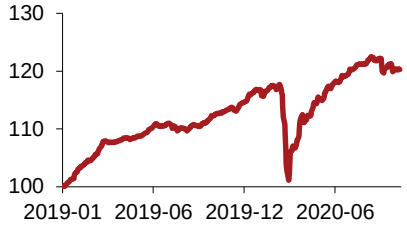
单“B”评级地产公司安全能级综合测评

中资地产高收益债甄选策略

克而瑞中国地产债券领先指数走势图



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券

相关报告

分析师 孙杨
执业证号：BOI804
852-25105555
yang.sun@cricsec.com

联系人 吴浩宗
852-25105555
wuhaozong@cric.com

联系人 杜晔婕
852-25105555
duyejie@cric.com

投资要点

- **单“B”评级地产公司样本 25 家，综合抗风险能力、一二级市场表现、盈利能力、规模、经营及成长潜力五个维度，采用 1-5 分的评分原则，排名前五的房企是金科股份、宝龙地产、合景泰富集团、融信中国、中国奥园。**
- **从抗风险能力维度来看，多数房企得分较为集中。**本维度涉及指标 13 项，有 17 家房企处于 3 分以上的水平，而这其中仅**宝龙地产**处于 4 分以上的水平。涉及三道红线的指标中，所有房企扣除合约负债的资产负债率指标全部越线，而净负债率以及现金短债比越线的公司基本各占一半，总体来说，降杠杆以及降发债利率缓解融资压力是所有公司短期内的首要目标。
- **从一、二级市场表现来看大部分公司的得分基本遵循其评级水平。**本维度涉及指标 7 项，**融信中国**综合得分排在首位。获得 3 分以上的房企数量为 15 家，而这其中又有 8 家房企的评分达到了 4 分以上。
- **盈利能力维度来看，本维度下多数房企得分较为集中。**本维度涉及指标 8 项，**合景泰富集团**综合得分排在首位。大部分房企主要集中于 2-3 分，有 17 家房企处于这一梯队，有 6 家房企处于 3 分以上以上的水平，仅一家房企处于 2 分以下的水平。
- **规模维度下房企得分金字塔形梯队分层结构明显。**本维度涉及指标 8 项，仅有**金科股份**一家房企高于 4 分，有 4 家房企处于 3-4 分，8 家房企处于 2-3 分，11 家房企低于 2 分。
- **经营及成长潜力维度下多数房企得分较为集中。**本维度涉及指标 6 项，**德信中国**综合得分排在首位。大部分房企主要集中于 2-3 分，有 16 家房企处于这一梯队，有 7 家房企处于 3 分以上以上的水平，仅一家房企处于 2 分以下的水平。
- **综上，结合本评测分数，以及各公司目前的二级市场收益率水平，1 年内**到期的债券推荐融信中国，中梁控股，新力控股集团及天誉置业的公司个券。**1-2 年内**到期的债券在以上公司的基础上，额外推荐佳兆业集团、德信中国、朗诗地产、大发地产的个券。
- 此外中国恒大处于行业龙头地位，公司战略“高增长、控规模、降负债”与当前的“三道红线”政策相一致，尽管公司的偿债能力关键指标有待优化改善，但结合公司近期的市场销售和提前偿还到期债务，展示了龙头企业的资金调配实力，提振了市场信心，以及其当前的二级市场收益率水平，建议投资者关注。
- **风险提示：**政策风险、融资风险、信用风险、销售未完成风险、数据风险、模型风险

内容目录

测评背景 4
公司测评详解——公司层次分化明显 6
抗风险能力评分集中，多数房企处于中上水平 7
多数公司的一、二级市场表现基本遵循其评级水平 11
盈利能力评分集中，多数房企处于稳健的中等水平 12
规模评分金字塔形梯队分层结构明显 13
经营及成长潜力评分集中，多数房企稳健增长 14
附件 15
研究对象 15
指标体系和方法 16
指标体系 16
模型方法 17
数据来源 19
风险提示 20
评级指南及免责声明 21

图表目录

图 1：B 评级系列公司美元债发行规模占比逐年升高 4
图 2：170 家房企上市公司存量债加权 YTM 情况 5
图 3：剩余期限为 1-1.5 年的存量债加权 YTM 5
图 4：剩余期限为 1.5-2.5 年的存量债加权 YTM 5
图 5：剩余期限为 2.5-3.5 年的存量债加权 YTM 5
图 6：剩余期限为 3.5 年以上的存量债加权 YTM 5
图 7：综合体系评分下“B”评级系列非龙头房企得分分布 6
图 8：抗风险能力维度下 70.9%的房企得分在 3 分以上 8
图 9：现金短债比大于 1 的房企数量过半 10
图 10：净负债率越线的房企过半 10
图 11：全部房企扣除合约负债的资产负债率越线 10
图 12：15 家单“B”房企一、二级市场表现在 3 分以上 11
图 13：6 家单“B”房企盈利能力在 3 分以上 12
图 14：5 家单“B”房企规模在 3 分以上 13
图 15：7 家单“B”房企经营及成长潜力在 3 分以上 14
图 16：“B”评级系列公司安全综合评级体系模型 16

表 1：“B”评级系列公司综合评测体系排名 7
表 2：抗风险能力维度下“B”评级系列非龙头房企排名.....8
表 3：25 家“B”评级系列房企关于三道红线的档位情况（2019 年报）.....9
表 4：一、二级市场表现维度下“B”评级系列非龙头房企排名 11
表 5：盈利能力维度下“B”评级系列非龙头房企排名 12
表 6：规模维度下“B”评级系列非龙头房企排名 13
表 7：经营及成长潜力维度下“B”评级系列非龙头房企排名.....14
表 8：研究对象房地产公司名单.....15

