

业绩承压销售放缓，政策触底暖风频吹

——房地产行业 2021 年报综述

结算项目毛利偏低、减值准备等驱动房企业绩持续承压。2021 年龙头房企整体营收增速小幅提升 0.2pct 至 16.6%、整体归母净利润增速下滑 24.4pct 至 -22.8%，低毛利项目结算、计提存货减值准备等共同带动 2021 年龙头房企盈利能力下滑为业绩承压主因。房企间业绩分化较大，部分国有房企及优质民企施工交付稳步推进、营收表现更佳，深控、绿城、旭辉营收增速居前；盈利能力相对平稳等进一步带动金茂、绿城、远洋核心净利增速领先。

销售增速大幅放缓，土储规模增速下行。2021 年下半年来，信用风险暴露使部分房企信用及购房者信心受损、行业销售承压，全年龙头房企平均销售增速较 2020 年放缓 15.1pct 至 5.0%；信用良好的国有房企销售表现更佳，建发、深控、绿城 2021 年销售额增速最快。2021 年，上市房企土储建面平均增速较 2020 年下滑 6.5pct 点至 4.5%，土储建面同比下滑的房企由 4 家增至 21 家，规模扩张意愿、金融及土地优势等驱动深控、建发、远洋等土储建面增速较快。

短债占比有所下降，流动性分化加剧。2021 年，内外部环境变化使融资渠道明显收紧，多家房企债务总量下降、尤其短债新增较少，同时部分房企积极回购债券或提前偿还部分短期借款，共同带动短债占比均值同比下降约 0.8pct 至 30.2%，建业、招商蛇口、远洋短债占比降幅较大。流动性方面，销售及融资端压力使房企现金管理压力增大，部分较激进民企到期债务覆盖能力有所下降，平均现金短债比由 2020 年的 1.94 倍降至 2021 年的 1.77 倍，房企内部分化明显加剧、部分公司现金短债比出现明显下降。另一方面，部分国企央企与优质民企 2021 年受到的影响相对较小，同时由于在融资端或股东支持方面具备明显优势，2021 年融资渠道保持顺畅，现金总额逆势提升，建发、美的、合生创展在手现金增速最快；部分公司在资金管控方面有所加强，龙湖、绿城、深控现金短债比提升幅度较大。近期行业融资环境明显改善，部分优质民企已成功通过债券及贷款等方式获取资金、有望对其流动性提供进一步支持，同时成功渡过危机房企风险偏好普遍更低，未来房企抵御风险能力将有所提升。

红线指标优化、融资成本下行，政策改善推动复苏。2021 年下半年起市场波动明显加大，销售和融资端的变化使得房企现金及债务管理的压力明显增大，上市房企净负债率中位数同比上升 0.6pct 至 63.0%。融资成本方面，由于融资活动主要在环境相对宽松的上半年开展，上市房企新增债务成本整体有所下降，带动 2021 年平均融资成本同比下降 0.3pct 至 5.1%。“三道红线”方面，房企指标达标情况普遍较好，有完整数据的 34 家房企有 22 家已完全达标，黄档及红档分别有 9 家及 3 家，达标情况较 2020 年末明显改善，控制拿地强度、少数股东投入和加强销售回款等方式助力旭辉、万科、新城等 7 家房企成功进入“绿档”。但必须强调的是，由于有相当数量房企延迟刊发业绩，目前数据只能从一个方面反映行业现状，延发房企的报表情况也值得重点关注。目前，在金融委和副总理定调底线思维后，已有越来越多地方开始对首付比例、限购限售等核心需求端政策进行调整，同时通过改善预售资金监管政策、优化供地结构及规则等方式支持房企资金需求；随着供需两端的支持政策逐步推广和落地，行业基本面有望稳步复苏。

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 4660

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789



目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 核心观点 | 4 |
| 1. 营收增速小幅回升，盈利能力持续承压 | 5 |
| 1.1 偏低基数支撑营收增速，盈利承压带动业绩下滑 | 5 |
| 1.2 地价偏高叠加降价促销，项目盈利空间持续承压 | 9 |
| 2. 销售增速大幅放缓，土储规模增速下行 | 12 |
| 2.1 全年销售增速放缓，目标设定较为审慎 | 12 |
| 2.2 资金偏紧、地价高企，土储建面增速继续放缓 | 15 |
| 3. 短债占比下降，流动性分化加剧 | 17 |
| 4. 红线指标整体优化，融资成本有所下行 | 21 |
| 5. 如何看待近期行业政策环境的变化？ | 27 |
| 5.1 顶层表态稳定预期，供需两侧推动复苏 | 27 |
| 5.2 并购融资规模仍然较小，合作项目或为重要并购标的 | 28 |
| 6. 投资建议 | 31 |
| 7. 风险提示 | 31 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：整体营收增速下降约 0.2pct 至 16.6% | 5 |
| 图 2：整体归母净利润增速下降 24.4pct 至 -22.8% | 5 |
| 图 3：深圳控股、绿城中国、旭辉控股集团营收增速较快 | 6 |
| 图 4：建发国际集团、中国金茂、龙湖集团归母净利润增速较快 | 7 |
| 图 5：中国金茂、绿城中国、远洋集团核心净利润增速较快 | 7 |
| 图 6：上市房企平均毛利率下降约 4.2pct 至 21.0% | 9 |
| 图 7：平均归母净利率下降约 4.3pct 至 6.6% | 9 |
| 图 8：合生创展集团、深圳控股、宝龙地产 2021 年毛利率较高 | 10 |
| 图 9：合生创展集团、中国海外发展、华润置地 2021 年核心净利率较高 | 10 |
| 图 10：建发国际集团、深圳控股、绿城中国 2021 年销售金额增速居前 | 13 |
| 图 11：短期债务平均占比下降约 0.8pct 至 30.2% | 17 |



| | |
|---|----|
| 图 12: 上市房企平均现金短债比下降至约 1.77 倍..... | 17 |
| 图 13: 建发国际集团、美的置业、合生创展集团 2021 年现金总额增速居前..... | 18 |
| 图 14: 建业地产、招商蛇口、远洋集团 2021 年短期债务占比降幅较大..... | 19 |
| 图 15: 龙湖集团、绿城中国和深圳控股 2021 年现金短债比提升较大..... | 19 |
| 图 16: 上市房企净负债率中位数上升 0.6pct 至 63.0%..... | 21 |
| 图 17: 上市房企平均融资成本下降约 0.3pct 至 5.1%..... | 21 |
| 图 18: 美的置业、中梁控股和融信中国等净负债率下降幅度较大..... | 22 |
| 图 19: 禹洲集团、碧桂园、雅居乐集团等剔除预收款后资产负债率降幅较大..... | 22 |
| 图 20: 金辉控股、深圳控股、银城国际控股等融资成本降幅较大..... | 23 |
| 图 21: 近月房地产行业境内并购交易规模并未显著提升..... | 30 |
| | |
| 表 1: 2021 年度业绩综述包含公司范围..... | 5 |
| 表 2: 房企间核心净利增速分化显著, 国有房企表现突出..... | 8 |
| 表 3: 上市房企 2021 年毛利率普遍下滑..... | 11 |
| 表 4: 披露 2021 年核心净利的房企中, 中国金茂、龙湖集团核心净利率较为稳定..... | 12 |
| 表 5: 2021 年销售下滑房企增多, 多数房企未设立 2022 年销售目标..... | 14 |
| 表 6: 2021 年, 龙头房企土储建面平均增速继续下滑..... | 16 |
| 表 7: 内外环境大幅变化之下, 房企流动性表现大幅分化..... | 20 |
| 表 8: 美的置业、中梁控股等净负债率下降较快, 多数房企融资成本有所下行..... | 24 |
| 表 9: 多数上市房企“三条红线”指标优化..... | 26 |
| 表 10: 3 月 16 日多部委密集表态, 推动行业风险化解..... | 27 |
| 表 11: 目前重点房企发行并购债券规模仍较小, 发行人均为国有房企..... | 28 |
| 表 12: 部分民营房企与银行等签订并购融资战略合作协议, 获取并购融资额度更大..... | 29 |



核心观点

基本面探底继续，政策面触底修正。经历了2021年下半年起的行业下行和市场挤兑后，相当数量房企业绩公告延期，**这在过去多轮市场调整中都不曾出现**，房企的债务问题、报表压力继续释放。尽管财报数据整体表现不佳，**但此次调整也是对房企真实情况的一次压力测试**，有助于投资者筛选出真正符合调控导向和市场规则的房企。目前，在金融委和副总理定调底线思维后，已有越来越多地方开始对核心调控政策进行调整，行业政策面修正持续推进。随着房企经营重回正常，相关资产的价值也将出现相应修复。

利润表现普遍不佳，毛利率下滑与减值为主要因素。2021年，房企整体营收及归母净利分别上升16.6%和下滑22.8%（FY20:上升16.4%和1.6%），部分房企业绩下滑幅度较大。拆分看，上市房企平均毛利率下降约4.2个百分点至21.0%，主要系2016-18年土地成本偏高及限价政策持续。另一方面，投资收益下降和减值大增也是拖累房企FY21业绩的重要因素。由于土地市场降温始于2021年下半年，而目前多数房企参拍较少，整体报表毛利率的好转可能需到2023年后。

缩表将成主流趋势，房企分化料将延续。经历了去年下半年以来的信用事件和挤兑后，真正降杠杆应该是房企应对市场危机的自然选择。另一方面，**由于成功渡过危机房企风险偏好普遍更低，未来房企抵御风险能力将有所提升**。从土地储备数据看，2021年，上市房企土储建面平均增速较2020年下滑6.5个百分点至4.5%，土储建面同比下滑的公司数量由4家增至21家。公司层面上，深控、建发国际、远洋土储建面增速较快；**由于部分延期发布业绩房企数据缺失，整体土储分化可能更大**。尽管近期土拍溢价率明显降低，但仅极少数优质民企有所参与，不同所有制房企和民企内部的分化将进一步加剧。

报表压力继续释放，优质民企降档继续。2021年房企分化前所未见，一方面，超30家公司年报延期，报表压力继续释放；另一方面，部分优质民企坚持积极的财务管理，保持了良好的信用记录并进入“绿档”。截至2021年末，有完整数据的34家房企有22家已完全达标，黄档及红档分别有9家及3家。降档情况方面，旭辉、万科、新城等7家房企未达标指标数由1项降为0项。房企内部的分化超过此前各轮周期，优秀企业与其他企业的差距明显拉大。**随着政策面逐步修正，前述优质民企的经营弹性也将增大，其投资价值也有望得到相应的修复。**



港股上市房企 2021 年业绩披露完毕，我们以 35 家房企（港股 32 家，A 股 3 家）为对象对板块业绩进行了研究，包含公司如下：

表 1：2021 年度业绩综述包含公司范围

| 2021 年业绩综述包含个股 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 万科 A | 招商蛇口 | 新城控股 | 华润置地 | 中国海外发展 |
| 龙湖集团 | 碧桂园 | 旭辉控股集团 | 绿城中国 | 合生创展集团 |
| 中国金茂 | 越秀地产 | 建发国际集团 | 美的置业 | 金辉控股 |
| 中国海外宏洋集团 | 深圳控股 | 雅居乐集团 | 远洋集团 | 龙光集团 |
| 富力地产 | 合景泰富集团 | 弘阳地产 | 宝龙地产 | 德信中国 |
| 中梁控股 | 佳源国际控股 | 中骏集团控股 | 时代中国控股 | 融信中国 |
| 银城国际控股 | 正荣地产 | 禹洲集团 | 建业地产 | 祥生控股集团 |

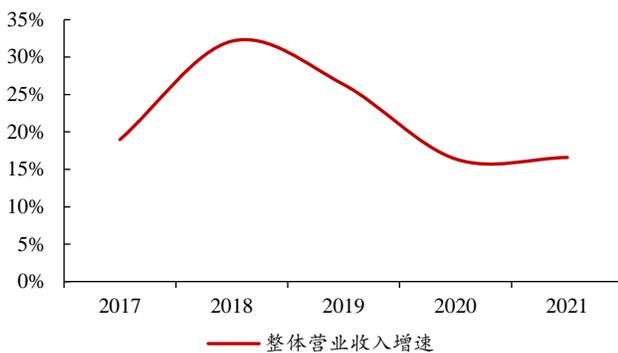
数据来源：中达证券研究

1. 营收增速小幅回升，盈利能力持续承压

1.1 偏低基数支撑营收增速，盈利承压带动业绩下滑

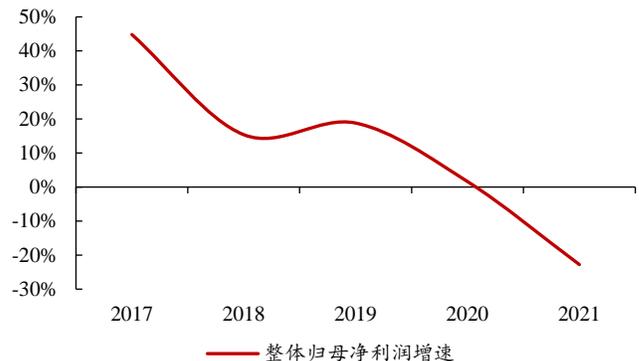
基数效应下营收增速小幅提升，盈利承压带动整体业绩有所下滑。2020 年疫情冲击导致行业施工进度有所延后、交付结算基数较低，一定程度上带动 2021 年龙头房企整体营收增速小幅提升 0.2 个百分点至 16.6%。同时，2021 年龙头房企盈利能力继续下滑，进一步带动整体归母净利润增速下滑 24.4 个百分点至 -22.8%。

