

政策压力边际趋缓，“房住不炒”仍是主基调

内房板块专题报告
2021年10月27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

- **调控加码以防范、化解房地产金融风险：**近年来，中央对房地产市场调控政策不断升级，从房企融资端、银行放贷端、土地供应端三个主要维度，多措并举，其中包括实施房企融资新规“三线四档”政策、房贷集中度“两条红线”政策、“双集中”土地供应政策等，进一步落实“稳地价”、“稳房价”、“稳预期”之目标，并且防范化解房地产金融风险。
- **受疫情扰动和调控升级所影响，全国房地产市场持续降温：**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，首9个月累积同比分别增长约8.8%和-4.5%。此外，全国整体商品房今年首9个月累计销售增长持续回落至约16.6%；其中，住宅类房屋期内累计销售增长约17.8%，表现明显优于办公楼(约0.5%)和商业营业房(约0.5%)。
- **政策压力边际趋缓，“房住不炒”仍是主基调：**人民银行分别在9月27日和29日先后提及房地产“两维护”：“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，或表明央行对房地产市场下行以及部分房企引发的风险事件有所关注，并释放维稳的信号，预计针对刚需群体的住房按揭贷款政策压力短期内将边际趋缓。基于行业整体库存仍处于合理水平以及更进一步防范、化解房地产金融风险，预计中央未来将继续坚持“房住不炒”的政策主基调，不会明显放松行业调控力度，并将积极稳妥推进房产税立法和改革，扩大房产税试点，建设好房地产市场长效管理机制。此外，房企融资环境仍将趋紧，加剧房企分化表现，并加速行业优胜劣汰，而经营稳健的优质房企将有望得益于行业集中度提升。
- **严选经营稳健的优质房企作为中长线投资标的：**经过对38家香港主要上市内房企业间多项指标对比分析后，认为中海外(688.HK)、华润置地(1109.HK)、龙湖(960.HK)当前财务安全边际相对较高，可作为中长线投资标的，建议投资者可多加关注。

目录

- ① 政策压力边际趋缓，“房住不炒”仍是主基调
- ② 内房企业持续优化债务结构，属“绿档”之房企不断增多
- ③ 严选经营稳健的优质房企作为中长线投资标的

第一章

政策压力边际趋缓，“房住不炒”仍是主基调

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。

房地产近十年政策简介及影响

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”

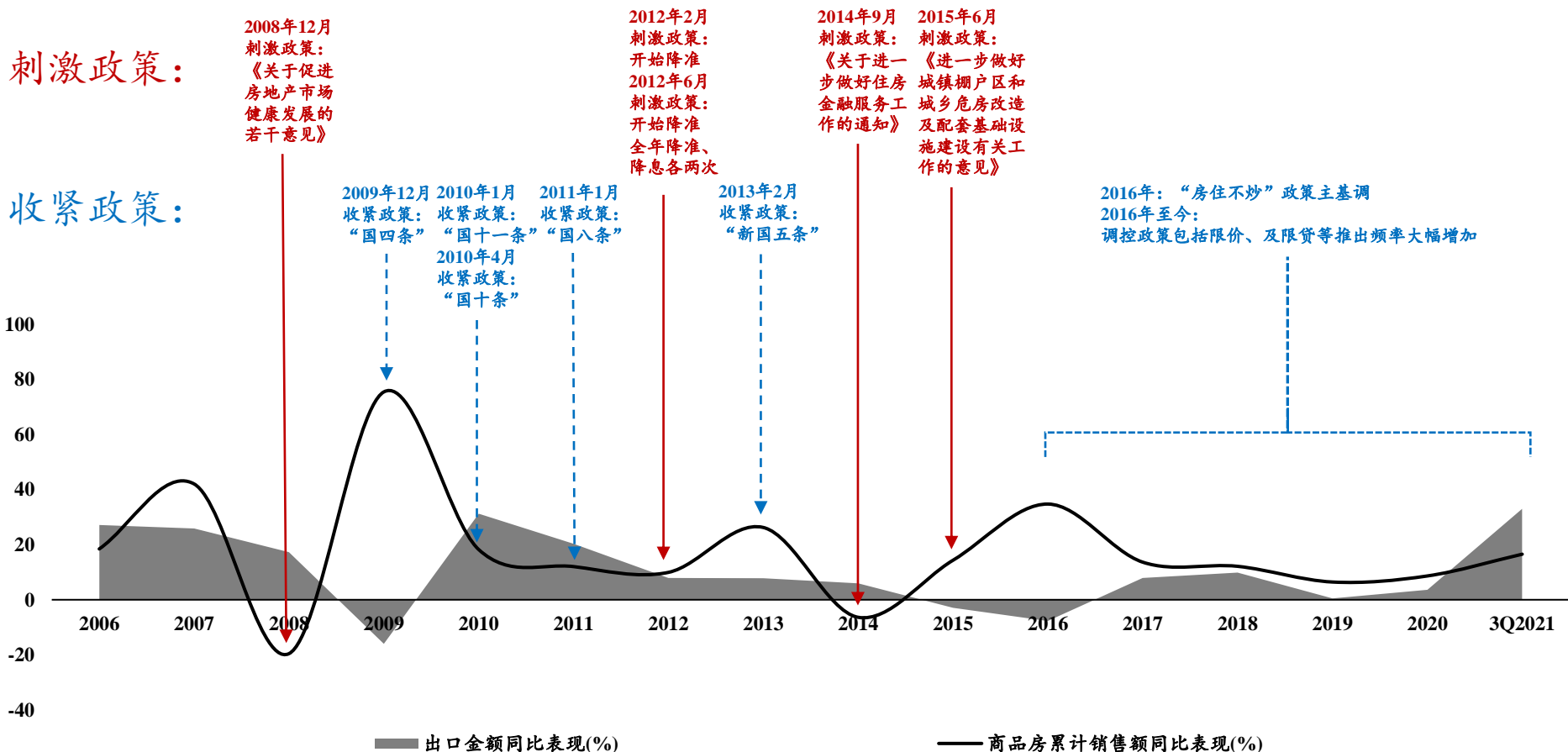
2013年：
“新国五条”

2016年：
国家坚持“房住不炒”定位推出限购等措施

近年外贸表现持续回暖有助房地产长效机制逐步落实

- 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外贸形势存在一定反向的关系。当外贸出口表现走弱时，实施刺激政策，提振楼市表现回升，支撑整体经济保持稳定增长。外贸出口表现在2016年以来持续回暖，有助房地产长效机制逐步落实，促进房地产市场平稳健康发展。

中国商品房销售额同比表现以及楼市政策和外贸出口同比表现关系图



调控加码以防范、化解房地产金融风险

- 中国人民银行党委书记、银保监会主席郭树清2020年11月发表文章《完善现代金融监管体系》指出，坚决抑制房地产泡沫。房地产与金融业深度关联。上世纪以来，世界上130多次金融危机中，100多次与房地产有关。2008年次贷危机前，美国房地产抵押贷款超过当年GDP的32%。目前，我国房地产相关贷款占银行业贷款的39%，还有大量债券、股本、信托等资金进入房地产行业。房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”；
- 近年来，中央对房地产市场调控政策不断升级，从房企融资端、银行放贷端、土地供应端三个主要维度，多措并举，其中包括实施房企融资新规“三线四档”政策、房贷集中度“两条红线”政策，“双集中”土地供应政策等，进一步落实“稳地价”、“稳房价”、“稳预期”之目标，并且防范、化解房地产金融风险。

中国人民银行党委书记、银保监会主席郭树清2020年11月发表文章《完善现代金融监管体系》指出

- **坚决抑制房地产泡沫。**房地产与金融业深度关联。上世纪以来，世界上130多次金融危机中，100多次与房地产有关
- 2008年次贷危机前，美国房地产抵押贷款超过当年GDP的32%。目前，**我国房地产相关贷款占银行业贷款的39%**，还有大量债券、股本、信托等资金进入房地产行业
- **房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”**

