2020 年 09 月 16 日

房地产

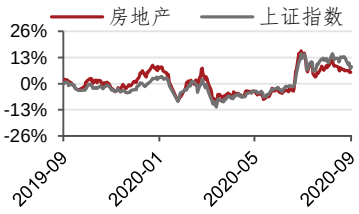
推荐（维持）

业绩短期承压，销售维持韧性，杠杆优化但分化加剧

房地产板块2020H1业绩综述

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1.97	3.07	5.67
相对表现	1.19	-5.90	-1.84



相关报告

1、《商品房单月销售增速创三年新高，土地购置下滑或因融资段监管预期：1-8 月统计局数据点评》2020-09-15

2、《百强房企 8 月销售继续高增长，监管红线对房企影响可控：房地产行业周报 W36》2020-09-10

3、《8 月全国成交呈继续回升的态势，二线城市土地市场有所降温：全国 8 月成交面积及市场跟踪》2020-09-04

分析师 董浩
执业证号：BOI846
852-25105555
hao.dong@cricsec.com

联系人 周卓君
852-25105555
zhouzhuojun@cric.com

投资要点

- **疫情冲击叠加限价项目结算，房企业绩增速放缓。**2020H1，A 股、港股样本房企营收分别 7368.6 亿元和 104405.0 亿元，同比均+6.5%，增速分别-18.9pct 和-5.9pct；归母净利润分别 600.6 亿元和 1055.3 亿元，同比分别-14.9%和-14.4%；毛利率分别 27.5%和 26.6%，同比分别-4.0pct 和-4.5pct；净利率分别 10.6%和 13.1%，同比分别-2.4pct 和-2.9pct。疫情影响下，竣工、结算放缓；归母净利润下行，主要因 **1）业绩增长缓慢；2）限价项目集中结算致毛利率下行；3）少数股东损益占比提升。**

- **财务结构有所优化，但行业内部分化加剧。**2020H1，A 股、港股样本房企净负债率分别 122.5%和 100.3%，同比-5.5pct 和-5pct；现金短债比分别 1.1X 和 1.0X，同比-0.2X 和-0.3X。融资环境有所收紧，长债集中到期的情况下，板块债务杠杆明显优化，整体现金还款压力微增。行业内部看，板块分化严重。净负债率方面，高基数房企和大力扩张型房企净负债率超指标红线；债务规划能力较强，财务纪律严明的房企净负债率较低。现金短债比方面，多数高债务杠杆房企现金短债比低于 1X，短债偿还压力较大；过半数房企现金短债比高于 1X，短债偿还压力可控。

- **销售韧性十足，短期拿地有所谨慎。**2020H1，样本房企销售 33954.1 亿元，同比-3.0%，前 8 月累计销售 49673.5 亿元，同比+4.91%，因 8 月销售需求释放明显，累计同比增速回正，销售韧性十足。上半年，样本房企拿地金额 11841.3 亿元，同比-12.9%；拿地金额占销售金额 34.9%，同比-4.0pct。受 1）疫情下部分房企调整上半年拿地节奏；2）拿地方式多元扩展致拿地成本压缩；3）部分房企降杠杆的需求影响，上半年拿地金额有所下滑。近期，因土地市场供地结构变化，融资环境趋紧，房企短期拿地趋于谨慎。

- **投资建议：**受疫情影响，样本房企结算放缓、盈利阶段性下滑；在当前行业规模筑顶、竞争加剧的情况下，具备强融资优势、投资能力和产品能力的头部房企，及财务稳健、发展快速的成长性房企有望受益。我们持续推荐行业首选配置组合：【金地集团】、【龙湖集团】、【万科 A】（财务健康叠加基本面良好，全年销售不悲观），以及稳财务健、有序拓展的中等规模房企【弘阳地产】、【中骏集团控股】、【美的置业】，同时推荐大湾区旧改资源充沛标的：【龙光集团】、【中国奥园】。

- **风险提示：**行业销售波动，房地产政策调控超预期，经济下滑超预期

内容目录

说明：.....4
1. 竣工、结算放缓，项目毛利率下滑，业绩增速放缓.....4
1.1. 结算放缓，已售未结保障营收分化，归母利润短期下滑.....4
1.2. 限价项目进入结算期，板块盈利承压，内部明显分化.....6
2. 板块债务杠杆优化，内部分化加剧.....9
2.1. 资产负债率优化，板块指标分布较集中，多数样本超指标红线.....9
2.2. 板块净负债率改善，内部分化明显.....10
2.3. 整体现金短债比有所下降，仅少数样本房企短债压力较大.....12
3. 销售短期滑落，拿地力度下降，趋于谨慎.....14
投资建议：.....17
风险提示：.....17
附录：样本房企融资三条红线达标情况.....18