图 1：整体营收增速下降约 0.2pct 至 16.6%



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

图 2：整体归母净利润增速下降 24.4pct 至 -22.8%



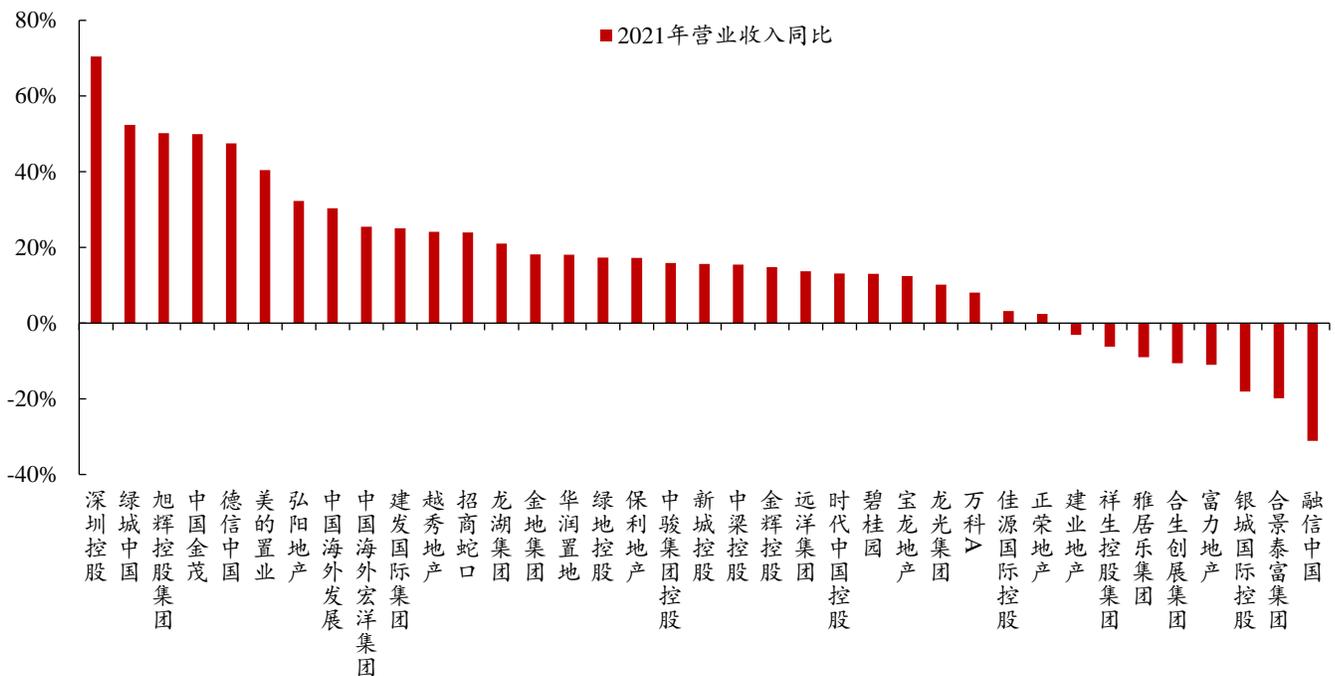
数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算



销售持续增长、施工稳步推进，多数房企营收实现稳健增长。深圳控股、绿城中国、旭辉控股集团增速较快，分别同比增长 70.5%、52.4%、50.2%。销售快速增长驱动部分公司结算收入高增，如绿城中国 2019-2021 年销售额（不含代建）分别同比增长 33.8%/58.6%/24.2%；深圳控股过去数年销售相对平稳，但 2021 年内项目建设稳步推进、带动结算规模大幅提升。

盈利能力变动加剧业绩分化，国有企业表现突出。建发国际集团、中国金茂、龙湖集团归母净利润增速较快，分别同比增长 51.5%、20.8%、19.3%；披露 2021 年归母核心净利润/扣非后归母净利润的公司数量有所减少，其中，中国金茂、绿城中国、远洋集团增速最快，分别同比增长 49.5%、44.4%、26.2%。金茂等公司毛利率降幅较小（同比下降 1.6pct 至 18.6%），使其核心净利增速与营收增速相若、业绩表现优于其他房企。相对民营房企而言，国有房企在经营过程中更注重综合性考核，除公司成长性外，股东回报、财务稳健性、社会责任等亦为重要经营考量，经营模式的差别一定程度上使得近年国有房企整体盈利能力相对平稳、目前业绩增长更具优势。

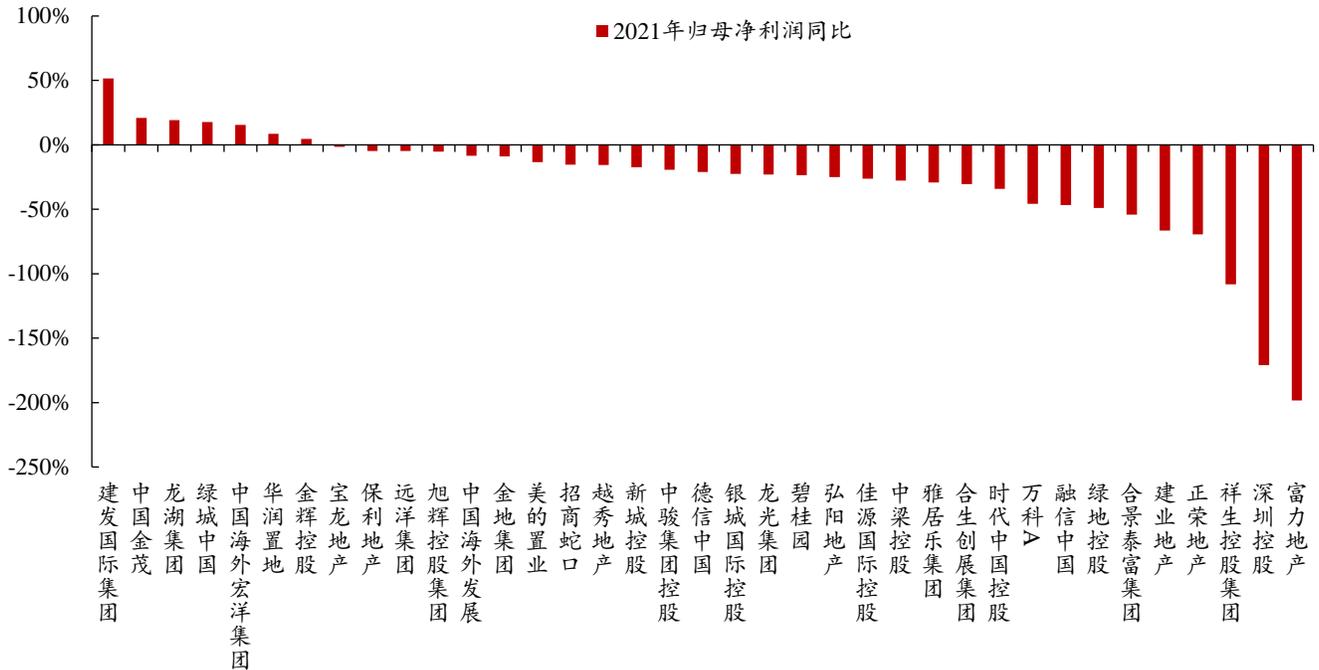
图 3：深圳控股、绿城中国、旭辉控股集团营收增速较快



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

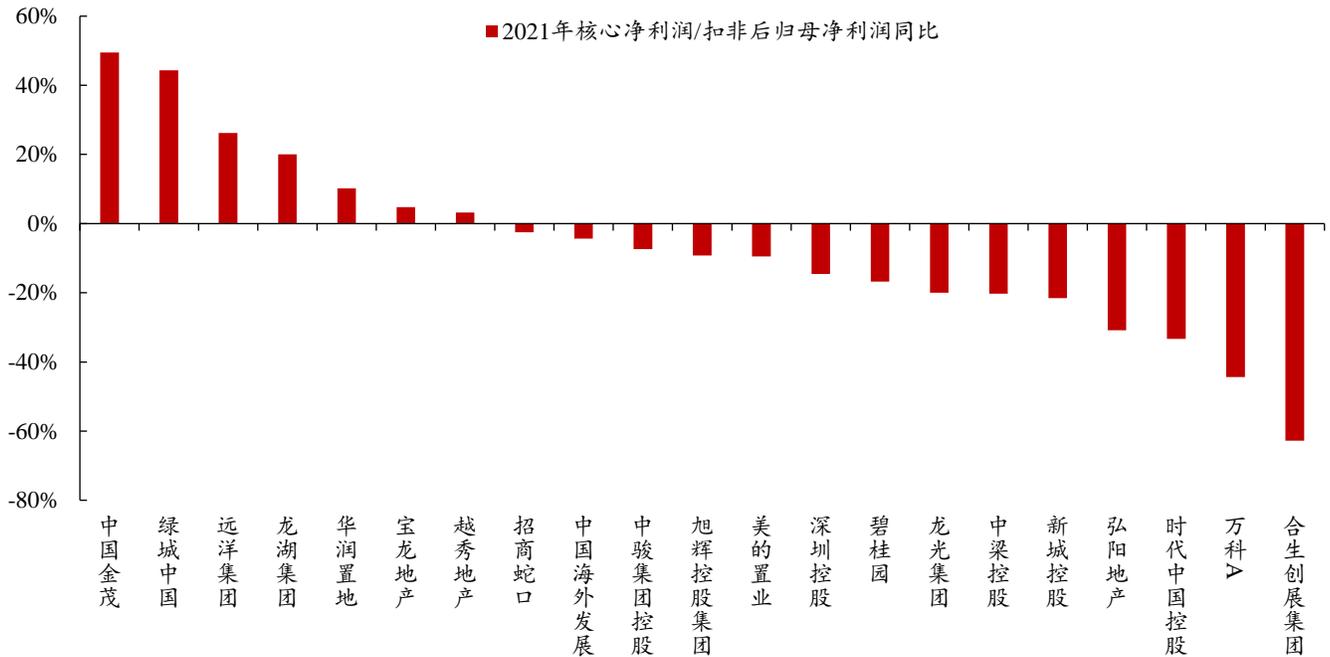


图 4：建发国际集团、中国金茂、龙湖集团归母净利润增速较快



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 5：中国金茂、绿城中国、远洋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：美的置业为总口径

表 2：房企间核心净利增速分化显著，国有房企表现突出

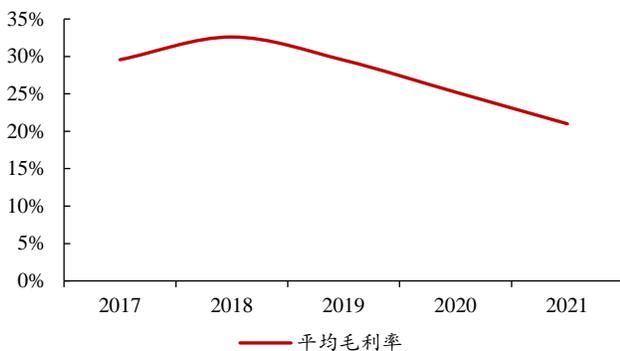
| 公司 | 证券代码 | 2021A 营收 | | 2021A 核心净利润/扣非归母净利润 | |
|--------|-----------|----------|--------|---------------------|--------|
| | | (亿元) | 同比 | (亿元) | 同比 |
| 中国金茂 | 0817.HK | 900.6 | 50.0% | 48.3 | 49.5% |
| 绿城中国 | 3900.HK | 1002.4 | 52.4% | 57.7 | 44.4% |
| 远洋集团 | 3377.HK | 642.5 | 13.7% | 28.1 | 26.2% |
| 龙湖集团 | 0960.HK | 2233.8 | 21.0% | 224.4 | 20.1% |
| 华润置地 | 1109.HK | 2121.1 | 18.1% | 266.0 | 10.2% |
| 宝龙地产 | 1238.HK | 399.0 | 12.4% | 37.7 | 4.7% |
| 越秀地产 | 0123.HK | 573.8 | 24.1% | 41.5 | 3.2% |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 1606.4 | 23.9% | 88.6 | -2.5% |
| 中国海外发展 | 0688.HK | 2422.4 | 30.4% | 363.8 | -4.3% |
| 中骏集团控股 | 1966.HK | 377.4 | 15.9% | 31.1 | -7.4% |
| 旭辉控股集团 | 0884.HK | 1078.3 | 50.2% | 72.8 | -9.2% |
| 美的置业 | 3990.HK | 737.0 | 40.4% | 39.0 | -9.5% |
| 深圳控股 | 0604.HK | 320.5 | 70.5% | 38.9 | -14.6% |
| 碧桂园 | 2007.HK | 5230.6 | 13.0% | 269.3 | -16.8% |
| 龙光集团 | 3380.HK | 782.9 | 10.1% | 96.3 | -20.0% |
| 中梁控股 | 2772.HK | 761.1 | 15.4% | 29.9 | -20.3% |
| 新城控股 | 601155.SH | 1682.3 | 15.6% | 102.4 | -21.5% |
| 弘阳地产 | 1996.HK | 266.7 | 32.3% | 8.5 | -30.8% |
| 时代中国控股 | 1233.HK | 436.4 | 13.1% | 33.1 | -33.3% |
| 万科 A | 000002.SZ | 4528.0 | 8.0% | 223.8 | -44.4% |
| 合生创展集团 | 0754.HK | 307.3 | -10.6% | 47.6 | -62.8% |

