内地房地产周度观察

流动性承压，去化率降低——房企违约分析之一

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

专题研究：

行业环境变化、部分房企流动性承压，行业风险暴露延续。2021 年，房地产境内外违约债券规模持续增长，2021年初至今境内外债券违约日债券余额分别达 560 亿元（较 2020 全年增长 73.8%）、20.7 亿美元（较 2020 全年增长 42.3%）。2020 年及以前，多数房企的违约由盲目多元化、产品与市场需求错配等因素驱动；2021年来，房企信用风险的暴露更源于由行业环境变化、经营战略等导致的流动性压力。

违约房企风险化解进展较慢，资产质量等为违约债券兑付关键。根据 Wind 的统计，境内违约地产债均未偿还本金；根据 Bloomberg 的统计，2018 年后境外违约地产债多未偿还本金（仅阳光 100 未偿还金额降至违约日未偿付本金额的 89%）。从华夏幸福的重组方案和佳兆业境内外债务的重组安排来看，二者均未削减本金、利息予以减少，并延长偿还期限，主要依托资产变现及后续经营逐步清偿；资产质量等为资金顺利回流、违约债券兑付的关键。

华夏幸福：产城一体化异地复制受城市产业发展进程等因素制约，销售回款偏弱、行业融资监管等增大流动性压力。华夏幸福 2016 年起加速异地复制，但受部分城市产业发展进程等因素的制约，部分新拓园区运营和宅地获取有所承压（河北以外新增宅地面积 2018-2020 年分别同比-31.0%/+17.5%/-23.1%）、部分园区配套住宅需求偏弱，其来自河北以外区域的销售面积 2018 年后有所下滑，2020 年同比下降 62.2%。同时，华夏幸福在河北的新增宅地亦持续减少，叠加 2017 年起环京市场调控趋严，共同带动河北区域销售持续下滑。大规模的前期资金投入和销售回款相对偏弱等共同使融资对华夏幸福的经营更为重要，2020 年下半年来的行业调控进一步增大了其流动性压力。

蓝光发展：部分新增项目去化难度提升，行业变化进一步带动流动性承压。2018 年，蓝光加速进入低线市场，布局城市数量大幅增多（由 2017 年的近 30 座增加至 2018 年的 50 余座）、拿地强度明显提升（2018 年新增土储总建面/当年销售面积提升 0.90 倍至 1.87 倍）、新拿地所处城市能级下降（2018 年新拿地计容面积多位于茂名、宝鸡、郑州、眉山等地）。与此同时，蓝光在成都的土地投资有所减少（2018 及 2020 年位于成都的新增计容面积占比分别为 0.2%/0.9%）、销售金额 2018 年后亦有所下降，2016、2018 年蓝光分别位居克而瑞成都商品房企业成交金额排行第 7 位/第 2 位，2020 年不再位居前十。随着棚改货币化退潮、2021 年按揭额度收紧，部分低线项目的去化难度有所提升；另一方面，融资监管趋严也进一步使蓝光的流动性有所承压。

投资建议:

本周，行业信用风险继续暴露，板块避险情绪明显提升。尽管 9 月末央行两次提及“两维护”、广佛等地部分银行按揭利率出现一定下调，但居民购房情绪和商品房销售的显著回暖尚需一定时间。审慎的财务纪律、良好的信用表现仍为部分房企的突出优势。维持行业“强于大市”评级。

注：由于国庆期间多地房管局数据缺失，本周成交数据暂停更新。

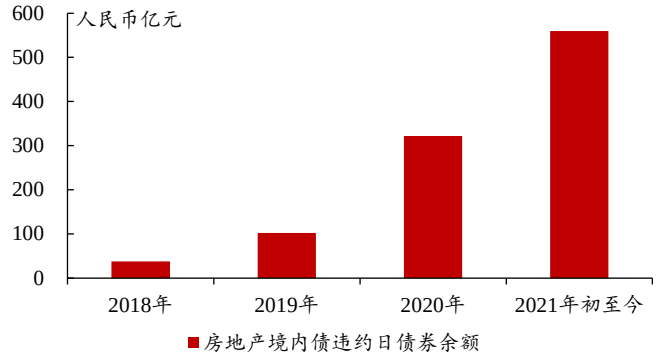
1. 流动性承压，去化率降低——房企违约分析之一

2021 年来，行业信用风险暴露明显提速，目前房地产债券违约及偿付情况如何？违约房企有何特点？

1.1 部分房企流动性承压，行业风险暴露延续

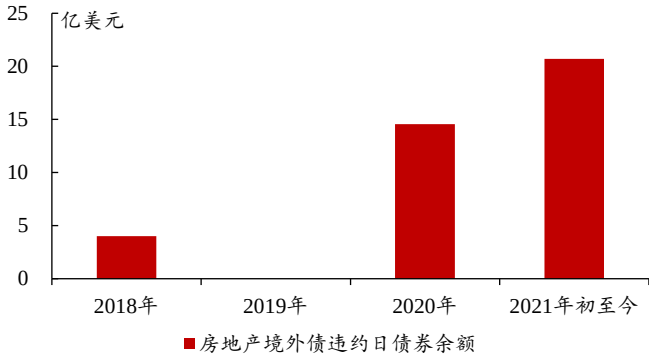
境内外房地产债券违约金额均继续提升。境内债券方面，根据 Wind 的行业分类和统计，2018 年起房地产境内债券违约日债券余额持续增长，2018-2020 年分别约 38 亿元、102 亿元、322 亿元，2021 年初至今已达 560 亿元、较 2020 年全年增长 73.8%。境外债券方面，根据 Bloomberg 的行业分类和统计，2018、2020 年及 2021 年至今房地产境外债违约日债券余额分别约 4 亿美元、14.6 亿美元和 20.7 亿美元，2021 年初至今房地产境外债违约日债券余额较 2020 年全年增长 42.3%。

