

“黑铁时代”的内房股选择逻辑

内房股2021年度数据跟踪报告

2022年5月4日

山证国际研究部
分析师：高景东
中央编号：AYP093
电话：852 2501 1037
电邮：tony.ko@ssif.com.hk



山證國際

SHANXI SECURITIES INTERNATIONAL

- **调控政策松绑有助逐步引导市场回稳和预期的改善：**当前，受国内疫情复燃等影响，制造业、服务业景气度大幅转弱，短期经济下行压力加大，我国把2022年经济整体以稳中求进为发展目标，并把经济稳增长放在更突出的位置，而扮演经济压舱石之重要角色的房地产行业调控政策也边际放松。今年以来，中央政府延续了2021年底的政策基调，持续出台维护房地产市场平稳健康发展的政策，主要包括放松限购、限贷，以及支持优质房企开展并购贷款融资等，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。预期调控政策松绑有助逐步引导市场回稳和预期的改善。
- **受疫情复燃等影响，房地产市场2022年首季度继续呈调整态势：**2022年以来，虽然全国有多个城市陆续放松了房地产调控政策，但行业受疫情复燃和购房者信心尚未恢复等影响而继续呈调整态势，房地产月度累积开发投资完成额和新开工面积今年首季度同比分别增长约0.7%和-17.5%。全国整体商品房首季度累计销售表现也持续疲软，同比下降22.7%；其中，住宅期内销售同比下降约25.6%，表现明显差于低基数效应下的办公楼(约+4.1%)和商业营业房(约+11.3%)。此外，百强内房企去年同期权益销售则同比下降约48.6%。
- **上市内房企业最新经营和财务指标表现显著分化：**在我们观察的50家香港上市主要上市内房企业中，仅有26家依照《上市规则》按时(2022年3月31日或之前)披露经其核数师审核，并发出标准无保留意见核数师报告之2021年度业绩(以下称为“正常业绩”)；此外，其余的24家则在披露业绩出现不同情况，其中7家被其核数师发出「非标准报告」；9家披露了未与其核数师议定之初步业绩公告，并预期在5月15日或之前披露经审核之业绩；8家(当中包括出险、涉险上市内房例如中国恒大和花样年等)则未能在2022年3月31日或之前披露任何形式之最新业绩，4月1日开始停牌。此外，按时披露“正常业绩”之上市内房企业经营和财务指标表现显著分化；而未能按时披露“正常业绩”之房企则普遍存在较高流动性风险。
- **持续推荐经营稳健的优质房企作为中长线投资标的：**当前，行业已进入“黑铁时代”，内房企业在经营策略上亟需做好相应的调整；行业发展也转向以“降杠杆”、“高质量”和“高效率”为主的经营方向，因此“低杠杆”、“高信用”和“高获利能力”将成为现阶段选股之要素；经过对42家香港主要上市内房企业间多项指标对比分析后，中海外(0688.HK)、华润置地(1109.HK)、龙湖集团(0960.HK)当前财务安全边际仍相对较高，持续推荐相关房企作为中长线投资标的，建议投资者可多加关注。

目录

- ① 调控政策松绑有助逐步引导市场回稳和预期的改善
- ② 受疫情复燃等影响，房地产市场2022年首季度继续呈调整态势
- ③ 部分出险、涉险上市内房未及时披露业绩而被停牌
- ④ 按时披露“正常业绩”之上市内房经营和财务指标表现显著分化
- ⑤ 未能按时披露“正常业绩”之上市内房普遍存在较高流动性风险
- ⑥ “低杠杆”、“高信用”和“高获利能力”为当前选股之要素

第一章

调控政策松绑有助逐步引导市场回稳和预期的改善

中央对房地产实施调控政策呈松紧交替情况

2008年以来，随着经济下行与楼市过热不同程度变化，中央对房地产实施调控政策呈松紧交替情况：

- 在2008年第四季全球金融危机爆发后，中央政府推出四万亿刺激经济方案，房地产市场受到降息、降准等措施刺激在2009年表现恢复强势，部分地方楼价更呈现非理性涨幅。中央在2009年第四季开始为了防止房地产市场过热，而开启了最近十多年的新一轮调控之门；
- 2010至2015年，中央政府因应房地产市场的强弱表现而调节调控政策松紧程度。随后一直到2014年的“930房贷新政”才迎来房地产市场放松的时期，也带动了房地产市场显著回升；
- 2016年后，国家坚持“房住不炒”定位，不再将房地产作为短期刺激经济手段，对房地产调控延续趋紧方向。

中国房地产行业最近十多年政策简介与影响

宏观背景

2008年：
受到全球金融危机影响，中国经济增长明显放缓

2012年：
受到欧债危机影响，中国经济表现疲软

2014年：
低线城市房屋库存承压

刺激政策

《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》

实施“宽松”货币政策：
降准、降息各两次

《银监会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》、棚改货币化安置方案

楼市表现

受到降息、降准等措施刺激在2009年表现恢复强势，部分地方楼价更呈现非理性涨幅

2012年下半年楼市表现开始好转，并在2013年上半年再度火热

商品房月均销售表现在2015年4月开始同比录得正增长，升势延续至2017年下半年

收紧政策

2009年至2011年：
“国四条”、“国十一条”、“国十条”、“国八条”

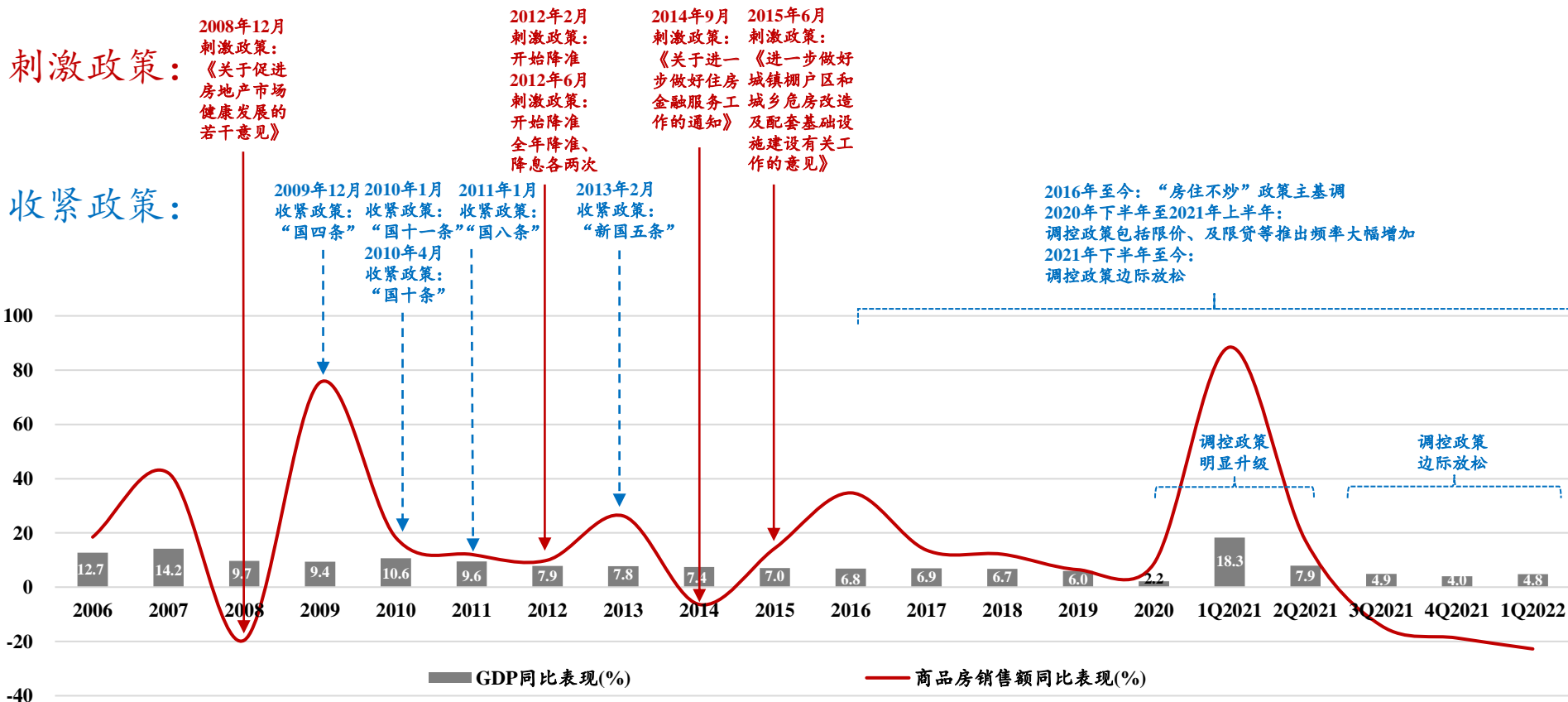
2013年：
“新国五条”

2016年：
国家坚持“房住不炒”定位推出限购等措施

在经济稳增长的政策大环境下，调控政策由“全面升级”转向“边际放松”

- 2008年至今，中央对房地产实施调控政策呈松紧交替情况，基本上与相应时期的国家经济表现有反向的关系。当经济表现走弱时，实施相对宽松政策，提振楼市表现回升，支撑整体经济保持稳定增长。当前，受国内疫情复燃等影响，制造业、服务业景气度大幅转弱，短期经济下行压力加大，我国把今年经济整体以稳中求进为发展目标，并把经济稳增长放在更突出的位置，而扮演经济压舱石之重要角色的房地产行业调控政策也边际放松。

中国商品房销售额同比表现以及楼市政策和GDP同比表现关系图



调控政策松绑有助逐步引导市场回稳和预期的改善

- 2022年以来，中央政府延续了2021年底的政策基调，持续出台维护房地产市场平稳健康发展的政策，主要包括放松限购、限贷，以及支持优质房企开展并购贷款融资等，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。预期调控政策松绑有助逐步引导市场回稳和预期的改善。

2022年以来，中央政府持续出台维护房地产市场平稳健康发展之政策简介

需求端

释放购房需求：

- 放松公积金贷款、局部放松限贷、下调房贷首付比例、调降房贷利率、缩短按揭放款周期、推进棚改货币化安置以及加快人才落户
- 暂缓房地产税试点等收缩性政策

增强购房意愿：

- 加大稳经济和保就业措施力度，改善居民收入预期，从而增强购房意愿

拉升购房需求

供应端

- 支持房企合理融资需求，支持优质房企开展并购贷款融资，有序引导企业销售、购地、融资等经营行为逐步回归常态
- 全国性商品房预售资金监管的意见已出台，当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由房企提取自由使用
- 执行好房地产金融宏观审慎管理制度，区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序

恢复市场信心

楼市回稳

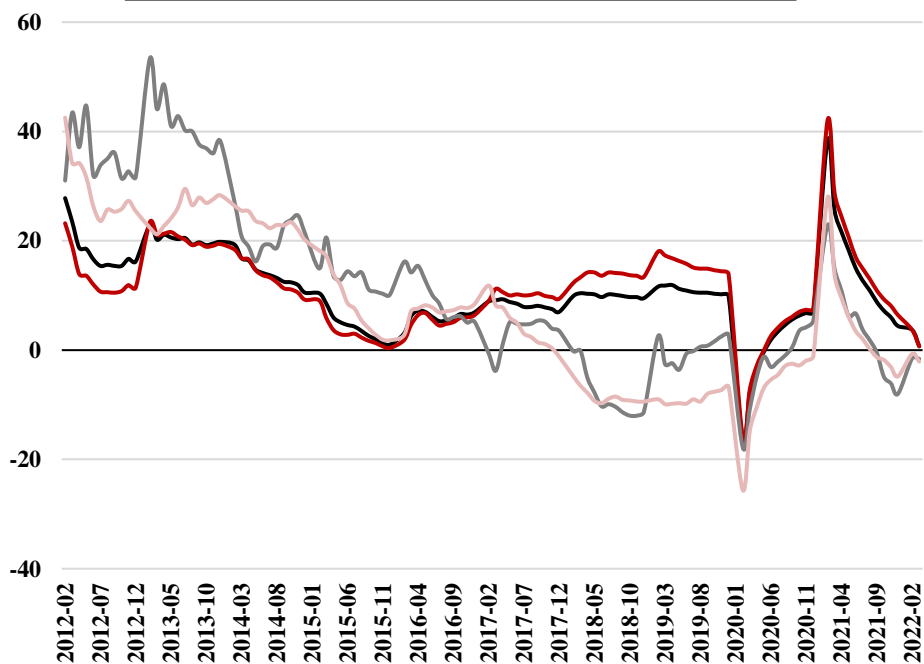
第二章

受疫情复燃等影响，房地产市场2022年首季度继续呈调整态势

受疫情复燃等影响，房地产市场2022年首季度继续呈调整态势

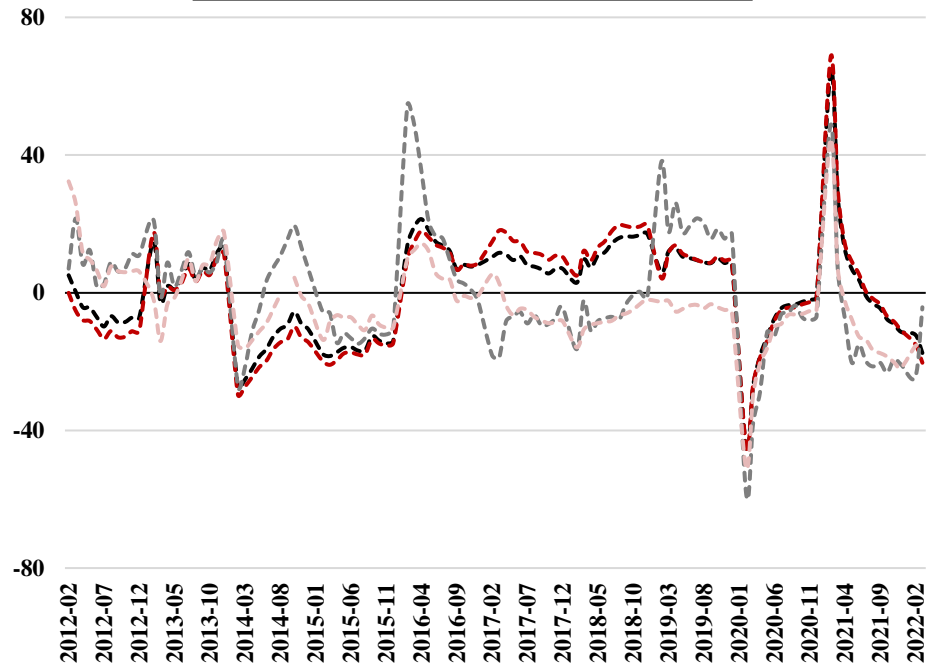
- 受调控升级所影响，房地产月度累计开发投资完成额和新开工面积同比增长势头在2021年3月开始下滑。2022年以来，虽然全国有多个城市陆续放松了房地产调控政策，但行业受疫情复燃和购房者信心尚未恢复等影响而继续呈调整态势，房地产月度累积开发投资完成额和新开工面积今年首季度同比分别增长约0.7%和-17.5%。

房地产月度累计开发投资完成额同比表现



— 房地产开发投资累计完成额同比表现(%)
 — 住宅开发投资累计完成额同比表现(%)
 — 办公楼开发投资累计完成额同比表现(%)
 — 商业营业用房开发投资累计完成额同比表现(%)

房屋月度累计新开工面积同比表现

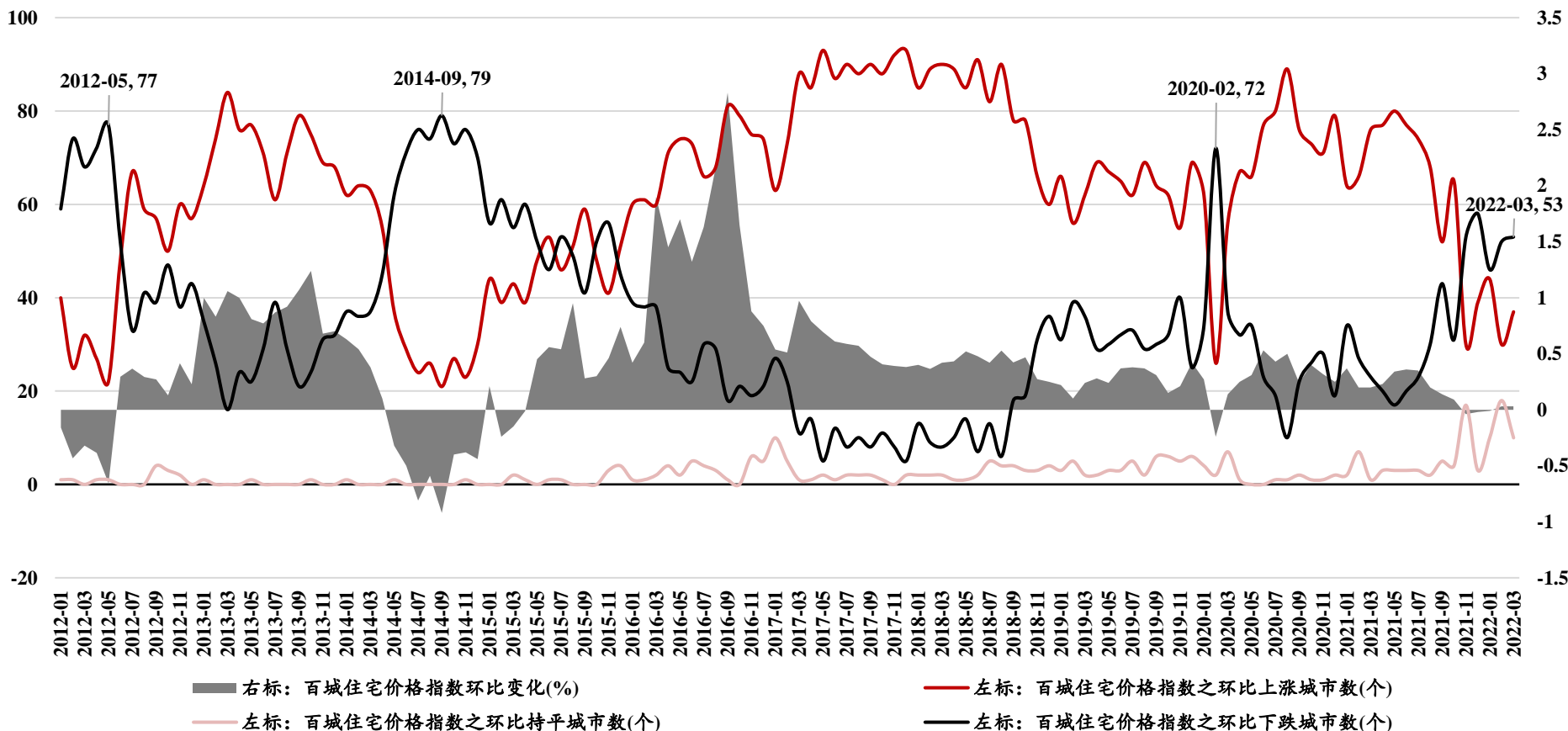


--- 房屋新开工累计面积同比表现(%)
 --- 住宅新开工累计面积同比表现(%)
 --- 办公楼新开工累计面积同比表现(%)
 --- 商业营业用房新开工累计面积同比表现(%)

百城住宅房价2022年首季度涨幅变动不大，房价环比下跌城市数则回升

- 2022年首季度，百城住宅房价涨幅变动不大，1-3月份分别录得涨/跌幅约为-0.01%、0.03%和0.03%；
- 同期，百城住宅环比下跌城市数先降后回升，由2021年12月份58个大幅下跌至今年1月的46个，但其后在2月和3月又分别回升至52个和53个；另一方面，百城住宅环比上升城市数则反复下降至37个。

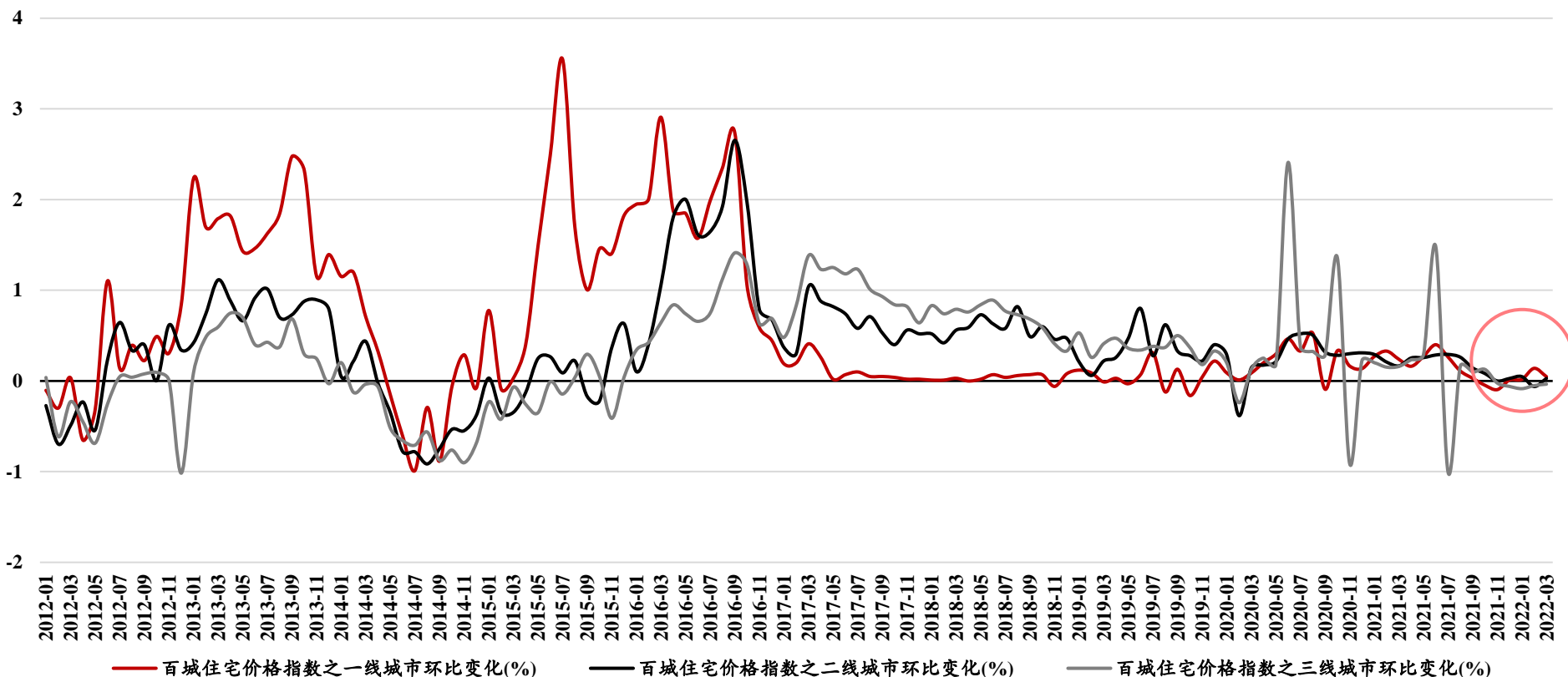
百城住宅价格指数之环比表现



一线城市住宅平均房价2022年2月和3月修复超过二、三线城市

- 2022年首季度，不同级别城市之百城住宅平均房价指数环比表现明显分化；一线城市住房需求相对充足，居民信贷边际改善支持市场修复较快；而二、三线城市购房需求相对不足，同时三线城市受库存压力较大而修复较慢；一线城市之百城住宅平均房价指数今年1-3月环比均录得涨幅，由1月份约0.02%上升至2月0.14%，但3月受深圳疫情影响而回落至0.05%；另一方面，同期三线城市之百城住宅平均房价指数环比则录得跌幅。

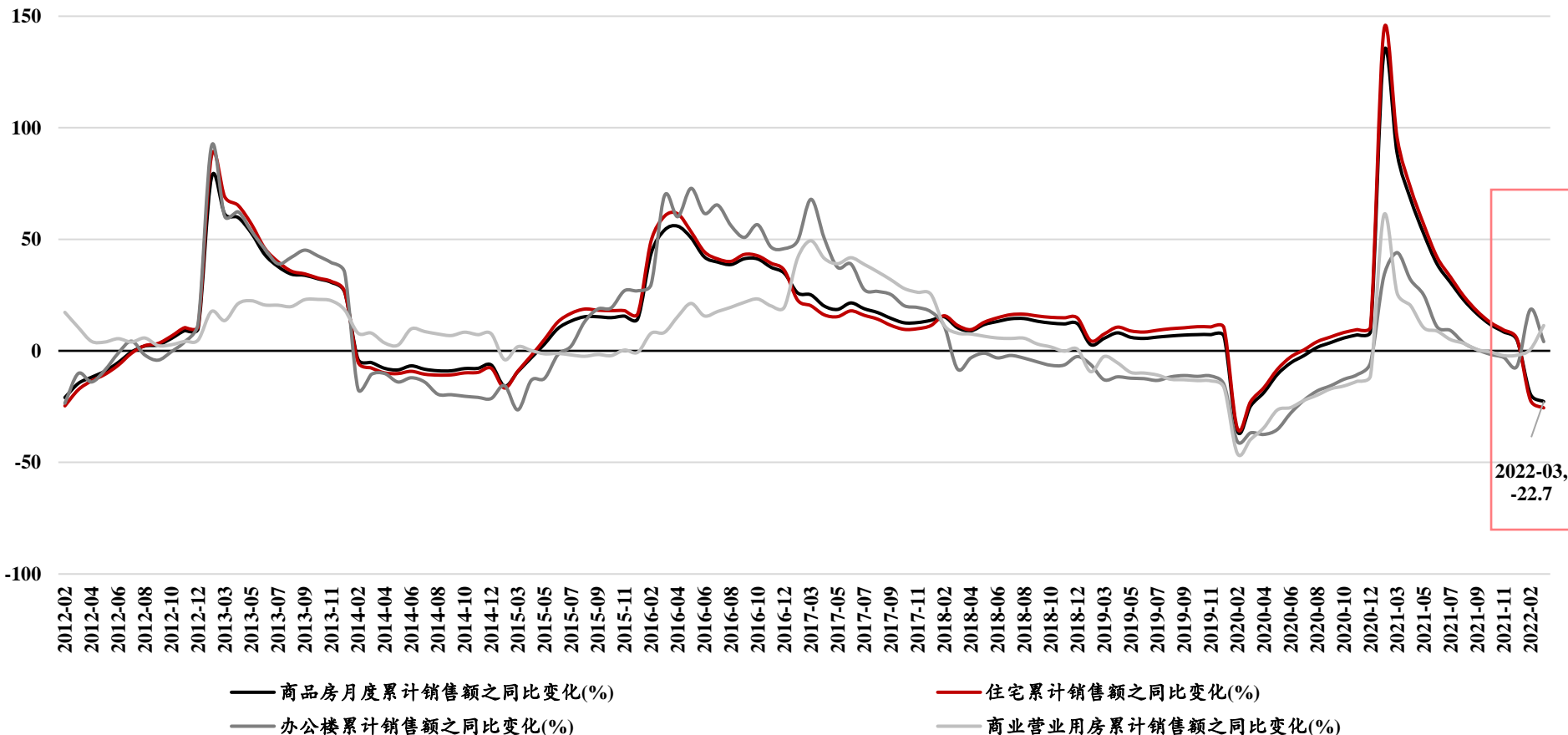
百城住宅价格指数按城市级别之环比表现



2022年首季度，全国商品房销售表现持续疲软，同比下降22.7%

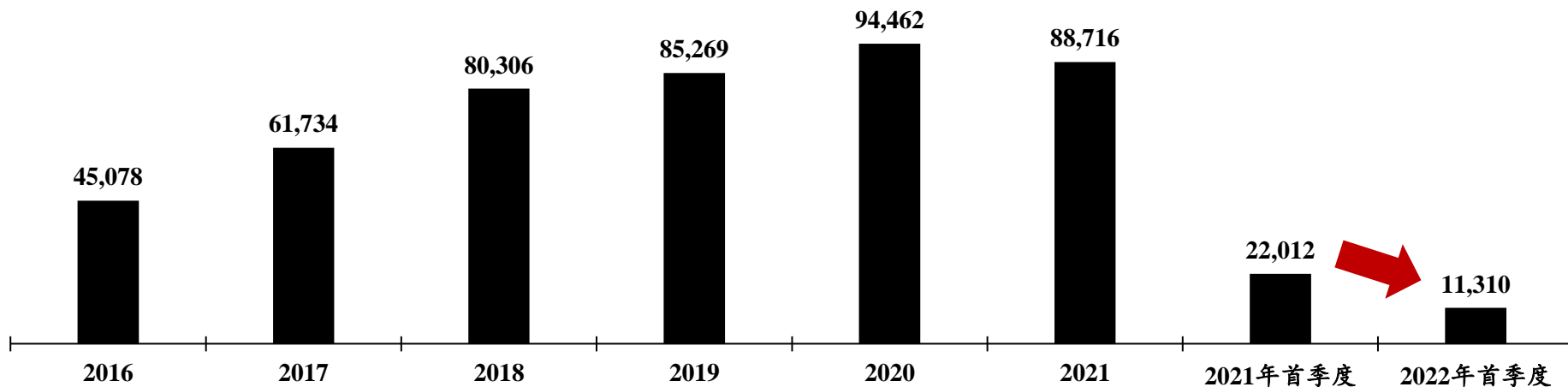
- 受疫情扰动和购房者信心尚未恢复所影响，各地边际宽松之政策仍未有效激发购房需求明显释放，原本被市场预期的3月份小阳春销售表现强差人意；全国商品房2022年首季度累计销售表现持续疲软，同比下降22.7%；其中，住宅期内销售同比下降约25.6%，表现明显低于低基数效应下的办公楼(约+4.1%)和商业营业房(约+11.3%)。

全国商品房月度累计销售总额和按商品房类别销售额同比表现

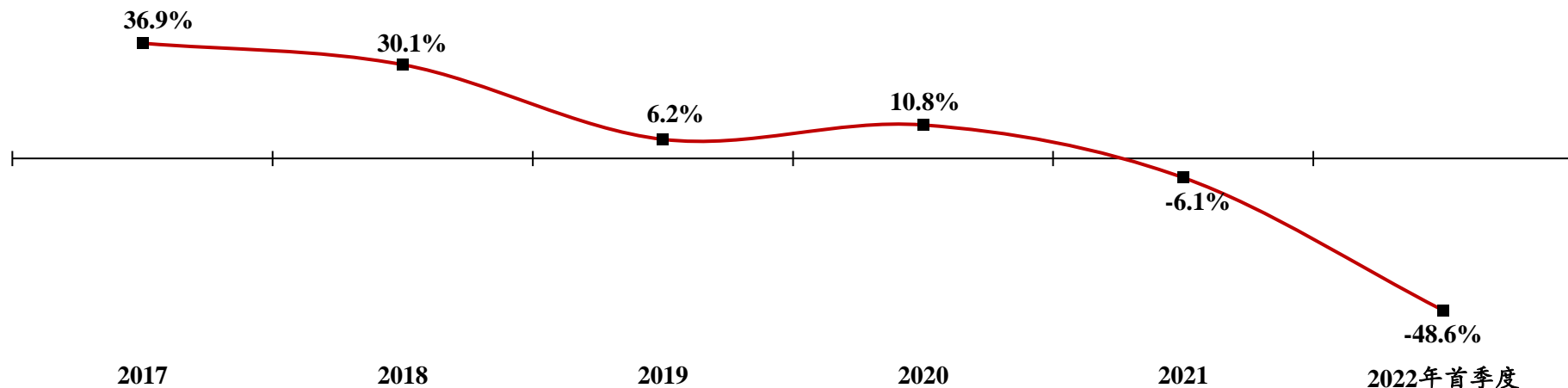


百强内房企业2022年首季度权益销售同比下降约48.6%

百强内房企业2016年至2021年、2021年和2022年首季度权益销售总额(亿元人民币)对比

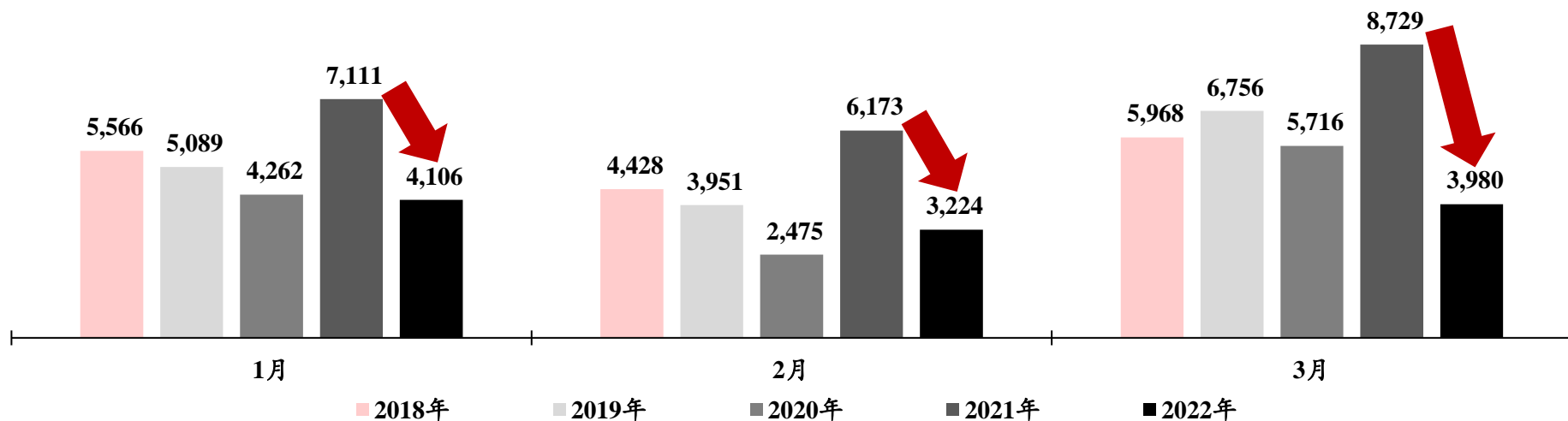


百强内房企业2017年至2021年、2022年首季度权益销售总额同比表现(%)

