（碧桂园 2020 年新拿地权益建面/权益销售建面提升 0.20 倍至 1.05 倍，新城控股 2020 年新拿地建面/销售面积提升 0.73 倍至 1.76 倍），但由于此前杠杆水平较低，因而在加大拿地强度后，公司的净负债率仍较为稳健（2020 年末碧桂园和新城控股净负债率分别为 56% 和 44%）。低杠杆并非信用评级的唯一考量，依托杠杆撬动的收入结算和业绩增长亦为信评提升的重要因素。



1.2 2020 年来海外信评下调房企存在哪些共性？

疫情加速偿债能力下降、低毛利项目结算致盈利能力快速下滑，2020 年来，8 家房企海外信评下调。2020 年内，海外评级机构下调了泰禾集团、雅居乐集团（2021 年获调回至下调前评级）、富力地产、华夏幸福 4 家房企的信用评级，原因主要在于上述房企债务有所增加、或疫情使上述房企的偿债能力指标进一步下滑。2021 年后，海外评级机构下调了正商集团、禹洲集团、中国奥园、融创中国 4 家房企的信用评级，原因则集中于去杠杆情况不甚乐观、收入利润增长承压等。从规模上看，上述 8 家房企在 2020 年的销售规模均小于 1500 亿元，规模相对于获上调房企而言较小。从下调前的评级来看，多家房企被下调前的评级已相对较弱。

表 2：海外评级机构 2020 年来下调部分房企评级

公司	时间	机构	下调前评级	下调后评级	下调原因概述
泰禾集团	2020.03	穆迪	B3/稳定	Caa1/负面	穆迪认为未来 12-18 个月内到期的债务数额巨大，经济状况恶化将提高泰禾集团的再融资风险
	2020.05	惠誉	B-/稳定	B-/评级观察	惠誉认为该公司未来 12 个月内到期的境外资本市场债务的偿付可能存在困难
	2020.05	惠誉	B-/评级观察	CCC+	惠誉认为评级下调反映了未来 12 个月泰禾集团再融资计划执行中的不确定性
	2020.05	惠誉	CCC+	CC	惠誉认为，泰禾集团面临重大的短期再融资风险
	2020.07	穆迪	Caa1/负面	Caa3/负面	穆迪认为该公司的流动性状况不断收紧，再融资风险上升
	2020.07	惠誉	CC	RD	该公司未能偿还其于 2020 年 7 月 5 日到期的 15 亿人民币、息票率 7.5% 的中期票据
雅居乐集团	2020.04	标普	BB/稳定	BB/负面	标普认为，由于低收入增长和房地产开发及其他投资激进，雅居乐集团的去杠杆努力在未来 6 至 12 个月可能不会有实质性的改善
	2020.04	穆迪	Ba2/稳定	Ba2/负面	穆迪认为展望调整为负面反映了雅居乐集团的信用指标变弱，因为该公司增加了债务来为其扩张提供资金
	2020.05	穆迪	Ba3/评级观察	B1/负面	穆迪对其经营现金流疲弱以及未来 12-18 个月内大量债务到期有所担忧
富力地产	2020.07	惠誉	BB-/稳定	B+/稳定	该公司杠杆化速度低于惠誉预期，流动性较弱
	2020.09	标普	B+/稳定	B/稳定	标普认为富力地产再融资能力的薄弱将削弱其财务灵活性，因为该公司将需要从投资中分流资源以偿还债务
	2020.09	惠誉	B+/稳定	B+/负面	惠誉认为展望调整反映了即将到期的资本市场债务不断上升的再融资风险，以及与公司再融资计划相关的执行风险



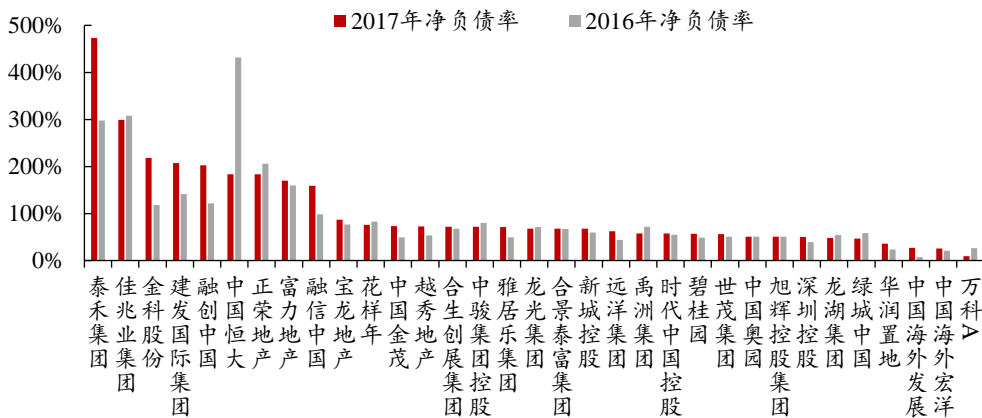
	2020.09	穆迪	Ba3/稳定	Ba3/负面	穆迪认为展望调整反映出穆迪对华夏幸福运营表现疲弱以及未来 12-18 个月复苏步伐不确定性的担忧
	2021.01	穆迪	Ba3/负面	B2/评级观察	穆迪认为华夏幸福的经营业绩和现金流生成低于预期, 鉴于其流动性状况疲弱, 且未来 12-18 个月将有大量债务到期或可回售, 加大了再融资风险
	2021.01	惠誉	BB-/稳定	B/评级观察	惠誉认为评级下调反映了华夏幸福的再融资风险加剧, 以及下半年的经营业绩低于惠誉的预期
华夏幸福	2021.01	惠誉	B/评级观察	CCC	惠誉认为华夏幸福的流动性承压且再融资风险高企, 从而对其目前的评级形成制约
	2021.02	惠誉	CCC	CC	惠誉认为该公司的流动性承压且再融资风险高企
	2021.03	惠誉	CC	RD, 并撤销评级	华夏幸福宣布尚未偿还 2021 年 2 月 28 日到期的规模 5.3 亿美元债券
	2021.02	穆迪	B2/评级观察	Caa1/负面	穆迪认为下调反映了华夏幸福未能偿付其境内银行和信托贷款的本金和利息, 体现出较高的流动性风险
	2021.03	穆迪	Caa1/负面	Caa3/负面, 随后将撤销评级	穆迪认为华夏幸福运营和流动性疲弱, 偿债能力有限, 该公司债权人的索偿展望已经减弱
正商集团	2021.02	穆迪	B1/负面	B2/稳定	穆迪认为正商集团的销售业绩疲弱和现金收入低于穆迪预期, 鉴于其土地储备规模较小, 以及中国房地产行业的信贷状况紧张, 在未来 1-2 年不太可能出现实质性改善
	2021.03	穆迪	Ba3/稳定	B1/负面	穆迪认为由于该公司交付预售项目的速度较慢, 其收入确认度将较弱, 未来 12 至 18 个月, 该公司的关键信贷指标将保持疲弱
禹洲集团	2021.04	惠誉	BB-/稳定	B+/稳定	惠誉认为禹洲集团 2020 年的收入确认低于预期, 反映出该公司相对于同行而言, 高度依赖通过未合并的合资企业(JV)和联营企业实现的销售
中国奥园	2021.04	标普	B+/正面	B+/稳定	标普认为该公司在未来 12 个月内不太可能将其信用状况改善至与较高评级相称的水平
	2021.04	标普	B+/稳定	B+/负面	标普认为在未来 6 至 12 个月内, 在充满挑战的运营和融资条件下, 融信中国的盈利能力可能仍然很弱
融信中国	2021.04	惠誉	BB-/稳定	BB-/负面	惠誉认为, 由于一、二线城市面临的政策风险依然高企, 融信中国利润率的回升速度存在一定的不确定性