中央近年对房地产行业密集出台之主要调控政策

“三线四档”
房企融资
管控新规

“双集中”
供地政策

要求买地金额
不得超
年度销售额40%

房贷集中度
“两条红线”
政策

上调
房贷利率

全面收紧
经营贷监管

限房价、限地价

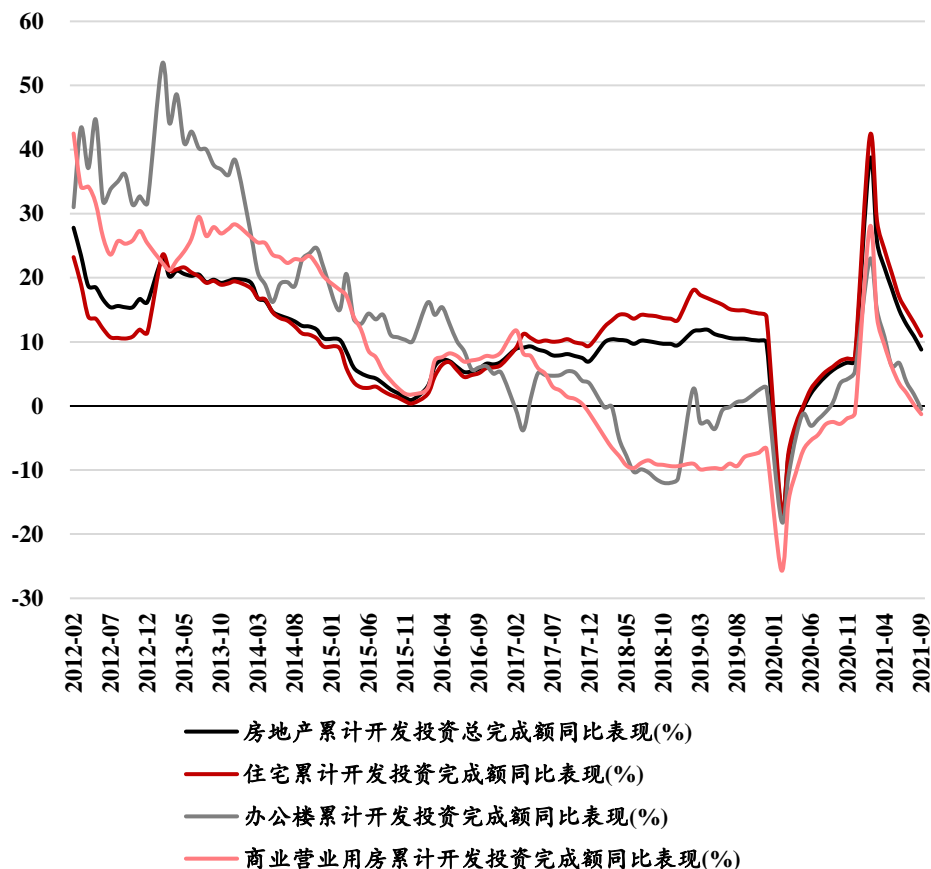
推行二手住房
成交参考价格
发布机制

调整
增值税
免征年限

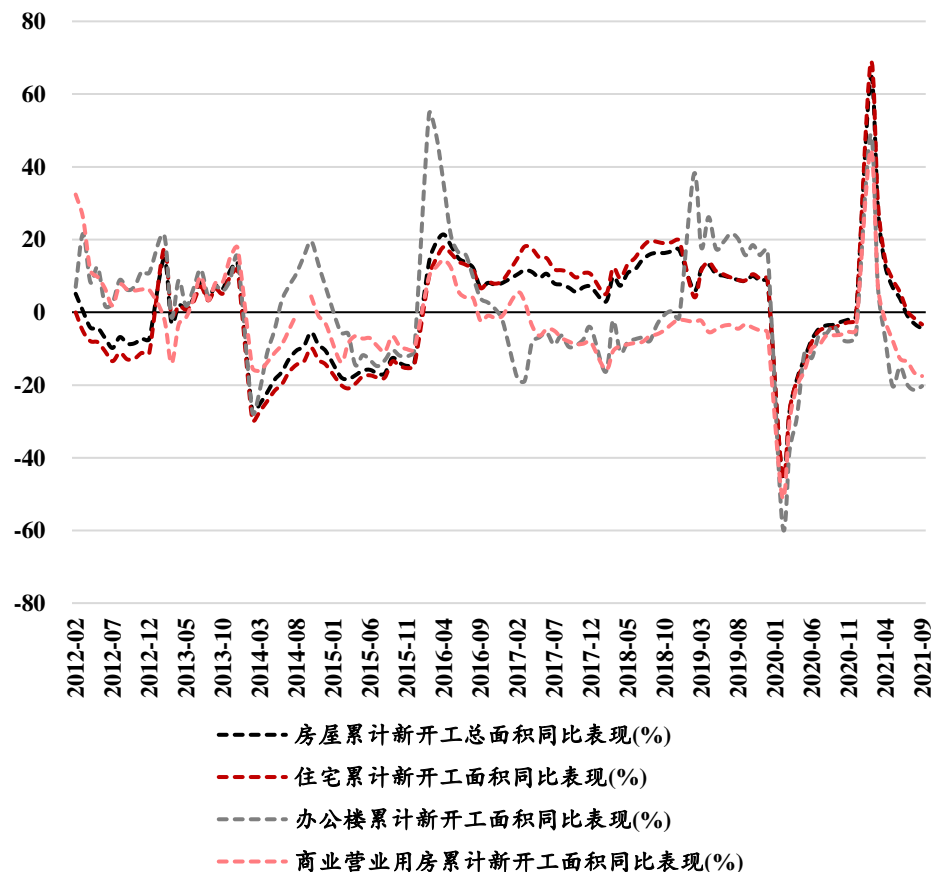
受疫情扰动和调控升级所影响，全国房地产市场持续降温

- 受疫情扰动和调控升级所影响，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，首9个月累积同比分别增长约8.8%和-4.5%；
- 其中，住宅类房屋之相关增长表现均明显优于办公楼和商业营业用房。

