内地房地产周度观察

规模扩张激进，项目规模偏大——房企违约分析之二

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：

中国恒大：周期特征突出、项目规模偏大，流动性承压。2017 年前，地产周期波动性较强，恒大凭借充足的土储、强大的执行力、对金融杠杆的充分运用等，将销售排名由 2013 年的第 7 位升至 2016 年的第 1 位，充足的销售回款支持了公司的流动性；此阶段快速上涨的地价也增厚了恒大的利润空间，使其能够在一定程度上保持杠杆的稳健性。2018 年后，更强的政策定力使行业波动性减弱、房价地价上涨放缓，恒大在此前扩张中获取的部分项目规模偏大、难以去化，为其杠杆与流动性带来了压力；2021 年后行业融资持续收紧，叠加恒大单月销售额 6 月后持续回落，流动性进一步承压。

花样年控股：异地扩张较为激进，债务集中到期加剧资金压力。1）异地扩张提速：2016 年提出轻重并举后，花样年加速异地扩张（大湾区的销售贡献占比由 2017 年的 33.8%降至 2020 年的 7.7%），土地拓展强度较大（2018 及 2020 年，花样年新拿地总建面与当年销售面积之比分别达 1.8 倍及 1.0 倍）、2019 年后城市更新项目拓展提速也使花样年债务总额增长较快（2016/2018/2020 年分别同比增长 63.4%/45.9%/22.8%）。**2）短期偿债压力较大：**随着重资产扩张阶段新增的债务逐渐到期，花样年短期债务占比快速提升，2020 年末/2021 年中分别达 38.8%/37.8%；另一方面，激进扩张过程中获取的部分项目去化有所承压，2021 年 6 月后，花样年的单月销售额快速回落。在债务到期压力较大、销售回款有所受阻的共同下，花样年出现了一定的流动性短缺。

行业基调保持定力，房企资金有望边际改善。9 月以来，央行多次提及房地产信用风险情况，“房住不炒”的行业基调继续延续；在此框架下，10 月 15 日央行提出少数房价上涨过快城市的个人住房贷款供需关系将在房价回稳后回归正常、部分原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款等。从近期表述和上市银行涉房贷款的情况来看，短期内房企或有望从金融机构获得更多信贷支持，后续按揭投放、购房情绪也有望逐步恢复，为房企的资金面带来一定边际改善。

数据要点：

截至 10 月 15 日，本周 42 个主要城市新房成交面积环比上升 214%，2021 年累计成交面积同比上升 12%。

截至 10 月 15 日，本周 13 个主要城市可售面积（库存）环比基本持平；平均去化周期 15.2 个月，平均环比下降 4%。

截至 10 月 15 日，本周 15 个主要城市二手房交易建面环比上升 662%，2021 年累计交易面积同比下降 1%。

投资建议:

本周，房企信用表现继续分化，在部分房企风险暴露持续的同时，多家房企积极回购债券以提振投资者信心。周五，央行指出“大多数房地产企业经营稳健”，并就按揭、开发贷等问题做出回应，行业资金面或有望迎来一定边际改善，板块的恐慌情绪也有望有所平复。维持行业“强于大市”评级。

1. 规模扩张激进，项目规模偏大——房企违约分析之二

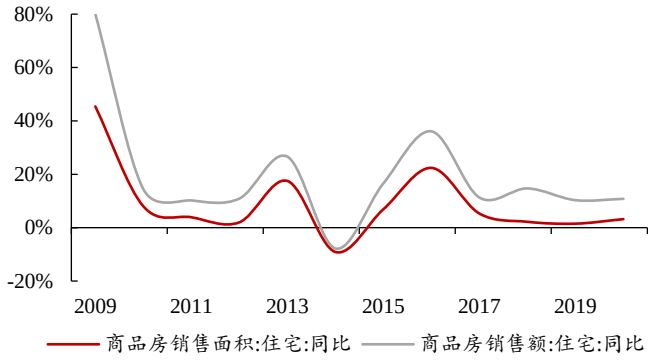
我们在上期报告《流动性承压，去化率降低——房企违约分析之一》中梳理了2018 年来境内外房地产违约及偿付情况，并对华夏幸福、蓝光发展的风险暴露进行了分析。本篇报告继续对 2021 年来出现信用事件的代表性房企进行分析。

1.1 中国恒大：周期特征突出，项目规模偏大，流动性承压

行业波动性减弱、项目规模偏大，恒大杠杆及流动性有所承压。2021 年 10 月 15 日，人民银行金融市场司司长指出，“恒大集团资产总规模超过 2 万亿元，其中房地产开发项目约占 60%，……未能根据市场形势变化审慎经营，反而盲目多元化扩张，造成经营和财务指标严重恶化，最终爆发风险。”从恒大近十余年来的经营来看，其在地产行业周期波动显著的时期，善于借助行业环境的周期性快速扩大规模，并能够将杠杆及流动性保持在相对健康的水平；2017 年后，行业波动性有所减弱、房价地价的涨幅有所下降，此前扩张中获取的部分项目规模偏大、去化难度较高，为恒大的杠杆和流动性带来了一定压力。

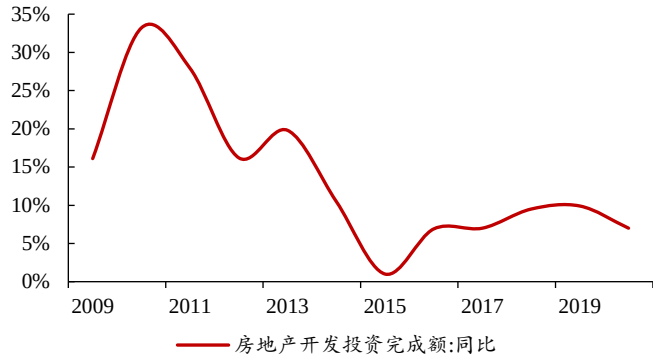
2017 年前，地产周期波动性较强。从商品住宅销售的情况来看，2017 年以前销售增速波动较大，且具备较为明显的周期性特征，如商品住宅销售额同比增速由 2011 年的 10.2%提升至 2013 年的 26.6%、由 2014 年的-7.8%快速提升至 2016 年的 36.1%。从开发投资上看，房地产开发投资完成额同比增速由 2012 年的 16.2%提升至 2013 年的 19.8%、由 2015 年的 1.0%提升至 2017 年的 7.0%。2017 年后，行业销售和开发投资的波动均维持窄幅波动。

图 1：2017 年前地产销售波动较大



数据来源：国家统计局，中达证券研究

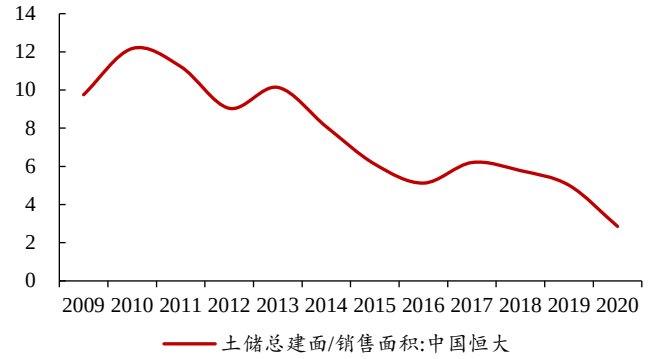
图 2：2017 年前地产开发投资波动较大



数据来源：国家统计局，中达证券研究

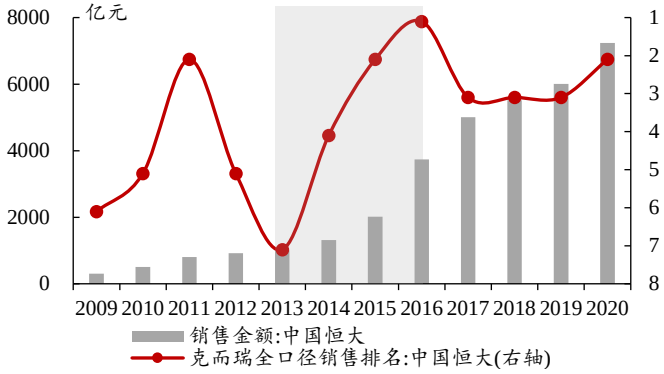
土储总量大、执行力强，恒大在行业的大幅波动中快速提升了销售规模。恒大的土储总量相对其销售面积较大，2014 年及以前土储总建面/当年销售面积达到 8 倍以上。大规模的土地储备对恒大在行业销售快速复苏时的供给提供了有力保障。另一方面，恒大拥有强大的执行力，2015 年行业销售复苏起步时，实现 48 天拓展 100 个项目。2013-2016 年，在充足的既有土储、强执行力、对行业趋势判断准确等因素的共同作用下，恒大的克而瑞销售金额排名由 2013 年的第 7 位快速上升至 2016 年的第 1 位。