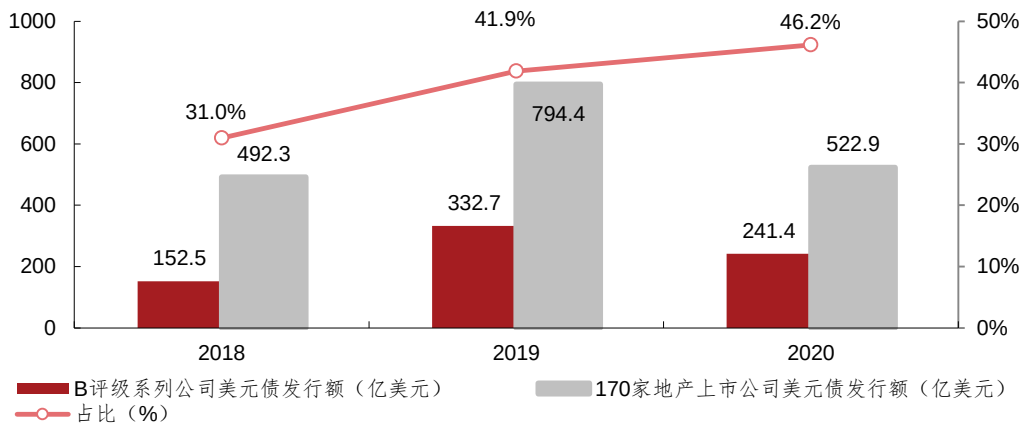
测评背景

近年来，随着中资美元债发行规模的不断壮大，2019 年中央国债登记结算有限责任公司下属中债金融估值中心有限公司首次发布中资美元债系列产品，包括收益率曲线和投资级指数，反映了这一投资品类的市场上的受关注度不断提高。

而其中中资地产美元债因其可观的收益水平受到了资产管理公司、为高净值客户负责理财的私人银行的青睐。在发行长期停摆后破冰的 5 月份，碧桂园在 5 月 20 号发行的 5.44 亿美元债获得了超过 70 亿美元的认购额，这其中 77%来自资产管理公司以及私人银行。

2018 年，170 家房企上市公司发行的美元债规模为 492.3 亿美元，B 评级系列公司的发行额在其中占 31.0%，这一比例在 2020 年即升至 46.2%，此类公司高收益债的发行规模占比正在不断提升，成为投资者遴选标的时不可不关注的部分。

图 1：B 评级系列公司美元债发行规模占比逐年升高

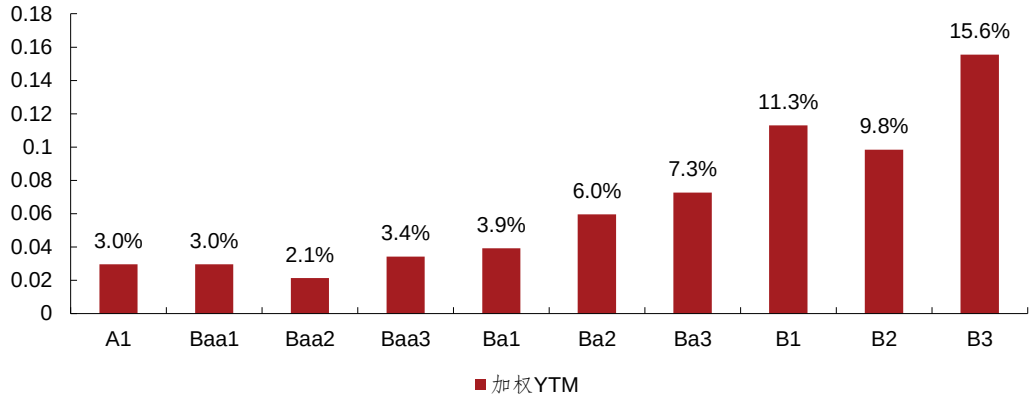


数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

通过我们监测的 170 家公司存量债的二级市场表现可以看到，即便是 B 评级系列的地产公司，B1、B2、B3 评级的公司之间的二级市场表现也存在不小的差异，投资者会质疑二级市场收益率较低的 B2 评级公司是否有足够的安全度以供投资、收益率高出一截的 B3 评级公司是否确实是高收益投资洼地；若仅以某一评级作为筛选标准，此评级中所涉及的地产公司在规模、运营、安全度上也存在一定差异，因此如何选择高性价比的高收益债券成为一个有待解决的问题。

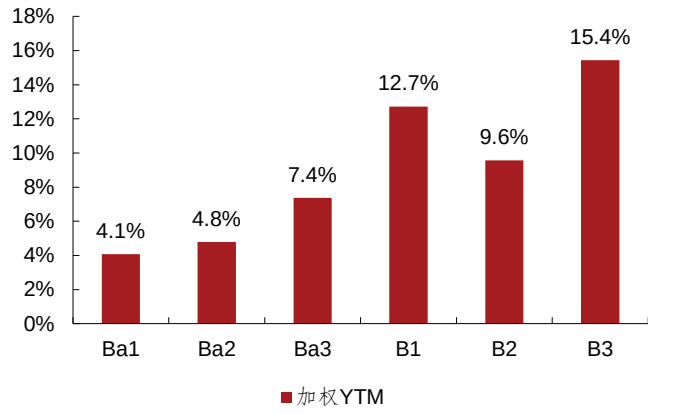
为此我们建立了一个具有针对性的单“B”公司评分体系，帮助投资者更为客观、高效地选择需要关注的公司债券。此体系由**“抗风险能力”**、**“一、二级市场表现”**、**“盈利能力”**、**“规模”**、**“经营及成长潜力”**五个维度下经过筛选后保留的 42 个指标组成，涵盖公司基本面、市场评价、投资者倾向等主观及客观要素，通过五个维度较为全面地考量房企的综合表现，以便在二级市场上寻求市场认知与公司基本面不匹配的投资机会。

图 2：170 家房企上市公司存量债加权 YTM 情况



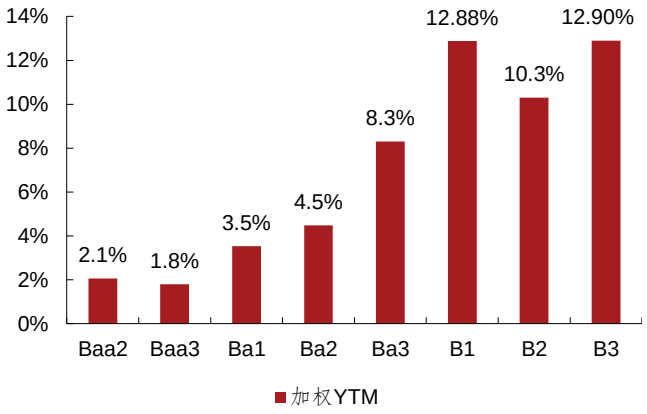
数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