图 1：2021 年房地产境内债券违约规模大幅扩大



数据来源：Wind，中达证券研究

图 2：2021 年房地产境外债违约规模明显扩大



数据来源：Bloomberg，中达证券研究

2021 年来风险暴露房企数量增多，涉及房企销售规模更大、对地产主业专注度较高。2020 年及以前，多数房企的违约更由盲目多元化、产品与市场需求错配等因素驱动：新华联、中弘股份等过于专注文旅地产，银亿股份、华业资本盲目进军高端制造、医疗等业务，泰禾过去扩张过于激进且高端的产品定位与市场需求存在一定错配等（详见专题报告《信用风波下的地产债趋势》）。2021 年后，债券违约、逾期支付或未付息的房企数量有所增多，且涉及房企的规模更大、对地产主业的专注度业较高。相对 2020 年及以前违约的房企而言，**2021**

年以来，房企信用风险的暴露更由于地产业务经营情况的变化带来的流动性短缺。

表 1：债券违约/逾期支付/利息未付房企持续增多，2021 年涉及房企规模更大

年份	部分债券违约/逾期支付/利息未付房企
2018	华业资本、中弘股份、银亿股份
2019	国购投资、正源房地产
2020	新华联、泰禾集团、天津房地产集团、三盛宏业、福晟集团
2021	华夏幸福、蓝光发展、阳光 100、新力控股集团、中国恒大、花样年控股

数据来源：Wind，中达证券研究

1.2 违约房地产债务偿付情况几何？

违约房企风险化解进展普遍较慢，境内房地产违约债券本金均尚未偿还、境外佳兆业兑付进展较快。根据 Wind 的统计，违约的房地产信用债均未偿还本金，仅 2020 年 6 月重庆爱普地产一笔本息展期的私募债兑付了 500 万元利息（逾期利息合计 5000 万元）。境外方面，根据 Bloomberg 的统计，2018 年后境外违约地产债多未偿还本金（仅阳光 100 未偿还金额降至违约日未偿付本金额的 89%），佳兆业 2015 年初首次违约，2016 年历经波折后完成债务重组。

华夏幸福重组方案：存量资产变现、资产剥离和通过后续经营发展逐步偿还。华夏幸福于 2021 年初违约，2021 年 9 月末初步拟定了对公司 2192 亿元金融债务的重组计划，为目前债务风险化解进展较快的房企。从清偿方案上来看，华夏幸福主要依托于存量资产变现（包括卖出资产后现金兑付 570 亿元、以持有型物业等资产等约 220 亿元资产设立的信托收益权份额抵偿）、资产剥离（出售项目公司股权一并带走金融债务约 500 亿元）、后续经营发展（包括应收账款质押债务按年度分期按比例偿还、存量项目开发贷逐步销售偿还、550 亿元由公司承接的金融债务展期并通过后续经营发展逐步清偿等）。

表 2：华夏幸福 2192 元金融债务拟通过存量资产变现、资产剥离和通过后续经营发展逐步偿还

金融债务金额（人民币亿元）	清偿方案
570	**现金兑付**，资金来源于资产出售（预计回笼 750 亿，剩余资金用于落实开发和交付责任等）
500	随**项目公司股权出售一并带走并转出公司**，展期、降息，由项目公司依据债务重组协议约定还本付息
352	1）应收账款质押和实物抵押债务：维持原财产担保措施不变，展期期间利率下调；应收账款质押的按年度分期按比例偿还，实物资产若被处置或出售则其所担保债权可在处置或出售价款内优先清偿 2）开发贷：相关金融机构维持开发贷余额不变、利率下调，存量项目逐步销售偿还，新增项目逐步投放
220	以约 220 亿元**有稳定现金流的持有型物业等资产设立信托计划**，并以信托收益权份额偿付
550	由公司承接，**展期、降息，通过后续经营发展逐步清偿**；展期届满后，根据企业后续经营情况，协商直接清偿或继续展期。

数据来源：公司公告，中达证券研究

佳兆业重组方案：本金不削减并随时间悉数偿还，利息予以减少并延长期限。境内债务方面，佳兆业 2015 年 3 月提出境内债务重组计划，涉及债务包括 124 亿元银行债务及 356 亿元非银金融机构债务，主要条款包含抵押品及担保不出现变动、本金将不予削减并随时间偿还、利息将予减少并延长。截至 2016 年 3 月 20 日，境内债务中 90%已结付或重组。境外债务方面，在 2015 年 3 月提出的首轮重组方案遭否决后，2015 年 11 月再次提出新一轮重组方案，债权人可将其持有的债务转换为佳兆业新发行的高息票据、或然价值权及强制可交换债券；新高息票据的到期年限由 2015-2020 年延长至 2019-2021 年，票息率由 6.875%-12.875%降至最高 9.90%。境外债务重组生效日期及转换日期于 2016 年 7 月 21 日进行，相应高息票据、或然价值权及强制可交换债券亦于转换日期完成发行。

表 3：佳兆业境内债务重组不削减本金、利息予以减少，兑付期限延长

境内债务	债务余额(人民币亿元)
银行债务	124.2
非银金融机构债务	355.5
合计	**479.7**
主要条款	
债务抵押品及担保	不变
本金	**不削减，随时间悉数向所有债权人支付**
利息	**削减**（减少后利息不低于中国人民银行贷款基准利率的 70%），**展期**（延长后剩余年期不低于 3 年不多于 6 年，原有债务剩余期限多于 6 年的债务仍按照原有期限执行）