图表目录

图 1：A 股样本房企营业收入及增长率.....4
图 2：港股样本房企营业收入及增长率.....4
图 3：样本房企预收款覆盖率.....5
图 4：A 股样本房企归母净利润情况.....5
图 5：港股样本房企归母净利润情况.....5
图 6：A 股、港股样本房企毛利率.....6
图 7：A 股、港股样本房企净利率.....6
图 8：港股样本公司毛利率和净利率.....6
图 9：A 股样本公司毛利率及同比变动.....7
图 10：A 股、港股样本房企费用占比.....7
图 11：A 股、港股样本房企管理费用率.....8
图 12：A 股、港股样本房企财务费用率.....8
图 13：A 股、港股样本房企销售费用率.....8
图 14：A 股、港股样本房企 ROE.....9
图 15：A 股、港股样本房企资产负债率.....9
图 16：A 股、港股样本房企剔除预收款资产负债率.....9
图 17：港股样本房企剔除预收账款资产负债率和同比变动.....10
图 18：A 股样本企业剔除预收账款资产负债率和同比变动.....10
图 19：A 股、港股样本房企净负债率.....11
图 20：港股样本房企净负债率和同比变动.....11

图 21：A 股样本房企净负债率和同比变动.....12
图 22：A 股、港股样本房企现金短债比.....12
图 23：A 股、港股样本房企现金余额和 YOY.....13
图 24：港股样本房企现金短债比.....13
图 25：A 股样本房企现金短债比.....14
图 26：样本房企销售额和 YOY.....14
图 27：样本房企 1-8 月累计全口径销售和同比变动.....15
图 28：样本房企拿地金额和 YOY.....16
图 29：样本房企拿地金额占销售金额比重.....16
图 30：1-8 月样本房企累计拿地金额和拿地金额占销售金额比重.....17
图 31：样本房企融资三条红线达标情况.....18

表 1：A 股样本房企.....4
表 2：港股样本房企.....4
表 3：公布 2020 年销售目标样本房企销售目标完成度.....15

说明：

报告选取 A 股、港股各 20 家房地产企业，对其中期业绩进行综述点评；报告涉及板块比例仅净负债率、剔除预收账款资产负债率使用算术平均以削弱体量较大企业极端值影响，其他指标均使用加权平均数，以概括样本整体情况。

表 1：A 股样本房企

万科 A	华侨城 A	金融街	广宇发展	金科股份
泰禾集团	招商蛇口	荣盛发展	滨江集团	中国国贸
保利地产	格力地产	华夏幸福	首开股份	金地集团
蓝光发展	绿地控股	阳光城	华发股份	新城控股

数据来源：克而瑞证券研究院

表 2：港股样本房企

中国恒大	碧桂园	融创中国	中国海外发展	华润置地
融信中国	龙光集团	中梁控股	旭辉控股集团	世茂集团
绿城中国	中国奥园	禹洲地产	中骏集团控股	佳兆业集团
合景泰富集团	雅居乐集团	弘阳地产	时代中国控股	富力地产

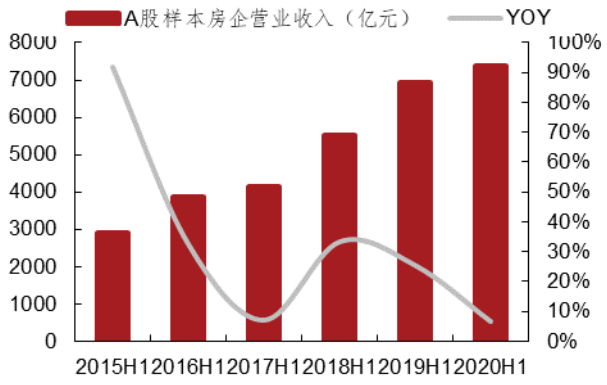
数据来源：克而瑞证券研究院

1. 竣工、结算放缓，项目毛利率下滑，业绩增速放缓

1.1. 结算放缓，已售未结保障营收分化，归母利润短期下滑

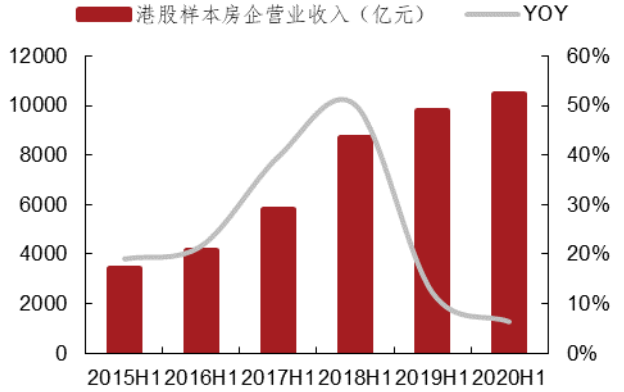
疫情影响下房企竣工、结算放缓，下半年或将有所改善。2020H1，A 股、港股样本房企营收分别 7368.6 亿元和 104405.0 亿元，同比均+6.5%。其中 A 股房企营收增速降幅较大，达-18.9 pct；港股样本房企营收增速降幅收窄，为-5.9 pct。上半年受疫情影响，房企普遍开工晚，导致竣工、结算有所放缓；下半年，疫情影响逐渐褪去，营收或将有所改善。