图 3：恒大土储总量相对销售面积较大



数据来源：公司公告，中达证券研究

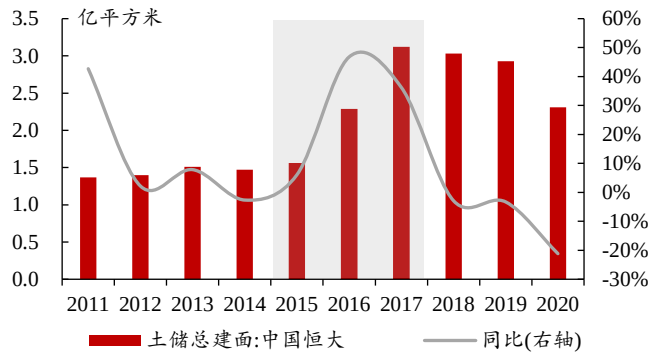
图 4：2013-2016 年恒大销售排名快速提升



数据来源：公司公告，克而瑞，中达证券研究

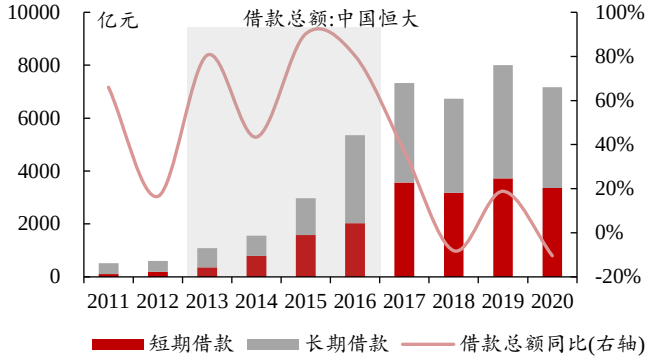
充分使用金融杠杆进行扩张，强销售回款支持流动性。行业景气度提升时，恒大快速加大投资力度，土储总建面同比增速由 2014 年的-2.6%快速提升至 2016 年的 46.8%和 2017 年的 36.2%。除快速增长的销售回款外，多元的融资方式也支持了恒大的快速扩张：一方面，恒大的借款总额增速由 2014 年的 43.4%提升至 2015 年的 90.2%和 80.2%；另一方面，2013 年起，恒大发行永续债，2016 年末永久资本工具达 1129.4 亿元，2017 年恒大偿还永续债并于其后陆续引入 1300 亿元战投，计入所有者权益的融资一定程度上优化了恒大的杠杆水平（若将永续债从所有者权益中扣除并计入有息借款，则 2015 及 2016 年恒大净负债率将达到 314.2%和 431.9%）。在此阶段，由于房企规模对融资而言重要性较高，恒大的融资相对顺畅；与此同时，行业的高景气度使恒大能够快速取得销售回款（恒大非受限现金 2013-2016 年 CAGR 达 70.4%），对其短期流动性提供一定支持（2016 年恒大非受限现金短债比 0.98 倍）。

图 5：恒大 2016-2017 年土储增速大幅提升



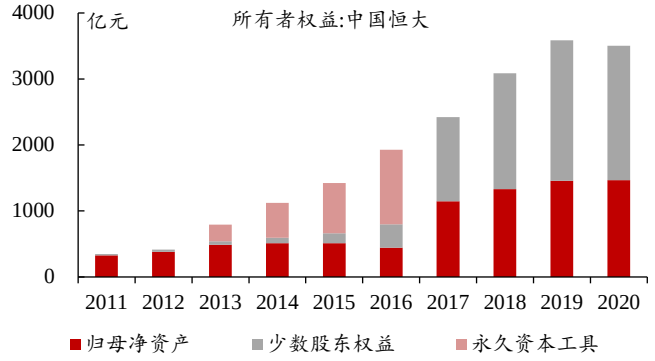
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：2013-2016 年恒大借款总额增速较快



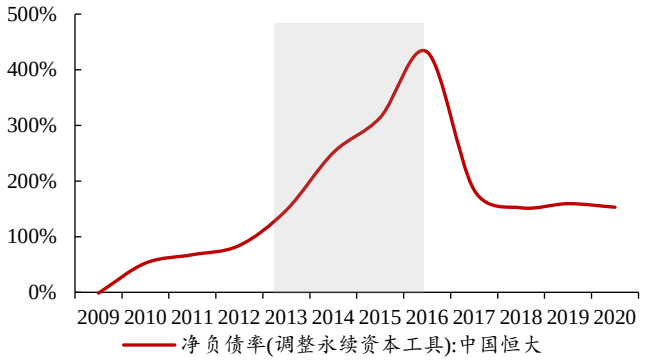
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 7：恒大积极引入永续债及战投融资



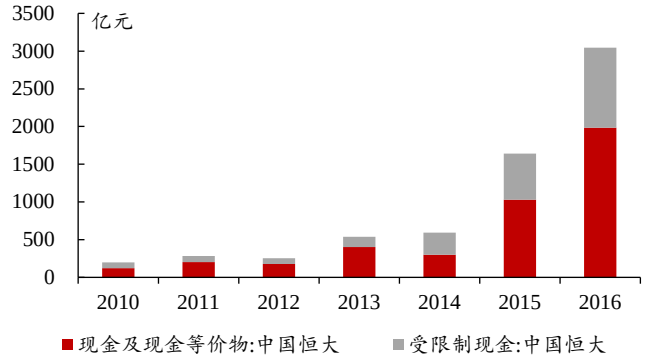
数据来源：Wind，中达证券研究

图 8：2013-2016 年，恒大经调整净负债率快速提升



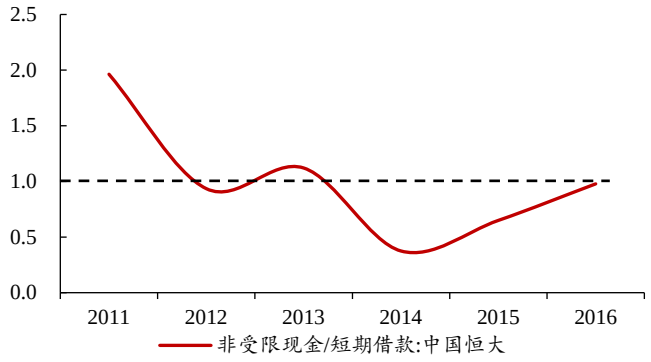
数据来源：Wind，中达证券研究；注：计算净负债率时，将永续资本工具由所有者权益中剔除并计入有息负债

图 9：恒大非受限现金 2013-2016 年 CAGR 达 70.4%



数据来源：Wind，中达证券研究

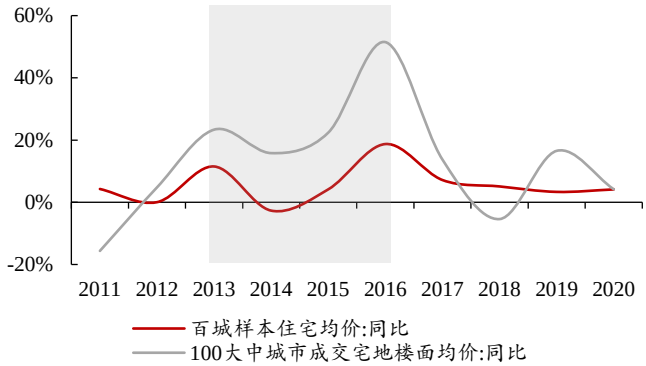
图 10：恒大 2016 年非受限现金短债比约 0.98 倍



数据来源：公司公告，中达证券研究

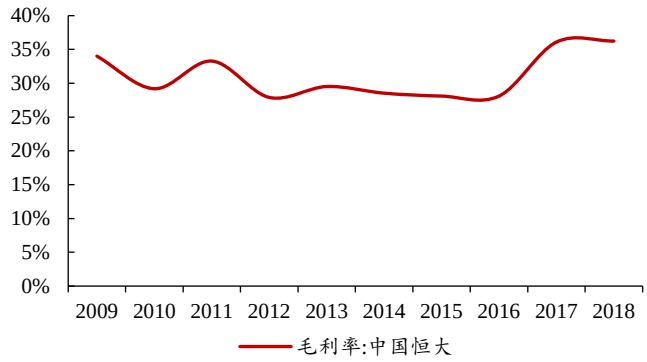
房价地价上涨，增厚利润空间。2013-2016 年，在恒大销售规模提升的同时，国内房价及地价均快速增长，2016 年百城样本住宅均价和 100 大中城市成交住宅类用地楼面均价的同比增速分别达到 18.7%/51.5%，为恒大早期获取的大量土地储备增厚了利润空间。2009-2018 年，恒大的毛利率始终维持在 28%以上，2017 及 2018 年提升至 36.1%和 36.2%。**充足的利润结转也使得恒大能够降低杠杆水平，在一定程度上保持财务的稳健性。**