数据来源: 公司网站, 穆迪, 久期财经, 中达证券研究; 注: 下调原因来源为评级新闻稿

过去经营策略激进、产品和战略与市场需求存在错配, 导致部分房企的偿债能力进一步下降。以泰禾集团为例, 2016-2017 年, 泰禾集团大幅加大了拿地强度、

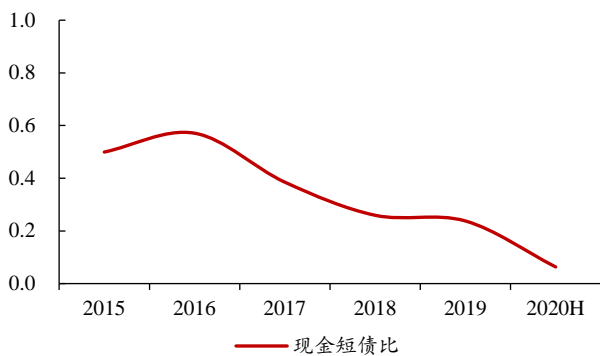
激进程度高于同侪，净负债率由 2016 年末的 298% 进一步提升至 2017 年末的 473%，杠杆水平高于其他大中型主流房企。2018 年来，在严格的限价之下，泰禾集团的产品销售与市场需求存在一定错配，对其销售回款、利润表现进而偿债能力带来了一定压力，最终造成了债务违约和信评下调。

图 11：泰禾集团 2017 年净负债率快速上升，杠杆水平远高于同业



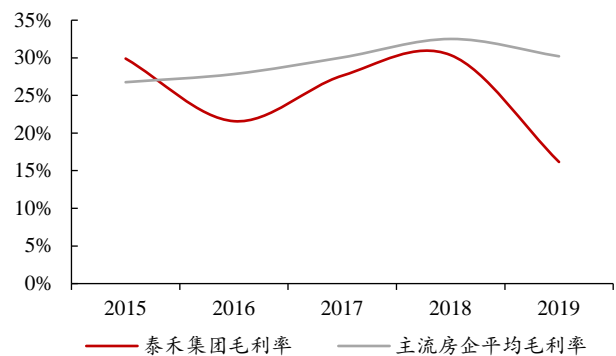
数据来源：公司公告，Wind，中达证券研究

图 12：产品与需求存在错配，泰禾流动性有所下降



数据来源：Wind，中达证券研究

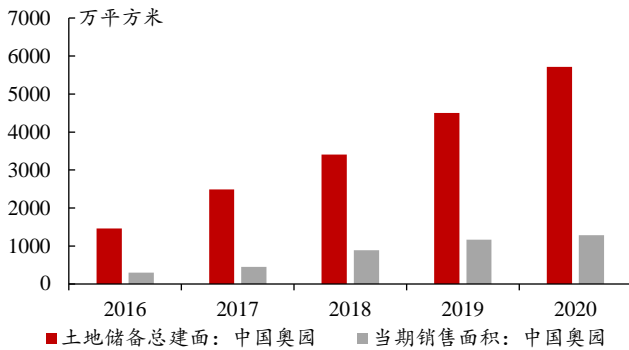
图 13：2017 年获取项目进入结算期，毛利率快速下滑



数据来源：Wind，中达证券研究

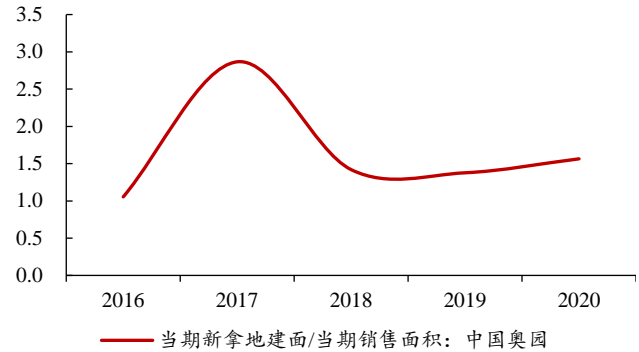
拿地强度加大导致债务总额增长、偿债能力指标略有下滑，海外信评提升承压。以奥园为例，其土储总量较为充足（2020 年末土储建面 5718 万方，2020 年销售面积 1288 万方），但 2020 年拿地强度仍有所回升，全年新拿地面积/销售面积提升 0.19 倍至 1.56 倍，带动有息债务总额增长 20%、偿债能力指标小幅下滑。在拥有充足土储的背景下仍然加大了拿地强度、偿债能力指标未如期优化，使得标普在 2021 年将奥园的评级由“B+/正面”下调至“B+/稳定”。

图 14: 奥园土地储备总量较为充足



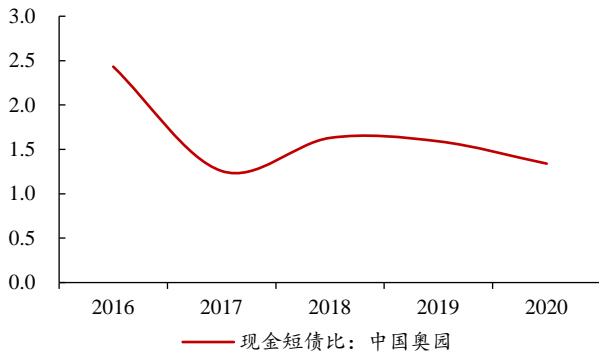
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 15: 奥园 2020 年拿地强度有所回升