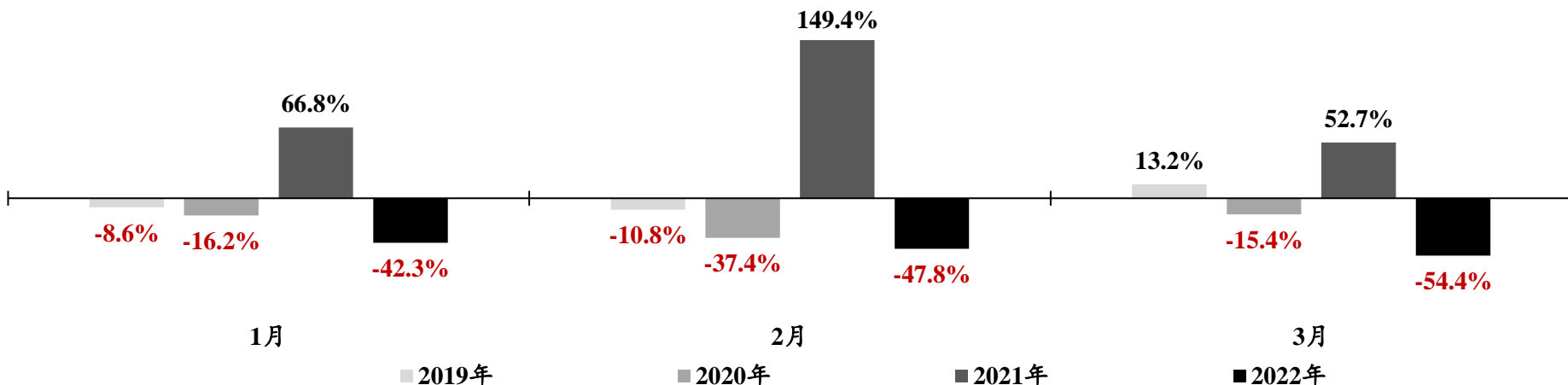


百强内房企企业2022年1-3月份单月权益销售同比降幅持续扩大

百强内房企企业2018年至2022年1至3月份权益销售总额(亿元人民币)对比



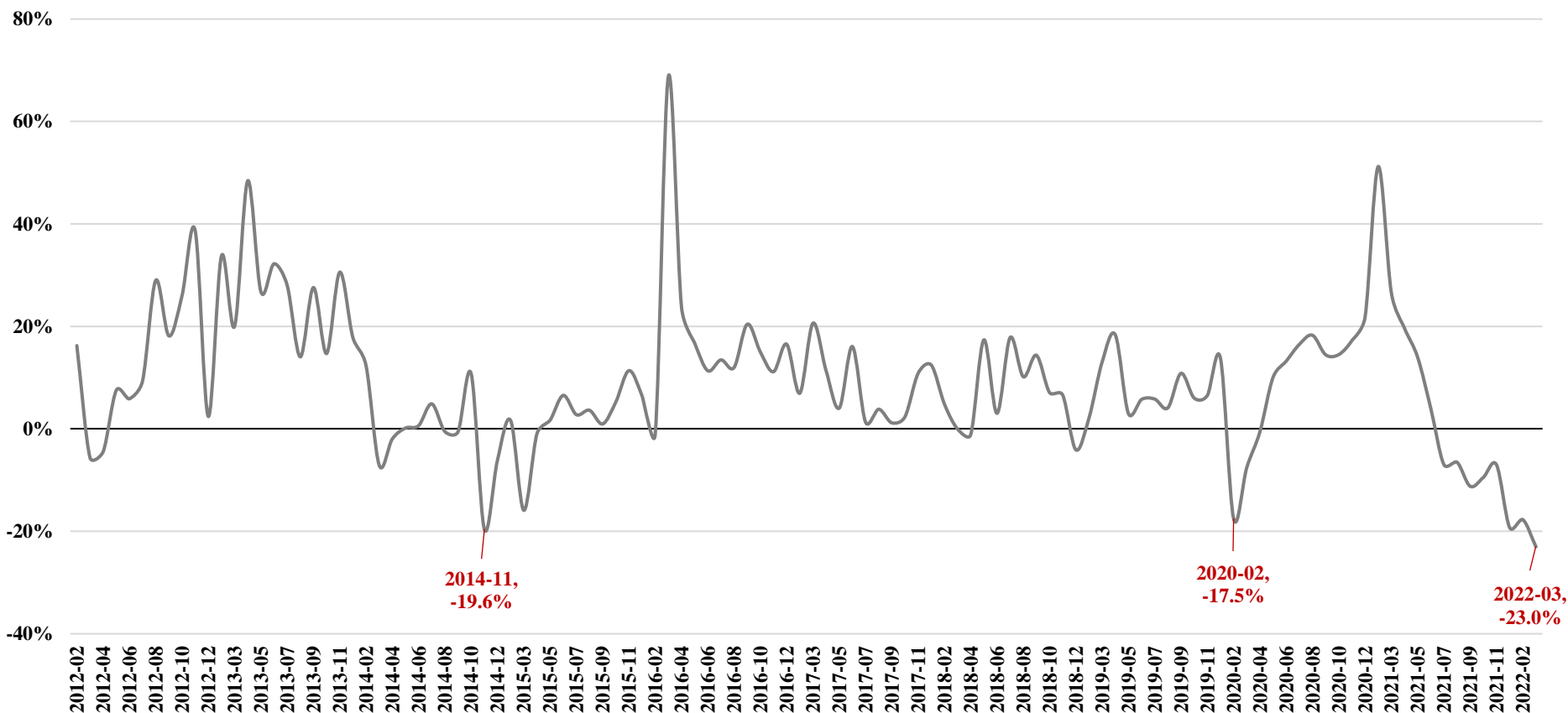
百强内房企企业2019年至2022年1至3月份权益销售总额同比表现(%)



2022年3月份房地产到位资金同比跌幅进一步扩大至约23.0%

- 2022年以来，虽然有较多的边际宽松政策出台，但传导到资金端并未见明显成效，房地产到位资金仍处于低位，3月房地产到位资金总额同比跌幅由2月约17.7%进一步扩大至约23.0%，低于2014年11月和2020年2月分别录得之-19.6%和-17.5%。

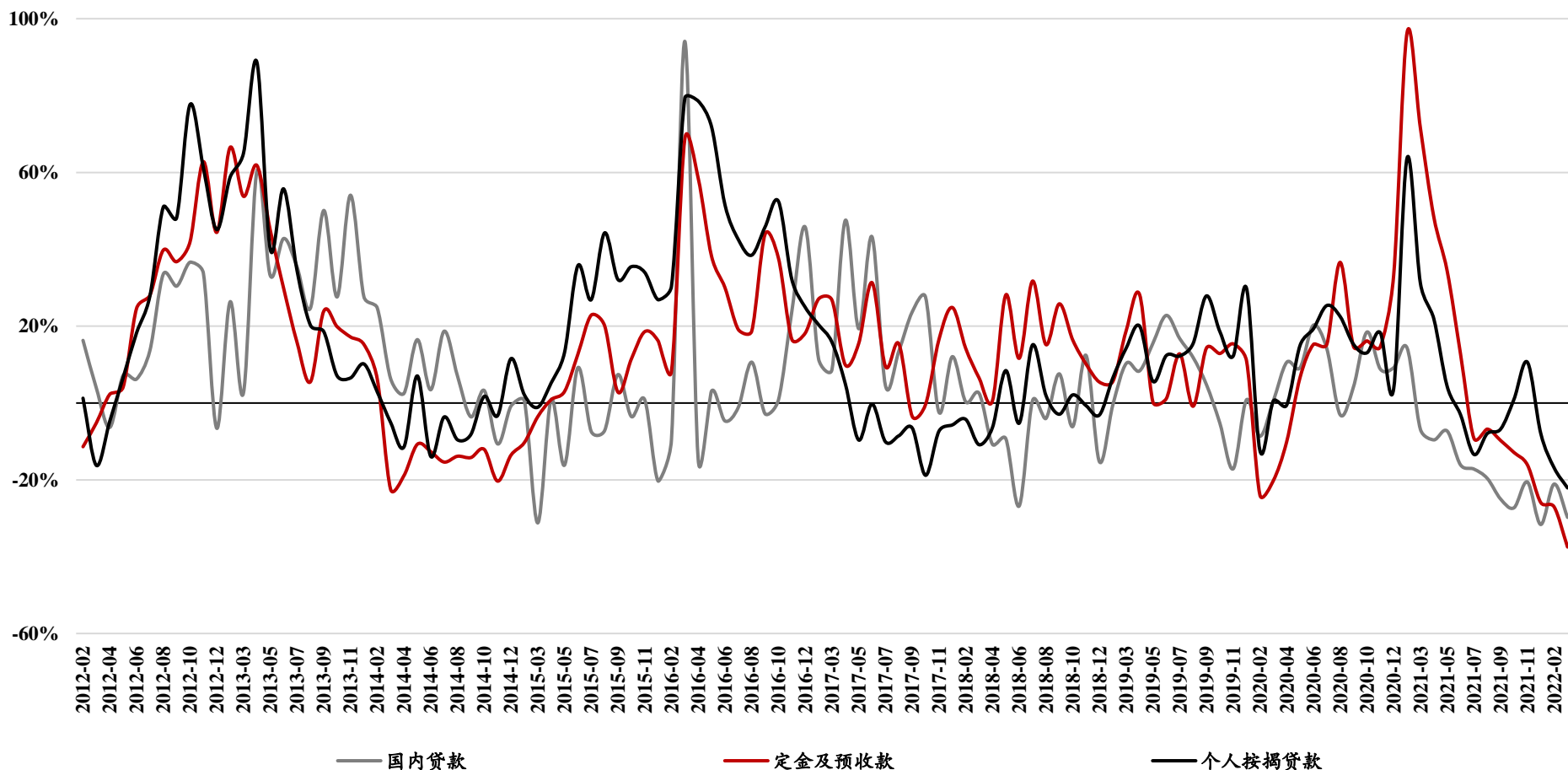
房地产行业月度实际到位资金总额同比表现



2022年3月，房地产行业来自国内贷款和销售回款到位资金同比录得明显跌幅

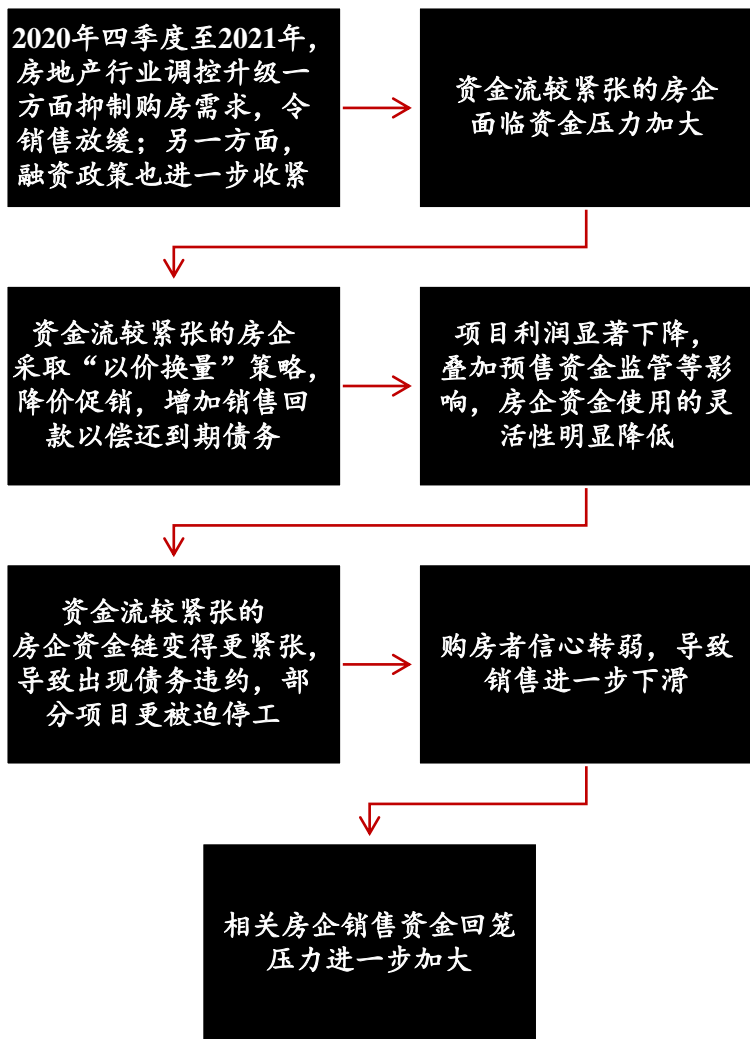
- 受销售下行和融资受限的影响，2022年3月房地产行业来自国内贷款、定金及预收款和售楼按揭贷款(代表销售回款)之到位资金同比分别下跌约29.7%、37.5%和22.1%。

房地产行业来自国内贷款、定金预收款和售楼按揭贷款之月度实际到位资金总额同比表现

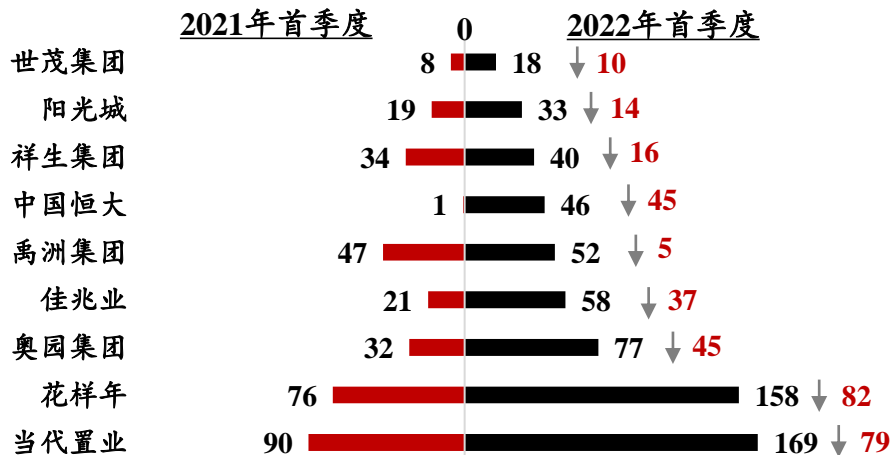


2021年下半年以来，销售、融资急剧下滑，房企债务违约事件出现更加频繁

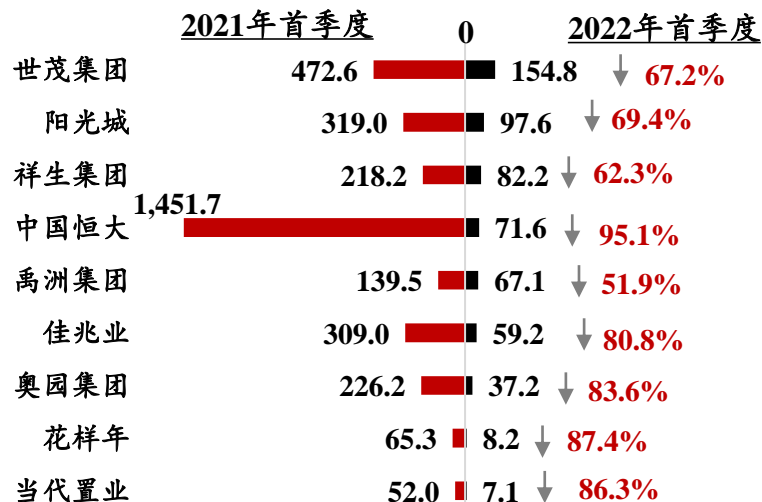
出险房企销售显著下滑之主要逻辑图



部分出险房企2022年首季权益销售排名出现明显下降



部分出险房企2022年首季权益销售(亿元人民币)显著减少



第三章

部分出险、涉险上市内房未及时披露业绩而被停牌

受疫情等之影响下，部分香港上市公司被容许延迟披露经审核之业绩

根据港交所与证监会因应2019冠状病毒病大流行的最新发展而公布之《有关在严重新型传染性病原体呼吸系统的旅游限制下刊发业绩公告的联合声明》，部分上市内房已在2022年3月底之前刊发未与其核数师议定的初步业绩公告或管理账目，没有被港交所要求其证券停牌，并容许其延迟刊发年报至2022年5月15日。

2022年3月31日 2022年5月15日

香港上市内房披露业绩之情况分类

正常披露经审核业绩

• 3月底或之前按时发表与核数师协议同意之财务报表

核数师发出「非标准报告」

• 3月底或之前按时发表与核数师协议同意之财务报表
• 核数师发出「非标准报告」

披露未经审核业绩

• 3月底或之前发表未与核数师协议同意之财务报表

未能披露任何形式业绩

• 3月底或之前未发表任何财务报表

正常情况：
有关会计年度结束后3个月内刊登有关业绩，按照《上市规则》相关规定如期发表定期的财务资料

证券交易状态

正常交易

停牌

特殊情况*：
容许延迟刊发年报至2022年5月15日

证券交易状态

正常交易

正常交易

停牌

停牌

按上市规则要求按时刊发经审核年报

刊发经审核年报

未刊发经审核年报

仍未《上市规则》相关规定披露经审核业绩和年报

2022年1月

2022年2月

2022年3月

2022年4月

2022年5月

2022年6月

部分出险、涉险上市内房未能及时披露业绩而被停牌

在我们观察的50家香港上市主要上市内房中，仅有26家依照《上市规则》按时(2022年3月31日或之前)披露经其核数师审核，并发出标准无保留意见核数师报告之2021年度业绩(以下称为“正常业绩”)；此外，其余的24家则在披露业绩出现不同情况，其中7家被其核数师发出「非标准报告」；9家披露了未与其核数师议定之初步业绩公告(未经审核业绩)，并预期在5月15日或之前披露经审核之业绩；8家(当中包括出险、涉险上市内房例如中国恒大和花样年等)则未能在2022年3月31日或之前披露任何形式之最新业绩，4月1日开始停牌。

香港主要上市内房按其2022年3月31日或之前披露业绩情况之分类图

按时披露“正常业绩”

26家上市内房

万科企业(2202.HK)、中国海外发展(0688.HK)、龙湖集团(0960.HK)、华润置地(1109.HK)、碧桂园(2007.HK)、中国金茂(0817.HK)、旭辉控股集团(0884.HK)、新城发展(1030.HK)、美的置业(3990.HK)、深圳控股(0604.HK)、越秀地产(0123.HK)、绿城中国(3900.HK)、合生创展集团(0754.HK)、建发国际集团(1908.HK)、远洋集团(3377.HK)、中骏集团控股(1966.HK)、建业地产(0832.HK)、领地控股(6999.HK)、上实城市开发(0563.HK)、汇景控股(9968.HK)、粤海置地(0124.HK)、大悦城地产(0207.HK)、力高集团(1622.HK)、港龙中国地产(6968.HK)、众安集团(0672.HK)、金辉控股(9993.HK)

披露经审核业绩，
核数师发出「无保留意见核数师报告」

未能按时披露“正常业绩”

9家上市内房

龙光集团(3380.HK)
合景泰富(1813.HK)
雅居乐(3383.HK)
富力地产(2777.HK)
宝龙地产(1238.HK)
融信中国(3301.HK)
德信中国(2019.HK)
大发地产(6111.HK)
景业名邦(2231.HK)

披露未与核数
师议定之初步
业绩公告

8家上市内房

中国恒大(3333.HK)、融创中国(1918.HK)、世茂集团(0813.HK)、中国奥园(3883.HK)、佳兆业集团(1638.HK)、新力控股集团(2103.HK)、花样年控股(1777.HK)、当代置业(1107.HK)

未披露任何形式之最新业绩

7家上市内房

时代中国(1233.HK)、正荣地产(6158.HK)、中梁控股(2772.HK)、禹洲集团(1628.HK)、弘阳地产(1996.HK)、绿景中国地产(0095.HK)、上坤地产(6900.HK)

披露经审核业绩，
核数师发出「非标准报告」

疫情影响等因素令部分香港上市内房未能按时披露2021年度“正常业绩”

香港主要上市内房未能按时披露2021年度“正常业绩”的核心原因简介

公司名称	2022年3月31日或之前披露业绩形式	预期最晚披露经审核业绩时间	原因
时代中国控股(1233.HK)	已审核, 核数师发出「非标准报告」	已披露经审核业绩	与持续经营有关的重大不确定性
正荣地产(6158.HK)	已审核, 核数师发出「非标准报告」		与持续经营有关的重大不确定性
中梁控股(2772.HK)	已审核, 核数师发出「非标准报告」		有关持续经营的重大不确定性
禹洲集团(1628.HK)	已审核, 核数师发出「非标准报告」		与持续经营有关的重大不确定因素
弘阳地产(1996.HK)	已审核, 核数师发出「非标准报告」		与持续经营相关的重大不明朗因素
绿景中国地产(0095.HK)	已审核, 核数师发出「非标准报告」		与持续经营相关的重大不确定性
上坤地产(6900.HK)	已审核, 核数师发出「非标准报告」		有关持续经营之重大不确定性
龙光集团(3380.HK)	未经审核之业绩		由原本2022年4月30日改为5月12日
合景泰富集团(1813.HK)	未经审核之业绩	2022年4月15日	疫情影响
雅居乐集团(3383.HK)	未经审核之业绩	2022年5月15日	疫情影响
富力地产(2777.HK)	未经审核之业绩	由原本2022年4月30日改为6月30日	核数师变更、疫情影响
宝龙地产(1238.HK)	未经审核之业绩	2022年5月15日	疫情影响
融信中国(3301.HK)	未经审核之业绩	2022年5月15日	核数师变更、疫情影响
德信中国(2019.HK)	未经审核之业绩	由原本2022年4月30日改为5月15日	疫情影响
大发地产(6111.HK)	未经审核之业绩	2022年4月15日	疫情影响
景业名邦集团(2231.HK)	未经审核之业绩	2022年4月29日	疫情影响
中国奥园(3883.HK)	未公布任何形式业绩	没有具体披露时间	财务报表未能按时完成、需要更多时间评估潜在减值拨备
佳兆业集团(1638.HK)	未公布任何形式业绩		疫情影响
新力控股集团(2103.HK)	未公布任何形式业绩		疫情影响
花样年控股(1777.HK)	未公布任何形式业绩		债务重组等导致财务报表未能按时完成、财务人员变动、疫情影响
当代置业(1107.HK)	未公布任何形式业绩		人员变动、疫情影响
中国恒大(3333.HK)	未公布任何形式业绩		审计加大流程、疫情影响
融创中国(1918.HK)	未公布任何形式业绩		财务报表未能按时完成、债务展期
世茂集团(0813.HK)	未公布任何形式业绩		疫情影响

第四章

按时披露“正常业绩”之上市内房经营和财务指标表现显著分化

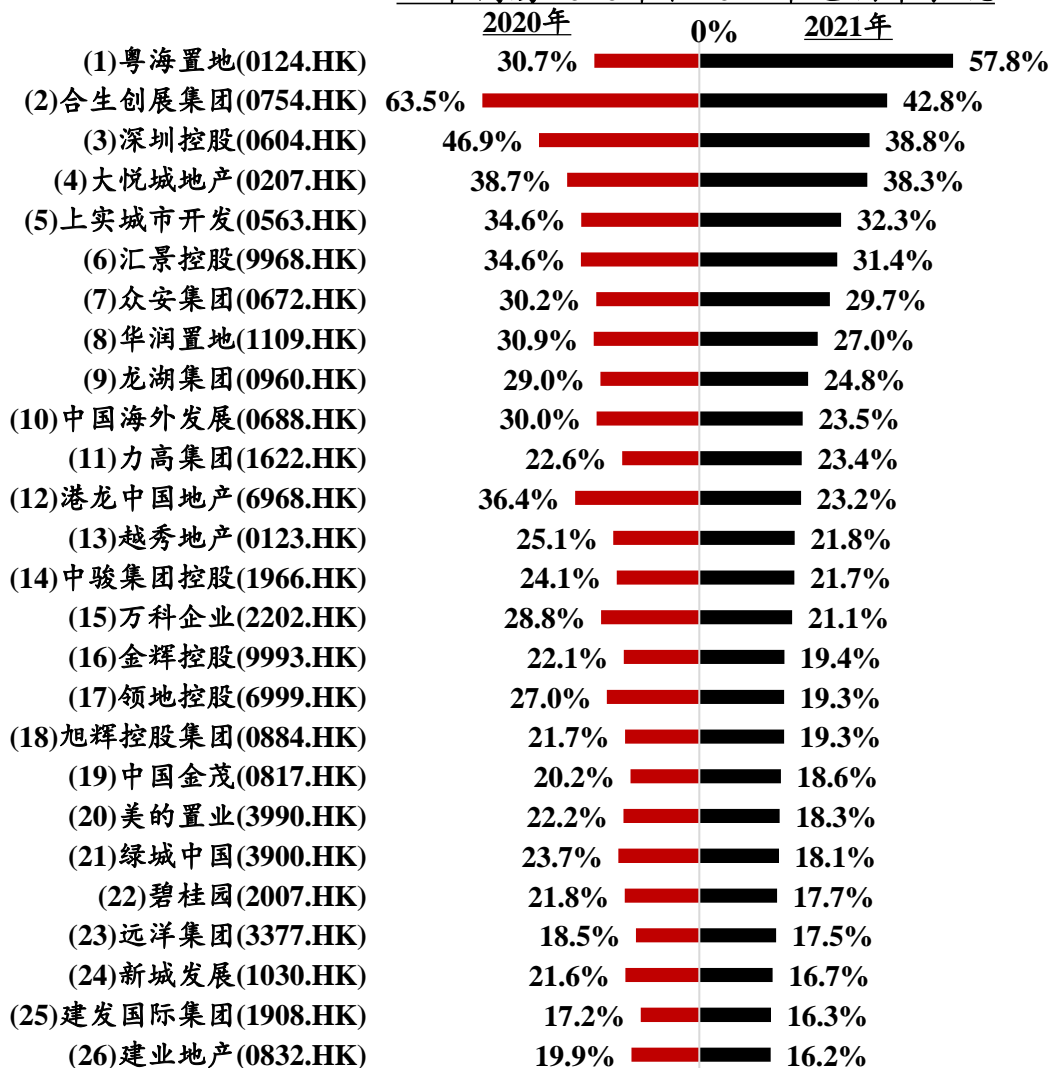
2022年首季度，按时披露“正常业绩”之上市内房权益销售表现显著分化

上市内房近年权益销售排名和同比表现

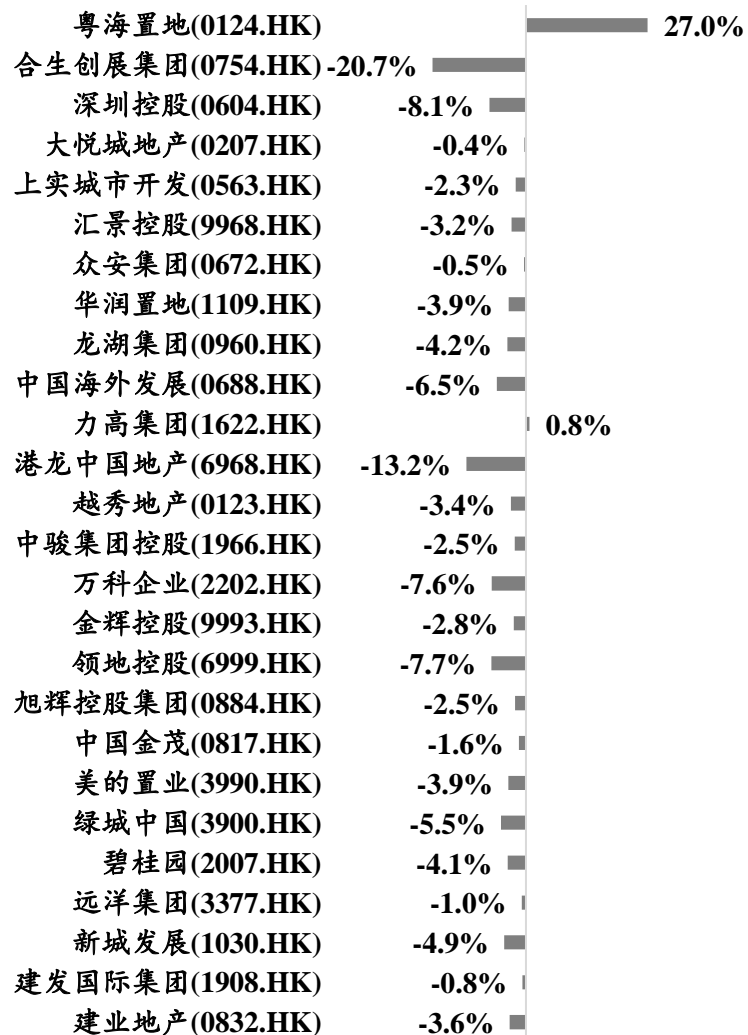
公司名称	上市内房企业200强权益销售排名					上市内房企业200强权益销售排名同比变化					上市内房企业权益销售同比变化				
	2022年首季度	2021年首季度	2021年	2020年	2019年	2022年首季度	2021年	2020年	2022年首季度	2021年	2020年	2019年			
碧桂园(2007.HK)	1	2	1	2	2	↑	1	↑	1	▬	0	-30.2%	-2.3%	4.1%	5.3%
万科企业(2202.HK)	2	3	3	3	3	↑	1	↑	0	▬	0	-40.0%	-11.5%	11.1%	-3.4%
中国海外发展(0688.HK)	4	5	6	6	7	↑	1	↑	0	↑	1	-45.5%	2.1%	10.1%	22.8%
华润置地(1109.HK)	6	10	8	12	11	↑	4	↑	4	↓	-1	-34.7%	19.5%	8.6%	-7.5%
龙湖集团(0960.HK)	10	13	10	11	10	↑	3	↑	1	↓	-1	-42.7%	6.5%	11.8%	21.3%
中国金茂(0817.HK)	11	11	14	14	20	▬	0	▬	0	↑	6	-49.6%	5.3%	39.1%	25.7%
建发国际集团(1908.HK)	12	20	19	32	43	↑	8	↑	13	↑	11	-31.5%	46.4%	58.0%	6.7%
新城发展(1030.HK)	13	15	13	10	8	↑	2	↓	-3	↓	-2	-41.3%	-11.1%	-3.9%	18.7%
绿城中国(3900.HK)	14	24	16	22	31	↑	10	↑	6	↑	9	-29.9%	21.6%	53.1%	40.3%
旭辉控股集团(0884.HK)	16	18	15	19	19	↑	2	↑	4	▬	0	-49.3%	8.9%	16.5%	33.5%
中骏集团控股(1966.HK)	23	36	39	45	59	↑	13	↑	6	↑	14	-31.8%	13.3%	54.9%	9.4%
越秀地产(0123.HK)	24	30	24	33	38	↑	6	↑	9	↑	5	-46.4%	30.0%	38.8%	14.5%
美的置业(3990.HK)	25	27	30	35	35	↑	2	↑	5	▬	0	-49.3%	7.5%	16.6%	12.2%
远洋集团(3377.HK)	34	48	31	37	25	↑	14	↑	6	↓	-12	-28.6%	14.9%	-15.4%	18.7%
金辉控股(9993.HK)	41	37	43	36	37	↓	-4	↓	-7	↑	1	-56.8%	-15.5%	18.8%	-6.6%
大悦城地产(0207.HK)	53	73	62	64	64	↑	20	↑	2	↑	0	-7.0%	-12.1%	7.7%	-
合生创展集团(0754.HK)	54	72	61	77	92	↑	18	↑	16	↑	15	-7.8%	30.4%	48.3%	22.7%
建业地产(0832.HK)	68	65	54	56	48	↓	-3	↑	2	↓	-8	-40.1%	-12.0%	-6.8%	28.4%
深圳控股(0604.HK)	83	107	143	126	105	↑	24	↓	-17	↓	-21	-25.7%	-23.3%	-23.3%	-23.7%
力高集团(1622.HK)	99	108	89	94	128	↑	9	↑	5	↑	34	-39.6%	0.1%	56.3%	33.0%
领地控股(6999.HK)	107	86	98	90	82	↓	-21	↓	-8	↓	-8	-59.7%	-20.8%	-3.4%	-3.5%
港龙中国地产(6968.HK)	119	106	106	120	131	↓	-13	↑	14	↑	11	-60.4%	8.2%	12.8%	-17.3%
众安集团(0672.HK)	147	110	97	154	180	↓	-37	↑	57	↑	26	-73.5%	66.8%	55.6%	-
上实城市开发(0563.HK)	192	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

