业绩分化态势延续，红线指标继续优化

——房地产行业 2021 中报综述

收入结转稳步回升，盈利压力继续释放。2021 年上半年，上市房企整体营收增速同比提升 12.7 个百分点至 22.8%，主要系上年基数偏低、期内竣工交付回暖等因素的共同作用。收入回升带动整体归母净利润增速降幅收窄 6.6pct 至-1.2%，同比仍有所下降主要由于低毛利项目结算带来的盈利压力继续释放（平均毛利率下滑 5.8pct 至 22.7%）；费用管控、利息资本化率提升、结算权益比例变化带来的投资收益增长和少数股东损益占比变化等带动归母净利率降幅（平均下降 4.1pct 至 7.1%）小于毛利率。前期销售高增驱动建发、金茂等房企营收增速较快，资源禀赋、商业模式等使合生创展、宝龙等盈利能力保持领先。

销售增长态势良好，土储下降更趋普遍。2021 年上半年，在销售基数较低、楼市热度维持高位的环境下，多数房企的销售额实现了较大幅度的同比增长，51 家房企上半年销售额平均增速达 43.9%，年度目标完成率均值达 48.7%。在融资监管、集中供地等新政的作用下，房企投资强度分化加大，47 家披露土储数据的上市房企中 12 家土储规模较 2020 年末出现了下降；土储规模增幅较大的房企主要为：1）国企、央企或融资成本具备优势、财务较为稳健的大型民企（深圳控股、建发、越秀、金地等）；2）当前销售增速明显快于交付结算的房企（绿城、银城、德信等）。

债务结构优化，流动性有所提升。2021 年上半年，上市房企继续加强了对债务总量和结构的管控，短债占比均值较 2020 年末下降约 1.4pct 至 30.2%，延续了此前下降的势头。流动性方面亦保持稳健，平均现金短债比（报表口径）约 1.8 倍，与去年末基本持平，51 家有完整数据的房企中仅 4 家该指标未达标。建业、绿城、绿地等对债务结构的优化取得了一定成效，短债占比降幅较大；龙湖、美的、绿城等在资金管控方面进一步加强，现金短债比提升较大。

杠杆水平显著分化，融资成本继续下行。2021 年上半年，房企继续依“三道红线”要求控制杠杆水平，整体净负债率基本平稳，中位数较 2020 年末上升 2.4pct 至 66.8%，平均数则下降 0.2pct 至 72.4%；**不过，在整体杠杆水平稳定的同时，不同所有制、不同发展阶段房企的分化明显加剧，反映出行业内生逻辑的变化。**在房企财务状况整体改善和融资管控加强的背景下，上市房企新增债务成本整体有所下降，带动 2021 年上半年平均融资成本同比下降 0.2pct 至 5.8%。值得注意的是，部分国企及央企名字融资成本在原较低的基础上继续明显下行，如建发、金茂、绿城、中海宏洋等；在行业整体出现波动、融资难度加大的背景下，上述公司融资端的优势或将决定未来的发展空间。

红线达标房企继续增加，扣预负债率成降档关键。随着行业融资监管政策的持续深化，房企“三道红线”指标达标情况继续优化，截至 2021 年中期，有完整数据的 51 家房企中 24 家已完全达标（2020 年末：21 家）。降档情况方面，万科、佳兆业、雅居乐未达标指标数由 1 项降为 0 项，进入绿档；祥生未达标指标数由 2 项降至 1 项，进入黄档；恒大、绿地、银城未达标指标数由 3 项降至 2 项，进入橙档。“三道红线”政策之下，房企各项信用指标整体继续改善，扣预负债率仍是房企红线达标的主要努力方向；为使扣预负债率达标，房企不仅需关注预售回款，还需关注结转增厚净资产与提高投资货地比。

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。

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

目录

核心观点 **5**

1. 收入结转稳步回升，盈利压力继续释放 **6**

1.1 营收增速稳步回升，利润降幅有所收窄 6
1.2 盈利压力继续释放，利润率有所下滑 10

2. 销售增长态势良好，土储下降更为普遍 **15**

2.1 销售金额快速增长，年度目标平均完成率近半 15
2.2 房企投资强度分化，土储下降更趋普遍 18

3. 债务结构优化，流动性有所提升 **20**

4. 杠杆水平显著分化，融资成本继续下行 **24**

5. 从钢铁行业整合看地产发展趋势 **31**

5.1 钢铁减产背景：宏观环境生变，存量债务风险提升 31
5.2 钢铁减产成果：供需格局改善，存量债务增速放缓 35
5.3 钢铁行业整合的启示 36

6. 投资建议 **37**

7. 风险提示 **37**

图表目录

图 1：整体营收增速提升 12.7pct 至 22.8% 6
图 2：整体归母净利润增速降幅收窄 6.6pct 至-1.2% 6
图 3：深圳控股、建发国际集团、中国金茂营收增速较快 7
图 4：招商蛇口、深圳控股、金辉控股归母净利润增速较快 8
图 5：招商蛇口、深圳控股、祥生控股集团核心净利润增速较快 8
图 6：上市房企平均毛利率下降约 5.8pct 至 22.7% 10
图 7：平均归母净利率下降约 4.1pct 至 7.1% 10
图 8：合生创展集团、深圳控股、宝龙地产 2021 上半年毛利率较高 11
图 9：合生创展集团、中国海外发展、龙光集团 2021 上半年核心净利率较高 11
图 10：建发国际集团、银城国际控股、绿城中国等上半年销售额增速领先 15

图 11：建发国际集团、中海宏洋集团、金地集团等上半年销售目标完成率领先.....16
图 12：短期债务平均占比下降约 1.4pct 至 30.2%.....20
图 13：上市房企平均现金短债比较 2020 年末基本持平.....20
图 14：合生创展集团、龙湖集团、建发国际集团 2021 上半年现金总额增速居前.....21
图 15：建业地产、绿地控股、绿城中国 2021 上半年短期债务占比降幅较大.....22
图 16：龙湖集团、美的置业、绿城中国 2021 上半年现金短债比提升较大.....22
图 17：上市房企净负债率中位数上升 2.4pct 至 66.8%.....25
图 18：上市房企平均融资成本下降约 0.2pct 至 5.8%.....25
图 19：中国恒大、祥生控股集团、美的置业 2021 上半年净负债率下降幅度较大.....26
图 20：正荣地产、禹洲集团、雅居乐集团 2021 上半年剔除预收款后资产负债率降幅较大.....26
图 21：德信中国、雅居乐集团、金辉控股 2021 上半年融资成本降幅较大.....27
图 22：中国粗钢产量占比 2000 年后加速上升.....31
图 23：2011 年后钢铁供需缺口扩大.....32
图 24：2011-2015 年粗钢产能利用率持续下行.....32
图 25：螺纹钢价格 2011 年初-2015 年末单边下行.....32
图 26：大中型钢铁企业利润率 2011-2015 年有所下降.....32
图 27：钢铁板块资产负债率 2011-2015 年持续攀升.....33
图 28：钢铁板块流动比率 2011-2015 年持续下行.....33
图 29：2011-2015 年，钢铁行业信用利差多次走扩.....33
图 30：2000-2010 年地产投资增速较高.....34
图 31：2020 以来房企债券违约金额大幅提升.....34
图 32：当前房地产行业存量债务集中度较低.....34
图 33：供需格局改善，2016 年后螺纹钢价格提升.....35
图 34：2016 年后钢铁企业盈利情况改善.....35
图 35：钢铁板块资产负债率 2016 年后下行.....35
图 36：钢铁板块流动比率 2016 年后提升.....35
图 37：钢铁板块经营活动现金流 2016-18 年持续改善.....36
图 38：钢铁行业信用债余额 2016-2017 年有所下降.....36

表 1：2021 中期业绩综述包含公司范围.....6
表 2：2021 年中期房企间营收、利润表现加速分化.....9

表 3：合生创展、深圳控股、宝龙 2021H 毛利率较高，时代、银城、招商蛇口毛利率同比提升 12
表 4：房企间盈利能力表现分化，招商蛇口、宝龙、时代等核心净利率同比提升 14
表 5：房企间销售增速分化加大 16
表 6：2021 年上半年，房企土储下降现象更为普遍 19
表 7：各公司流动性表现分化 23
表 8：中国恒大、祥生控股集团等降杠杆成效显著，多数房企融资成本有所下行 27
表 9：多数上市房企“三条红线”指标优化 30
表 10：过去钢铁行业减产、当前房地产行业调控以风险控制为出发点 36

核心观点

2021 年房企中期业绩分化加剧，部分房企甚至出现明显的经营困难。一方面有行业调控的客观原因，另一方面更多是部分房企在战略预判和选择上的失误，背后反映的是行业深层运营逻辑的转变。在金融周期上行期，借助土地和金融红利，获得更快销售和 BS 扩张的房企自然更受市场偏好。**而在金融周期下行期，稳扎稳打、穿越周期成为房企的第一要务，过去市场关注不足的国企央企及部分稳健型民企或将取得更大比较优势**。剩者为王，提高综合管理能力的公司有望继续在下一个周期胜出，而区域型特色房企也能获得足够的发展空间。

利润表继续承压，特色房企盈利能力表现突出。2021H1，房企整体营收及归母净利增速分别为 22.8%和-1.2%（20H1: 10.1%和-7.8%），利润增速继续明显低于营收增速。拆分看，毛利率下滑是利润增速偏低主因，上市房企 21H1 平均毛利率同比下滑 5.8pct 至 22.7%，主要系 2016-18 年土地成本偏高及限价政策持续。在整体盈利能力下滑的背景下，部分具备商业模式和禀赋优势的房企毛利率维持高位或略有提升，典型房企如深控、宝龙、保利、华润、佳兆业等。

销售进度符合预期，土储表现明显分化。在合理目标和基数效应等作用下，上半年上市房企平均销售额增速约 43.9%，目标平均完成率达 48.7%，同时房企间分化加剧，建发、银城、绿城、佳兆业等销售增速较为领先。土储方面，21H1 上市房企土储面积较 2020 年末平均增长 5.5%，土储下降房企家数由 5 家增至 12 家。分析发现，两类房企土储增长相对较快：1）财务稳健、融资渠道畅顺的部分国企央企和龙头民企；2）销售增长较快、补货需求较强的特色房企。

房企降档进程延续，稳健房企保持优势。“三道红线”后，房企监管指标达标情况普遍较好，**在 51 家有完整数据的房企中，24 家房企达到绿档、21 家为黄档、3 家为橙档、3 家为红档。**2021H1，上市房企净负债率中位数上升 2.4pct 至 66.8%；平均现金短债比基本持平，为 1.8 倍（报表口径）；平均融资成本下降 0.2pct 至 5.8%。在整体优化的同时，我们发现房企内部呈现进一步分化，建发、佳兆业、美的置业等偿债指标改善明显，中海外、龙湖、招商蛇口、旭辉继续保持稳健。稳扎稳打型民企和具备土地金融资源优势的国企央企自然灵活空间更大。整体而言，2021 年上半年房企财务状况延续了改善的态势。

行业出清进行时，寻找具备长期逻辑标的。必须承认，因自身诉求、市场期待等各种因素影响，房企在快速发展过程中或多或少积累了一些待解问题。展望未来，**稳健型龙头房企依然有望保持优势，而过去关注度相对较低的国企、央企将依托其土地和金融资源优势而相对受益**。对于区域型房企，**稳守传统优势区域、发挥拿地特色仍有机会获得足够发展空间**，成为小而美的特色标的。行业出清周期，上述房企有望穿越周期、实现长期稳健发展。

港股及 A 股上市房企 2021 年中期业绩披露完毕，我们以 51 家房企（港股 39 家，A 股 12 家）为对象对板块业绩进行了研究，包含公司如下：

表 1：2021 中期业绩综述包含公司范围

2021 中期业绩综述包含个股						
港股	碧桂园	中国恒大	融创中国	中国海外发展	世茂集团	华润置地
	龙湖集团	旭辉控股集团	中国金茂	富力地产	融信中国	正荣地产
	绿城中国	远洋集团	雅居乐集团	中国奥园	佳兆业集团	龙光集团
	合景泰富集团	时代中国控股	宝龙地产	中国海外宏洋集团	合生创展集团	禹洲集团
	中骏集团控股	花样年控股	越秀地产	深圳控股	建发国际集团	中梁控股
	美的置业	新力控股集团	弘阳地产	建业地产	德信中国	银城国际控股
	祥生控股集团	金辉控股	佳源国际控股			
A 股	万科 A	招商蛇口	新城控股	保利地产	绿地控股	金地集团
	金科股份	中南建设	阳光城	荣盛发展	蓝光发展	华夏幸福

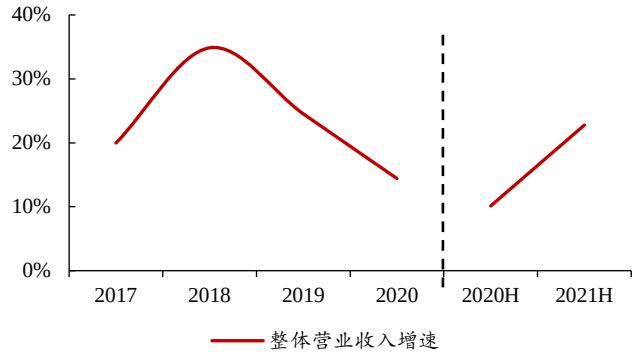
数据来源：中达证券研究

1. 收入结转稳步回升，盈利压力继续释放

1.1 营收增速稳步回升，利润降幅有所收窄

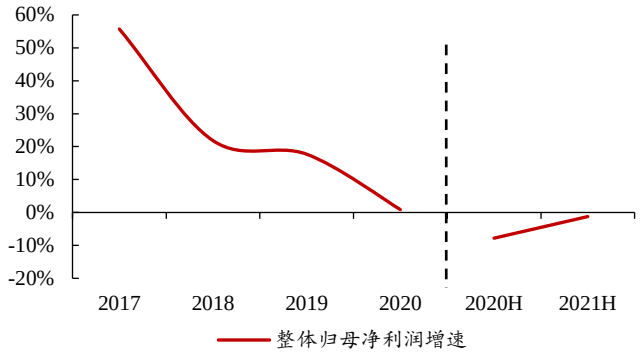
基数偏低、竣工回暖，营收增速有所提升。2021 年上半年，上市房企整体营收增速同比提升 12.7 个百分点至 22.8%，主要系上年基数偏低、期内竣工交付回暖等因素的共同作用。整体归母净利润增速降幅收窄 6.6 个百分点至-1.2%，主要由于期内结算项目整体毛利率偏低。

图 1：整体营收增速提升 12.7pct 至 22.8%



数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算；仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企