图 3：剩余期限为 1-1.5 年的存量债加权 YTM



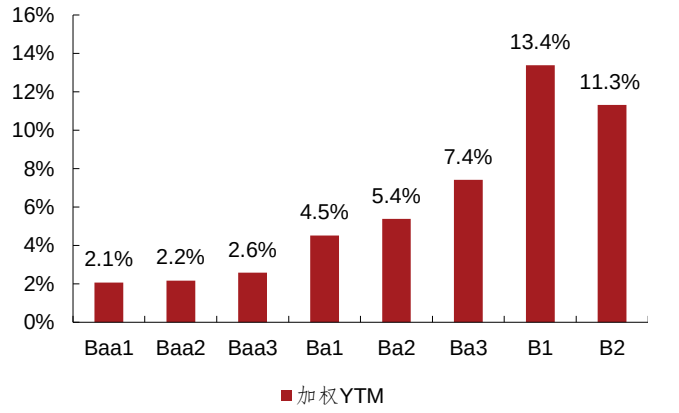
数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

图 4：剩余期限为 1.5-2.5 年的存量债加权 YTM



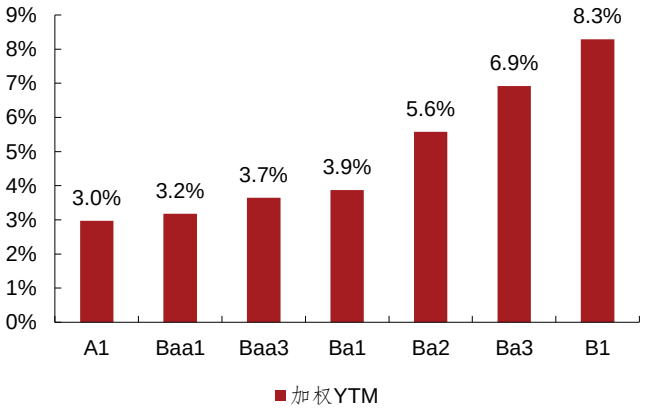
数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

图 5：剩余期限为 2.5-3.5 年的存量债加权 YTM



数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

图 6：剩余期限为 3.5 年以上的存量债加权 YTM



数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

备注：由于中国恒大在 YTM 上的影响，使得 B1 评级公司在总体与除去 3.5 年以上各剩余时间段内的加权 YTM 对比 B2 评级公司都出现了倒挂现象，若将其剔除则恢复正常；

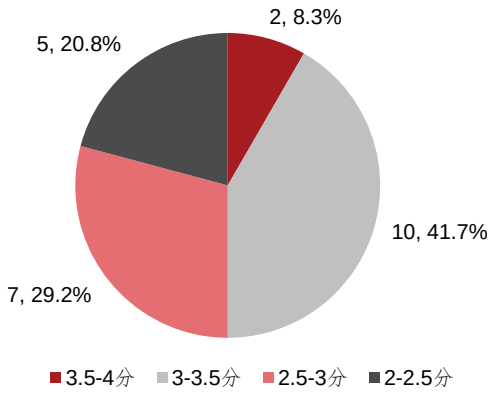
（2）相关数据更新日期为 2020 年 11 月 3 日。

公司测评详解——公司层次分化明显

“B”评级系列公司评测中，各维度层级均有表现较优者，按照 1-5 分的评分标准，处于 2-3 分（100 分制：40-60 分）以及 3-4 分（100 分制：60-80 分）的非龙头房企房企数量平均，各为 12 家。进一步细分区间，3.5-4 分区间的公司有 2 家，3-3.5 分区间的公司有 10 家；2.5-3 分的公司有 7 家，2-2.5 分的公司有 5 家。

金科股份与**宝龙地产**因在五个维度中的表现皆较为优秀，成为取得 3.5 分以上评分的为数不多的两家公司；而**德信中国**因在除规模外的其他四个维度中皆获得了较高的评分，因此取得了 24 家非龙头企业中第 12 名的排名，位列前 50%。

图 7：综合体系评分下“B”评级系列非龙头房企得分分布



数据来源：克而瑞证券研究院

综合公司的偿债能力综合打分、2020 年中房网 500 强公司排名以及公司发行的美元债的市场表现情况，**1 年内到期的债券推荐融信中国、中梁控股、新力控股集团及天誉置业的公司个券。1-2 年内到期的债券在以上公司的基础上，额外推荐佳兆业集团、德信中国、朗诗地产、大发地产的个券。**

此外中国恒大处于行业龙头地位，公司战略“高增长、控规模、降负债”与当前的“三道红线”政策相一致，尽管公司的偿债能力关键指标有待优化改善，但结合公司近期的市场销售和提前偿还到期债务，展示了龙头企业的资金调配实力，提振了市场信心，以及其当前的二级市场收益率水平，建议投资者关注。

表 1：“B”评级系列公司综合评测体系排名

穆迪评级	公司	代码	中房排名	票息（1 年内%）	收益率（1 年内，%）	票息（1-2 年，%）	收益率（1-2 年，%）
B1	金科股份	000656.SZ	22	8.375	5.86		
B1	宝龙地产	1238.HK	38	4.875-9.125	4.1-5.16		
B1	合景泰富集团	1813.HK	40	7.845-9.85	4.095-4.714	5.2-6	4.976-5.164
B1	融信中国	3301.HK	21	8.25-11.25	5.137-6.345	8.75-10.5	6.789-7.326
B1	中国奥园	3883.HK	24	4.8-7.5	5.468-5.65	5.375-8.5	5.327-6.236