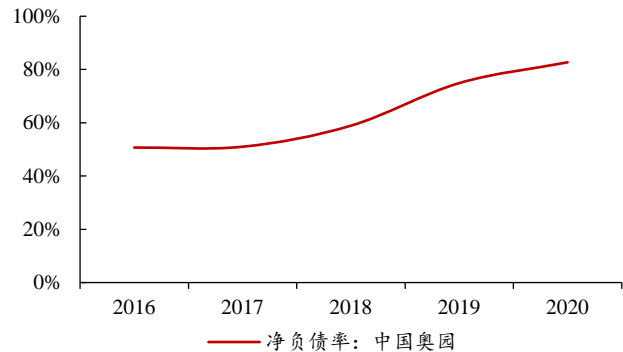
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 16: 近年来奥园现金短债比有所下滑



数据来源: Wind, 中达证券研究; 注: 包含受限制现金

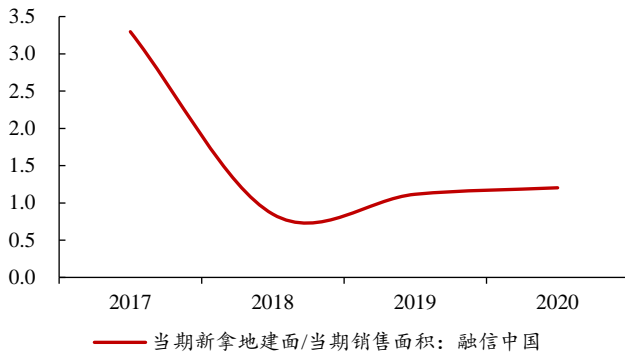
图 17: 近三年来奥园净负债率持续提升



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

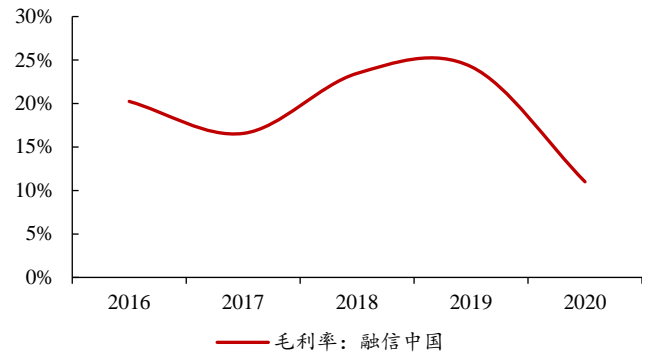
低毛利项目集中结算导致盈利能力下滑, 影响海外信评。以融信中国为例, 在地价较高的 2016-2017 年, 融信于上海、杭州等城市获取了较多地块, 而后续重点城市严格的限价政策使得上述项目的盈利空间承压。虽然 2017 年后融信的拿地策略更趋审慎、拿地强度趋缓, 但在前述项目集中进入结算期的 2020 年, 整体结算毛利率仍下滑了 13.2 个百分点至 11.0%。

图 18：2017 年后融信拿地强度趋缓



数据来源：Wind，中达证券研究

图 19：低毛利项目集中结算致毛利率大幅下滑



数据来源：Wind，中达证券研究

1.3 哪些房企在信评提升方面更具优势？

销售韧性较强、投资物业收入稳定、拿地强度下降、规模较大等因素驱动 17 家房企海外评级获上调。 1) 销售韧性：宝龙、中南、世茂等评级上调原因中均包含销售的强劲增长，上述房企在长三角等优质区域的大规模布局是支撑其销售韧性的重要原因。2) 租金收入：已较为成熟的商业物业带来的租金收入能够为宝龙、新城、龙湖等公司提供稳定的现金流，商住协同的模式亦能够使其在增加投资物业时保持财务的稳健性。3) 拿地强度下降：金科、阳光城等公司在过去数年快速扩张、取得一定规模后，经营渐趋稳健，拿地强度有所下降，带动杠杆水平快速优化、偿债能力显著提升，信用评级获得上调。4) 规模较大：规模通常能够为房企带来更顺畅的融资渠道，对评级上调存在积极作用，2020 年来获上调的 17 家房企中，11 家 2020 年销售金额超 2000 亿元。

产品与市场需求错配、拿地强度提升、低毛利项目结算致盈利能力快速下滑等因素带动 8 家房企海外信评下调。 1) 产品与需求错配：泰禾等 2016-2017 年拿地较为激进，在严格的限价政策中其产品与市场需求存在一定错配，影响了销售回款、利润表现及偿债能力。2) 拿地强度提升：奥园等拥有充足土储的背景下仍然加大了拿地强度，导致偿债能力指标未能如期优化。3) 盈利能力下降：融信等 2016-2017 年获取的低毛利项目集中结算，导致 2020 年结算毛利率大幅下滑 13.2pct 至 11.0%。规模方面，评级下调的 8 家房企 2020 年销售规模均不超过 1500 亿元。

流动性常态化、行业调控趋紧，行业整体融资环境短期内难见转向。 在房企“三条红线”、银行业金融机构涉房贷款上限的限制之下，房企的债务增量和销售回款端均受到了一定的压制。当前行业整体政策定力仍然较强，融资环境短期内难见明显转向。



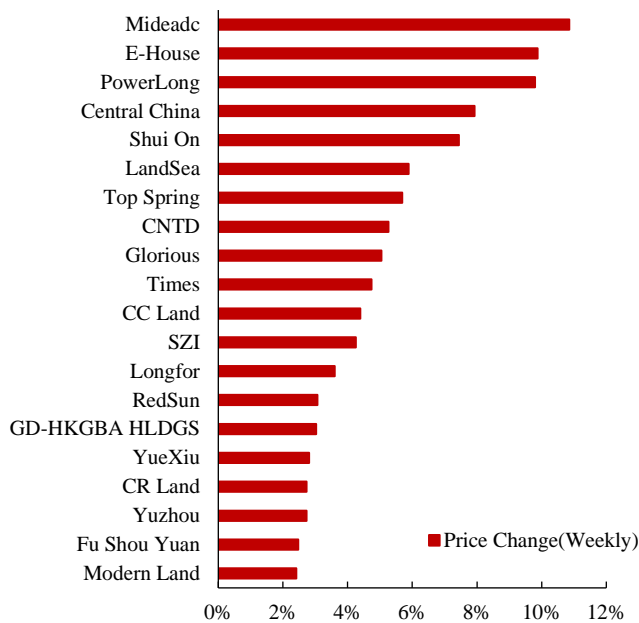
在当前的融资环境下，房企海外信评呈现进一步分化。从房企海外信用评级的变化中可以看出，获上调房企多为规模较大、原本评级表现较好的房企，上述房企因相对稳健的经营策略而具备更强的偿债能力，在融资环境偏紧的环境下亦能够较为从容。相对地，评级下调的房企则多为规模相对较小、原本评级表现相对较弱的房企，过去在经营过程中出现的部分问题随着融资端调控收紧、时间的推移而逐渐暴露。整体而言，在当前趋紧的融资环境下，经营稳健性、土地资源质量、财务管理审慎性等因素使房企在海外信评方面的表现进一步分化。