24家按时披露“正常业绩”之上市内房2021年毛利率同比下跌，反映前期高价地持续去化和结算以及去年下半年销售遇冷对行业毛利率造成负面影响

上市内房2020年和2021年毛利率表现

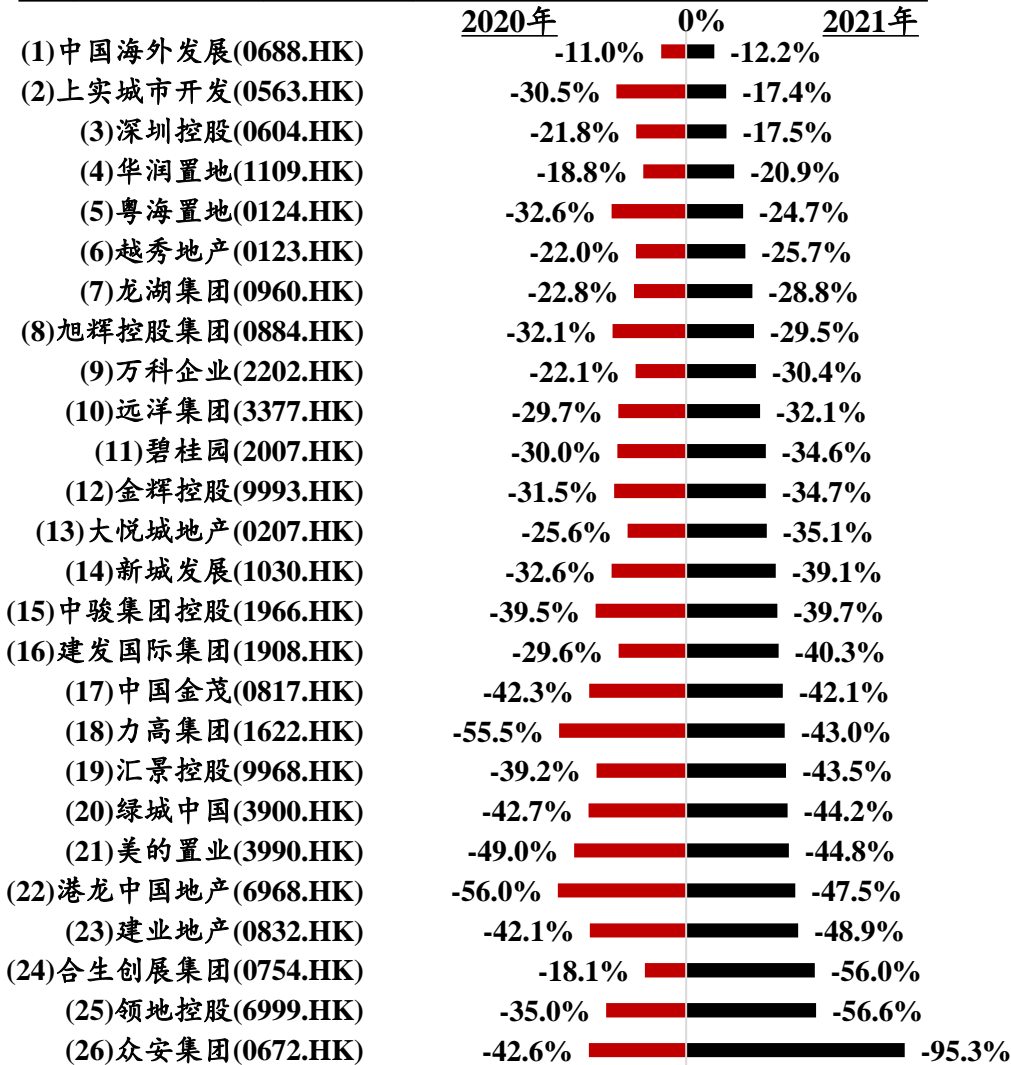


上市内房2021年毛利率同比变化

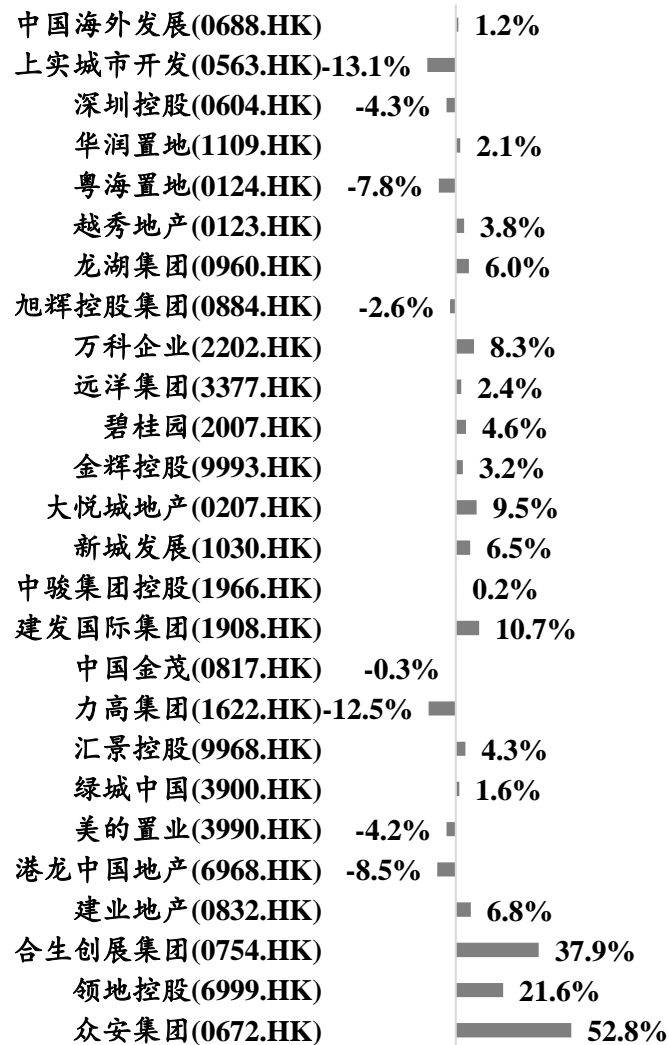


18家按时披露“正常业绩”之上市内房2021年经营总支出占毛利之比例有所上升，反映房企在去年下半年销售遇冷下“降价促销”和“提高销售激励”

上市内房2020年和2021年经营总支出*占毛利之比例对比



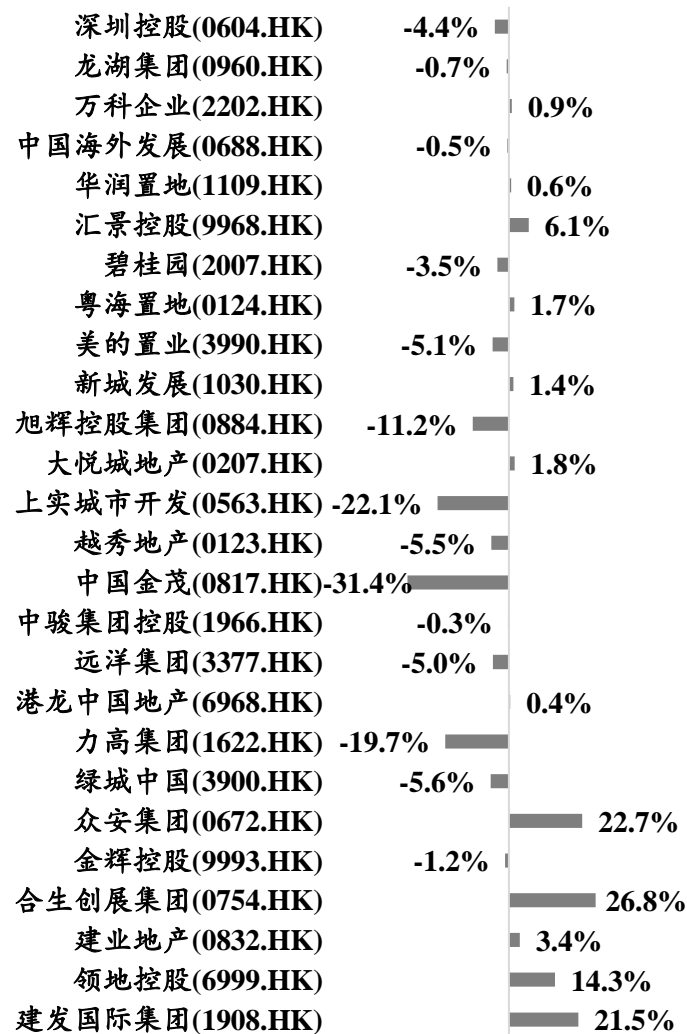
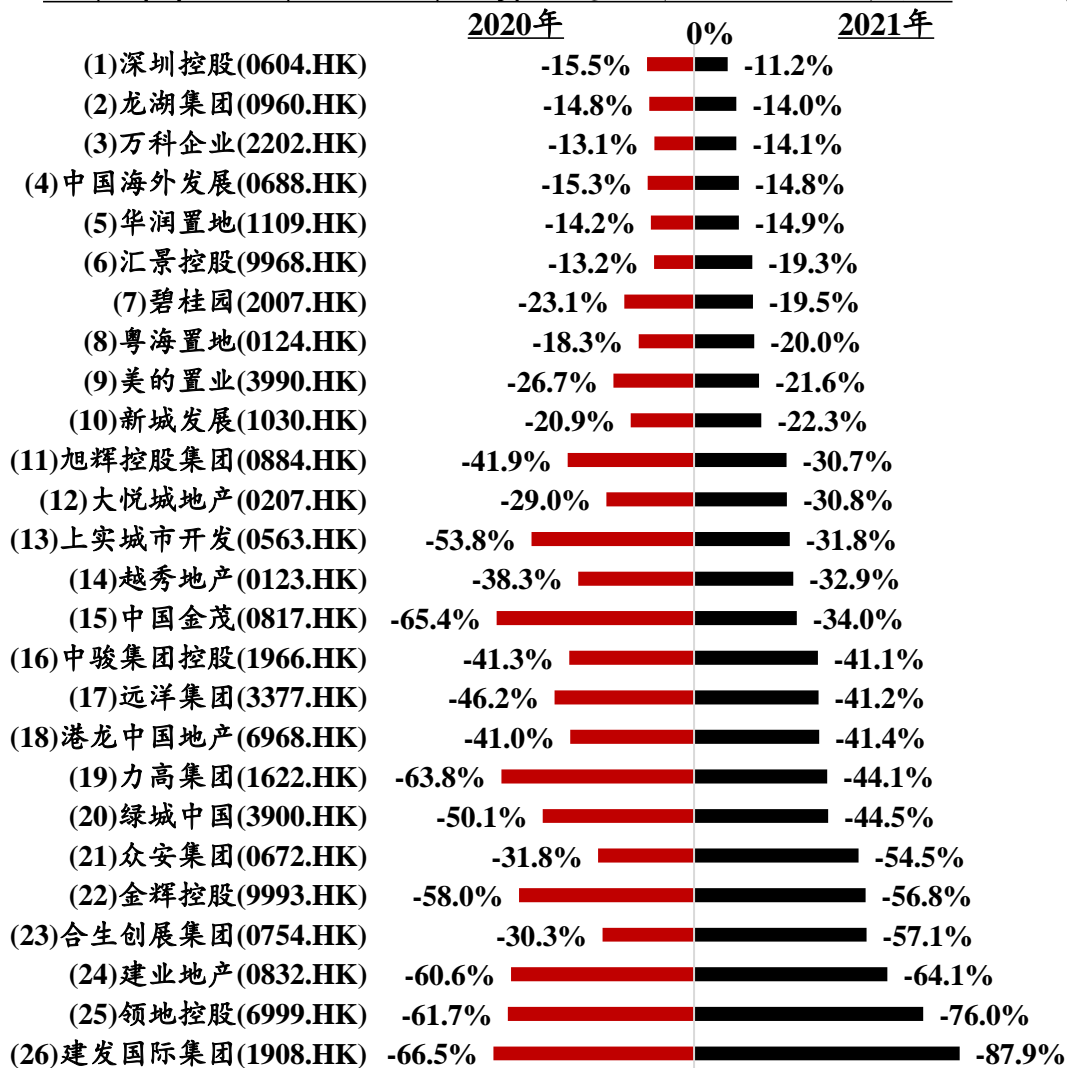
上市内房2021年经营总支出占毛利之比例同比变化



按时披露“正常业绩”之上市内房2021年融资总支出占毛利同比表现分化，表示房企之间财务结构和融资成本存在明显差距

上市内房2020年和2021年融资总支出*占毛利之比例对比

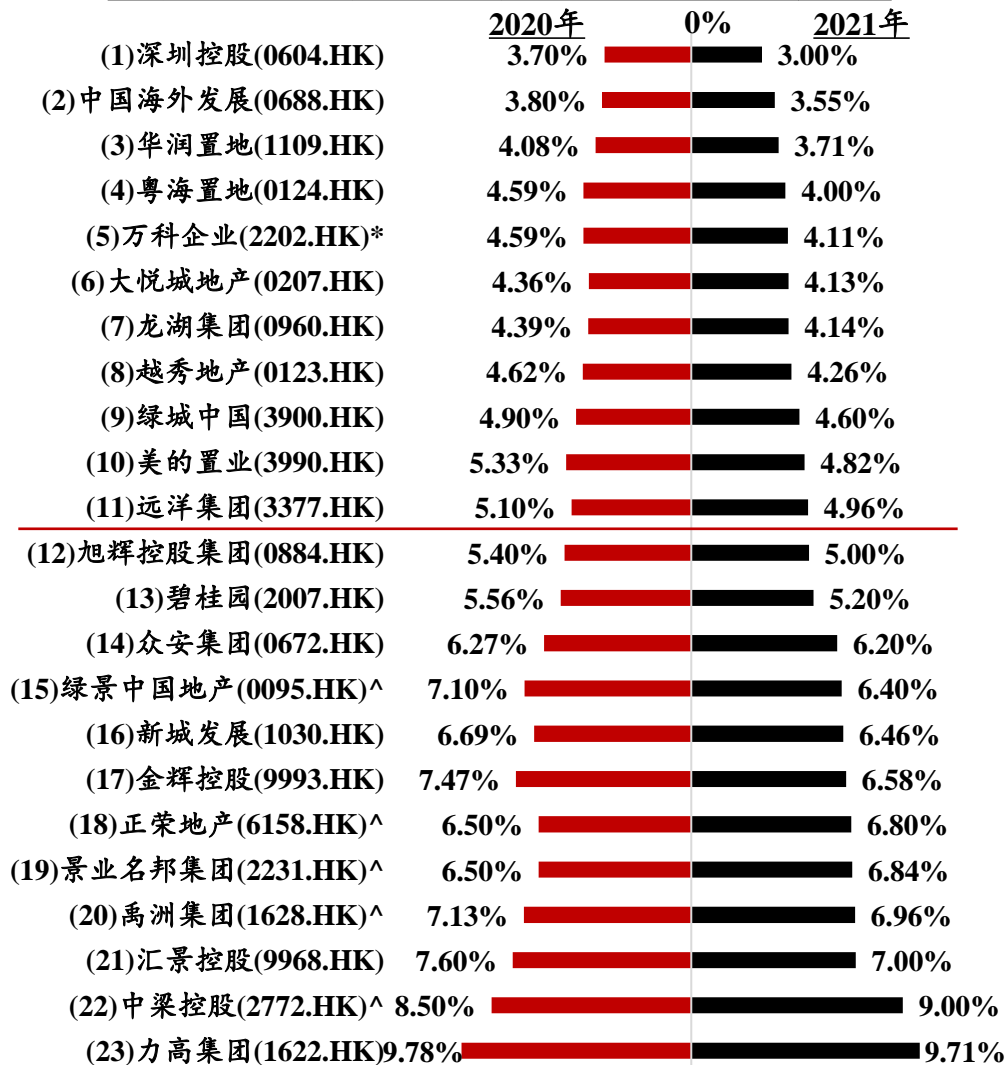
上市内房2021年融资总支出占毛利之比例同比变化



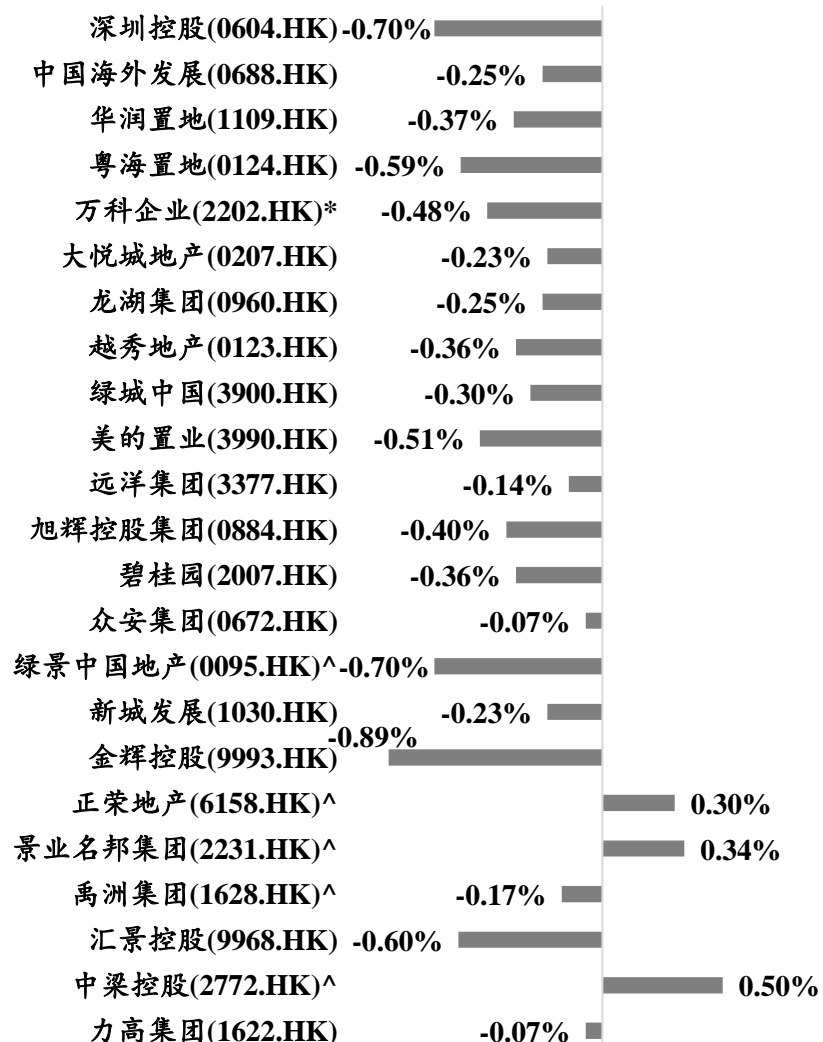
*注：融资总支出是指资本化前所有融资支出总加

按时披露“正常业绩”之上市内房2021年综合融资成本比率普遍有所下降，其中11家房企相关比率低于5%，具有相对较强的融资能力

上市内房2020年和2021年综合融资成本比率对比

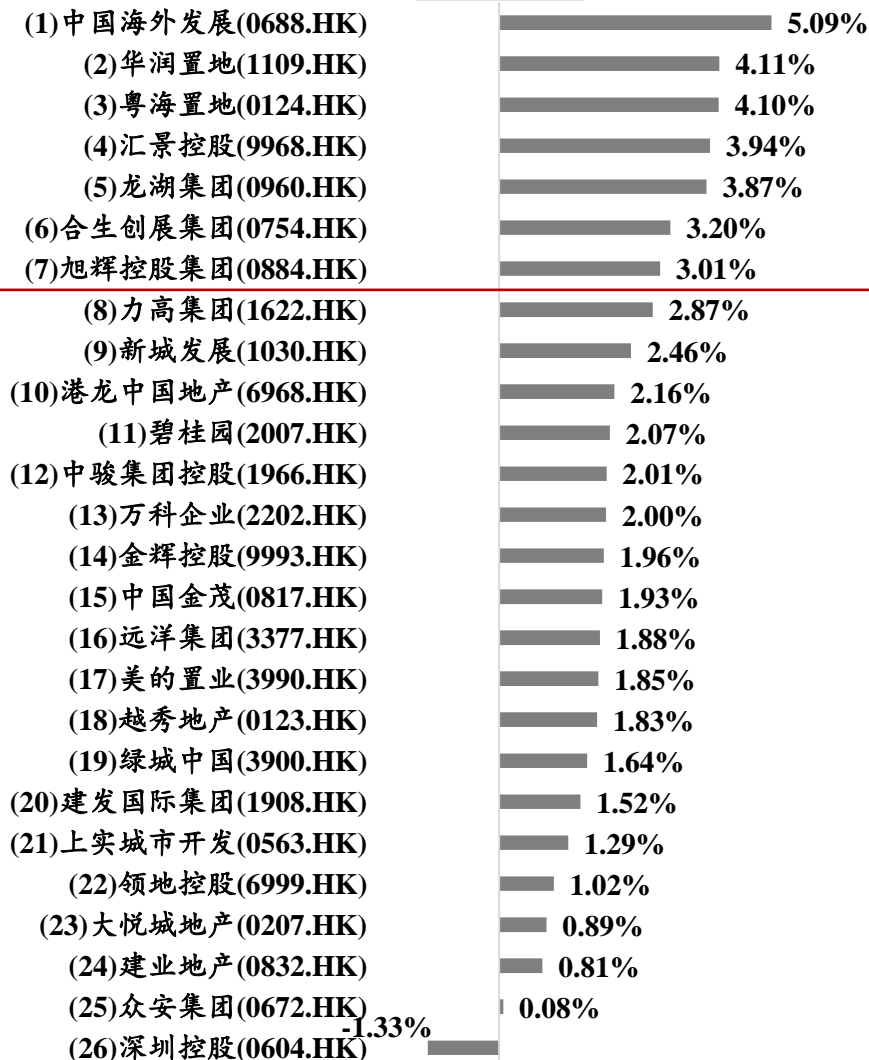


上市内房2021年综合融资成本比率同比变化

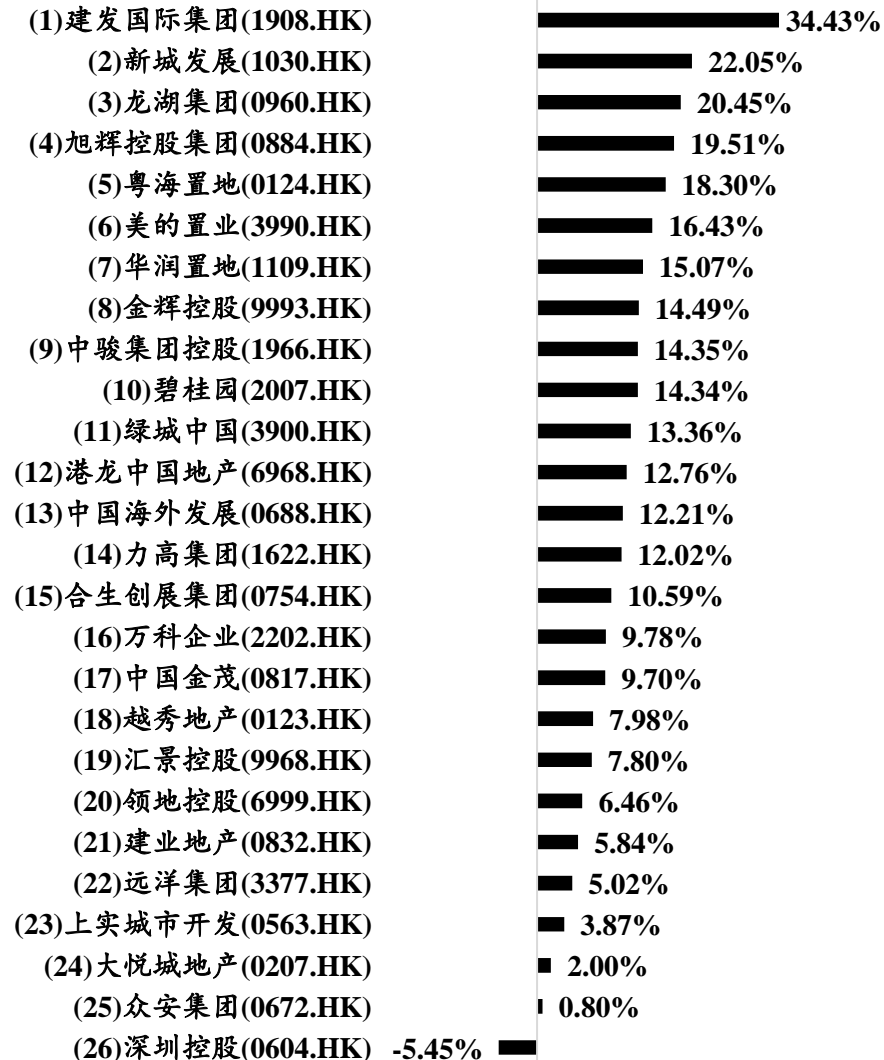


7家按时披露“正常业绩”之上市内房2021年ROA表现超越3%

2021年ROA



2021年ROE



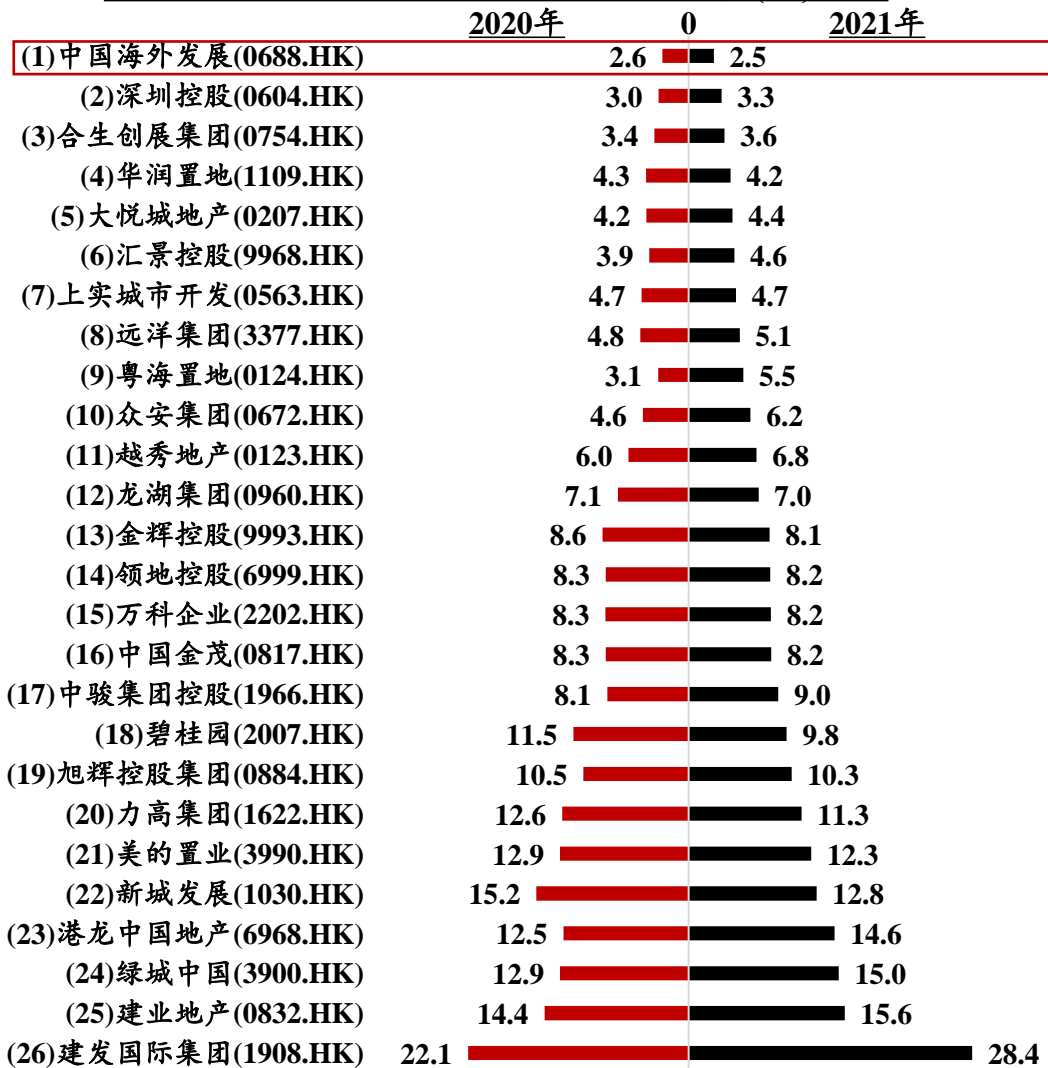
17家按时披露“正常业绩”之上市内房属“绿档”房企

上市内房2021年底三条红线之各项财务比率表现

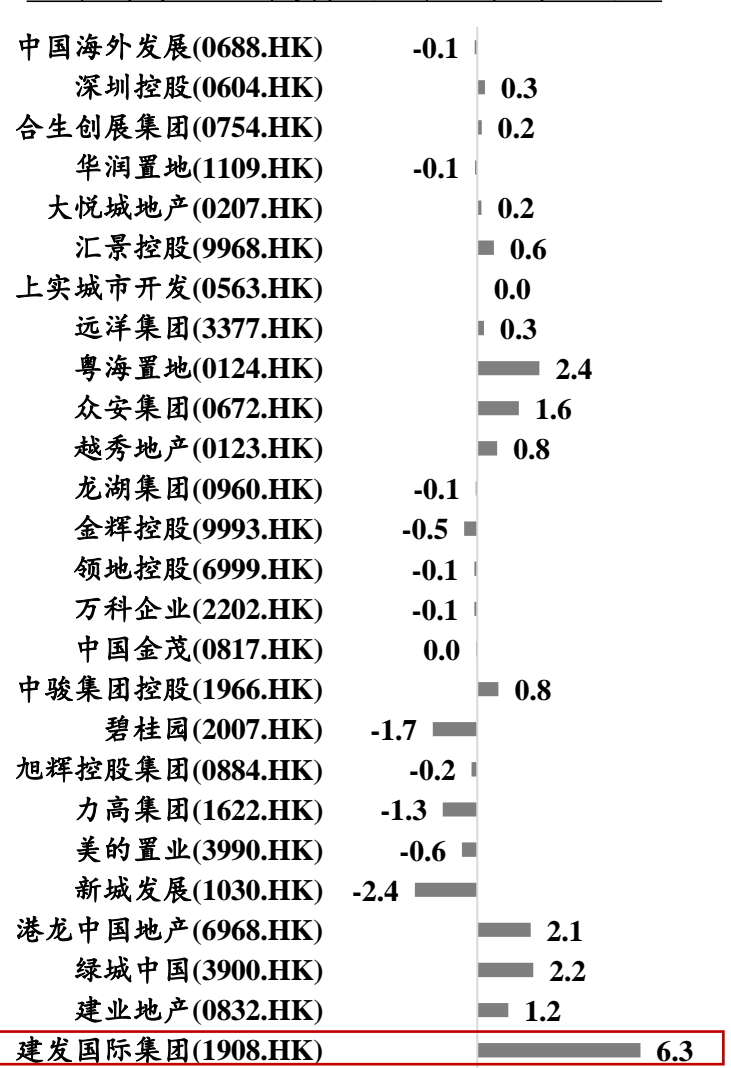
公司名称	2021年业绩发布类型	现金短期负债比	净负债比率	资产负债比率	现金短期负债比<1	净负债比率>100%	资产负债比率>70%	踩红线数量
万科企业(2202.HK)	正常	247.2%	30.1%	69.8%	0	0	0	0
中国海外发展(0688.HK)	正常	293.5%	31.1%	53.6%	0	0	0	0
龙湖集团(0960.HK)	正常	610.5%	46.7%	67.4%	0	0	0	0
华润置地(1109.HK)	正常	199.4%	24.4%	60.4%	0	0	0	0
中国金茂(0817.HK)	正常	158.5%	63.0%	67.8%	0	0	0	0
旭辉控股集团(0884.HK)	正常	263.4%	62.8%	69.7%	0	0	0	0
深圳控股(0604.HK)	正常	190.4%	28.2%	63.5%	0	0	0	0
越秀地产(0123.HK)	正常	135.9%	47.1%	69.1%	0	0	0	0
合生创展集团(0754.HK)	正常	113.8%	72.8%	63.2%	0	0	0	0
建发国际集团(1908.HK)	正常	671.6%	55.7%	67.6%	0	0	0	0
远洋集团(3377.HK)	正常	145.1%	85.2%	67.2%	0	0	0	0
中骏集团控股(1966.HK)	正常	130.7%	70.7%	67.3%	0	0	0	0
上实城市开发(0563.HK)	正常	139.8%	24.5%	61.1%	0	0	0	0
汇景控股(9968.HK)	正常	114.1%	42.6%	66.0%	0	0	0	0
港龙中国地产(6968.HK)	正常	253.3%	24.4%	64.3%	0	0	0	0
众安集团(0672.HK)	正常	214.2%	77.5%	66.9%	0	0	0	0
金辉控股(9993.HK)	正常	117.5%	88.0%	68.5%	0	0	0	0
碧桂园(2007.HK)	正常	229.4%	45.4%	75.7%	0	0	1	1
新城发展(1030.HK)	正常	145.8%	49.8%	71.8%	0	0	1	1
美的置业(3990.HK)	正常	223.0%	46.3%	73.6%	0	0	1	1
绿城中国(3900.HK)	正常	223.1%	52.0%	71.1%	0	0	1	1
建业地产(0832.HK)	正常	145.7%	94.9%	86.4%	0	0	1	1
领地控股(6999.HK)	正常	124.9%	62.3%	72.1%	0	0	1	1
粤海置地(0124.HK)	正常	201.5%	42.5%	78.8%	0	0	1	1
大悦城地产(0207.HK)	正常	93.7%	38.4%	51.1%	1	0	0	1
力高集团(1622.HK)	正常	110.5%	52.8%	74.6%	0	0	1	1