图 11：2013-2016 年房价及地价快速增长



数据来源：Wind，中达证券研究

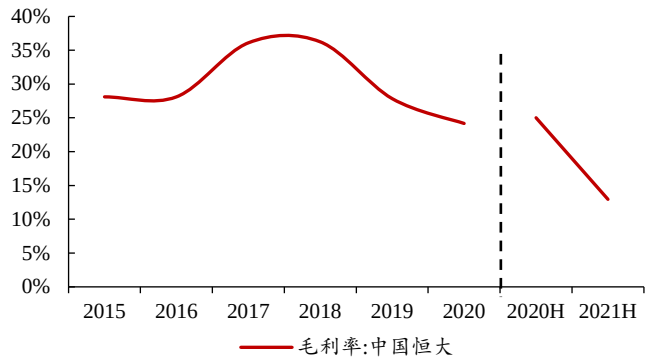
图 12：2009-2018 年，恒大毛利率持续高于 28%



数据来源：Wind，中达证券研究

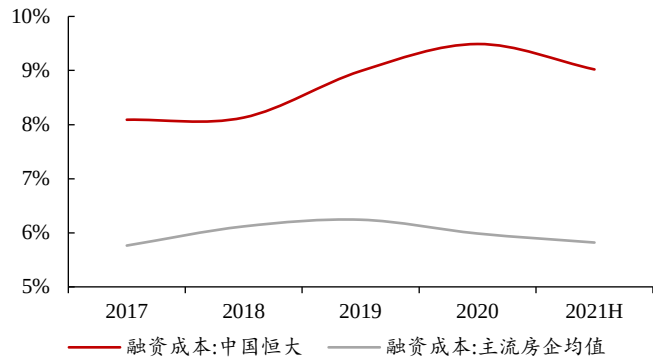
行业周期波动性减弱、项目规模偏大、融资监管持续加码，杠杆与流动性承压。2018 年后，更强的政策定力导致行业波动性减弱、房价地价上涨放缓。在此环境下，恒大在 2016-2017 年加大投资力度获取的较多地块利润空间有所承压，2018 年后恒大毛利率持续下行，2021 年中期仅 12.9%。利润率下行亦使权益增厚放缓、杠杆水平下降难度增大，并对恒大的融资造成了影响：随着地产融资收紧、市场对财务健康的关注度上升，恒大的融资成本与主流房企均值的差额持续走扩。出于降杠杆的压力和行业景气度的下行，恒大在手现金及非受限现金短债比 2016 年后有所回落，2021 年中期非受限现金短债比仅 0.36 倍。2021 年后，由于此前扩张中获取的部分项目规模偏大、行业融资进一步收紧等，恒大销售回款受阻（2021 年 7 月及 8 月，恒大单月销售金额分别同比下滑 13.0%/26.0%），流动性出现一定短缺。

图 13：恒大毛利率 2018 年后持续下行



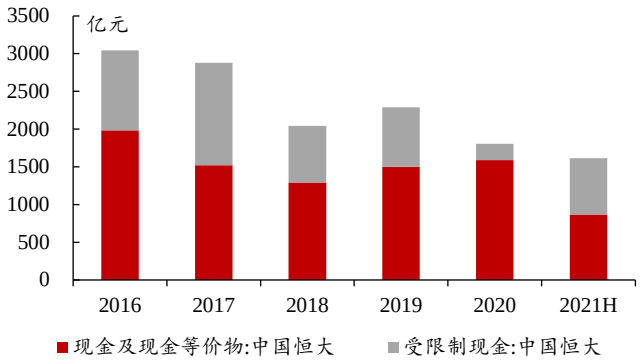
数据来源：Wind，中达证券研究

图 14：恒大融资成本 2018 年后提升幅度较大



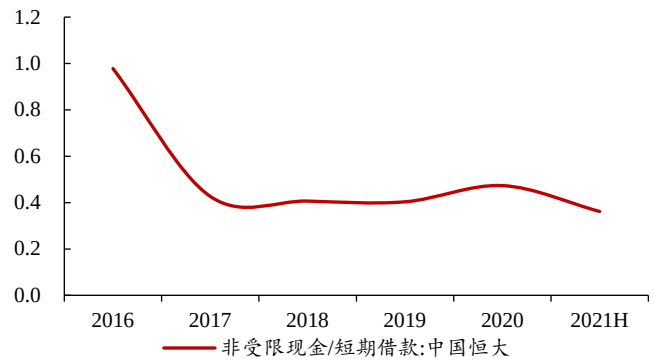
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 15：2021H 恒大非受限现金较 2020 年末下滑 45.3%



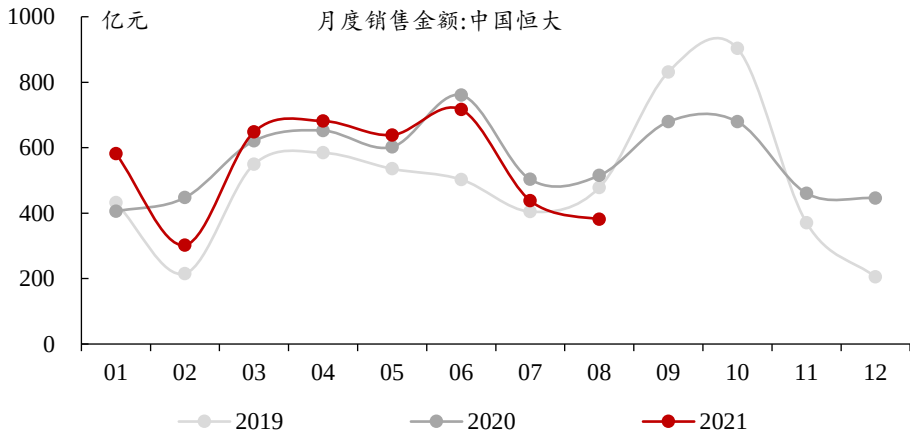
数据来源：Wind，中达证券研究

图 16：2021 上半年恒大非受限现金短债比进一步下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 17：2021 年 6 月起，恒大单月销售额快速回落



数据来源：Wind，中达证券研究；注：2020 年 9 月、10 月单月销售额采用公司公告的 9-10 月销售总额均值

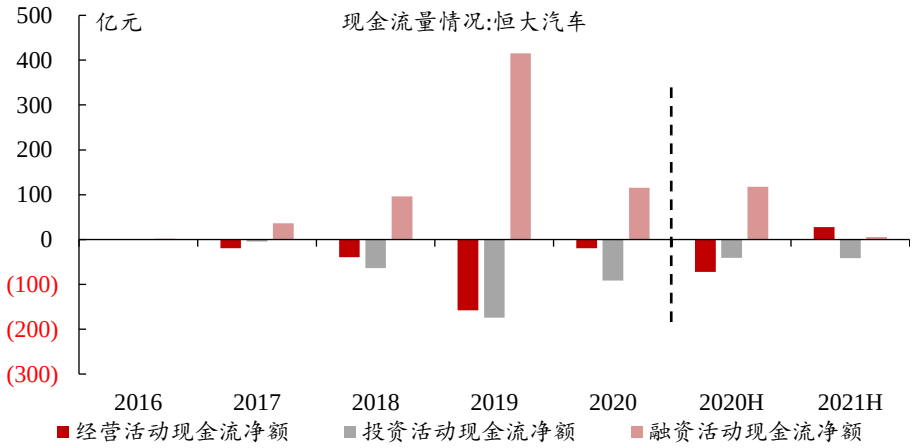
多元业务扩张进一步提升资金压力。2015 年，恒大拓展文化旅游及健康养生等多元产业；2019 年，恒大正式进军新能源汽车行业；2021 年，恒大完成从地产向“多元产业+数字科技”的转型，拥有恒大地产、恒大新能源汽车、恒大物业、恒腾网络、房车宝、恒大童世界、恒大健康、恒大冰泉等八大产业。部分多元业务的发展实际提升了恒大的资金压力，例如，恒大汽车 2019 年起落实了多项投资及战略合作（包括投资瑞典电动汽车公司 NEVS、荷兰轮毂电机研发和生产公司 e-Traction、上海三元软包动力电池卡耐新能源、英国乘用车轮毂电机技术研发公司 Protean 等），但截至 2021 年中期其收入来源仍以提供技术服务和锂电池销售为主、分部业绩亏损持续扩大。现金流方面，2018 年末恒大汽车资产注入上市平台（708.HK）后，上市平台整体经营及投资性现金流持续为负、现金流入依赖于融资（主要为借款）；2021 年上半年，借款减少导致恒大汽车在手现金有所下降，进一步提升了恒大的资金压力。

表 1：恒大新能源汽车收入以锂电池销售及技术服务为主，分部业绩持续为负

分部	2019	2020	2020H	2021H
新能源汽车分部收入	**6.6**	**1.9**	**0.5**	**0.4**
锂电池销售额	5.9	0.8	0.3	0.1
提供技术服务	0.7	0.6	0.2	0.3
汽车组件销售额	0.1	0.5	0.0	0.1
新能源汽车分部业绩	**(52.9)**	**(81.9)**	**(26.8)**	**(39.1)**