2. 行业表现

2.1 地产开发行业表现

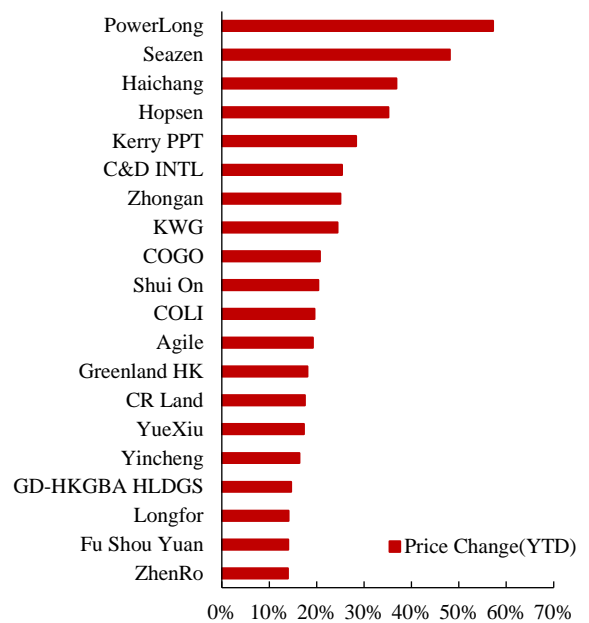
本周，美的置业、易居企业控股、宝龙地产涨幅居前。宝龙地产、新城发展、海昌海洋公园年初至今涨幅居前。

图 20：美的置业、易居企业控股、宝龙地产本周涨幅居前



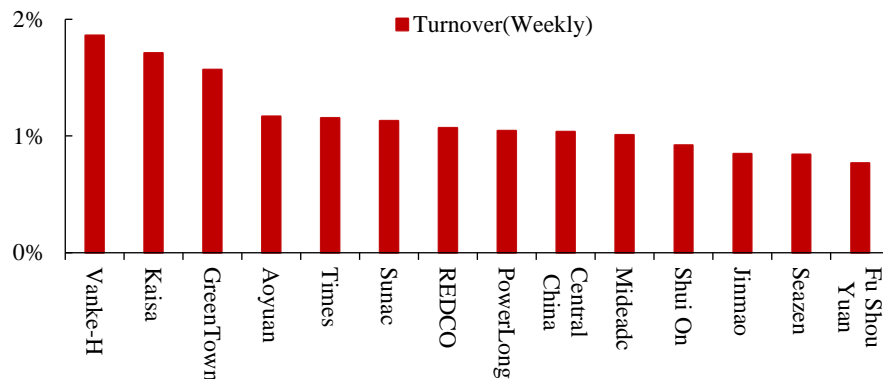
数据来源：Wind，中达证券研究

图 21：宝龙地产、新城发展、海昌海洋公园年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 22：万科企业、佳兆业集团、绿城中国本周换手率居前

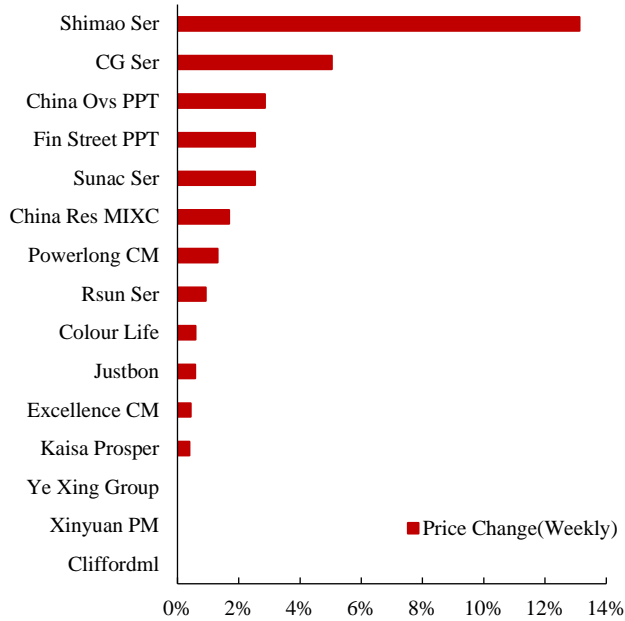


数据来源：Wind，中达证券研究

2.2 物业管理行业表现

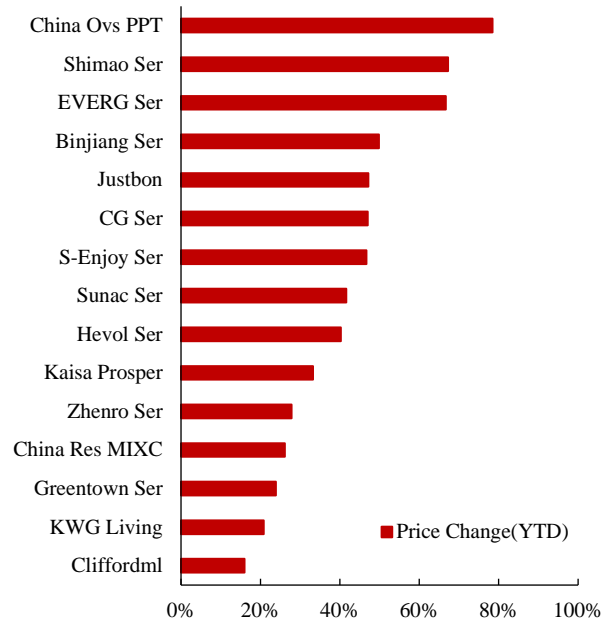
本周，世茂服务、碧桂园服务、中海物业涨幅居前。中海物业、世茂服务、恒大物业年初至今涨幅居前。