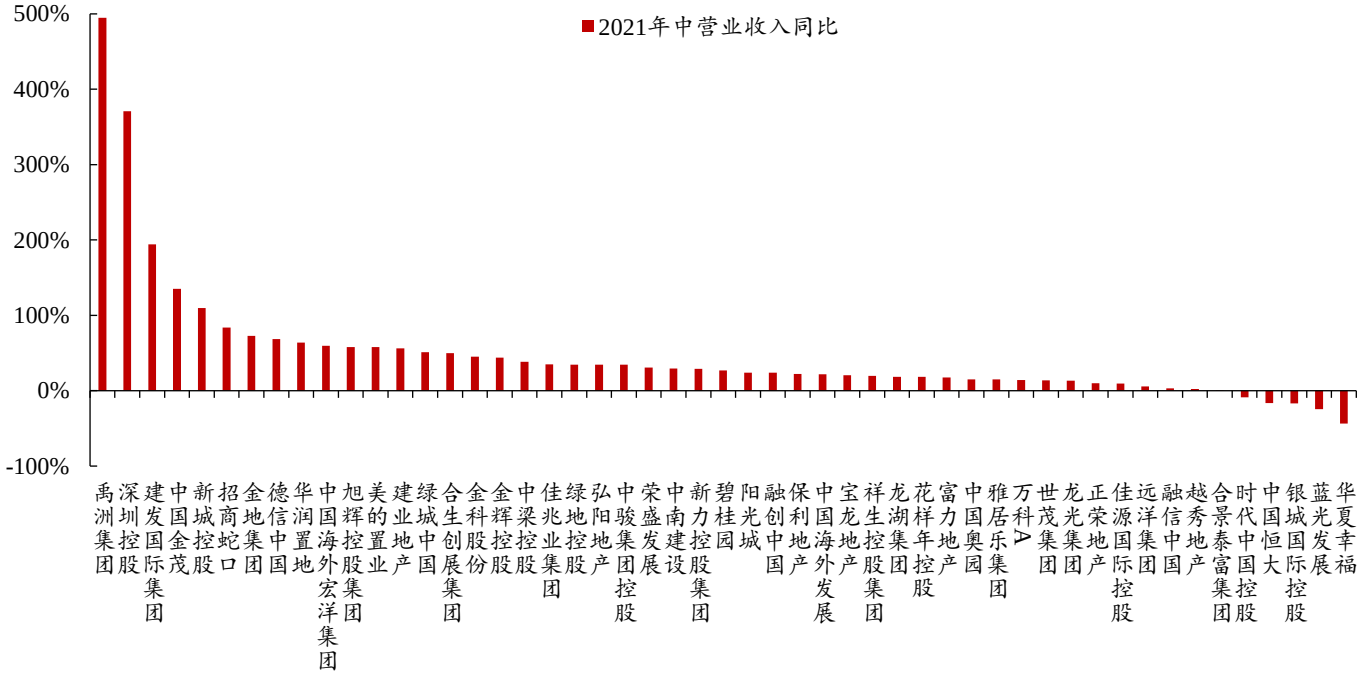
图 2：整体归母净利润增速降幅收窄 6.6pct 至-1.2%



数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算；仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企

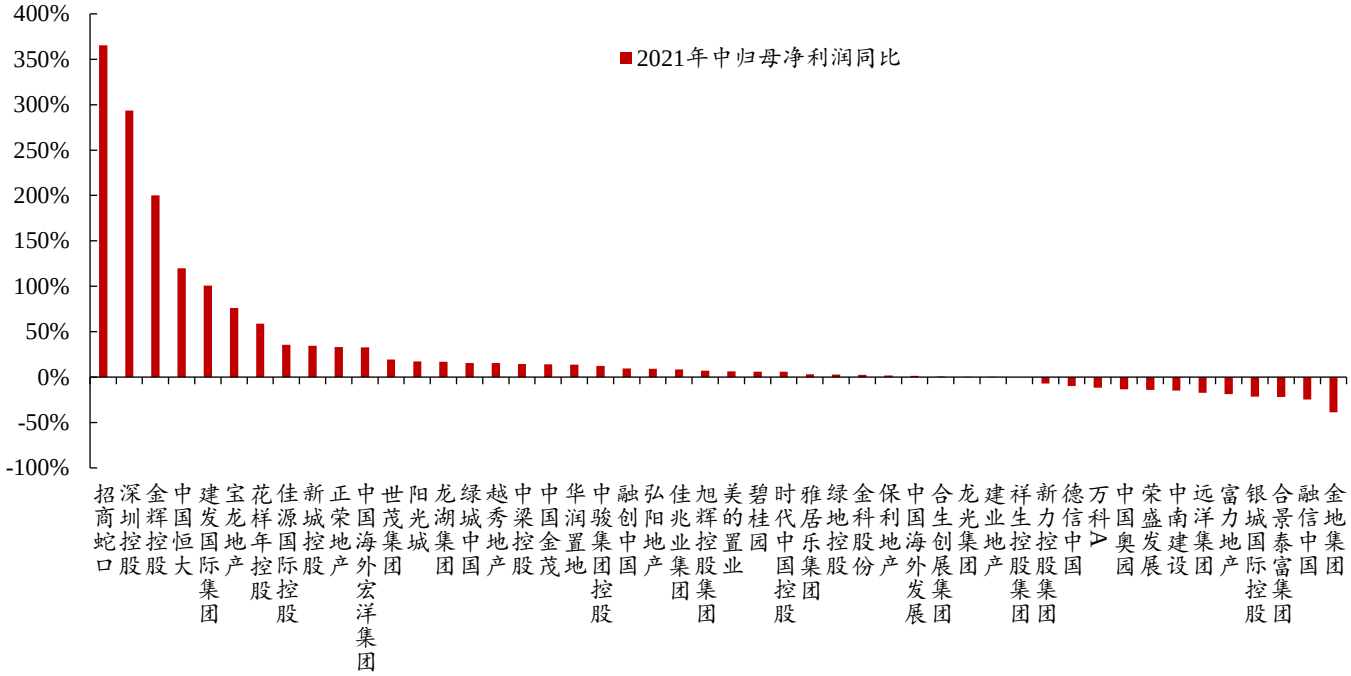
前期销售高增驱动部分房企营收增长，盈利能力、投资收益等加剧业绩分化。营收方面，深圳控股、建发国际集团、中国金茂增速较快，分别同比增长370.8%、194.2%、135.2%。归母净利润方面，招商蛇口、深圳控股、金辉控股速较快，分别同比增长 365.3%、293.4%、200.3%。在披露归母核心净利润/扣非后归母净利润的公司中，招商蛇口、深圳控股、祥生控股集团增速最快，分别同比增长 279.0%、112.1%、54.8%。建发、金茂等公司前期的销售增速较快，为收入结算的高速增长提供了有力保障。招商蛇口业绩的大幅增长主要来自于结转增长、毛利率提升、公募 REITs 上市产生 19.5 亿元投资收益（列入非经常性损益）等，投资收益的提升也带动了金辉业绩的大幅增长。

图 3：深圳控股、建发国际集团、中国金茂营收增速较快



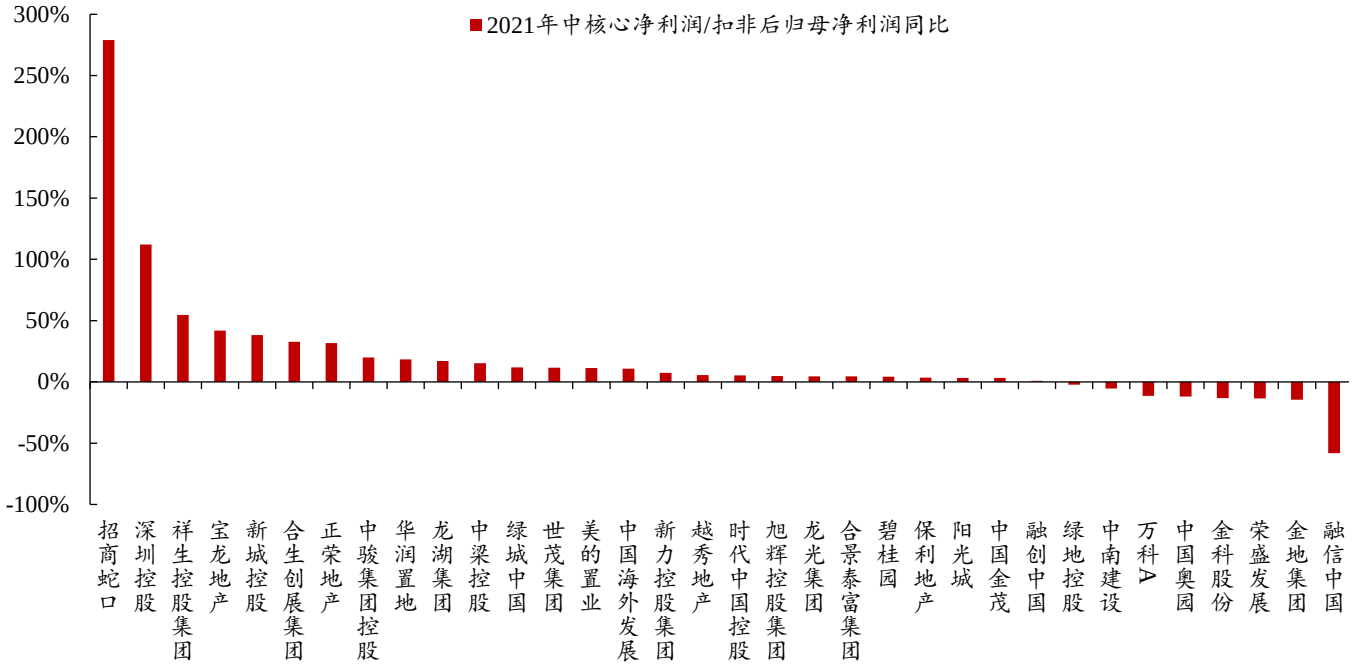
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 4：招商蛇口、深圳控股、金辉控股归母净利润增速较快



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 5：招商蛇口、深圳控股、祥生控股集团核心净利润增速较快



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：中国恒大、合景泰富集团、美的置业为总口径

表 2：2021 年中期房企间营收、利润表现加速分化

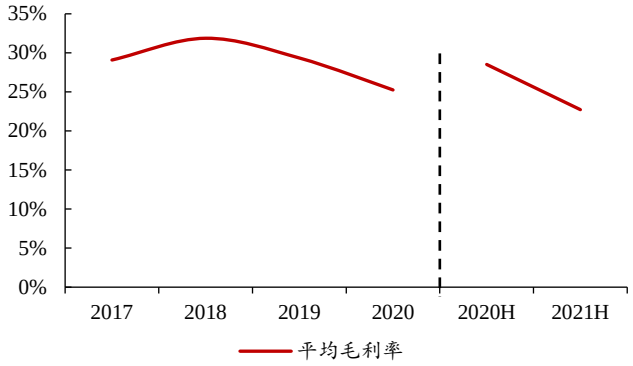
公司	证券代码	2021H 营收		2021H 核心净利润/扣非归母净利润	
		（亿元）	同比	（亿元）	同比
招商蛇口	001979.SZ	446.6	83.6%	28.0	279.0%
深圳控股	0604.HK	194.0	370.8%	21.4	112.1%
祥生控股集团	2599.HK	158.9	19.6%	5.3	54.8%
宝龙地产	1238.HK	207.3	20.7%	25.5	41.8%
新城控股	601155.SH	791.1	109.6%	38.0	38.2%
合生创展集团	0754.HK	160.7	49.7%	57.2	32.8%
正荣地产	6158.HK	160.1	10.1%	12.0	31.7%
中骏集团控股	1966.HK	203.9	34.7%	22.1	20.1%
华润置地	1109.HK	737.4	63.8%	99.1	18.3%
龙湖集团	0960.HK	606.2	18.5%	61.8	17.2%
中梁控股	2772.HK	329.1	38.5%	15.0	15.2%
绿城中国	3900.HK	361.3	51.2%	27.3	11.9%
世茂集团	0813.HK	734.0	13.7%	62.0	11.5%
美的置业	3990.HK	330.4	57.8%	22.5	11.2%
中国海外发展	0688.HK	1078.8	21.7%	192.3	10.9%
新力控股集团	2103.HK	112.2	28.9%	7.3	7.4%
越秀地产	0123.HK	242.4	2.2%	21.0	5.6%
时代中国控股	1233.HK	136.4	-8.6%	16.4	5.4%
旭辉控股集团	0884.HK	363.7	58.0%	33.5	4.8%
龙光集团	3380.HK	351.7	13.3%	55.8	4.6%
合景泰富集团	1813.HK	129.7	0.3%	33.2	4.6%
碧桂园	2007.HK	2349.3	27.0%	152.2	4.2%
保利地产	600048.SH	899.1	22.0%	100.5	3.4%
阳光城	000671.SZ	299.3	24.1%	18.4	3.3%
中国金茂	0817.HK	284.6	135.2%	34.6	3.2%
融创中国	1918.HK	958.2	23.9%	131.5	0.8%
绿地控股	600606.SH	2827.0	34.7%	77.9	-2.2%
中南建设	000961.SZ	384.8	29.6%	16.6	-5.3%
万科 A	000002.SZ	1671.1	14.2%	107.3	-11.4%
中国奥园	3883.HK	325.1	15.1%	21.6	-12.0%
金科股份	000656.SZ	439.7	45.1%	28.5	-13.2%
荣盛发展	002146.SZ	342.2	30.9%	26.1	-13.6%
金地集团	600383.SH	341.2	72.9%	18.1	-14.6%
融信中国	3301.HK	217.4	3.2%	4.7	-58.1%
平均增长率			**45.2%**		**18.3%**

数据来源：公司公告，Wind，中达证券研究；注：本表仅包含已披露核心净利的主流上市房企；中国恒大、合景泰富集团、美的置业核心净利润为总口径；A 股核心净利润对应扣非后归母净利润；深圳控股、合生创展集团货币单位为港元

1.2 盈利压力继续释放，利润率有所下滑

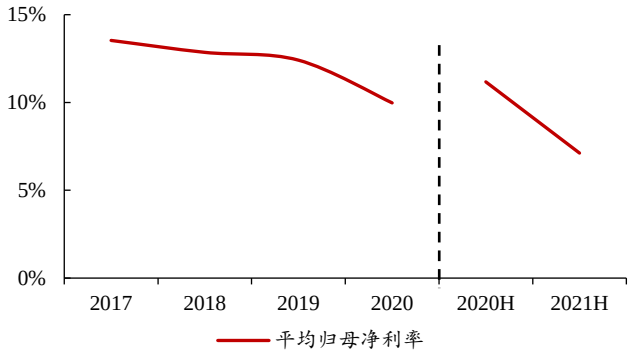
低毛利项目持续结转，盈利能力继续承压。2021 年上半年，由低毛利项目结算带来的盈利压力继续释放，平均毛利率下降约 5.8 个百分点至 22.7%，部分 2017-18 年大举拿地的房企盈利能力持续承压；平均归母净利率下降约 4.1 个百分点至 7.1%。归母净利率降幅小于毛利率，主要源于房企各项费用管控的成效、部分房企利息资本化率的提升、结算权益比例变化带来的投资收益增长和少数股东损益占比变化等。后续行业盈利能力变化还需观察年内第二、第三次集中供地情况。