数据来源：公司公告，Wind，中达证券研究；注：美的置业核心净利润为总口径；A股为扣非后归母净利润；深圳控股、合生创展集团货币单位为港元

1.2 地价偏高叠加降价促销，项目盈利空间持续承压

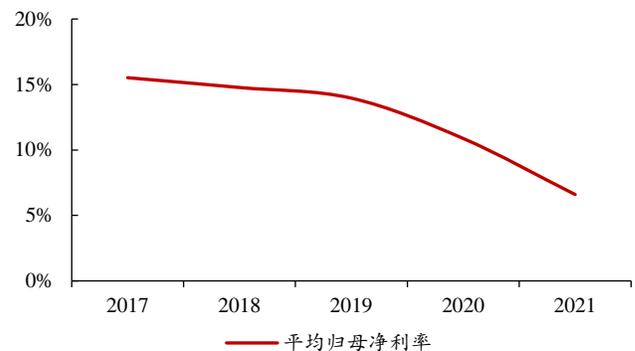
高地价、严限价项目结算叠加部分房企降价促销，毛利率持续下滑。过去数年房企获取的高价地块仍为当前结算项目中重要的组成部分，同时年内部分房企降价促销部分现房项目以缓解流动性压力，共同带动房企结算毛利率持续承压。2021年，龙头房企平均毛利率下降约4.2个百分点至21.0%、部分房企投资受益有所下降。另外，部分房企运营管控效率提升等带动各项费用率有所下降，一定程度上对冲了结算项目盈利能力的影响，2021年龙头房企平均归母净利率下降约4.3pct至6.6%、降幅与毛利率相近。

图 6：上市房企平均毛利率下降约 4.2pct 至 21.0%



数据来源：Wind，中达证券研究

图 7：平均归母净利率下降约 4.3pct 至 6.6%

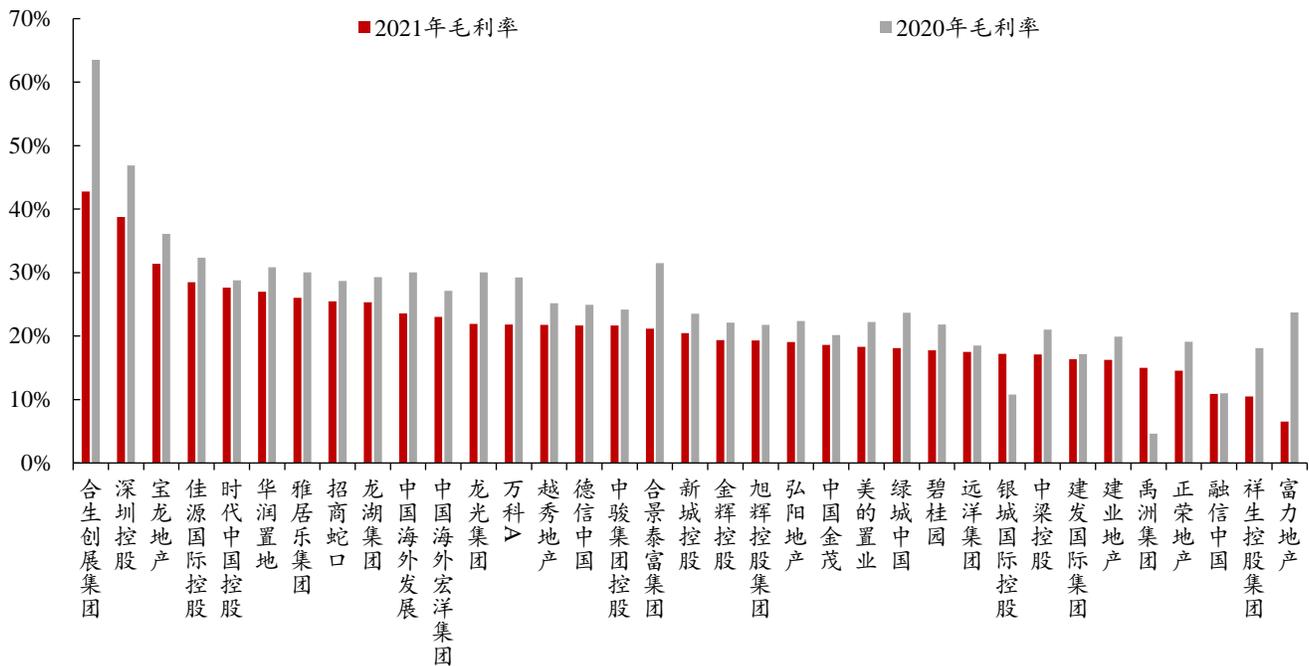


数据来源：Wind，中达证券研究

房企盈利能力普遍下滑，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 2021 年毛利率较高，分别达 42.8%、38.8%、31.4%；得益于一二线城市的资源禀赋，合生创展集团、深圳控股的毛利率持续领先同侪。房企间毛利率变化方向及幅度差异均较大：1) 部分上年结算毛利率偏低的房企在 2021 年出现修复，如银城国际控股毛利率同比提升 6.4 个百分点至 16.3%；2) 远洋集团、时代中国控股、中国金茂毛利率相对平稳，分别同比下滑 1.0、1.2、1.6 个百分点至 17.5%、27.6%、18.6%；3) 部分房企毛利率大幅下滑，合生创展毛利率同比下降 20.7 个百分点（主要系投资业务亏损）、富力地产毛利率同比下降 17.2 个百分点（降价促销及计提存货减值拨备等共同作用）。在披露了 2021 年归母核心净利润的 21 家房企中，合生创展集团、中国海外发展、华润置地核心净利率较高，分别达 15.5%、15.0%、12.5%，合生创展及华润的毛利率相对较高，中海则通过突出的运营成本管控有效增强了其盈利能力（2021 年销售及行政费用合计占营收 2.9%）。

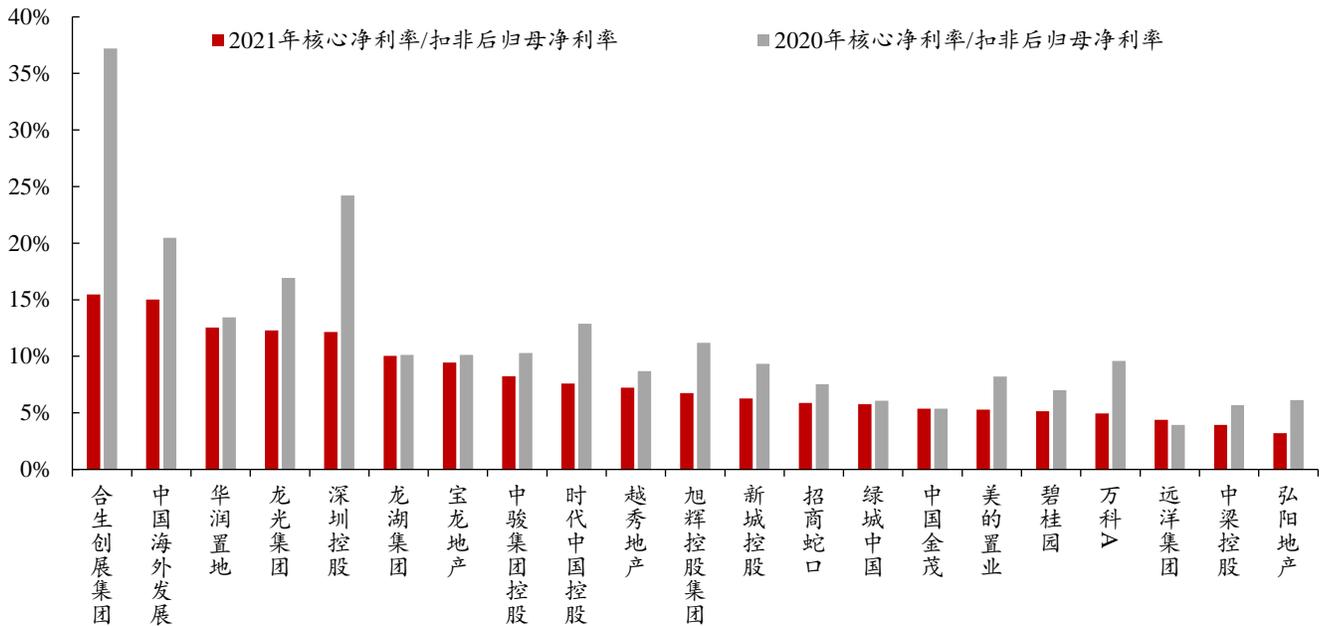


图 8：合生创展集团、深圳控股、宝龙地产 2021 年毛利率较高



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、华润置地 2021 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润率



表 3: 上市房企 2021 年毛利率普遍下滑

| 公司 | 证券代码 | 毛利率 | | | |
|-----------|-----------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | | 2019 | 2020 | 2021 | 2021同比(pct) |
| 合生创展集团 | 0754.HK | 50.3% | 63.5% | 42.8% | -20.7 |
| 深圳控股 | 0604.HK | 34.4% | 46.9% | 38.8% | -8.1 |
| 宝龙地产 | 1238.HK | 36.4% | 36.1% | 31.4% | -4.7 |
| 佳源国际控股 | 2768.HK | 32.6% | 32.3% | 28.5% | -3.8 |
| 时代中国控股 | 1233.HK | 29.3% | 28.8% | 27.6% | -1.2 |
| 华润置地 | 1109.HK | 37.9% | 30.9% | 27.0% | -3.9 |
| 雅居乐集团 | 3383.HK | 30.5% | 30.0% | 26.0% | -4.0 |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 34.6% | 28.7% | 25.5% | -3.2 |
| 龙湖集团 | 0960.HK | 33.6% | 29.3% | 25.3% | -4.0 |
| 中国海外发展 | 0688.HK | 33.7% | 30.0% | 23.5% | -6.5 |
| 中国海外宏洋集团 | 0081.HK | 33.3% | 27.1% | 23.0% | -4.1 |
| 龙光集团 | 3380.HK | 31.5% | 30.0% | 21.9% | -8.1 |
| 万科A | 000002.SZ | 36.2% | 29.2% | 21.8% | -7.4 |
| 越秀地产 | 0123.HK | 34.2% | 25.1% | 21.8% | -3.4 |
| 德信中国 | 2019.HK | 32.2% | 24.9% | 21.7% | -3.2 |
| 中骏集团控股 | 1966.HK | 27.6% | 24.1% | 21.7% | -2.5 |
| 合景泰富集团 | 1813.HK | 31.5% | 31.5% | 21.2% | -10.3 |
| 新城控股 | 601155.SH | 32.6% | 23.5% | 20.4% | -3.1 |
| 金辉控股 | 9993.HK | 21.8% | 22.1% | 19.4% | -2.8 |
| 旭辉控股集团 | 0884.HK | 25.1% | 21.7% | 19.3% | -2.5 |
| 弘阳地产 | 1996.HK | 25.1% | 22.4% | 19.1% | -3.3 |
| 中国金茂 | 0817.HK | 29.4% | 20.2% | 18.6% | -1.6 |
| 美的置业 | 3990.HK | 31.6% | 22.2% | 18.3% | -3.9 |
| 绿城中国 | 3900.HK | 25.4% | 23.7% | 18.1% | -5.5 |
| 碧桂园 | 2007.HK | 26.1% | 21.8% | 17.7% | -4.1 |
| 远洋集团 | 3377.HK | 20.1% | 18.5% | 17.5% | -1.0 |
| 银城国际控股 | 1902.HK | 16.3% | 10.8% | 17.2% | 6.4 |
| 中梁控股 | 2772.HK | 23.3% | 21.0% | 17.1% | -3.9 |
| 建发国际集团 | 1908.HK | 25.9% | 17.2% | 16.3% | -0.8 |
| 建业地产 | 0832.HK | 26.0% | 19.9% | 16.2% | -3.7 |
| 禹洲集团 | 1628.HK | 26.2% | 4.6% | 15.0% | 10.4 |
| 正荣地产 | 6158.HK | 20.0% | 19.1% | 14.6% | -4.6 |
| 融信中国 | 3301.HK | 24.2% | 11.0% | 10.9% | -0.1 |
| 祥生控股集团 | 2599.HK | 23.9% | 18.1% | 10.5% | -7.6 |
| 富力地产 | 2777.HK | 32.8% | 23.7% | 6.5% | -17.2 |
| 平均 | | 29.6% | 25.4% | 21.2% | -4.2 |