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：债务余额截至 2014 年 12 月 31 日

表 4：佳兆业境外债务重组不削减本金、票息率予以下调，兑付期限延长

境外债务	余额(亿元)	货币单位	到期时间	票息率
可换股债券	15.0	CNY	2015	8%
优先票据	18.0	CNY	2016	6.875%
	2.5	USD	2017	12.875%
	8.0	USD	2018	8.875%
	4.0	USD	2019	9%
	5.0	USD	2020	10.25%
贷款:汇丰	11.5	HKD	-	-
贷款:工商银行	2.5	HKD	-	-
总计	170.4	CNY	-	-
重组方案：将现有每 1000 元申索票据及贷款替换为				
方案一	1000 元新高息票据+触发事件情况下的或然价值权			
方案二	1025.98 元新高息票据			
方案三	1000 元强制性可交换债券			
主要条款				
新高息票据	发售 5 个系列新高息票据，**到期日介于 2019-2021 年，票息率最高 9.9%**			
或然价值权	根据佳兆业普通股隐含市值设立触发事件，发生时获新高息票据本金总额的 7%。			
强制性可交换债券	受削减机制限制，即若申索金额达强制性可交换债券最高金额上限，则各债权人可获强制性交换债券金额按申索比例分配，剩余申索转为方案一或二			

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：债务余额截至 2014 年 12 月 31 日

资产质量等为违约债券兑付关键，行业调控偏紧或使房企风险化解进展放缓。目前部分企业风险化解进展较为缓慢的原因可能包含：1）公司资产变现能力较弱：部分企业因过度聚焦文旅地产或其他景气度较低行业而导致流动性短缺、债务违约，上述资产的去化和现金回流能力在引入投资者方面缺乏充足吸引力，难以迅速优化公司流动性。华夏幸福的风险化解多基于资产变现、后续经营等，佳兆业丰厚的资源禀赋、通过高周转平衡现金流的开发模式对其债务的偿付也至关重要。2）目前行业环境下，其他房企资金普遍偏紧：融资监管、涉房贷款集中度政策、集中供地等因素共同使得目前房企资金面普遍偏紧、可能因资金压力降低收购意愿。

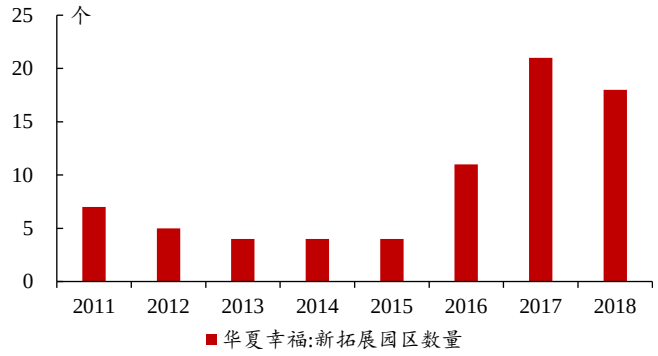
1.3 房企违约分析之一：流动性承压，去化率降低

行业环境、经营战略等导致了部分房企地产业务经营状况的变化。部分房企的商业模式在复制时实际存在一定制约，不合时宜的大规模异地扩张亦对部分房企的正常经营带来了压力。同时，2020 年下半年来的行业调控进一步加速了行业风险暴露。

华夏幸福：产城一体化异地复制受城市产业发展进程等因素制约，销售回款偏弱、行业融资监管等增大流动性压力。异地复制过程中，部分城市或都市圈的外向发展进程可能偏慢，难以为相应产业园区的发展提供最合适的外部环境；产城一体化的开发模式下，产业园区运营和配套住宅去化情况不佳将为开发企业带来显着的资金压力。华夏幸福 2016 年起加速异地复制，2016-2018 年分别于国内新拓展园区 11/21/18 个，2019 年新入库 PPP 项目 7 个，4 年内新拓展的河北省内园区仅 2016 和 2017 年各 1 个（此前每年拓展园区仅约 4-6 个，且多位于河北省内）。

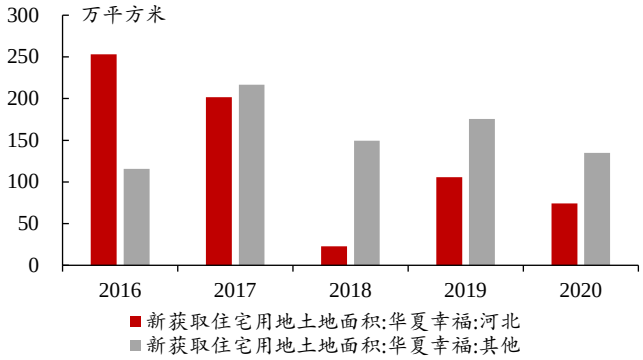
住宅用地获取偏少及部分园区配套住宅需求偏弱等因素对销售回款带来了压力。根据 Wind 对华夏幸福拿地公告的统计，尽管 2017-2018 年华夏幸福异地复制加速，但其于河北以外地区新获取的住宅用地面积除 2017 年（+87.4%）外并未出现显着增长，2018-2020 年河北以外地区新获住宅用地土地面积分别同比-31.0%/+17.5%/-23.1%；华夏幸福来自河北以外区域的销售面积在 2016-2018 年快速提升，但进入 2019 年后，住宅用地获取不足和部分园区配套住宅需求偏弱等因素使得华夏幸福来自其他区域的销售面积有所下降，2020 年同比降幅（-62.2%）甚至大于来自河北省的销售面积（-54.7%）。另一方面，2016 年后，聚焦于异地复制的华夏幸福在河北的新获住宅用地面积明显下滑，叠加 2017 年起环京市场调控趋严，共同带动华夏幸福来自河北的销售面积 2017 年同比下降 27.4%至 635 万方，2020 年来自河北的销售面积降至 211 万方。**大规模的前期资金投入和销售回款相对偏弱等因素共同使得华夏幸福 2017 年起经营性现金流为负，融资对华夏幸福的经营更趋关键。**