房地产月度累计开发投资完成额同比表现



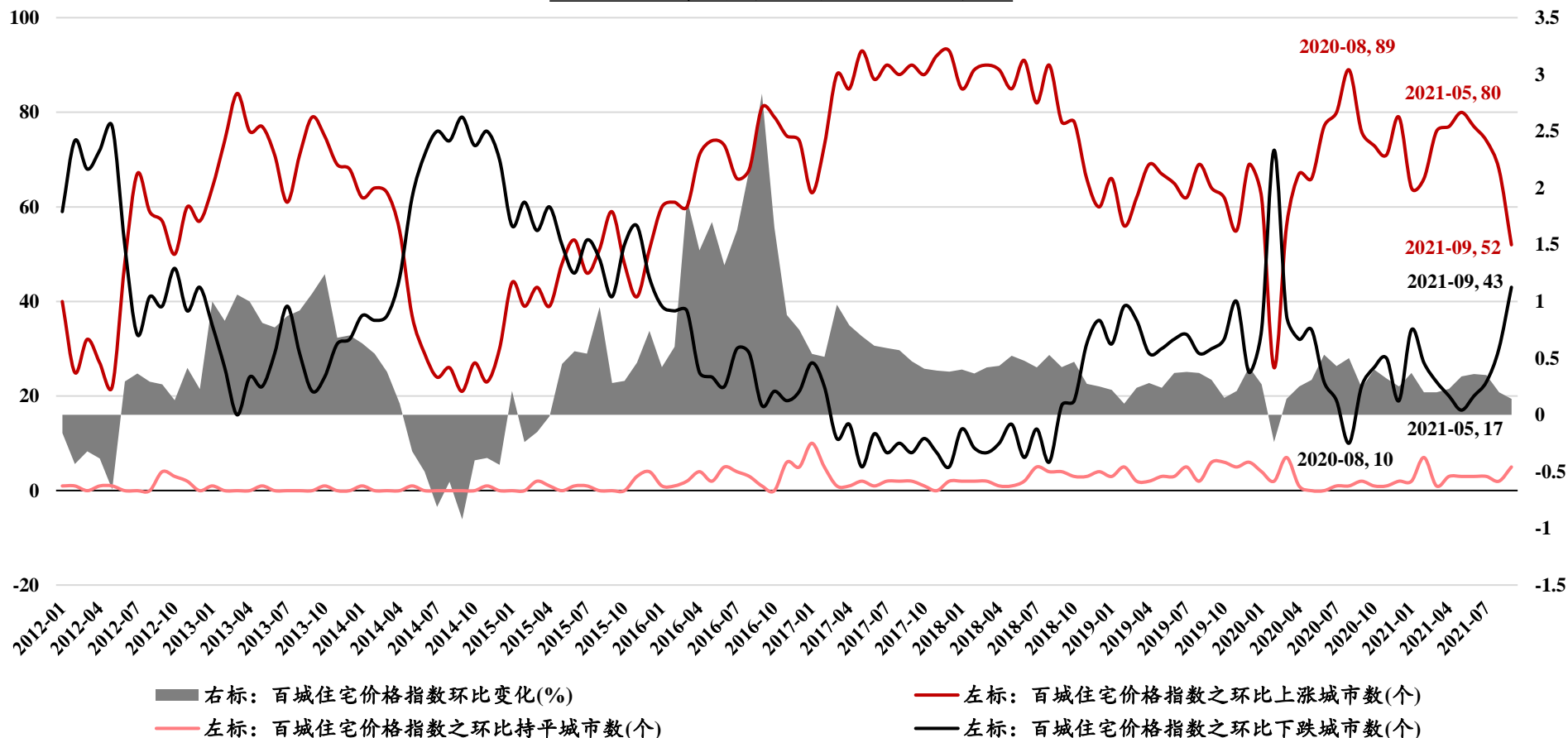
房屋月度累计新开工面积同比表现



百城住宅平均房价2021年3季度环比下跌城市数急升

- 2021年3季度，百城住宅平均房价指数环比涨幅明显回落，由6月份约0.36%回落至9月份约0.14%；
- 同期，百城住宅平均房价指数环比下跌城市数由今年6月份的20个大幅上升至9月份的43个；另一方面，百城住宅平均房价指数环比上升城市数则显著回落，由6月份的77个下降至9月份的52个。

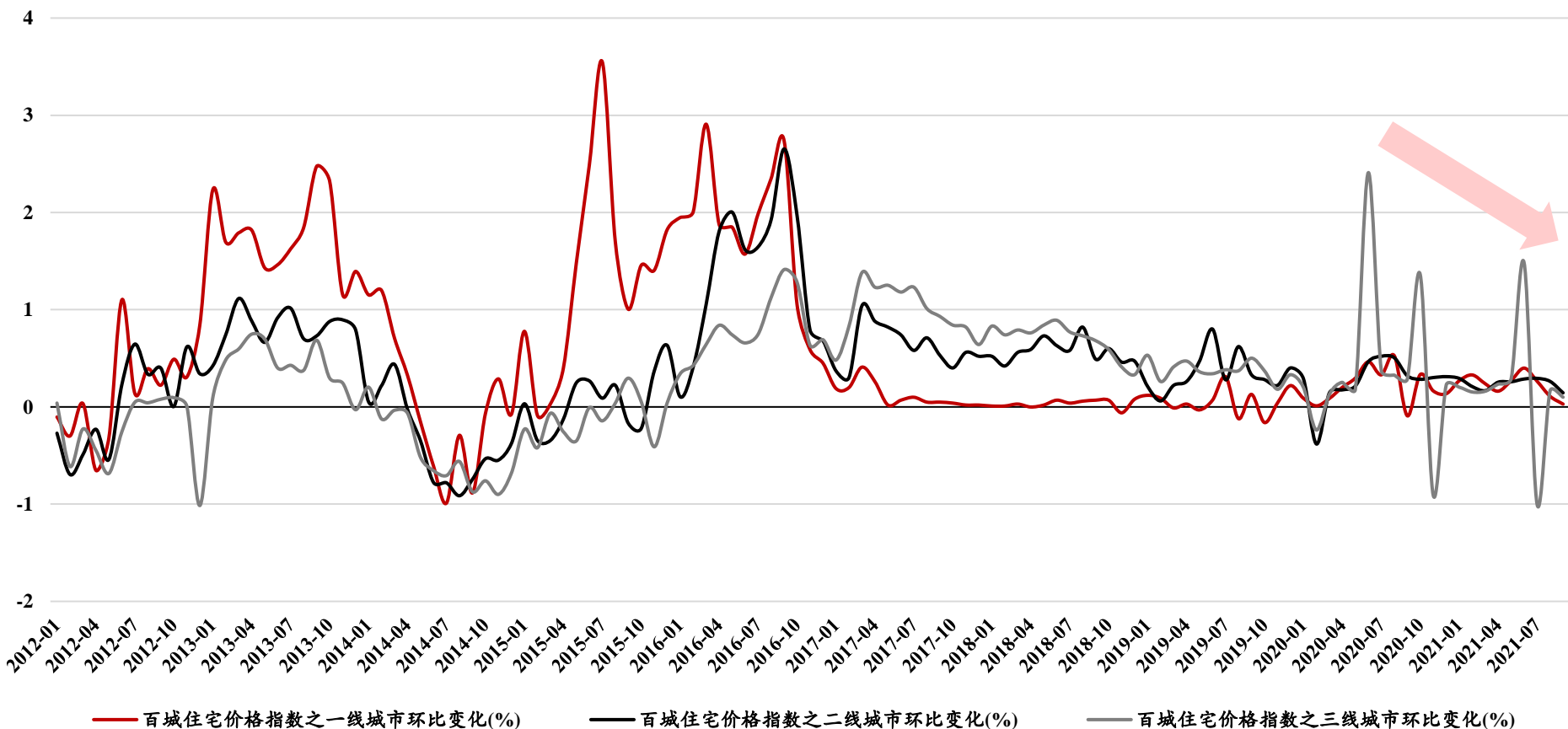
百城住宅平均价格指数之环比表现



不同级别城市之百城住宅平均房价2021年3季度环比涨幅显著回落

- 2021年3季度，不同级别城市之百城住宅平均房价指数环比涨幅均显著回落；
- 其中，一线城市之百城住宅平均房价指数环比涨幅由6月份约0.4%显著回落至9月份约0.03%；另一方面，三线城市之百城住宅平均房价指数环比涨幅表现较为波动，相关涨幅在7月至9月分别约为-1.0%、0.16%和0.1%。