在26家按时披露“正常业绩”之上市内房中，中海外2021年资产杠杆比率以2.5倍处于最低水平，而同属国资背景的建发国际加杠杆幅度则最为显著

上市内房2020年和2021年资产杠杆比率*(倍)对比



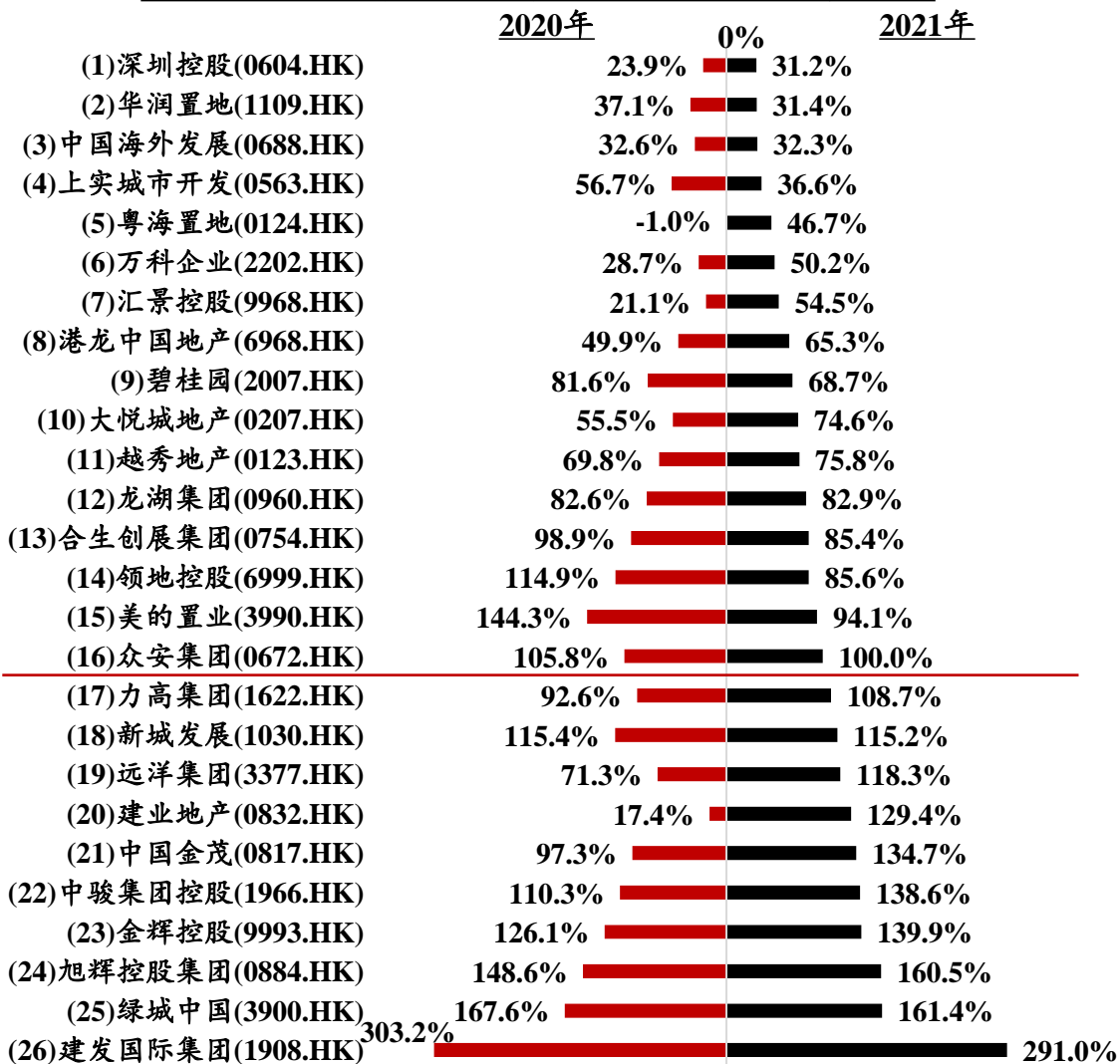
上市内房2021年资产杠杆比率同比变化



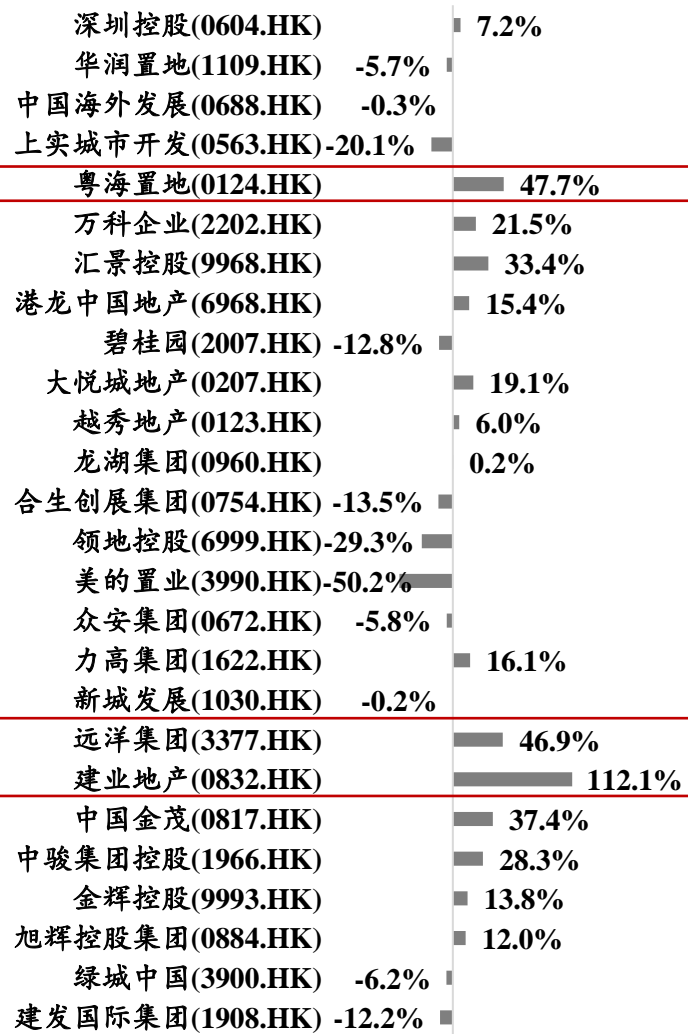
*注：资产杠杆比率是指总资产/股东应占权益

16家按时披露“正常业绩”之上市内房2021年经调整净负债比率低于100%；此外，建业地产、粤海置地和远洋集团同期经调整净负债比率则明显提升

上市内房2020年和2021年经调整净负债比率*对比

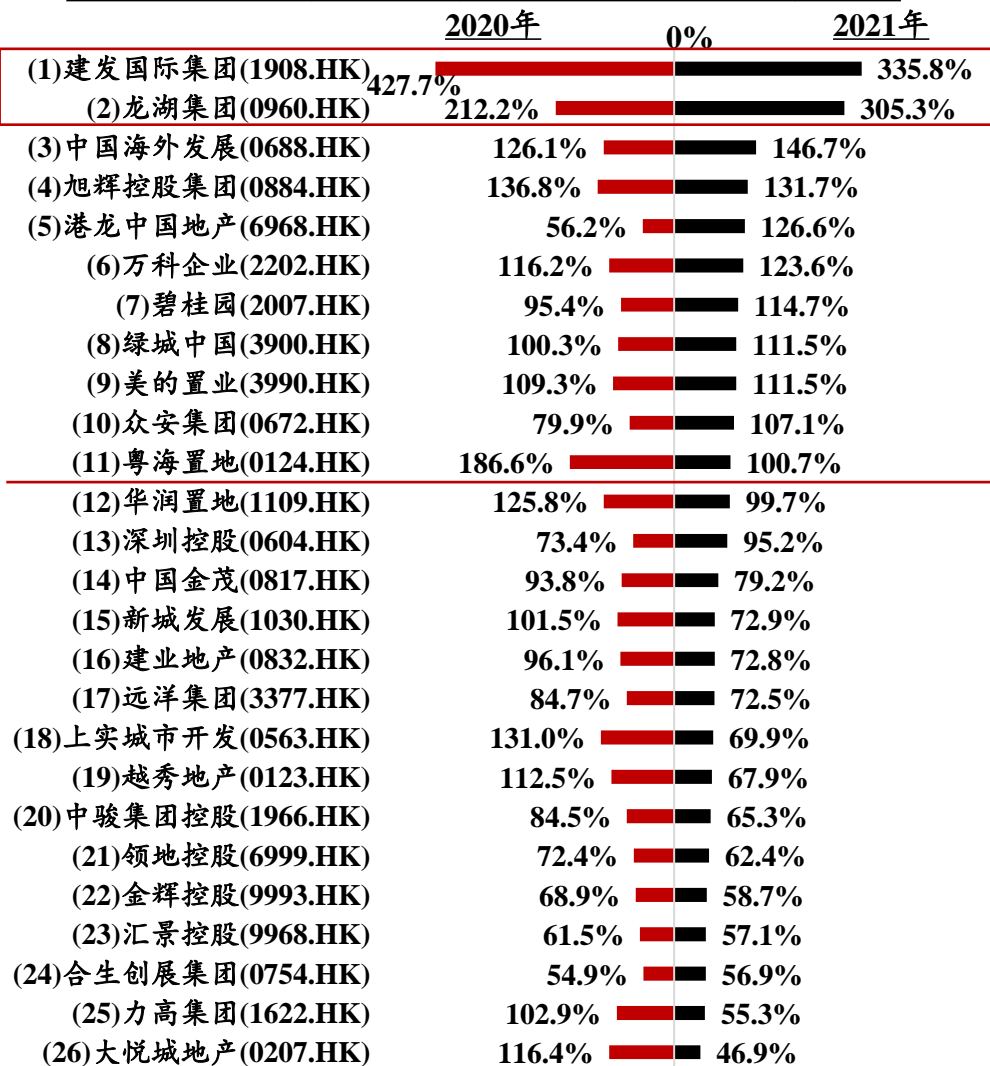


上市内房2021年经调整净负债比率同比变化

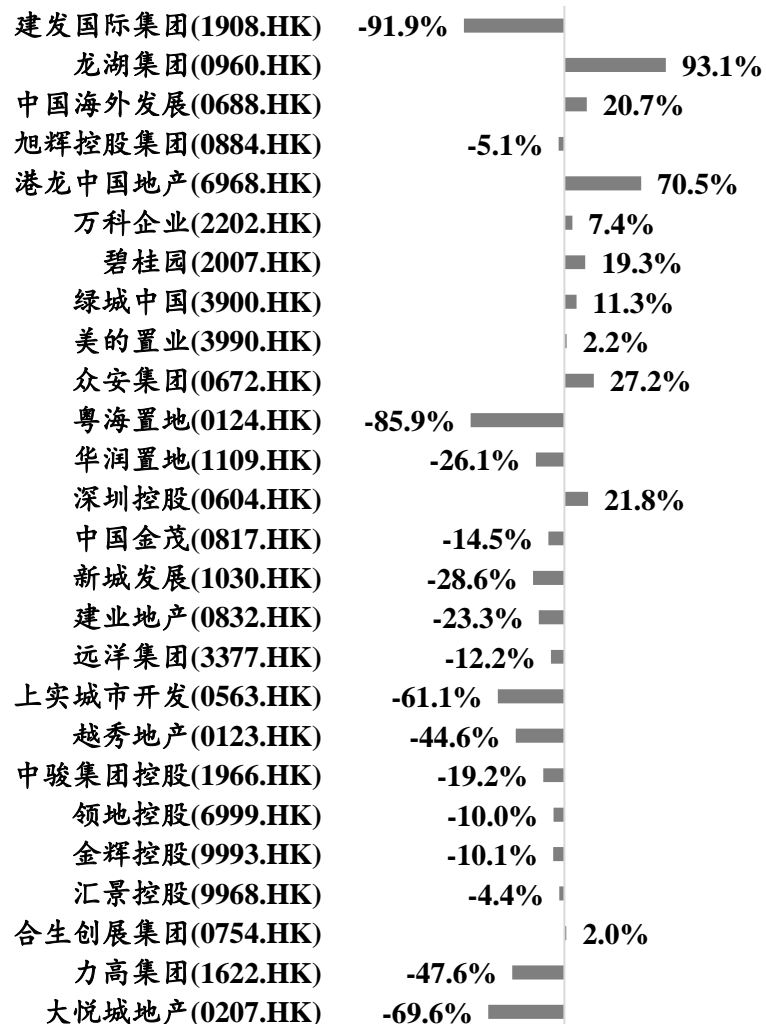


11家按时披露“正常业绩”之上市内房2021年经调整现金短债比率超越100%；其中，建发国际和龙湖相关比率均超越300%，显著高于其他房企

上市内房2020年和2021年经调整现金短债比率*对比

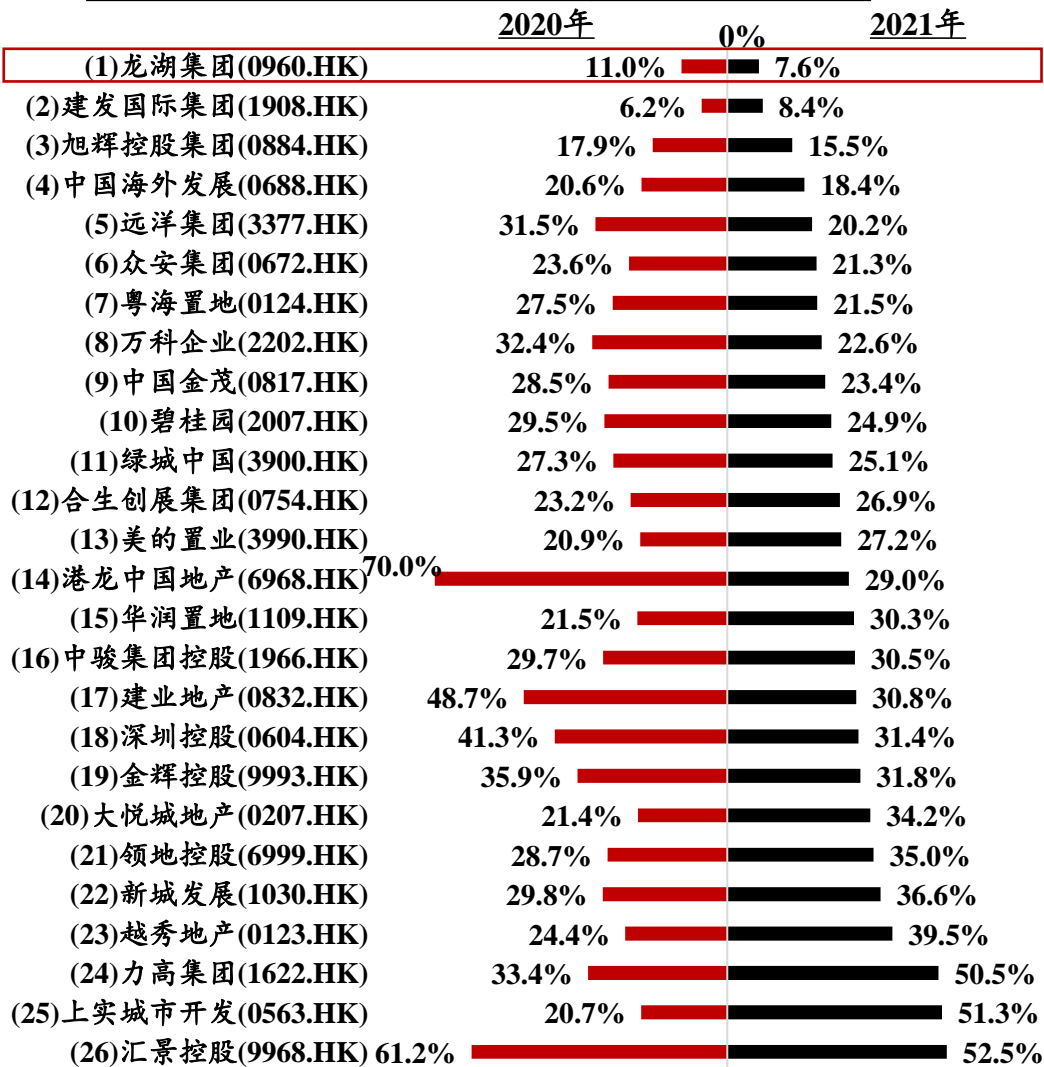


上市内房2021年经调整现金短债比率同比变化

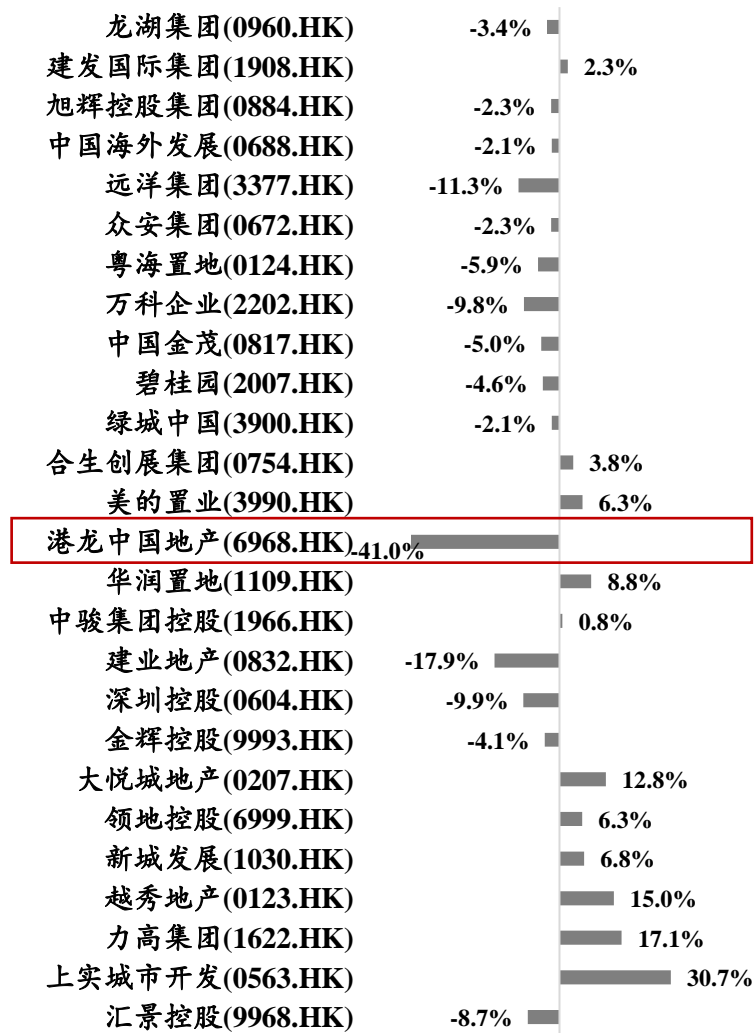


15家按时披露“正常业绩”之上市内房2021年录得短期带息负债比例下降； 龙湖相关比例处于最低水平，而港龙中国降低幅度则最大，约达41%

上市内房2020年和2021年短期带息负债比例对比

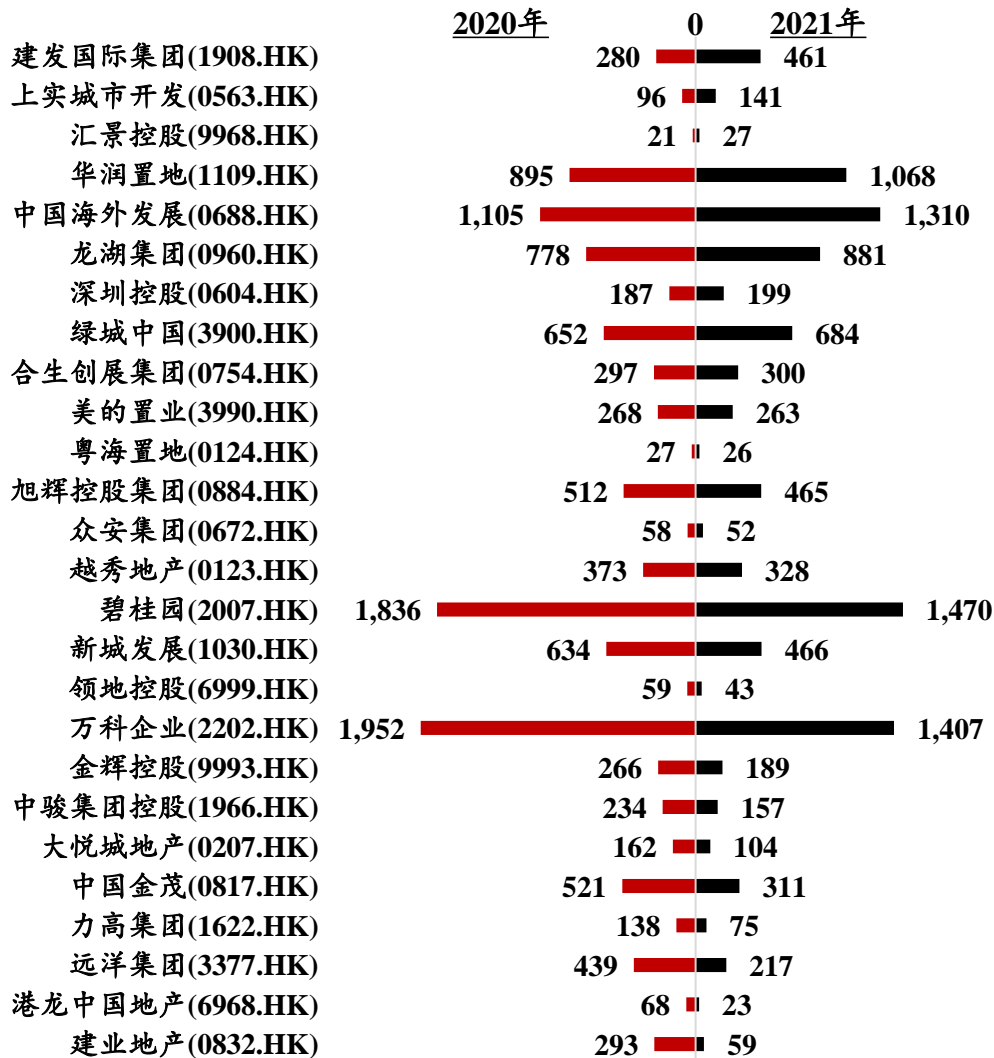


上市内房2021年短期带息负债比例同比变化

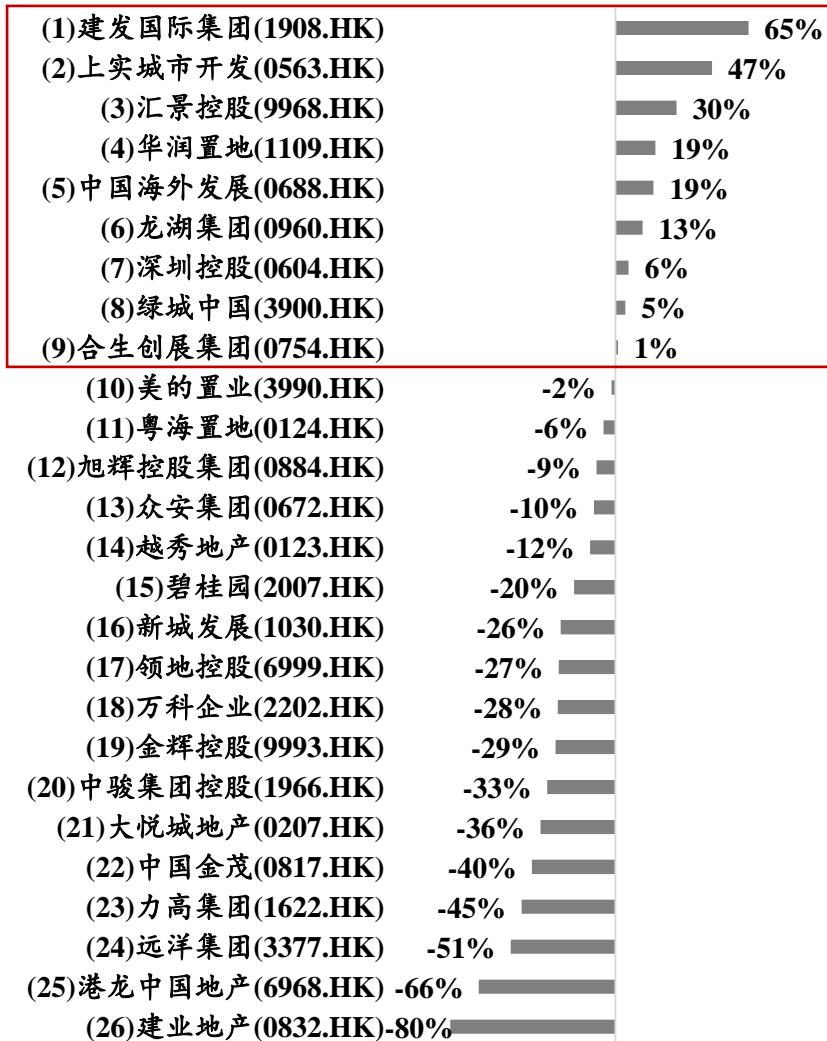


9家按时披露“正常业绩”之上市内房2021年账上现金同比有所增加；其中，6家是国资背景的房企，其余3家民营房企分别是汇景控股、龙湖和合生创展

上市内房2020年和2021年账上现金总额*(亿元人民币)对比



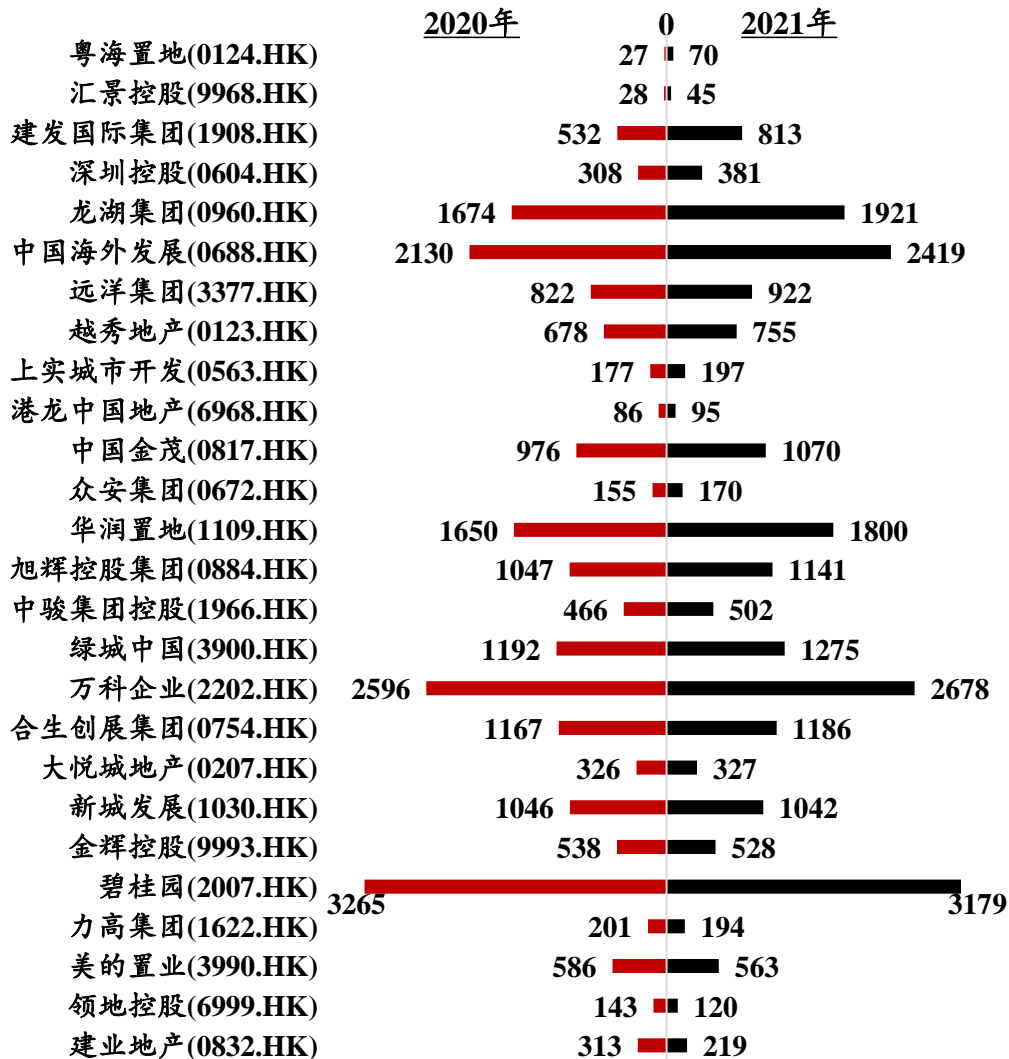
上市内房2021年账上现金总额同比变化



*注：账上现金总额是指现金和银行存款(包括受限现金和银行存款)之总和；上实城市开发、深圳控股、合生创展和粤海置地是以港元计算

19家按时披露“正常业绩”之上市内房2021年总带息负债录得同比上升，平均升幅约达22.7%；其中，国资背景的房企粤海置地上升的幅度最为显著

上市内房2020年和2021年带息负债总额* (亿元人民币)对比



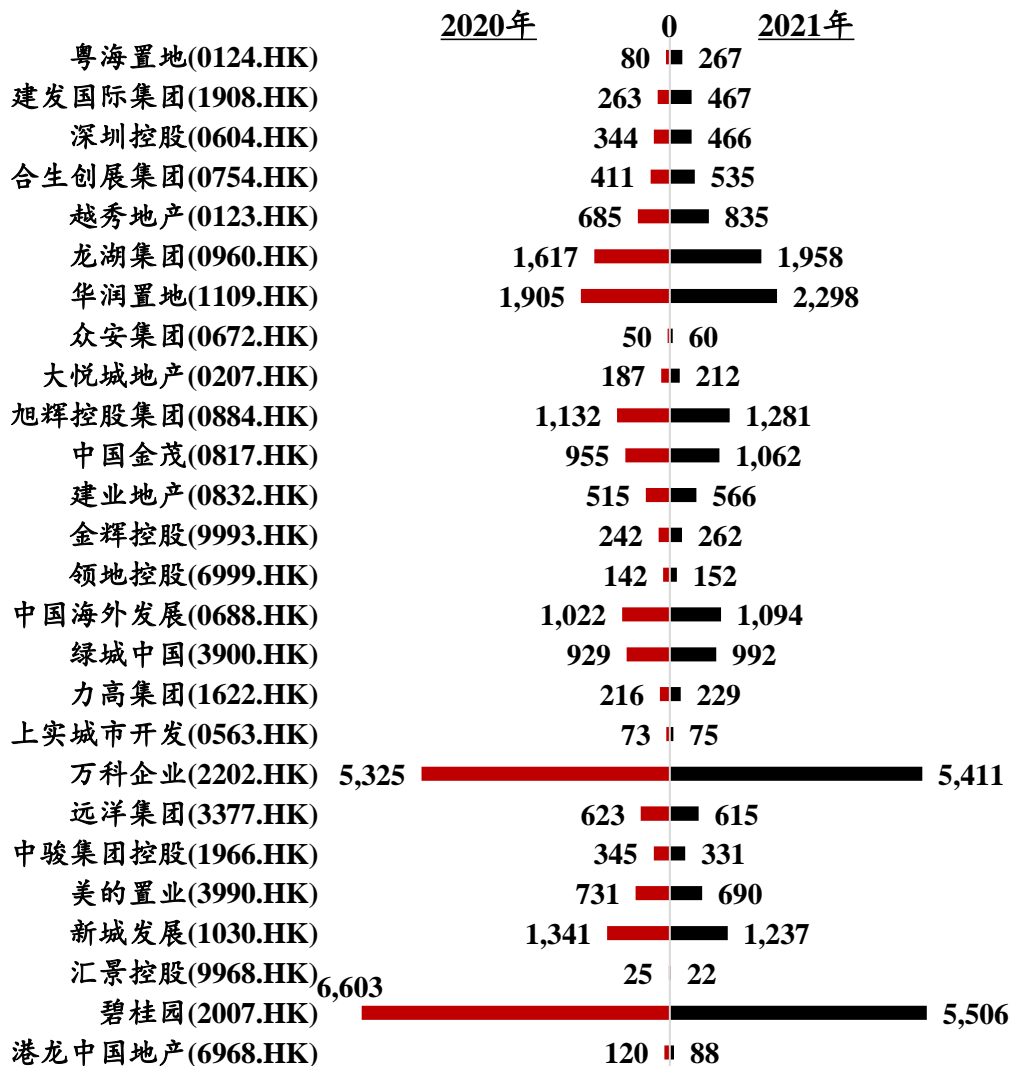
上市内房2021年带息负债总额同比变化



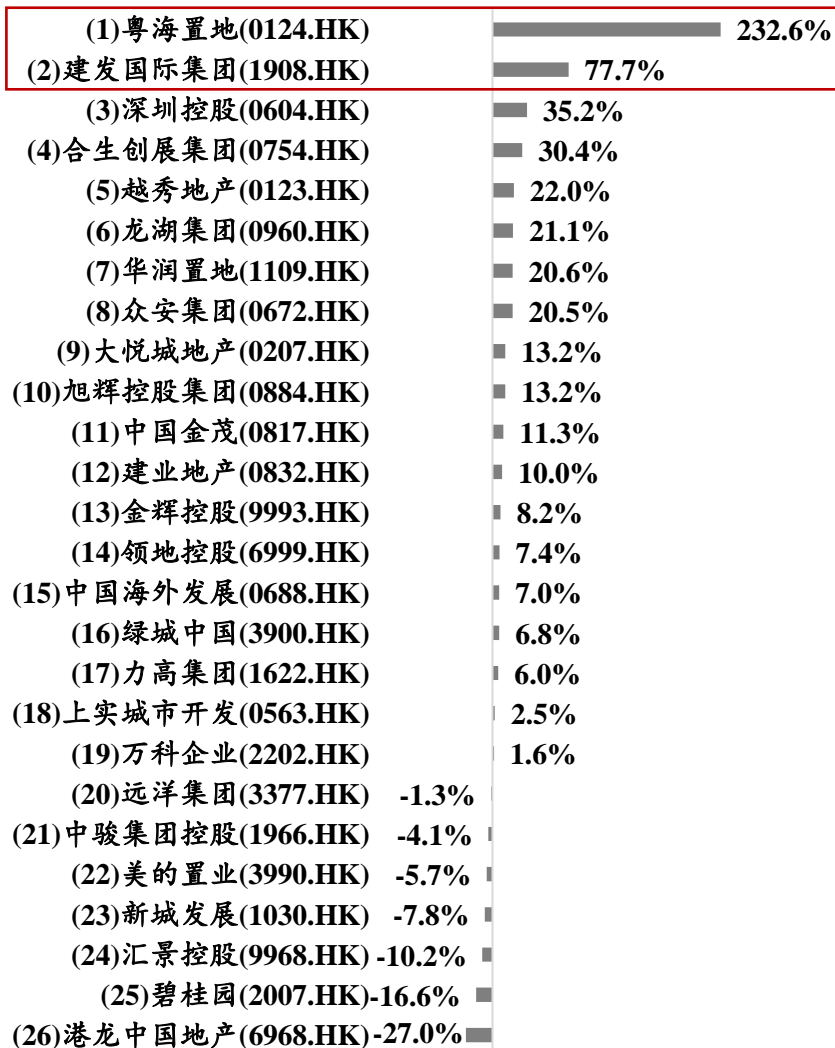
*注：上实城市开发、深圳控股、合生创展和粤海置地是以港元计算

19家按时披露“正常业绩”之上市内房2021年应付款录得同比增加，平均增幅约达28.8%；其中，国资背景房企粤海置地、建发国际的增幅最为明显

上市内房2020年和2021年应付款项总额* (亿元人民币)对比

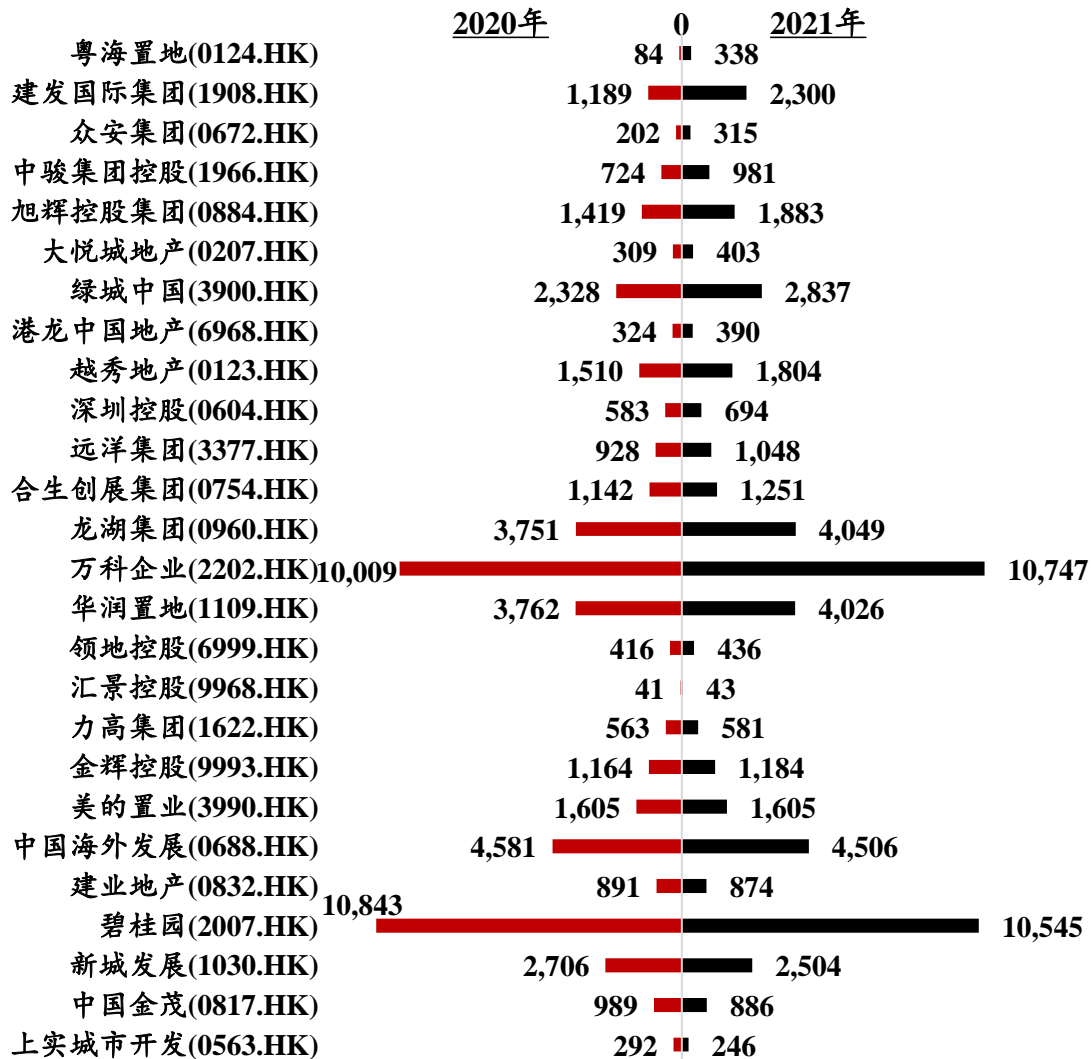


上市内房2021年应付款项总额同比变化



20家按时披露“正常业绩”之上市内房2021年短期物业存货录得同比增加，平均增幅约35.4%；其中，国资背景房企粤海置地、建发国际增幅最为显著

上市内房2020年和2021年短期物业存货* (亿元人民币)对比

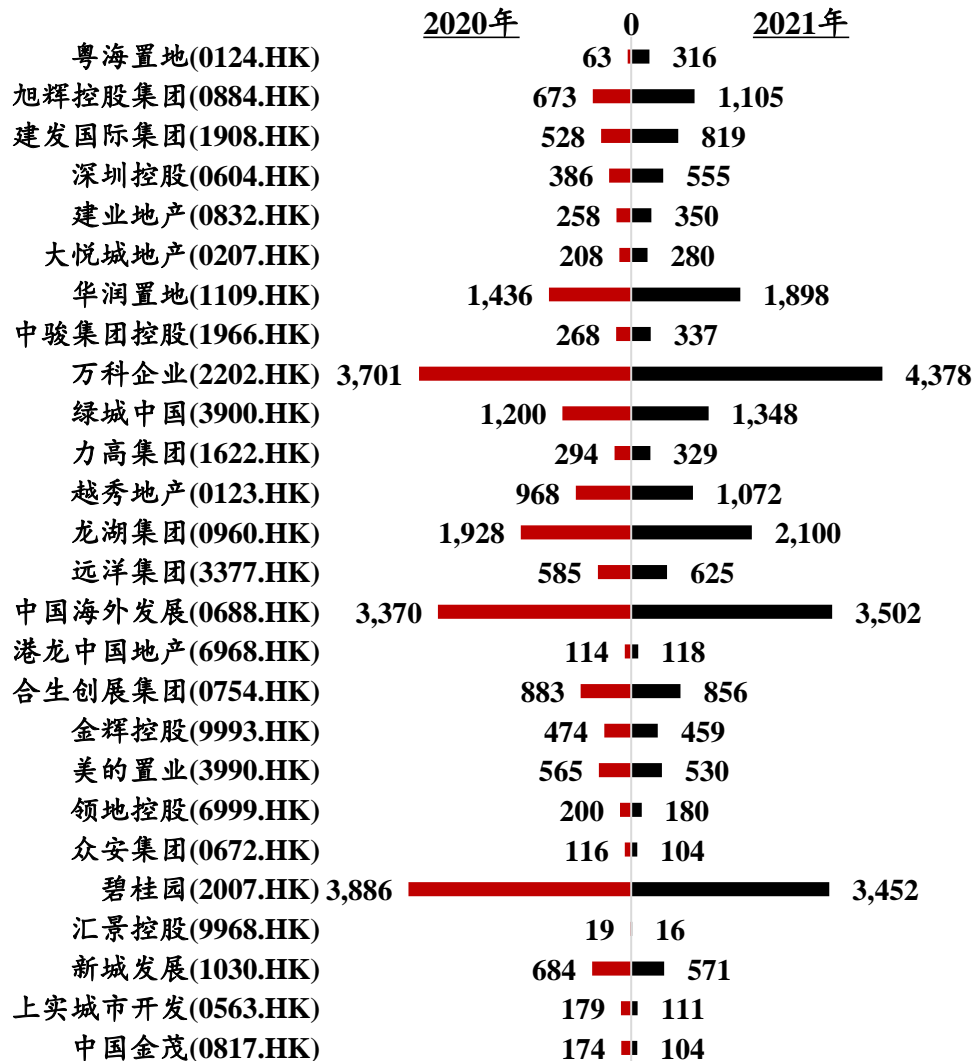


上市内房2021年短期物业存货同比变化

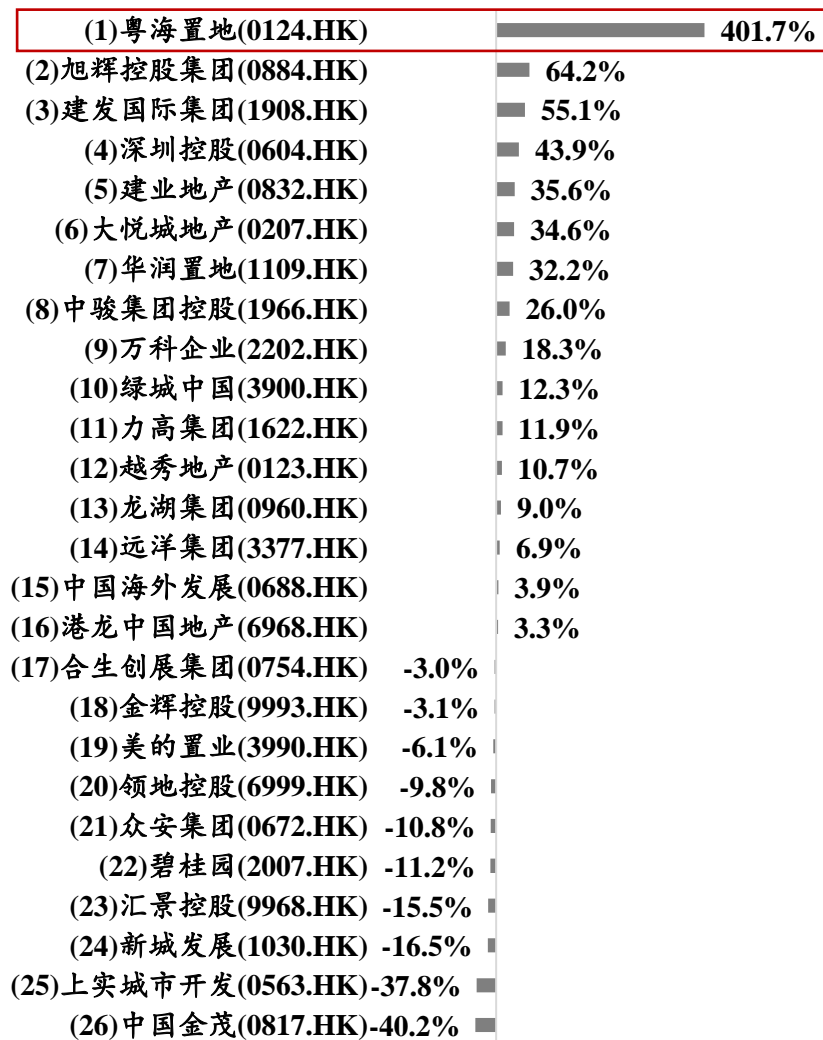


16家按时披露“正常业绩”之上市内房2021年短期未售物业存货录得同比增加；平均增幅约达48.1%；其中，国资背景房企粤海置地同比增加逾4倍

上市内房2020年和2021年短期未售物业存货* (亿元人民币)对比



上市内房2021年短期未售物业存货同比变化



*注：短期未售物业存货是指短期物业存货-合约负债之差额；上实城市开发、深圳控股、合生创展和粤海置地是以港元计算

8家按时披露“正常业绩”之上市内房获得国际评级机构评为投资评级

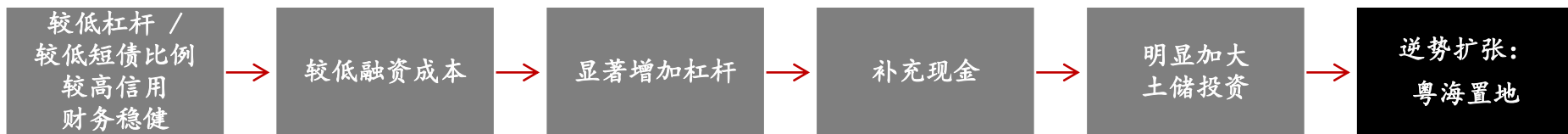
- 根据国际评级机构穆笛和惠誉公布的讯息所示，8家按时披露“正常业绩”之上市内房获得国际评级机构评为投资评级；其中，中海外的投资评级最高。

国际评级机构对部分按时披露“正常业绩”之上市内房的评级*简介

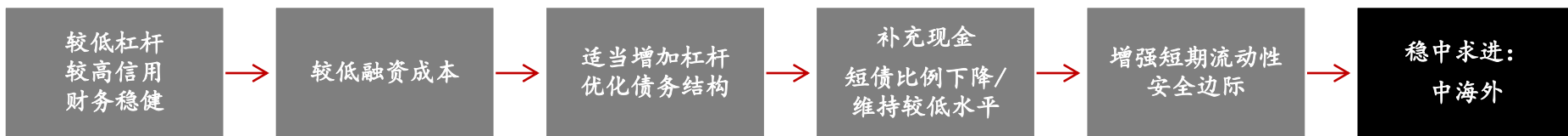
公司名称	穆迪						惠誉					
	评级行动				其他行动		评级行动				其他行动	
	日期	评级	日期	评级展望	日期	行动	日期	评级	日期	评级展望	日期	行动
中国海外发展(0688.HK)	10/4/2013	Baa1	25/1/2010	稳定			13/7/2021	A-	13/7/2021	稳定		
华润置地(1109.HK)	17/2/2022	Baa1	17/2/2022	稳定			3/9/2021	BBB+	3/9/2021	稳定		
万科企业(2202.HK)	19/4/2021	Baa1	19/4/2021	稳定			23/9/2021	BBB+	23/9/2021	稳定		
龙湖集团(0960.HK)	12/4/2022	Baa2	12/4/2022	稳定			7/12/2021	BBB	7/12/2021	稳定		
中国金茂(0817.HK)	23/12/2014	Baa3	23/12/2014	稳定			10/4/2022	BBB-	10/4/2022	稳定		
越秀地产(0123.HK)	18/3/2019	Baa3	18/3/2019	稳定			15/9/2021	BBB-	15/9/2021	稳定		
碧桂园(2007.HK)	21/3/2022	Baa3	21/3/2022	负面			4/4/2022	BBB-	4/4/2022	负面		
远洋集团(3377.HK)	6/4/2022	Baa3	6/4/2022	负面			18/11/2021	BBB-	18/11/2021	负面		
新城发展(1030.HK)	22/2/2022	Ba1	22/2/2022	负面			12/4/2022	BB+	12/4/2022	列入负面评级观察名单		