图 1：A 股样本房企营业收入及增长率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

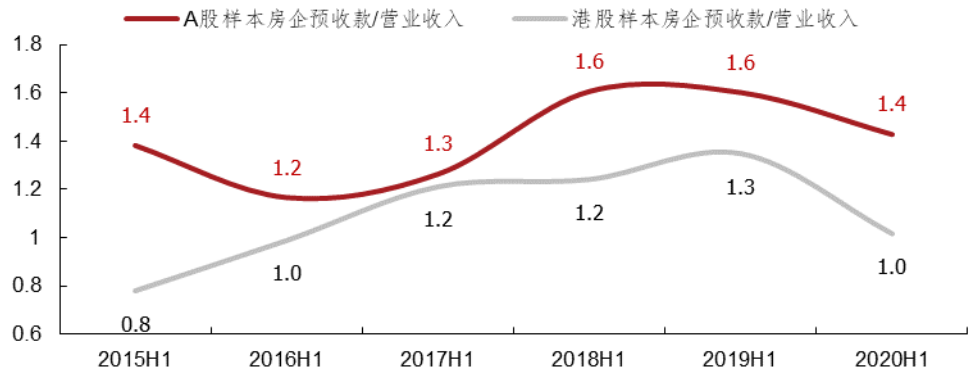
图 2：港股样本房企营业收入及增长率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

板块预收款覆盖率有所下滑。2020H1，A 股样本房企预收款覆盖率微幅滑落至 1.4X，同比-0.2X，仍处历史较高水平，助力全年业绩稳增。港股样本房企预收款覆盖率 6 年来首次下滑，同比-0.3X，达 1.0X；已售未结资源不够充裕，或影响营收增长。

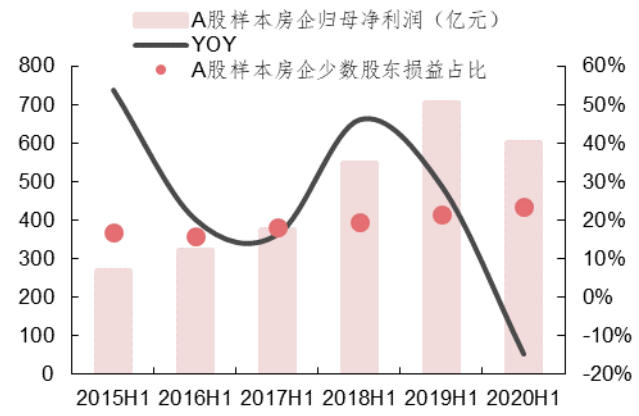
图 3：样本房企预收款覆盖率



备注：预收款为当期已售未结并确认为预收账款、合同负债或销售按金部分，营业收入为上年末值。
数据来源：公司中报、克而瑞证券研究院

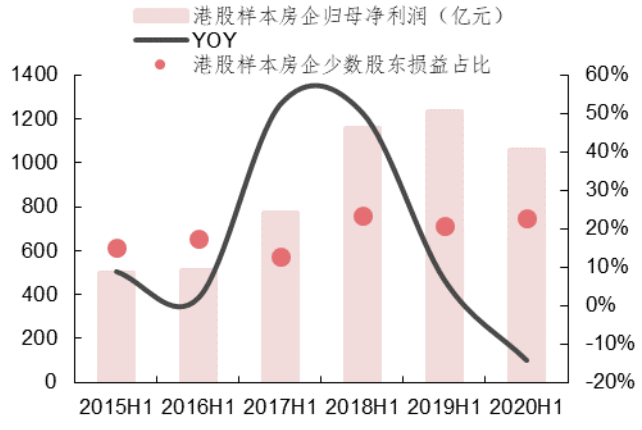
疫情影响下，归母利润暂时滑落，长期或持续承压。2020H1，40 家样本房企整体业绩下滑。其中，A 股房企归母净利润 600.6 亿元，同比-14.9%；港股房企归母净利润 1055.3 亿元，同比-14.4%。上半年归母利润下行主要原因是 **1）疫情拖缓竣工、结算进度，营收增长放缓；2）结算项目毛利率下滑，A 股样本房企毛利率同比-4.0pct，港股样本房企同比-4.5pct；3）少数股东损益占比提升，A 股样本房企少数股东损益占比同比+1.9pct，港股样本房企同比+1.8pct。**此外，因毛利率存在下行压力，房企盈利长期或持续承压。