图 23：世茂服务、碧桂园服务、中海物业本周涨幅居前



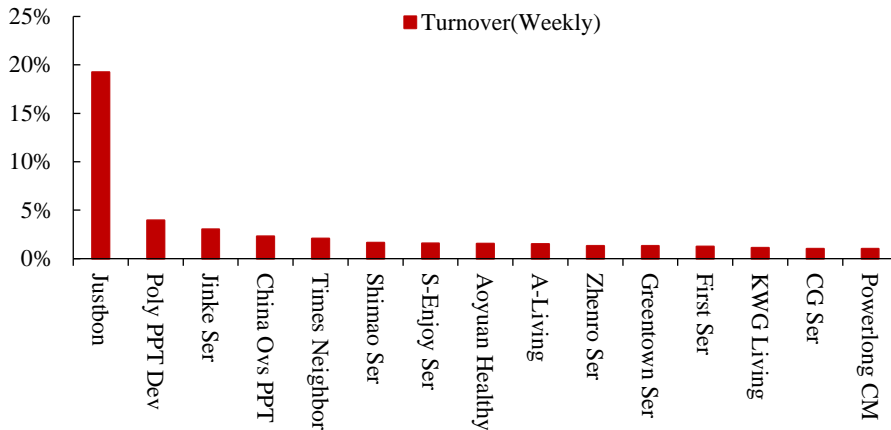
数据来源：Wind，中达证券研究

图 24：中海物业、世茂服务、恒大物业年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 25：蓝光嘉宝服务、保利物业、金科服务本周换手率居前



数据来源：Wind，中达证券研究

3.主要城市成交表现

3.1 新房成交数据

表 3: 主要城市交易量情况, 本周新房成交环比提升

城市 / 区域	过去7日			过去30日			本月截至 4-16			本年截至 4-16	
	平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	同比
北京	201,372	63%	194%	801	11%	143%	375	-12%	106%	2,591	124%
上海	300,300	36%	69%	1,199	-15%	44%	599	-31%	46%	4,705	124%
广州	249,837	41%	81%	1,168	14%	72%	492	-21%	80%	4,023	182%
深圳	89,918	-7%	6%	357	-29%	15%	218	-29%	17%	1,794	103%
一线城市	841,427	36%	80%	3,525	-4%	64%	1,685	-24%	60%	13,112	136%
二线城市	3,297,137	9%	52%	13,826	35%	80%	7,455	13%	75%	39,503	88%
三线城市	2,314,277	8%	11%	10,803	4%	33%	5,189	-8%	22%	35,541	91%
北京	201,372	↑63%	↑194%	801	↑11%	↑143%	375	↓-12%	↑106%	2,591	↑124%
青岛	432,681	↑45%	↑45%	1,652	↑46%	↑29%	819	↑14%	↑40%	4,296	↑63%
济南	350,446	↑63%	↑23%	1,085	↑150%	↑14%	667	↑430%	↑26%	2,681	↑34%
东营	45,652	↑33%	↓-55%	173	↓-17%	↓-72%	85	↓-41%	↓-66%	822	↑1%
环渤海	1,030,152	↑54%	↑37%	3,710	↑49%	↑17%	1,945	↑37%	↑26%	10,390	↑57%
上海	300,300	↑36%	↑69%	1,199	↓-15%	↑44%	599	↓-31%	↑46%	4,705	↑124%
南京	457,995	↑25%	↑116%	1,847	↑40%	↑112%	954	↑13%	↑68%	4,502	↑119%
杭州	266,060	↓-6%	↑17%	972	↓-21%	↑48%	621	↓-19%	↑68%	3,533	↑104%
苏州	208,987	↑20%	↑22%	942	↑12%	↑34%	469	↓-13%	↑9%	2,989	↑47%
无锡	119,300	↓-11%	↑60%	551	↑40%	↑51%	254	↑7%	↑46%	1,697	↑62%
扬州	76,239	↑25%	↑75%	278	↓-27%	↑55%	164	↓-45%	↑44%	1,063	↑116%
江阴	59,958	↑46%	↑38%	312	↑29%	↑75%	119	↑13%	↑26%	949	↑85%
温州	176,487	↓-22%	↑63%	1,034	↑2%	↑123%	475	↑0%	↑97%	3,465	↑107%
金华	26,671	↓-17%	↓-40%	221	↓-8%	↑36%	76	↓-52%	↓-18%	969	↑196%
常州	36,944	↓-26%	↓-41%	242	↑5%	↑12%	100	↓-39%	↓-13%	765	↑11%
淮安	95,892	↑12%	↑6%	412	↓-29%	↑18%	212	↓-27%	↑17%	2,055	↑115%
连云港	151,316	↑1%	↑22%	718	↓-38%	↑49%	358	↓-33%	↑40%	3,190	↑162%
绍兴	64,935	↑4%	↑26%	228	↓-1%	↑9%	148	↑13%	↑66%	685	↑52%
镇江	201,919	↑29%	↑67%	833	↑43%	↑64%	401	↑17%	↑58%	2,098	↑92%
嘉兴	38,796	↑148%	↑1%	155	↑7%	↓-5%	66	↑1%	↓-21%	506	↑37%
芜湖	158,655	↑16%	↑232%	755	↓-15%	↑363%	349	↓-21%	↑290%	2,333	↑537%
盐城	99,399	↑18%	↓-22%	330	↓-40%	↓-19%	183	↓-42%	↓-33%	1,475	↑76%
舟山	19,475	↓-30%	↓-40%	146	↑42%	↑15%	57	↓-4%	↓-9%	363	↑44%
池州	21,971	↓-6%	↓-10%	91	↓-33%	↑8%	56	↓-17%	↑1%	342	↑58%
宁波	212,823	↓-16%	↑132%	871	↑27%	↑87%	506	↑21%	↑105%	2,703	↑133%
长三角	2,794,122	↑8%	↑46%	12,139	↓-2%	↑60%	6,168	↓-13%	↑47%	40,385	↑106%
广州	249,837	↑41%	↑81%	1,168	↑14%	↑72%	492	↓-21%	↑80%	4,023	↑182%
深圳	89,918	↓-7%	6%	357	↓-29%	↑15%	218	↓-29%	↑17%	1,794	↑103%
福州	116,416	↓-4%	↑205%	559	↑44%	↑208%	282	↑25%	↑294%	1,285	↑134%
东莞	89,470	↑103%	↓-1%	314	↑39%	↓-20%	152	↑35%	↓-20%	1,577	↑87%
泉州	16,331	↓-72%	↓-37%	136	↓-2%	↑16%	78	↓-5%	↑45%	519	↑28%
莆田	33,658	↓-24%	↑35%	197	↓-23%	↑50%	95	↓-34%	↑100%	656	↑90%
惠州	54,267	↑19%	↑50%	244	↑21%	↑80%	116	↑3%	↑64%	896	↑120%
韶关	19,133	↓-8%	↓-14%	129	↑0%	↓-23%	46	↓-26%	↓-8%	418	↑21%
佛山	299,580	↑34%	↑16%	1,387	↑48%	↑33%	620	↑6%	↑22%	3,775	↑77%
肇庆	39,311	↓-8%	↑10%	239	↑3%	↑26%	95	↓-30%	↑2%	798	↑82%
江门	34,377	↓-27%	↑57%	160	↑13%	↑80%	97	↑24%	↑151%	529	↑166%
珠三角及南部其它城市	1,042,297	↑13%	↑34%	4,891	↑17%	↑42%	2,292	↓-7%	↑45%	16,271	↑104%
泰安	35,874	↓-14%	↓-21%	259	↑0%	↑67%	92	↓-39%	↓-1%	811	↑130%
北部	35,874	↓-14%	↓-21%	259	↑0%	↑67%	92	↓-39%	↓-1%	811	↑130%
武汉	544,173	↑11%	↑246%	2,242	↑42%	↑871%	1,208	↑13%	↑442%	6,390	↑304%
岳阳	31,090	↓-26%	↓-21%	187	↑7%	↑10%	84	↑9%	↓-9%	558	↑43%
宝鸡	66,485	↓-26%	↓-41%	391	↑39%	↑77%	181	↓-8%	↓-18%	1,242	↑462%
中部	641,748	↑3%	↑107%	2,819	↑38%	↑354%	1,473	↑10%	↑175%	8,191	↑274%
成都	669,621	↑10%	↑15%	2,928	↑71%	↑91%	1,657	↑39%	↑74%	7,388	↑54%
柳州	59,416	↓-28%	↓-46%	460	↓-11%	↑3%	169	↓-38%	↓-18%	1,578	↑39%
南宁	179,610	↓-30%	↓-23%	948	↑24%	↓-6%	533	↑11%	↑17%	3,143	↑22%
西部	908,648	↓-4%	↓-2%	4,336	↑45%	↑45%	2,358	↑22%	↑46%	12,109	↑42%
总计	6,452,841	11%	37%	28,155	16%	57%	14,328	-1%	50%	88,157	95%
上升城市数目		22	28		27	36		19	30		42
下降城市数目		20	14		15	6		23	12		0