数据来源：公司公告，中达证券研究

图 18：恒大汽车 2018 年后现金流入依赖于融资活动



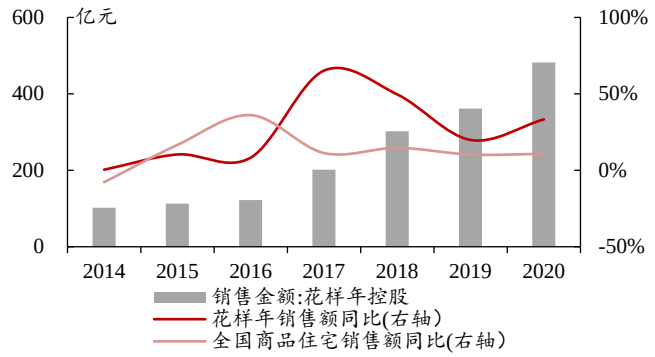
数据来源：Wind，中达证券研究

1.2 花样年：异地扩张较为激进，债务到期压力较大

2019 年后异地扩张加速，公开市场投资、旧改项目拓展等增大资金压力。2016 年，以轻资产战略为主的花样年提出“轻重并举”，2019 年花样年以二次创业心态提出聚焦“地产+社区”的整体战略布局和“重投资、稳财务、强运营”的经营方针，重资产的地产开发业务扩张提速。2019 年后，花样年土地拓展强度提升、旧改项目拓展提速，为其带来了一定的资金压力。

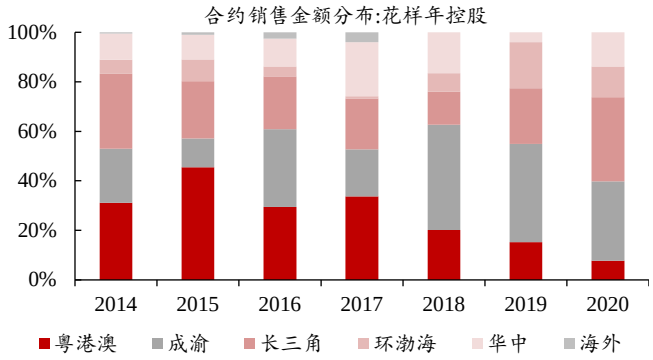
2016 年提出轻重并举后，花样年地产业务规模增长提速。销售方面，2014-2016 年，花样年的合约销售金额仅由 102.1 亿元小幅增长至 122.1 亿元，年均复合增速 9.3%，显著慢于全国商品住宅销售额 2014-2016 年 CAGR（26.0%）。2016 年后，花样年的经营由轻资产转向轻重并举，地产业务规模增长提速，2017 年销售额同比增速快速提升至 65.2%、其后各年销售额增速均快于全国。销售额区域分布也更趋多元，2017 年后，粤港澳贡献的销售额占比快速下降，由 2017 年的 33.8%降至 2020 年的 7.7%。

图 19：2017 年起花样年销售增速快于全国



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 20：2017 年后粤港澳贡献的销售额占比快速下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

较高的拿地强度为销售规模的增长提供了支撑，同时带来了一定的资金压力。销售快速增长需要土地资源的支撑，2018 及 2020 年，花样年新拿地总建面与当年销售面积之比分别达到 1.8 倍及 1.0 倍，拿地强度较大。2016 年后，公开土地市场地价快速上升，2020 年/2021 年上半年花样新购土地项目中 80%/91%来自于招拍挂，较大规模的土地投资为花样年带来了一定的资金压力。

大湾区城市更新项目持续扩充，转化周期相对较长。除收并购及招拍挂等土地购买渠道之外，花样年 2019 年成立专注粤港澳大湾区城市更新业务的花样年城市发展运营有限公司，进一步扩充大湾区的城市更新项目。2019 年、2020 年及 2021 年上半年，花样年的城市更新项目数量分别较上年末增加 7 个、2 个、2 个至 46 个、48 个及 50 个，其中 2020 年及以后增加的项目均位于深圳以外。然

而，尽管花样年早于 2012 年已涉足城市更新，但在 2012-2016 年花样年轻资产转型、城市更新项目转化周期较长等因素的作用下，仅 2 个城市更新项目完成了供地（坪山世界塑胶厂项目一期 2013 年介入、2019 年完成供地，梅林越华项目 2014 年介入、2020 年完成供地）。转化周期相对较长的城市更新项目持续扩充，对花样年的资金使用效率带来了一定影响；2019 及 2020 年，花样年也就城市更新项目引入平安不动产、中融国际信托作为合作方，在一定程度上缓解资金压力。

表 2：2019 年花样年城市更新项目数量快速增长，其后深圳以外项目稳步增加

城市	大湾区城市更新项目数量				预计总建筑面积(万方)			预计总货值(亿元)		
	2018	2019	2020	2021H	2019	2020	2021H	2019	2020	2021H
深圳	24	27	27	27	732	721	728	2055	2116	2121
其他	15	19	21	23	1222	1326	1366	1790	2099	2550
合计	**39**	**46**	**48**	**50**	**1954**	**2047**	**2094**	**3845**	**4215**	**4671**

数据来源：公司公告，中达证券研究

表 3：城市更新项目流程较长

项目	位置	预计可售面积(万平)	预计可售货值(亿元)	项目介入时间	完成供地时间
坪山世界塑胶厂项目一期	深圳坪山	14	58	2013	2019
梅林越华项目	深圳福田	4	64	2014	2020

数据来源：公司公告，中达证券研究

表 4：花样年部分城市更新项目实现股权合作

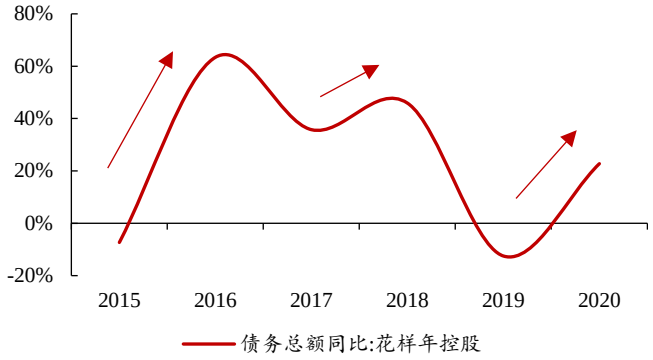
项目	位置	预计可售面积(万平)	预计可售货值(亿元)	合作时间	合作方式
龙华玉石新村项目	深圳龙华	53	113	2019	平安不动产收购34.3%股权
葵涌大小地块项目	深圳大鹏新区	65	76	2020	中融国际信托收购70%股权

数据来源：公司公告，中达证券研究

拿地强度较大、城市更新项目资金沉淀等共同导致花样年债务总额增长较快，债务到期、销售下行等导致流动性压力。2016 年再次转型后，伴随着相对较大规模的土地投资和城市更新项目的持续扩充，花样年有息债务总额规模亦增长较快，2016、2018 和 2020 年分别同比增长 63.4%、45.9%和 22.8%。上述新增

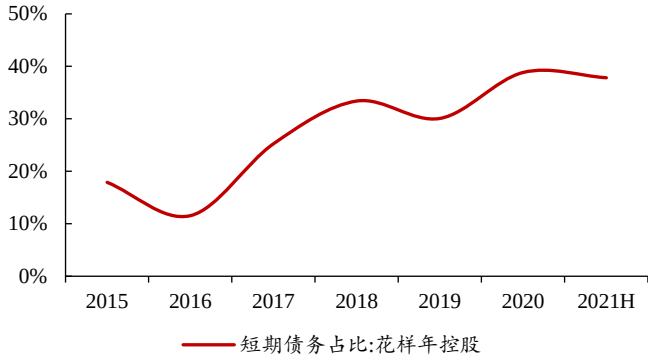
债务逐渐到期，则带动花样年短期债务占比快速提升，2020年末/2021年中分别达 38.8%/37.8%；2016 年后，花样年非受限现金短债比持续下降，2021 年中期与 2020 年末基本持平，约 1.4 倍。另一方面，激进扩张过程中获取的部分项目去化有所承压，2021 年 6 月后，花样年的单月销售额快速回落。在债务到期压力较大、销售回款有所受阻的共同下，花样年出现了一定的流动性短缺。