详细排名请联系分析师

数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院 中国房地产协会 中国房地产评测中心

备注：（1）上表中所涉及房企票息以及收益率数据取自 Bloomberg，截至 2020 年 11 月 2 日；（2）中房排名来自中国房地产协会以及中国房地产评测中心联合发布的《2020 中国房地产开发企业 500 强榜单》，网址：http://www.fangchan.com/zt/top500/2020sj/

抗风险能力评分集中，多数房企处于中上水平

本维度组成指标：

融资综合能力——融资途径、银行借款占比、加权平均融资成本

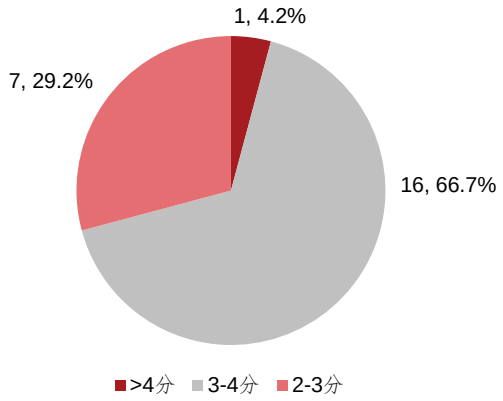
偿债能力——总带息债务/EBITDA、总带息债务/FFO、净负债率、扣除合约负债的资产负债率

现金流/杠杆——权益乘数、合约销售债务覆盖倍数、现金短债比、EBITDA 借款利息倍数

公司权益比例——销售权益比例、土储权益比例，用权益比例来代表公司对项目的操控能力。

就结果来看，本维度下多数房企得分较为集中。根据本体系 1-5 分的评分原则，有 17 家房企处于 3 分（100 分制：60 分）以上的水平，而这其中仅宝龙地产处于 4 分（100 分制：80 分）以上的水平。

图 8：抗风险能力维度下 70.9%的房企得分在 3 分以上



数据来源：克而瑞证券研究院

B1 评级公司中**宝龙地产**因在 4 个 2 级指标中皆得到较高分数，处于第一位，且与排名第二位的公司拉开了一定差距；

B2 评级公司中，**德信中国、朗诗地产、佳源国际控股、新力控股集团**以及**花样年控股**因在**偿债能力、现金流/杠杆**两方面取得较高分数，在排名中处于较前位置，领先于部分 B1 评级公司；

天誉置业作为唯一一家 B3 评级公司，在**偿债能力、现金流/杠杆、公司权益比例**三方面同样得到较高分数，获得了 24 家公司中第 11 名的排名。

表 2：抗风险能力维度下“B”评级系列非龙头房企排名

排名	代码	名称	穆迪主体评级
1	1238.HK	宝龙地产	B1
2	3301.HK	融信中国	B1
3	1813.HK	合景泰富集团	B1
4	2019.HK	德信中国	B2
5	1966.HK	中骏集团控股	B1
详细排名请联系分析师			

数据来源：克而瑞证券研究院

另本维度中涉及房企三道红线中的三大核心指标，综合来看，处于黄档与红档的公司数量相同，皆为十家，另有 4 家公司处于橙档。龙头房企的中国恒大亦处于红档。

为了更加保守、客观的评估公司的偿债能力，我们在三道红线计算时，现金口径，不包含受限制现金，以此来评估房企的债务压力。

（1）净负债率=（有息负债-现金及现金等价物）/所有者权益，其中现金及现金等价物不包含受限制现金及抵押存款，A 股地产公司统一调整，扣除货币现金中受限制现金；扣除合约负债的资产负债率=（总负债-合约负债）/（总资产-合约负债）；现金短债比=现金及现金等价物/短期有息负债，现金及现金等价物口径同上。有息负债=短期借款+长期借款+应付高级票据+应付债券+租赁负债，金科股份的有息负债则按照其年报中披露的计算方法，除以上项目外，额外增加应付商业票据以及长

期应付款。

（2）三道红线越线：净负债率>100%，扣除合约负债的资产负债率>70%，现金短债比<1；**绿档：**公司没有指标越线，有息负债规模年增速不得超过 15%；**黄档：**公司有一个指标越线，有息负债规模年增速不得超过 10%；**橙档：**公司有两个指标越线，有息负债规模年增速不得超过 5%；**红档：**公司三个指标全部越线，有息负债规模不能再增加。