数据来源: 各地房管局, 中达证券研究; 注: 数据截至 2021/4/16

表 4: 主要城市新房库存与去化周期情况, 本周主要城市平均去化周期约 11.3 个月

城市	可售面积(千平方米)	环比	同比	去化周期(月)	上期	环比	同比
北京	12,274	2%	13%	15.3	15.6	-2%	-53%
上海	5,357	-2%	-31%	4.5	4.5	-1%	-52%
广州	8,513	0%	13%	7.3	7.0	4%	-34%
深圳	2,073	0%	-14%	5.8	5.2	11%	-25%
一线城市		0%	-5%	8.2	8.1	3%	-41%
杭州	4,546	-2%	44%	4.7	5.0	-7%	-3%
南京	6,651	-2%	18%	3.6	4.0	-9%	-44%
苏州	8,441	0%	52%	9.0	8.7	2%	13%
福州	6,915	-1%	42%	12.4	12.8	-4%	-54%
南宁	8,732	0%	12%	9.2	8.7	6%	19%
温州	10,886	-1%	5%	10.5	10.2	3%	-53%
泉州	6,784	0%	-4%	49.9	45.2	10%	-18%
宁波	3,292	0%	19%	3.8	4.3	-11%	-37%
东营	1,851	-2%	13%	10.7	10.3	4%	301%
平均		-1%	14%	11.3	10.9	1%	-3%