图 6：上市房企平均毛利率下降约 5.8pct 至 22.7%



数据来源：Wind，中达证券研究；仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企

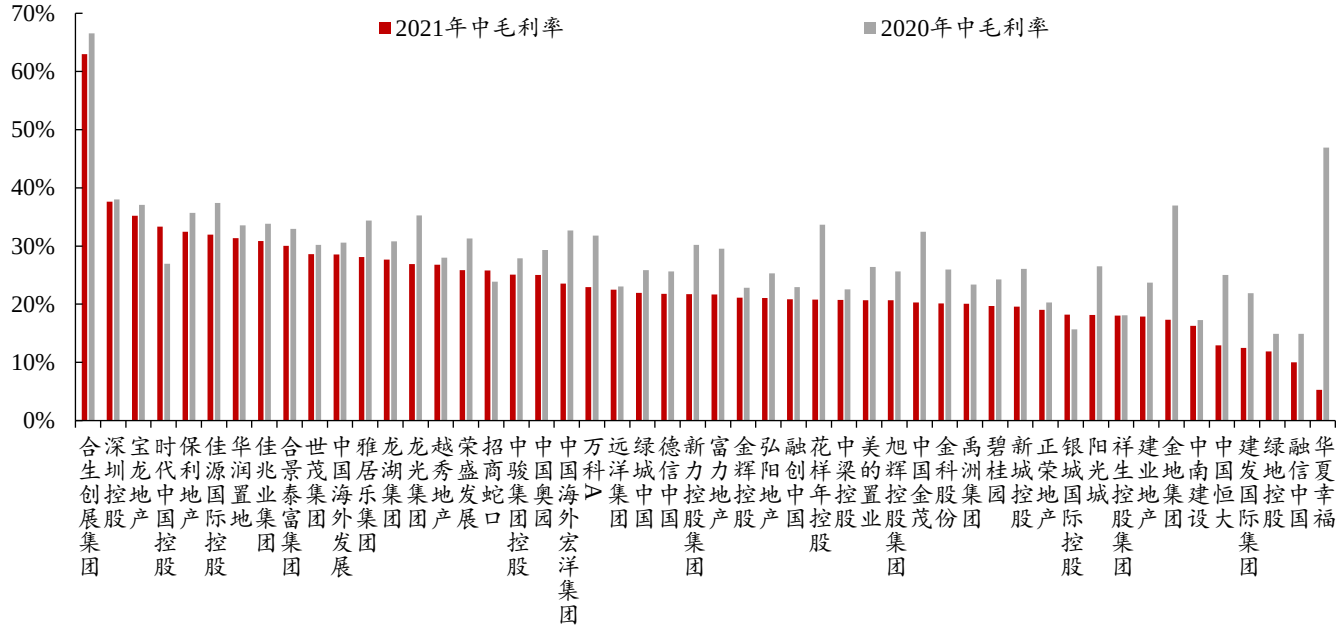
图 7：平均归母净利率下降约 4.1pct 至 7.1%



数据来源：Wind，中达证券研究；仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企

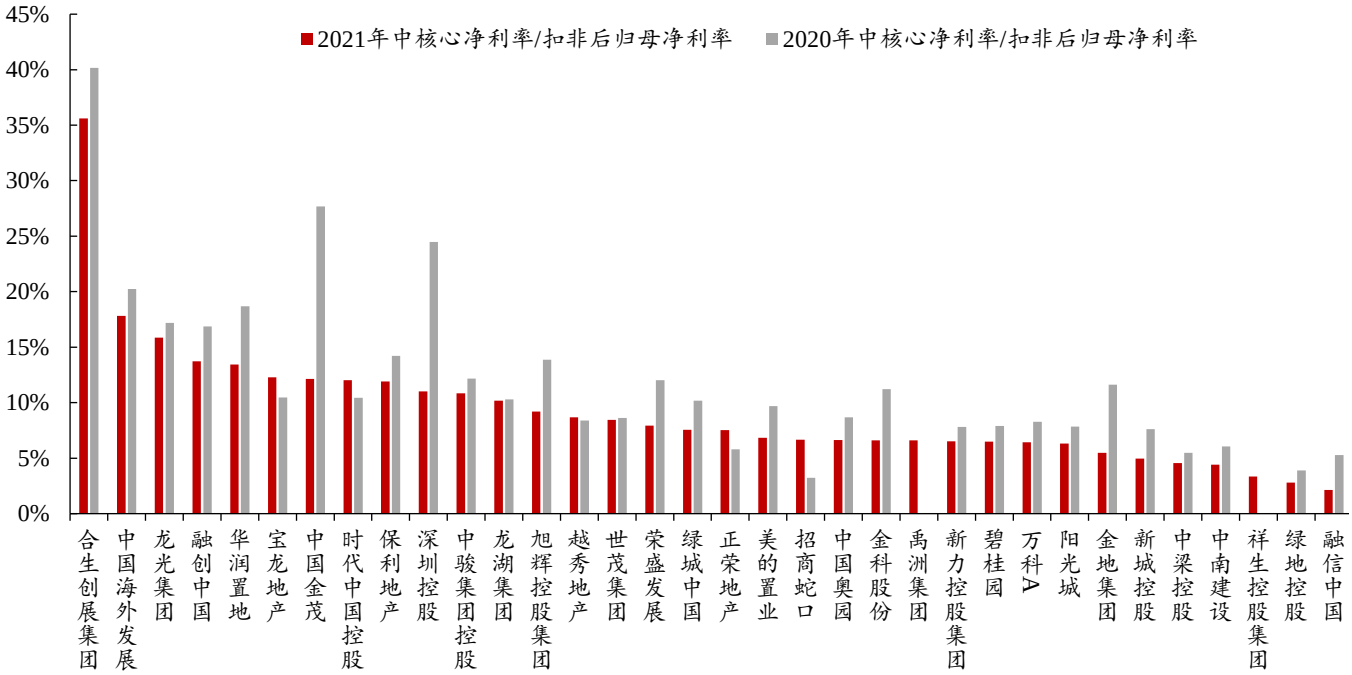
多数房企毛利率下行，变动幅度差异较大。毛利率方面，合生创展集团、深圳控股、宝龙地产毛利率较高，分别达 63.0%、37.6%、35.2%；资源禀赋、多元业务（如合生创展的投资业务）、特色商业模式等使上述公司盈利水平持续位居行业前列。从毛利率的变动上看，多数房企毛利率有所下行，仅时代中国、银城国际控股、招商蛇口毛利率分别同比增长 6.4、2.5 和 1.9 个百分点；其中时代主要由毛利率较高的城市更新业务收入带动，招商蛇口主要由园区开发与运营业务带动（毛利率同比提升 12.4 个百分点），银城则为结算项目盈利能力有所提升。在已公告归母核心净利润的 34 家公司中，合生创展集团、中国海外发展、龙光集团核心净利率较高，分别达 35.6%、17.8%、15.9%，招商蛇口、宝龙地产、正荣地产等核心净利率提升幅度较大，相对平稳的毛利率、出色的费用管控能力等使上述公司核心净利率表现突出。

图 8：合生创展集团、深圳控股、宝龙地产 2021 上半年毛利率较高



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 9：合生创展集团、中国海外发展、龙光集团 2021 上半年核心净利率较高



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：A 股为扣非后归母净利率

表 3：合生创展、深圳控股、宝龙 2021H 毛利率较高，时代、银城、招商蛇口毛利率同比提升

公司	证券代码	毛利率			
		2019H	2020H	2021H	2021H同比(pct)
合生创展集团	0754.HK	52.2%	66.6%	63.0%	-3.6
深圳控股	0604.HK	33.6%	38.0%	37.6%	-0.4
宝龙地产	1238.HK	38.8%	37.1%	35.2%	-1.9
时代中国控股	1233.HK	32.5%	26.9%	33.3%	6.4
保利地产	600048.SH	39.8%	35.7%	32.5%	-3.2
佳源国际控股	2768.HK	34.7%	37.4%	32.0%	-5.4
华润置地	1109.HK	38.2%	33.5%	31.3%	-2.2
佳兆业集团	1638.HK	33.4%	33.8%	30.9%	-3.0
合景泰富集团	1813.HK	35.0%	32.9%	30.1%	-2.9
世茂集团	0813.HK	30.1%	30.2%	28.6%	-1.6
中国海外发展	0688.HK	34.9%	30.6%	28.5%	-2.1
雅居乐集团	3383.HK	30.3%	34.4%	28.1%	-6.2
龙湖集团	0960.HK	32.6%	30.8%	27.7%	-3.1
龙光集团	3380.HK	34.8%	35.2%	26.9%	-8.3
越秀地产	0123.HK	30.0%	28.0%	26.8%	-1.2
荣盛发展	002146.SZ	30.4%	31.3%	25.8%	-5.5
招商蛇口	001979.SZ	37.9%	23.9%	25.8%	1.9
中骏集团控股	1966.HK	28.9%	27.9%	25.1%	-2.9
中国奥园	3883.HK	29.8%	29.3%	25.0%	-4.3
中国海外宏洋集团	0081.HK	35.1%	32.7%	23.6%	-9.1
万科A	000002.SZ	36.2%	31.8%	22.9%	-8.9
远洋集团	3377.HK	20.4%	23.1%	22.5%	-0.6
绿城中国	3900.HK	32.0%	25.9%	22.0%	-3.9
德信中国	2019.HK	34.6%	25.7%	21.8%	-3.8
新力控股集团	2103.HK	33.1%	30.2%	21.7%	-8.5
富力地产	2777.HK	37.0%	29.6%	21.7%	-7.9
金辉控股	9993.HK	-	22.8%	21.1%	-1.7
弘阳地产	1996.HK	29.0%	25.3%	21.1%	-4.2
融创中国	1918.HK	25.2%	23.0%	20.8%	-2.1
花样年控股	1777.HK	29.6%	33.6%	20.8%	-12.8
中梁控股	2772.HK	24.5%	22.6%	20.8%	-1.8
美的置业	3990.HK	35.9%	26.4%	20.7%	-5.7
旭辉控股集团	0884.HK	29.6%	25.6%	20.7%	-4.9
中国金茂	0817.HK	36.8%	32.5%	20.3%	-12.2
金科股份	000656.SZ	30.3%	26.0%	20.1%	-5.8
禹洲集团	1628.HK	27.0%	23.4%	20.1%	-3.3
碧桂园	2007.HK	27.2%	24.3%	19.7%	-4.6
新城控股	601155.SH	37.5%	26.1%	19.6%	-6.4

公司	证券代码	毛利率			
		2019H	2020H	2021H	2021H同比(pct)
正荣地产	6158.HK	20.3%	20.3%	19.1%	-1.3
银城国际控股	1902.HK	12.0%	15.7%	18.2%	2.5
阳光城	000671.SZ	27.5%	26.5%	18.2%	-8.3
祥生控股集团	2599.HK	-	18.1%	18.0%	-0.1
建业地产	0832.HK	27.3%	23.7%	17.9%	-5.9
金地集团	600383.SH	39.7%	37.0%	17.4%	-19.6
中南建设	000961.SZ	19.9%	17.3%	16.3%	-1.0
中国恒大	3333.HK	34.0%	25.0%	12.9%	-12.1
建发国际集团	1908.HK	40.6%	21.9%	12.5%	-9.4
绿地控股	600606.SH	15.1%	14.9%	11.9%	-3.0
融信中国	3301.HK	23.9%	14.9%	10.0%	-4.9
华夏幸福	600340.SH	48.7%	46.9%	5.3%	-41.6
蓝光发展	600466.SH	29.4%	27.3%	-5.2%	-32.5
平均		**31.8%**	**29.0%**	**23.0%**	**-6.0**

数据来源：Wind，中达证券研究；注：计算时平均值均未包含 2019H 缺失的房企

表 4：房企间盈利能力表现分化，招商蛇口、宝龙、时代等核心净利率同比提升

公司	证券代码	归母核心净利率/扣非后归母净利率			毛利率		
		2021H	2020H	同比(pct)	2021H	2020H	同比(pct)
合生创展集团	0754.HK	35.6%	40.2%	-4.5	63.0%	66.6%	-3.6
中国海外发展	0688.HK	17.8%	20.2%	-2.4	28.5%	30.6%	-2.1
龙光集团	3380.HK	15.9%	17.2%	-1.3	26.9%	35.2%	-8.3
融创中国	1918.HK	13.7%	16.9%	-3.1	20.8%	23.0%	-2.1
华润置地	1109.HK	13.4%	18.7%	-5.2	31.3%	33.5%	-2.2
宝龙地产	1238.HK	12.3%	10.5%	1.8	35.2%	37.1%	-1.9
中国金茂	0817.HK	12.1%	27.7%	-15.5	20.3%	32.5%	-12.2
时代中国控股	1233.HK	12.0%	10.4%	1.6	33.3%	26.9%	6.4
保利地产	600048.SH	11.9%	14.2%	-2.3	32.5%	35.7%	-3.2
深圳控股	0604.HK	11.0%	24.5%	-13.5	37.6%	38.0%	-0.4
中骏集团控股	1966.HK	10.8%	12.2%	-1.3	25.1%	27.9%	-2.9
龙湖集团	0960.HK	10.2%	10.3%	-0.1	27.7%	30.8%	-3.1
旭辉控股集团	0884.HK	9.2%	13.9%	-4.7	20.7%	25.6%	-4.9
越秀地产	0123.HK	8.7%	8.4%	0.3	26.8%	28.0%	-1.2
世茂集团	0813.HK	8.4%	8.6%	-0.2	28.6%	30.2%	-1.6
荣盛发展	002146.SZ	7.9%	12.0%	-4.1	25.8%	31.3%	-5.5
绿城中国	3900.HK	7.5%	10.2%	-2.6	22.0%	25.9%	-3.9
正荣地产	6158.HK	7.5%	5.8%	1.7	19.1%	20.3%	-1.3
美的置业	3990.HK	6.8%	9.7%	-2.9	20.7%	26.4%	-5.7
招商蛇口	001979.SZ	6.6%	3.2%	3.4	25.8%	23.9%	1.9
中国奥园	3883.HK	6.6%	8.7%	-2.0	25.0%	29.3%	-4.3
金科股份	000656.SZ	6.6%	11.2%	-4.6	20.1%	26.0%	-5.8
禹洲集团	1628.HK	6.6%	-	-	20.1%	23.4%	-3.3
新力控股集团	2103.HK	6.5%	7.8%	-1.3	21.7%	30.2%	-8.5
碧桂园	2007.HK	6.5%	7.9%	-1.4	19.7%	24.3%	-4.6
万科A	000002.SZ	6.4%	8.3%	-1.9	22.9%	31.8%	-8.9
阳光城	000671.SZ	6.3%	7.8%	-1.5	18.2%	26.5%	-8.3
金地集团	600383.SH	5.5%	11.6%	-6.2	17.4%	37.0%	-19.6
新城控股	601155.SH	5.0%	7.6%	-2.6	19.6%	26.1%	-6.4
中梁控股	2772.HK	4.5%	5.5%	-0.9	20.8%	22.6%	-1.8
中南建设	000961.SZ	4.4%	6.0%	-1.6	16.3%	17.3%	-1.0
祥生控股集团	2599.HK	3.4%	-	-	18.0%	18.1%	-0.1
绿地控股	600606.SH	2.8%	3.9%	-1.1	11.9%	14.9%	-3.0
融信中国	3301.HK	2.1%	5.3%	-3.1	10.0%	14.9%	-4.9
平均		**9.5%**	**12.1%**	**-2.6**	**24.5%**	**28.6%**	**-4.1**

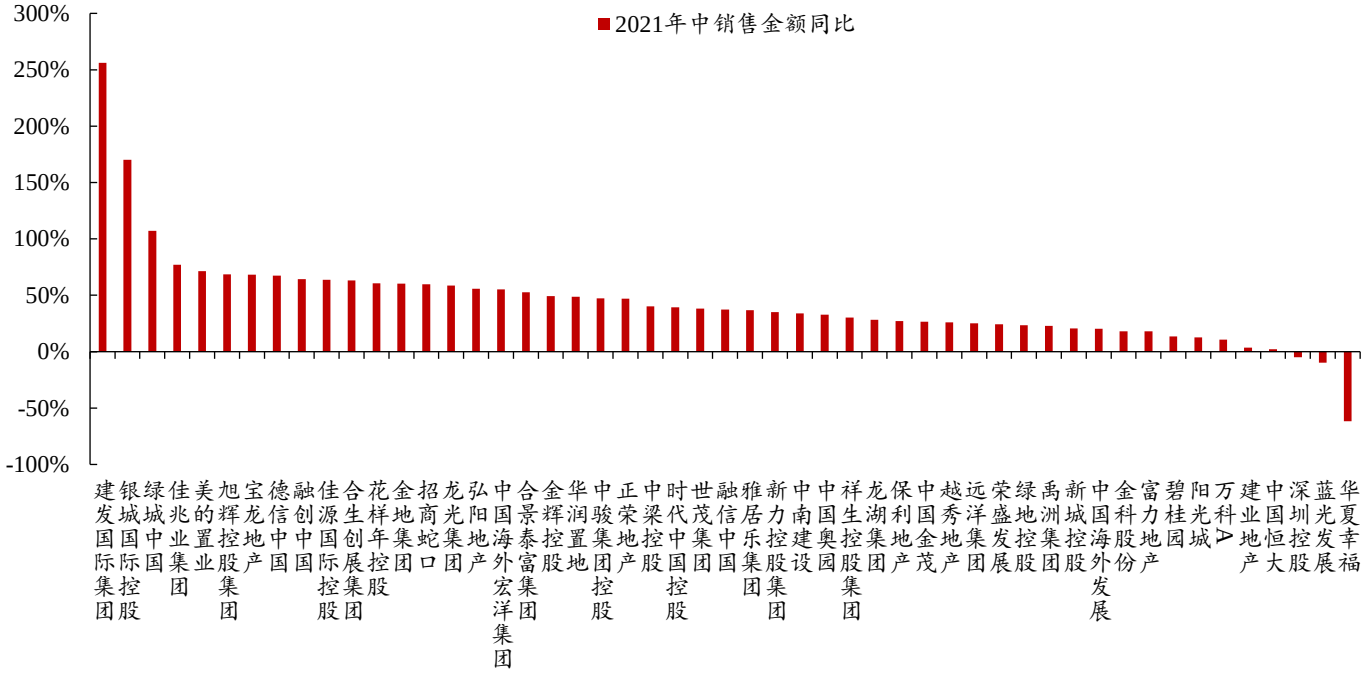
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：A 股为扣非后归母净利率；计算平均归母核心净利率时未包含 20H 数据缺失房企