图 4：A 股样本房企归母净利润情况



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 5：港股样本房企归母净利润情况

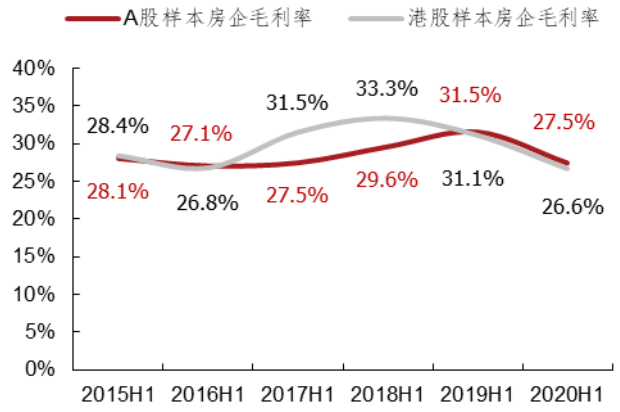


数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

1.2. 限价项目进入结算期，板块盈利承压，内部明显分化

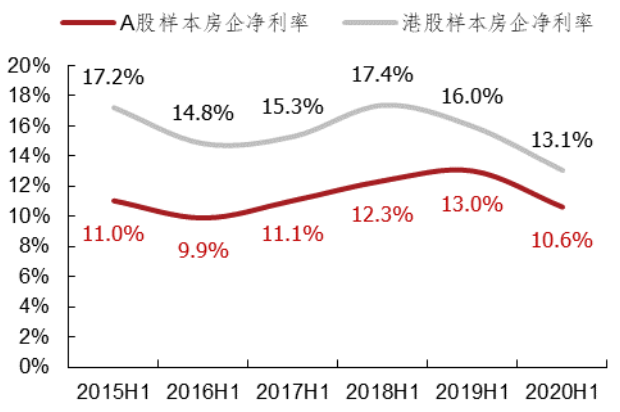
限价项目进入结算周期，毛利率或存下行趋势。2020H1，40 家样本房企毛利率整体下行，A 股样本房企优于港股。A 股样本房企毛利率 27.5%，同比-4.0pct；港股样本房企毛利率 26.6%，同比-4.5%。受毛利率下滑影响，样本净利率下行，港股样本房企净利率高于 A 股。A 股样本房企净利率 10.6%，同比-2.6pct；港股样本房企净利率 13.1%，同比-2.9pct。受 2017 年，一线、热点二三线和环核心三四线城市限价政策项目进入结算周期影响，房企毛利率下滑；对深耕一二线和强三四线城市房企影响更严重；限价项目进入结算周期，毛利率或持续承压。