数据来源: 各地房管局, 中达证券研究; 注: 数据截至 2021/4/16; 平均环比及平均同比为各城市变动平均值

3.2 二手房成交及价格数据

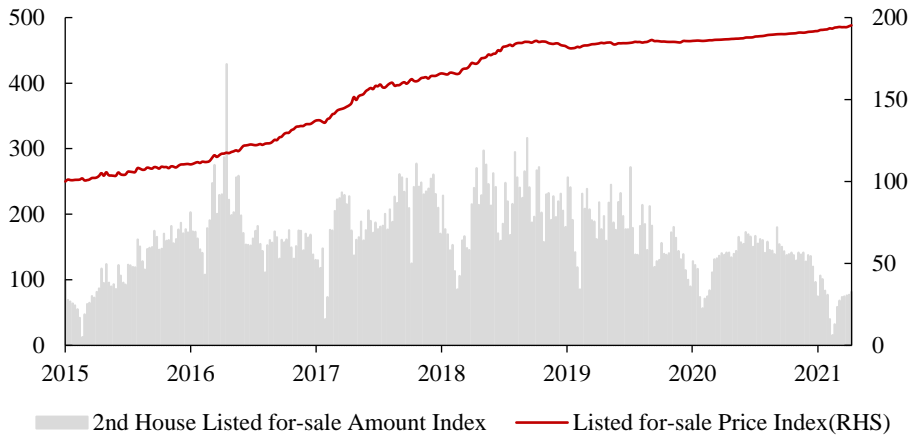
表 5: 主要城市二手房成交量情况, 金华、佛山本年至今涨幅较大

城市	过去7日			过去30日			本月至今			本年至今	
	平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	同比
北京	438,948	↑48%	↑67%	1,822	↑20%	↑105%	861	↓-10%	↑71%	5,482	↑138%
深圳	112,257	↑27%	↓-26%	449	↓-5%	↓-28%	239	↓-24%	↓-22%	1,693	↓-4%
杭州	150,502	↑52%	↑5%	674	↑33%	↑37%	297	↓-21%	↑12%	1,954	↑115%
南京	295,109	↑41%	↑39%	982	↑11%	↑25%	614	↑13%	↑45%	3,211	↑77%
成都	90,285	↑16%	↓-23%	392	↑5%	↑2%	202	↓-10%	↓-18%	1,166	↓-2%
青岛	180,097	↑13%	↑54%	698	↑47%	↑77%	397	↑26%	↑75%	1,843	↑95%
无锡	152,403	↑43%	↓-3%	550	↑39%	↑1%	281	↑5%	↓-9%	1,448	↑35%
苏州	196,372	↑28%	↑84%	736	↑28%	↑65%	410	↑8%	↑78%	2,247	↑74%
厦门	119,460	↑37%	↑83%	511	↑49%	↑123%	248	↑6%	↑88%	1,429	↑118%
扬州	29,438	↑19%	↑11%	133	↑30%	↑29%	64	↓-10%	↑9%	345	↑79%
东莞	30,319	↑25%	↓-47%	139	↑13%	↓-36%	65	↓-17%	↓-46%	523	↓-6%
南宁	24,497	↓-27%	↓-39%	152	↑23%	↓-7%	72	↑3%	↑27%	487	↑9%
佛山	172,064	↑35%	↑124%	667	↑25%	↑122%	359	↑4%	↑123%	2,103	↑134%
金华	72,229	↑24%	↑38%	242	↓0%	↑59%	159	↓-12%	↑77%	1,034	↑198%
江门	18,202	↑14%	↑3%	72	↑33%	↑13%	43	↑35%	↑19%	245	↑85%
总计	2,082,182	33%	30%	8,218	22%	42%	4,311	-2%	36%	25,210	74%
上升城市数目		14	10		13	12		8	11		12
下降城市数目		1	5		2	3		7	4		3

数据来源: 各地房管局, 中达证券研究; 注: 数据截至 2021/4/16

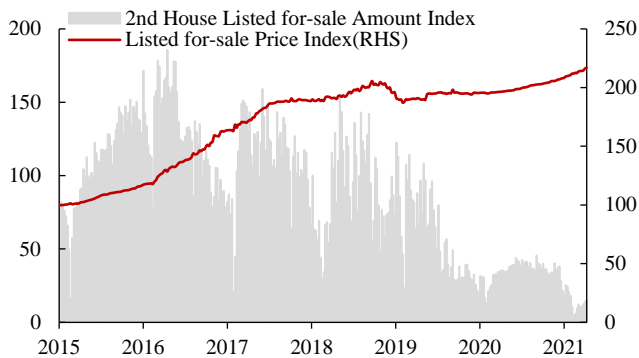


图 26：二手房挂牌出售价格指数近期稳中微升



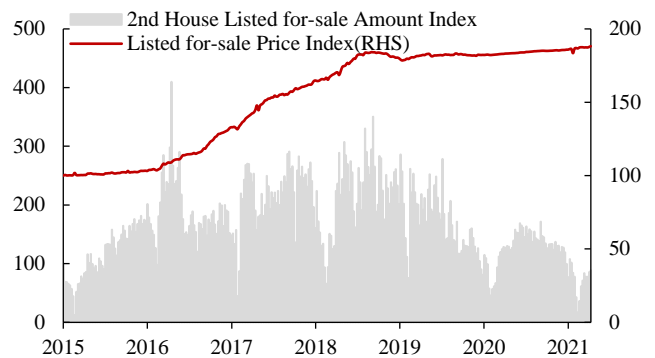
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/4/11

图 27：一线城市二手房价格指数有所提升



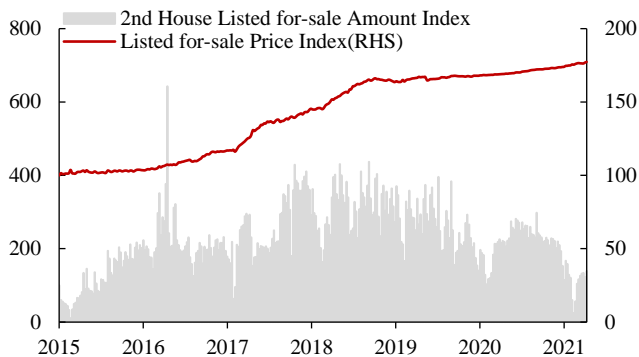
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/4/11

图 28：二线城市二手房价格指数略有提升



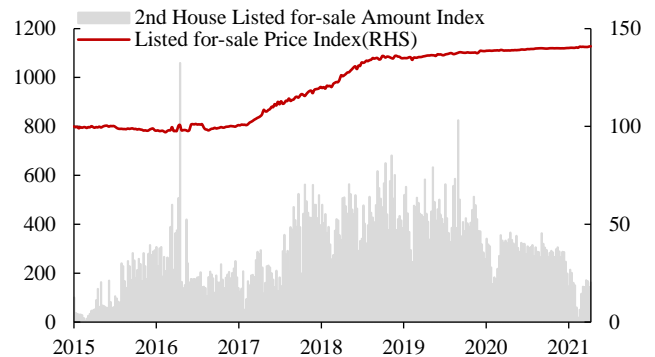
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/4/11

图 29：三线城市二手房价格指数有所提升



数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/4/11

图 30：四线城市二手房价格指数缓慢上涨



数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/4/11



4.重要政策及动态

4.1 本周重要行业政策与新闻

表 6：本周要闻：城区常住人口 300 万以下城市落实全面取消落户限制政策；杭州收紧人才购房政策

日期	地区/部门	简述
2021-04-13	发改委	有序放开放宽城市落户限制，城区常住人口 300 万以下城市落实全面取消落户限制政策，实行积分落户政策的城市确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。
2021-04-13	杭州	收紧人才购房政策，单身人才不能购买两套房，人才家庭落户杭州须满 5 年方可购买第二套房。
2021-04-14	住建部	召开保障性租赁住房工作座谈会，北京、上海、广州、深圳、福州、南宁 6 城市政府参加。
2021-04-15	央行	逐步统一公司信用类债券违约处置与信息披露规则，建立全口径、常态化的房地产融资监测、分析和校正机制，推出房地产贷款集中度管理制度。
2021-04-16	宁波	扩大限购区域，家庭住房核查范围扩大为市六区；建热点学区二手房交易参考价发布机制；加大住宅用地供应，优化房价地价联动机制；严审购房首付资金来源等。
2021-04-16	合肥	摇号选房应坚持刚需购房人优先原则。公证摇号选房时，房地产开发企业应提供不低于当期准售房源比例 30% 的房源用于刚需购房人选房。摇号所获房源取得不动产权证后 3 年内不得交易。
2021-04-15	嘉兴	规范期房转让行为，明确商品住房严格实行购房实名制，认购后不得擅自更改购房者姓名，房地产开发企业应当在开盘次日向属地房地产主管部门报备开盘情况及认购名单。

数据来源：Wind，政府网站，中达证券研究



4.2 本周重点公司新闻及公告

表 7: 本周公司动态: 阳光城拟分拆物业管业务于香港上市; 融创中国拟拟与彰泰集团成立合资公司并持有 80% 股权, 向合资公司投入资金总额约人民币 99.1 亿元