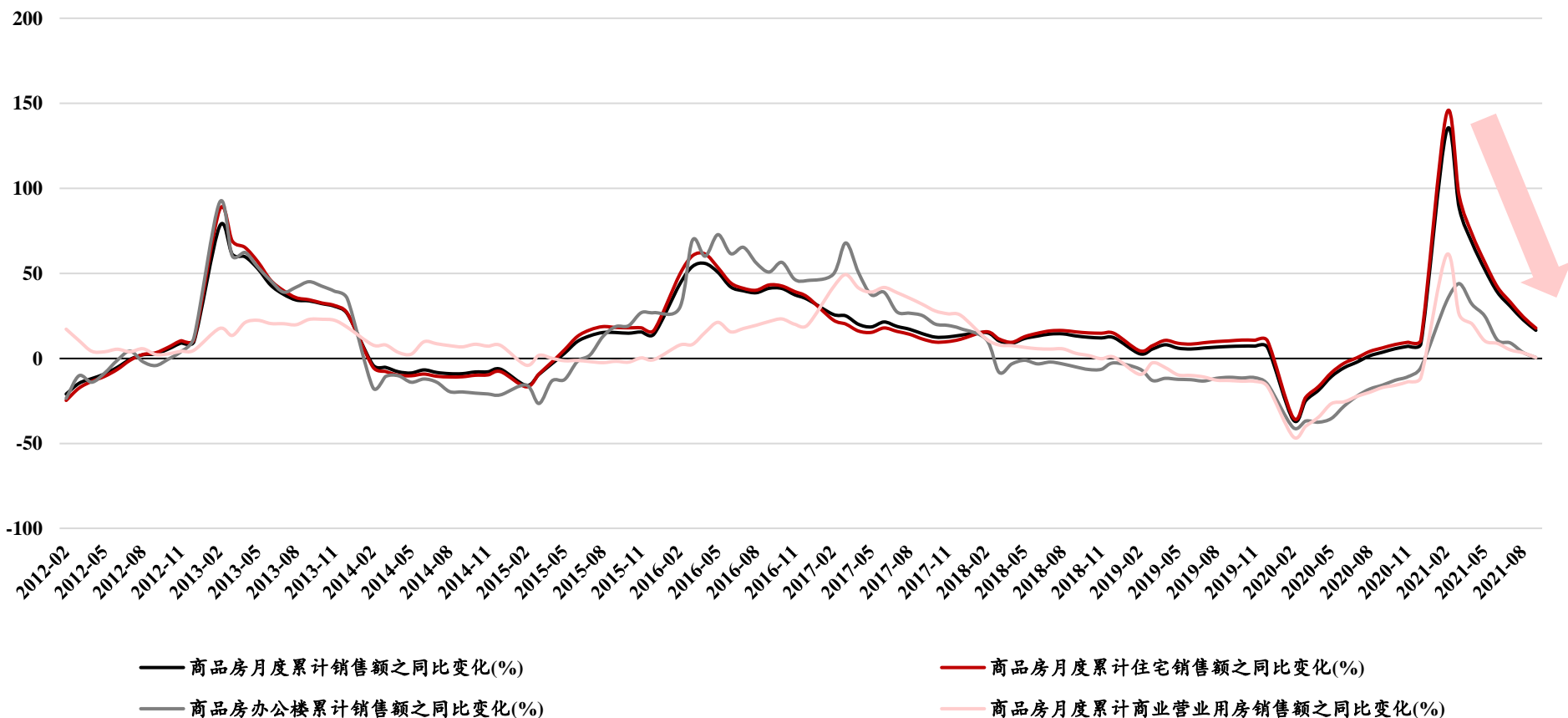
百城住宅平均价格指数按城市级别之环比表现



2021年首9个月全国商品房累计销售增速持续回落至约16.6%

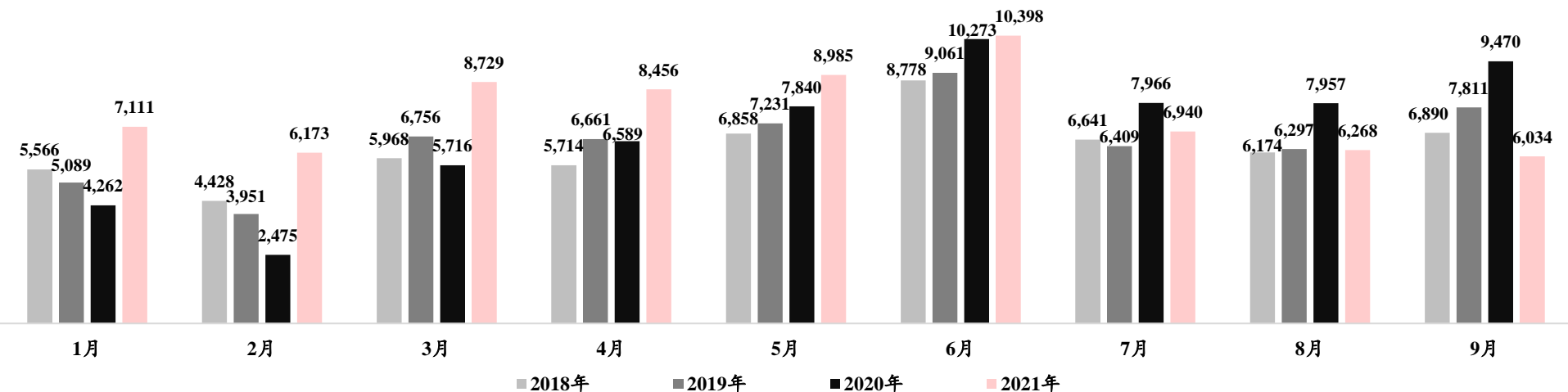
- 受疫情扰动和调控升级所影响，今年9月份，被视为房地产传统销售旺季的“金九”销售表现强差人意；
- 2021年首9个月全国整体商品房累计销售增长持续回落至约16.6%；其中，住宅类房屋期内累计销售增长约为17.8%，表现明显优于办公楼(约0.5%)和商业营业房(约0.5%)。

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

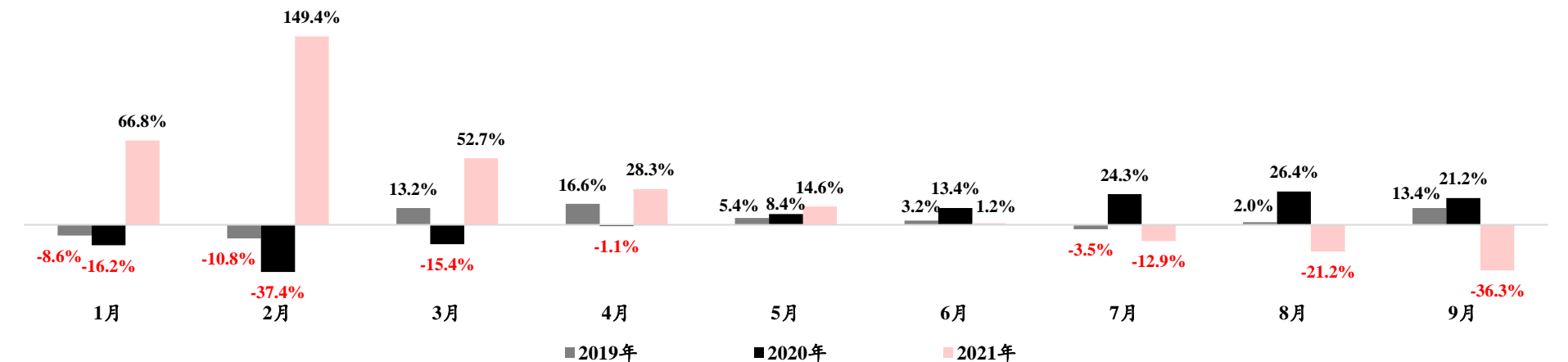


百强内房企业2021年3季度权益销售明显倒退

百强内房企业近年首3季权益销售总额(亿元人民币)对比



百强内房企业近年首3季权益销售总额同比表现(%)

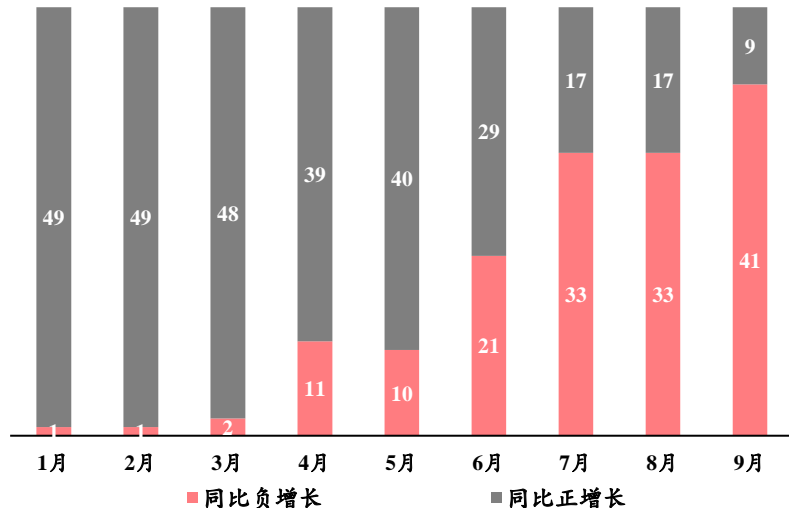


41家首五十强内房企业2021年9月权益销售录得负增长

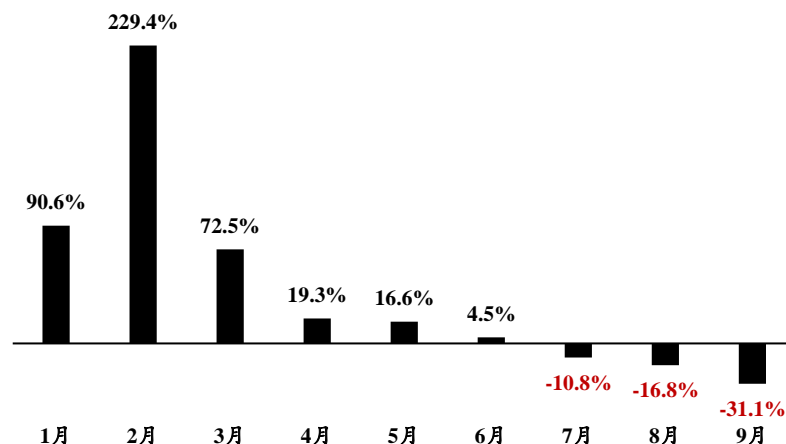
首五十强内房企业2021年1-9月权益销售同比表现(%)