图 6：A 股、港股样本房企毛利率



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

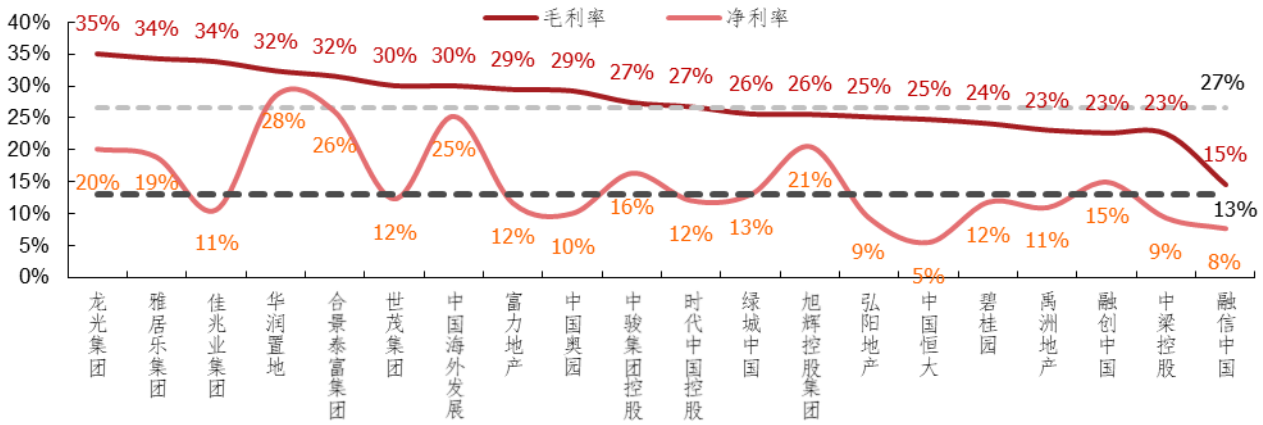
图 7：A 股、港股样本房企净利率



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

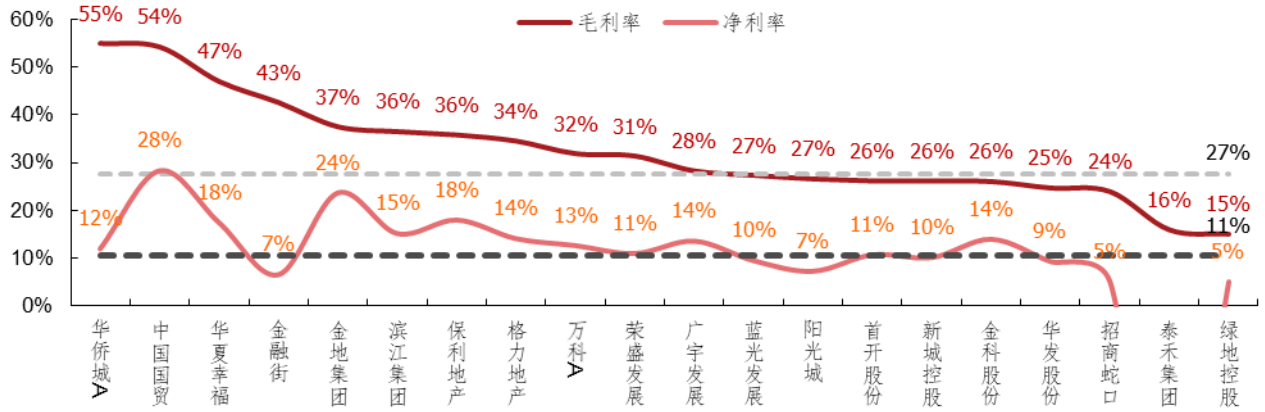
板块盈利能力分化。整体看，样本房企毛利率在 55%-15%区间，跨度大，分化明显。其中，文旅地产为主的华侨城、商业地产为主的中国国贸、城市开发为主的华夏幸福和商业、住宅协同发展为主的金融街和华润置地毛利率名列前茅，除华润置地外，毛利率均超 40%；其他毛利率超 30%房企多数通过业务多元化和拿地多元化维持高毛利率。此外，11 家房企毛利率低于 25%。板块盈利能力分化明显。

图 8：港股样本公司毛利率和净利率



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

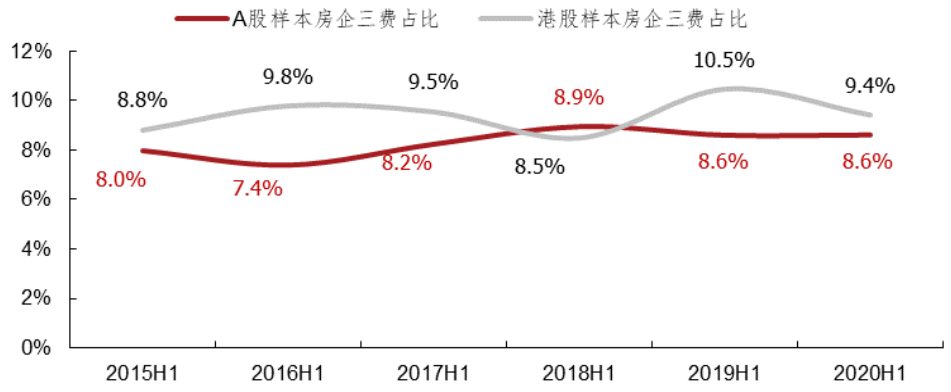
图 9：A 股样本公司毛利率及同比变动



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

板块费用占比有所改善，港股房企费用占比优化明显。2020H1，A 股样本房企三费占比同上年持平，为 8.6%，处历史较高水平，具有改善空间。港股样本房企因管理、财务费用占比改善，费用占比整体同比-1.1pct，达 9.4%，优化效果显著。