数据来源: 公司公告, 中达证券研究

表 4: 披露 2021 年核心净利的房企中, 中国金茂、龙湖集团核心净利率较为稳定

| 公司 | 证券代码 | 归母核心净利率/扣非后归母净利率 | | | 毛利率 | | |
|--------|-----------|------------------|-------|---------|-------|-------|---------|
| | | 2021 | 2020 | 同比(pct) | 2021 | 2020 | 同比(pct) |
| 合生创展集团 | 0754.HK | 15.5% | 37.2% | -21.7 | 42.8% | 63.5% | -20.7 |
| 中国海外发展 | 0688.HK | 15.0% | 20.5% | -5.5 | 23.5% | 30.0% | -6.5 |
| 华润置地 | 1109.HK | 12.5% | 13.4% | -0.9 | 27.0% | 30.9% | -3.9 |
| 龙光集团 | 3380.HK | 12.3% | 16.9% | -4.6 | 21.9% | 30.0% | -8.1 |
| 深圳控股 | 0604.HK | 12.1% | 24.2% | -12.1 | 38.8% | 46.9% | -8.1 |
| 龙湖集团 | 0960.HK | 10.0% | 10.1% | -0.1 | 25.3% | 29.3% | -4.0 |
| 宝龙地产 | 1238.HK | 9.4% | 10.1% | -0.7 | 31.4% | 36.1% | -4.7 |
| 中骏集团控股 | 1966.HK | 8.2% | 10.3% | -2.1 | 21.7% | 24.1% | -2.5 |
| 时代中国控股 | 1233.HK | 7.6% | 12.9% | -5.3 | 27.6% | 28.8% | -1.2 |
| 越秀地产 | 0123.HK | 7.2% | 8.7% | -1.5 | 21.8% | 25.1% | -3.4 |
| 旭辉控股集团 | 0884.HK | 6.8% | 11.2% | -4.4 | 19.3% | 21.7% | -2.5 |
| 新城控股 | 601155.SH | 6.3% | 9.3% | -3.1 | 20.4% | 23.5% | -3.1 |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 5.9% | 7.5% | -1.7 | 25.5% | 28.7% | -3.2 |
| 绿城中国 | 3900.HK | 5.8% | 6.1% | -0.3 | 18.1% | 23.7% | -5.5 |
| 中国金茂 | 0817.HK | 5.4% | 5.4% | 0.0 | 18.6% | 20.2% | -1.6 |
| 美的置业 | 3990.HK | 5.3% | 8.2% | -2.9 | 18.3% | 22.2% | -3.9 |
| 碧桂园 | 2007.HK | 5.1% | 7.0% | -1.8 | 17.7% | 21.8% | -4.1 |
| 万科A | 000002.SZ | 4.9% | 9.6% | -4.7 | 21.8% | 29.2% | -7.4 |
| 远洋集团 | 3377.HK | 4.4% | 3.9% | 0.4 | 17.5% | 18.5% | -1.0 |
| 中梁控股 | 2772.HK | 3.9% | 5.7% | -1.8 | 17.1% | 21.0% | -3.9 |
| 弘阳地产 | 1996.HK | 3.2% | 6.1% | -2.9 | 19.1% | 22.4% | -3.3 |
| 平均 | | 7.9% | 11.6% | -3.7 | 23.6% | 28.5% | -4.9 |

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

2. 销售增速大幅放缓, 土储规模增速下行

2.1 全年销售增速放缓, 目标设定较为审慎

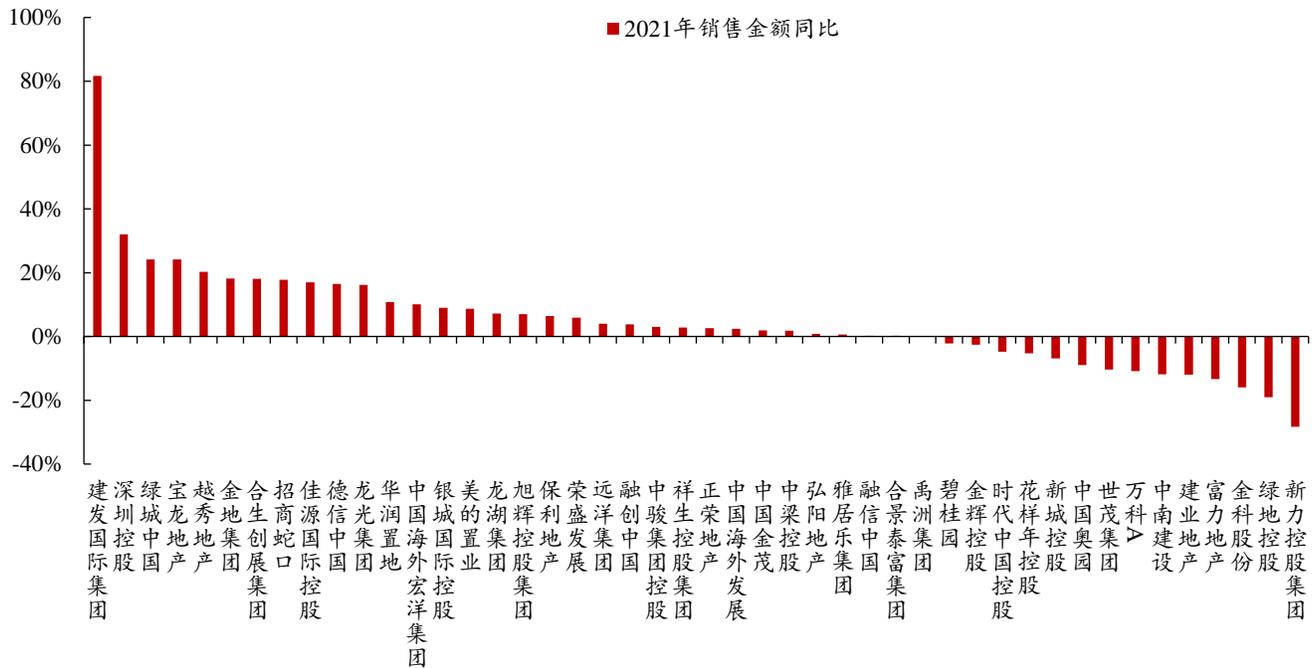
行业风险事件等影响购房者信心, 2021 年房企销售增速明显放缓。2021 年下半年以来, 行业信用风险暴露使部分房企信用及购房者信心受损、行业销售持续承压, 全年龙头房企平均销售增速较 2020 年放缓 15.1 个百分点至 5.0%; 由于部分出险信用风险、销售受到较大影响的房企尚未发布年度业绩及全年经营公告, 上述 2021 年龙头房企销售额增速均值可能偏高。公司层面上, 信用良好的国有



房企及部分经营相对稳健的民企销售表现更佳，建发国际集团、深圳控股、绿城中国 2021 年销售额增速最快，分别达 81.7%、32.1%、24.2%。

销售复苏不确定性仍存，房企 2022 销售目标设定较为审慎。受疫情散发、行业信用风险扩散等因素影响，销售复苏不确定性仍存、克而瑞口径 TOP100 房企累计销售额增速同比降幅亦进一步扩大。在此环境下，设立 2022 年销售目标的房企数量明显减少、各房企销售目标的设定亦相对审慎，如 2021 年销售增速最快的建发将 2022 年销售目标设为与上年基本持平；另外，时代中国 2022 年销售目标较 2021 年销售额下降 32.0%，经营转向保守、新增土地偏少或为销售目标大幅下调的可能原因。近期行业政策环境明显改善，力度较大的需求侧政策陆续出台（包括月内多部委密集表态释放积极信号，部分地区重启棚改货币化安置、下调首付比例、取消限售限购等）、部分城市亦针对房企的资金压力进行了政策微调，随着供需两端的支持政策陆续落地，销售端压力或有望逐步缓解。

图 10：建发国际集团、深圳控股、绿城中国 2021 年销售金额增速居前



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

表 5: 2021 年销售下滑房企增多, 多数房企未设立 2022 年销售目标

| 公司 | 证券代码 | 2022销售目标 | | 2021年销售金额 | | 2020销售额 增长率 |
|----------|-----------|-------------|------------|-----------|-------|----------------|
| | | (亿元) | 目标增长率 | (亿元) | 同比 | |
| 建发国际集团 | 1908.HK | 1650 | 0.1% | 1649 | 81.7% | 78.7% |
| 深圳控股 | 0604.HK | - | - | 191 | 32.1% | -13.9% |
| 绿城中国 | 3900.HK | - | - | 2666 | 24.2% | 58.6% |
| 宝龙地产 | 1238.HK | - | - | 1012 | 24.1% | 35.1% |
| 越秀地产 | 0123.HK | 1235 | 7.3% | 1152 | 20.2% | 32.8% |
| 金地集团 | 600383.SH | - | - | 2867 | 18.1% | 15.2% |
| 合生创展集团 | 0754.HK | - | - | 423 | 18.0% | 68.6% |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 3300 | 1.0% | 3268 | 17.7% | 25.9% |
| 佳源国际控股 | 2768.HK | - | - | 361 | 17.0% | 6.8% |
| 德信中国 | 2019.HK | - | - | 740 | 16.4% | 40.9% |
| 龙光集团 | 3380.HK | - | - | 1402 | 16.2% | 31.9% |
| 华润置地 | 1109.HK | - | - | 3158 | 10.8% | 17.5% |
| 中国海外宏洋集团 | 0081.HK | - | - | 712 | 10.0% | 20.4% |
| 银城国际控股 | 1902.HK | 255 | 0.8% | 253 | 9.0% | 17.1% |
| 美的置业 | 3990.HK | 1400 | 2.1% | 1371 | 8.7% | 24.6% |
| 龙湖集团 | 0960.HK | 3000 | 3.4% | 2901 | 7.2% | 11.6% |
| 旭辉控股集团 | 0884.HK | 2225 ~ 2349 | -5% ~ -10% | 2473 | 7.0% | 15.2% |
| 保利地产 | 600048.SH | - | - | 5349 | 6.4% | 8.9% |
| 荣盛发展 | 002146.SZ | - | - | 1346 | 5.9% | 10.2% |
| 远洋集团 | 3377.HK | 1400 | 2.7% | 1363 | 4.0% | 0.8% |
| 融创中国 | 1918.HK | - | - | 5974 | 3.8% | 3.4% |
| 中骏集团控股 | 1966.HK | - | - | 1045 | 2.9% | 26.1% |
| 祥生控股集团 | 2599.HK | - | - | 803 | 2.8% | 25.1% |
| 正荣地产 | 6158.HK | - | - | 1456 | 2.6% | 8.6% |
| 中国海外发展 | 0688.HK | - | - | 3695 | 2.4% | 12.5% |
| 中国金茂 | 0817.HK | - | - | 2356 | 1.9% | 43.7% |
| 中梁控股 | 2772.HK | - | - | 1718 | 1.8% | 10.7% |
| 弘阳地产 | 1996.HK | - | - | 872 | 0.8% | 32.8% |
| 雅居乐集团 | 3383.HK | - | - | 1390 | 0.6% | 17.1% |
| 融信中国 | 3301.HK | - | - | 1555 | 0.2% | 9.8% |
| 合景泰富集团 | 1813.HK | - | - | 1038 | 0.2% | 20.3% |
| 禹洲集团 | 1628.HK | - | - | 1050 | 0.0% | 39.7% |
| 碧桂园 | 2007.HK | - | - | 5580 | -2.2% | 3.3% |
| 金辉控股 | 9993.HK | - | - | 947 | -2.6% | - |
| 时代中国控股 | 1233.HK | 650 | -32.0% | 956 | -4.8% | 28.1% |
| 花样年控股 | 1777.HK | - | - | 466 | -5.3% | 35.9% |
| 新城控股 | 601155.SH | - | - | 2338 | -6.8% | -7.3% |
| 中国奥园 | 3883.HK | - | - | 1210 | -9.0% | 12.7% |



| 公司 | 证券代码 | 2022销售目标 | | 2021年销售金额 | | 2020销售额 增长率 |
|--------|-----------|----------|--------|-----------|--------|----------------|
| | | (亿元) | 目标增长率 | (亿元) | 同比 | |
| 世茂集团 | 0813.HK | - | - | 2691 | -10.4% | 15.5% |
| 万科A | 000002.SZ | - | - | 6278 | -10.8% | 11.6% |
| 中南建设 | 000961.SZ | - | - | 1974 | -11.8% | 14.2% |
| 建业地产 | 0832.HK | 530 | -11.8% | 601 | -12.0% | -4.9% |
| 富力地产 | 2777.HK | - | - | 1202 | -13.4% | 0.4% |
| 金科股份 | 000656.SZ | - | - | 1876 | -16.0% | 20.1% |
| 绿地控股 | 600606.SH | - | - | 2902 | -19.0% | -7.7% |
| 新力控股集团 | 2103.HK | - | - | 815 | -28.3% | 24.4% |
| 平均 | | | | | 5.0% | 20.1% |

数据来源：公司公告，互联网，中达证券研究；注：碧桂园、富力地产、龙光集团、祥生控股集团销售金额为权益销售金额；计算平均增速时均未包含金辉控股；旭辉控股集团销售目标金额以目标增长率计算

2.2 资金偏紧、地价高企，土储建面增速继续放缓

集中供地叠加行业环境波动，龙头房企土储建面增速继续放缓。集中供地首年，在行业基本面的变化下，三轮土拍中首批房企参与度较高、第二及第三批地方平台托底现象频出，国企及城投平台为全年土地市场的主要参与者。2021年，上市房企土储建面平均增速较2020年下滑6.5个百分点至4.5%，土储建面同比下滑的公司数量由4家增至21家；与销售类似，需注意部分出险房企参与土拍较少、且尚未披露相关数据。公司层面上，深圳控股、建发国际集团、远洋集团土储建面增速较快，分别达104.9%、57.8%、39.7%。拿地意愿上，集中供地首年部分地块存在盈利空间偏窄、去化难度较高等问题，影响了部分房企的拿地意愿；另一方面，以深圳控股为代表的部分国有房企近年经营更趋积极、“十四五”期间土储目标达到1000万方（2021年末：674万方），同时众多民企更重视保障稳定经营。拿地能力上，国有房企在金融及土地资源上的优势使其在当前市场环境下更有能力扩充土储。

重点城市地块质量及出让规则有所改善，资金压力限制房企拿地能力。部分城市2022年首批集中供地地块质量及规则等已出现改善，如厦门一次性推出5幅岛内涉宅地块、南京适当提高地块房地价差、长沙部分地块未明确限房价等，有所改善的项目区位和盈利空间等使招拍挂的吸引力有所提升。然而，在行业销售尚未复苏的背景下，资金压力限制了部分房企的拿地能力，金融资源更为丰富的国有房企或仍将更具优势。