公司名称	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
碧桂园	22.2%	126.4%	15.3%	6.3%	-2.2%	-10.1%	-4.5%	-24.2%	-33.1%
中国恒大	47.0%	-35.9%	8.0%	2.4%	7.3%	-7.8%	32.2%	0.7%	91.3%
万科地产	23.8%	65.3%	11.7%	14.8%	-5.4%	-6.1%	15.1%	-35.4%	-33.5%
保利发展	139.8%	19.5%	90.0%	25.6%	47.9%	-18.8%	24.2%	13.3%	35.4%
融创中国	86.7%	167.3%	46.2%	52.7%	38.8%	26.6%	18.4%	-39.2%	45.5%
中海地产	35.7%	70.8%	26.3%	26.3%	27.2%	-10.6%	0.3%	-8.2%	44.0%
绿地控股	89.2%	5.3%	46.2%	-2.9%	2.3%	22.2%	61.7%	7.1%	55.5%
世茂集团	95.7%	162.1%	50.1%	18.8%	31.9%	2.6%	24.0%	-18.4%	29.9%
华润置地	138.8%	197.2%	9.2%	78.6%	9.2%	56.9%	29.1%	-9.0%	10.9%
招商蛇口	76.1%	844.4%	39.7%	55.5%	35.3%	20.1%	17.0%	-46.3%	16.5%
金地集团	95.4%	493.5%	107.3%	88.8%	25.6%	-0.6%	24.6%	-11.7%	16.6%
龙湖集团	48.9%	218.1%	6.3%	8.1%	25.0%	6.4%	-9.9%	-17.5%	33.2%
新城控股	42.1%	160.3%	23.0%	2.9%	10.9%	-6.3%	33.9%	-16.6%	22.4%
中国金茂	91.3%	705.8%	72.4%	26.2%	15.8%	-46.9%	18.3%	-33.3%	13.8%
旭辉集团	77.2%	479.6%	187.2%	118.3%	42.9%	11.4%	1.8%	-34.1%	-9.8%
绿城中国	180.0%	966.7%	88.8%	87.3%	81.8%	10.6%	10.8%	56.5%	98.4%
阳光城	26.6%	298.1%	33.7%	-7.4%	-2.5%	-5.0%	13.0%	1.4%	20.1%
金科集团	34.4%	324.0%	-6.0%	88.2%	14.5%	-32.7%	25.3%	-18.7%	35.9%
龙光集团	164.6%	349.4%	81.2%	11.9%	0.3%	23.5%	17.8%	-17.0%	25.2%
建发房产	277.5%	3844.4%	223.5%	157.4%	97.1%	79.7%	16.6%	23.4%	20.2%
中南置地	104.8%	140.5%	82.5%	19.7%	1.0%	-16.6%	-3.2%	-31.4%	34.2%
中梁控股	93.0%	497.5%	140.0%	11.0%	4.2%	-19.8%	-4.3%	-28.9%	33.5%
佳兆业	101.2%	254.6%	178.5%	74.0%	30.6%	10.5%	5.9%	-6.1%	39.6%
荣盛发展	-10.0%	317.0%	143.1%	-20.6%	21.0%	38.5%	75.7%	-13.1%	51.9%
融信集团	79.6%	308.8%	136.7%	4.1%	-32.7%	25.8%	27.4%	14.4%	2.0%
富力地产	59.5%	197.0%	11.4%	-6.7%	-5.3%	-27.9%	28.8%	-27.8%	33.2%
美的置业	136.3%	270.6%	109.5%	55.9%	31.5%	13.5%	-0.6%	-39.2%	37.1%
雅居乐	148.8%	510.1%	51.6%	-21.9%	-31.9%	18.8%	37.2%	-33.4%	36.8%
越秀地产	217.0%	316.4%	147.9%	32.4%	-23.8%	-29.7%	33.9%	82.5%	24.8%
奥园集团	89.9%	296.7%	52.1%	11.2%	3.9%	-22.0%	13.3%	-17.7%	22.9%
卓越集团	144.1%	110.1%	127.8%	-15.2%	70.3%	168.0%	27.6%	292.2%	16.8%
中国铁建	196.8%	221.3%	376.9%	187.1%	94.5%	0.1%	-9.5%	-51.7%	17.8%
祥生集团	67.6%	165.4%	59.7%	43.0%	-0.2%	20.7%	41.2%	22.5%	64.7%
正荣集团	59.6%	209.0%	100.0%	52.4%	15.4%	-66.5%	30.1%	-14.6%	68.5%
滨江集团	118.3%	7964.7%	81.7%	-10.6%	-39.1%	71.9%	56.8%	-1.6%	13.8%
中骏集团	118.5%	537.0%	246.8%	59.8%	10.3%	29.8%	273.7%	7.2%	62.3%
时代中国	18.3%	209.5%	57.3%	48.0%	6.6%	0.1%	-7.1%	-26.8%	36.2%
宝龙地产	308.9%	163.0%	197.1%	46.0%	27.8%	1.9%	26.2%	18.0%	18.3%
远洋集团	41.5%	71.3%	22.1%	18.8%	21.7%	13.5%	15.6%	15.2%	1.3%
路劲集团	79.3%	153.2%	38.2%	9.9%	57.4%	52.6%	24.0%	28.3%	27.4%
首开股份	97.7%	100.7%	72.6%	170.1%	3.7%	40.4%	11.8%	13.7%	-3.4%
华发股份	114.7%	8.2%	165.4%	55.3%	100.2%	-18.2%	30.1%	-39.7%	49.0%
合景泰富	44.8%	201.0%	75.0%	136.3%	41.0%	35.1%	13.3%	-28.1%	57.6%
禹洲集团	169.1%	237.4%	62.3%	-0.5%	2.5%	-9.8%	14.7%	-27.2%	32.3%
金辉集团	71.8%	985.5%	32.8%	9.5%	29.2%	-24.5%	12.2%	-44.7%	73.1%
海伦堡	84.7%	169.9%	152.1%	-9.8%	-14.3%	-18.3%	36.2%	-18.1%	22.1%
华侨城	173.5%	4293.3%	144.3%	76.2%	81.1%	167.4%	96.4%	19.9%	59.0%
新希望地产	131.5%	902.4%	294.0%	16.4%	60.4%	25.3%	-6.1%	-61.8%	40.4%
敏捷集团	13.3%	367.4%	2.3%	-5.0%	85.5%	56.3%	33.6%	81.1%	41.4%
新力地产	102.7%	310.9%	-12.3%	-21.0%	17.3%	-10.4%	18.2%	-17.6%	20.9%