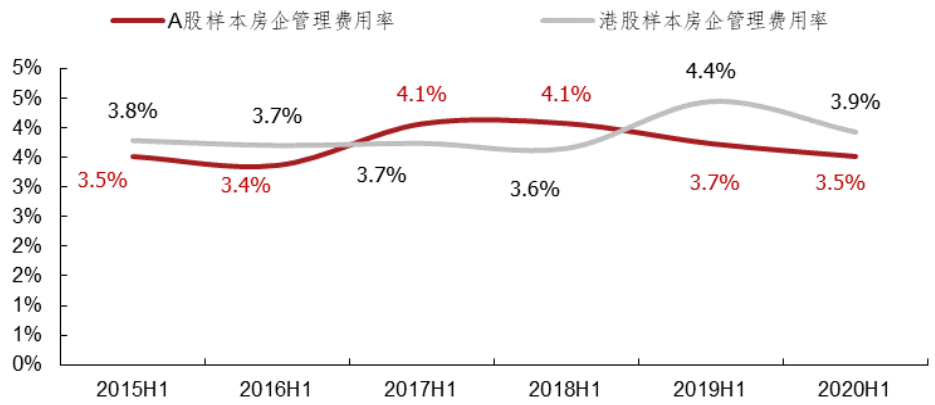
图 10：A 股、港股样本房企费用占比



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

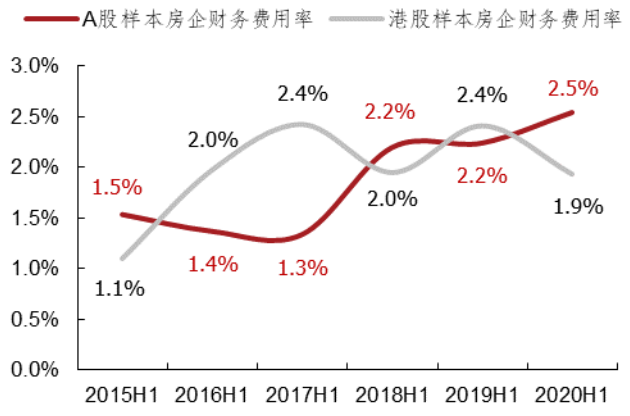
样本房企费用率改善。分项费用率来看，港股样本房企三项费用占比均有不同程度优化，其中管理费用、财务费用改善明显，均同比-0.5pct，分别为 3.9%和 1.9%；销售费用微降 0.1pct，达 3.5%。A 股样本房企管理、销售费用占比微弱优化，分别同比-0.2pct 和-0.1pct，达 3.5%和 2.5%；财务费用占比小幅提升 0.3pct，达 2.5%。上半年，受疫情影响，房企推盘放缓，线下销售活动减少，带动销售费用率微幅优化。整体来看，港股样本房企销售费用占比持续高于 A 股样本房企，改善空间较大。

图 11：A 股、港股样本房企管理费用率



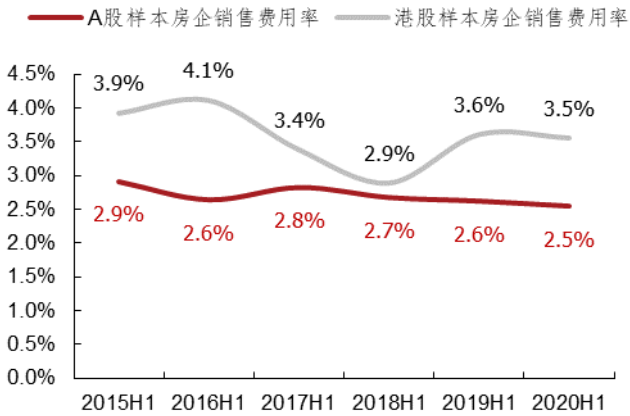
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 12：A 股、港股样本房企财务费用率



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

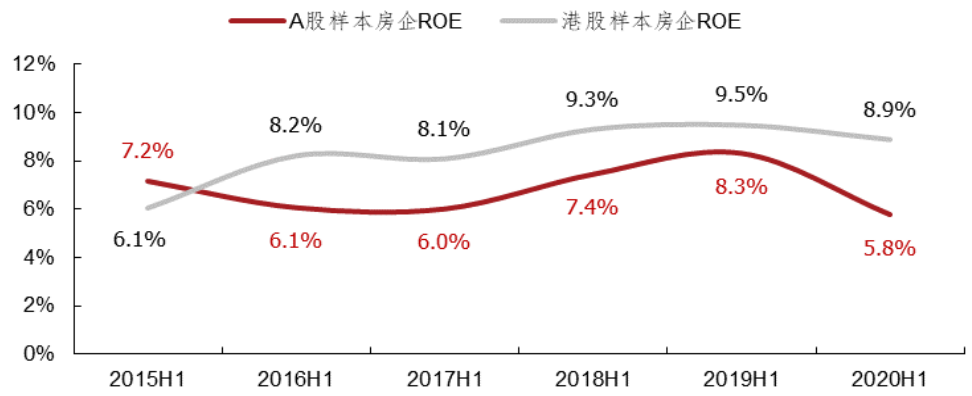
图 13：A 股、港股样本房企销售费用率



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

港股样本房企 ROE 韧性较强。2020H1，在净利润下降的冲击下，40 家样本房企 ROE 下滑，港股样本房企降幅微弱，韧性较强。上半年，A 股样本房企 ROE 5.7%，同比-2.6pct，跌至 6 年来最低点；港股样本房企 ROE 8.9%，同比-0.6pct，维持 9.0%附近，处较高水平。