2. 销售增长态势良好，土储下降更为普遍

2.1 销售金额快速增长，年度目标平均完成率近半

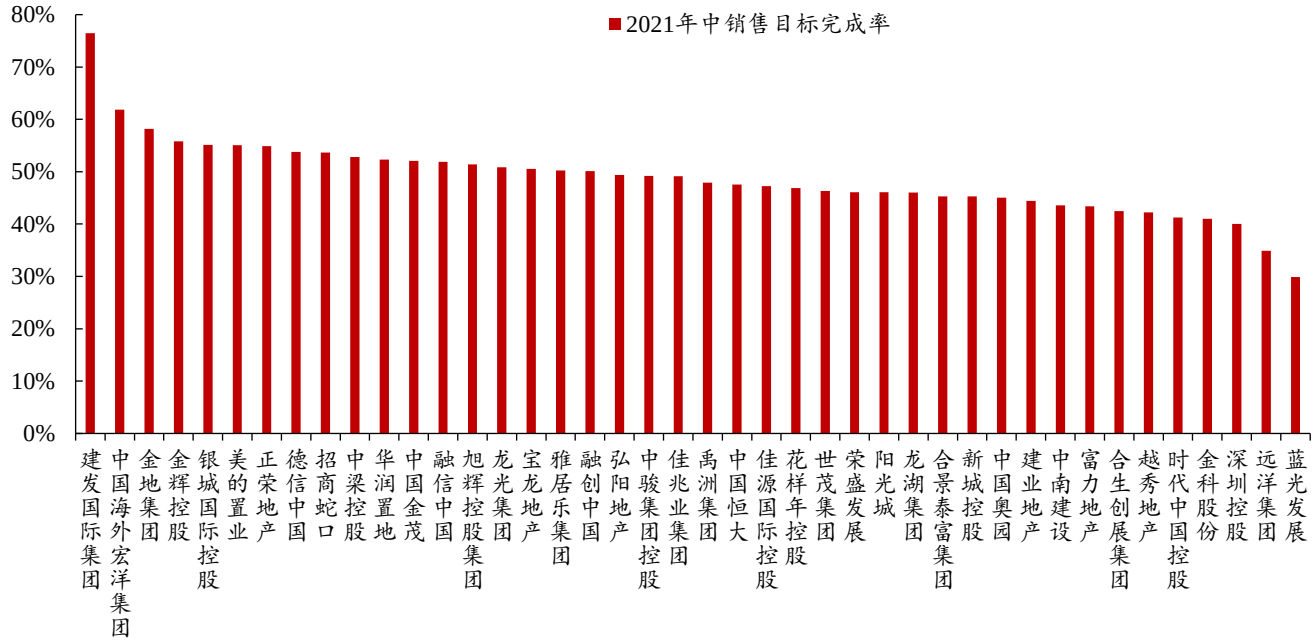
上市房企平均销售额增速超 40%，年度目标平均完成率近半。2021 年上半年，在销售基数较低、楼市热度维持高位的环境下，多数房企的销售额实现了较大幅度的同比增长，平均增速达 43.9%。房企年度销售目标完成情况整体而言较为良好，截至 2021 年中期平均完成率达 48.7%，对全年目标的达成构成了一定保障。公司层面上，建发国际集团、银城国际控股、绿城中国等上半年销售增速领先，分别同比增长256.0%、170.1%和107.1%；优质的区域布局、与市场需求相匹配的产品和充足的供给铺排等因素驱动了上述公司良好的销售表现。建发国际集团、中国海外宏洋集团、金地集团年度目标完成率较高，上半年销售金额分别占年度目标的 76.4%、61.8%、58.2%。

图 10：建发国际集团、银城国际控股、绿城中国等上半年销售额增速领先



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：建发国际集团、中海宏洋集团、金地集团等上半年销售目标完成率领先



数据来源：公司公告，公司业绩发布会，中达证券研究

表 5：房企间销售增速分化加大

公司	证券代码	2021上半年销售金额		2021销售目标			2020销售额增长率
		（亿元）	同比	（亿元）	完成率	目标增长率	
建发国际集团	1908.HK	917	256.0%	1200	76.4%	32.2%	78.7%
银城国际控股	1902.HK	165	170.1%	300	55.1%	29.3%	17.1%
绿城中国	3900.HK	1369	107.1%	-	-	-	58.6%
佳兆业集团	1638.HK	639	77.2%	1300	49.1%	21.6%	21.3%
美的置业	3990.HK	826	71.3%	1500	55.1%	18.9%	24.6%
旭辉控股集团	0884.HK	1362	68.7%	2650	51.4%	14.7%	15.2%
宝龙地产	1238.HK	530	68.2%	1050	50.5%	28.8%	35.1%
德信中国	2019.HK	430	67.4%	800	53.8%	25.9%	40.9%
融创中国	1918.HK	3208	64.3%	6400	50.1%	11.3%	3.4%
佳源国际控股	2768.HK	191	63.9%	405	47.2%	31.4%	6.8%
合生创展集团	0754.HK	212	63.1%	500	42.5%	39.5%	68.6%
花样年控股	1777.HK	281	60.6%	600	46.9%	21.9%	35.9%
金地集团	600383.SH	1628	60.2%	2800	58.2%	15.4%	15.2%
招商蛇口	001979.SZ	1770	59.9%	3300	53.6%	18.9%	25.9%
龙光集团	3380.HK	736	58.8%	1448	50.8%	20.0%	31.9%
弘阳地产	1996.HK	492	55.7%	995	49.4%	15.0%	32.8%
中国海外宏洋集团	0081.HK	433	55.3%	700	61.8%	8.2%	20.4%

公司	证券代码	2021上半年销售金额		2021销售目标			2020销售额增长率
		（亿元）	同比	（亿元）	完成率	目标增长率	
合景泰富集团	1813.HK	562	52.8%	1240	45.3%	19.7%	20.3%
金辉控股	9993.HK	558	49.3%	1000	55.8%	2.9%	-
华润置地	1109.HK	1648	48.7%	3150	52.3%	10.5%	17.5%
中骏集团控股	1966.HK	591	47.3%	1200	49.2%	18.2%	26.1%
正荣地产	6158.HK	823	47.0%	1500	54.9%	5.7%	8.6%
中梁控股	2772.HK	950	40.3%	1800	52.8%	6.6%	10.7%
时代中国控股	1233.HK	454	39.3%	1100	41.3%	9.6%	28.1%
世茂集团	0813.HK	1528	38.3%	3300	46.3%	9.9%	15.5%
融信中国	3301.HK	830	37.5%	1600	51.9%	3.1%	9.8%
雅居乐集团	3383.HK	753	36.7%	1500	50.2%	8.5%	17.1%
新力控股集团	2103.HK	588	35.0%	-	-	-	24.4%
中南建设	000961.SZ	1090	33.9%	2500	43.6%	11.7%	14.2%
中国奥园	3883.HK	676	32.8%	1500	45.1%	12.8%	12.7%
祥生控股集团	2599.HK	497	30.4%	-	-	-	25.1%
龙湖集团	0960.HK	1426	28.4%	3100	46.0%	14.6%	11.6%
保利地产	600048.SH	2852	27.0%	-	-	-	8.9%
中国金茂	0817.HK	1302	26.5%	2500	52.1%	8.2%	43.7%
越秀地产	0123.HK	474	26.1%	1122	42.2%	17.2%	32.8%
远洋集团	3377.HK	524	25.3%	1500	34.9%	14.5%	0.8%
荣盛发展	002146.SZ	599	24.3%	1300	46.1%	2.3%	10.2%
绿地控股	600606.SH	1641	23.3%	-	-	-	-7.7%
禹洲集团	1628.HK	527	23.0%	1100	47.9%	4.8%	39.7%
新城控股	601155.SH	1177	20.7%	2600	45.3%	3.6%	-7.3%
中国海外发展	0688.HK	2072	20.5%	-	-	-	12.5%
金科股份	000656.SZ	1025	18.1%	2500	41.0%	12.0%	20.1%
富力地产	2777.HK	651	18.0%	1500	43.4%	8.1%	0.4%
碧桂园	2007.HK	3031	13.5%	-	-	-	3.3%
阳光城	000671.SZ	1013	12.6%	2200	46.1%	0.9%	3.3%
万科A	000002.SZ	3544	10.6%	-	-	-	11.6%
建业地产	0832.HK	311	3.6%	700	44.4%	2.5%	-4.9%
中国恒大	3333.HK	3568	2.3%	7500	47.6%	3.7%	20.3%
深圳控股	0604.HK	72	-5.0%	180	40.0%	24.5%	-13.9%
蓝光发展	600466.SH	344	-9.6%	1150	29.9%	11.1%	1.9%
华夏幸福	600340.SH	75	-61.7%	-	-	-	-50.9%
平均			**43.9%**		**48.7%**	**14.3%**	**18.0%**

数据来源：公司公告，公司业绩发布会，中达证券研究；注：碧桂园、佳兆业集团、龙光集团、祥生控股集团销售金额为权益销售金额；计算 2020 年及 2021 上半年平均增速时均未包含 2020 年同比数据缺失的房企

2.2 房企投资强度分化，土储下降更趋普遍

房企投资强度分化加剧，约 1/4 主流上市房企土储规模下降。与 2020 年末相比，上市房企 2021 年中期土储建面平均增长 5.5%；在已披露土储建面且数据口径与 2020 年末保持一致的 47 家房企中，12 家的土储规模较 2020 年末出现了下降（2020 年全年同比下降房企数量：5 家），房企土储下降的现象更为普遍。2021 年上半年，土储规模较 2020 年末增幅更大的房企主要为：1）国企、央企或融资成本具备优势、财务较为稳健的大型民企（深圳控股+48.9%，建发国际集团+46.8%，越秀地产+14.5%，金地集团+11.5%）；2）当前销售增速明显快于交付结算的房企（绿城中国+18.8%，银城国际控股+26.6%，德信中国+22.6%）。

融资监管、集中供地等新政对房企拿地强度带来了一定影响。在三线四档、银行业贷款集中度等资金端政策的作用下，房企普遍更重视资金的管理和杠杆的压降，为融资成本较低、降杠杆压力较小的国企、央企和少数民企带来了竞争优势；集中供地对短期资金的要求使上述优势更趋显著。另外，第一批次集中供地中部分项目相对有限的利润空间降低了部分土储充足房企的拿地意愿，也在一定程度上导致了拿地强度的差异。从近期多地第二批次集中土拍延期和规则变化的情况来看，后续集中供地项目的利润空间可能出现边际改善，有望在一定程度上提升房企的拿地意愿；融资政策方面预计短期内难见明显转向，将继续制约杠杆水平偏高房企的拿地能力，资金优势、资源禀赋、特色商业模式等仍将继续支撑房企的土地投资。

表 6：2021 年上半年，房企土储下降现象更为普遍

公司	证券代码	2021年中期土地储备建筑面积			2020年同比
		数据口径	（万平）	较2020年末增长	
深圳控股	0604.HK	计容建筑面积	490	48.9%	0.6%
建发国际集团	1908.HK	总可供销售建筑面积	1809	46.8%	31.8%
银城国际控股	1902.HK	总建筑面积	758	26.6%	14.7%
德信中国	2019.HK	总建筑面积	1993	22.6%	21.1%
绿城中国	3900.HK	总建筑面积	6034	18.8%	31.1%
越秀地产	0123.HK	总建筑面积	2809	14.5%	2.8%
金地集团	600383.SH	总土地储备面积	6729	11.5%	15.3%
融信中国	3301.HK	总建筑面积	3162	10.1%	6.5%
中国海外宏洋集团	0081.HK	总楼面面积	3284	9.1%	25.4%
佳兆业集团	1638.HK	总建筑面积	3114	8.3%	7.3%
融创中国	1918.HK	确权总土地储备	27820	7.9%	10.1%
招商蛇口	001979.SZ	可售面积	5708	7.7%	14.0%
金辉控股	9993.HK	总建筑面积	3307	7.6%	-
中南建设	000961.SZ	在建+未开工建面	4740	6.0%	5.8%
佳源国际控股	2768.HK	总建筑面积	1867	5.8%	27.4%
中骏集团控股	1966.HK	总规划建筑面积	3967	5.3%	17.4%
保利地产	600048.SH	推算未竣工可售计容建面	14051	5.0%	3.1%
新城控股	601155.SH	总建筑面积	15000	4.9%	15.3%
弘阳地产	1996.HK	总建筑面积	2101	4.7%	18.5%
龙湖集团	0960.HK	总建筑面积	7717	4.3%	8.6%
华润置地	1109.HK	总建筑面积	7098	4.2%	-0.9%
建业地产	0832.HK	总建筑面积	5621	3.9%	6.2%
宝龙地产	1238.HK	总建筑面积	3775	3.4%	22.8%
旭辉控股集团	0884.HK	已确权土储建筑面积	5841	3.3%	11.5%
正荣地产	6158.HK	总建筑面积	2930	3.0%	8.8%
阳光城	000671.SZ	剩余可售建面	4371	2.8%	3.7%
金科股份	000656.SZ	总可售面积	7311	2.8%	6.2%
合景泰富集团	1813.HK	总建筑面积	2560	2.4%	-
花样年控股	1777.HK	已确权建筑面积	1749	2.1%	3.0%
万科A	000002.SZ	在建及规划中项目总建筑面积	16066	1.4%	1.2%
碧桂园	2007.HK	权益建面	27880	1.3%	6.4%
中梁控股	2772.HK	总建筑面积	6580	1.0%	14.2%
时代中国控股	1233.HK	总建筑面积	2166	0.3%	-6.2%
龙光集团	3380.HK	总建筑面积	3930	0.2%	6.9%
合生创展集团	0754.HK	可供销售面积	3048	0.1%	-2.2%
雅居乐集团	3383.HK	总建筑面积	5295	-0.1%	6.3%
远洋集团	3377.HK	总土地储备面积	3796	-0.2%	2.1%
绿地控股	600606.SH	在建+待开发项目推算计容建面	16373	-0.9%	9.7%
美的置业	3990.HK	总建筑面积	5277	-2.2%	2.6%
荣盛发展	002146.SZ	土储建面	3741	-2.5%	2.9%
中国海外发展	0688.HK	总楼面面积（不含中海宏洋）	5940	-3.9%	-5.3%

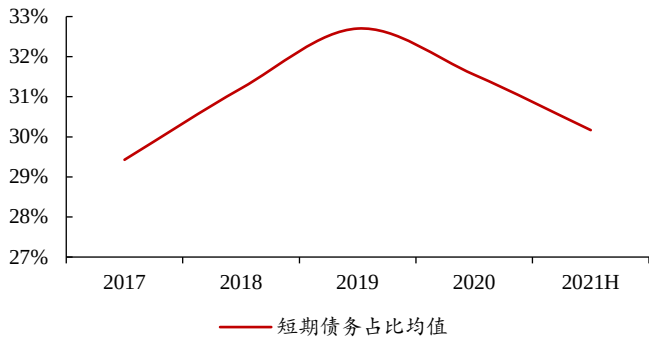
公司	证券代码	2021年中期土地储备建筑面积			2020年同比
		数据口径	（万平）	较2020年末增长	
禹洲集团	1628.HK	可供销售建筑面积	2200	-4.8%	14.8%
新力控股集团	2103.HK	权益建面	1440	-5.3%	0.8%
中国奥园	3883.HK	总建筑面积	5358	-6.3%	27.0%
中国金茂	0817.HK	二级土储规划建筑面积	6377	-7.2%	17.3%
中国恒大	3333.HK	总规划建面	21400	-7.4%	-21.2%
世茂集团	0813.HK	总计划建筑面积	7283	-10.9%	6.5%
平均增长率				**5.5%**	**9.4%**