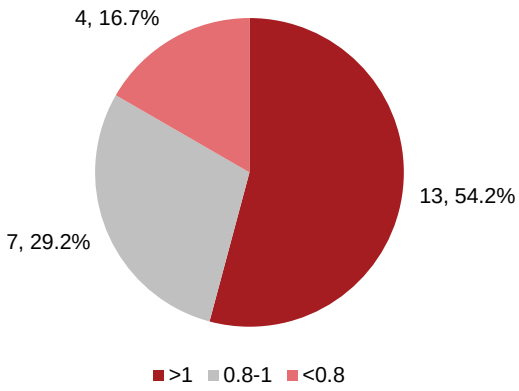
表 3：25 家“B”评级系列房企关于三道红线的档位情况（2019 年报）

代码	名称	净负债率（%）	扣除合约负债的资产负债率（%）	现金短债比（X）	档位
1813.HK	合景泰富集团	95.0%	**80.8%**	2.14	黄
0106.HK	朗诗地产	41.3%	**73.2%**	1.90	黄
1777.HK	花样年控股	88.1%	**73.1%**	1.77	黄
2019.HK	德信中国	61.6%	**72.9%**	1.60	黄
3301.HK	融信中国	78.0%	**73.2%**	1.66	黄
1966.HK	中骏集团控股	76.5%	**73.5%**	1.55	黄
6158.HK	正荣地产	98.0%	**76.2%**	1.41	黄
1238.HK	宝龙地产	91.0%	**72.2%**	1.31	黄
2768.HK	佳源国际控股	96.2%	**71.7%**	1.21	黄
600466.SH	蓝光发展	83.2%	**70.7%**	1.18	黄
3883.HK	中国奥园	**107.0%**	**81.8%**	1.35	橙
000671.SZ	阳光城	**148.6%**	**77.6%**	1.09	橙
1862.HK	景瑞控股	**103.6%**	**80.3%**	1.03	橙
1622.HK	力高集团	59.0%	**79.5%**	**0.92**	橙
2103.HK	新力控股集团	**107.9%**	**76.0%**	**0.90**	红
000656.SZ	金科股份	**139.0%**	**74.8%**	**0.87**	红
6111.HK	大发地产	**111.2%**	**72.6%**	**0.85**	红
1638.HK	佳兆业集团	**164.7%**	**75.9%**	**0.84**	红
1107.HK	当代置业	**123.6%**	**82.0%**	**0.83**	红
0059.HK	天誉置业	**125.0%**	**74.7%**	**0.81**	红
1996.HK	弘阳地产	**120.9%**	**74.4%**	**0.70**	红
2772.HK	中梁控股	**121.6%**	**80.8%**	**0.69**	红
000961.SZ	中南建设	**202.8%**	**84.0%**	**0.67**	红
1902.HK	银城国际控股	**189.4%**	**83.2%**	**0.59**	红
3333.HK	中国恒大	**182.4%**	**82.7%**	**0.40**	红

数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

分指标来看，“B”评级系列公司在现金短债比指标上表现较好，13 家房企位于 1 以上，其中**合景泰富集团**表现最好，为 2.14；而有 7 家房企略有越线，位于 0.8-1 区间内，短时间内改善的几率较大；有 4 家公司的现金短债比小于 0.8，有相对较大的改善空间。

图 9：现金短债比大于 1 的房企数量过半

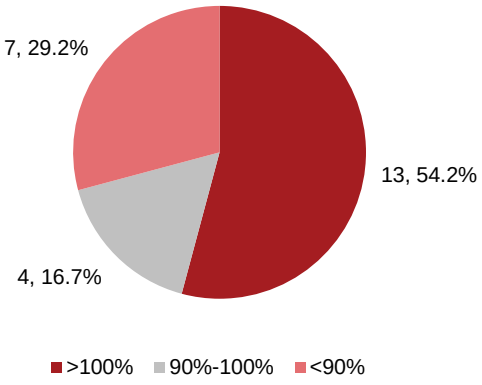


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

有过半房企的净负债率越线，但 13 家房企中有 4 家的指标位于 100%-120%之间，有 2 家房企略微超过 120%，有较大几率能在短时间内改善；另有 4 家房企处于 90%-100%之间，7 家房企的净负债率小于 90%，其中**朗诗地产**的净负债率最低，至 41.3%，其次为**力高集团**，净负债率为 59.0%。

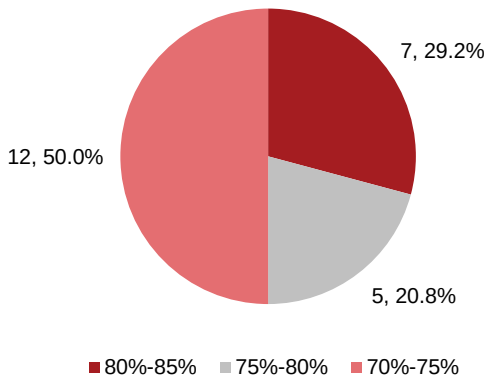
“B”评级系列所有房企扣除合约负债的资产负债率皆有所越线，其中半数房企越线不多，处于 70%-75%之间；另有 5 家房企处于 75%-80%之间，7 家房企处于 80%-85%之间。总体来说多数房企在此指标略有越线，短期内降杠杆依然是首要任务。

图 10：净负债率越线的房企过半



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 11：全部房企扣除合约负债的资产负债率越线



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

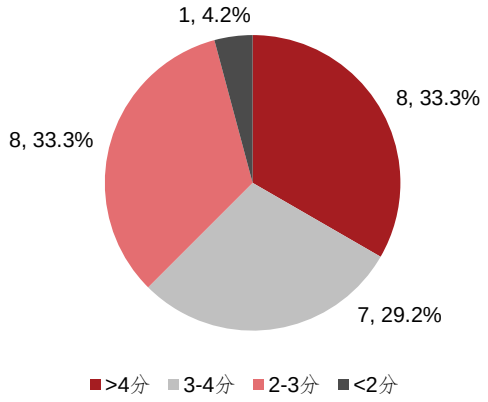
多数公司的一、二级市场表现基本遵循其评级水平

本维度组成指标：

2020 年存量债加权票息、存量债加权 YTM、疫情期间公司二级市场表现回归基本面的拐点、公司 2-10 月买价 YTM 变动方差、2019、2020 两年加总发行规模、2019、2020 年发行的未到期债券中长债占比、穆迪主体评级

本维度中指标主要涉及公司的市场定位以及其发行的美元债的市场表现，因此从结果来看大部分公司的得分基本遵循其市场定位。按照 1-5 分的打分标准，获得 3 分（100 分制：60 分）以上的房企数量为 15 家，而这其中又有 8 家房企的评分达到了 4 分（100 分制：80 分）以上。

图 12：15 家单“B”房企一、二级市场表现在 3 分以上



数据来源：克而瑞证券研究院

融信中国因在 7 个指标方面得分皆较高，排名第一；而**弘阳地产**在**二级市场表现回归基本面拐点**排名第一、同时在**存量债加权 YTM** 以及 **2019、2020 年发行存量债长债比例**这两个指标表现较好，总得分处于 B2 评级公司的前列。

表 4：一、二级市场表现维度下“B”评级系列非龙头房企排名

排名	代码	名称	穆迪主体评级
1	3301.HK	融信中国	B1
2	3883.HK	中国奥园	B1
3	1638.HK	佳兆业集团	B1
4	1813.HK	合景泰富集团	B1
5	6158.HK	正荣地产	B1
详细排名请联系分析师			