图 14：A 股、港股样本房企 ROE



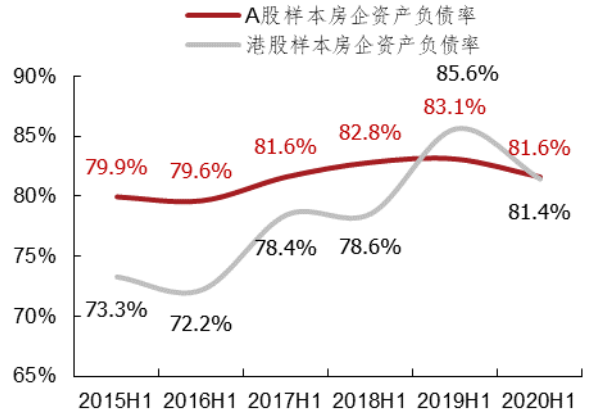
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

2. 板块债务杠杆优化，内部分化加剧

2.1. 资产负债率优化，板块指标分布较集中，多数样本超指标红线

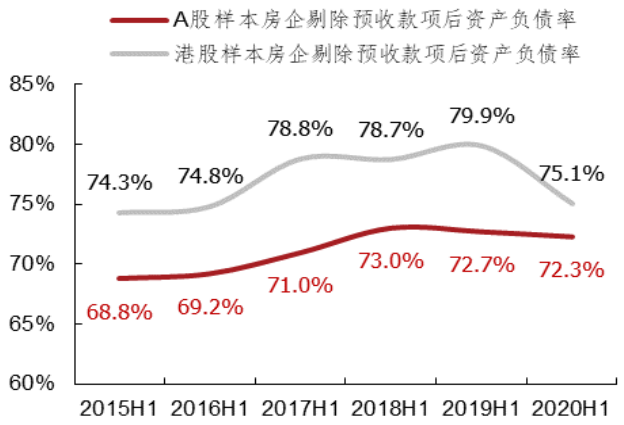
样本房企资产负债率优化，整体剔除预收款资产负债率高于指标红线。2020H1，A 股样本房企资产负债率 81.6%，同比-1.5pct，剔除预收款项资产负债率 72.3%，同比微降 0.4pct；预收款下降优化资产负债率。港股样本房企资产负债率 81.4%，同比-4.2pct，剔除预收款项资产负债率 75.1%，同比-4.8pct；2019H1 港股样本房企债务杠杆增加，2020H1 财务去杠杆，资产负债率得到优化。整体指标高于“820”房企座谈会提出的 70%指标红线。