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：计算平均增速时，未包含 2020 年增速数据缺失房企

3. 债务结构优化，流动性有所提升

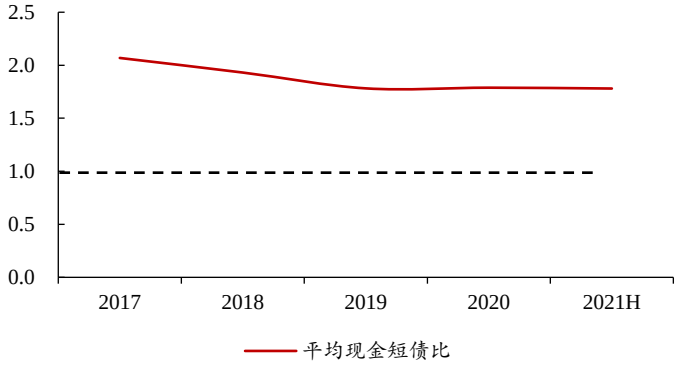
短债占比继续下降，现金短债比维持平稳。2021 年上半年，上市房企继续加强了对债务总量和结构的管控，短期债务占比均值较 2020 年末下降约 1.4 个百分点至 30.2%，延续了此前下降的势头。流动性方面亦保持稳健，上市房企平均现金短债比（报表口径）约为 1.8 倍，与去年末相比基本持平，51 家有完整数据房企中仅 4 家该指标未达标；拆分看，**2021 年上半年蓝光及华夏幸福现金短债比明显下降，一定程度拖累了整体现金短债比数据。**整体而言，上市房企债务期限结构和流动性状况均有所优化。

图 12：短期债务平均占比下降约 1.4pct 至 30.2%



数据来源：Wind，中达证券研究；注：数据基于半年度业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异；仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企

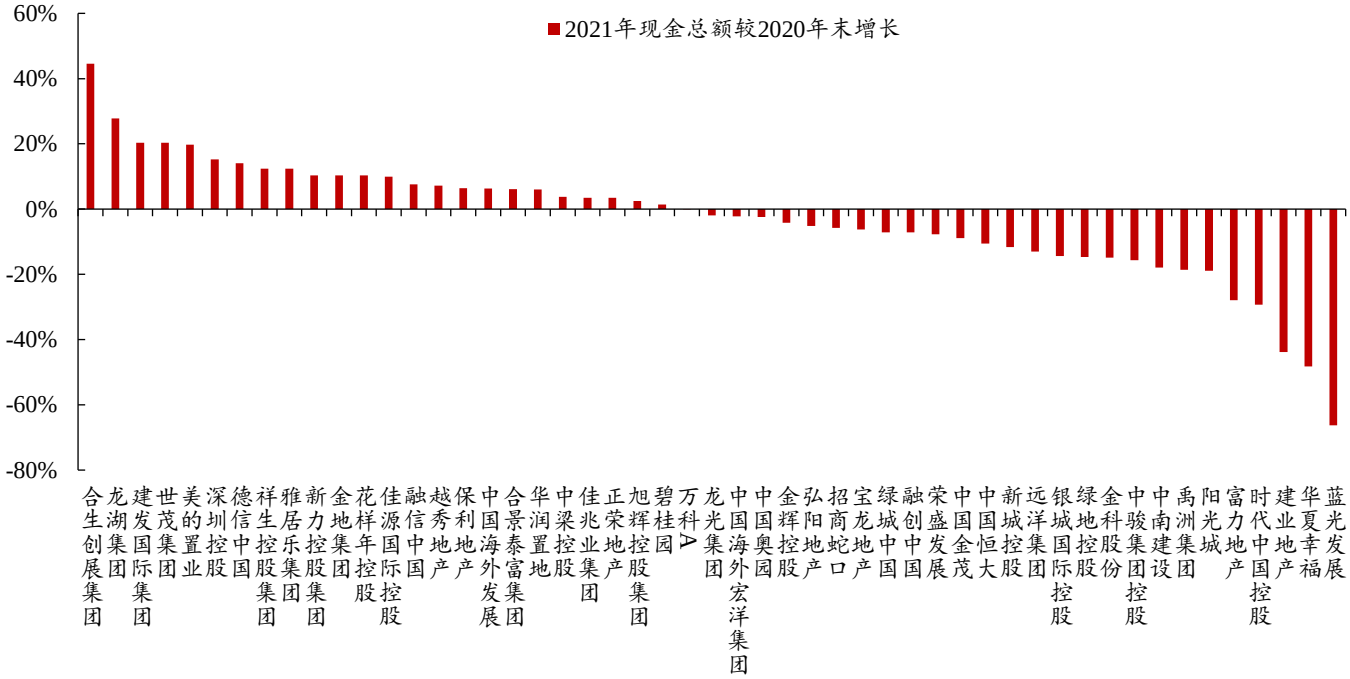
图 13：上市房企平均现金短债比较 2020 年末基本持平



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：报表口径，包含受限制现金；数据基于半年度业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异；仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企

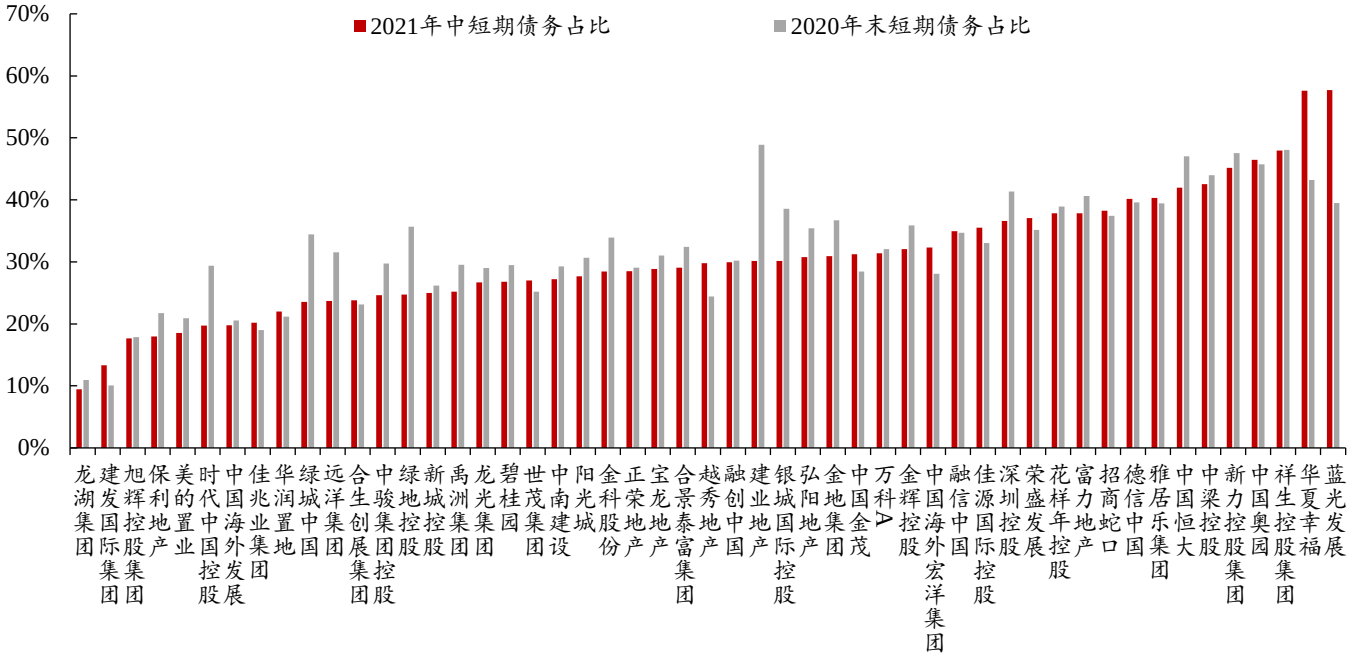
现金总额、短债占比变动方向分化加剧。合生创展集团、龙湖集团、建发国际集团现金总额增长较快，较 2020 年末分别增长 44.5%、27.8%和 20.4%。龙湖集团、建发国际集团、旭辉控股集团短期债务占比较低，分别约 9.5%、13.3%和 17.7%；建业地产、绿城中国、绿地控股短期债务占比降幅较大，分别同比下降 18.7 个百分点、10.9 个百分点、10.9 个百分点，上述公司对债务结构的优化取得了一定成效。龙湖集团、建发国际集团、美的置业等房企流动性表现较为突出，2021 年上半年末现金短债比分别达 5.48 倍、3.29 倍和 3.03 倍；部分公司在资金管控方面有所加强，龙湖集团、美的置业、绿城中国的现金短债比提升较大，较 2020 年末分别提升 1.24 倍、0.84 倍和 0.58 倍。

图 14：合生创展集团、龙湖集团、建发国际集团 2021 上半年现金总额增速居前



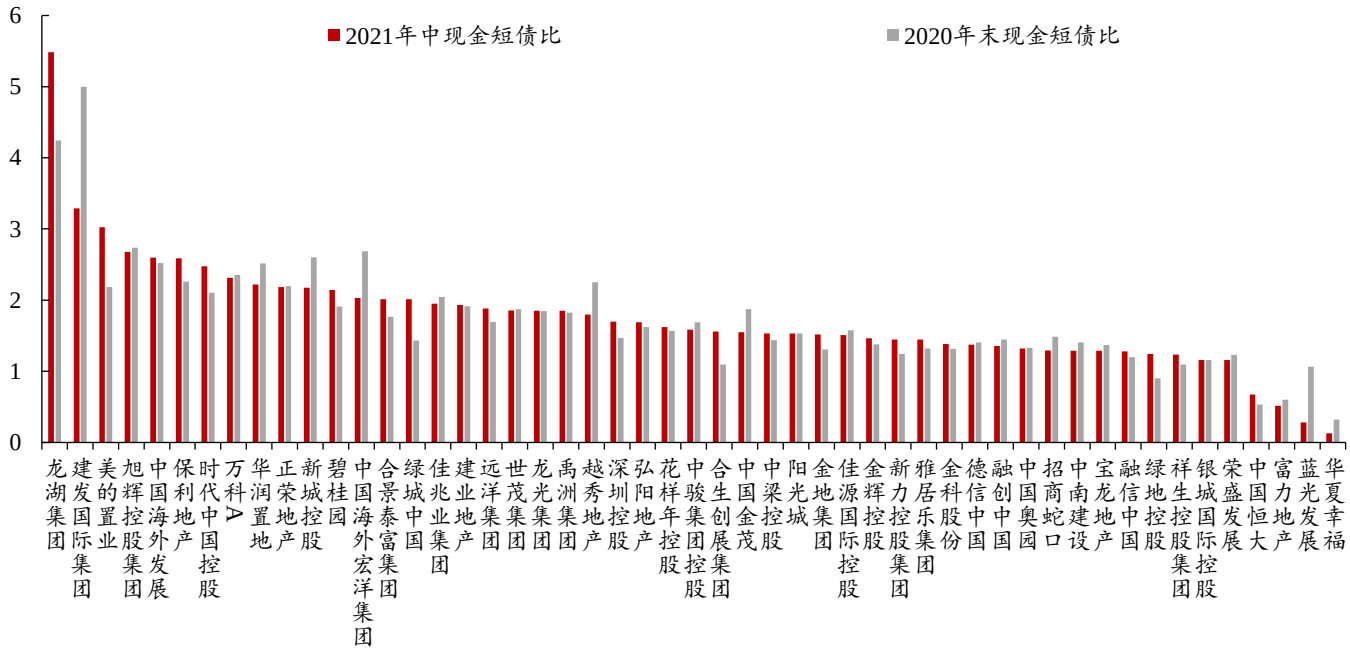
数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位为原始货币；包含受限制现金

图 15：建业地产、绿地控股、绿城中国 2021 上半年短期债务占比降幅较大



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：数据基于半年度业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异

图 16：龙湖集团、美的置业、绿城中国 2021 上半年现金短债比提升较大



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：包含受限制现金；数据基于半年度业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异

表 7：各公司流动性表现分化

公司	证券代码	短期负债（亿元）	长期负债（亿元）	短债占比	现金总额（亿元）	现金短债比
龙湖集团	0960.HK	181	1737	9.5%	995	5.5
建发国际集团	1908.HK	102	667	13.3%	337	3.3
美的置业	3990.HK	106	465	18.5%	320	3.0
旭辉控股集团	0884.HK	196	912	17.7%	524	2.7
中国海外发展	0688.HK	452	1832	19.8%	1174	2.6
保利地产	600048.SH	601	2740	18.0%	1554	2.6
时代中国控股	1233.HK	108	441	19.7%	268	2.5
万科A	000002.SZ	843	1844	31.4%	1952	2.3
华润置地	1109.HK	428	1516	22.0%	949	2.2
正荣地产	6158.HK	203	510	28.5%	444	2.2
新城控股	601155.SH	254	761	25.0%	552	2.2
碧桂园	2007.HK	868	2374	26.8%	1862	2.1
中国海外宏洋集团	0081.HK	135	283	32.3%	274	2.0
合景泰富集团	1813.HK	235	573	29.1%	473	2.0
绿城中国	3900.HK	301	978	23.5%	606	2.0
佳兆业集团	1638.HK	250	988	20.2%	487	1.9
建业地产	0832.HK	85	198	30.1%	165	1.9
远洋集团	3377.HK	203	654	23.7%	382	1.9
世茂集团	0813.HK	444	1201	27.0%	824	1.9
龙光集团	3380.HK	227	623	26.7%	421	1.9
禹洲集团	1628.HK	152	450	25.2%	281	1.9
越秀地产	0123.HK	222	525	29.8%	400	1.8
深圳控股	0604.HK	127	220	36.6%	216	1.7
弘阳地产	1996.HK	104	235	30.8%	176	1.7
花样年控股	1777.HK	195	320	37.8%	316	1.6
中骏集团控股	1966.HK	125	381	24.7%	197	1.6
合生创展集团	0754.HK	275	879	23.8%	429	1.6
中国金茂	0817.HK	306	673	31.3%	474	1.6
中梁控股	2772.HK	232	314	42.5%	355	1.5
阳光城	000671.SZ	264	689	27.7%	404	1.5
金地集团	600383.SH	393	878	31.0%	598	1.5
佳源国际控股	2768.HK	81	148	35.5%	123	1.5
金辉控股	9993.HK	174	370	32.0%	255	1.5
新力控股集团	2103.HK	134	162	45.2%	193	1.4
雅居乐集团	3383.HK	395	584	40.3%	572	1.4
金科股份	000656.SZ	268	673	28.5%	370	1.4
德信中国	2019.HK	130	194	40.2%	178	1.4
融创中国	1918.HK	910	2126	30.0%	1232	1.4

公司	证券代码	短期负债（亿元）	长期负债（亿元）	短债占比	现金总额（亿元）	现金短债比
中国奥园	3883.HK	517	596	46.5%	683	1.3
招商蛇口	001979.SZ	651	1052	38.2%	842	1.3
中南建设	000961.SZ	209	559	27.2%	270	1.3
宝龙地产	1238.HK	206	508	28.9%	265	1.3
融信中国	3301.HK	251	468	35.0%	322	1.3
绿地控股	600606.SH	710	2159	24.7%	883	1.2
祥生控股集团	2599.HK	222	240	48.0%	273	1.2
银城国际控股	1902.HK	47	110	30.2%	55	1.2
荣盛发展	002146.SZ	252	427	37.1%	292	1.2
中国恒大	3333.HK	2400	3317	42.0%	1616	0.7
富力地产	2777.HK	557	914	37.8%	288	0.5
蓝光发展	600466.SH	354	259	57.7%	100	0.3
华夏幸福	600340.SH	1080	796	57.6%	140	0.1
平均				**30.7%**		**1.8**