图 3：华夏幸福 2016 年起加速异地复制



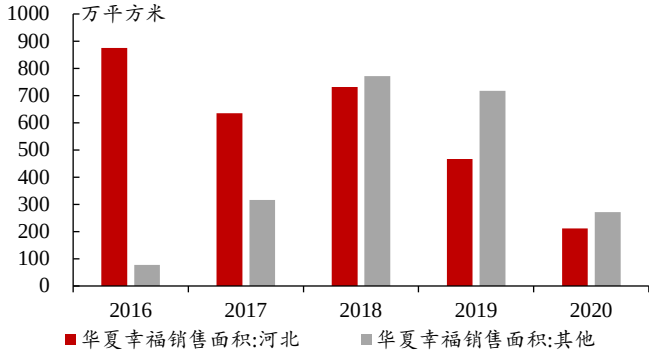
数据来源：Wind，中达证券研究

图 4：华夏幸福河北以外地区获取住宅用地偏少



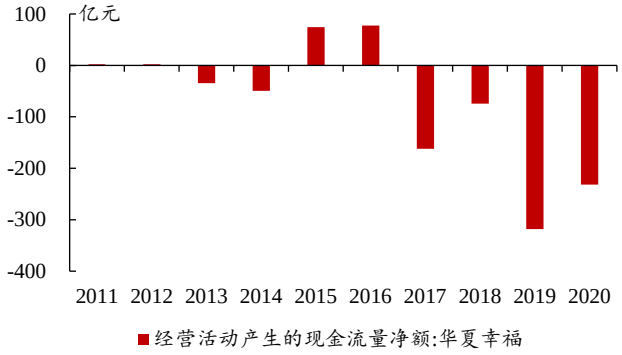
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 5：河北及其他区域销售面积 2018 年后均有所下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

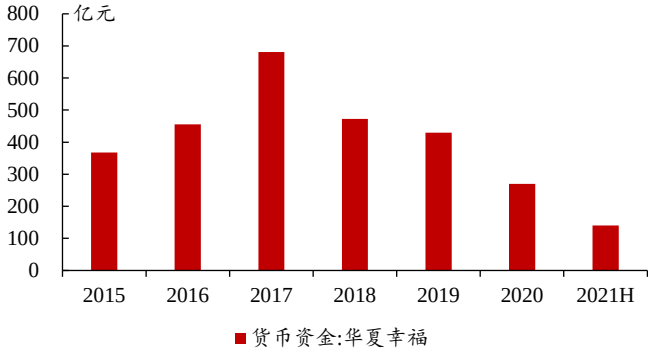
图 6：华夏幸福经营性现金流 2017 年起持续为负



数据来源：Wind，中达证券研究

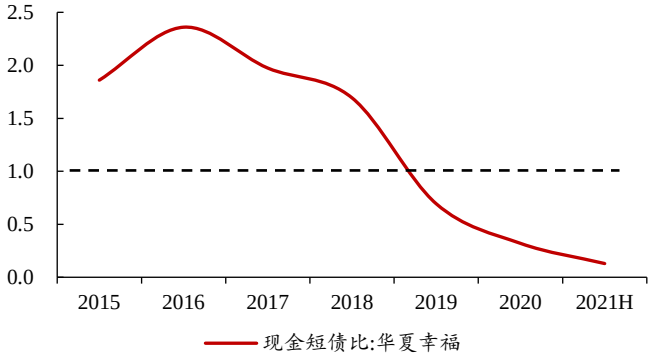
开拓商业地产及相关业务，资金回流相对住宅高周转开发销售模式偏慢。2018 年起，华夏幸福积极探索新增长点，一方面开拓代建、运营管理等轻资产模式，一方面积极布局包括商业综合体、公共住房、康养、科学社区等商业地产及相关业务。然而，上述业务的资金回流未能完全弥补销售回款的下滑。2017 年后，华夏幸福的货币资金及现金短债比持续下行，净负债率及融资成本持续提升；2021 年初，华夏幸福首次出现债券违约。

图 7：2017 年后华夏幸福货币资金持续下降



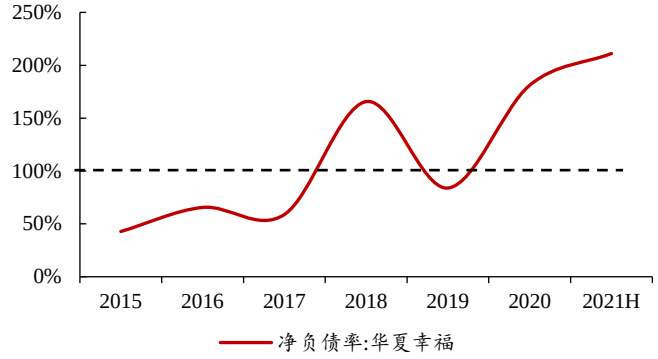
数据来源：Wind，中达证券研究

图 8：华夏幸福流动性压力持续增大



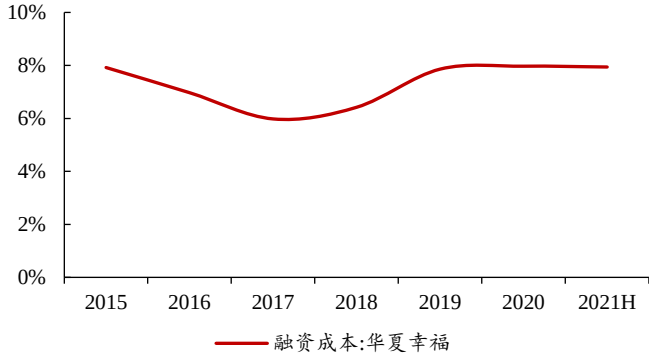
数据来源：Wind，中达证券研究

图 9：华夏幸福净负债率持续提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：华夏幸福 2017 年后融资成本明显提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

蓝光发展：部分新增项目去化难度提升，行业变化进一步带动流动性承压。全国化发展是区域型房企规模扩张的主要路径，但选择扩张的时间和区域可能导致公司经营成果的差异。以蓝光发展为例，随着棚改货币化退潮、2021 年按揭额度收紧，2018 年后部分新增项目的去化难度有所提升；融资监管趋严也进一步使蓝光的流动性承压。