图 21：2018 及 2020 年，花样年债务总额增幅较大



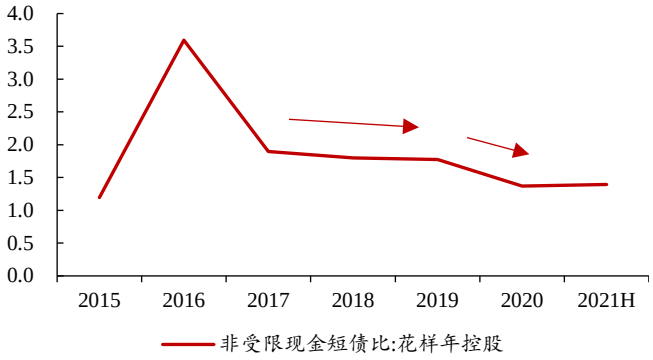
数据来源：Wind，中达证券研究

图 22：2020A 及 2021H，花样年短债占比升至近 40%



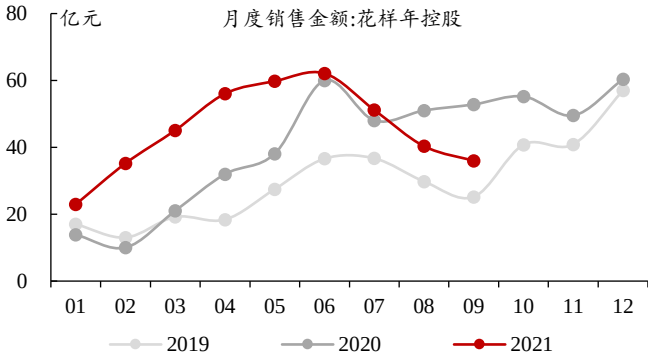
数据来源：Wind，中达证券研究

图 23：2016 年后，花样年非受限现金短债比持续下行



数据来源：Wind，中达证券研究

图 24：2021 年 6 月后，花样年单月销售额快速回落



数据来源：Wind，中达证券研究

1.3 展望：行业基调保持定力，房企资金压力有望边际改善

“房住不炒”、“三稳”基调未变，行业基调保持定力。9 月以来，顶层多次提及房地产信用风险情况，“房住不炒”的行业基调继续延续：9 月中统计局新闻发言人付凌晖在回应恒大问题时表示“对于整个行业发展的影响还需要观察”，9 月末、10 月中央行均继续提及“三稳”。

部分城市按揭投放有望回归正常、部分涉房贷款合理需求将获满足，房企资金面有望迎来边际改善。10月15日，央行金融市场司司长邹澜就按揭、开发贷等情况做出了回应：少数房价上涨过快城市的个人住房贷款供需关系将在房价回稳后回归正常，近期开发贷增速的快速下滑为金融机构的“短期过激反应”、“正常的市场现象”，部分金融机构对“三线四档”融资管理规则存在误解、部分原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款。从上述表述和上市银行的涉房贷款情况（详见专题报告《从银行中报看地产信贷现状》）来看，短期内房企或有望从金融机构获得更多信贷支持，后续按揭投放、居民购房情绪也有望逐步恢复，为房企的资金面带来一定边际改善。

表 5：9 月以来央行、统计局等机构多次提及行业信用风险情况

时间	部门	表述	
2021-09-15	国家统计局	总的看，一些大型房地产企业生产运营过程中出现了一些困难，**对于整个行业发展的影响还需要观察**。从房地产市场运行来看，今年以来随着各地区各部门坚持“房住不炒”的原则，持续稳房价、稳地价、稳预期，整体运行保持平稳态势。	
2021-09-27	央行	要**维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益**。	
2021-09-29	央行、银保监会	金融部门要贯彻落实党中央、国务院决策部署，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，持续落实好房地产长效机制，加快完善住房租赁金融政策体系。金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同**维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益**。	
2021-10-15	央行	房地产信贷管理会否放松	• 房住不炒、不作为短期刺激经济的手段、三稳 • **少数城市房价上涨过快，个人住房贷款投放受到一些约束**，房价上涨速度得到抑制；**房价回稳后，这些城市房贷供需关系也将回归正常** • 个别大型房企风险暴露，金融机构对房地产行业的风险偏好明显下降，出现了一致性的收缩行为，房地产开发贷款增速出现较大幅度下滑，这种**短期过激反应是正常的市场现象** • **部分金融机构对于试点房企“三线四档”融资管理规则存在误解...企业销售回款偿还贷款后，原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款** • **指导主要银行**准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，**维护房地产市场平稳健康发展**
		如何看待恒大债务危机	• 金融负债不到三分之一，债权人分散、单个金融机构风险敞口不大，其**风险对金融行业的外溢性可控** • 恒大集团的问题在房地产行业是个别现象，大多数房地产企业经营稳健，财务指标良好，房地产行业总体健康
		如何看待房企美元债价格下跌	• 市场在违约事件出现后的自然反应 • 将敦促发债企业及其股东，严格遵守市场纪律和规则，按照**市场化、法治化原则**，妥善处理好自身的债务问题，**积极履行法定偿债义务**

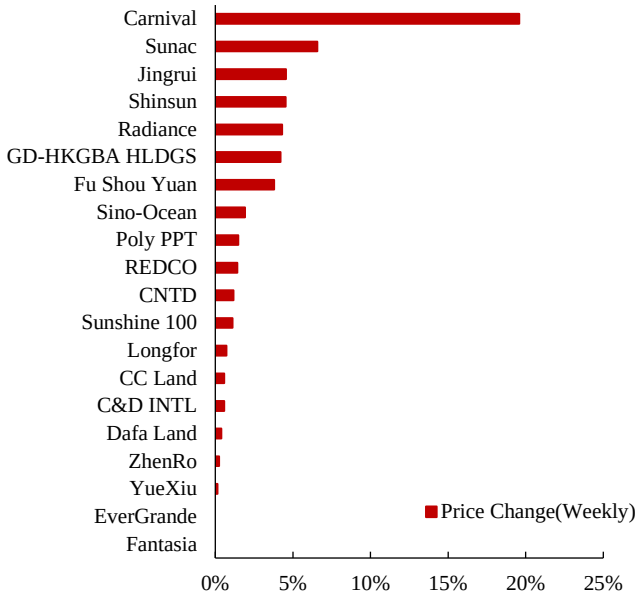
数据来源：政府网站，中达证券研究

2.行业表现

2.1 地产开发行业表现

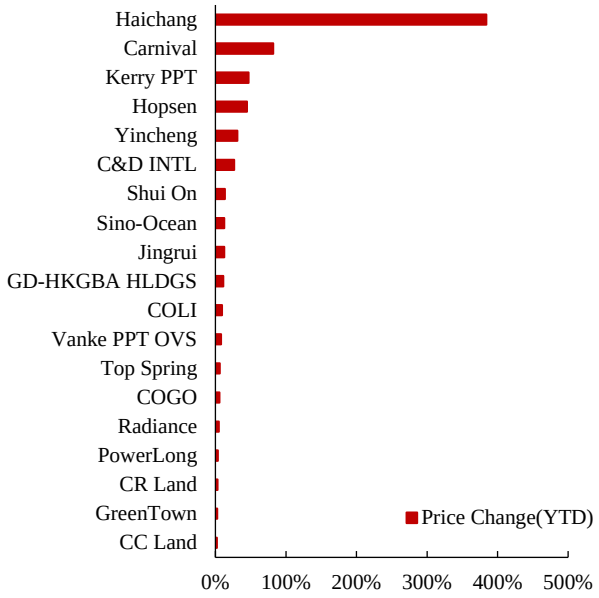
本周，嘉年华国际、融创中国、景瑞控股涨幅居前。海昌海洋公园、嘉年华国际、嘉里建设年初至今涨幅居前。

图 25：嘉年华国际、融创中国、景瑞控股本周涨幅居前



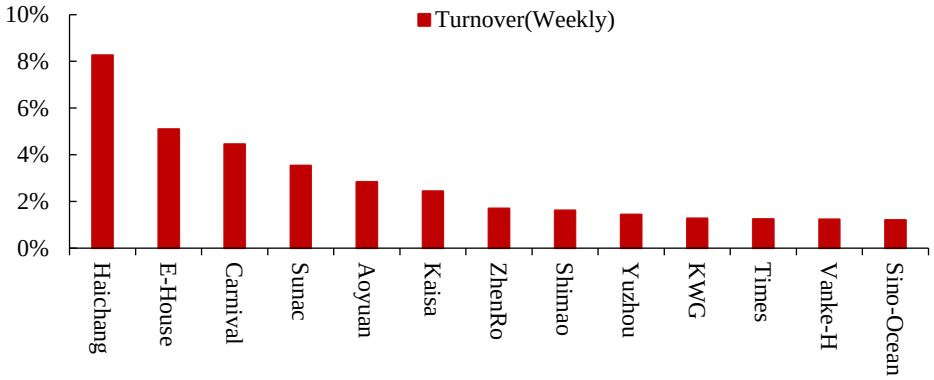
数据来源：Wind，中达证券研究

图 26：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 27：海昌海洋公园、易居企业控股、嘉年华国际本周换手率居前