数据来源：Wind，中达证券研究；注：数据截至 2021 年中，合生创展集团、深圳控股货币单位为港元；包含受限制现金；数据基于半年度业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异

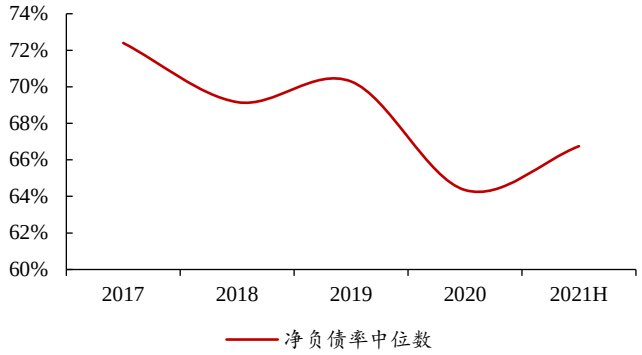
4. 杠杆水平显著分化，融资成本继续下行

净负债率加速分化，融资成本继续下行。2021 年上半年，房企继续依“三道红线”要求控制杠杆水平，整体净负债率基本平稳，中位数较 2020 年末上升 2.4 个百分点至 66.8%，平均数则下降 0.2 个百分点至 72.4%；不过，在整体杠杆水平稳定的同时，**不同所有制、不同发展阶段房企的分化明显加剧，反映出行业内生逻辑的变化。**融资成本方面，在房企财务状况整体改善和融资管控加强的背景下，上市房企新增债务成本整体有所下降，带动 2021 年上半年平均融资成本同比下降 0.2 个百分点至 5.8%。

红线达标房企继续增加，扣预负债率成降档关键。随着行业融资监管政策的持续深化，房企“三道红线”指标达标情况继续优化，万科、佳兆业等公司今年中期新进入“绿档”行列。截至 2021 年中期，**有完整数据的 51 家房企中 24 家已完全达标，橙档及红档分别有 3 家**，达标房企数量较 2020 年末继续增加，“橙档”及“红档”房企整体变化不大。或主动或被动，**上市房企 2020 年偿债指标整体已有较大优化。**从具体指标看，扣预负债率仍是房企达标的关键。截至 2021 年中期，51 家上市房企中“黄档”公司均为扣预负债率超过 70%。为使扣预负债率达标，房企不仅需关注预售回款，还需关注结转增厚净资产与提高投资货地比。关于房企降档路径分析，详见我们此前的专题**《从财报看房企红**

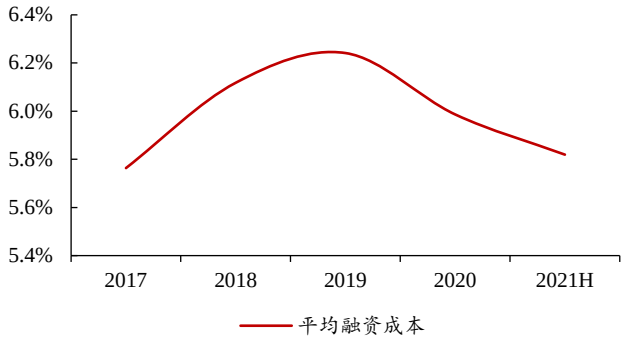
线指标优化路径》；关于房企具体经营活动对红线指标影响，请参考我们的定量分析专题《房企经营活动对偿债指标影响的量化分析》。

图 17：上市房企净负债率中位数上升 2.4pct 至 66.8%



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：除中海及中海宏洋（公告口径净负债率分母为归母净资产，为统一数据口径已进行调整）外，均以公司公告为准；仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企

图 18：上市房企平均融资成本下降约 0.2pct 至 5.8%

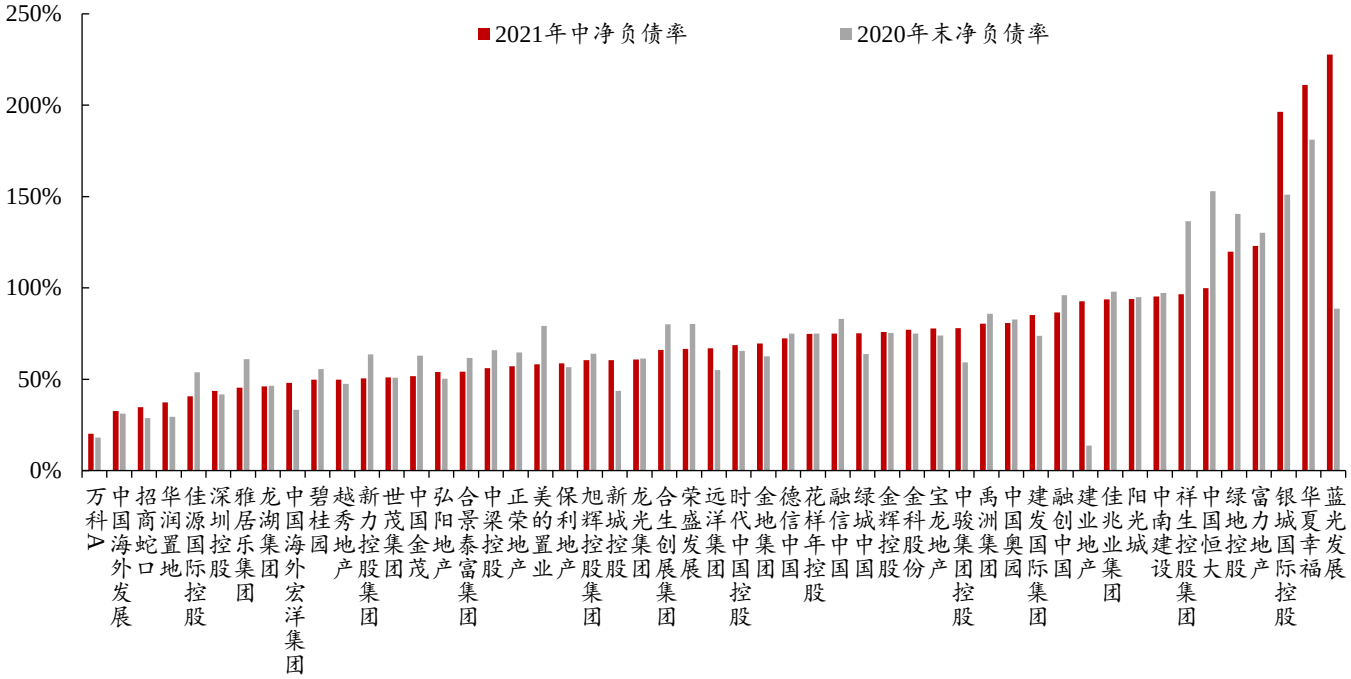


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：上图样本仅包含已披露 2017 年至今融资成本数据的 33 家房企；仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企

中国恒大、祥生控股集团、美的置业等降杠杆效果显著。2021 年上半年，恒大、祥生、美的置业净负债率下降较多，较 2020 年末分别下降 53.1pct、39.8pct 和 21.0pct；正荣、禹洲、雅居乐剔除预收款后资产负债率降幅较大，较 2020 年末分别下降约 4.9pct、3.9pct 和 3.5pct。祥生在 2020 年通过上市丰富了融资渠道，少数股东投入增加亦优化了公司资产负债结构；恒大主要通过大量出售资产及去化存量项目降低负债与杠杆率；美的置业则通过控制买地开支与提升布局能级等方式优化现金流，整体债务与现金流管控情况较好。除上述三家外，**绿地、雅居乐、合生创展、荣盛发展、佳源等 2021 年中期净负债率亦有较大幅度下降。**

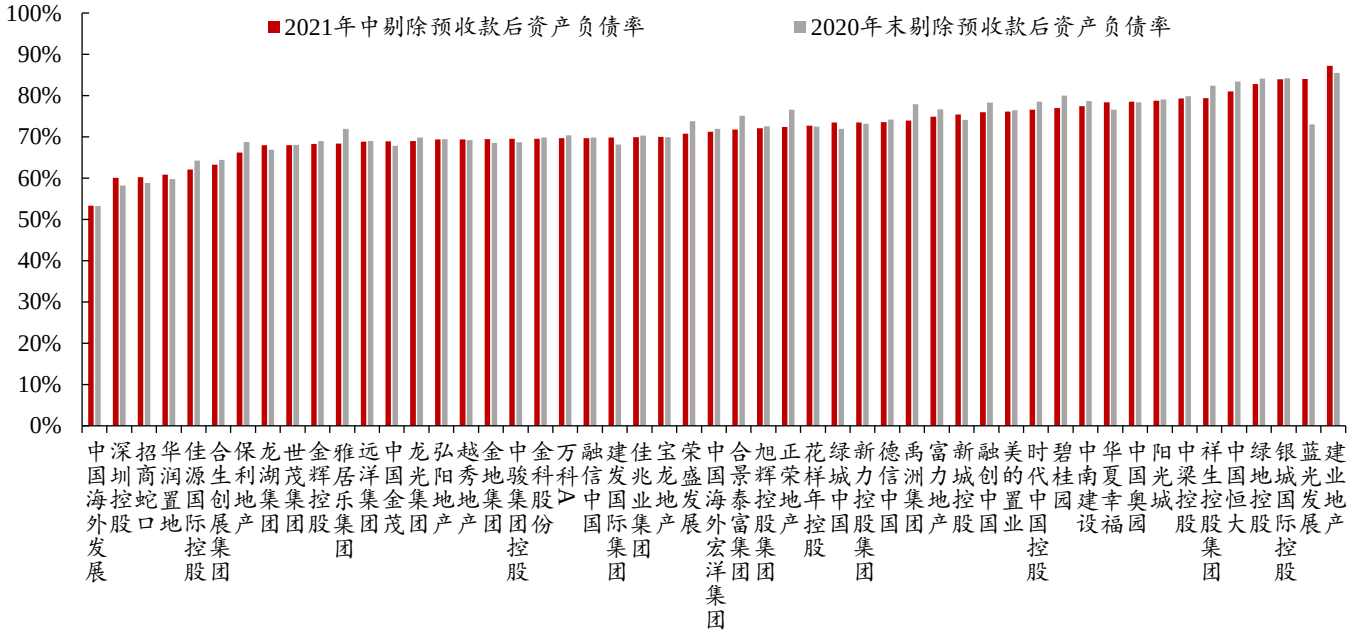
受益于财务状况改善，多数房企融资成本下行。融资成本方面，德信中国、雅居乐集团、金辉控股融资成本下降较多，2021 年中期较 2020 年末降幅分别达约 0.8pct、0.6pct 和 0.5pct；上述公司通过布局优势、积极开展主动债务管理及调整债务结构等方式实现了融资成本的较大降幅。值得注意的是，**部分国企及央企名字融资成本在原较低的基础上继续明显下行**，如建发国际集团、深圳控股、中国金茂、绿城中国、中海宏洋 2021 年中期融资成本较 2020 年末分别下降 0.5pct、0.5pct、0.4pct、0.3pct 和 0.3pct。在行业整体出现波动、融资难度加大的背景下，**上述公司融资端的优势或将决定未来的发展空间。**

图 19：中国恒大、祥生控股集团、美的置业 2021 上半年净负债率下降幅度较大



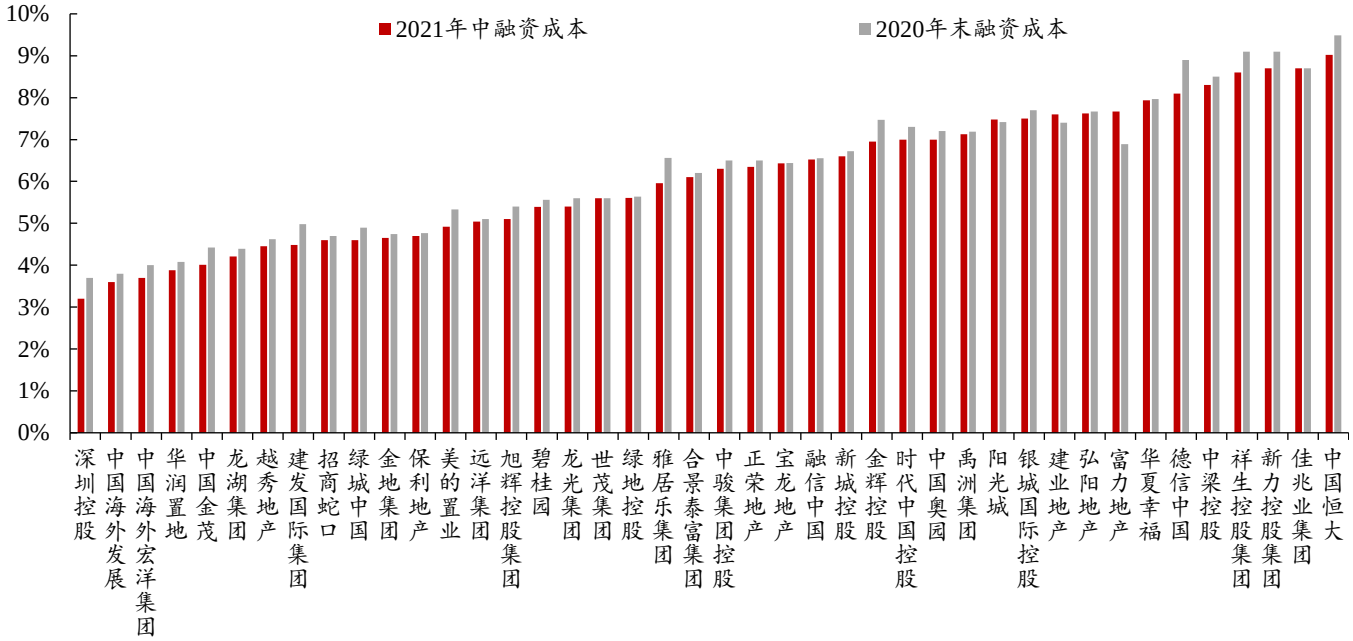
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：除中海及中海宏洋外（公告口径净负债率分母为归母净资产，为统一数据口径已进行调整），均以公司公告为准

图 20：正荣地产、禹洲集团、雅居乐集团 2021 上半年剔除预收款后资产负债率降幅较大



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：剔除预收款后资产负债率=（总负债-合同负债）/（总资产-合同负债）

图 21：德信中国、雅居乐集团、金辉控股 2021 上半年融资成本降幅较大



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 8：中国恒大、祥生控股集团等降杠杆成效显著，多数房企融资成本有所下行

公司	证券代码	净负债率		融资成本	
		2021H	较2020年末变动(pct)	2021H	较2020年末变动(pct)
中国恒大	3333.HK	99.8%	-53.1	9.0%	-47
祥生控股集团	2599.HK	96.6%	-39.8	8.6%	-50
美的置业	3990.HK	58.2%	-21.0	4.9%	-41
绿地控股	600606.SH	119.8%	-20.8	5.6%	-3
雅居乐集团	3383.HK	45.3%	-15.7	6.0%	-60
合生创展集团	0754.HK	66.0%	-14.0	-	-
荣盛发展	002146.SZ	66.5%	-13.7	-	-
佳源国际控股	2768.HK	40.7%	-13.1	-	-
新力控股集团	2103.HK	50.5%	-13.1	8.7%	-40
中国金茂	0817.HK	51.6%	-11.3	4.0%	-41
中梁控股	2772.HK	56.1%	-9.7	8.3%	-20
万科A	000002.SZ	86.6%	-9.4	-	-
融信中国	3301.HK	75.0%	-8.0	6.5%	-3
合景泰富集团	1813.HK	54.1%	-7.6	6.1%	-10
正荣地产	6158.HK	57.2%	-7.5	6.4%	-15
富力地产	2777.HK	123.0%	-7.2	7.7%	78
碧桂园	2007.HK	49.7%	-5.9	5.4%	-17