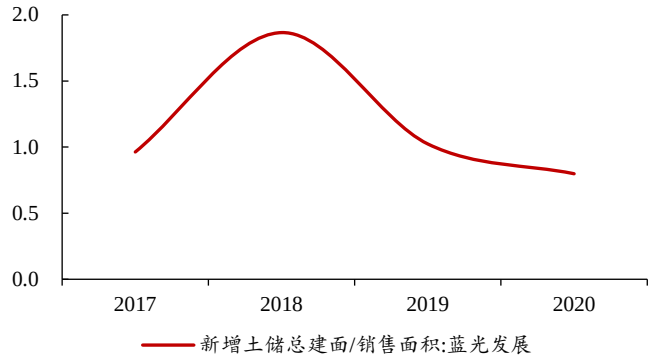
2018 年起，蓝光发展加速进入低线城市。2015 年蓝光完成重组上市，并积极由成都区域向中部、东部拓展。2015-2017 年，蓝光在全国化进程中多选择苏州、合肥、武汉、无锡、西安等重点二线城市，销售均价由 2015 年的 8471 元/平提升至 2016 和 2017 年的 10701、9545 元/平。**2018 年，蓝光布局城市数量大幅增多、拿地强度明显提升、新拿地所处城市能级有所下降：**布局城市数量由 2017 年的仅 30 座增加至 2018 年的 50 余座，新增土储总建面/当年销售面积提升 0.90 倍至 1.87 倍，新拿地计容面积多位于茂名、宝鸡、郑州、眉山等城市。

表 5：蓝光发展 2018 年新拿地城市能级明显下降

	新获取土地面积		新获取计容建面		
	2016	2017	2018	2019	2020
新增土储面积前十城市	无锡	昆明	茂名	重庆	昆明
	西安	天津	宝鸡	成都	西安
	昆明	成都	郑州	天津	常州
	天津	泸州	眉山	宝鸡	南阳
	成都	杭州	重庆	昆明	咸阳
	南昌	长沙	衡水	福州	武汉
	南京	宿迁	徐州	涟水	郑州
	合肥	惠州	晋中	上虞	阜阳
	青岛	嵊州	宁波	常州	佛山
	长沙	南通	漯河	贵阳	南宁
合计占比	**100.0%**	**78.5%**	**65.1%**	**66.2%**	**53.6%**

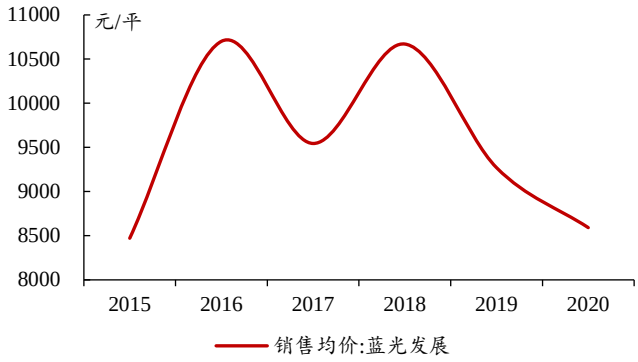
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2016-2017 年仅披露土地面积

图 11：2017-2018 年蓝光拿地强度较大



数据来源：公司公告，中达证券研究

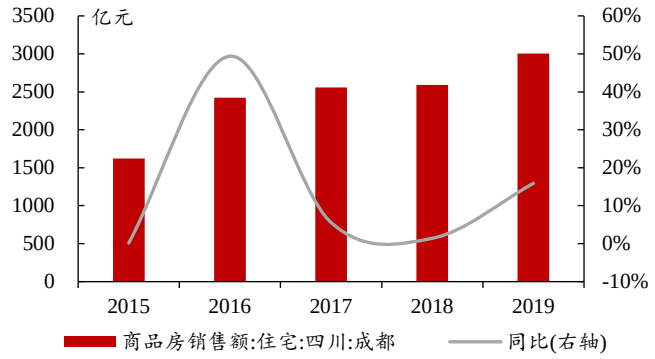
图 12：蓝光销售均价 2019 年起快速下滑



数据来源：公司公告，中达证券研究

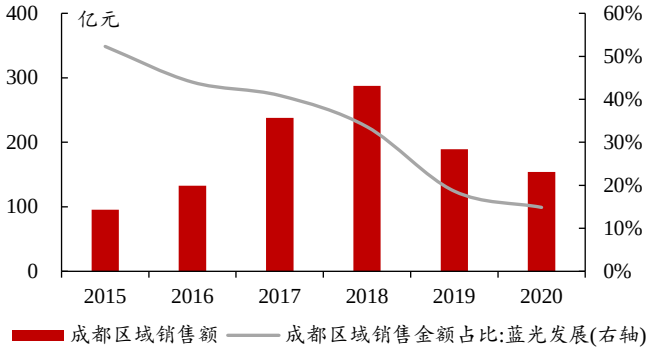
2018 年后蓝光于成都区域的土地投资和销售额有所下降。成都为蓝光的传统优势区域，2015 年成都区域贡献了蓝光 52.3%的销售额；随着公司的全国化战略推进、尤其是 2018 年及 2020 年在成都的新增土地投资较少（2018 及 2020 年，位于成都的新增计容面积占比分别为 0.2%/0.9%），尽管成都商品住宅销售额 2015 年后持续增长，但 2018 年后蓝光成都区域的销售额持续下降。根据克而瑞的数据，2016、2018 年蓝光分别位居成都商品房企业成交金额排行第 7 位/第 2 位，2020 年则已不再位居前十。

图 13：成都商品住宅销售额持续增长



数据来源：国家统计局，中达证券研究

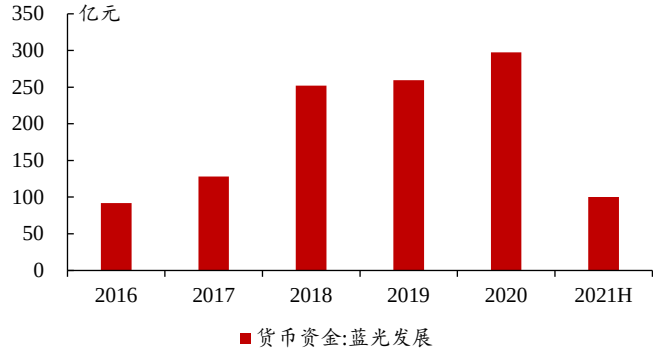
图 14：蓝光成都区域销售额 2018 年后有所下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