旭辉控股集团(0884.HK)	13/4/2022	Ba2	13/4/2022	负面			14/4/2022	BB	14/4/2022	负面		
绿城中国(3900.HK)	11/1/2022	Ba3	11/1/2022	稳定								
中骏集团控股(1966.HK)	19/10/2021	B1	19/10/2021	稳定			16/11/2021	B+	16/11/2021	稳定		
金辉控股(9993.HK)	22/1/2022	B1	22/1/2022	稳定			1/12/2021	B+	1/12/2021	稳定		
合生创展集团(0754.HK)	15/10/2021	B2	15/10/2021	负面	17/1/2022	撤销评级	25/2/2022	B+	25/2/2022	稳定		
领地控股(6999.HK)	15/10/2021	B2	15/10/2021	负面	1/4/2022	撤销评级	10/5/2021	B	10/5/2021	稳定	10/3/2022	撤销评级
建业地产(0832.HK)	4/4/2022	B3	4/4/2022	负面			21/10/2021	B+	21/10/2021	负面		
力高集团(1622.HK)							22/4/2022	CCC-				

26家按时披露“正常业绩”之上市内房主要经营策略之总结

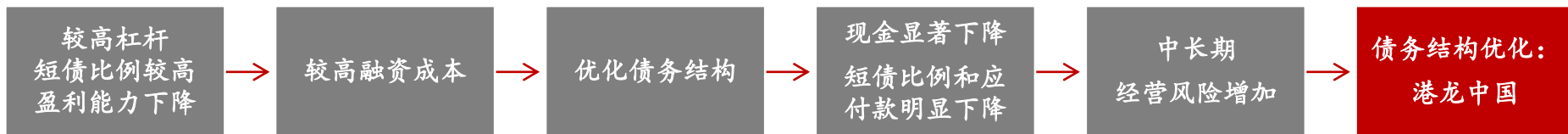
中小型规模国资背景的上市内房逆势扩张之经营策略



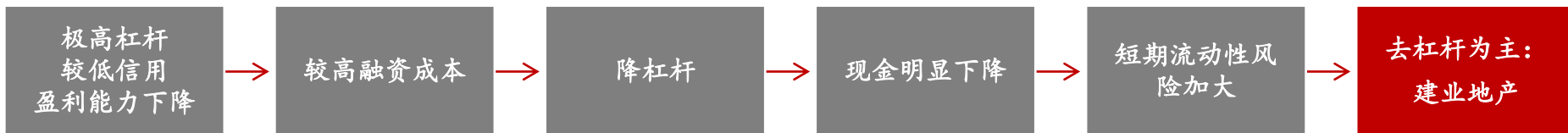
大型规模国资背景以及优质民营的上市内房稳中求进之经营策略



高杠杆民营上市内房债务结构优化之经营策略



极高杠杆民营上市内房以去杠杆为主之经营策略



第五章

未能按时披露“正常业绩”之上市内房普遍存在较高流动性风险

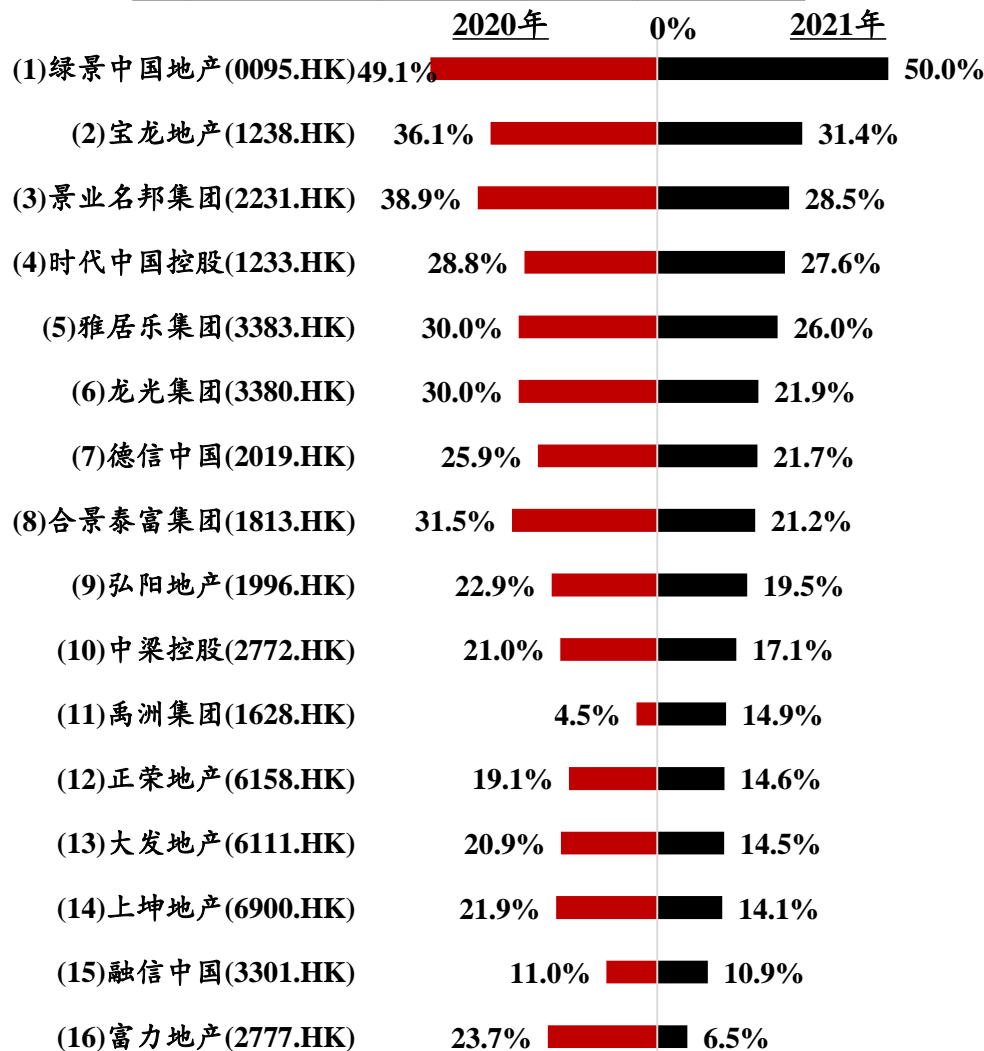
2022年首季度，未能按时披露“正常业绩”之上市内房权益销售同比表现普遍疲软；其中，出险、涉险房企如中国恒大等权益销售同比跌幅较为显著

上市内房近年权益销售排名和同比表现

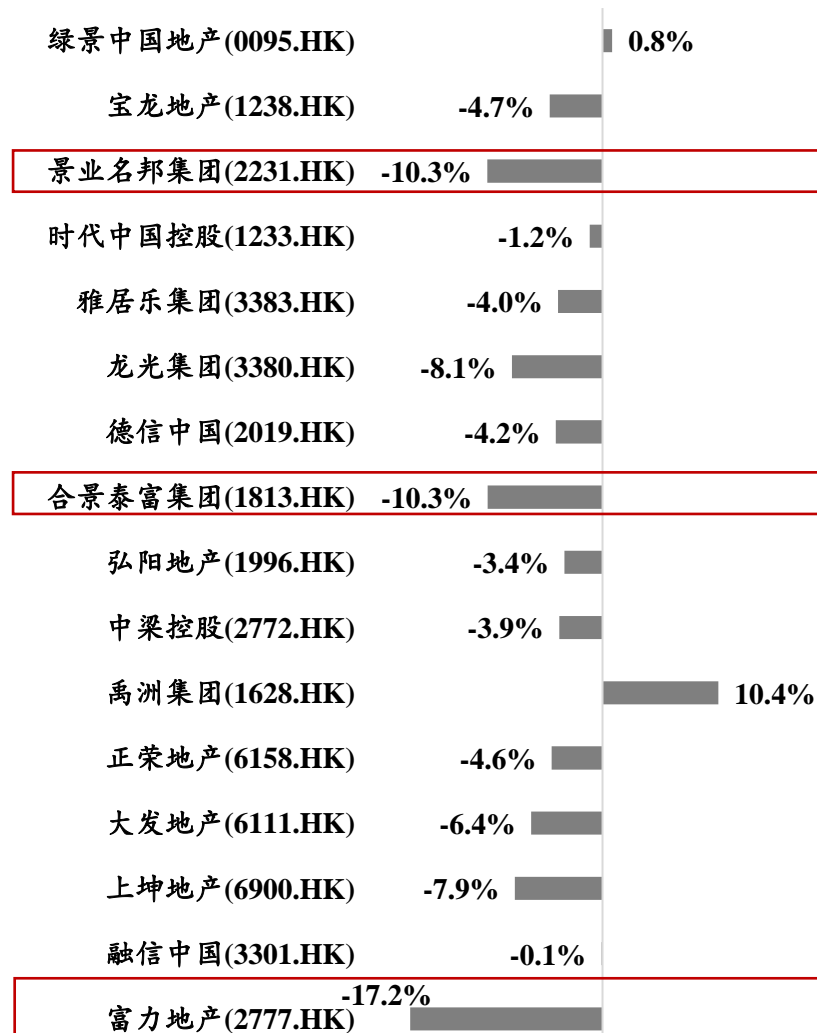
公司名称	上市内房企业200强权益销售排名					上市内房企业200强权益销售排名同比变化					上市内房企业权益销售同比变化				
	2022年首季度	2021年首季度	2021年	2020年	2019年	2022年首季度	2021年	2020年	2019年	2022年首季度	2021年	2020年	2019年		
融创中国(1918.HK)	5	6	5	4	4	↑	1	↓	-1	▬	0	-43.7%	-7.1%	1.3%	17.5%
龙光集团(3380.HK)	15	14	17	20	24	↓	-1	↑	3	↑	4	-58.2%	14.6%	32.6%	3.9%
世茂集团(0813.HK)	18	8	11	8	9	↓	-10	↓	-3	↑	1	-67.2%	-10.1%	15.2%	19.9%
中梁控股(2772.HK)	19	17	23	23	22	↓	-2	▬	0	↓	-1	-55.0%	1.8%	15.1%	3.6%
雅居乐集团(3383.HK)	21	22	29	25	28	↑	1	↓	-4	↑	3	-52.8%	-7.3%	18.2%	7.4%
融信中国(3301.HK)	27	25	27	26	29	↓	-2	↓	-1	↑	3	-57.7%	0.3%	20.3%	0.5%
时代中国控股(1233.HK)	29	40	34	30	33	↑	11	↓	-4	↑	3	-41.4%	-11.7%	27.8%	33.6%
富力地产(2777.HK)	35	26	26	18	15	↓	-9	↓	-8	↓	-3	-63.4%	-24.9%	0.5%	5.4%
宝龙地产(1238.HK)	37	39	40	51	55	↑	2	↑	11	↑	4	-50.8%	24.8%	32.9%	19.2%
合景泰富集团(1813.HK)	42	45	46	47	47	↑	3	↑	1	▬	0	-44.7%	1.0%	16.4%	3.3%
中国恒大(3333.HK)	46	1	2	1	1	↓	-45	↓	-1	▬	0	-95.1%	-37.5%	15.7%	10.3%
正荣地产(6158.HK)	49	29	38	29	34	↓	-20	↓	-9	↑	5	-71.7%	-18.3%	33.0%	-12.7%
禹洲集团(1628.HK)	52	47	45	46	58	↓	-5	↑	1	↑	12	-51.9%	-1.9%	49.4%	-13.9%
佳兆业集团(1638.HK)	58	21	28	24	27	↓	-37	↓	-4	↑	3	-80.8%	-8.8%	21.3%	25.4%
中国奥园(3883.HK)	77	32	33	28	23	↓	-45	↓	-5	↓	-5	-83.6%	-14.5%	1.0%	37.7%
弘阳地产(1996.HK)	78	64	64	67	67	↓	-14	↑	3	▬	0	-55.9%	-10.4%	16.5%	21.2%
德信中国(2019.HK)	92	66	66	85	103	↓	-26	↑	19	↑	18	-64.9%	44.6%	25.8%	-34.4%
上坤地产(6900.HK)	112	133	123	124	114	↑	21	↑	1	↓	-10	-36.8%	-7.0%	-10.3%	-13.5%
大发地产(6111.HK)	155	91	107	108	122	↓	-64	↑	1	↑	14	-82.9%	-12.4%	22.4%	-31.3%
花样年控股(1777.HK)	158	76	74	71	75	↓	-82	↓	-3	↑	4	-87.4%	-19.0%	32.2%	5.6%
当代置业(1107.HK)	169	90	91	83	89	↓	-79	↓	-8	↑	6	-86.3%	-14.6%	16.6%	-35.7%
新力控股集团(2103.HK)	-	43	57	40	44	-	-	↓	-17	↑	4	-	-41.7%	29.0%	-29.2%

未能按时披露“正常业绩”之上市内房2021年毛利率平均下跌幅度较大；其中，富力地产、景业名邦和合景泰富毛利率同比下跌超越10%

上市内房2020年和2021年毛利率表现对比



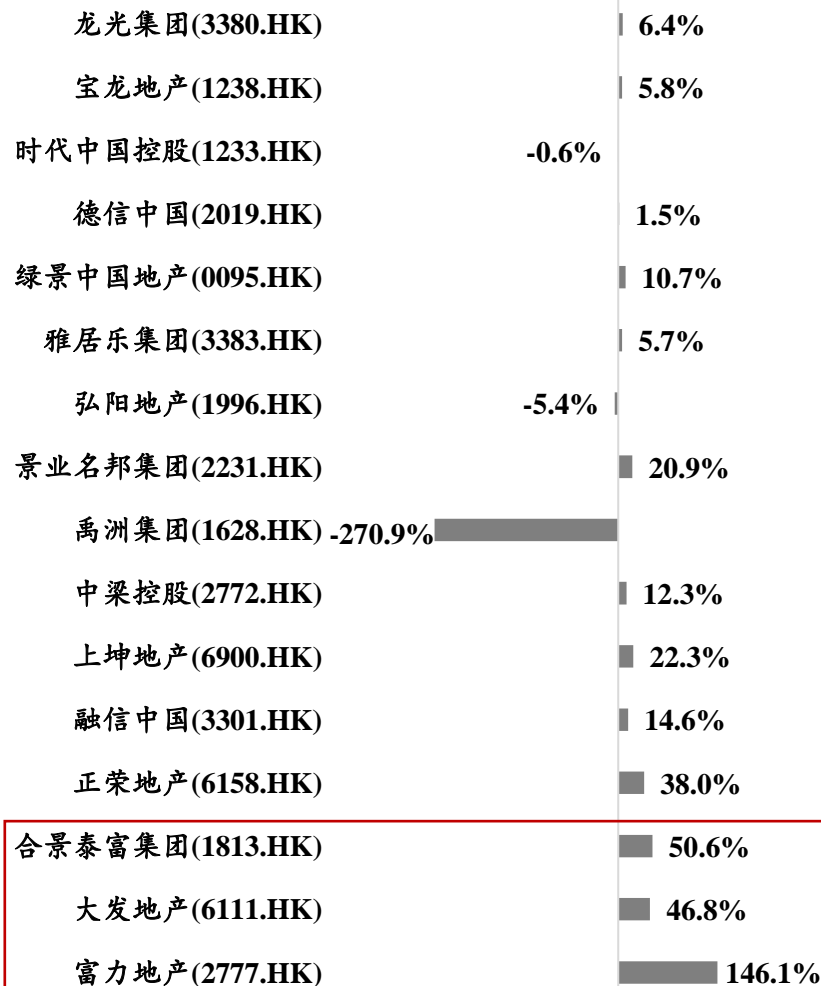
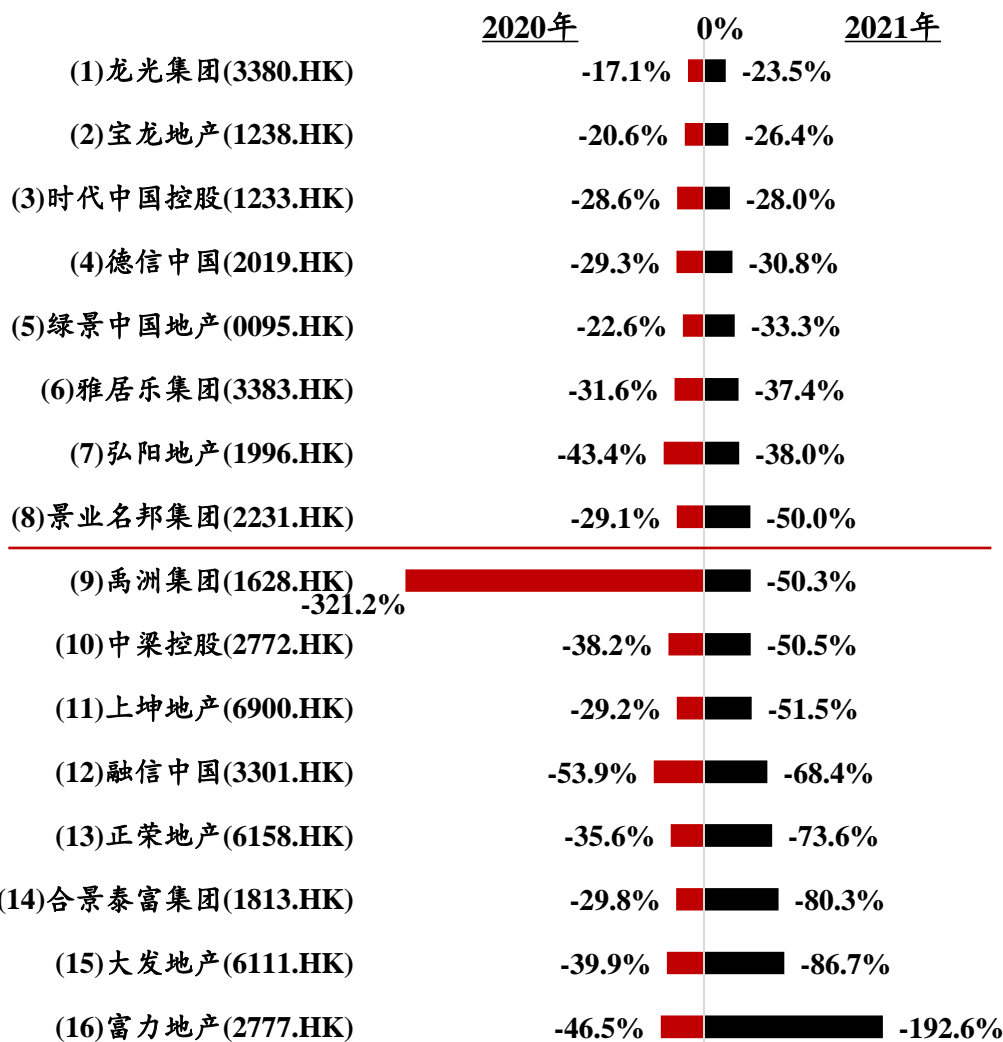
上市内房2021年毛利率同比变化