数据来源：克而瑞证券研究院

盈利能力评分集中，多数房企处于稳健的中等水平

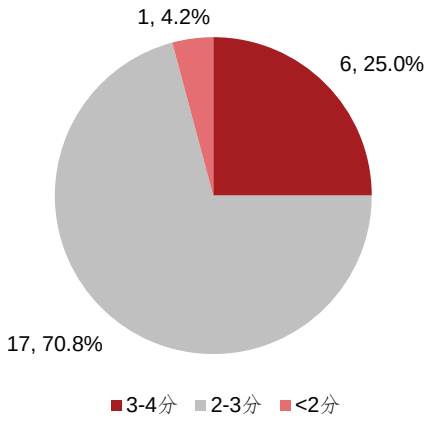
本维度组成指标：

财务盈利能力——归母 ROE、少数股东 ROE、ROIC、Ebitda Margin、毛利率、净利率

土地利润空间——公司 2019 年及 2020H1 综合地价房价比及 2019 年合约销售均价，用销售均价来代表公司进入城市的等级

本维度中指标主要涉及公司的盈利能力。就结果来看，本维度下多数房企得分较为集中。根据本体系 1-5 分的评分原则，大部分房企主要集中于 2-3 分（100 分制度：40-60 分），有 17 家房企处于这一梯队，有 6 家房企处于 3 分以上（100 分制：60 分）以上的水平，仅一家房企处于 2 分（100 分制：40 分）以下的水平。

图 13：6 家单“B”房企盈利能力在 3 分以上



数据来源：克而瑞证券研究院

合景泰富集团因在 8 个指标方面得分皆较高，排名第一；**朗诗地产、德信中国因**在**ROIC、销售均价、毛利率**这三个指标中排位前列，且在其余指标中表现较为平均，因此在维度中排名表现较为出色；最后一名的公司在**归母 ROE、地价房价比**两个二级指标均处于样本公司中最低水平，因此总得分排名最低。

表 5：盈利能力维度下“B”评级系列非龙头房企排名

排名	代码	名称	穆迪主体评级
1	1813.HK	合景泰富集团	B1
2	2019.HK	德信中国	B2
3	0106.HK	朗诗地产	B2
4	1238.HK	宝龙地产	B1
5	2768.HK	佳源国际控股	B2
		详细排名请联系分析师	

数据来源：克而瑞证券研究院

规模评分金字塔形梯队分层结构明显

本维度组成指标：

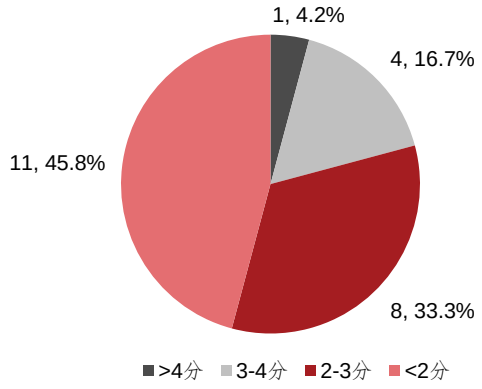
销售规模——2019 年公司合约销售金额、合约销售面积

土地储备——土储规模、拿地面积（注：土地储备面积与拿地面积均调整为地上计容口径）

收入及资产规模——总资产、净资产、营业收入、归母净利润

本维度中指标主要涉及公司的规模。就结果来看，本维度下房企得分金字塔形梯队分层结构明显。根据本体系 1-5 分的评分原则，**金科股份**排名第一，仅有一家房企高于 4 分（100 分制度：80 分），有 4 家房企处于 3-4 分（100 分制：60-80 分），属于规模第二梯队，有 8 家房企处于 2-3 分（100 分制：40-60 分），属于规模第三梯队，有 11 家房企低于 2 分（100 分制：40 分），属于规模第四梯队。由于本体系评测中参与计算的样本公司不包含中国恒大，因此在数据标准化时并不受中国恒大规模的影响，所有公司的打分可以反映其在样本中的真实水平。

图 14：5 家单“B”房企规模在 3 分以上



数据来源：克而瑞证券研究院

金科股份在**合约销售面积、土储规模、拿地面积**及**总资产**四个三级指标中排名第一，因此规模总分排名第一；A 股公司规模都较大，位于样本公司中前列。**排名最后的公司主要**由于**合约销售面积**较小，在样本公司中处于最低水平，及其他规模三级指标也都有待改善，因此规模排名位列最后。

表 6：规模维度下“B”评级系列非龙头房企排名

排名	代码	名称	穆迪主体评级
1	000656.SZ	金科股份	B1
2	000671.SZ	阳光城	B1
3	000961.SZ	中南建设	B1
4	2772.HK	中梁控股	B1
5	3883.HK	中国奥园	B1
		详细排名请联系分析师	

数据来源：克而瑞证券研究院

经营及成长潜力评分集中，多数房企稳健增长

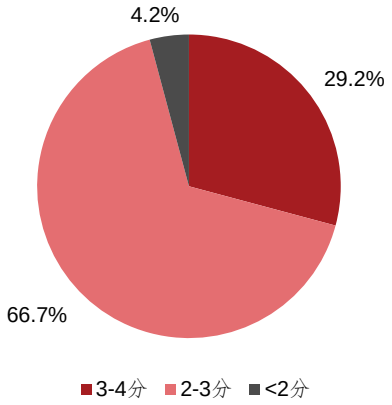
本维度组成指标：

经营潜力——存货周转率、资产周转率、业绩保障系数、营收 CAGR

土储潜力——土储 CAGR、土储充足度（注：土地储备面积与拿地面积均调整为地上计容口径）

本维度中指标主要涉及公司的经营及成长潜力。就结果来看，本维度下多数房企得分较为集中。根据本体系 1-5 分的评分原则，大部分房企主要集中于 2-3 分（100 分制度：40-60 分），有 16 家房企处于这一梯队，有 7 家房企处于 3 分以上（100 分制：60 分）以上的水平，仅一家房企因在经营潜力以及土储潜力两方面的表现皆较为靠后，处于 2 分（100 分制：40 分）以下的水平。

图 15：7 家单“B”房企经营及成长潜力在 3 分以上



数据来源：克而瑞证券研究院

德信中国在**业绩保障系数**中排名第一，公司上市时间不长，发展势头迅猛，土储增长迅速，在**土储 CAGR** 及**土储充足度**两个二级指标也得分较高，因此总体经营及成长潜力维度排名第一；**最后一名的公司**在土储增长及土储充足度方面有较大提升空间，整体排名位于样本公司末尾。