首五十强内房企业期内权益销售同比录得正/负增长数



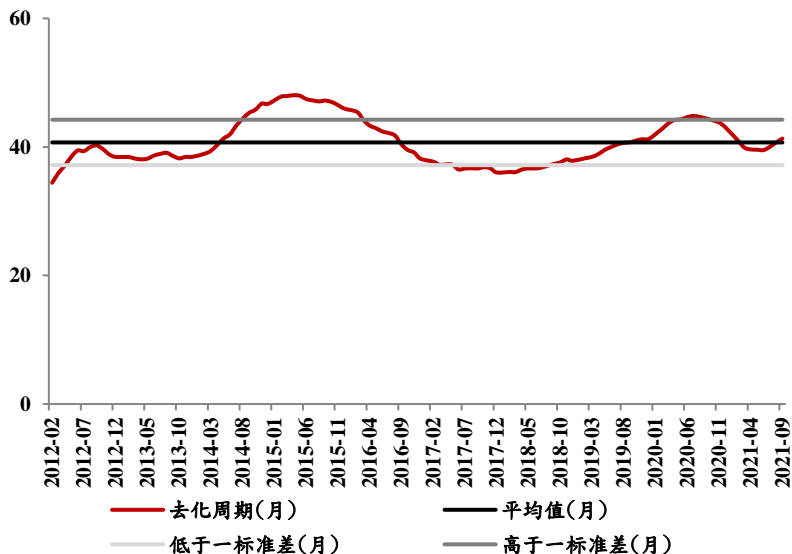
首五十强内房企业期内权益销售同比表现中位数



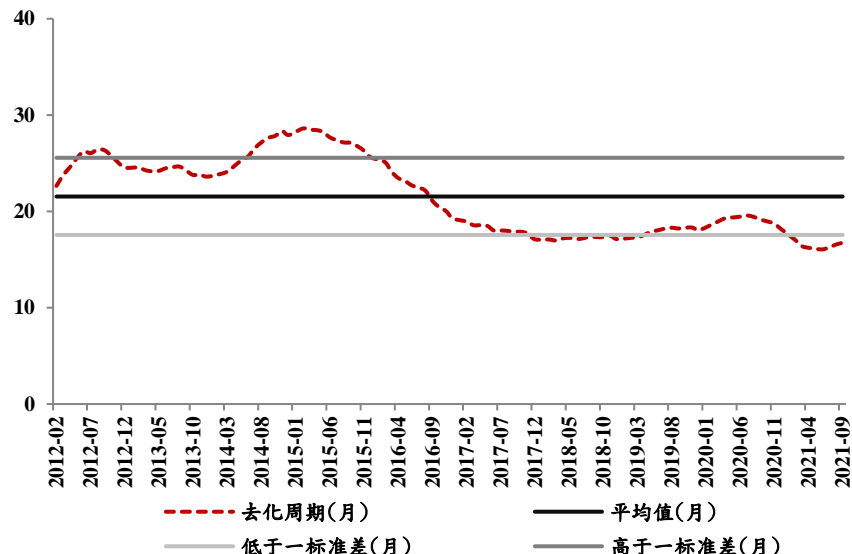
政策压力边际趋缓，“房住不炒”仍是主基调

- 人民银行分别在9月27日和29日先后提及房地产“两维护”：“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，或表明央行对房地产市场下行以及部分房企引发的风险事件有所关注，并释放维稳的信号，预计针对刚需群体的住房按揭贷款政策压力短期内将边际趋缓，尤其是在提高个人首次置业、“卖一买一”改善型需求的按揭贷款额度，缩短按揭放贷周期等，支持居民合理的购房消费权益，确保正常房地产交易平稳运行，同时也有望加快房企整体销售回款，缓和经营层面流动性问题。此外，金融机构出于对资金安全性的考虑，或更倾向与财务优质的房企合作，因此相关房企将受惠程度相对较大；
- 基于行业整体库存仍处于合理水平以及更进一步防范、化解房地产金融风险，预计中央未来将继续坚持“房住不炒”的政策主基调，不会明显放松行业调控力度，并将积极稳妥推进房产税立法和改革，扩大房产税试点，建设好房地产市场长效管理机制。此外，房企融资环境仍将趋紧，加剧房企分化表现，并加速行业优胜劣汰，而经营稳健的优质房企将有望得益于行业集中度提升。

全国商品房库存量去化周期表现



全国商品住宅库存量去化周期表现



第二章

内房企业持续优化债务结构，属“绿档”之房企不断增多

“345”新规，重点房企按负债率为核心指标进行监管

- 2020年8月20日，中国人民银行、住建部、银保监会召开了房企座谈会，与会12家房企代表包括碧桂园、恒大、万科、融创、中梁、保利、新城、华侨城、绿地、华润、中海和阳光城。根据8月23日央行、住建部官网披露，会议形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，市场称之为“345”新规。
- “345”新规具体是将重点房企直接纳入监管体系按负债率为核心指标进行监管，依据杠杆水平高低设置三道红线，剔除预收款后负债率大于70%、净负债率超过100%、现金短债比小于1倍，将房企分为四档设置信贷增长规模。根据观点网站，监管部门在9月26日提出将要求试点房企在2023年6月30日之前完成降负债目标。