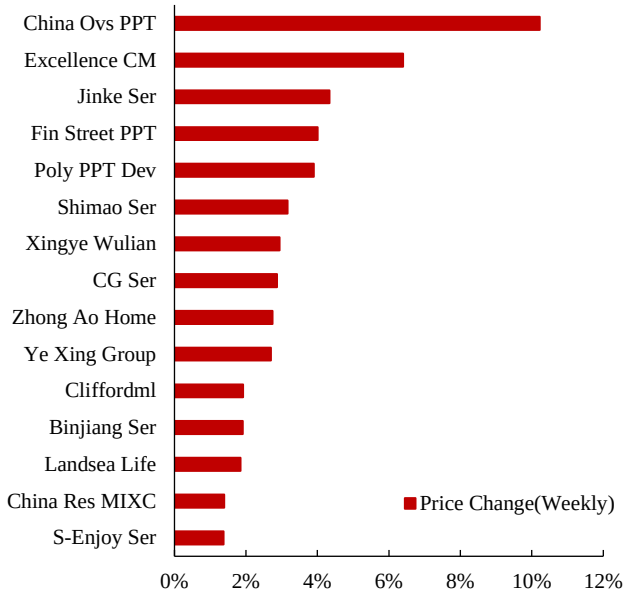


数据来源：Wind，中达证券研究

2.2 物业管理行业表现

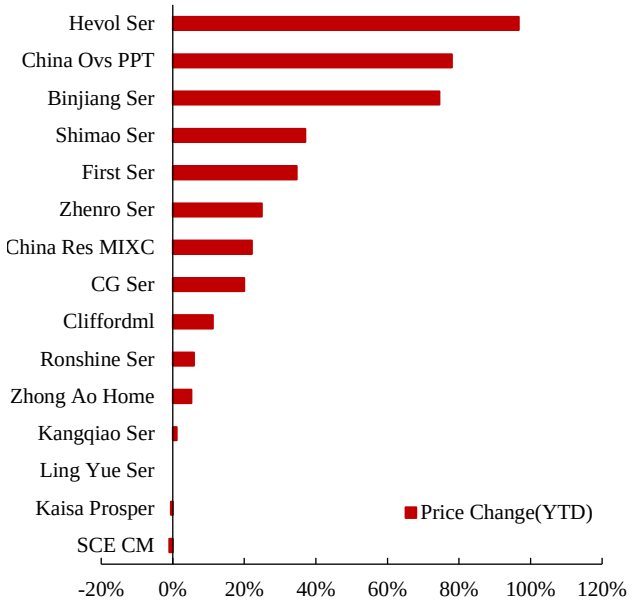
本周，中海物业、卓越商企服务、金科服务涨幅居前。和泓服务、中海物业、滨江服务年初至今涨幅居前。

图 28：中海物业、卓越商企服务、金科服务本周涨幅居前



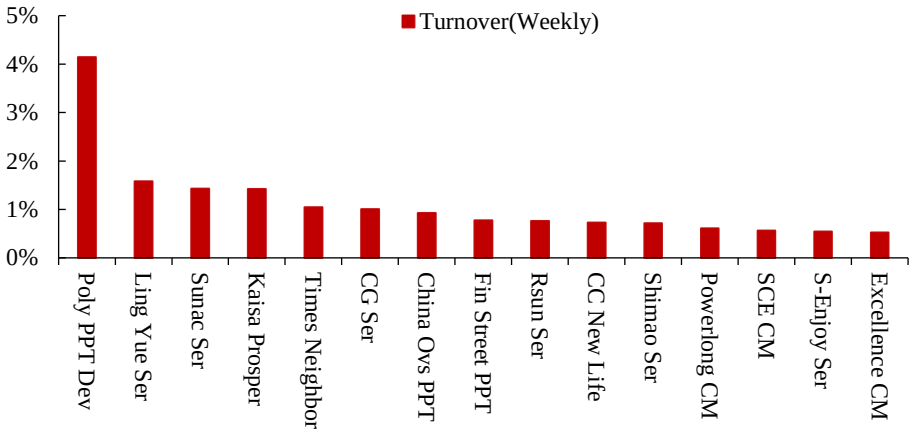
数据来源：Wind，中达证券研究

图 29：和泓服务、中海物业、滨江服务年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 30：保利物业、领悦服务集团、融创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 6：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 平方米	过去7日 环比	过去7日 同比	过去30日 千平方米	过去30日 环比	过去30日 同比	本月截至 10-15 千平方米	本月截至 10-15 环比	本月截至 10-15 同比	本年截至 10-15 千平方米	本年截至 10-15 同比
北京	170,878	23%	75%	823	5%	4%	366	-5%	224%	8,042	48%
上海	241,600	99%	-30%	993	-33%	-36%	378	-41%	-25%	12,739	24%
广州	181,256	153%	-28%	827	18%	-48%	273	-7%	-21%	9,398	21%
深圳	110,713	18%	15%	346	-45%	-6%	225	9%	57%	3,915	29%
一线城市	**704,446**	**65%**	**-11%**	**2,989**	**-17%**	**-31%**	**1,242**	**-19%**	**12%**	**34,094**	**29%**
二线城市	**2,593,715**	**362%**	**-4%**	**8,038**	**-13%**	**-17%**	**3,245**	**-35%**	**-7%**	**102,483**	**17%**
三线城市	**1,725,281**	**182%**	**-50%**	**5,610**	**-16%**	**-44%**	**2,482**	**-18%**	**-44%**	**83,631**	**2%**
北京	170,878	23%	75%	823	5%	4%	366	-5%	224%	8,042	48%
青岛	277,886	195%	-21%	1,024	-13%	-24%	392	-19%	-13%	12,198	5%
济南	222,740	242%	-13%	783	-23%	-8%	300	-36%	-7%	9,829	17%
东营	43,287	274%	-59%	133	-42%	-52%	55	-56%	-52%	2,087	-45%
环渤海	**714,790**	**131%**	**-12%**	**2,763**	**-14%**	**-15%**	**1,114**	**-24%**	**11%**	**32,157**	**10%**
上海	241,600	99%	-30%	993	-33%	-36%	378	-41%	-25%	12,739	24%
南京	221,775	446%	-30%	582	2%	-25%	262	-31%	-41%	10,164	39%
杭州	344,277	679%	7%	888	6%	96%	388	-25%	21%	9,905	48%
苏州	160,387	313%	-28%	734	-4%	-16%	204	-49%	-27%	9,157	4%
海门	24,213	292%	-63%	56	337%	-68%	30	315%	-53%	512	-63%
温州	148,753	51%	-56%	628	5%	-41%	282	-16%	-41%	7,334	-2%
金华	8,014	-50%	-86%	67	-76%	-59%	28	-79%	-65%	2,099	16%
常州	16,574	-	73%	73	-47%	-34%	17	-72%	48%	1,988	-14%
淮安	69,585	58%	-55%	243	-16%	-40%	119	-23%	-40%	3,894	12%
连云港	165,402	301%	-35%	392	-26%	-36%	218	-7%	-28%	6,571	29%
绍兴	37,995	1958%	-42%	99	14%	-44%	40	-43%	-64%	1,617	-20%
镇江	116,396	200%	-38%	359	-14%	-36%	156	-19%	-31%	5,080	4%
芜湖	106,524	421%	-23%	265	-16%	-16%	127	-19%	-26%	5,322	195%
盐城	30,353	-	-69%	68	-33%	-79%	30	-15%	-69%	2,407	-17%
舟山	21,273	423%	-69%	62	-18%	-54%	27	-6%	-66%	1,034	-2%
池州	18,768	73%	8%	53	5%	31%	30	12%	36%	772	19%
宁波	176,539	313%	-24%	482	-20%	-36%	234	-32%	-31%	6,433	1%
长三角	**1,908,428**	**235%**	**-34%**	**6,044**	**-15%**	**-29%**	**2,573**	**-31%**	**-31%**	**87,029**	**17%**
广州	181,256	153%	-28%	827	18%	-48%	273	-7%	-21%	9,398	21%
深圳	110,713	18%	15%	346	-45%	-6%	225	9%	57%	3,915	29%
福州	69,831	118%	28%	237	-45%	-42%	107	-22%	34%	4,000	92%
东莞	107,393	542%	-38%	246	-19%	-65%	134	-17%	-40%	3,851	-25%
泉州	6,292	-1%	-93%	14	-43%	-95%	13	-5%	-91%	714	-60%
莆田	26,476	538%	-71%	39	-57%	-78%	31	-31%	-72%	1,511	17%
惠州	29,112	310%	-77%	131	-18%	-65%	37	-58%	-76%	2,129	-5%
韶关	30,448	23%	-61%	136	62%	-28%	58	102%	-42%	1,085	-22%
佛山	219,961	211%	-40%	624	10%	-49%	332	36%	-35%	9,082	-3%
清远	71,427	303%	-55%	211	-8%	-52%	92	6%	-54%	2,382	-27%
厦门	16,706	-	-75%	103	-72%	-54%	17	-73%	-75%	3,120	92%
扬州	36,880	226%	-61%	172	974%	-46%	51	218%	-58%	2,413	5%
江门	13,214	93%	-72%	66	-23%	-55%	22	-34%	-61%	1,182	12%
珠三角及南部其它城市	**919,708**	**153%**	**-46%**	**3,152**	**-15%**	**-51%**	**1,391**	**-2%**	**-38%**	**44,781**	**6%**
玉林	130,326	1989%	-32%	288	3%	-29%	137	10%	-29%	2,799	-30%
泰安	44,345	176%	-61%	152	-20%	-56%	63	-35%	-64%	2,005	-2%
北部	**44,345**	**176%**	**-61%**	**152**	**-20%**	**-56%**	**63**	**-35%**	**-64%**	**2,005**	**-2%**
武汉	513,009	645%	-21%	1,362	-16%	-32%	620	-36%	-28%	19,597	57%
云浮	10,195	78%	-67%	36	-19%	-42%	17	3%	-54%	441	-20%
宝鸡	72,110	312%	-34%	190	-33%	-27%	90	-28%	-37%	2,991	14%
中部	**595,314**	**547%**	**-24%**	**1,588**	**-18%**	**-32%**	**727**	**-34%**	**-30%**	**23,029**	**47%**
成都	525,669	302%	200%	1,882	-14%	23%	658	-46%	275%	18,949	12%
柳州	134,945	109%	-47%	455	11%	-45%	200	22%	-45%	4,029	-22%
南宁	180,243	247%	-7%	600	-21%	-24%	244	-35%	-17%	8,229	-18%
西部	**840,857**	**240%**	**35%**	**2,937**	**-13%**	**-7%**	**1,101**	**-37%**	**33%**	**31,207**	**-3%**
总计	**5,023,442**	**214%**	**-28%**	**16,638**	**-15%**	**-31%**	**6,970**	**-27%**	**-23%**	**220,208**	**12%**
上升城市数目		**36**	**7**		**12**	**4**		**9**	**7**		**24**
下降城市数目		**2**	**34**		**29**	**37**		**32**	**34**		**17**