表 6：2021 年，龙头房企土储建面平均增速继续下滑

| 公司 | 证券代码 | 2021年末土地储备建筑面积 | | | 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 | 674 | 104.9% | 0.6% |
| 建发国际集团 | 1908.HK | 总可供销售建筑面积 | 1944 | 57.8% | 31.8% |
| 远洋集团 | 3377.HK | 总土地储备面积 | 5314 | 39.7% | 2.1% |
| 银城国际控股 | 1902.HK | 总建筑面积 | 725 | 21.1% | 14.7% |
| 德信中国 | 2019.HK | 总建筑面积 | 1913 | 17.7% | 21.1% |
| 绿城中国 | 3900.HK | 总建筑面积 | 5881 | 15.8% | 31.1% |
| 越秀地产 | 0123.HK | 总建筑面积 | 2711 | 10.5% | 2.8% |
| 金辉控股 | 9993.HK | 总建筑面积 | 3319 | 8.0% | - |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 可售面积 | 5509 | 3.9% | 14.0% |
| 中骏集团控股 | 1966.HK | 总规划建筑面积 | 3823 | 1.5% | 17.4% |
| 华润置地 | 1109.HK | 总建筑面积 | 6873 | 0.9% | -0.9% |
| 宝龙地产 | 1238.HK | 总建筑面积 | 3650 | 0.0% | 22.8% |
| 融信中国 | 3301.HK | 总建筑面积 | 2870 | 0.0% | 6.5% |
| 龙湖集团 | 0960.HK | 总建筑面积 | 7354 | -0.6% | 8.6% |
| 中国海外宏洋集团 | 0081.HK | 总楼面面积 | 2977 | -1.1% | 25.4% |
| 建业地产 | 0832.HK | 总建筑面积 | 5345 | -1.2% | 6.2% |
| 佳源国际控股 | 2768.HK | 总建筑面积 | 1743 | -1.3% | 27.4% |
| 合生创展集团 | 0754.HK | 可供销售面积 | 2944 | -3.3% | -2.2% |
| 新城控股 | 601155.SH | 总建筑面积 | 13800 | -3.5% | 15.3% |
| 万科A | 000002.SZ | 在建及规划中项目总建筑面积 | 14889 | -6.0% | 1.2% |
| 弘阳地产 | 1996.HK | 总建筑面积 | 1878 | -6.4% | 18.5% |
| 旭辉控股集团 | 0884.HK | 已确权土储建筑面积 | 5250 | -7.1% | 11.5% |
| 时代中国控股 | 1233.HK | 总建筑面积 | 1994 | -7.6% | -6.2% |
| 碧桂园 | 2007.HK | 权益建面 | 25310 | -8.0% | 6.4% |
| 中梁控股 | 2772.HK | 总建筑面积 | 5980 | -8.2% | 14.2% |
| 美的置业 | 3990.HK | 总建筑面积 | 4952 | -8.3% | 2.6% |
| 正荣地产 | 6158.HK | 总建筑面积 | 2595 | -8.8% | 8.8% |
| 中国金茂 | 0817.HK | 二级土储规划建筑面积 | 6143 | -10.6% | 17.3% |
| 雅居乐集团 | 3383.HK | 总建筑面积 | 4737 | -10.6% | 6.3% |
| 禹洲集团 | 1628.HK | 可供销售建筑面积 | 2042 | -11.6% | 14.8% |
| 龙光集团 | 3380.HK | 总建筑面积 | 3431 | -12.5% | 6.9% |
| 合景泰富集团 | 1813.HK | 总建筑面积 | 2174 | -13.0% | - |
| 中国海外发展 | 0688.HK | 总楼面面积 (不含中海宏洋) | 5100 | -17.5% | -5.3% |
| 平均增长率 | | | | 4.5% | 11.0% |

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

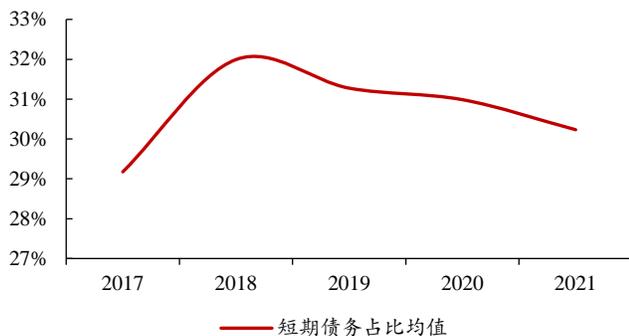


3. 短债占比下降，流动性分化加剧

债务总量压降、债券回购等带动短债占比下降，现金短债比表现呈明显分化。

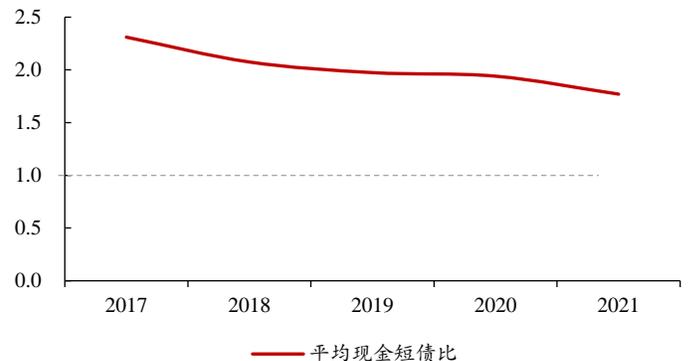
2021年，内外部环境变化使得融资渠道明显收紧，多家房企债务总量有所下降，尤其短期借款新增较少，同时部分房企积极回购债券或提前偿还部分一年内到期借款，共同带动短期债务占比均值同比下降约0.8个百分点至30.2%。流动性方面，销售及融资端压力使得房企现金管理压力增大，部分较激进民企到期债务覆盖能力有所下降，上市房企平均现金短债比（因数据可得性此处为报表口径）由2020年的1.94倍下降至2021年的1.77倍，且内部分化明显加剧。

图 11：短期债务平均占比下降约 0.8pct 至 30.2%



数据来源：Wind，中达证券研究；注：数据基于年度业绩公告，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 12：上市房企平均现金短债比下降至约 1.77 倍



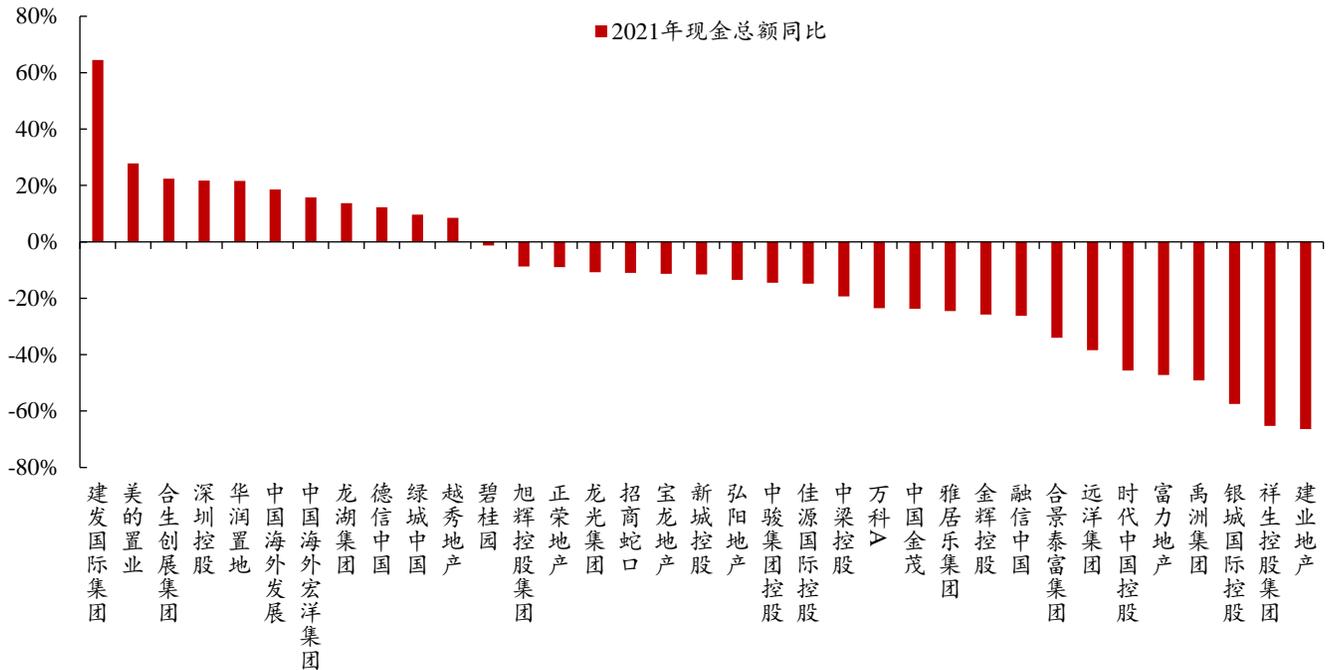
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：包含受限制现金；数据基于年度业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异

现金总额普遍下降，部分国企央企与优质民企逆势提升。截至2021年末，建发国际集团、美的置业、合生创展集团、深圳控股和华润置地现金总额增长较快，同比分别增长64.5%、27.9%、22.5%、21.7%和21.6%。上述企业信用状况较好，2021年销售回款受到的影响相对较小，同时由于在融资端或股东支持方面具备明显优势，2021年融资渠道保持了顺畅。以建发国际控股为例，公司2021年销售金额同比增长100.9%至1301亿元，同期现金回款近1549亿元，带动合约负债由2020年的661亿元大增至2021年的1481亿元。另一方面，受益于股东支持，建发国际控股的间接控股公司贷款由2020年的244.2亿元大增至2021年的376.4亿元。其余保持现金总额稳步增长的房企情况也与之有相似之处。



短债占比多数下降，现金短债比表现分化。债务结构方面，截至2021年末，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7.6%、13.4%和15.5%；建业地产、招商蛇口、远洋集团短期债务占比降幅较大，分别同比下降18.1个百分点、13.0个百分点和11.3个百分点，上述公司对债务结构的优化取得了一定成效。现金短债比方面，龙湖集团、建发国际集团、中国海外发展等房企流动性表现较为突出，截至2021年末现金短债比（因数据可得性此处为报表口径）分别达6.1倍、4.0倍和2.9倍；部分公司在资金管控方面有所加强，龙湖集团、绿城中国和深圳控股的现金短债比提升幅度较大，同比分别提升1.9倍、0.8倍和0.4倍。另一方面，由于2021年下半年起市场出现明显下行，融资端出现一定困难，部分公司现金短债比出现明显下降，房企内部分化明显加大。