公司	证券代码	净负债率		融资成本	
		2021H	较2020年末变动(pct)	2021H	较2020年末变动(pct)
禹洲集团	1628.HK	80.4%	-5.4	7.1%	-6
佳兆业集团	1638.HK	93.7%	-4.2	8.7%	0
旭辉控股集团	0884.HK	60.4%	-3.6	5.1%	-30
德信中国	2019.HK	72.4%	-2.6	8.1%	-80
中南建设	000961.SZ	95.3%	-2.0	-	-
中国奥园	3883.HK	80.7%	-2.0	7.0%	-20
阳光城	000671.SZ	93.8%	-1.1	7.5%	6
龙光集团	3380.HK	60.8%	-0.6	5.4%	-20
龙湖集团	0960.HK	46.0%	-0.5	4.2%	-18
花样年控股	1777.HK	74.8%	-0.2	-	-
世茂集团	0813.HK	50.9%	0.1	5.6%	0
金辉控股	9993.HK	75.9%	0.6	7.0%	-52
中国海外发展	0688.HK	32.5%	1.3	3.6%	-20
深圳控股	0604.HK	43.7%	2.0	3.2%	-50
金科股份	000656.SZ	77.1%	2.0	-	-
万科A	000002.SZ	20.2%	2.1	-	-
保利地产	600048.SH	58.7%	2.2	4.7%	-7
越秀地产	0123.HK	49.8%	2.3	4.5%	-17
时代中国控股	1233.HK	68.7%	3.1	7.0%	-30
弘阳地产	1996.HK	53.9%	3.6	7.6%	-5
宝龙地产	1238.HK	77.8%	3.9	6.4%	-1
招商蛇口	001979.SZ	34.7%	5.9	4.6%	-10
金地集团	600383.SH	69.6%	7.1	4.7%	-9
华润置地	1109.HK	37.4%	7.9	3.9%	-20
建发国际集团	1908.HK	85.1%	11.4	4.5%	-50
绿城中国	3900.HK	75.2%	11.4	4.6%	-30
远洋集团	3377.HK	67.0%	12.0	5.0%	-6
中国海外宏洋集团	0081.HK	48.0%	14.7	3.7%	-30
新城控股	601155.SH	60.5%	16.8	6.6%	-12
中骏集团控股	1966.HK	77.9%	18.7	6.3%	-20
华夏幸福	600340.SH	211.1%	30.0	7.9%	-3
银城国际控股	1902.HK	196.3%	45.3	7.5%	-20
建业地产	0832.HK	92.6%	79.0	7.6%	20
蓝光发展	600466.SH	227.8%	139.2	-	-
平均		**75.4%**	**2.5**	**6.1%**	**-19**

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：除中海及中海宏洋（公告口径净负债率分母为归母净资产，为统一数据口径已进行调整）外，均以公司公告为准

房企降档进程延续，稳健房企保持优势。在51家有完整数据的房企中，24家房企达到绿档、21家为黄档、3家为橙档、3家为红档。降档情况方面，万科、佳兆业、雅居乐等3家房企未达标指标数由1项降为0项，进入绿档；祥生未达标指标数由2项降至1项，进入黄档；恒大、绿地、银城未达标指标数由3项降至2项，进入橙档。“三道红线”政策之下，房企各项信用指标整体继续改善，剔除预收款的资产负债率仍是房企红线达标的主要努力方向。中海、深圳控股、蛇口、华润、龙湖等继续保持优于同业的财务指标，其优势在行业波动期更加凸显。

少数股东投入增多、资产出售、加强销售回款等方式助力房企快速降档。以降档较快的雅居乐、佳兆业、绿地控股等房企为例：2021年上半年，雅居乐的少数股东权益由2020年末的125.2亿元大幅提升74.8%至218.8亿元，同时将卖地开支控制在销售额的28.7%，使得公司扣预负债率达标，由黄档进入绿档。得益于丰厚的资源储备，佳兆业截至2020年末仅扣预负债率略高于70%，2021年上半年通过快速的销售增长、控制买地支出和利润结转完成“三道红线”完全达标。绿地控股出售非核心资产、加速销售回款、调整债务结构等方式优化财务状况，2021年上半年现金短债比已实现达标，净负债率较2020年底也出现明显下降。由于多数房企已在2020年底实现快速降档，2021年上半年继续降档房企数量减少，但整体财务状况延续优化趋势。

国企央企达标情况普遍较好，部分民企指标保持优异。依托在合作方、金融资源等方面的优势，国企与央企名字“三道红线”指标达标较快，如建发2020年通过向大股东发行永续债95亿元，而2020年末公司归母权益约为83亿元，2021年上半年永续债继续增加50亿元至145亿元。同时，龙湖、旭辉、美的置业等部分民营房企继续保持了稳健的财务状况，流动性、偿债能力等指标处于同业中领先位置，**在行业基本面相对趋弱的环境中具备更大的灵活空间。**

表 9：多数上市房企“三条红线”指标优化

公司	代码	剔除预收款后资产负债率		净负债率		现金短债比		未达标指标数	
			>70%		>100%		<1	2021H	2020A
中国海外发展	0688.HK	53%	×	33%	×	2.6	×	0	0
深圳控股	0604.HK	60%	×	44%	×	1.7	×	0	0
招商蛇口	001979.SZ	60%	×	35%	×	1.3	×	0	0
华润置地	1109.HK	61%	×	37%	×	2.2	×	0	0
佳源国际控股	2768.HK	62%	×	41%	×	1.5	×	0	0
合生创展集团	0754.HK	63%	×	66%	×	1.6	×	0	0
保利地产	600048.SH	66%	×	59%	×	2.6	×	0	0
龙湖集团	0960.HK	68%	×	46%	×	5.5	×	0	0
世茂集团	0813.HK	68%	×	51%	×	1.9	×	0	0
金辉控股	9993.HK	68%	×	76%	×	1.5	×	0	0
雅居乐集团	3383.HK	68%	×	45%	×	1.4	×	0	1
远洋集团	3377.HK	69%	×	67%	×	1.9	×	0	0
中国金茂	0817.HK	69%	×	52%	×	1.6	×	0	0
龙光集团	3380.HK	69%	×	61%	×	1.9	×	0	0
弘阳地产	1996.HK	69%	×	54%	×	1.7	×	0	0
越秀地产	0123.HK	69%	×	50%	×	1.8	×	0	0
金地集团	600383.SH	69%	×	70%	×	1.5	×	0	0
中骏集团控股	1966.HK	70%	×	78%	×	1.6	×	0	0
金科股份	000656.SZ	70%	×	77%	×	1.4	×	0	0
万科A	000002.SZ	70%	×	20%	×	2.3	×	0	1
融信中国	3301.HK	70%	×	75%	×	1.3	×	0	0
建发国际集团	1908.HK	70%	×	85%	×	3.3	×	0	0
佳兆业集团	1638.HK	70%	×	94%	×	1.9	×	0	1
宝龙地产	1238.HK	70%	×	78%	×	1.3	×	0	0
荣盛发展	002146.SZ	71%	✔	67%	×	1.2	×	1	1
中国海外宏洋集团	0081.HK	71%	✔	48%	×	2.0	×	1	1
合景泰富集团	1813.HK	72%	✔	54%	×	2.0	×	1	1
旭辉控股集团	0884.HK	72%	✔	60%	×	2.7	×	1	1
正荣地产	6158.HK	72%	✔	57%	×	2.2	×	1	1
花样年控股	1777.HK	73%	✔	75%	×	1.6	×	1	1
绿城中国	3900.HK	73%	✔	75%	×	2.0	×	1	1
新力控股集团	2103.HK	74%	✔	51%	×	1.4	×	1	1
德信中国	2019.HK	74%	✔	72%	×	1.4	×	1	1
禹洲集团	1628.HK	74%	✔	80%	×	1.9	×	1	1
富力地产	2777.HK	75%	✔	123%	✔	0.5	✔	3	3
新城控股	601155.SH	75%	✔	60%	×	2.2	×	1	1
融创中国	1918.HK	76%	✔	87%	×	1.4	×	1	1
美的置业	3990.HK	76%	✔	58%	×	3.0	×	1	1
时代中国控股	1233.HK	77%	✔	69%	×	2.5	×	1	1
碧桂园	2007.HK	77%	✔	50%	×	2.1	×	1	1
中南建设	000961.SZ	77%	✔	95%	×	1.3	×	1	1
华夏幸福	600340.SH	78%	✔	211%	✔	0.1	✔	3	3
中国奥园	3883.HK	79%	✔	81%	×	1.3	×	1	1
阳光城	000671.SZ	79%	✔	94%	×	1.5	×	1	1
中梁控股	2772.HK	79%	✔	56%	×	1.5	×	1	1
祥生控股集团	2599.HK	79%	✔	97%	×	1.2	×	1	2
中国恒大	3333.HK	81%	✔	100%	×	0.7	✔	2	3
绿地控股	600606.SH	83%	✔	120%	✔	1.2	×	2	3
银城国际控股	1902.HK	84%	✔	196%	✔	1.2	×	2	3
蓝光发展	600466.SH	84%	✔	228%	✔	0.3	✔	3	1
建业地产	0832.HK	87%	✔	93%	×	1.9	×	1	1

数据来源：公司公告，Wind，中达证券研究；注：数据截至 2021 年中；由于业绩公告中债务相关科目附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异；计算现金短债比时包含受限制现金；净负债率除中海及中海宏洋（公告口径净负债率分母为归母净资产，为统一数据口径已进行调整）外，均以公司公告为准

5. 从钢铁行业整合看地产发展趋势

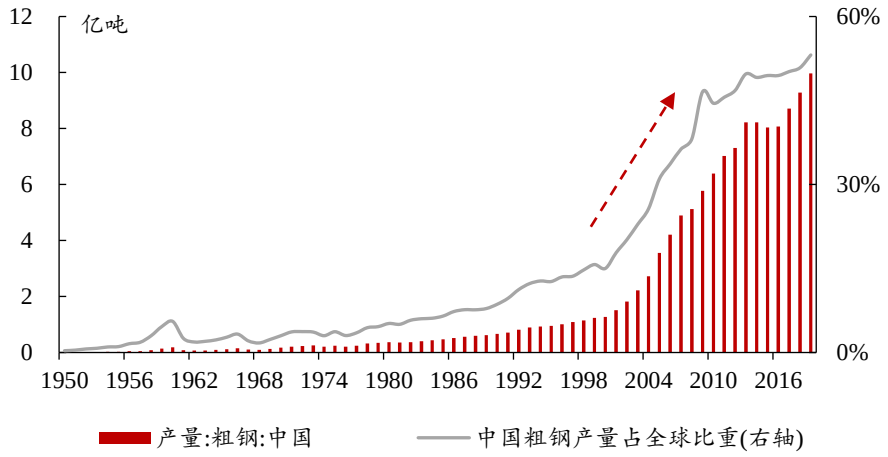
宏观环境带动钢铁行业景气变化。1）钢铁行业在工业化进程中快速发展。2）随着中国的经济发展进入新阶段，钢铁的需求增速放缓，行业竞争格局恶化、存量债务风险提升。3）政策在产能压降、信贷控制等多方面实施了调控，其中以存量债务风险化解为核心。**目前房地产的发展与当时钢铁的困局存在诸多相似之处，因此本章尝试从钢铁行业的整合历程展望地产的发展趋势。**

5.1 钢铁减产背景：宏观环境生变，存量债务风险提升

工业化进程中钢铁行业迅猛发展，宏观环境变化带动行业景气度下行。1）钢铁行业在工业化进程中快速发展。2）随着工业化进入新阶段，钢铁的需求总量增长承压，行业竞争格局恶化、存量债务风险提升。3）政府在产能压降、信贷控制等方面实施了调控，更关注存量债务风险。

21 世纪初，国内钢铁行业快速发展。21 世纪初中国加入 WTO 后，丰富的低成本劳动力带动全球制造业向中国转移，中国粗钢产量占全球的比重在 2000-2009 年加速提升，由 2000 年的 15.0%快速提升至 2009 年的 46.6%，2019 年末达 53.1%。

图 22：中国粗钢产量占比 2000 年后加速上升



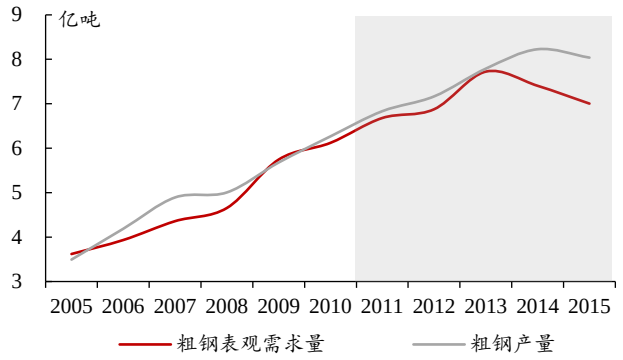
数据来源：Wind，国际钢铁协会，中达证券研究

钢铁行业整合的背景在于产能严重过剩、钢企经营压力加大、信用风险提升。

1）产能严重过剩：2011-2015 年，钢铁需求低迷，产能利用率、钢价单边下行，钢铁企业利润率承压、资产负债率提升。在城镇化和工业化逐步推进、国内经济增长偏弱的背景下，尽管粗钢产量增速在 2011-2015 年有所放缓，但地产投资增速放缓、制造业景气度偏低等因素共同导致了钢铁需求大幅走弱，2011 年后粗钢产量与表观需求量的差距明显加大。需求低迷环境下，粗钢产能利用率持续下滑（2015 年降至 70%以下）、2011-2015 年螺纹钢价格单边下行。

2）钢企经营压力加大：在产能严重过剩的影响下，大中型钢铁企业的利润率在 2011-2015 年持续下降，由 2010 年的 2.9%降至 2015 年的-2.2%。另一方面，快速发展阶段钢铁企业举债扩充产能、行业景气下行时钢企难以快速减产，利润率下行也加剧了资产负债率的提升和流动比率等偿债能力指标的下降。