数据来源：各地房管局，中达证券研究；注：数据截至 2021/10/15

表 7：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 15.2 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	11,316	-2%	-8%	13.7	13.5	2%	-11%
上海	4,970	2%	-33%	5.0	4.7	6%	4%
广州	10,855	0%	21%	13.1	14.0	-6%	133%
深圳	2,170	1%	-12%	6.3	6.8	-8%	-6%
一线城市		**1%**	**-8%**	**9.5**	**9.8**	**-2%**	**30%**
杭州	2,093	3%	-50%	2.4	2.5	-6%	-74%
南京	7,512	-1%	15%	12.9	14.1	-8%	55%
苏州	8,834	-1%	19%	12.0	12.1	0%	41%
福州	6,026	-1%	-4%	25.4	27.7	-8%	66%
南宁	10,210	1%	16%	17.0	17.3	-2%	52%
温州	11,352	-1%	0%	18.1	18.1	0%	70%
莆田	1,995	1%	-16%	51.7	56.8	-9%	280%
宁波	3,682	-1%	43%	7.6	7.6	1%	125%
东营	1,701	-1%	1%	12.7	13.6	-6%	111%
平均		**0%**	**-1%**	**15.2**	**16.1**	**-4%**	**65%**

数据来源：各地房管局，中达证券研究；注：数据截至 2021/10/15；平均环比及平均同比为各城市变动平均值；由于数据可得性，将泉州替换为莆田

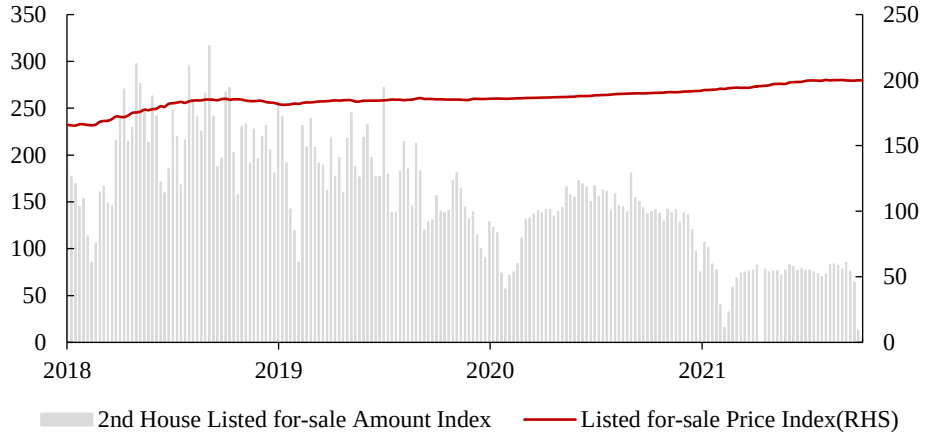
3.2 二手房成交及价格数据

表 8：主要城市二手房成交量情况，北京、金华本年至今涨幅较大

	过去7日			过去30日			本月至今			本年至今	
城市	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	267,629	743%	6%	916	-28%	-20%	302	-45%	16%	14,441	35%
深圳	46,174	978%	-64%	131	-23%	-74%	51	-39%	-61%	3,036	-55%
杭州	32,910	301%	-74%	118	-32%	-69%	41	-49%	-68%	4,234	-2%
南京	146,266	633%	-33%	499	-35%	-36%	166	-56%	-23%	7,578	-2%
成都	68,437	511%	65%	211	-27%	-14%	80	-36%	92%	2,983	-22%
青岛	43,037	683%	-65%	137	-27%	-66%	49	-42%	-62%	4,249	2%
无锡	77,518	640%	-43%	230	-29%	-44%	88	-40%	-36%	4,262	-14%
苏州	96,334	890%	-16%	320	-29%	-23%	106	-52%	-8%	5,405	20%
厦门	61,631	1322%	-6%	79	-64%	-65%	66	-29%	0%	3,149	22%
清远	21,454	809%	-46%	68	-29%	-51%	25	-39%	-40%	1,001	-15%
东莞	24,285	651%	-58%	136	-43%	-39%	28	-75%	-54%	1,620	-28%
南宁	14,990	160%	-66%	73	-39%	-64%	21	-65%	-55%	1,308	-38%
佛山	109,156	470%	-40%	336	-31%	-47%	137	-35%	-35%	5,554	16%
金华	41,529	1924%	-36%	156	-47%	-10%	44	-75%	-33%	2,546	27%
江门	10,090	674%	-49%	39	-40%	-46%	11	-58%	-42%	665	4%
总计	**1,061,439**	**662%**	**-34%**	**3,449**	**-33%**	**-42%**	**1,214**	**-49%**	**-27%**	**62,030**	**-1%**
上升城市数目		**15**	**2**		**0**	**0**		**0**	**3**		**7**
下降城市数目		**0**	**13**		**15**	**15**		**15**	**12**		**8**

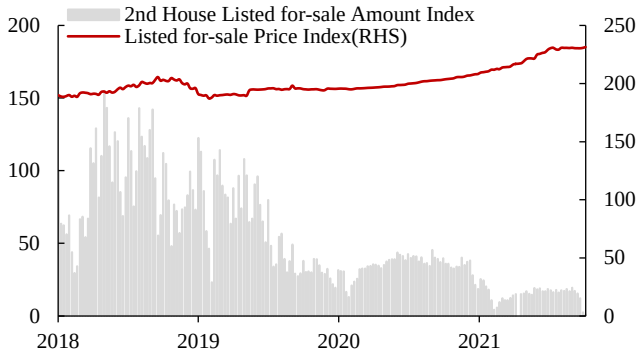
数据来源：各地房管局，中达证券研究；注：数据截至 2021/10/15

图 31：二手房挂牌出售价格指数近期稳中微升



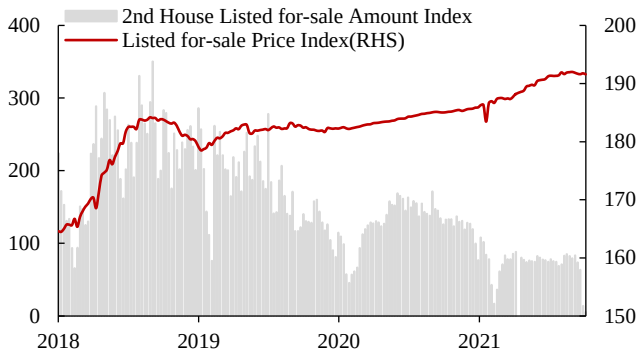
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/10/10

图 32：一线城市二手房价格指数有所提升



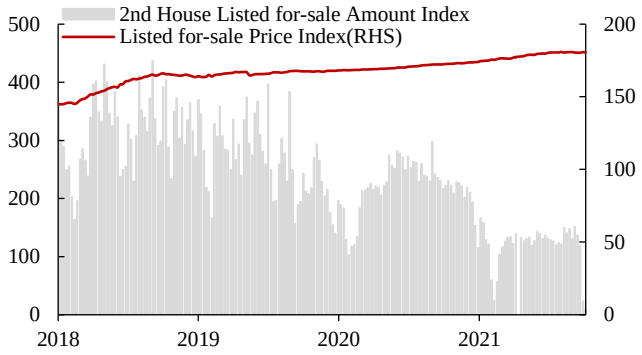
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/10/10

图 33：二线城市二手房价格指数略有提升



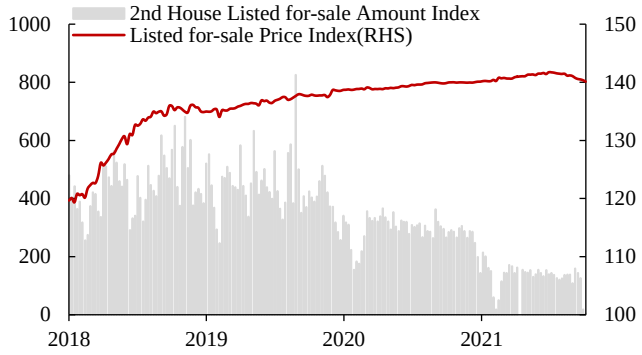
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/10/10