日期	对象	简述
2021-04-13	碧桂园服务	收购碧桂园 4 家子公司股权, 合计代价 2000 万元, 涉及商业管理等业务。
2021-04-14	旭辉控股集团	解除与彰泰集团的合作框架协议。
2021-04-14	彩生活	以 3020 万元向花样年收购一保险经纪公司全部股权。
2021-04-15	阳光城	拟分拆物业管业务于香港上市。
2021-04-15	时代中国控股	发行于 2022 年到期的 2 亿美元 5.3% 优先票据。
2021-04-15	融信中国	于公开市场回购本金额为 1000 万美元的 2022 年到期 8.75% 优先票据, 占票据初始发行本金总额的 1.43%。
2021-04-16	融创中国	拟与彰泰集团成立合资公司, 融创将持有该合资公司 80% 股权, 向合资公司投入资金总额约人民币 99.1 亿元。
2021-04-16	融创服务	收购彰泰服务 80% 股权, 代价为人民币 8 亿元。

数据来源: Wind, 公司公告, 中达证券研究

4.3 重点公司 2020 年业绩一览

表 8: 阳光城 2020 年营收同比增长 34.6%, 扣非后归母净利润同比增长 32.5%

公司	代码	营业收入		扣非后归母净利润	
		(亿元)	同比	(亿元)	同比
地产开发					
金地集团	600383.SH	839.8	32.4%	97.8	8.1%
阳光城	000671.SZ	821.7	34.6%	51.9	32.5%
首开股份	600376.SH	442.3	-7.2%	23.2	-11.7%

数据来源: Wind, 公司公告, 中达证券研究

4.4 重点公司 3 月销售情况一览

表 9：2020 年前 3 月，合生创展集团、绿城中国等累计销售额增速居前

公司	代码	1-3月累计销售金额		1-3月累计销售面积		3月销售金额		3月销售面积	
		(亿元)	同比	(万平)	同比	(亿元)	同比	(万平)	同比
万科A	000002.SZ	1795	30.2%	1104	24.8%	628	14.4%	430	13.6%
中国恒大	3333.HK	1532	3.9%	1788	7.8%	648	4.4%	785	13.0%
保利地产	600048.SH	1243	75.0%	718	46.5%	492	79.8%	300	49.1%
融创中国	1918.HK	1163	88.3%	770	69.7%	479	54.8%	328	43.2%
中国海外发展	0688.HK	750	39.4%	443	34.0%	328	34.2%	189	26.1%
招商蛇口	001979.SZ	723	100.3%	314	111.6%	305	40.6%	140	50.4%
金地集团	600383.SH	687	143.4%	298	133.6%	270	108.4%	127	139.8%
华润置地	1109.HK	678	74.2%	374	73.5%	261	16.2%	145	10.3%
世茂集团	0813.HK	675	82.4%	382	81.2%	305	50.1%	172	49.5%
中国金茂	0817.HK	628	141.0%	373	138.1%	225	72.5%	116	47.0%
龙湖集团	0960.HK	602	57.8%	358	59.2%	249	18.5%	145	20.0%
绿城中国	3900.HK	568	232.2%	181	196.7%	214	105.8%	77	120.0%
旭辉控股集团	0884.HK	567	153.1%	340	144.9%	260	157.4%	149	138.8%
新城控股	601155.SH	496	60.2%	511	78.6%	206	44.2%	191	39.9%
中南建设	000961.SZ	484	124.3%	352	114.9%	237	122.3%	170	112.9%
龙光集团	3380.HK	410	158.4%	178	68.1%	129	81.0%	76	55.0%
正荣地产	6158.HK	400	123.5%	239	105.6%	154	99.9%	94	85.9%
融信中国	3301.HK	397	117.9%	130	69.9%	155	98.1%	8	74.1%
雅居乐集团	3383.HK	395	152.6%	248	135.5%	130	69.9%	93	63.2%
美的置业	3990.HK	392	155.2%	342	132.2%	160	111.8%	132	75.4%
佳兆业集团	1638.HK	308	168.2%	184	201.7%	134	178.6%	80	202.7%
富力地产	2777.HK	305	82.9%	231	65.0%	101	26.3%	76	15.2%
中国奥园	3883.HK	300	109.9%	268	94.4%	120	64.6%	113	51.5%
首开股份	600376.SH	278	120.6%	87	103.3%	141	172.6%	47	124.6%
中骏集团控股	1966.HK	260	101.3%	149	66.0%	108	79.9%	58	33.9%
越秀地产	0123.HK	250	174.0%	87	151.4%	114	135.7%	39	115.4%
宝龙地产	1238.HK	246	207.0%	158	203.9%	95	197.7%	61	181.5%
荣盛发展	002146.SZ	237	71.0%	231	71.0%	113	45.5%	130	78.1%
禹洲集团	1628.HK	221	113.3%	123	84.3%	86	49.7%	46	23.6%
合景泰富集团	1813.HK	216	66.0%	108	37.1%	103	67.1%	52	31.6%
远洋集团	3377.HK	210	35.6%	116	51.5%	110	22.4%	61	32.5%
时代中国控股	1233.HK	203	63.2%	103	14.4%	84	79.4%	42	10.1%
首创置业	2868.HK	177	133.6%	78	196.6%	86	257.9%	38	170.0%
建业地产	0832.HK	165	22.6%	239	24.8%	105	38.3%	146	24.9%
中国海外宏洋集团	0081.HK	130	76.4%	116	63.0%	60	56.5%	54	47.9%
花样年控股	1777.HK	103	129.7%	58	47.1%	45	114.4%	26	35.5%
保利置业集团	0119.HK	103	94.3%	57	116.5%	47	123.8%	29	125.2%
合生创展集团	0754.HK	103	238.2%	30	12.7%	48	170.8%	14	112.2%
当代置业	1107.HK	92	74.5%	92	86.8%	36	49.5%	37	62.8%
景瑞控股	1862.HK	84	229.5%	45	367.9%	45	168.5%	24	105.6%
阳光100中国	2608.HK	8	9.7%	8	25.8%	3	-14.0%	4	20.7%

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：龙光集团、佳兆业集团为权益口径



风险提示：

- 1.行业调控及融资政策或存在一定不确定性，影响上市公司销售业绩；
- 2.宏观经济波动可能对行业内企业经营造成一定影响；
- 3.疫情控制具有不确定性。



分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

- 买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
- 增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；
- 持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

- 强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
- 中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第571章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。