图 23：2011 年后钢铁供需缺口扩大

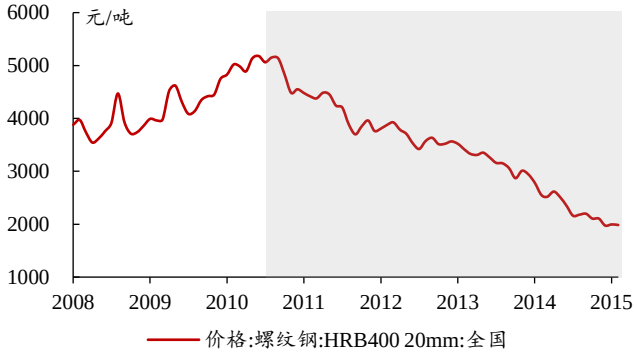


数据来源：Wind，国际钢铁协会，国家统计局，中达证券研究

图 24：2011-2015 年粗钢产能利用率持续下行

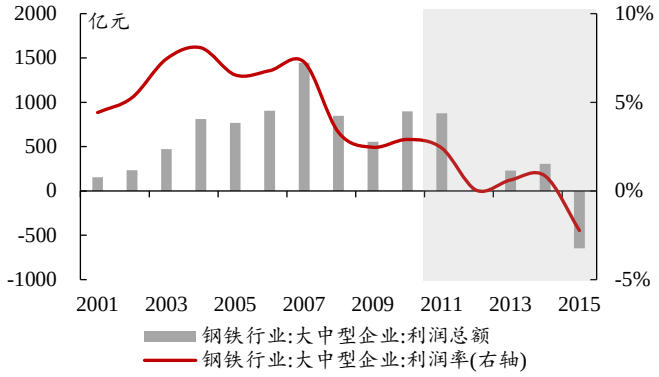
数据来源：Wind，工信部，中达证券研究

图 25：螺纹钢价格 2011 年初-2015 年末单边下行



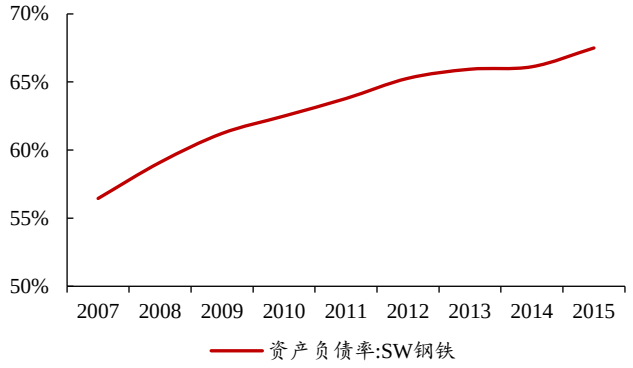
数据来源：Wind，中达证券研究

图 26：大中型钢铁企业利润率 2011-2015 年有所下降



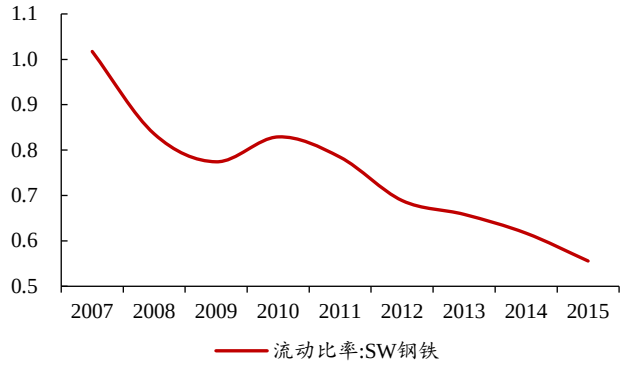
数据来源：Wind，中国钢铁工业协会，中达证券研究

图 27：钢铁板块资产负债率 2011-2015 年持续攀升



数据来源：Wind，中达证券研究

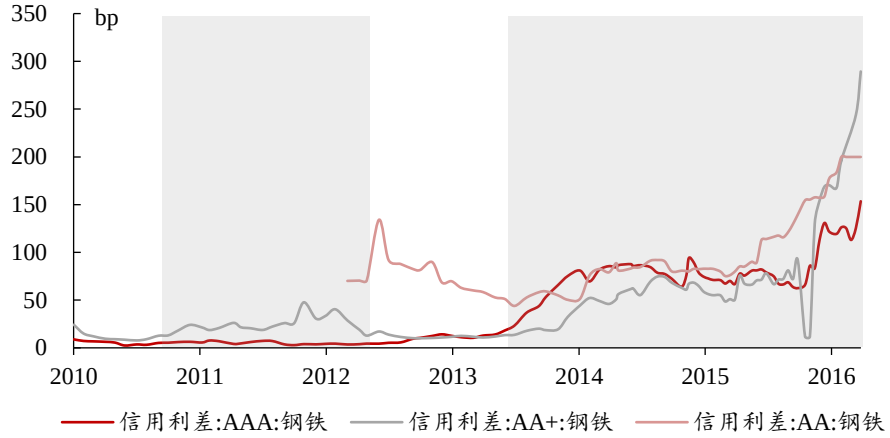
图 28：钢铁板块流动比率 2011-2015 年持续下行



数据来源：Wind，中达证券研究

3）信用风险暴露：2011-2015 年，钢铁行业信用利差多次走扩；2016 年，东北特钢多笔信用债构成实质违约，违约债券涉及余额占当年全行业实质违约金额的 18.3%。钢铁行业信用债余额快速增长，根据 Wind 的统计和行业分类，2010-2015 年钢铁行业信用债余额累计增长 123%。**出于对钢铁行业存量债务风险的考量，钢铁行业去产能调控加码，业内整合大幅提速。**

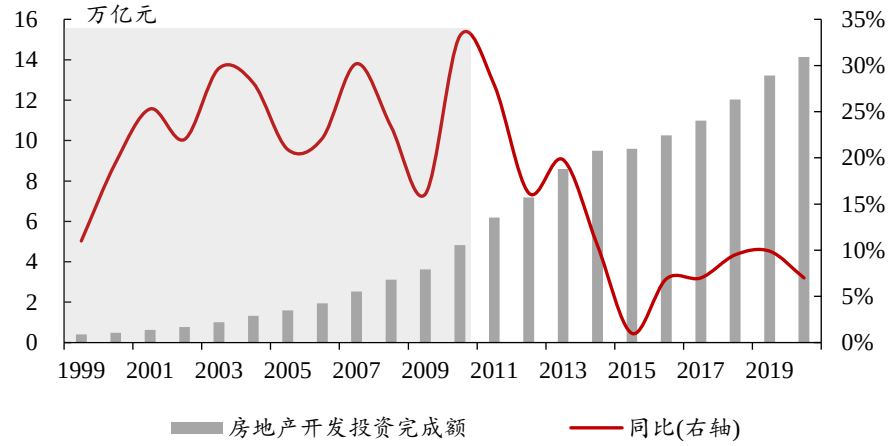
图 29：2011-2015 年，钢铁行业信用利差多次走扩



数据来源：Wind，中达证券研究

城镇化进程中，房地产行业蓬勃发展。房地产在 2003 年被确立为支柱产业，巨大的人口红利（总抚养比持续下降至 2010 年）和城镇化空间（2000 年末城镇化率仅 35.9%，远低于美国、日本等发达国家）为房地产行业带来了充足的需求，2000-2010 年，房地产开发投资完成额同比增速在大部分年份均高于 20%，2000-2010 CAGR 达 25.7%。

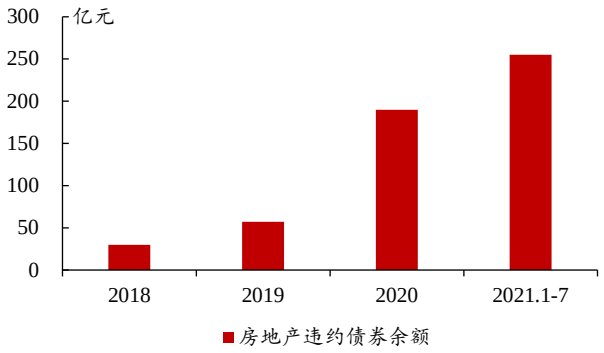
图 30：2000-2010 年地产投资增速较高



数据来源：Wind，国家统计局，中达证券研究

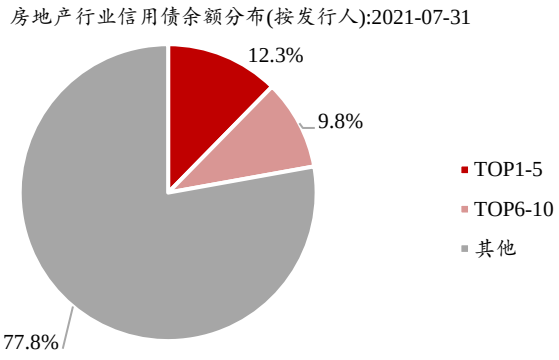
当前房企盈利能力下滑、违约事件增多，房地产行业存量债务规模较大、集中度偏低。2016-2018 年土地出让成本偏高、2018 年后限价趋严，低毛利项目结算导致主流房企毛利率 2019 年起有所下行；另一方面，经营压力也导致 2020 年来房企违约事件明显增多，2020 年及 2021 年 1-7 月，房地产行业信用债违约金额分别达到 189.8 亿元、255.0 亿元。根据 Wind 的统计和行业分类，2021 年 7 月末房地产行业信用债余额约 2.0 万亿元，集中度较低（余额前十发行人合计占比仅 22.2%），监管难度较大。**在存量债务风险提升的背景下，地产行业调控趋严。**

图 31：2020 以来房企债券违约金额大幅提升



数据来源： Wind，中达证券研究

图 32：当前房地产行业存量债务集中度较低

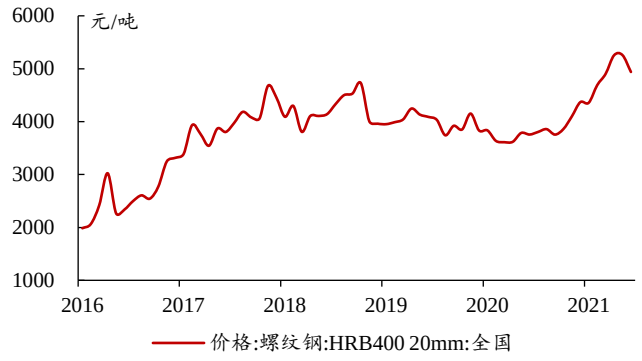


数据来源：Wind，中达证券研究

5.2 钢铁减产成果：供需格局改善，存量债务增速放缓

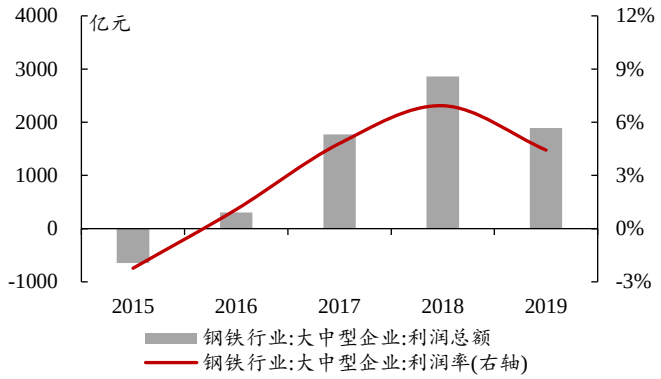
供需格局改善，2016 年后钢铁行业信用债余额增速放缓。在行政手段（调控政策更完善、执行力明显提升）和市场手段（钢企在经历 2015 年的亏损后增产能力与意愿减弱）的共同作用下，钢铁行业去产能效果良好。1）供需格局改善：2017 年下半年螺纹钢价格回升至超 4000 元/吨。2）钢企经营改善：2018 年大中型钢企利润率回升至 6.9%、SW 钢铁资产负债率由 2015 年的 67.5%降至 2018 年的 57.6%。3）信用债总额增速放缓：钢铁信用债余额 2015-2020 年仅累计增长 16%。

图 33：供需格局改善，2016 年后螺纹钢价格提升



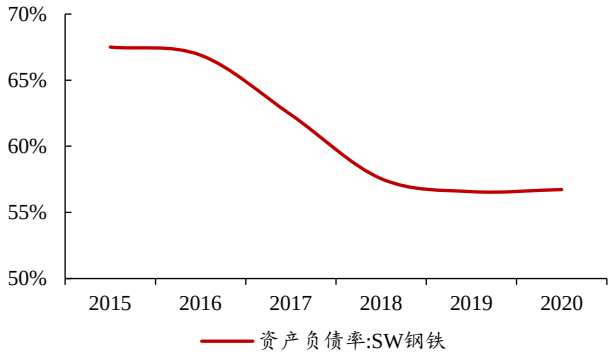
数据来源：Wind，中达证券研究

图 34：2016 年后钢铁企业盈利情况改善



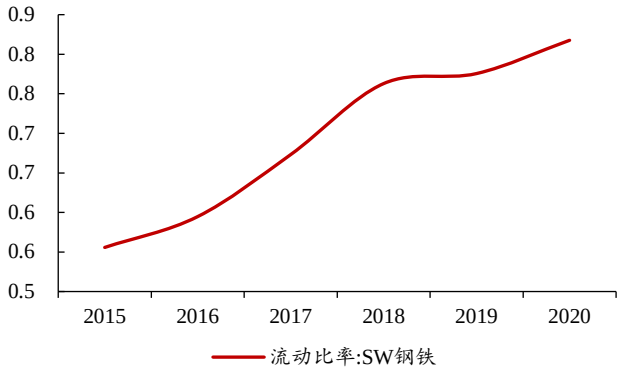
数据来源：Wind，中国钢铁工业协会，中达证券研究

图 35：钢铁板块资产负债率 2016 年后下行



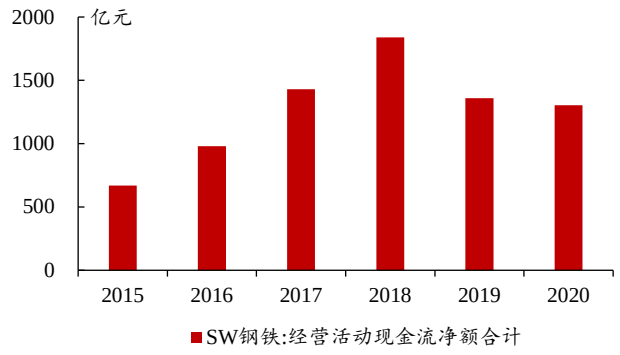
数据来源：Wind，中达证券研究

图 36：钢铁板块流动比率 2016 年后提升



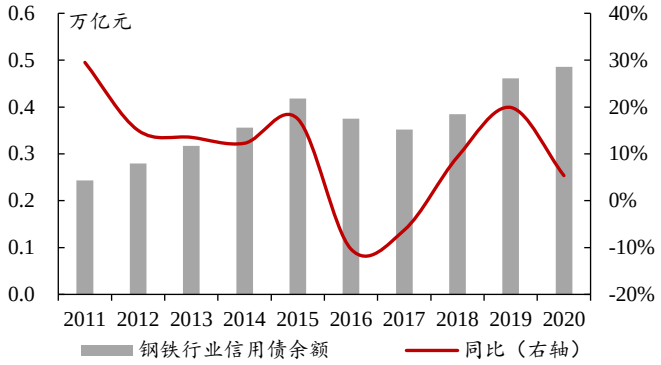
数据来源：Wind，中达证券研究

图 37：钢铁板块经营活动现金流 2016-18 年持续改善



数据来源：Wind，中达证券研究

图 38：钢铁行业信用债余额 2016-2017 年有所下降



数据来源：Wind，中达证券研究

5.3 钢铁行业整合的启示

当前房地产调控与过去钢铁减产政策存在相似之处：1）政策仍以存量债务风险化解为核心，“三线四档”、涉房贷款集中度均意在控制行业债务总量。2）集中供地、融资管控等政策使土地、金融资源竞争加剧，与钢铁行业压降产能的方式相似。

钢铁行业去产能以行政手段为主导，房地产行业出清更基于房企经营能力的差别。钢铁行业的调控以下达去产能量化目标、加速兼并重组等行政手段为主导；当前房地产行业的出清则更基于新政之下、房企经营能力的差别，2020 年 8 月以来的多项综合调控已从多方面对房企经营带来了考验。例如，融资收紧后房企资金来源更依赖于销售回款，部分产品与居民购房需求错配的房企随即面临较大的资金压力；集中供地政策对房企运营节奏、投资模式、资金铺排等各项能力提出了更高要求，综合能力更强的房企在上半年的土地市场中更为从容。

表 10：过去钢铁行业减产、当前房地产行业调控以风险控制为出发点

	钢铁政策	房地产政策
存量债务总规模	• 压降产能：间接限制新增债务 • 差异化信贷制度：直接限制新增债务	• “三线四档”：直接限制新增债务 • 涉房贷款集中度：直接限制新增债务
存量债务集中度	差异化信贷制度、推动行业兼并重组	通过信贷政策、集中供地等考验房企综合能力，实现行业出清

数据来源：中达证券研究

房地产信用债余额增速料将放缓，集中度提升过程进一步延续。尽管钢铁产品标准化程度高、房地产区域属性更强，但从钢铁行业的整合经验来看，预计房

地产行业将出现以下局面：1）债务总额：行业债务增速放缓；实际上，地产行业信用债增速在2018年后已明显放缓，2020年后境内房地产信用债多呈净偿还状态。当前融资环境下，房地产存量债务占比有望继续下行。2）债务集中度：行业集中度及债务集中度提升的过程或将进一步延续。

6. 投资建议

行业出清进行时，寻找具备长期逻辑标的。必须承认，因自身诉求、市场期待等各种因素影响，房企在快速发展过程中或多或少积累了一些待解问题。展望未来，**稳健型龙头房企依然有望保持优势，而过去关注度相对较低的国企、央企将依托其土地和金融资源优势而相对受益**。对于区域型房企，**稳守传统优势区域、发挥拿地特色仍有机会获得足够发展空间**，成为小而美的特色标的。行业出清周期，上述房企有望穿越周期、实现长期稳健发展。

7. 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和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。