图 34：三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 2021/10/10

图 35：四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 2021/10/10

4.重要政策及动态

4.1 本周重要行业政策与新闻

表 9：本周要闻：广东省内 7 城购房可提取广州住房公积金；合肥保障性租赁住房建设提速

日期	地区/部门	简述
2021-10-09	江西	印发“十四五”消费升级发展规划，其中强调“始终坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，保持房地产调控政策的连续性和稳定性，促进住房消费健康发展”。
2021-10-10	哈尔滨	要确保开发企业资金和项目实现良性循环，以及增加公积金广度及降低购房门槛。
2021-10-10	广州	在省内 7 城购房可提取广州住房公积金。范围包括：1、在广州市行政区域内购买拥有所有权的自住住房；2、在缴存人及配偶户籍所在地（户籍地所在地级市）购买拥有所有权的自住住房；3、缴存人及配偶在广州市行政区域内无自有产权住房，在广州毗邻城市（佛山、清远、中山、东莞、惠州、韶关）或肇庆购买拥有所有权的自住住房。
2021-10-10	中共中央、国务院	健全住房标准，完善房地产信息数据、物业服务等标准。推动智能建造标准化，完善建筑信息模型技术、施工现场监控等标准。开展城市标准化行动，健全智慧城市标准，推进城市可持续发展。
2021-10-11	上海	“十三五”期间，上海市养老服务机构实现跨越式增长；进一步推进上海市养老服务制度体系建设，强化养老服务机构综合监管。
2021-10-11	无锡	集中供地调整：竞买人须提供承诺书、3A 级及以上会计师事务所及注册会计师鉴证的《商品住房用地购地资金来源情况申报表》、上年度完整的财务报表审计报告。
2021-10-12	广州	发布《广州市公共租赁住房和共有产权住房使用监管办法》，主要规范了市本级公共租赁住房、共有产权住房的居住使用、运营管理、物业服务、违规处理等事项。
2021-10-12	烟台	房地产开发企业应当在商品房现售前将符合商品房现售条件的有关材料报送当地住建部门备案，并取得《商品房现售备案证明》。
2021-10-12	宁波	为抑制投资投机性购房，共有产权住房在取证满 10 年后可上市转让，将按照市场价格进行销售，其中交付未满 1 年的市场销售价格，参考相近时期、相邻地段商品住房项目销售备案平均价格。
2021-10-13	合肥	十四五期间，合肥市计划筹集保障性租赁住房 15 万套/间，原则上年度租赁住房用地供应面积按不低于出让住宅用地供应面积的 10%确定。
2021-10-14	广东	严格落实房地产贷款集中度管理制度和重点房地产企业融资管理规定，防范房地产贷款过度集中，促进房地产市场平稳健康发展。

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 10：本周公司动态：弘阳、龙光、正荣等回购美元债

日期	对象	简述
2021-10-09	金科股份	公司董事会同意公司以集中竞价交易方式使用自有资金回购公司部分股份，回购股份价格不超过人民币 7.90 元/股，回购股份的资金总额不低于人民币 5 亿元（含 5 亿元），不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），回购实施期限为自董事会审议通过回购股份方案之日（2021 年 7 月 12 日）起 12 个月内。
2021-10-11	德信中国	已在公开市场购买本公司发行的 2022 年票据，本金总额约为 120 万美元，占 2022 年票据初始本金额的约 0.34%。
2021-10-11	新力控股集团	10 月 11 日继续短暂停牌。提供有关于 2021 年及 2022 年到期的优先无抵押票据（股份代号：40413/股份代号：40557）的进一步最新资料，表明已持续与有关方面（有关贷款人、债权人、接管人及所有其他有关持份者等）积极进行协商，以期就还款安排达成一致；同时就有关评估与法律/财务顾问合作，将适时向市场提供最新资料。
2021-10-11	弘阳地产	已于公开市场进一步购回本金总额达 500 万美元的 2019 年 10 月票据，占 2019 年 10 月票据初始发行本金总额约 5%及于进一步购回前 2019 年 10 月票据于本公告日期的未偿还本金总额约 5.15%；及已于公开市场累计购回本金总额达 800 万美元的 2019 年 10 月票据，占 2019 年 10 月票据初始发行本金总额约 8%。
2021-10-11	龙光集团	已于公开市场购买本金总额为 1,000 万美元的 2022 年票据，占 2022 年票据发行本金总额的 4%。
2021-10-12	中国奥园	已按其尚未偿还本金额人民币 15 亿元连同累计至到期日的利息悉数赎回该境内债券。
2021-10-12	德信中国	已于公开市场购买本公司发行的 2022 年票据，本金总额约为 70 万美元，占 2022 年票据初始本金额的约 0.2%。
2021-10-12	建业地产	已于 2021 年 10 月 1 日至 2021 年 10 月 11 日，从公开市场上购回部分 2021 年 11 月票据，本金总额为 1,428 万美元，占 2021 年 11 月票据初始本金总额 3.57%。
2021-10-13	粤港湾控股	本金总额为 5,778 万美元的现有票据仍未偿付。所发行的新票据包括同时发行新票据中的 4,150 万美元新票据及根据交换要约的 2 亿 3,572 万美元新票据，新票据的本金总额为 2 亿 7,722 万美元。
2021-10-13	弘阳地产	已于 2021 年 10 月 12 日及 2021 年 10 月 13 日，从公开市场进一步购回本金总额分别达 500 万美元及 200 万美元的 2019 年 10 月票据，占 2019 年 10 月票据初始发行本金总额约 5%及 2%。
2021-10-13	华侨城 A	持股 5%以上股东及其一致行动人减持股份。钜盛华以集中竞价交易方式减持约 8,047 万股，减持股份占总股本比例为 0.98%。
2021-10-14	银城国际控股	截至 2021 年 10 月 12 日，从公开市场回购并注销本金共 6,500 万美元的美元债券，占尚未偿还本金额 2 亿美元的 32.5%。

2021-10-14	正荣地产	已于公开市场回购部分票据：2026 年票据 I（回购本金额 900 万美元，占原已发行票据的 3.0%）、2026 票据 II（回购本金额 700 万美元，占原已发行票据的 1.750%），2025 年票据（回购本金额 100 万美元，占原已发行票据的 0.286%），2022 票据 I（回购本金额 350 万美元，占原已发行票据的 1.400%），2022 年票据 II（回购本金额 700 万美元，占原已发行票据的 2.333%），2022 年票据 III（回购本金额 250 百万美元，占原已发行票据的 1.136%），2021 年票据（回购票据本金额 300 万美元，占原已发行票据的 1.50%）。
2021-10-15	世茂集团	已按其尚未偿还本金额 8.2 亿美元连同累计至到期日的利息悉数赎回于 2021 年到期之 6.375%优先票据。
2021-10-15	海昌海洋公园	10 月 15 日起于香港联合交易所有限公司暂停买卖，以待刊发有关须予公布交易的公布。
2021-10-15	佳源国际控股	已向票据支付代理存入必要资金，以根据票据持有人按票据的条款及条件行使认沽期权而赎回本息数额共计约 9,000 万美元的票据（本金约 7,114 万美元，含回购溢价本金约 7,314 万美元，利息约 1,697 万美元）。

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

4.3 重点公司 9 月销售情况一览

表 11：2021 年前 9 月，绿城中国、景瑞控股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
万科A	000002.SZ	4791	-2.8%	2946	-9.8%	361	-33.8%	228	-38.5%
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%
保利地产	600048.SH	4102	11.7%	2544	4.1%	360	-28.4%	248	-28.7%
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%
华润置地	1109.HK	2301	20.5%	1313	33.0%	221	-23.8%	113	-2.7%
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%
龙湖集团	0960.HK	2019	8.4%	1183	7.7%	202	-32.8%	126	-28.6%
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%
中国金茂	0817.HK	1758	8.6%	995	16.6%	138	-13.8%	60	-28.8%
新城控股	601155.SH	1708	4.8%	1634	8.3%	185	-22.7%	210	-8.1%
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%
正荣地产	6158.HK	1159	20.5%	699	13.7%	101	-29.2%	60	-26.2%
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	-
首开股份	600376.SH	930	37.7%	297	26.3%	79	-2.7%	26	-2.8%
荣盛发展	002146.SZ	906	22.9%	834	24.2%	111	48.2%	101	35.1%
远洋集团	3377.HK	895	17.7%	501	29.9%	163	1.5%	103	48.4%
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%
禹洲集团	1628.HK	804	4.3%	412	-12.5%	90	-22.5%	39	-46.2%
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%
建业地产	0832.HK	520	-22.6%	720	-22.8%	54	-48.0%	73	-48.9%
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%
保利置业集团	0119.HK	405	18.8%	229	20.3%	41	-25.5%	18	-49.0%
当代置业	1107.HK	330	24.5%	328	25.5%	35	-23.3%	37	-20.2%
景瑞控股	1862.HK	243	55.6%	128	82.8%	18	-26.7%	10	-13.2%

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。