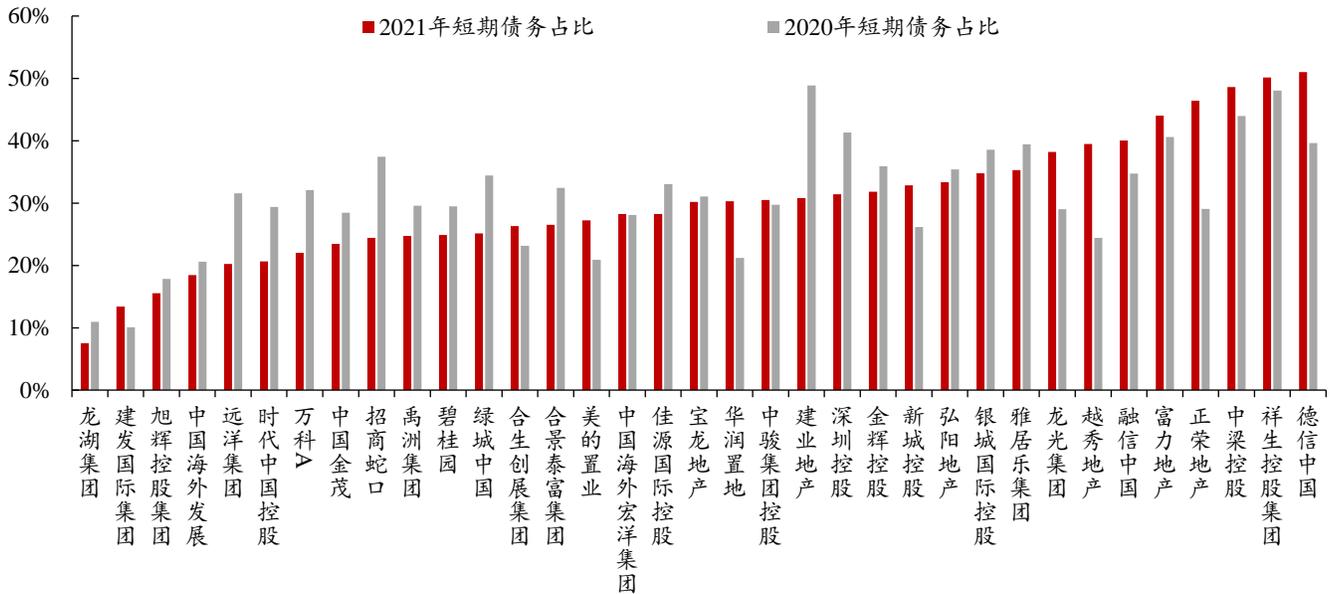
图 13：建发国际集团、美的置业、合生创展集团 2021 年现金总额增速居前



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

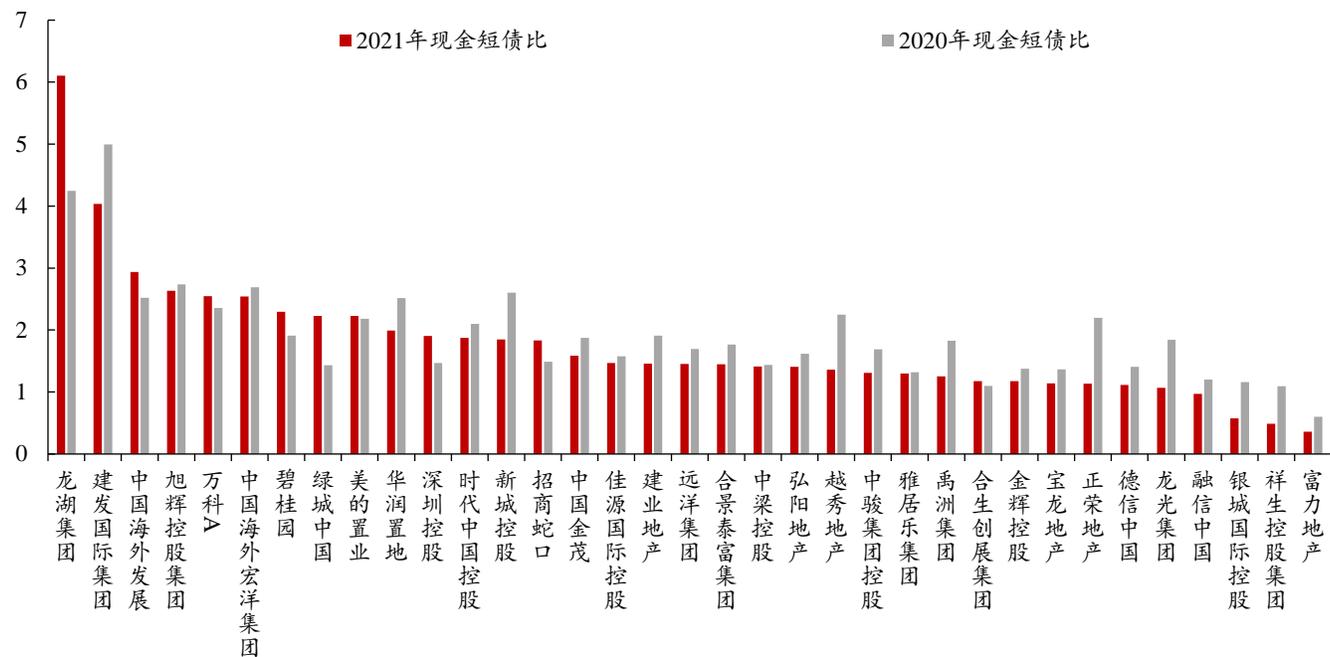


图 14：建业地产、招商蛇口、远洋集团 2021 年短期债务占比降幅较大



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 15：龙湖集团、绿城中国和深圳控股 2021 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：内外环境大幅变化之下，房企流动性表现大幅分化

| 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 | 145 | 1776 | 7.6% | 885 | 6.1 |
| 建发国际集团 | 1908.HK | 114 | 738 | 13.4% | 461 | 4.0 |
| 中国海外发展 | 0688.HK | 446 | 1973 | 18.4% | 1310 | 2.9 |
| 旭辉控股集团 | 0884.HK | 177 | 964 | 15.5% | 467 | 2.6 |
| 万科A | 000002.SZ | 586 | 2073 | 22.0% | 1494 | 2.5 |
| 中国海外宏洋集团 | 0081.HK | 128 | 324 | 28.2% | 325 | 2.5 |
| 碧桂园 | 2007.HK | 790 | 2389 | 24.9% | 1813 | 2.3 |
| 绿城中国 | 3900.HK | 321 | 954 | 25.1% | 715 | 2.2 |
| 美的置业 | 3990.HK | 153 | 410 | 27.2% | 342 | 2.2 |
| 华润置地 | 1109.HK | 545 | 1254 | 30.3% | 1087 | 2.0 |
| 深圳控股 | 0604.HK | 120 | 261 | 31.4% | 228 | 1.9 |
| 时代中国控股 | 1233.HK | 110 | 424 | 20.6% | 207 | 1.9 |
| 新城控股 | 601155.SH | 299 | 612 | 32.8% | 552 | 1.8 |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 434 | 1343 | 24.4% | 795 | 1.8 |
| 中国金茂 | 0817.HK | 251 | 819 | 23.4% | 397 | 1.6 |
| 佳源国际控股 | 2768.HK | 65 | 164 | 28.3% | 95 | 1.5 |
| 建业地产 | 0832.HK | 68 | 152 | 30.8% | 98 | 1.5 |
| 远洋集团 | 3377.HK | 187 | 736 | 20.2% | 271 | 1.5 |
| 合景泰富集团 | 1813.HK | 203 | 564 | 26.5% | 294 | 1.4 |
| 中梁控股 | 2772.HK | 195 | 206 | 48.6% | 276 | 1.4 |
| 弘阳地产 | 1996.HK | 114 | 227 | 33.4% | 160 | 1.4 |
| 越秀地产 | 0123.HK | 298 | 457 | 39.5% | 405 | 1.4 |
| 中骏集团控股 | 1966.HK | 153 | 349 | 30.5% | 200 | 1.3 |
| 雅居乐集团 | 3383.HK | 296 | 543 | 35.3% | 384 | 1.3 |
| 禹洲集团 | 1628.HK | 140 | 426 | 24.7% | 175 | 1.3 |
| 合生创展集团 | 0754.HK | 309 | 867 | 26.3% | 363 | 1.2 |
| 金辉控股 | 9993.HK | 168 | 360 | 31.8% | 197 | 1.2 |
| 宝龙地产 | 1238.HK | 220 | 509 | 30.2% | 251 | 1.1 |
| 正荣地产 | 6158.HK | 344 | 397 | 46.4% | 391 | 1.1 |
| 德信中国 | 2019.HK | 158 | 151 | 51.0% | 176 | 1.1 |
| 龙光集团 | 3380.HK | 359 | 580 | 38.2% | 382 | 1.1 |
| 融信中国 | 3301.HK | 227 | 340 | 40.0% | 221 | 1.0 |
| 银城国际控股 | 1902.HK | 47 | 89 | 34.8% | 27 | 0.6 |
| 祥生控股集团 | 2599.HK | 172 | 171 | 50.2% | 84 | 0.5 |
| 富力地产 | 2777.HK | 584 | 743 | 44.0% | 211 | 0.4 |
| 平均 | | | | 30.2% | | 1.8 |

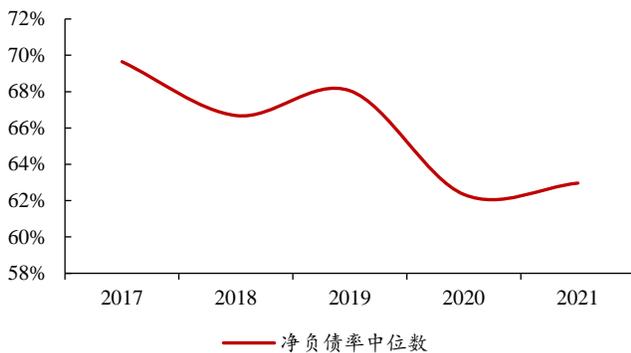
数据来源：Wind，中达证券研究；注：数据截至 2021 年末，合生创展集团、深圳控股货币单位为港元；包含受限制现金；数据基于年度业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异



4. 红线指标整体优化，融资成本有所下行

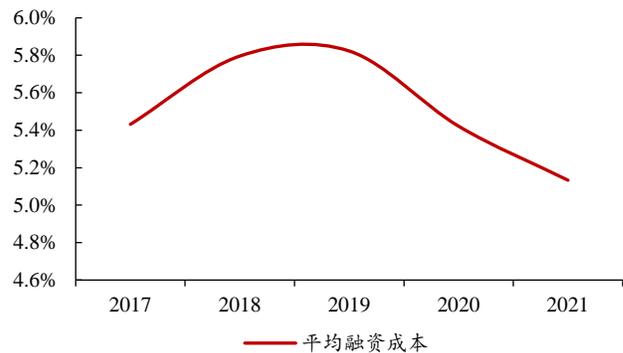
净负债率有所上升，融资成本继续下行。2021年下半年起市场波动明显加大，销售和融资端的变化使得房企现金及债务管理的压力明显增大，上市房企净负债率整体有所上升，中位数同比上升0.6个百分点至63.0%。融资成本方面，由于融资活动主要在环境相对宽松的上半年开展，上市房企新增债务成本整体有所下降，带动2021年平均融资成本同比下降0.3个百分点至5.1%。“三道红线”方面，房企指标达标情况普遍较好，有完整数据的34家房企有22家已完全达标，黄档及红档分别有9家及3家，达标情况较2020年末明显改善。但必须强调的是，由于有相当数量房企延迟刊发业绩，目前数据只能从一个方面反映行业现状，延发房企的报表情况也值得重点关注。

图 16：上市房企净负债率中位数上升 0.6pct 至 63.0%



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：除下列公司外，均以公司公告为准：中国海外发展及中国海外宏洋公告口径净负债率分母为归母净资产，中国金茂公告口径净负债率为净债务与调整后资本比率，为统一数据口径，已对上述公司净负债率进行调整

图 17：上市房企平均融资成本下降约 0.3pct 至 5.1%

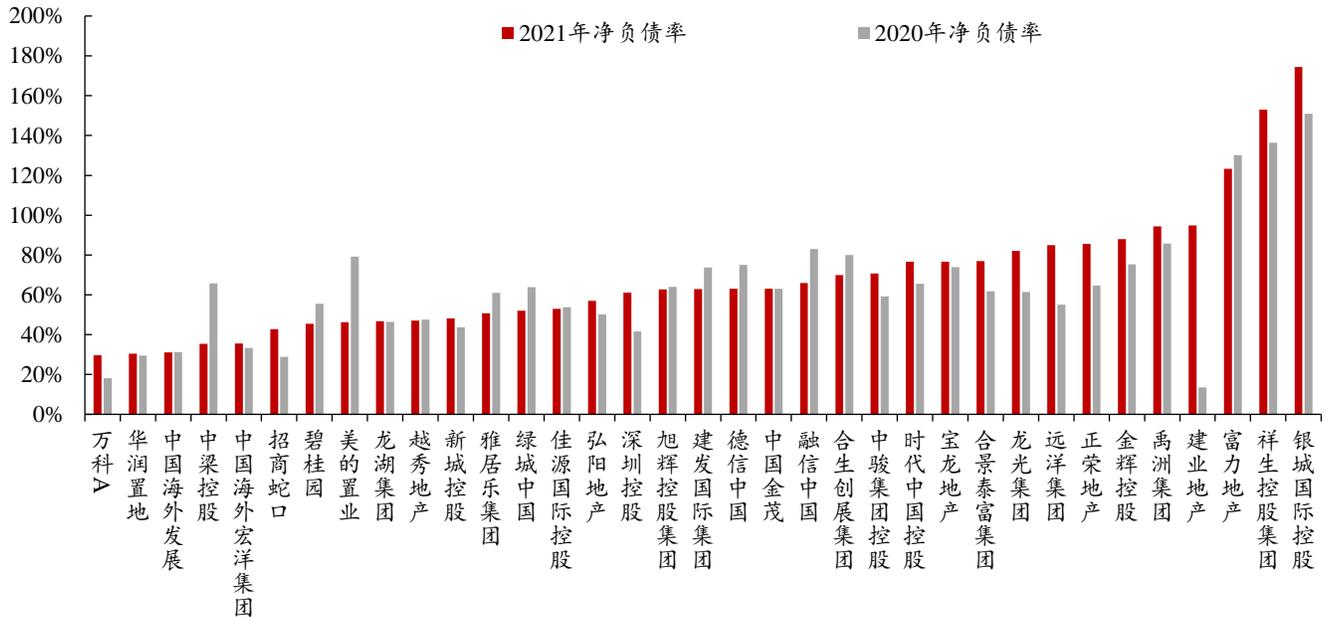


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：样本仅包含已披露2017年起融资成本数据的20家房企

美的置业、中梁控股和融信中国等净负债率下降较快，部分房企上升明显。截至2021年末，美的置业、中梁控股和融信中国净负债率下降幅度较大，分别同比下降32.9个百分点、30.4个百分点和17.0个百分点；禹洲集团、碧桂园、雅居乐集团剔除预收款后资产负债率降幅较大，分别同比下降约8.7个百分点、6.0个百分点、4.8个百分点。但另一方面，房企杠杆率内部分化进一步加大，部分过去净负债率较为稳定房企2021年杠杆率出现明显提升。融资成本方面，金辉控股、深圳控股、银城国际控股融资成本下降较多，降幅分别达约89bps、70bps和70bps；上述公司通过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。