8家未能按时披露“正常业绩”之上市内房经营总支出占毛利比例高于50%；其中，富力地产、大发地产和合景泰富相关比例同比上升最为明显

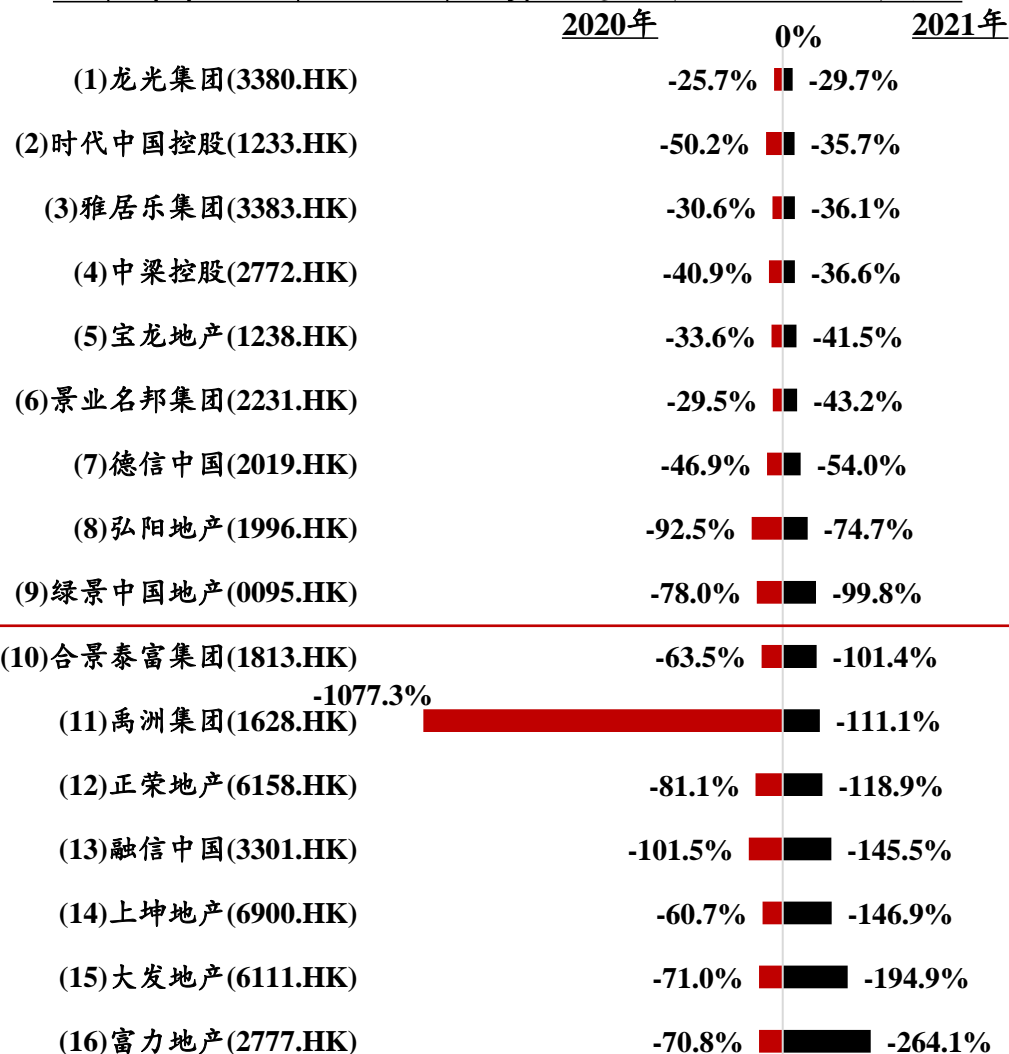
上市内房2020年和2021年经营总支出*占毛利之比例对比

上市内房2021年经营总支出占毛利之比例同比变化

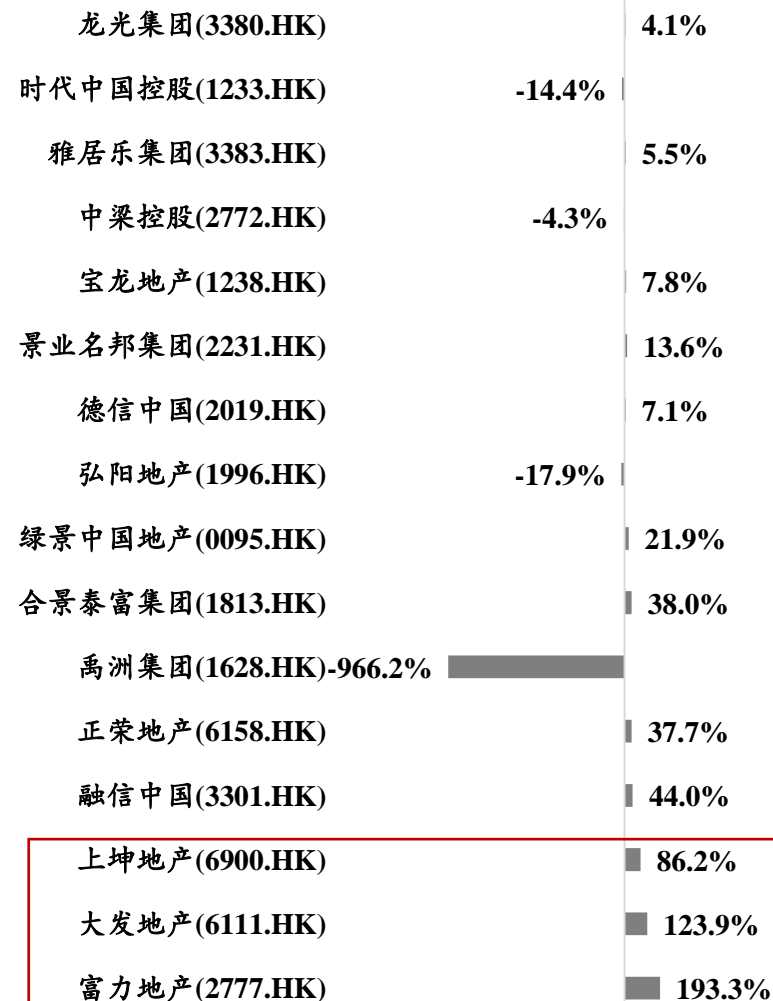


7家未能按时披露“正常业绩”之上市内房融资总支出占毛利比例高于100%；其中，富力地产、大发地产和上坤地产相关比例上升幅度最为显著

上市内房2020年和2021年融资总支出*占毛利之比例对比

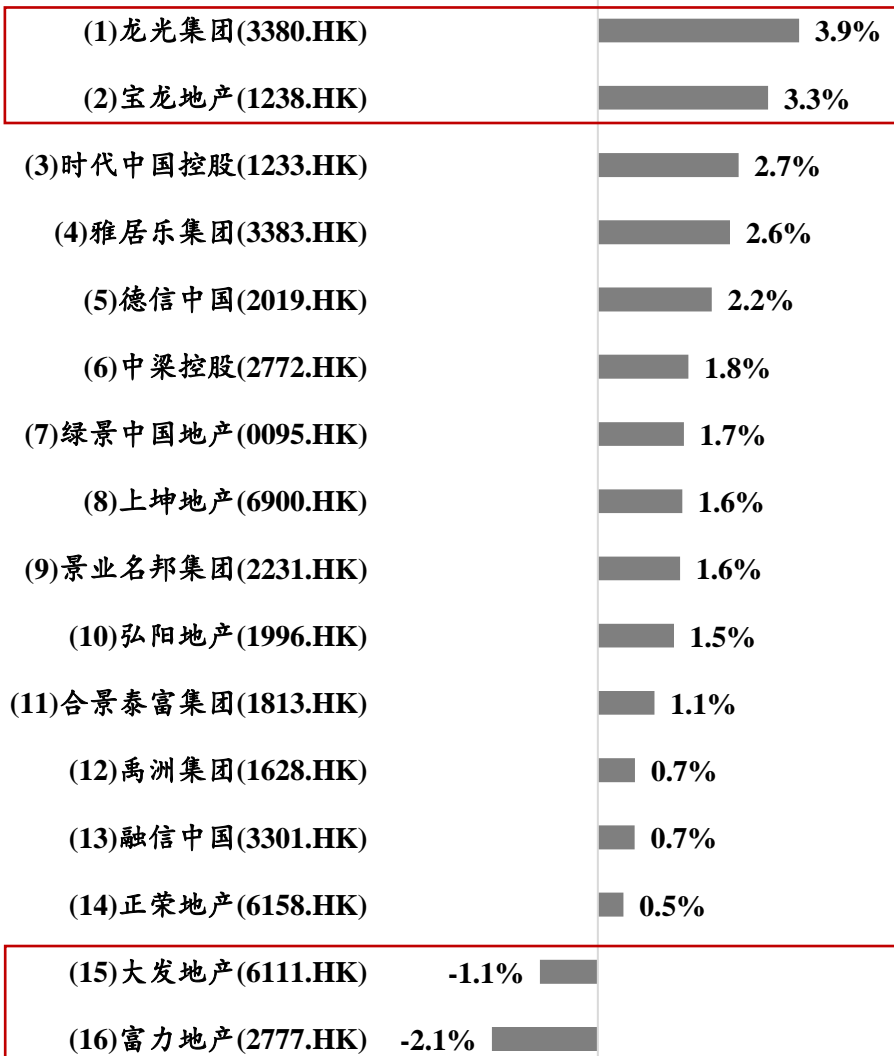


上市内房2021年融资总支出*占毛利之比例对比

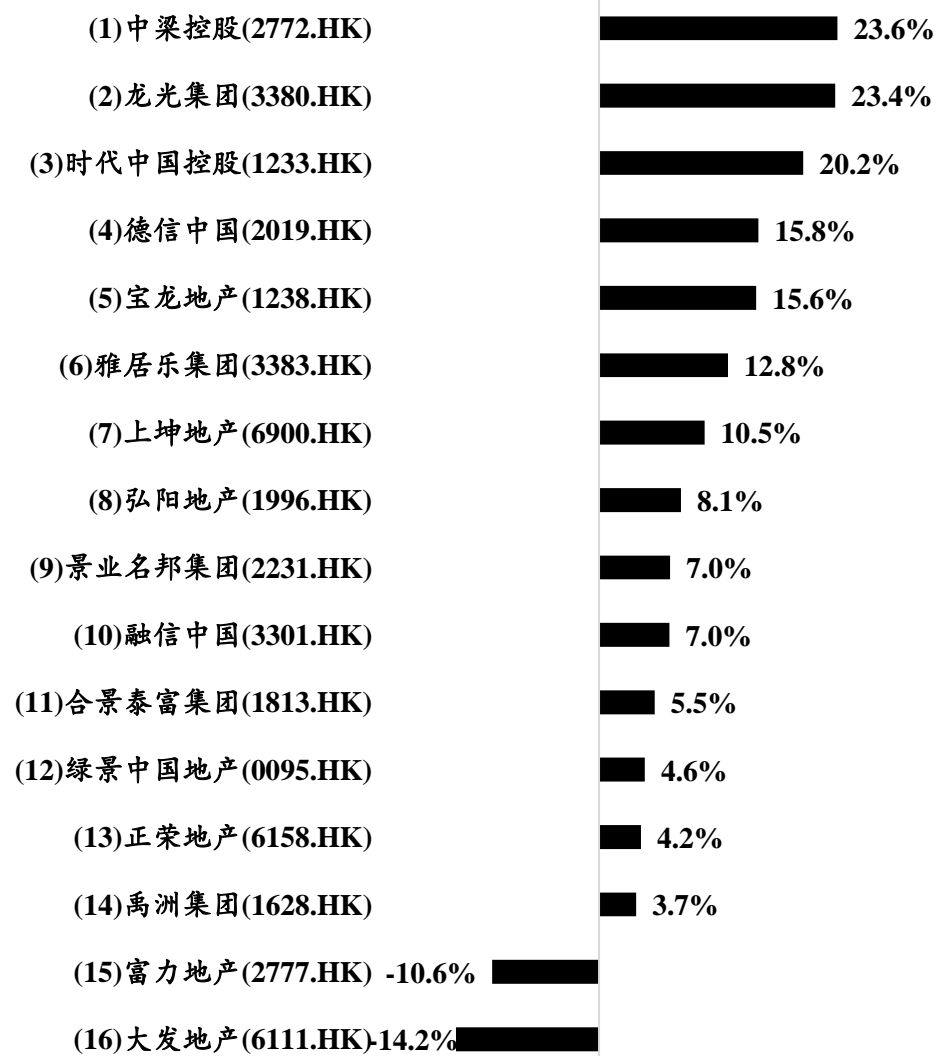


16家未能按时披露“正常业绩”之上市内房2021年ROA表现明显分化，龙光集团和宝龙地产ROA表现超越3%，而富力地产和大发地产则处于亏损状态

2021年ROA



2021年ROE



在16家未能按时披露“正常业绩”之上市内房中，共有6家属绿档，7家属黄档，上坤地产属橙档，富力地产和大发地产则属“红档”房企

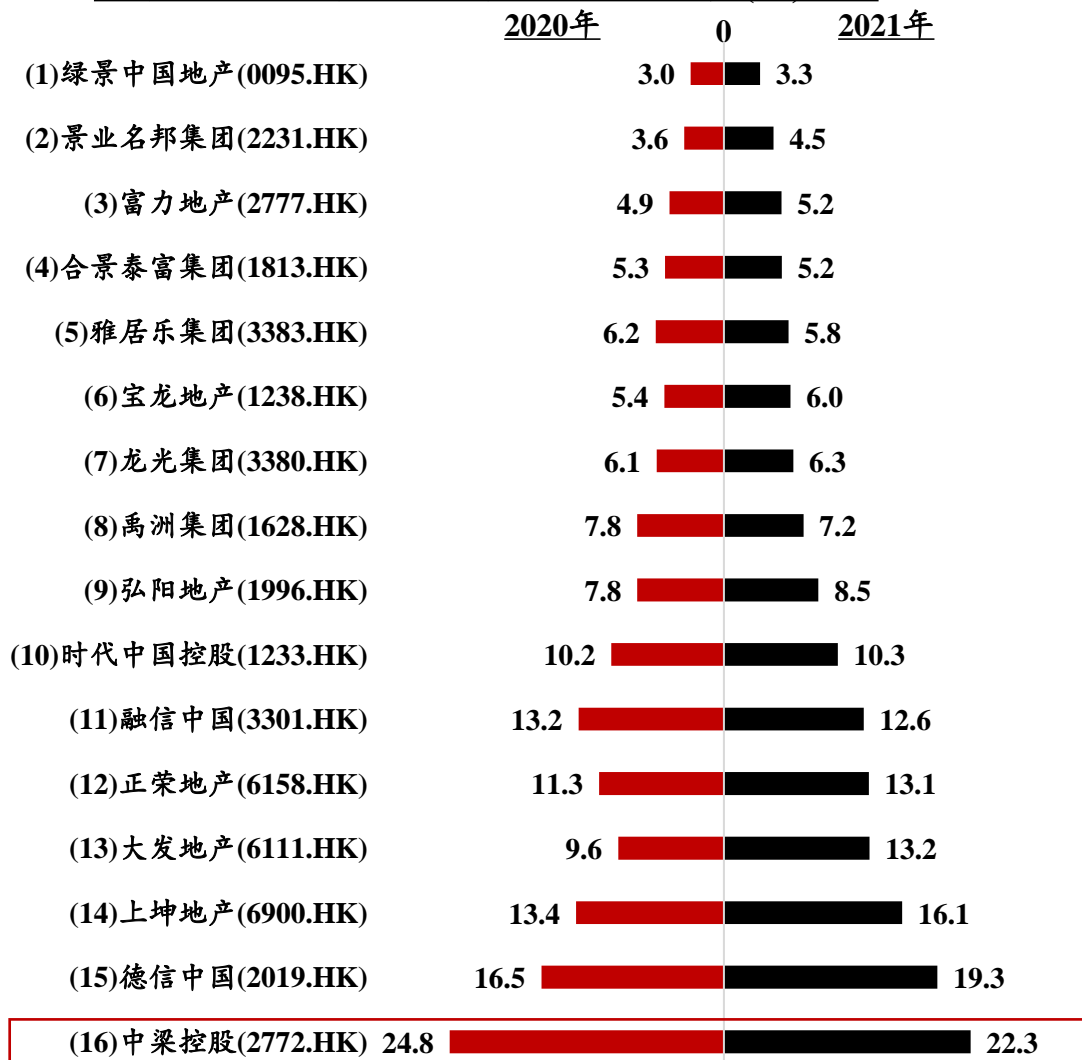
- 在我们观察的16家未能按时披露“正常业绩”之上市内房中，共有6家属绿档，7家属黄档，上坤地产属橙档，富力地产和大发地产则属“红档”房企。

上市内房2021年底三条红线之各项财务比率表现

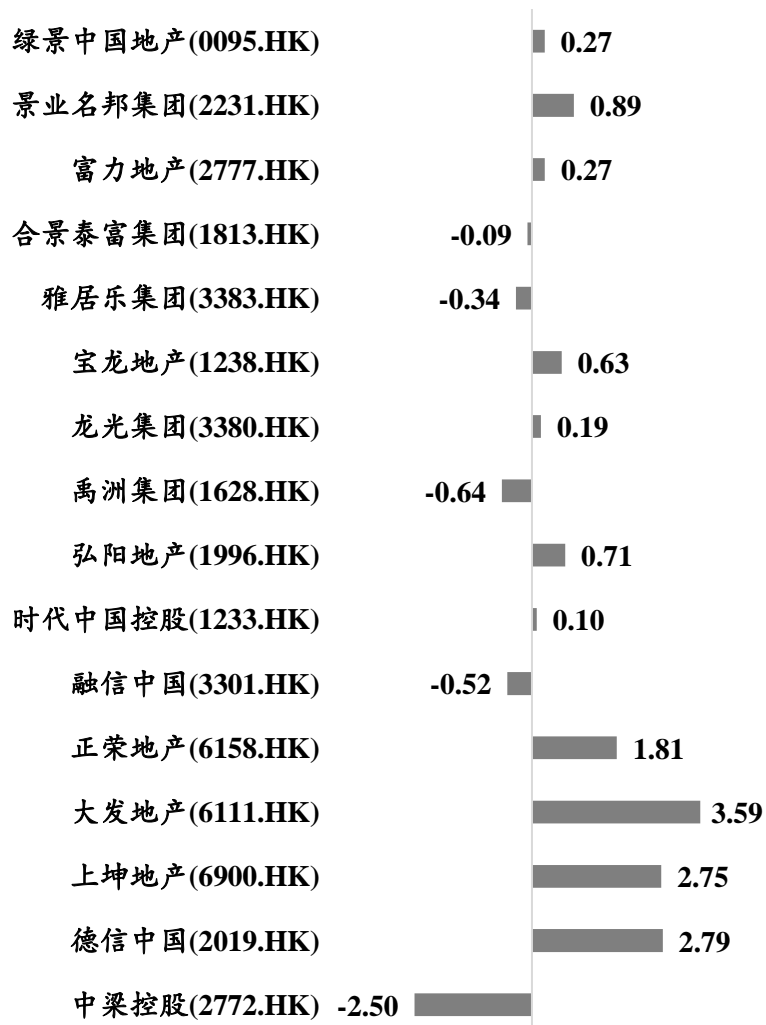
公司名称	2021年业绩发布类型	现金短期负债比	净负债比率	资产负债比率	现金短期负债比<1	净负债比率>100%	资产负债比率>70%	踩红线数量
雅居乐集团(3383.HK)	未审核	129.9%	50.8%	67.1%	0	0	0	0
宝龙地产(1238.HK)	未审核	113.8%	76.7%	69.4%	0	0	0	0
禹洲集团(1628.HK)	非标准	125.2%	94.4%	69.2%	0	0	0	0
弘阳地产(1996.HK)	非标准	140.9%	57.4%	68.1%	0	0	0	0
德信中国(2019.HK)	未审核	111.4%	60.4%	69.7%	0	0	0	0
景业名邦集团(2231.HK)	未审核	102.7%	46.0%	61.3%	0	0	0	0
龙光集团(3380.HK)	未审核	143.9%	64.6%	71.0%	0	0	1	1
合景泰富集团(1813.HK)	未审核	144.8%	79.2%	74.3%	0	0	1	1
时代中国控股(1233.HK)	非标准	174.6%	78.6%	74.6%	0	0	1	1
正荣地产(6158.HK)	非标准	113.6%	85.5%	74.9%	0	0	1	1
中梁控股(2772.HK)	非标准	140.3%	35.8%	75.8%	0	0	1	1
融信中国(3301.HK)	未审核	97.0%	66.4%	66.3%	1	0	0	1
绿景中国地产(0095.HK)	非标准	68.5%	83.0%	64.8%	1	0	0	1
上坤地产(6900.HK)	非标准	77.6%	85.9%	70.5%	1	0	1	2
富力地产(2777.HK)	未审核	36.4%	123.3%	74.6%	1	1	1	3
大发地产(6111.HK)	未审核	57.3%	102.2%	71.8%	1	1	1	3