表 7：经营及成长潜力维度下“B”评级系列非龙头房企排名

排名	代码	名称	穆迪主体评级
1	2019.HK	德信中国	B2
2	1238.HK	宝龙地产	B1
3	2768.HK	佳源国际控股	B2
4	0059.HK	天誉置业	B3
5	1966.HK	中骏集团控股	B1
		详细排名请联系分析师	

数据来源：克而瑞证券研究院

附件

研究对象

表 8：研究对象房地产公司名单

代码	名称
龙头房企	
3333.HK	中国恒大
非龙头房企	
1238.HK	宝龙地产
1813.HK	合景泰富集团
3301.HK	融信中国
000656.SZ	金科股份
1966.HK	中骏集团控股
2772.HK	中梁控股
0106.HK	朗诗地产
3883.HK	中国奥园
2768.HK	佳源国际控股
2103.HK	新力控股集团
000961.SZ	中南建设
2019.HK	德信中国
600466.SH	蓝光发展
6158.HK	正荣地产
0059.HK	天誉置业
000671.SZ	阳光城
1638.HK	佳兆业集团
1996.HK	弘阳地产
1622.HK	力高集团
1777.HK	花样年控股
1862.HK	景瑞控股
6111.HK	大发地产
1902.HK	银城国际控股
1107.HK	当代置业

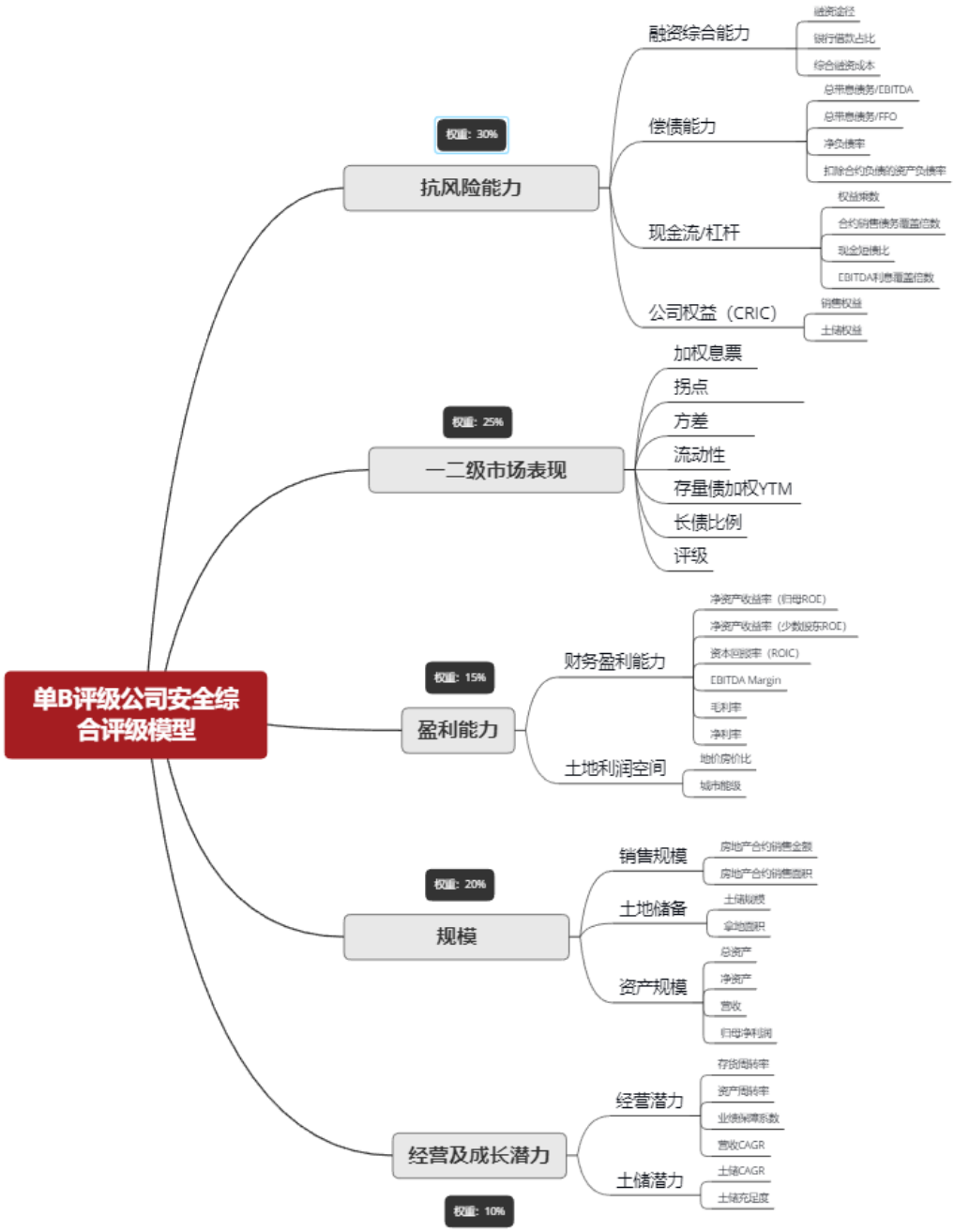
数据来源：克而瑞证券研究院

指标体系和方法

指标体系

投资者可以根据自身的投资风格，给予不同指标不同的权重比例，从而影响测算结果。

图 16：“B”评级系列公司安全综合评级体系模型



数据来源：克而瑞证券研究院

模型方法

本评分体系使用的模型方法为熵权法以及德尔菲专家法。前者对指标权重进行量化分析，后者根据市场的关注点和专家意见，进行主观赋予指标权重，两者再进行对比修正，以确定最终每个指标的权重。