“345”新规说明图

“3”条红线

红线一 剔除预收款后负债率大于70%

红线二 净负债率超过100%

红线三 现金短债比小于1倍

“4”档分层管控

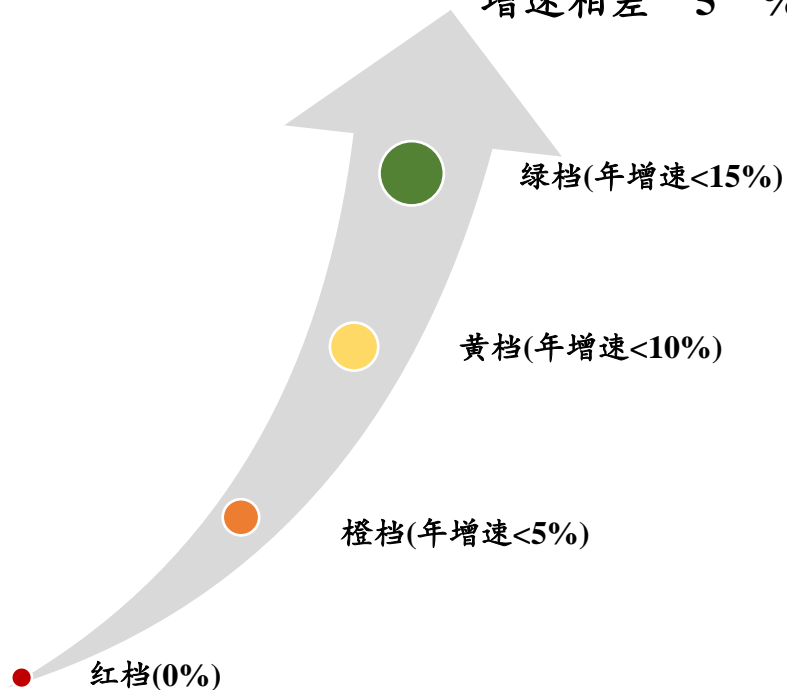
没有
红线
触发

一
条
红
线
触
发

二
条
红
线
触
发

三
条
红
线
触
发

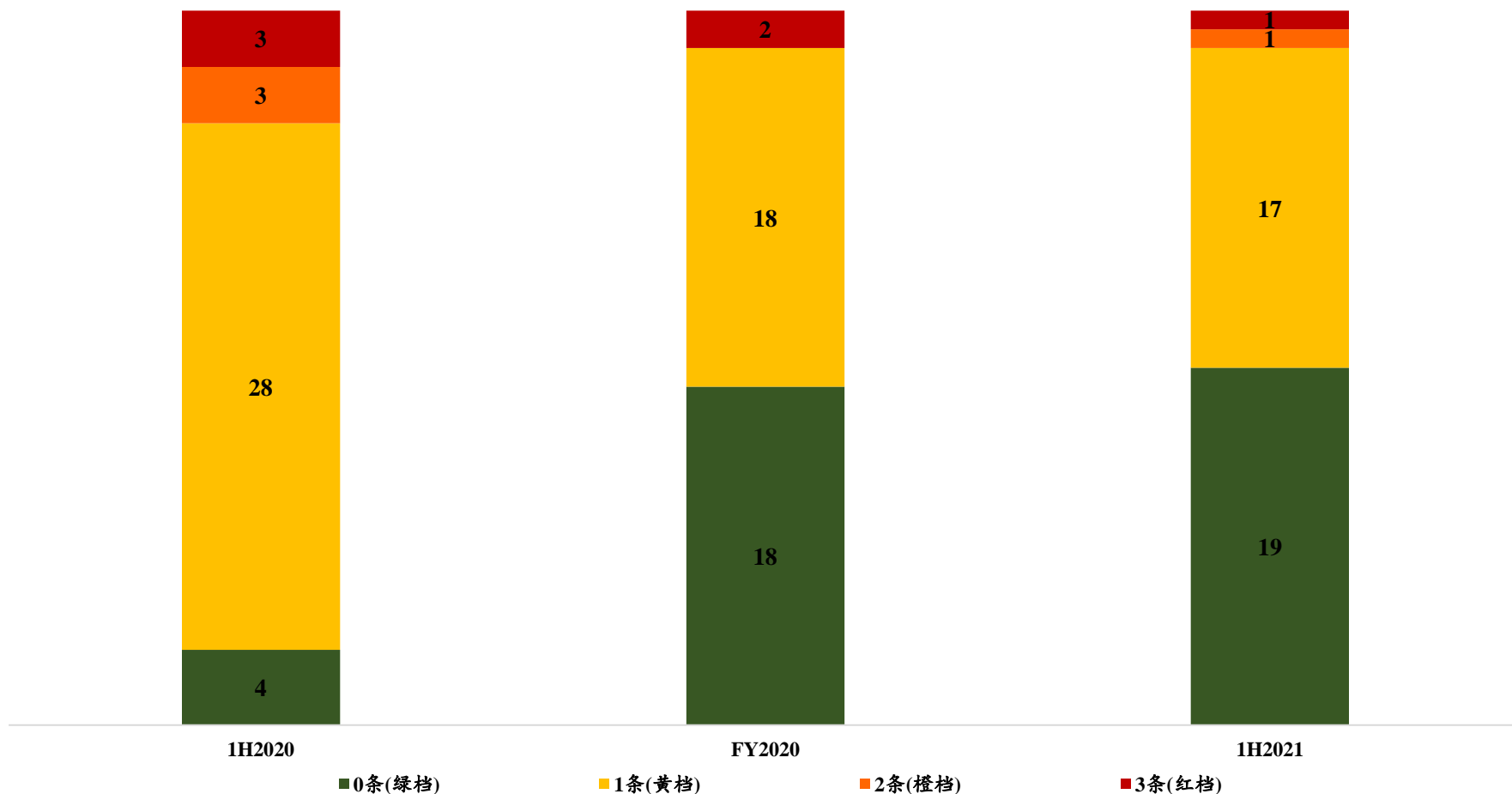
每档对应有息负债
增速相差“5”%



内房企业近年持续优化债务结构，属绿档之房企不断增多

- 在我们观察的38家香港主要上市内房企业中，内房企业近年持续优化债务结构，属绿档之房企由2020年上半年底的4家不断增加至2021年上半年底的19家。

香港上市主要内房企业近年踩红线情况



中国恒大和富力地产2021年上半年底分别触发两条和三条红线

- 在我们观察的38家香港主要上市内房企业中，19家没有触发红线，被视作「绿档」；
- 17家房企均触发一条红线，被视作「黄档」；
- 中国恒大触发两条红线，被视作「橙档」；
- 富力地产均触发全部三条红线，被视作「红档」。

香港上市主要内房企业触发红线的情况

没有触发红线(19)

中国海外发展(0688.HK)、龙湖集团(0960.HK)、华润置地(1109.HK)、世茂集团(0813.HK)、龙光集团(3380.HK)、中国金茂(0817.HK)、雅居乐集团(3383.HK)、深圳控股(0604.HK)、越秀地产(0123.HK)、宝龙地产(1238.HK)、合生创展集团(0754.HK)、佳兆业集团(1638.HK)、建发国际(1908.HK)、远洋集团(3377.HK)、中骏集团控股(1966.HK)、融信中国(3301.HK)、弘阳地产(1996.HK)、大发地产(6111.HK)、景业名邦集团(2231.HK)

触发一条红线(17)

万科企业(2202.HK)、碧桂园(2007.HK)、融创中国(1918.HK)、旭辉控股集团(0884.HK)、新城发展(1030.HK)、合景泰富集团(1813.HK)、时代中国控股(1233.HK)、中国奥园(3883.HK)、美的置业(3990.HK)、正荣地产(6158.HK)、中梁控股(2772.HK)、绿城中国(3900.HK)、禹洲集团(1628.HK)、新力控股集团(2103.HK)、建业地产(0832.HK)、花样年控股(1777.HK)、德信中国(2019.HK)

触发两条红线(1)

中国恒大(3333.HK)

触发三条红线(1)

富力地产
(2777.HK)

19家香港上市主要内房企业之资产负债率(剔除预收款后)仍高于70%

香港上市主要内房企业2021年上半年底三条红线之各项财务比率表现

公司名称	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
富力地产(2777.HK)	55.5%	123.5%	74.9%	1	1	1	3
中国恒大(3333.HK)	67.3%	99.8%	81.0%	1	0	1	2
万科企业(2202.HK)	228.1%	20.6%	71.1%	0	0	1	1
碧桂园(2007.HK)	214.5%	49.7%	78.5%	0	0	1	1
融创中国(1918.HK)	135.4%	86.6%	76.5%	0	0	1	1
旭辉控股集团(0884.HK)	267.8%	60.5%	72.1%	0	0	1	1
新城发展(1030.HK)	170.8%	65.2%	76.9%	0	0	1	1
合景泰富集团(1813.HK)	201.3%	54.1%	74.5%	0	0	1	1
时代中国控股(1233.HK)	229.7%	70.9%	76.6%	0	0	1	1
中国奥园(3883.HK)	132.1%	80.7%	78.9%	0	0	1	1
美的置业(3990.HK)	302.8%	58.2%	76.1%	0	0	1	1
正荣地产(6158.HK)	218.5%	57.2%	72.4%	0	0	1	1
中梁控股(2772.HK)	146.4%	60.5%	79.3%	0	0	1	1
绿城中国(3900.HK)	201.1%	75.2%	73.5%	0	0	1	1
禹洲集团(1628.HK)	185.0%	80.4%	74.0%	0	0	1	1
新力控股集团(2103.HK)	144.8%	50.5%	73.5%	0	0	1	1
建业地产(0832.HK)	193.3%	92.2%	87.2%	0	0	1	1
花样年控股(1777.HK)	159.4%	76.8%	72.5%	0	0	1	1
德信中国(2019.HK)	137.3%	72.4%	73.6%	0	0	1	1
中国海外发展(0688.HK)	259.6%	32.5%	53.4%	0	0	0	0
龙湖集团(0960.HK)	548.3%	46.0%	68.3%	0	0	0	0
华润置地(1109.HK)	226.9%	28.5%	60.9%	0	0	0	0
世茂集团(0813.HK)	185.4%	50.4%	68.1%	0	0	0	0
龙光集团(3380.HK)	268.8%	45.5%	69.0%	0	0	0	0
中国金茂(0817.HK)	155.1%	47.2%	67.9%	0	0	0	0
雅居乐集团(3383.HK)	144.8%	45.3%	68.8%	0	0	0	0
深圳控股(0604.HK)	170.0%	22.9%	59.8%	0	0	0	0
越秀地产(0123.HK)	179.9%	49.8%	69.4%	0	0	0	0
宝龙地产(1238.HK)	128.7%	77.8%	69.7%	0	0	0	0
合生创展集团(0754.HK)	113.7%	75.3%	63.2%	0	0	0	0
佳兆业集团(1638.HK)	190.8%	93.4%	69.6%	0	0	0	0
建发国际集团(1908.HK)	522.9%	77.7%	69.8%	0	0	0	0
远洋集团(3377.HK)	185.7%	67.2%	60.5%	0	0	0	0
中骏集团控股(1966.HK)	158.4%	77.9%	69.5%	0	0	0	0
融信中国(3301.HK)	136.4%	71.5%	69.7%	0	0	0	0
弘阳地产(1996.HK)	168.7%	53.9%	69.4%	0	0	0	0
大发地产(6111.HK)	140.6%	56.4%	69.0%	0	0	0	0
景业名邦集团(2231.HK)	143.1%	20.3%	58.0%	0	0	0	0

第三章

严选经营稳健的优质房企作为中长线投资标的

香港上市主要内房企业信用状况存在明显差距

香港上市主要内房企业之国际评级和评级展望表现

公司名称	穆迪		标准普尔		惠誉	
	评级	评级展望	评级	评级展望	评级	评级展望
中国海外发展(0688.HK)	Baa1	稳定	BBB+	稳定	A-	稳定
万科企业(2202.HK)	Baa1	稳定	BBB+	稳定	BBB+	稳定
华润置地(1109.HK)	Baa1	稳定	BBB+	稳定	BBB+	稳定
龙湖集团(0960.HK)	Baa2	稳定	BBB	稳定	BBB	正面
越秀地产(0123.HK)	Baa3	稳定	-	-	BBB-	稳定
远洋集团(3377.HK)	Baa3	稳定	-	-	BBB-	稳定
碧桂园(2007.HK)	Baa3	稳定	BB+	正面	BBB-	稳定
中国金茂(0817.HK)	Baa3	稳定	BBB-	负面	BBB-	稳定
世茂集团(0813.HK)	Ba1	稳定	BBB-	稳定	BBB-	稳定
新城发展(1030.HK)	Ba1	稳定	BB+	稳定	BB+	稳定
龙光集团(3380.HK)	Ba2	稳定	BB	稳定	BB	正面
旭辉控股集团(0884.HK)	Ba2	稳定	BB	稳定	BB	稳定
雅居乐集团(3383.HK)	Ba2	稳定	BB	稳定	-	-
融创中国(1918.HK)	Ba3	稳定	BB	稳定	BB	正面
绿城中国(3900.HK)	Ba3	稳定	BB-	稳定	-	-
时代中国控股(1233.HK)	Ba3	负面	BB-	稳定	BB-	稳定
宝龙地产(1238.HK)	B1	稳定	BB-	稳定	-	-
中骏集团控股(1966.HK)	B1	稳定	B+	稳定	BB-	稳定
正荣地产(6158.HK)	B1	稳定	-	-	B+	正面
合景泰富集团(1813.HK)	B1	稳定	B+	稳定	BB-	稳定
中梁控股(2772.HK)	B1	稳定	B+	稳定	B+	正面
中国奥园(3883.HK)	B1	*	B	负面	BB	负面
建业地产(0832.HK)	B1	负面	B+	负面	B+	负面
弘阳地产(1996.HK)	B2	稳定	-	-	B+	稳定
禹洲集团(1628.HK)	B2	负面	-	-	B+	稳定
融信中国(3301.HK)	B2	*	B	稳定	B+	负面
合生创展集团(0754.HK)	B2	负面	B	稳定	B+	稳定
德信中国(2019.HK)	B2	稳定	B	稳定	-	-
大发地产(6111.HK)	B2	稳定	-	-	-	-
佳兆业集团(1638.HK)	B2	*	B	稳定	B	稳定
富力地产(2777.HK)	B3	负面	B-	负面	B+	负面
中国恒大(3333.HK)	Ca	负面	CC	负面	C	-
新力控股集团(2103.HK)	Ca	负面	SD	-	-	-
花样年控股(1777.HK)	Ca	负面	SD	-	-	-