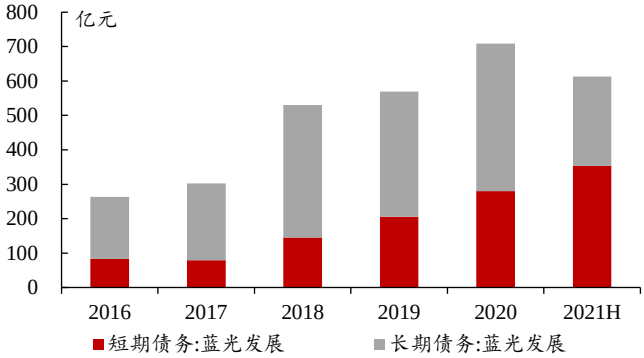
部分新增项目去化难度提升、融资监管趋严等共同增大了蓝光发展的流动性压力。随着棚改货币化安置的退潮，部分低线城市项目的去化有所承压，2021 年按揭收紧进一步提升了去化难度；另一方面，2020 下半年起融资监管趋严使蓝光融资难度有所增加，共同增大了蓝光的流动性压力。2018 年后，蓝光的债务总额明显增长、短债占比持续提升、现金短债比持续下降。2020 年下半年后，行业融资监管趋严加速了蓝光的流动性短缺，2021 年 7 月公司首次违约。

图 15：蓝光在手现金 2021 年上半年大幅下降



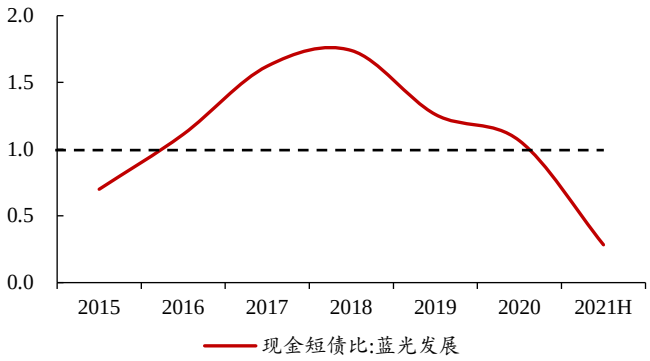
数据来源：Wind，中达证券研究

图 16：蓝光发展债务总额 2018 年快速增长



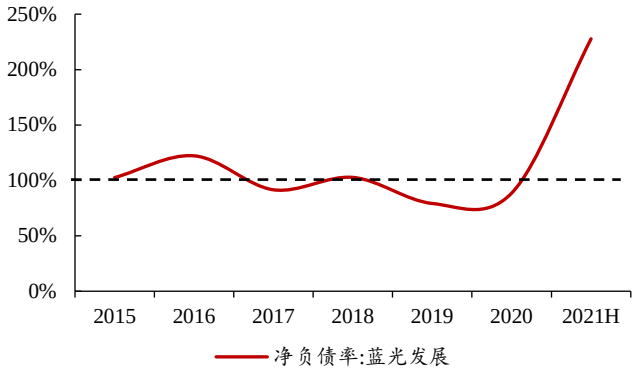
数据来源：Wind，中达证券研究

图 17：2018 年后，蓝光现金短债比持续下降



数据来源：Wind，中达证券研究

图 18：2021 年上半年，蓝光发展净负债率急速提升



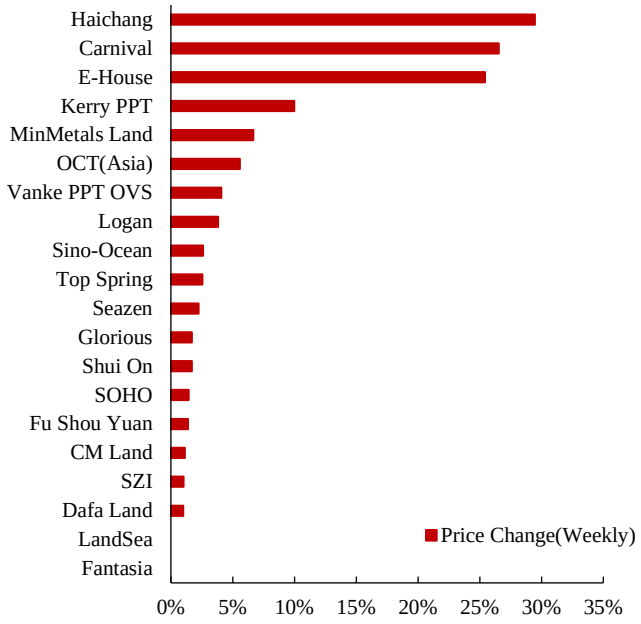
数据来源：公司公告，中达证券研究

2.行业表现

2.1 地产开发行业表现

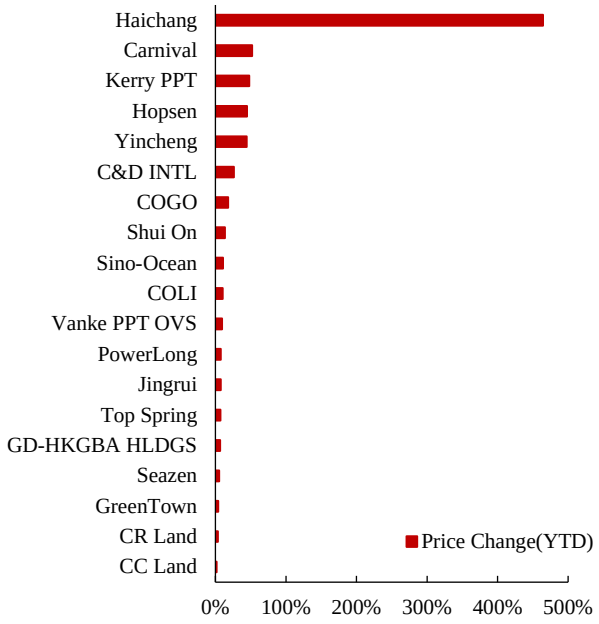
本周，海昌海洋公园、嘉年华国际、易居企业控股涨幅居前。海昌海洋公园、嘉年华国际、嘉里建设年初至今涨幅居前。