在16家未能按时披露“正常业绩”之上市内房中，中梁控股2021年降杠杆幅度最为明显，但其资产杠杆比率仍以约22.3倍处于最高水平

上市内房2020年和2021年资产杠杆比率*(倍)对比

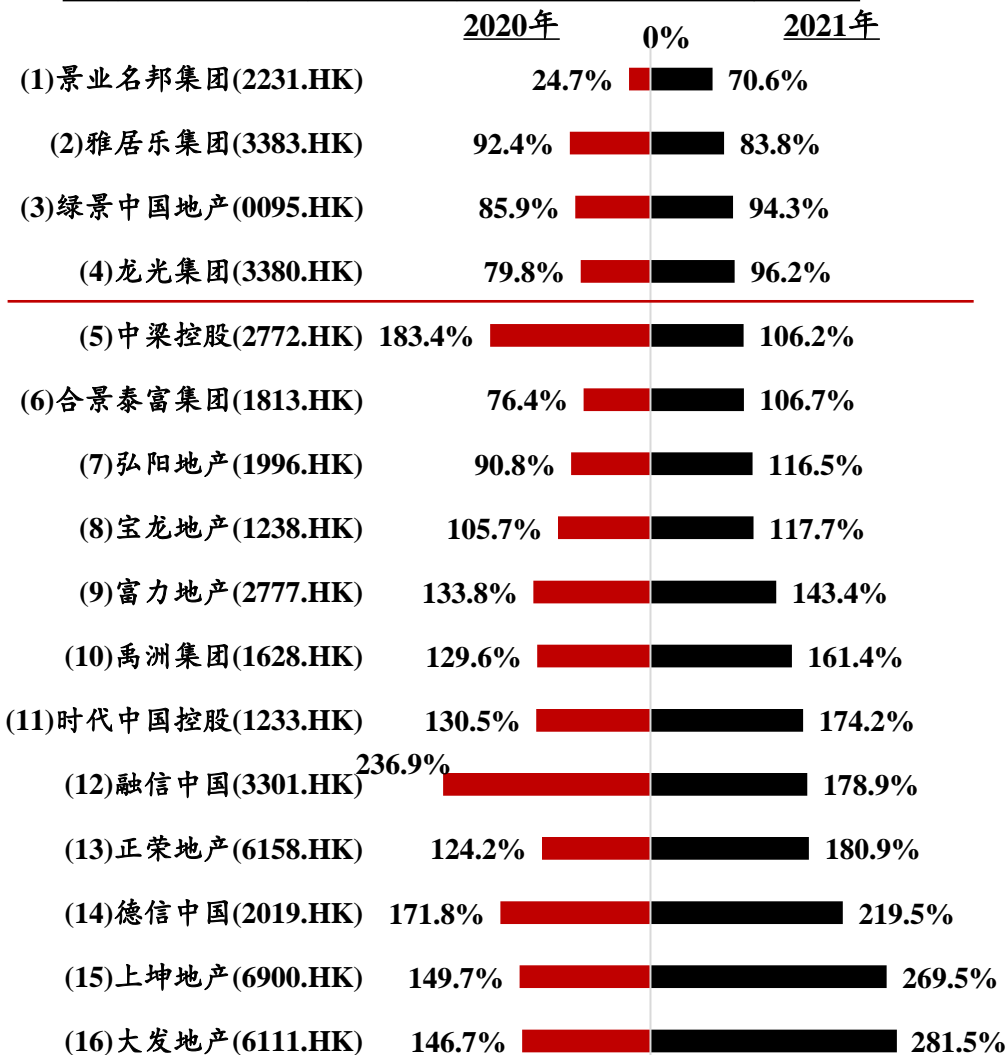


上市内房2021年资产杠杆比率同比变化

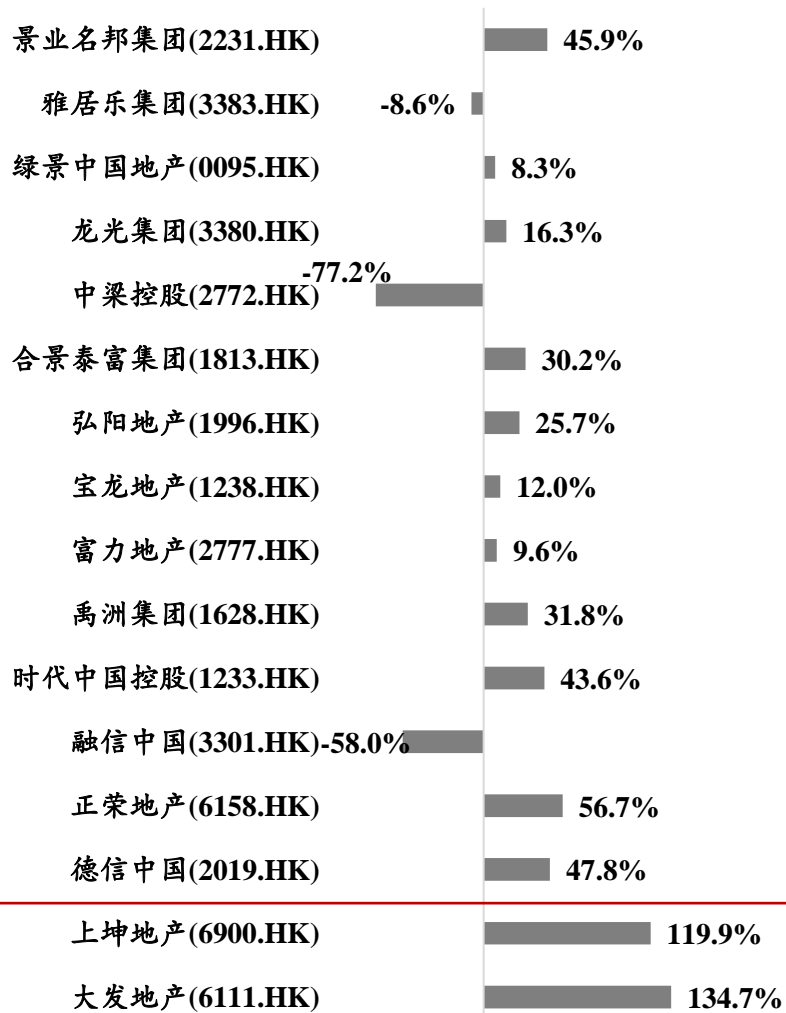


12家未能按时披露“正常业绩”之上市内房2021年经调整净负债比率高于100%；其中，大发地产和上坤地产同期经调整净负债比率明显提升

上市内房2020年和2021年经调整净负债比率*对比

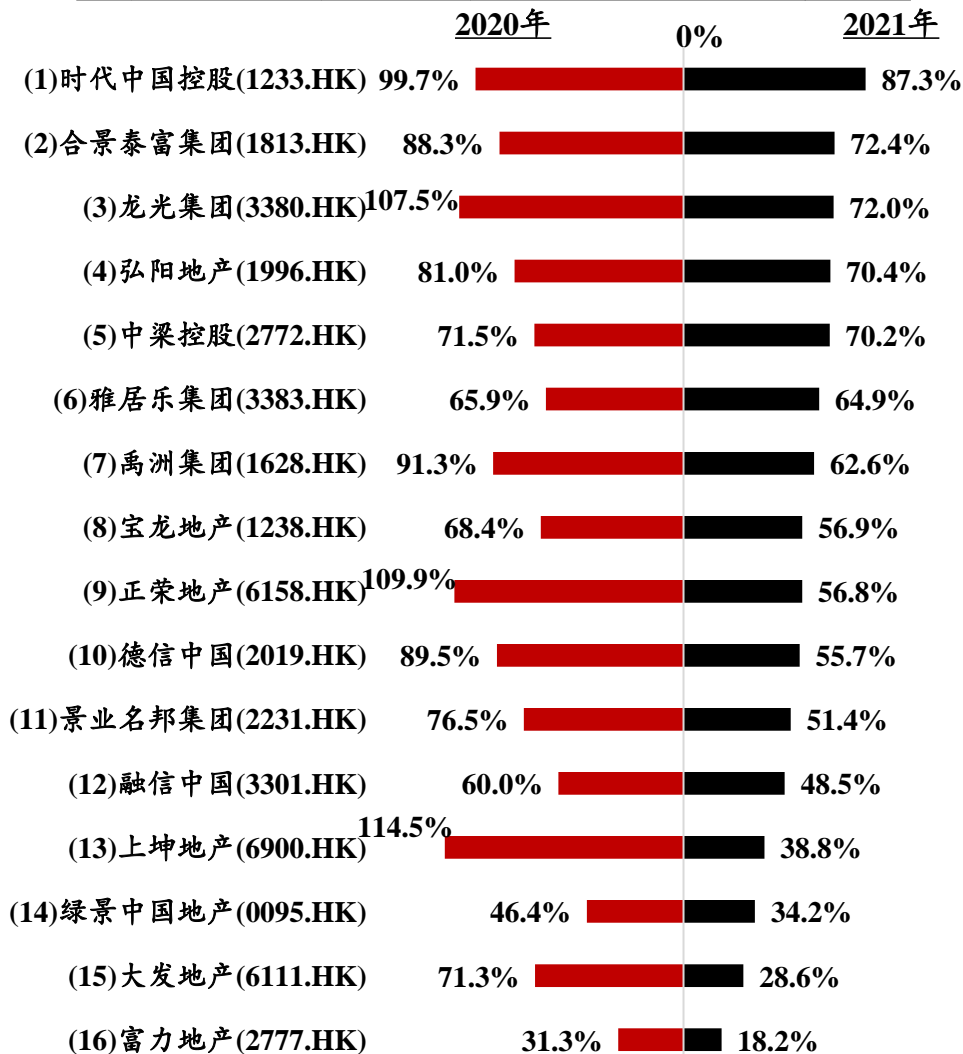


上市内房2021年经调整净负债比率同比变化

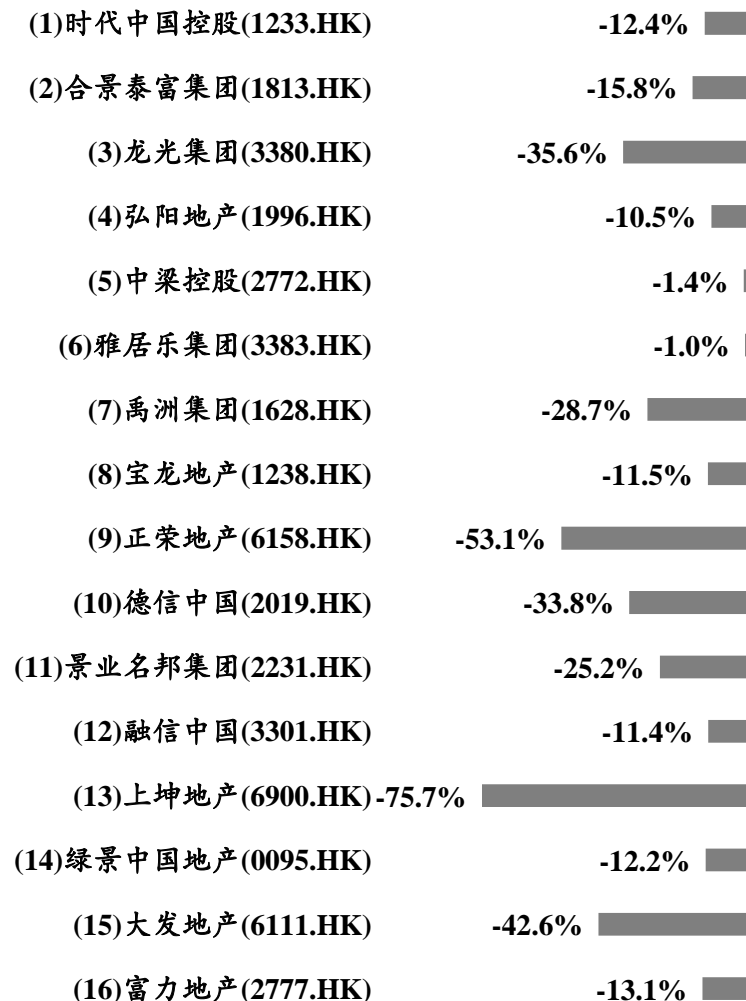


16家未能按时披露“正常业绩”之上市内房2021年经调整现金短债比均低于100%，显示相关房企在预售资金管控措施下的经营现金流普遍较为短缺

上市内房2020年和2021年经调整现金短债比率*对比

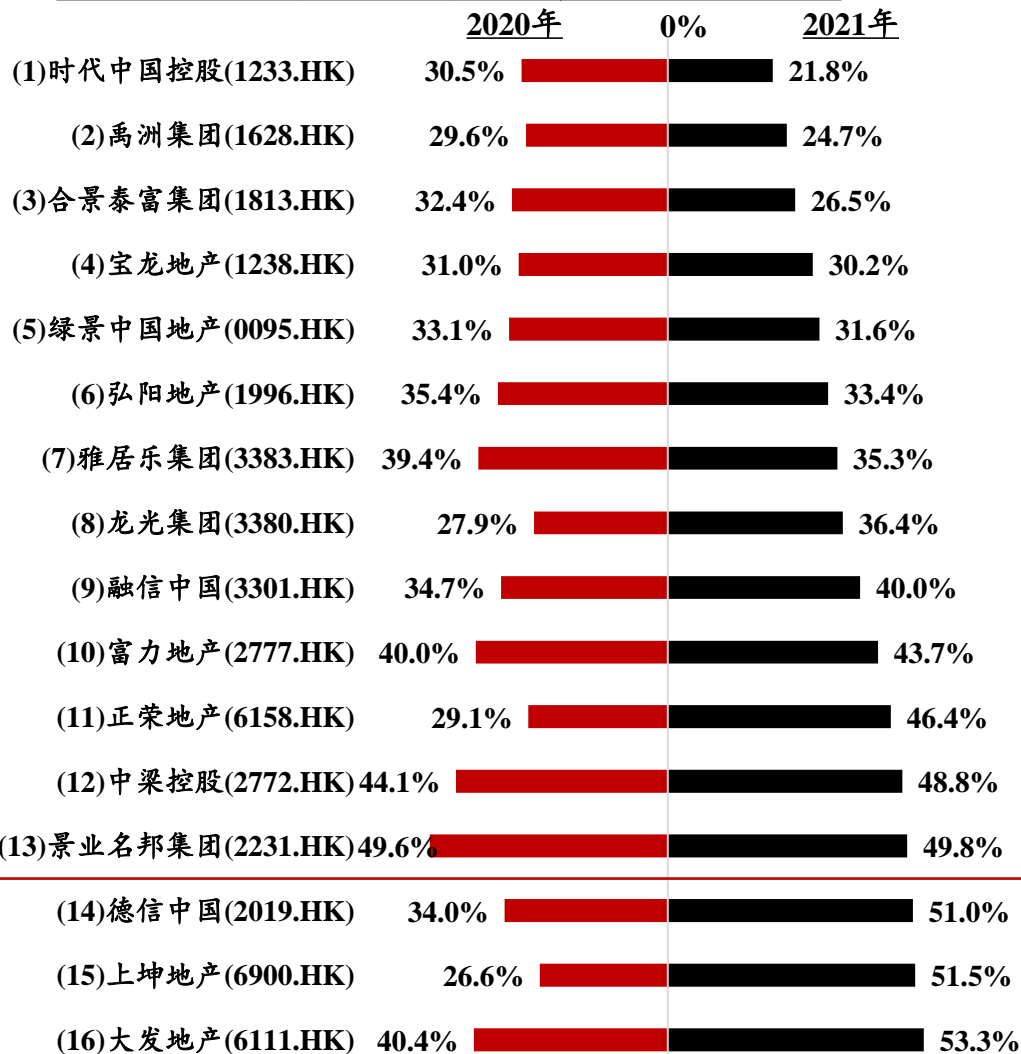


上市内房2021年经调整现金短债比率同比变化

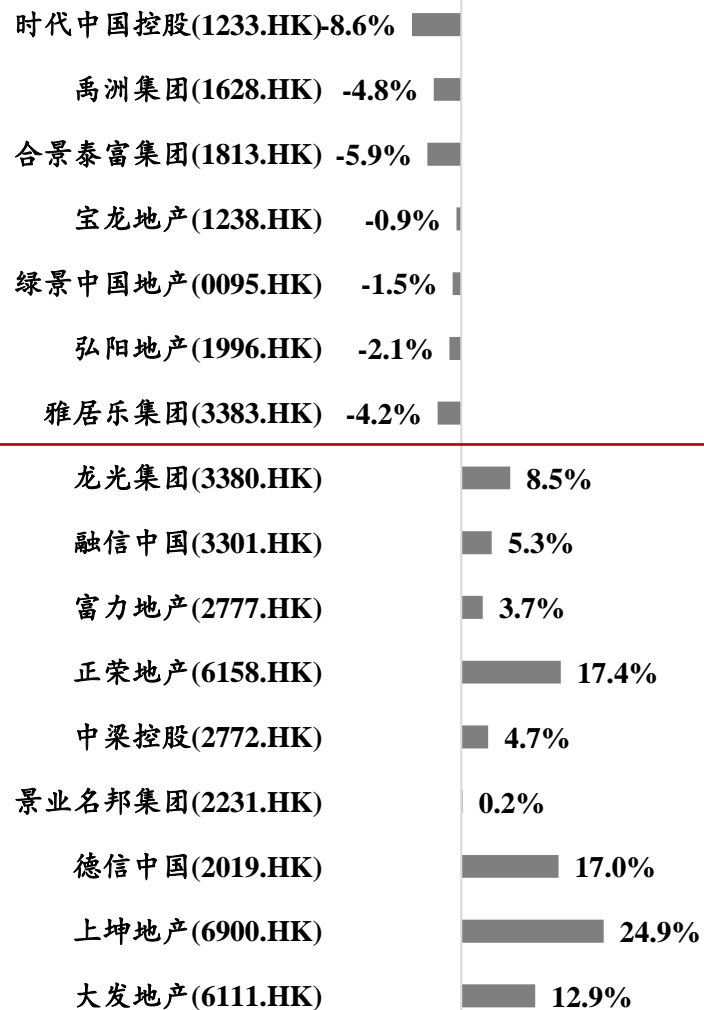


9家未能按时披露“正常业绩”之上市内房2021年短期带息负债比例录得同比上升；其中，大发地产、上坤地产和德信中国相关比例均超越50%

上市内房2020年和2021年短期带息负债比例对比

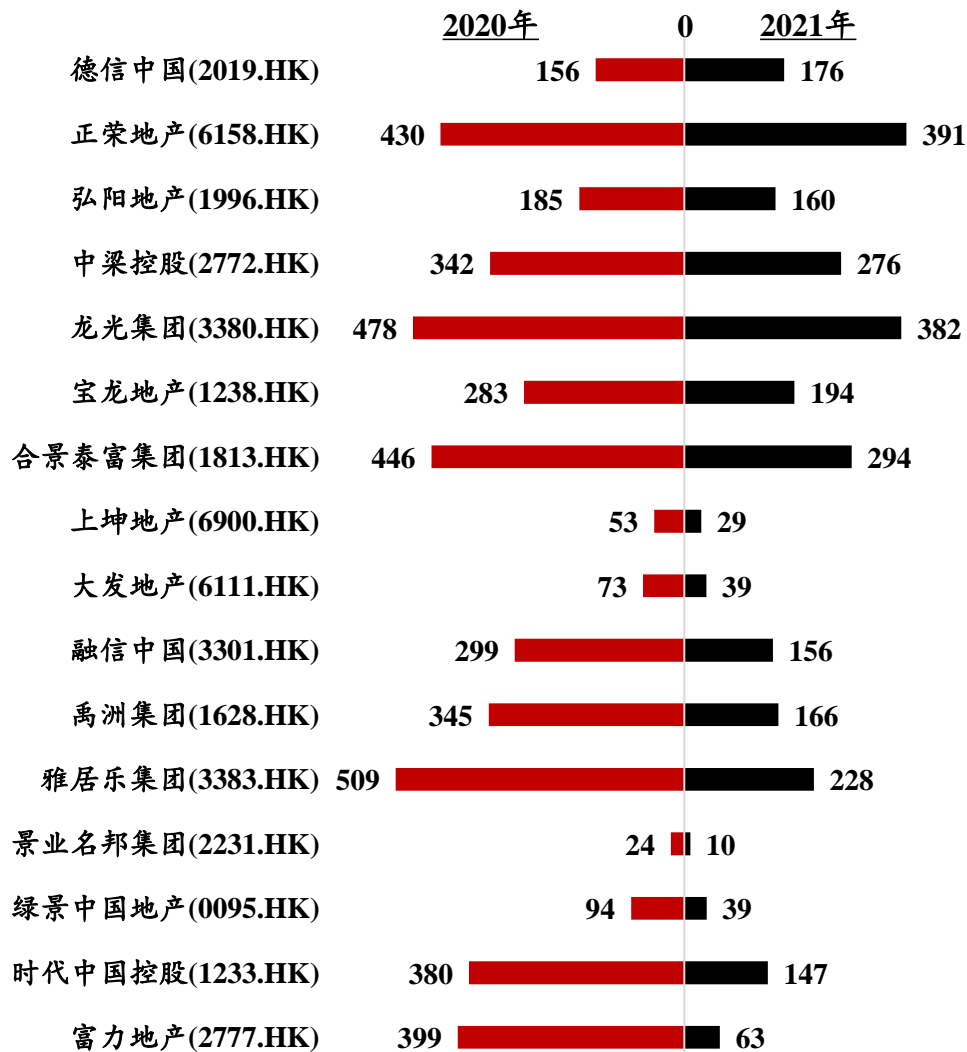


上市内房2021年短期带息负债比例同比变化

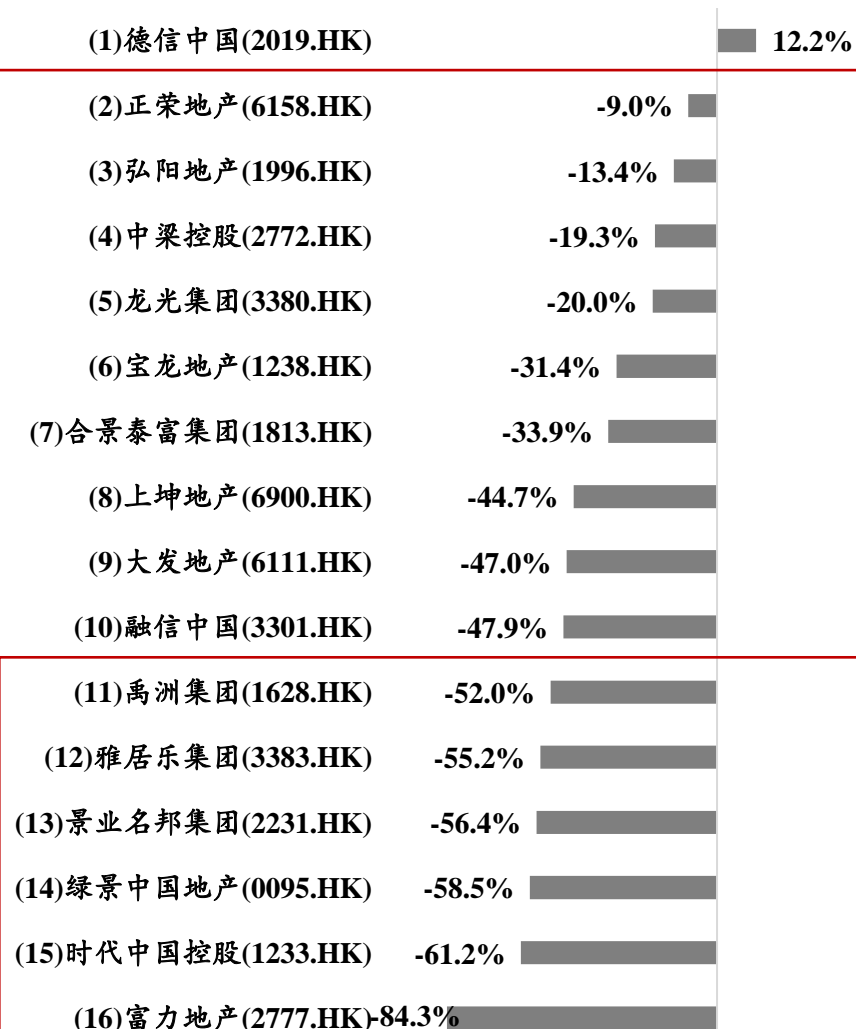


15家未能按时披露“正常业绩”之上市内房2021年账上现金总额录得同比下降；其中，6家跌幅超越50%，富力地产跌幅最为显著，约达84.3%

上市内房2020年和2021年账上现金总额*(亿元人民币)对比

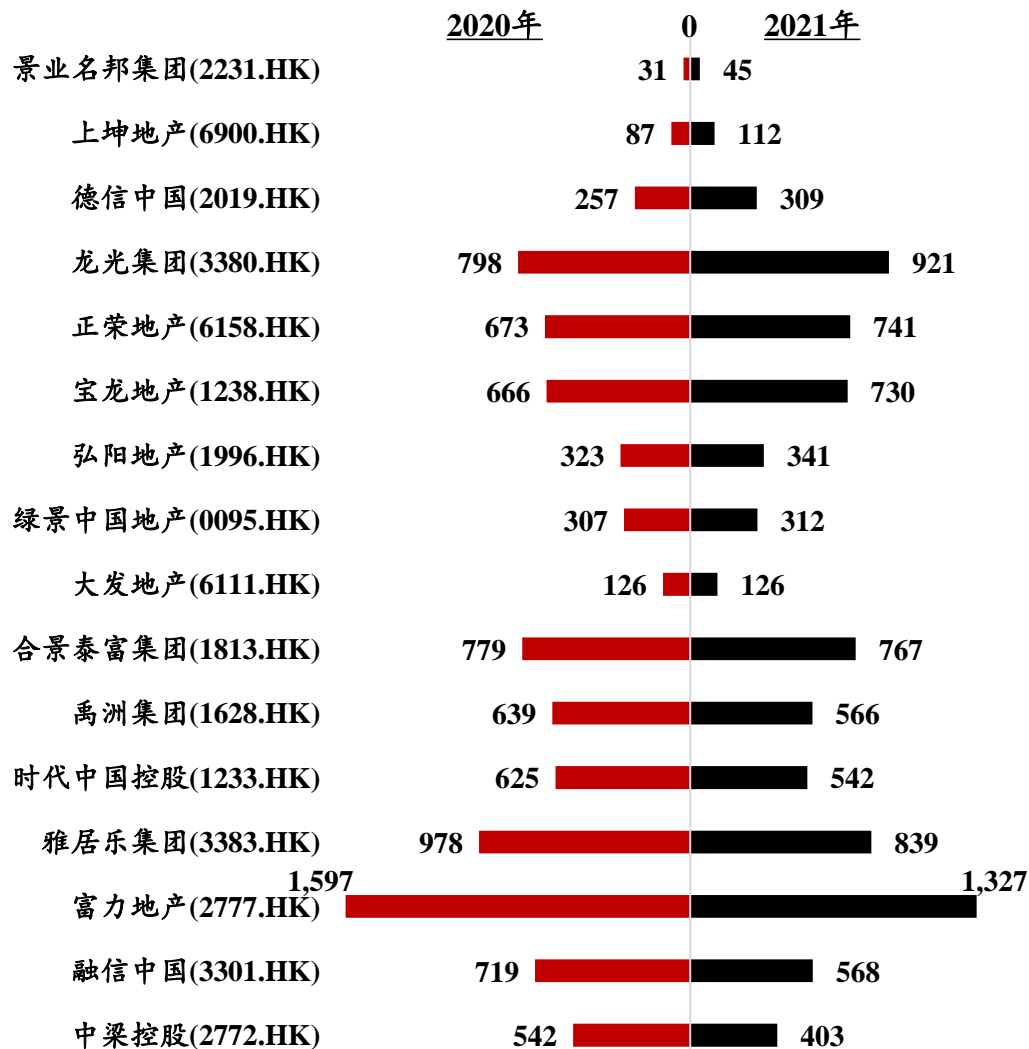


上市内房2021年账上现金总额同比变化

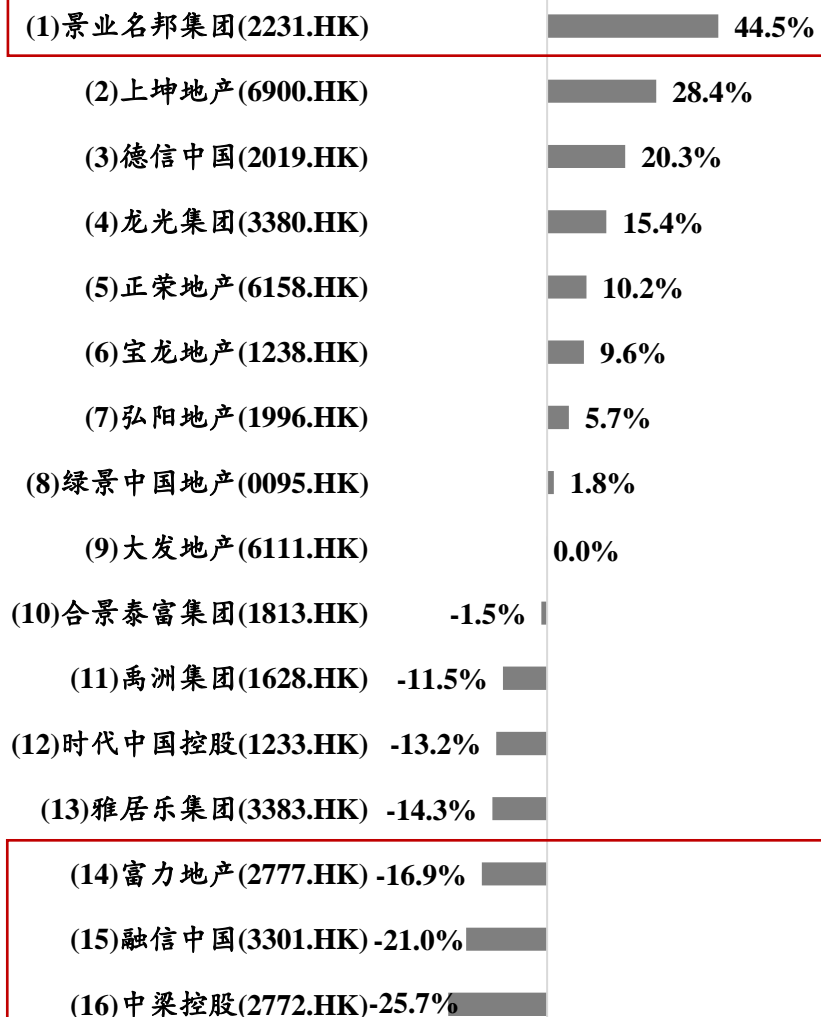


未能按时披露“正常业绩”之上市内房2021年带息负债同比升降不一，景业名邦同比上升逾44%，而中梁控股、融信中国、富力地产同比则下降逾15%

上市内房2020年和2021年带息负债总额(亿元人民币)对比

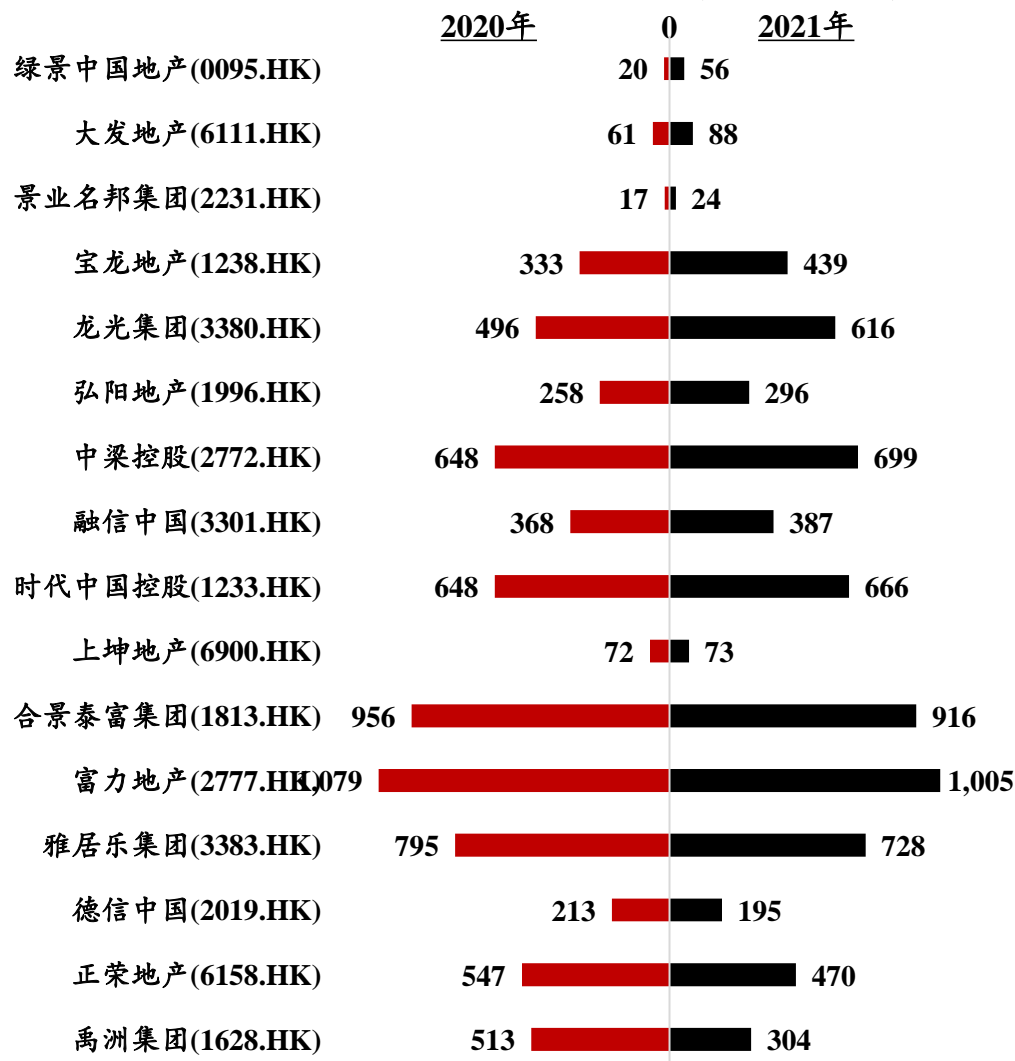


上市内房2021年带息负债总额同比变化

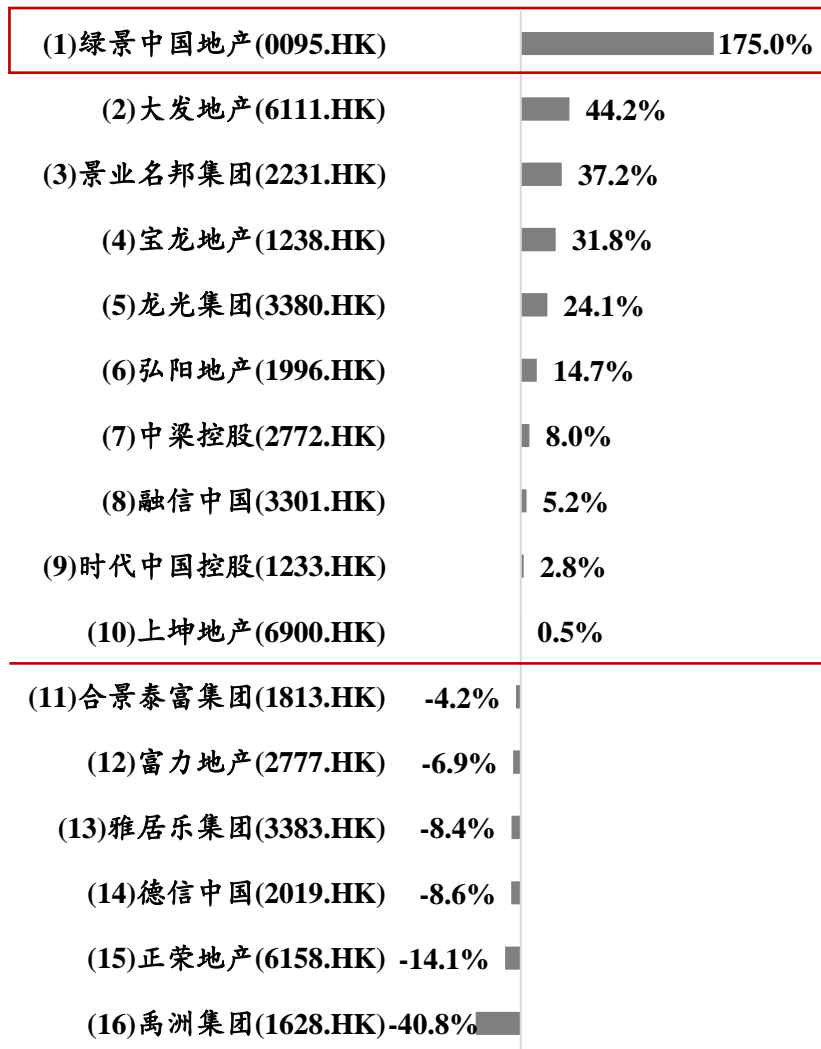


10家未能按时披露“正常业绩”之上市内房2021年应付款总额同比录得增加；其中，绿景中国同比增幅最为显著，约达175%

上市内房2020年和2021年应付款项总额* (亿元人民币)对比

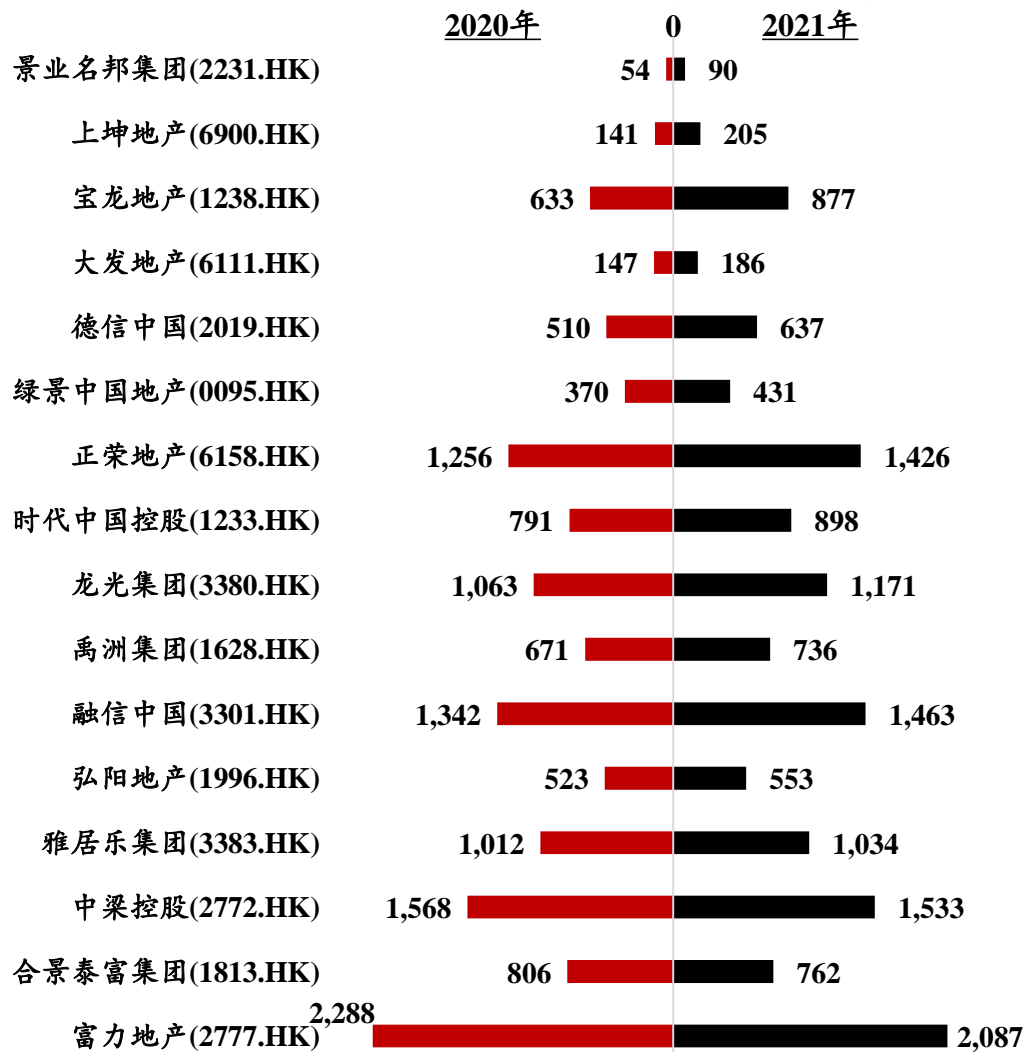


上市内房2021年应付款项总额同比变化

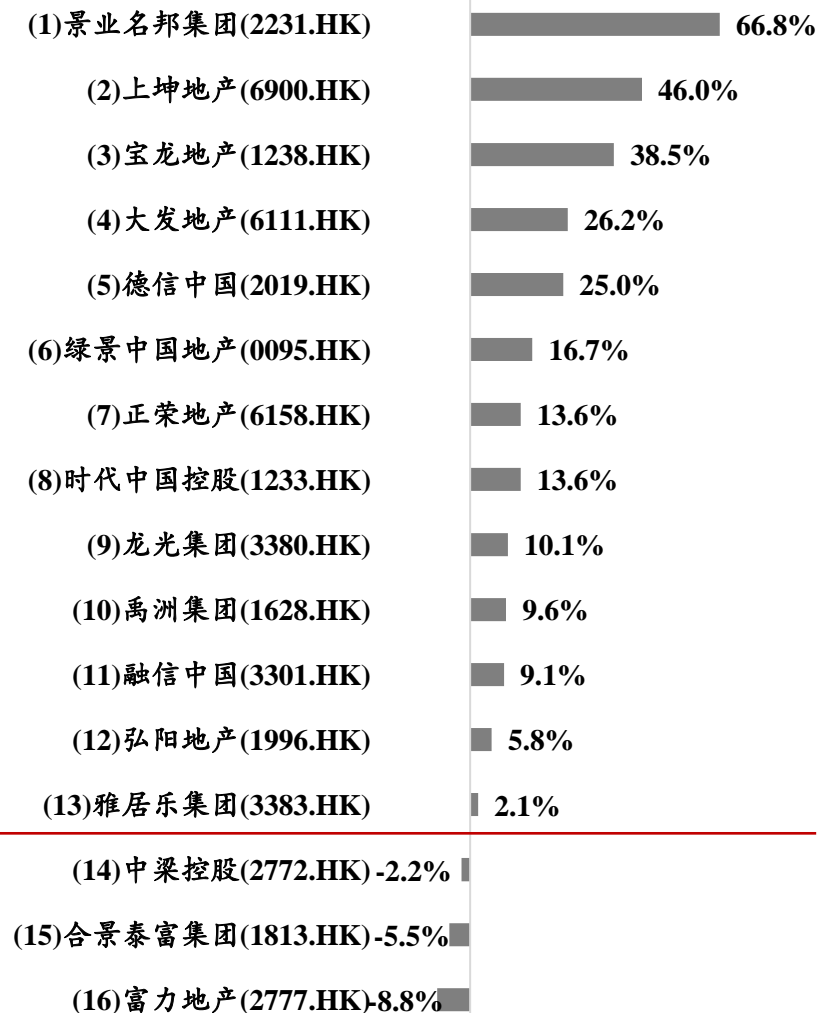


13家未能按时披露“正常业绩”之上市内房短期物业存货同比录得增加

上市内房2020年和2021年短期物业存货(亿元人民币)对比

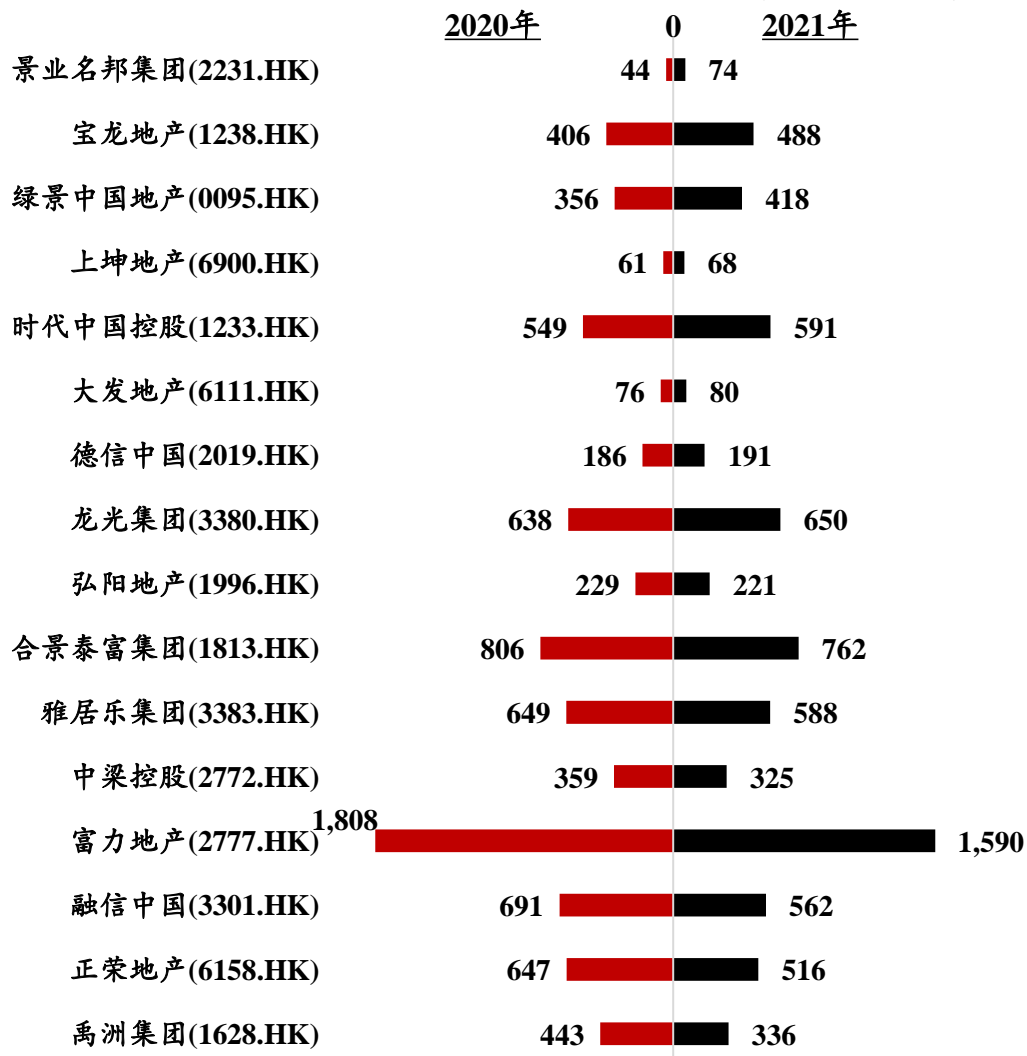


上市内房2021年短期物业存货同比变化

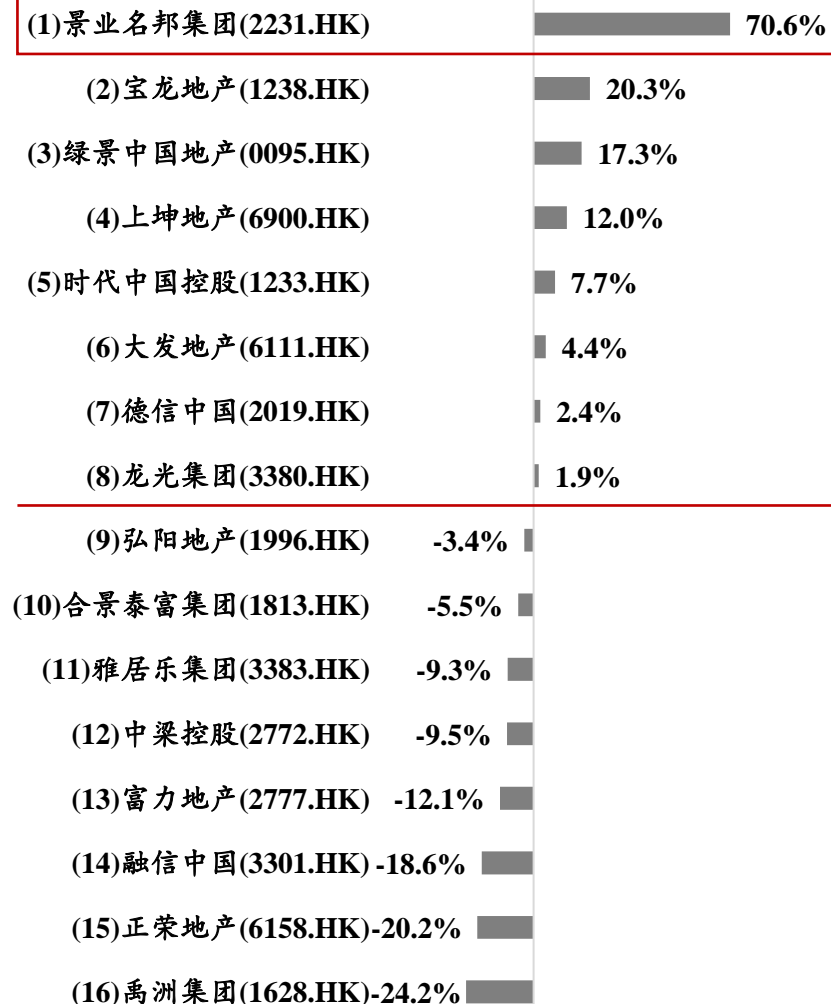


8家未能按时披露“正常业绩”之内房2021年短期未售物业存货录得同比增加；其中，景业名邦同比增幅最为显著，约达70.6%

上市内房2020年和2021年短期未售物业存货* (亿元人民币)对比



上市内房2021年短期未售物业存货同比变化



多家未能按时披露“正常业绩”之上市内房已被国际评级机构撤销其评级

根据国际评级机构穆笛和惠誉公布的讯息所示，多家未能按时披露“正常业绩”之上市内房已被国际评级机构撤销其投资评级。

国际评级机构对部分按时披露“正常业绩”之上市内房的评级*简介

公司名称	穆迪						惠誉					
	评级行动				其他行动		评级行动				其他行动	
	日期	评级	日期	评级展望	日期	行动	日期	评级	日期	评级展望	日期	行动
时代中国控股(1233.HK)	7/4/2022	B2	7/4/2022	负面			10/3/2022	B+	10/3/2022	负面		
宝龙地产(1238.HK)	25/3/2022	B2	19/10/2021	稳定	25/3/2022	可能下调评级						
合景泰富集团(1813.HK)	3/3/2022	B2	3/3/2022	负面	1/4/2022	可能下调评级	22/4/2022	B	22/4/2022	列入负面评级观察名单		
雅居乐集团(3383.HK)	30/3/2022	B2	18/1/2022	负面	30/3/2022	可能下调评级						
弘阳地产(1996.HK)	7/4/2022	B3	7/4/2022	负面			14/3/2022	B	14/3/2022	负面		
德信中国(2019.HK)	20/4/2022	B3	20/4/2022	负面								
中梁控股(2772.HK)	6/4/2022	B3	6/4/2022	负面			1/3/2022	B-	1/3/2022	负面		
绿景中国地产(0095.HK)					17/8/2020	撤销评级	3/2/2022	B-	3/2/2022	负面		
融信中国(3301.HK)	22/3/2022	Caa1	22/3/2022	负面			23/3/2022	CCC			14/4/2022	撤销评级
世茂集团(0813.HK)	23/2/2022	Caa1	23/2/2022	负面	1/4/2022	撤销评级	3/3/2022	CCC			19/4/2022	撤销评级
融创中国(1918.HK)	22/3/2022	Caa1	22/3/2022	负面			24/3/2022	CC			20/4/2022	撤销评级
龙光集团(3380.HK)	15/3/2022	Caa2	15/3/2022	负面			11/3/2022	CCC			20/4/2022	撤销评级
富力地产(2777.HK)	17/12/2021	Caa2	17/12/2021	负面			19/4/2022	CC				
大发地产(6111.HK)	10/1/2022	Caa2	10/1/2022	负面	8/2/2022	撤销评级						
正荣地产(6158.HK)	21/2/2022	Caa2	21/2/2022	负面			30/3/2022	RD				
禹洲集团(1628.HK)	10/1/2022	Caa2	10/1/2022	负面			9/2/2022	RD				
中国奥园(3883.HK)	22/11/2021	Caa2	22/11/2021	负面	21/1/2022	撤销评级	21/1/2022	RD				
中国恒大(3333.HK)	7/9/2021	Ca	7/9/2021	负面			9/12/2021	RD				
佳兆业集团(1638.HK)	10/11/2021	Ca	10/11/2021	负面			9/12/2021	RD			27/1/2022	撤销评级