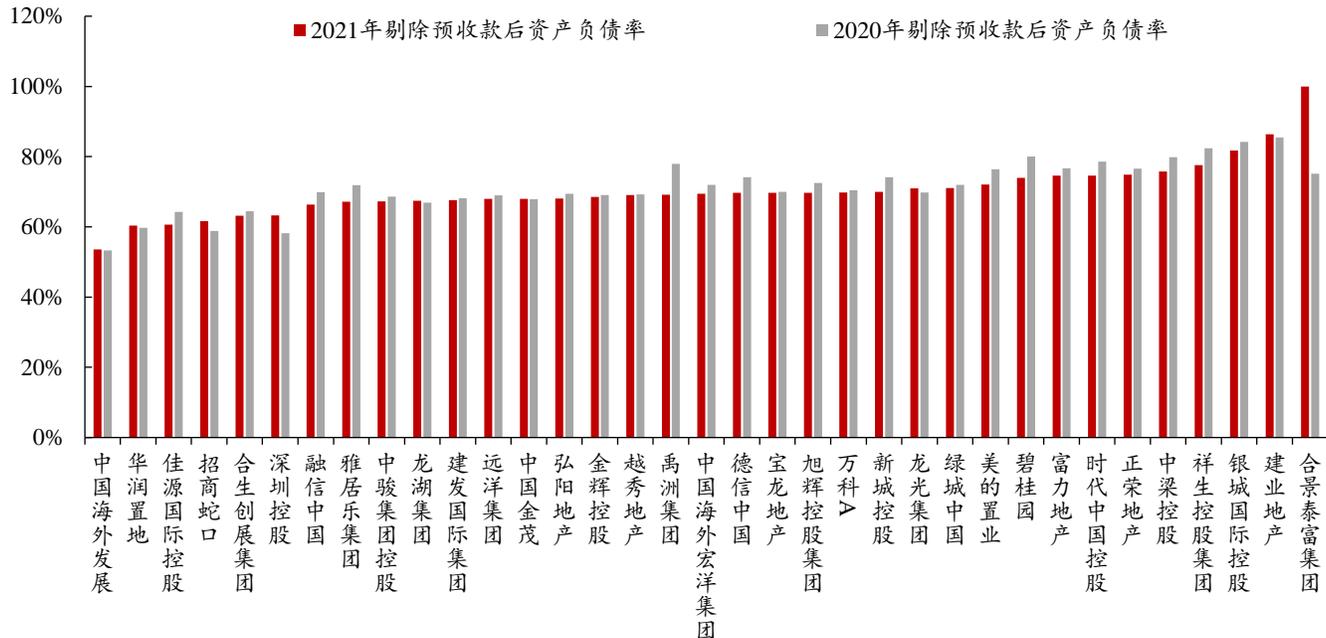


图 18: 美的置业、中梁控股和融信中国等净负债率下降幅度较大



数据来源: 公司公告, 中达证券研究; 注: 除下列公司外, 均以公司公告为准: 中国海外发展及中国海外宏洋公告口径净负债率分母为归母净资产, 中国金茂公告口径净负债率为净债务与调整后资本比率, 为统一数据口径, 已对上述公司净负债率进行调整

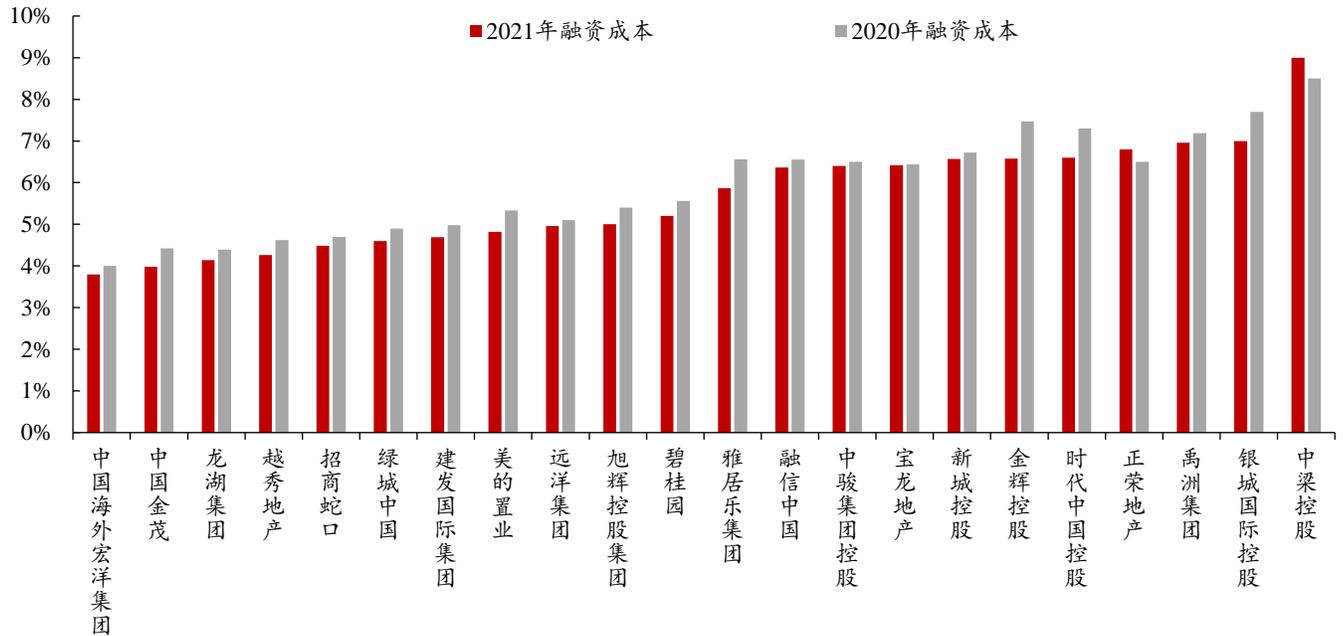
图 19: 禹洲集团、碧桂园、雅居乐集团等剔除预收款后资产负债率降幅较大



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 20：金辉控股、深圳控股、银城国际控股等融资成本降幅较大



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 8: 美的置业、中梁控股等净负债率下降较快, 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 | |
|----------|-----------|--------|----------------|------|---------------|
| | | 2021 | 较2020年末变动(pct) | 2021 | 较2020年末变动(bp) |
| 美的置业 | 3990.HK | 46.3% | -32.9 | 4.8% | -51 |
| 中梁控股 | 2772.HK | 35.4% | -30.4 | 9.0% | 50 |
| 融信中国 | 3301.HK | 66.0% | -17.0 | 6.4% | -19 |
| 德信中国 | 2019.HK | 63.0% | -12.0 | - | - |
| 绿城中国 | 3900.HK | 52.0% | -11.8 | 4.6% | -30 |
| 建发国际集团 | 1908.HK | 62.9% | -10.8 | 4.7% | -29 |
| 碧桂园 | 2007.HK | 45.4% | -10.2 | 5.2% | -36 |
| 雅居乐集团 | 3383.HK | 50.8% | -10.2 | 5.9% | -69 |
| 合生创展集团 | 0754.HK | 70.0% | -10.0 | - | - |
| 富力地产 | 2777.HK | 123.3% | -6.9 | - | - |
| 旭辉控股集团 | 0884.HK | 62.8% | -1.2 | 5.0% | -40 |
| 佳源国际控股 | 2768.HK | 53.0% | -0.8 | 0.0% | - |
| 越秀地产 | 0123.HK | 47.1% | -0.4 | 4.3% | -36 |
| 中国海外发展 | 0688.HK | 31.1% | -0.1 | 3.6% | -25 |
| 中国金茂 | 0817.HK | 63.0% | 0.0 | 4.0% | -44 |
| 龙湖集团 | 0960.HK | 46.7% | 0.2 | 4.1% | -25 |
| 华润置地 | 1109.HK | 30.4% | 0.9 | 3.7% | -37 |
| 中国海外宏洋集团 | 0081.HK | 35.6% | 2.3 | 3.8% | -20 |
| 宝龙地产 | 1238.HK | 76.7% | 2.8 | 6.4% | -2 |
| 新城控股 | 601155.SH | 48.1% | 4.5 | 6.6% | -15 |
| 弘阳地产 | 1996.HK | 57.0% | 6.7 | - | - |
| 禹洲集团 | 1628.HK | 94.4% | 8.6 | 7.0% | -23 |
| 时代中国控股 | 1233.HK | 76.7% | 11.1 | 6.6% | -70 |
| 中骏集团控股 | 1966.HK | 70.7% | 11.5 | 6.4% | -10 |
| 万科A | 000002.SZ | 29.7% | 11.6 | - | - |
| 金辉控股 | 9993.HK | 88.0% | 12.7 | 6.6% | -89 |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 42.8% | 14.0 | 4.5% | -22 |
| 合景泰富集团 | 1813.HK | 76.9% | 15.2 | - | - |
| 祥生控股集团 | 2599.HK | 153.0% | 16.6 | - | - |
| 深圳控股 | 0604.HK | 61.2% | 19.5 | 3.0% | -70 |
| 龙光集团 | 3380.HK | 82.1% | 20.7 | - | - |
| 正荣地产 | 6158.HK | 85.5% | 20.8 | 6.8% | 30 |
| 银城国际控股 | 1902.HK | 174.4% | 23.4 | 7.0% | -70 |
| 远洋集团 | 3377.HK | 85.0% | 30.0 | 5.0% | -14 |
| 建业地产 | 0832.HK | 94.9% | 81.3 | - | - |
| 平均 | | 68.1% | 4.6 | 5.2% | -31 |

数据来源: 公司公告, 中达证券研究; 注: 除下列公司外, 均以公司公告为准: 中国海外发展及中国海外宏洋公告口径净负债率分母为归母净资产, 中国金茂公告口径净负债率为净债务与调整后资本比率, 为统一数据口径, 已对上述公司净负债率进行调整



“三条红线”方面，多数房企实现降档。有完整数据的 34 家房企有 22 家已完全达标，黄档及红档分别有 9 家及 3 家。降档情况方面，旭辉、万科、新城等 7 家房企未达标指标数由 1 项降为 0 项；24 家房企未达标指标数量未发生变化；部分房企受制于融资渠道收紧和销售下滑，“三道红线”未达标指标数较 2020 年末增加了 1 项。但如前所述，由于有相当数量房企延迟刊发业绩，目前的“三道红线”指标情况只能从一个方面反映房企情况，延发房企的报表情况也值得重点关注。

控制拿地强度、少数股东投入和加强销售回款等方式助力头部民企进入“绿档”。以进入“绿档”的万科、旭辉、新城等房企为例，在 2021 年下半年后，上述房企在公开市场拿地明显减少，同时进一步加强了销售回款的管理，经营活动现金流表现相对较好，如新城控股 2021 年经营活动现金流净流入 219.85 亿元，2020 年为 3.82 亿元。少数股东投入增加是上述头部民企降档的另一驱动因素，如旭辉截至 2021 年末少数股东权益为 634.85 亿元，2020 年为 440.54 亿元；万科截至 2021 年末少数股东权益为 1568.20 亿元，而 2020 年末为 1253.34 亿元。上述头部民企的降档过程具备一定的参考意义。除此之外，中国海外宏洋集团、禹洲集团、雅居乐集团、德信中国同样成功进入绿档。经历了此轮市场大幅调整后，主动缩表应该是房企的自然选择，而能够顺利渡过危机的房企普遍风险偏好更低，市场后续出清后房企整体抗风险能力将有所提升。

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 | 2021A | 2020A |
| 中国海外发展 | 0688.HK | 54% | × | 31% | × | 2.9 | × | 0 | 0 |
| 华润置地 | 1109.HK | 60% | × | 30% | × | 2.0 | × | 0 | 0 |
| 佳源国际控股 | 2768.HK | 61% | × | 53% | × | 1.5 | × | 0 | 0 |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 62% | × | 43% | × | 1.8 | × | 0 | 0 |
| 合生创展集团 | 0754.HK | 63% | × | 70% | × | 1.2 | × | 0 | 0 |
| 深圳控股 | 0604.HK | 63% | × | 61% | × | 1.9 | × | 0 | 0 |
| 融信中国 | 3301.HK | 66% | × | 66% | × | 1.0 | ✓ | 1 | 0 |
| 雅居乐集团 | 3383.HK | 67% | × | 51% | × | 1.3 | × | 0 | 1 |
| 中骏集团控股 | 1966.HK | 67% | × | 71% | × | 1.3 | × | 0 | 0 |
| 龙湖集团 | 0960.HK | 67% | × | 47% | × | 6.1 | × | 0 | 0 |
| 建发国际集团 | 1908.HK | 68% | × | 63% | × | 4.0 | × | 0 | 0 |
| 远洋集团 | 3377.HK | 68% | × | 85% | × | 1.5 | × | 0 | 0 |
| 中国金茂 | 0817.HK | 68% | × | 63% | × | 1.6 | × | 0 | 0 |
| 弘阳地产 | 1996.HK | 68% | × | 57% | × | 1.4 | × | 0 | 0 |
| 金辉控股 | 9993.HK | 69% | × | 88% | × | 1.2 | × | 0 | 0 |
| 越秀地产 | 0123.HK | 69% | × | 47% | × | 1.4 | × | 0 | 0 |
| 禹洲集团 | 1628.HK | 69% | × | 94% | × | 1.3 | × | 0 | 1 |
| 中国海外宏洋集团 | 0081.HK | 69% | × | 36% | × | 2.5 | × | 0 | 1 |
| 德信中国 | 2019.HK | 70% | × | 63% | × | 1.1 | × | 0 | 1 |
| 宝龙地产 | 1238.HK | 70% | × | 77% | × | 1.1 | × | 0 | 0 |
| 旭辉控股集团 | 0884.HK | 70% | × | 63% | × | 2.6 | × | 0 | 1 |
| 万科A | 000002.SZ | 70% | × | 30% | × | 2.5 | × | 0 | 1 |
| 新城控股 | 601155.SH | 70% | × | 48% | × | 1.8 | × | 0 | 1 |
| 龙光集团 | 3380.HK | 71% | ✓ | 82% | × | 1.1 | × | 1 | 0 |
| 绿城中国 | 3900.HK | 71% | ✓ | 52% | × | 2.2 | × | 1 | 1 |
| 美的置业 | 3990.HK | 72% | ✓ | 46% | × | 2.2 | × | 1 | 1 |
| 碧桂园 | 2007.HK | 74% | ✓ | 45% | × | 2.3 | × | 1 | 1 |
| 富力地产 | 2777.HK | 75% | ✓ | 123% | ✓ | 0.4 | ✓ | 3 | 3 |
| 时代中国控股 | 1233.HK | 75% | ✓ | 77% | × | 1.9 | × | 1 | 1 |
| 正荣地产 | 6158.HK | 75% | ✓ | 86% | × | 1.1 | × | 1 | 1 |
| 中梁控股 | 2772.HK | 76% | ✓ | 35% | × | 1.4 | × | 1 | 1 |
| 祥生控股集团 | 2599.HK | 78% | ✓ | 153% | ✓ | 0.5 | ✓ | 3 | 2 |
| 银城国际控股 | 1902.HK | 82% | ✓ | 174% | ✓ | 0.6 | ✓ | 3 | 3 |
| 建业地产 | 0832.HK | 86% | ✓ | 95% | × | 1.5 | × | 1 | 1 |
| 合景泰富集团 | 1813.HK | - | - | 77% | × | 1.4 | × | - | 1 |