香港上市主要内房企业彭博累计违约概率表现

公司名称	彭博累计违约概率(%)							
	5年	4年	3年	2年	1年	9个月	6个月	3个月
景业名邦集团(2231.HK)	1.56	1.27	0.92	0.45	0.03	0.01	0.00	0.00
深圳控股(0604.HK)	1.87	1.57	1.18	0.64	0.09	0.03	0.01	0.00
中国海外发展(0688.HK)	1.90	1.60	1.20	0.65	0.08	0.03	0.01	0.00
弘阳地产(1996.HK)	1.93	1.63	1.25	0.71	0.13	0.06	0.02	0.00
越秀地产(0123.HK)	1.95	1.65	1.26	0.72	0.12	0.05	0.02	0.00
万科企业(2202.HK)	1.96	1.65	1.25	0.69	0.10	0.04	0.01	0.00
远洋集团(3377.HK)	2.01	1.72	1.33	0.79	0.17	0.08	0.03	0.00
龙湖集团(0960.HK)	2.04	1.72	1.31	0.72	0.11	0.04	0.01	0.00
华润置地(1109.HK)	2.06	1.75	1.33	0.74	0.11	0.04	0.01	0.00
德信中国(2019.HK)	2.10	1.79	1.40	0.83	0.18	0.09	0.03	0.00
碧桂园(2007.HK)	2.18	1.87	1.45	0.84	0.17	0.08	0.02	0.00
中梁控股(2772.HK)	2.24	1.93	1.52	0.92	0.23	0.11	0.04	0.00
正荣地产(6158.HK)	2.27	1.96	1.55	0.94	0.24	0.12	0.04	0.00
中骏集团控股(1966.HK)	2.41	2.10	1.67	1.05	0.30	0.16	0.06	0.01
龙光集团(3380.HK)	2.49	2.17	1.72	1.06	0.29	0.14	0.05	0.00
建发国际集团(1908.HK)	2.55	2.22	1.77	1.10	0.31	0.16	0.06	0.01
美的置业(3990.HK)	2.56	2.24	1.80	1.14	0.35	0.18	0.07	0.01
雅居乐集团(3383.HK)	2.82	2.50	2.04	1.36	0.50	0.29	0.12	0.02
大发地产(6111.HK)	2.90	2.57	2.11	1.41	0.52	0.30	0.13	0.02
旭辉控股集团(0884.HK)	2.93	2.60	2.13	1.42	0.52	0.30	0.13	0.02
合生创展集团(0754.HK)	3.06	2.73	2.25	1.51	0.57	0.33	0.14	0.02
富力地产(2777.HK)	3.15	2.82	2.37	1.68	0.76	0.49	0.24	0.05
融信中国(3301.HK)	3.17	2.86	2.44	1.78	0.90	0.61	0.33	0.09
新城发展(1030.HK)	3.21	2.87	2.40	1.65	0.70	0.42	0.19	0.04
中国金茂(0817.HK)	3.27	2.94	2.46	1.72	0.75	0.46	0.22	0.04
宝龙地产(1238.HK)	3.28	2.94	2.47	1.72	0.75	0.47	0.22	0.04
绿城中国(3900.HK)	3.40	3.07	2.60	1.85	0.86	0.55	0.27	0.06
融创中国(1918.HK)	3.68	3.34	2.85	2.08	1.04	0.68	0.35	0.08
时代中国控股(1233.HK)	3.76	3.42	2.94	2.17	1.13	0.76	0.40	0.10
合景泰富集团(1813.HK)	3.87	3.54	3.04	2.25	1.18	0.79	0.41	0.11
世茂集团(0813.HK)	3.99	3.65	3.15	2.35	1.27	0.86	0.45	0.12
建业地产(0832.HK)	4.62	4.28	3.80	3.00	1.88	1.38	0.83	0.29
花样年控股(1777.HK)	4.79	4.48	4.05	3.36	2.37	1.89	1.29	0.58
禹洲集团(1628.HK)	5.01	4.68	4.19	3.40	2.26	1.71	1.07	0.41
佳兆业集团(1638.HK)	5.05	4.72	4.24	3.45	2.31	1.76	1.11	0.43
中国奥园(3883.HK)	5.76	5.43	4.95	4.15	2.98	2.35	1.57	0.68
中国恒大(3333.HK)	9.44	9.11	8.60	7.74	6.41	5.47	4.09	2.22
新力控股集团(2103.HK)	19.65	19.33	18.80	17.87	16.31	14.78	12.12	7.83

*数据来源时间: 2021年10月27日; 评级表示长期发行人信用评级; *表示已列入观察名单

中海外、华润置地、龙湖当前财务安全边际相对较高

内房企业2021年6月底各项财务指标表现逊于行业中位数之统计

公司名称	总带息负债/ 股东权益比	(总带息负债-现金)/ 股东权益比	(总带息负债+应付款项-现金)/ 股东权益比	现金/ 短期带息负债	应付款项/ 总带息负债	应付款项/ 股东权益	财务指标逊于行 业中位数之数量
中国海外发展(0688.HK)							0
龙光集团(3380.HK)							0
远洋集团(3377.HK)							0
龙湖集团(0960.HK)					1		1
华润置地(1109.HK)					1		1
世茂集团(0813.HK)					1		1
雅居乐集团(3383.HK)				1			1
越秀地产(0123.HK)					1		1
宝龙地产(1238.HK)				1			1
合生创展集团(0754.HK)				1			1
景业名邦集团(2231.HK)				1			1
万科企业(2202.HK)					1	1	2
合景泰富集团(1813.HK)					1	1	2
富力地产(2777.HK)		1		1			2
深圳控股(0604.HK)				1	1		2
中骏集团控股(1966.HK)		1		1			2
弘阳地产(1996.HK)				1	1		2
碧桂园(2007.HK)			1		1	1	3
融创中国(1918.HK)	1	1		1			3
佳兆业集团(1638.HK)	1	1	1				3
禹洲集团(1628.HK)	1	1	1				3
花样年控股(1777.HK)	1	1		1			3
中国金茂(0817.HK)			1	1	1	1	4
美的置业(3990.HK)	1		1		1	1	4
正荣地产(6158.HK)	1	1	1			1	4
建发国际集团(1908.HK)	1	1	1			1	4
旭辉控股集团(0884.HK)	1	1	1		1	1	5
时代中国控股(1233.HK)	1	1	1		1	1	5
中国奥园(3883.HK)	1	1	1	1		1	5
绿城中国(3900.HK)	1	1	1		1	1	5
融创中国(3301.HK)	1	1	1	1		1	5
新力控股集团(2103.HK)	1		1	1	1	1	5
建业地产(0832.HK)	1	1	1		1	1	5
德信中国(2019.HK)	1	1	1	1		1	5
大发地产(6111.HK)	1	1	1	1		1	5
中国恒大(3333.HK)	1	1	1	1	1	1	6
新城发展(1030.HK)	1	1	1	1	1	1	6
中梁控股(2772.HK)	1	1	1	1	1	1	6

*应付款项包括贸易应付款项及应付票据、应付账款、应付工资、应付利息、应付股利、应付债券、应付账款、其他应付款项等；股东权益是母公司股东权益占权益，不包括控股子公司权益、未发资本证券等

重要声明

免责声明：

此报告只提供给您作参考用途，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>