新力控股集团(2103.HK)	13/10/2021	Ca	13/10/2021	负面	3/12/2021	撤销评级	21/10/2021	RD			21/10/2021	撤销评级
花样年控股(1777.HK)	5/10/2021	Ca	5/10/2021	负面	10/12/2021	撤销评级	5/10/2021	RD			1/11/2021	撤销评级
当代置业(1107.HK)	26/10/2021	Ca	26/10/2021	负面	10/12/2021	撤销评级	26/10/2021	RD			5/1/2022	撤销评级

未能按时披露“正常业绩”之上市内房普遍存在流动性问题

未能按时披露“正常业绩”之上市内房普遍存在流动性问题

按上市内房披露业绩之类型划分

已在2022年3月底或之前披露经审核之业绩

先在2022年3月底或之前披露未经审核之业绩，并预期/已经在5月15日或之前披露经审核之业绩

上市内房案例
时代中国

上市内房案例
景业名邦

上市内房案例
合景泰富

上市内房案例
大发地产

2022年3月30日
披露经审核业绩
核数师发出「非标准报告」，附带强调事项段「与持续经营有关的重大不确定性」，表示公司可支配现金或不足以偿付即期带息负债，可能对公司持续经营的能力产生重大疑问。

2022年3月31日
披露未经审核业绩
2022年4月21日
披露经审核业绩
与未经审核业绩相比，经审核业绩连同比较数字并无重大变动。此外，经审核业绩公告中的合并财务报表附注1(c)部分增加有关持续经营基准，表示公司正面对可支配现金或不足以偿付即期带息负债的问题，公司透过多项措施以产生充足的融资及经营现金流量等内容。

2022年3月31日
披露未经审核业绩
2022年4月18日
披露经审核业绩
对部分在未经审核公布之财务数据作出更新，而且核数师也附带了强调事项段「与持续经营有关的重大不确定性」，表示公司可支配现金或不足以偿付即期带息负债，可能对公司持续经营的能力产生重大疑问。

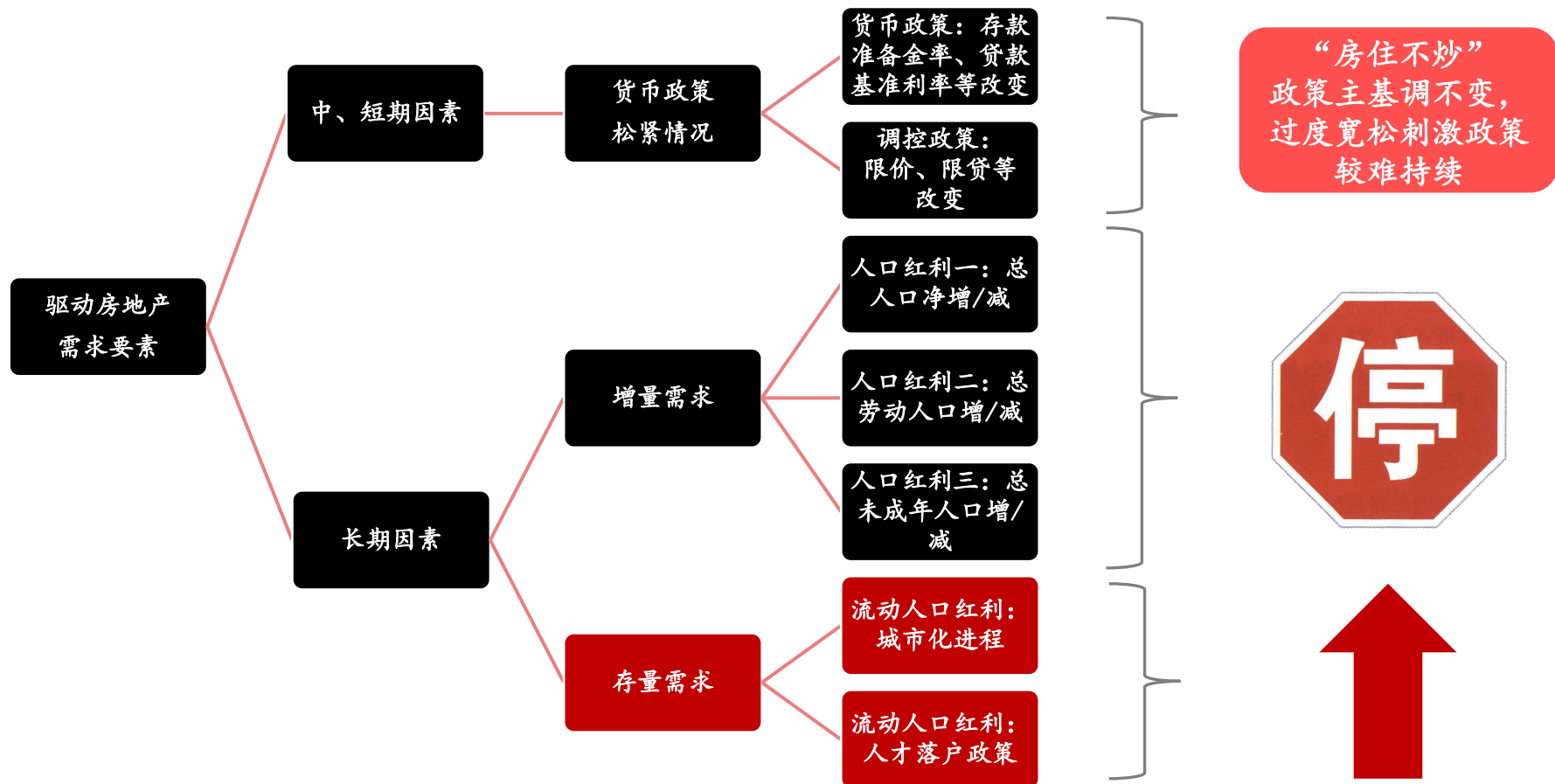
2022年3月31日
披露未经审核业绩
2022年4月14日
披露经审核之资料更新
核数师发出「非标准报告」对部分在未经审核公布之业绩内容作出更新，而且核数师报告中「不发表意见」，由于多重不确定性的潜在相互影响及其对综合财务报表的可能累计影响，核数师无法为公司综合财务报表形成审计意见。

第六章

“低杠杆”、“高信用”和“高获利能力”为当前选股之要素

驱动房地产需求要素分析框架

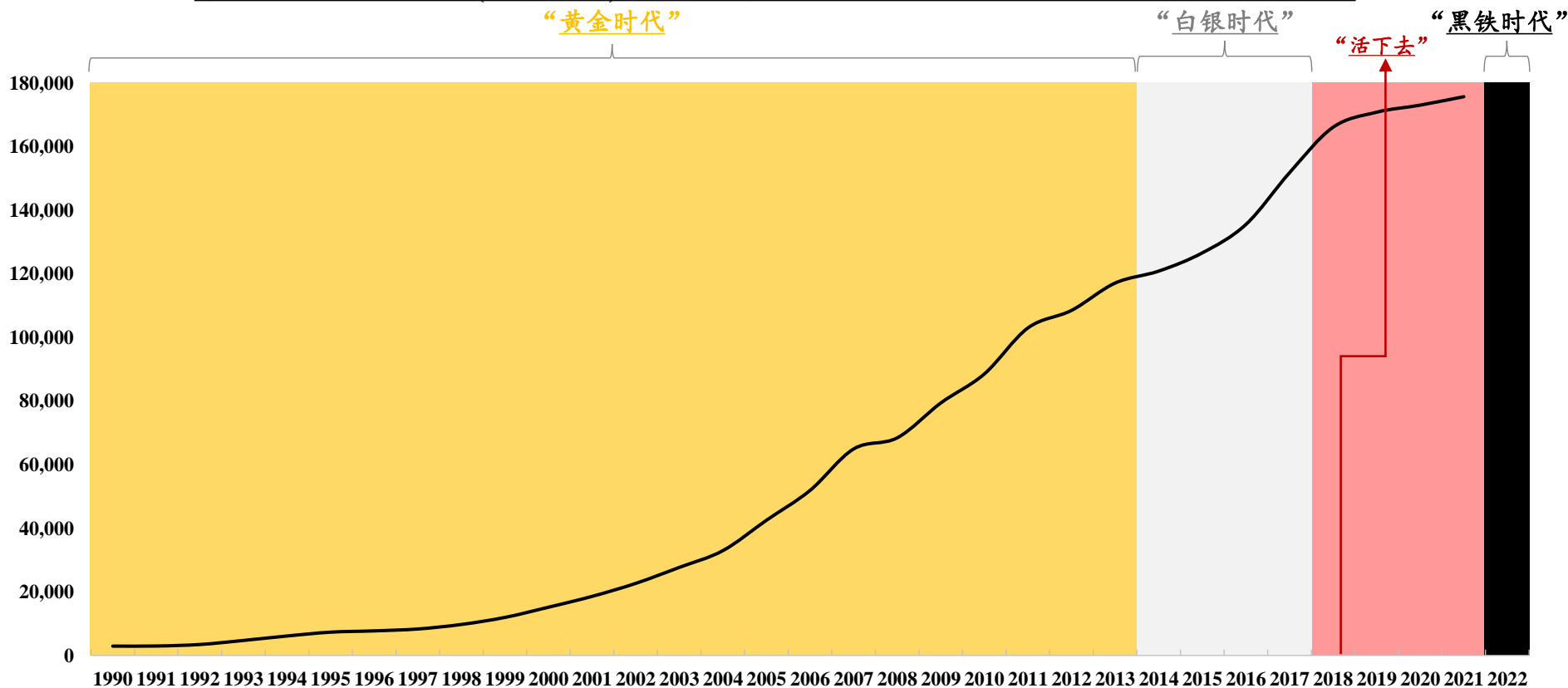
- 中、短期因素：国家2016年开始坚持“房住不炒”定位，虽然近期调控政策在经济稳增长的政策大环境下由“全面升级”转向“边际放松”，但基于较高的居民杠杆比率，过度宽松政策刺激楼市未来仍将较难持续；
- 长期增量需求：人口增量红利随着国家出生率以及老龄化上升而逐渐消失，相关房屋增量需求高峰已过；
- 长期存量需求：对美好生活的向往推升人民对改善性房屋需求。



行业进入“黑铁时代”，房企在经营策略上亟需做好相应的调整

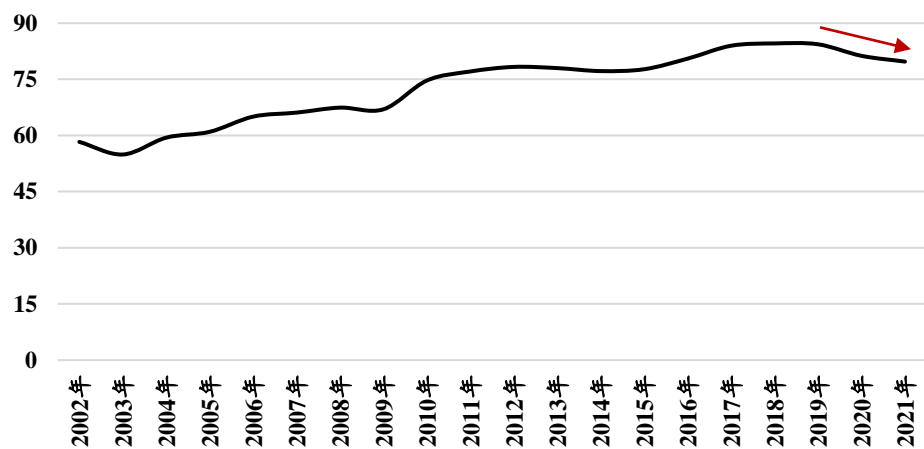
- 作为行业头部房企之一的万科曾多次为行业发展格局和状况作出判断，从2014年的“白银时代”，2018年的“活下去”，再到今年的“黑铁时代”，标示着行业发展在“人口红利”和“金融红利”逐渐消失后的转变；
- 在「房住不炒」政策主基调下，房地产行业已进入平稳发展周期，过去以“高负债”、“高杠杆”和“高周转”为核心的规模快速扩张模式已告一段落。取而代之，行业发展已转向以“降杠杆”和“高质量”和“高效率”为主的经营方向，房企也因此在此在经营策略上亟需做好相应的调整，方能穿越在“黑铁时代”下的新周期。

中国商品房销售面积(万平方米)3年移动平均表现与房地产行业处于不同时期之对比图

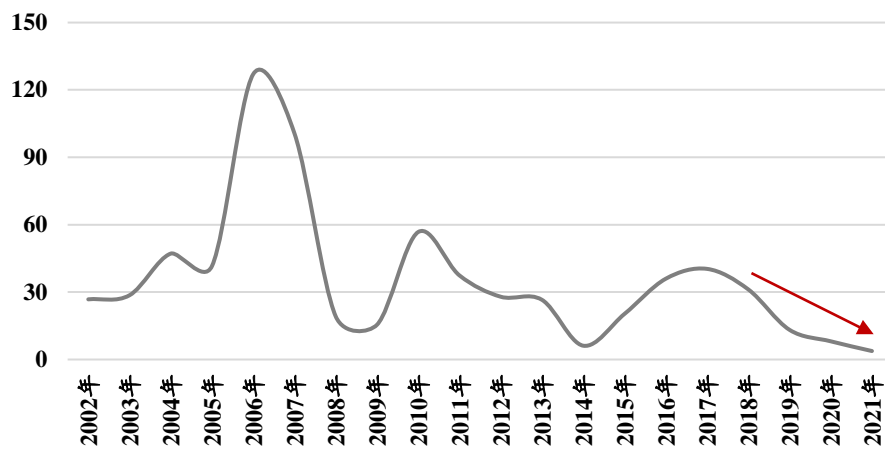


万科企业在2018年步入严厉调控期后，多项财务指标均出现显著下降

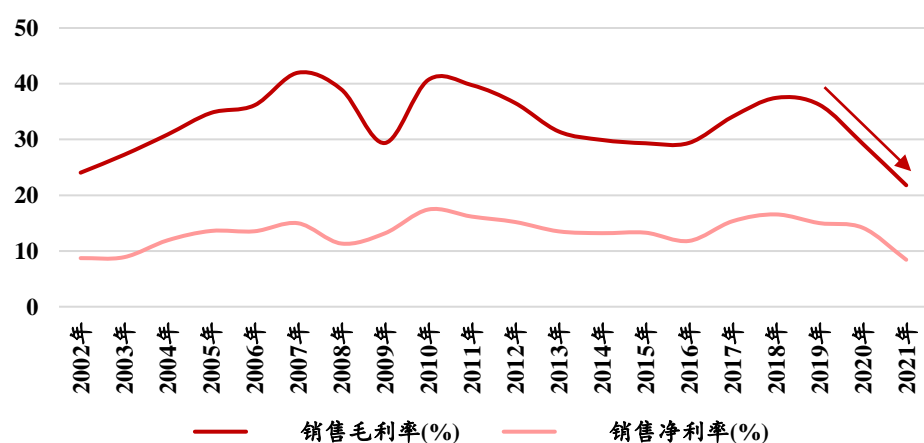
资产负债率(%)走势2018年开始下降



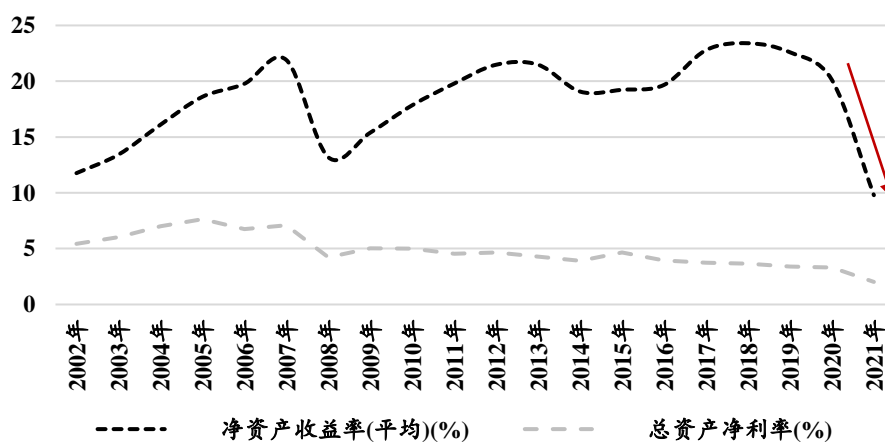
资产增速(%)2018年开始明显放缓



利润率走势2018年开始下降

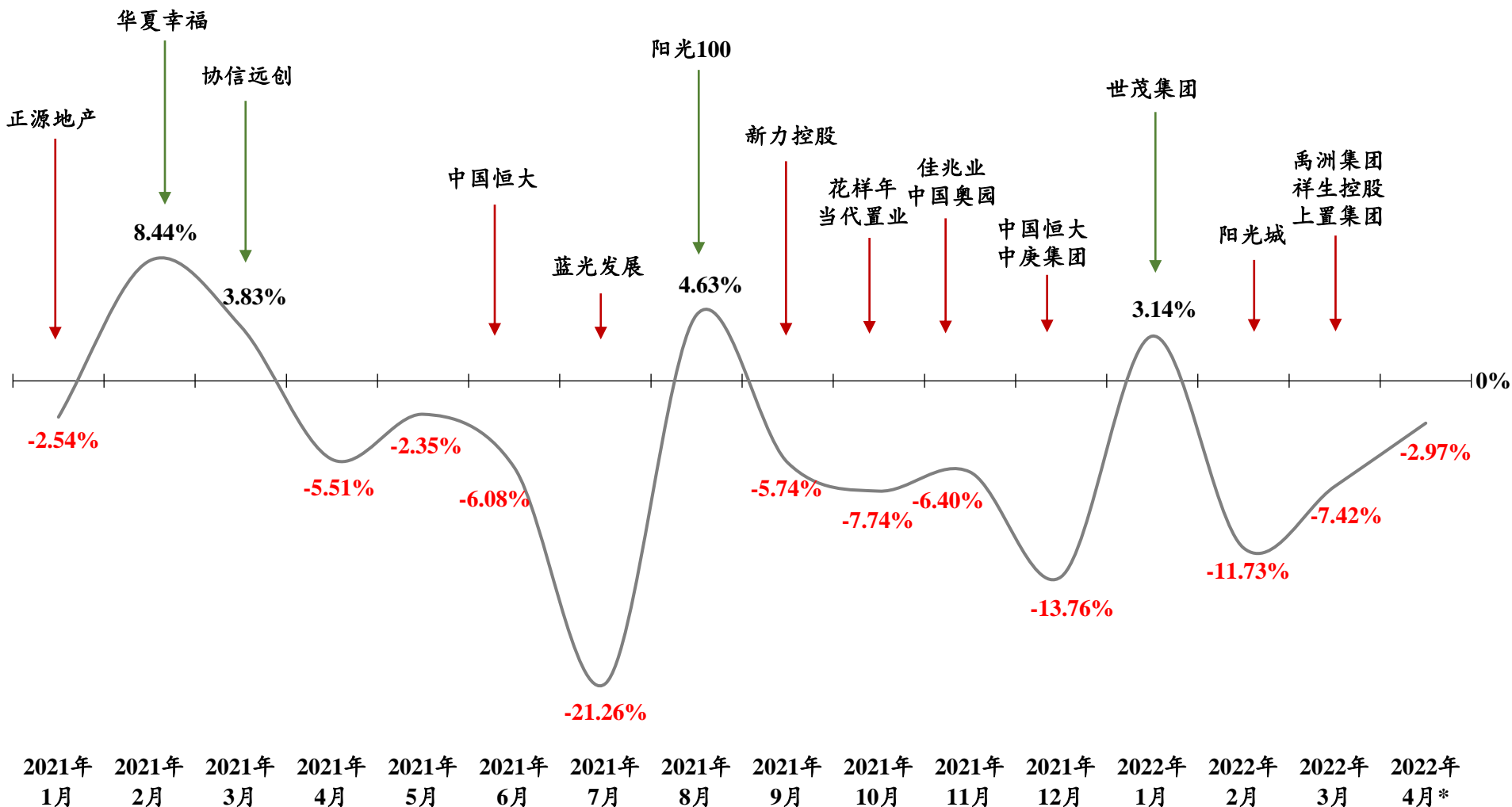


盈利能力2018年开始显著下降



2021年以来，多家流动性紧张的房企接连出现债务违约，打击整体市场信心

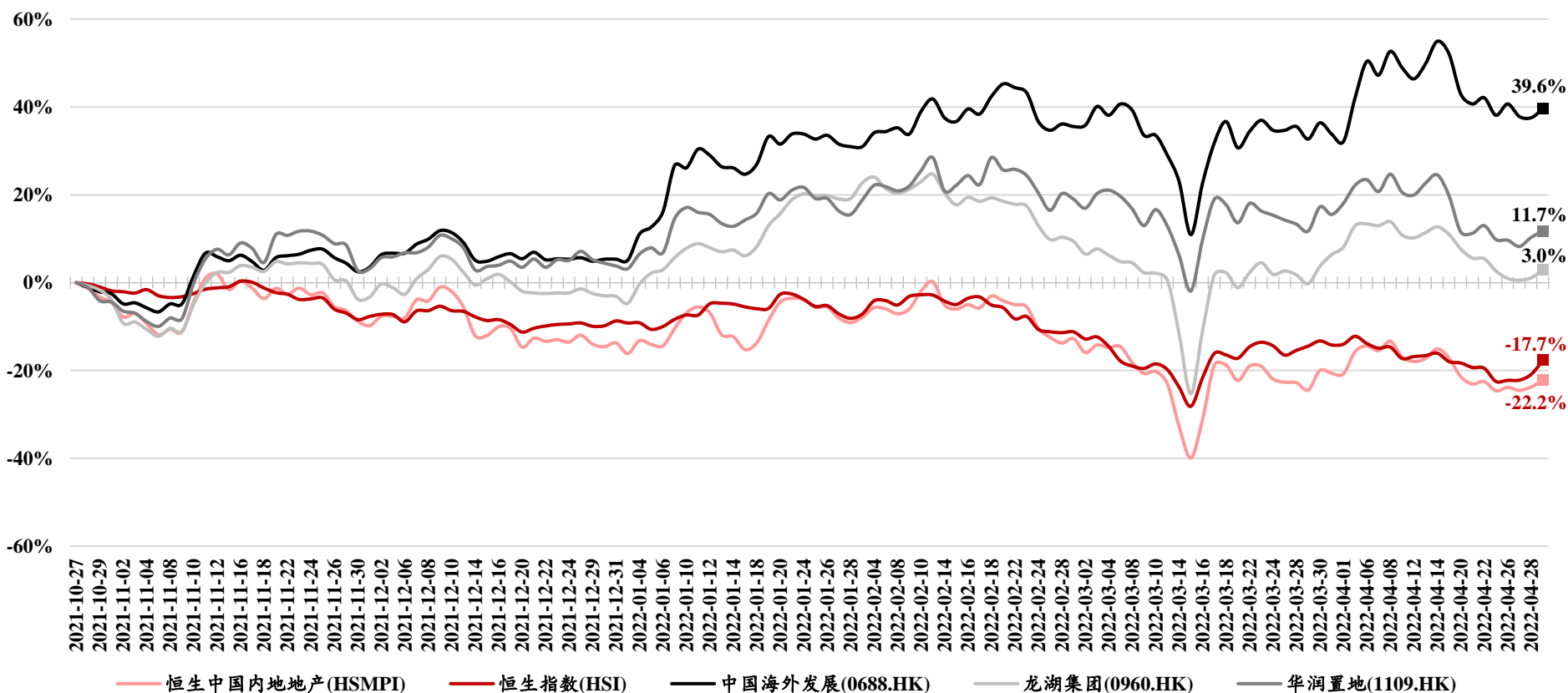
恒生中国内地地产指数成份股平均月度涨跌幅与部分内房企企业发生债务违约事件时间之对比图



优质上市内房近期股价表现相对大市仍具有较强的防守性

- 我们在2021年10月底发布的报告《政策压力边际趋缓，“房住不炒”仍是主基调》中曾推荐三家上市内房，分别是中海、华润置地和龙湖集团，其股价表现在发布报告至今均录得正回报，不但表现明显优于恒生内地地产指数(-22.2%)，而且也优于恒指同期表现(-17.7%)，表明优质上市内房近期股价表现相对大市仍具有较强的防守性。

恒生指数、恒生中国内地地产指数与2021年10月山证国际推荐的三家上市内房近期表现*对比图



“低杠杆”、“高信用”和“高获利能力”为当前选股之要素

- 当前，行业已进入“黑铁时代”，内房企业在经营策略上亟需做好相应的调整；行业发展也转向以“降杠杆”、“高质量”和“高效率”为主的经营方向，因此“低杠杆”、“高信用”和“高获利能力”将成为现阶段选股之要素；经过对42家香港主要上市内房企业间多项指标对比分析后，中海外(0688.HK)、华润置地(1109.HK)、龙湖集团(0960.HK)当前财务安全边际相对较高，持续推荐相关房企作为中长线投资标的，建议投资者可多加关注。

内房股选择主要逻辑

“稳中求进”之经营策略

把握好行业周期变化和机遇

在稳健经营和发展中取平衡

坚强战略定力

坚持多元业务发展

不盲目追求经营规模

较高财务安全边际

较好的盈利能力、较高资产营运效率

较高信用、较低短债比、较低杠杆、较低净负债比率

中海外
(0688.HK)

华润置地
(1109.HK)

龙湖集团
(0960.HK)

重要声明

免责声明：

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

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：

- a) 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- b) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、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相关系；
- c) 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际
香港金钟夏慤道18号海富中心1座29楼A室
电话：(852) 2501 1039
传真：(852) 2810 9962
公司网址：<http://www.ssif.com.hk>