数据来源：公司公告，Wind，中达证券研究；注：数据截至 2021 年末，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）；合景泰富集团合同负债计入其他应付款和应计款项科目，业绩公告暂未包含该科目附注。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。净负债率除下列公司外，均以公司公告为准：中国海外发展及中国海外宏洋公告口径净负债率分母为归母净资产，中国金茂公告口径净负债率为净债务与调整后资本比率，为统一数据口径，已对上述公司净负债率进行调整

5. 如何看待近期行业政策环境的变化？

5.1 顶层表态稳定预期，供需两侧推动复苏

顶层密集表态推动行业风险化解。3月16日，多个部委就房地产行业和企业目前存在的风险做出表态，整体态度相对积极：国务院金融委明确提出“关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案”、人民银行提出“防范化解房地产市场风险”、证监会提出“积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险”、银保监会提出“鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目”等。在顶层多部门的相对积极的密集表态下，针对房企资金需求的相关配套措施或有望有序推出。

表 10：3月16日多部委密集表态，推动行业风险化解

| 部门 | 概述 |
|--------|--|
| 国务院金融委 | 关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施 |
| 人民银行 | 防范化解房地产市场风险 |
| 证监会 | 积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险 |
| 银保监会 | 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制，积极推动房地产行业转变发展方式，鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产业良性循环和健康发展 |
| 外汇管理局 | 配合有关部门促进房地产市场、平台经济健康稳定发展 |

数据来源：政府网站，中达证券研究

近期地方供给端政策继续推动商品房入市，并进一步支持房企资金需求。2021年四季度，地方层面在商品房供给方面的政策以直接提振商品房供应为主，今年以来，推动商品房入市的政策继续得到了推广，如苏州2月提出部分因疫情影响开发进度的商品房项目可申请将预售时间节点提前30日等。部分地方亦出台了针对房企资金需求的支持政策，如南平AAA评级以上房企可凭银行担保函抵顶部分预售监管资金、河南拟开展房地产领域专项银企对接等。地方供给端支持路径的拓宽、覆盖范围的扩大有望缓解部分房企的流动性压力，近日各部委对化解行业风险的积极表态或将进一步引导地方出台相关支持政策。

地方限购、限售有所放宽，金融政策支持力度增大。近期，地方需求端行业政策及金融政策力度均明显加大。行业政策方面，放宽落户门槛的地区继续增多（包括近年来常住人口与户籍人口差距持续扩大的厦门、浙江等地），近日衢州、秦皇岛解除限购，或有望支持部分购房需求的释放。金融政策方面的支持手段和范围均继续扩大：1) 公积金改善政策推广、方式更趋多元：今年以来改善公积金政策的城市新增青岛、南宁、贵阳等，除提升贷款额度上限外青岛



等地增加公积金贷款次数等；2) 郑州重启棚改货币化安置：郑州去库存及稳增长压力显现、棚改具备实际需求，而目前全国库存水平不高、棚改计划量逐年下降，大范围棚改货币化安置带来的市场大幅波动也与目前的调控基调相悖，预计棚改货币化安置在全国范围推广的可能性较小。3) 首付比例下调地区增多、部分城市取消认房又认贷：菏泽、南宁、唐山、佛山等城市下调首付比例、郑州取消认房又认贷，释放了一定积极信号、并有望推动改善性住房消费的复苏。下调首付比例、取消认房又认贷、棚改货币化安置等政策对市场的作用力度相对较大，或有望在基本面和购房需求偏弱的城市进一步推广；就库存偏低的热点城市和全国范围而言，政策纠偏、稳定市场预期（如财政部明确今年内不具备扩大房地产税试点城市的条件）或仍为主要的政策调整方向。

5.2 并购融资规模仍然较小，合作项目或为重要并购标的

房企发行并购债券规模仍较小，发行人集中于国有房企。目前房企已发行的并购债券规模实际较小，根据 Wind 的统计，2021 年 12 月以来成功发行并购债券的房企仅招商蛇口及建发房地产，发行面额合计 38.2 亿元；2022 年农历新年后并购债券发行提速，绿城、金茂计划发行的并购债券项目（计划发行面额合计 40 亿元）目前处于反馈中，华润、华侨城等公司亦计划发行募资用途包含并购的公司债各 100 亿元，据此计算重点房企已发行、拟发行并购债券金额合计约 278 亿元。从发行人的性质来看，目前发行并购债券的房企均为国有房企。

表 11：目前重点房企发行并购债券规模仍较小，发行人均为国有房企

| 发行人简称 | 债券简称/债券品种 | 发行日期/ 项目状态 | 发行/计划发行面额 (亿元) |
|-------|---------------------|---------------|-------------------|
| 招商蛇口 | 22 招商蛇口 MTN001B(并购) | 2022-01-24 | 6.45 |
| | 22 招商蛇口 MTN001A(并购) | 2022-01-24 | 6.45 |
| 建发房地产 | 22 建发地产 MTN001B(并购) | 2022-01-24 | 4.00 |
| | 22 建发地产 MTN001A(并购) | 2022-01-24 | 6.00 |
| | 22 建发地产 MTN002B(并购) | 2022-02-21 | 5.00 |
| | 22 建发地产 MTN002A(并购) | 2022-02-21 | 10.30 |
| 上海金茂 | MTN(并购) | 反馈中 | 10.00 |
| 绿城集团 | MTN(并购) | 反馈中 | 30.00 |
| 华侨城 | 小公募 | 通过 | 100.00 |
| 华润置地 | 小公募 | 提交注册 | 100.00 |

数据来源：Wind，公司公告，深交所，中达证券研究；注：项目状态截至 2022 年 3 月 28 日



部分民营房企通过与银行等签订并购融资战略合作协议获取用于并购的资金。除直接发行并购债券外，部分国有房企也率先与银行等金融机构签订战略合作协议、获取资金用于并购业务，如 2022 年 1 月末华润置地、华润万象生活分别与招商银行签署《并购融资战略合作协议》并获得 200 亿元、30 亿元的并购融资额度。2 月底以来，部分民企亦通过该方式开展了并购融资，如 2 月末瑞安房地产与浦发银行上海分行前述并购融资及 ESG 可持续发展融资 100 亿元合作备忘录，3 月碧桂园、美的、新希望等亦通过银行获取了不同额度的并购融资。与直接发行并购主题债券相比，银行并购融资涉及的房企类型范围更大、为民营房企更可行的并购资金获取渠道，同时目前银行并购资金投放的额度也相对更大、重点房企及物管企业已获银行并购融资额度 1350 亿元。

表 12：部分民营房企与银行等签订并购融资战略合作协议，获取并购融资额度更大

| 公司 | 日期 | 金融机构 | 额度(亿元) | 资金用途 |
|--------|------------|---------------|--------|--|
| 华润置地 | 2022-01-25 | 招商银行 | 200 | 专用于华润置地的并购业务，业务品种包括但不限于并购贷款、并购基金、资产证券化、以及基于并购相关业务需求创新的各类融资产品 |
| 华润万象生活 | 2022-01-25 | 招商银行 | 30 | 专用于华润万象生活的并购业务，业务品种包括但不限于并购贷款、并购基金、资产证券化、以及基于并购相关业务需求创新的各类融资产品 |
| 大悦城控股 | 2022-02-14 | 招商银行 | 100 | 用于并购业务，业务品种包括但不限于并购贷款、并购基金、资产证券化，以及基于并购相关业务需求创新的各类融资产品 |
| | 2022-02-18 | 浦发银行 | 100 | 合作内容包括但不限于并购顾问、并购贷款、并购基金、资产证券化以及基于并购相关业务需求创新的各类融资产品 |
| 五矿地产 | 2022-02-21 | 交通银行 北京市分行 | 100 | 意向性并购融资 |
| 瑞安房地产 | 2022-02-25 | 浦发银行 上海分行 | 100 | 支持瑞安房地产并购优质目标企业的股权或资产及 ESG 可持续发展 |
| 碧桂园 | 2022-03-03 | 招商银行 | 150 | 专用于碧桂园的地产并购业务 |
| | 2022-03-25 | 农业银行 广东省分行 | 200 | 专用于碧桂园及其关联公司的地产并购及保障性租赁住房业务 |
| 美的置业 | 2022-03-22 | 建设银行 广东省分行 | 100 | 用于美的置业的并购业务 |
| 众安集团 | 2022-03-23 | 农业银行 | 70 | 重点支持众安集团在住宅、商业、物业和酒店等板块的并购和重组 |
| 粤海置地 | 2022-03-25 | 邮储银行 广东省分行 | 150 | 粤海置地并购及开发相关业务 |
| 新希望地产 | 2022-03-25 | 浦发银行 成都分行 | 50 | 专项用于新希望地产并购业务 |

数据来源：Wind，公司公告，观点网，中达证券研究



2021年11月以来，房地产行业境内并购交易规模并未明显提升。尽管2021年10月以来行业信贷政策持续改善、12月以来政策对房地产并购的支持更趋明确，部分房企也已通过发行并购债券或获取并购贷款等方式获取一定资金，但根据Wind的统计，实际落地的并购规模11月以来并未出现显著提升（12月并购交易规模较大、达432亿元，但其中广宇发展置出地产业务资产涉及交易金额即达到132亿元、海航基础股权转让涉及交易金额达110亿元），2022年前3月房地产行业境内并购交易金额分别同比-0.8%/-20.6%/+12.3%。并购融资规模相对较小、国有企业资产负债约束的制约、房企并购意愿不足等均为行业并购推进较缓的重要原因。

图 21：近月房地产行业境内并购交易规模并未显著提升



数据来源：Wind，中达证券研究；注：2022年3月统计截至3月28日

并购能力：房企资金压力仍存，国企受资产负债率约束。1) 并购融资相对销售回款规模仍然较小，房企资金压力仍存：如前所述，目前重点房企已发行及拟发行并购债券规模约278亿元、获银行并购融资额度约1350亿元，而克而瑞累计销售额TOP100房企2021年全口径销售额同比下滑约4143亿元；统计局数据亦显示行业资金仍较为紧张，前2月开发资金来源累计同比下降17.7%（2021年：增长4.2%），其中定金及预收款、个人按揭贷款累计同比下滑27.0%和16.9%（2021年分别增长11.1%和8.0%）。随着并购融资规模提升、行业销售回暖，部分潜在并购方的资金压力或有望得到缓解、行业并购规模或有望提升。2) 国企资产负债率考核可能制约部分房企的并购空间：中央对国企的资产负债约束并未放松，可能在一定程度上制约部分房企的并购空间。

并购意愿：规模扩张非优先诉求，并购价格仍待博弈，合作项目或为后续并购标的重要组成部分。1) 目前规模扩张并非房企优先诉求：多个房企2022年销售目标设立较为谨慎，龙湖、建发、美的、远洋销售目标对应增速分别约3%/持平/2%/3%，稳健优先的目标或影响房企并购意愿；2) 招拍挂等其他拓储渠



道吸引力有所提升：2022 年多地集中出让地块质量及规则出现改善，同时上年由地方平台低价获取、需引入合作方开发的项目众多（截至 2 月初 2021 年集中供地成交地块仅 21% 已开工）；**3) 并购价格仍待博弈**：众多出险企业仍着力维持稳定经营，优质核心资产为市场复苏后偿还债务的重要资金来源，资产价格或仍高于买方预期；**4) 并购标的尽调、整合存在难度，合作项目或为后续并购标的重要组成部分**：部分并购标的可能存在历史遗留问题，若盲目开展并购可能导致并购进度缓慢、影响并购方的资金使用效率，例如由于广信资产包涉及问题较复杂，万科在竞得资产包后 3 年方才完成战投的引入和并购贷款的置换、近 4 年后该资产包首个项目方才开盘预售；并购方对自身合作项目的情况更熟悉、若合作方出现流动性短缺则并购方存在保障项目资金的诉求，招商蛇口、建发的并购票据募集资金投向均为发行人的合作项目，合作项目或为后续并购标的重要组成部分。

6. 投资建议

基本面探底继续，政策面触底修正。经历了 2021 年下半年起的行业下行和市场挤兑后，相当数量房企业绩公告延期，**这在过去多轮市场调整中都不曾出现**，房企的债务问题、报表压力继续释放。尽管财报数据整体表现不佳，**但此次调整也是对房企真实情况的一次压力测试**，有助于投资者筛选出真正符合调控导向和市场规则的房企。目前，在金融委和副总理定调底线思维后，已有越来越多地方开始对核心调控政策进行调整，行业政策面修正持续推进。随着房企经营重回正常，相关资产的价值也将出现相应修复。

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 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



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

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

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

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

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