图 19：海昌海洋公园、嘉年华国际、易居企业控股本周涨幅居前



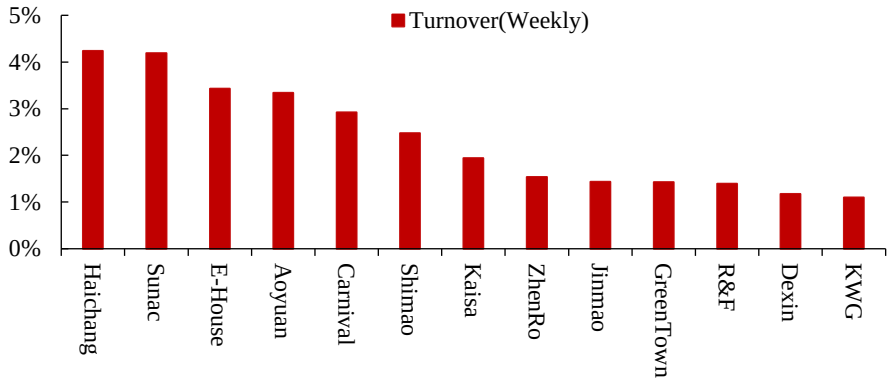
数据来源：Wind，中达证券研究

图 20：海昌海洋公园、嘉年华国际、嘉里建设年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 21：海昌海洋公园、融创中国、易居企业控股本周换手率居前

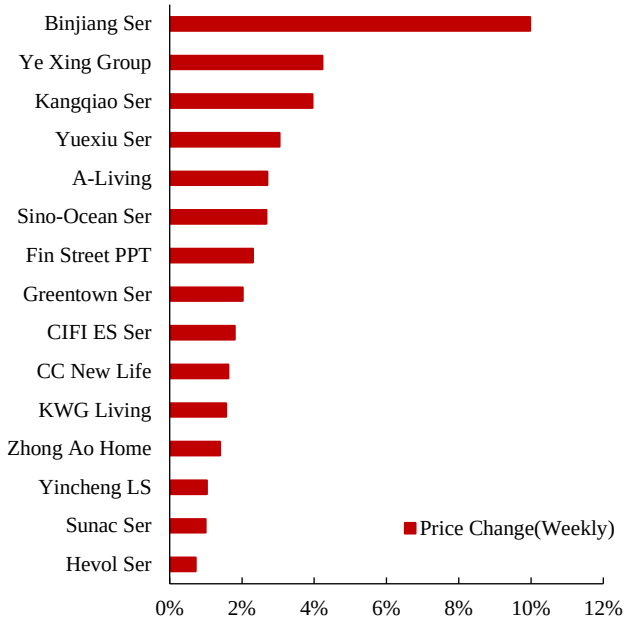


数据来源：Wind，中达证券研究

2.2 物业管理行业表现

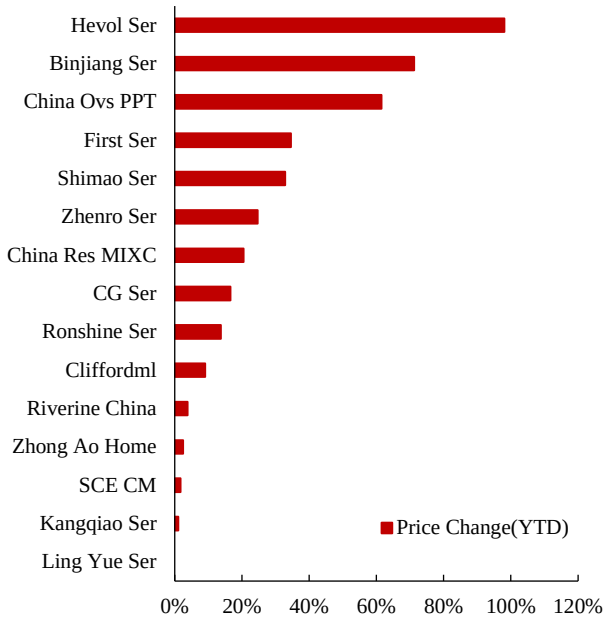
本周，滨江服务、烨星集团、康桥悦生活涨幅居前。和泓服务、滨江服务、中海物业年初至今涨幅居前。

图 22：滨江服务、烨星集团、康桥悦生活本周涨幅居前



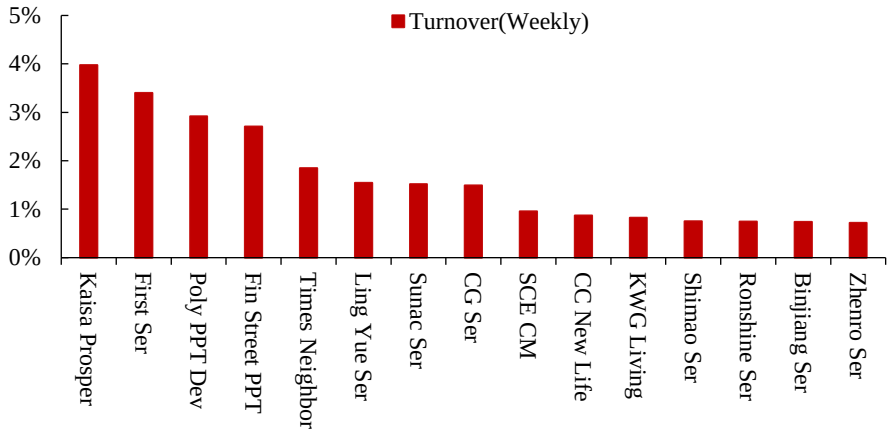
数据来源：Wind，中达证券研究

图 23：和泓服务、滨江服务、中海物业年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 24：佳兆业美好、第一服务控股、保利物业本周换手率居前