熵权法原理：熵权法的基本思路是根据指标变异性的大小来确定客观权重。一般来说，若某个指标的信息熵 Ej 越小，表明指标值得变异程度越大，提供的信息量越多，在综合评价中所能起到的作用也越大，其权重也就越大。相反，某个指标的信息熵越大，表明指标值得变异程度越小，提供的信息量也越少，在综合评价中所起到的作用也越小，其权重也就越小。

熵权法赋权步骤：

（1）数据标准化

将各个指标的数据进行标准化处理。

假设给定了 k 个指标 X1,X2，……，Xk，其中

$$X_i = \{x_1, x_2, \dots, x_n\}$$

假设对各指标数据标准化后的值为

$$Y_1, Y_2, \dots, Y_k$$

那么

$$Y_{ij} = \frac{X_{ij} - min(X_i)}{max(X_i) - min(X_i)}$$

（2）求各指标的信息熵

根据信息论中信息熵的定义，一组数据的信息熵

$$E_j = -\frac{1}{\ln n}\sum_{i=1}^{n} p_{ij} \ln p_{ij}$$

其中

$$p_{ij} = Y_{ij} / \sum_{i=1}^{n} Y_{ij}$$

如果

$$p_{ij} = 0$$

则定义

$$\lim_{p_{ij}\to 0} p_{ij} \ln p_{ij} = 0$$

（3）确定各指标权重

根据信息熵的计算公式，计算出各个指标的信息熵为

$$E_1, E_2, \dots, E_k$$

通过信息熵计算各指标的权重：

$$W_i = \frac{1-E_i}{k-\sum E_i} (i = 1,2, \dots, k)$$

德尔菲专家法原理：

德尔菲法本质上是一种反馈匿名函询法。其大致流程是：在对所要预测的问题征得专家的意见之后，进行整理、归纳、统计，再匿名反馈给各专家，再次征求意见，再集中，再反馈，直至得到一致的意见。其过程可简单表示如下：

匿名征求专家意见-归纳、统计-匿名反馈-归纳、统计……若干轮后停止，本次体系评测德尔菲法使用过程中所邀请的专家主要来自于克而瑞体系的地产专家和市场上的投资机构。

操作步骤：

1．开放式的首轮调研

(1)由组织者发给专家的第一轮调查表是开放式的，不带任何框框，只提出预测问题，请专家围绕预测问题提出预测事件。因为，如果限制太多，会漏掉一些重要事件。

(2)组织者汇总整理专家调查表，归并同类事件，排除次要事件，用准确术语提出一个预测事件一览表，并作为第二步的调查表发给专家。

2．评价式的第二轮调研

(1)专家对第二步调查表所列的每个事件作出评价。例如，每个指标的权重，及赋予该权重的理由，不同指标之间权重差异的原因等。

(2)组织者统计处理第二步专家意见，整理出第三张调查表。第三张调查表包括事件、事件发生的中位数和上下四分点，以及事件发生时间在四分点外侧的理由。

3．重审式的第三轮调研

(1)发放第三张调查表，请专家重审争论。

(2)对上下四分点外的对立意见作一个评价。

(3)给出自己新的评价（尤其是在上下四分点外的专家，应重述自己的理由）。

(4)如果修正自己的观点，也应叙述改变理由。

(5)组织者回收专家们的新评论和新争论，与第二步类似地统计中位数和上下四分点。

(6)总结专家观点，形成第四张调查表。其重点在争论双方的意见。

4．复核式的第四轮调研

(1)发放第四张调查表，专家再次评价和权衡，作出新的预测。是否要求作出新的论证与评价，取决于组织者的要求。

(2)回收第四张调查表，计算每个事件的中位数和上下四分点，归纳总结各种意见的理由以及争论点。

数据来源

（1）Wind

（2）Bloomberg

（3）企业年报

（4）易居克而瑞

（5）CRIC 中国房地产决策咨询系统

此外，基于沪深和香港会计准则方面的差异、数据指标的统计口径以及财务报表报告期间的不同等具体情况，本评测中涉及相关数据口径统一按照港股的数据口径，调整 A 股的四家公司，以保证 A 股和港股公司在指标上具有可对比性。

风险提示

政策风险

行业政策风险：如全国发布更加严格的房地产限购、限贷、限售、限价政策，行业的市场销售压力会增大。

棚改政策风险：棚改政策进一步明确，如果未来有大量降低的趋势，对行业三、四线城市的销售压力有一定的影响。

融资风险

企业融资：如果后期出现人民币或美元的相关政策导致社会整体的资金出现收紧，如银行发放贷款审核条件更加严格，房企海外发债审核更加严格，房企发债未达预期等情况都有可能造成房企的融资压力加大。

居民加杠杆：如贷款利率进一步提升，增加购房成本，可能影响销售速度。

信用风险

如房地产企业在处理债务上，出现违约等情况，有可能影响市场对行业发展风险的评判。

销售业绩未完成风险

房地产市场波动大，企业原定的销售目标存在未完成的风险。

数据风险

本研究采用了第三方数据，存在数据公布不及时或数据公布不全面，影响分析结果的风险。

模型风险

本研究采用了统计模型，存在模型本身的局限性，影响分析结果的风险。

评级指南及免责声明

披露事项

克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司在过去的十二个月内有为[新力控股集团]提供[债券承销]服务，[并已在过去十二个月内收取了该服务之费用]。
克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟[融信中国]有股权关系。
本文件由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及过的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:-
本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管，除了向 CEO 直接汇报外，分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。
克而瑞制定了政策和程序，以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序，并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。
在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序（Chinese Wall），以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司，其股东，及其关联公司，或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是，本文所表达的意见，估算和预测完全是本文作者的意见，估计和推测，而不是作为上述被研究公司，其股东，及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见，估计和推测。
本报告基于其作者认为可靠的信息，但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本报告所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，上述被研究公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。
本报告不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。
本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考，不得以任何目的复制，分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国，加拿大或日本取得或传送，也不得在美国，加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制，持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。
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。
本报告所载之意见，估计，预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前，客户应考虑该等意见是否适合其特定情况，并在必要时寻求专业建议。
预测，推测和估值纯属猜测，且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测，推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测，推测或估值或其相关假设将会实现。
本报告乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人士或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动。