数据来源：Wind，中达证券研究

3.重要政策及动态

3.1 本周重要行业政策与新闻

表 6：本周要闻：芜湖限价、限售等政策加码

日期	地区/部门	简述
2021-10-03	芜湖	申请预售许可的项目进行价格备案后 1 年内不再调整；居民摇号所购新建商品住房自取得不动产权证 3 年后方可转让、非摇号及二手房取证后 2 年后方可转让；加强对学位政策落实情况的督查力度。

数据来源：Wind，政府网站，中达证券研究

3.2 本周重点公司新闻及公告

表 7：本周公司动态：花样年 2.06 亿美元票据违约；合生创展、中国恒大、恒大物业 10 月 4 日起暂停买卖

日期	对象	简述
2021-10-03	佳兆业集团	向山高金融发行本金总额不超过 1.2 亿美元票据，按票据未偿还本金总额的单利率每年 11.5 计息，同时向其抵押佳兆业美好 67.18%股权。
2021-10-04	碧桂园服务	彩生活服务未能偿还碧桂园物业香港于 2021 年 9 月 30 日向彩生活服务借出本金为人民币 7 亿元的等值港币，并于 2021 年 10 月 4 日到期偿还的贷款。碧桂园物业香港已执行邻里乐 100%股权的质押。
2021-10-04	花样年控股	尚未偿还 2021 年 10 月 4 日到期票据，剩余未偿还本金额为 2.06 亿美元。
2021-10-04	合生创展集团	10 月 4 日起停止买卖，待发一项主要交易，有关收购一家在联交所上市的公司股份。
2021-10-04	恒大物业	10 月 4 日起停止买卖，有待刊发一份根据香港公司收购及合并守则而作出及构成内幕的消息，及可能全面要约公司股份的公告。
2021-10-04	中国恒大	10 月 4 日起停止买卖，有待刊发一份载有内幕消息的主要交易公告。
2021-10-06	禹洲集团	已于公开市场购买本金总额为 1000 万美元的 2022 年票据，占 2022 年票据初始发行本金总额约 2.86%。
2021-10-08	中国奥园	合共约 1.08 亿股新股份已按认购价每股 3.708 港元配发及发行予认购方 SuccessfulLotus（由恒基兆业李家杰博士全资拥有的投资公司）。
2021-10-08	花样年控股	委任华利安（中国）有限公司为其财务顾问，以评估本集团的资本架构、评估本集团的流动资金及探寻所有缓解当前流动资金问题的可行解决方案，并尽快为所有持份者达成最佳解决方案。
2021-10-08	融信中国	已于公开市场进行回购合计本金额 610 万美元的票据，占票据发行本金总额的 4.07%。

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

3.3 重点公司 9 月销售情况一览

表 8：2021 年前 9 月，绿城中国、宝龙地产等累计销售额增速居前

公司	代码	1-9月累计销售金额		1-9月累计销售面积		9月销售金额		9月销售面积	
		（亿元）	同比	（万平）	同比	（亿元）	同比	（万平）	同比
融创中国	1918.HK	4618	21.3%	3205	17.6%	467	-32.3%	337	-31.4%
碧桂园	2007.HK	4482	0.3%	5227	-1.2%	457	-29.4%	576	-24.1%
中国海外发展	0688.HK	2753	7.0%	1397	1.9%	204	-41.6%	110	-30.0%
招商蛇口	001979.SZ	2410	26.7%	1038	26.4%	233	-21.7%	99	-9.7%
金地集团	600383.SH	2287	34.5%	1063	29.0%	212	-17.8%	98	-20.9%
世茂集团	0813.HK	2215	10.1%	1249	8.8%	226	-29.9%	128	-30.5%
绿城中国	3900.HK	2003	73.0%	687	56.5%	212	5.5%	72	-1.4%
旭辉控股集团	0884.HK	1931	25.1%	1103	8.1%	160	-38.5%	92	-53.0%
中南建设	000961.SZ	1537	7.4%	1117	4.3%	129	-45.6%	95	-47.7%
融信中国	3301.HK	1224	22.2%	590	29.7%	125	-19.7%	55	-28.2%
龙光集团	3380.HK	1042	24.8%	590	12.8%	98	-25.3%	64	-22.2%
雅居乐集团	3383.HK	1022	13.8%	668	0.2%	101	-16.4%	73	-27.0%
富力地产	2777.HK	932	-	706	-	105	-	95	-
荣盛发展	002146.SZ	906	22.9%	834	24.2%	111	48.2%	101	35.1%
佳兆业集团	1638.HK	875	23.2%	516	23.4%	57	-64.6%	31	-68.5%
中骏集团控股	1966.HK	826	19.7%	566	20.2%	75	-37.5%	76	15.4%
宝龙地产	1238.HK	776	42.8%	487	37.6%	66	-18.5%	40	-23.0%
合景泰富集团	1813.HK	768	16.4%	395	-2.3%	53	-49.0%	29	-50.5%
越秀地产	0123.HK	712	21.4%	260	7.4%	60	-13.9%	21	-37.5%
时代中国控股	1233.HK	669	12.1%	342	-18.9%	69	-33.4%	37	-45.3%
中国海外宏洋集团	0081.HK	466	15.9%	441	18.2%	33	-53.0%	37	-38.8%
花样年控股	1777.HK	409	25.0%	260	9.7%	36	-31.8%	25	-30.8%
当代置业	1107.HK	330	24.5%	328	25.5%	35	-23.3%	37	-20.2%

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

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。