图 15：A 股、港股样本房企资产负债率



数据来源：克而瑞证券研究院

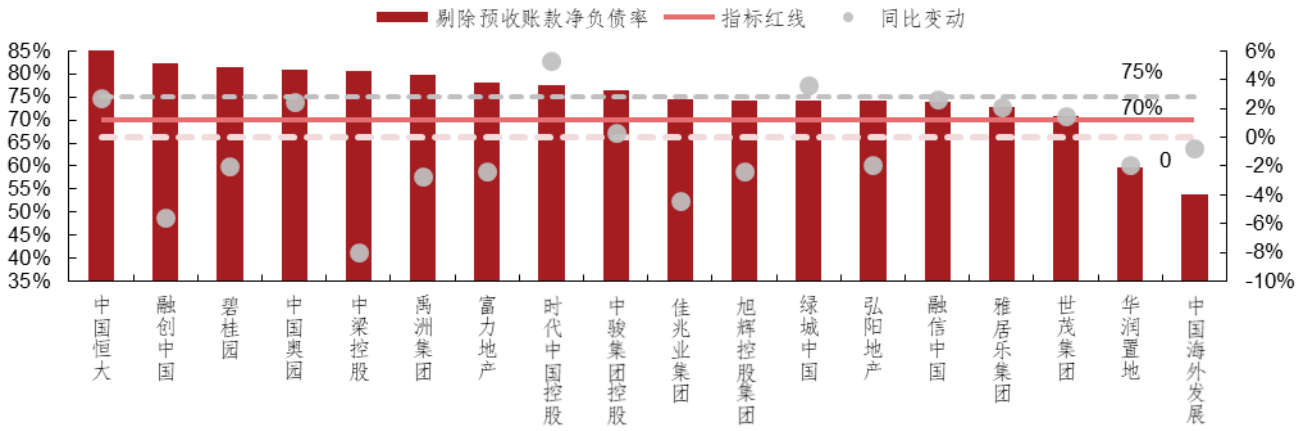
图 16：A 股、港股样本房企剔除预收款资产负债率



备注：预收款为确认为合同负债、销售按金的已售未结销售合同款。
数据来源：克而瑞证券研究院

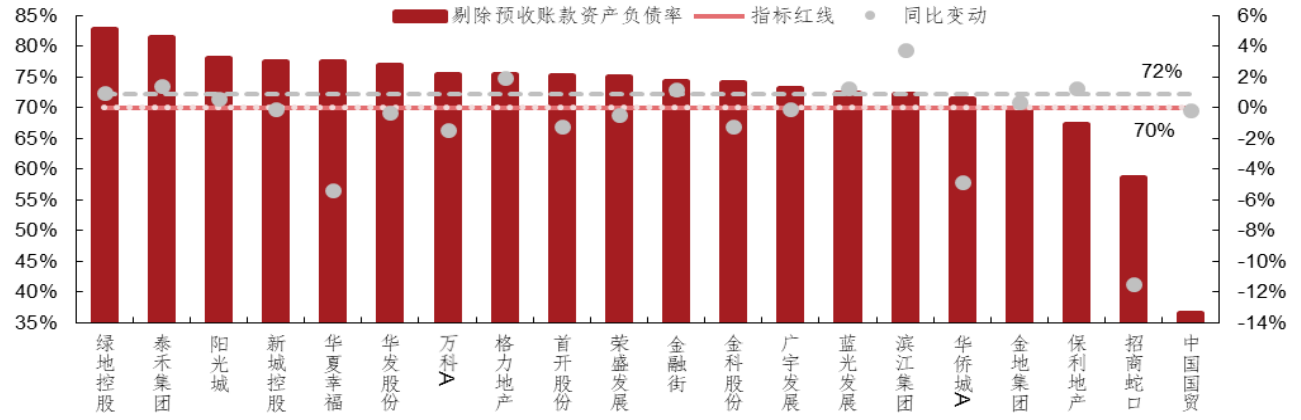
少数房企剔除预收账款资产负债率达标，半数房企指标改善。38 家披露预收款的房企中，仅 5 家国资背景房企，中国海外发展、华润置地、招商蛇口、保利地产和金地集团，及商业地产运营为主的中国国贸，剔除预收账款资产负债率低于 70%指标红线。超标房企中，7 家房企指标超过 80%；其中，中国恒大和中国奥园因扩张速度过快导致指标同比上升；绿地控股和泰禾集团指标同比微增；其余 3 家房企均有所改善。

图 17：港股样本房企剔除预收账款资产负债率和同比变动



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 18：A 股样本企业剔除预收账款资产负债率和同比变动



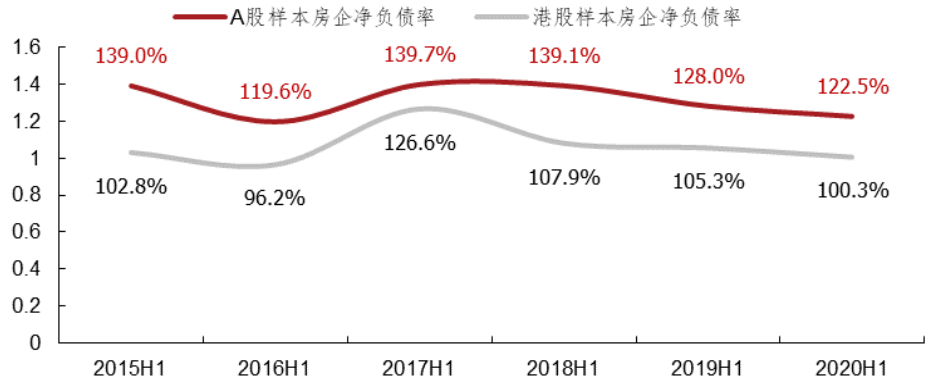
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

2.2. 板块净负债率改善，内部分化明显

融资环境趋紧，板块净负债率改善。2020H1，40 家样本房企净负债率整体改善；其中，A 股样本房企净负债率 122.5%，同比-5.5pct，达历史较低水平；港股净负债率 100.3%，同比-5.0pct，降幅较 A 股样本房企收窄 0.5pct。继上年二季度严控

资金违规流向房企，融资环境有所收紧；上半年在疫情影响下，货币政策整体较为宽松，在“不搞大水漫灌”的引导下，融资环境略有宽松，整体趋紧，房企净负债率有所改善，但仍超过“820”房企座谈会提出的净负债率 100%指标红线。

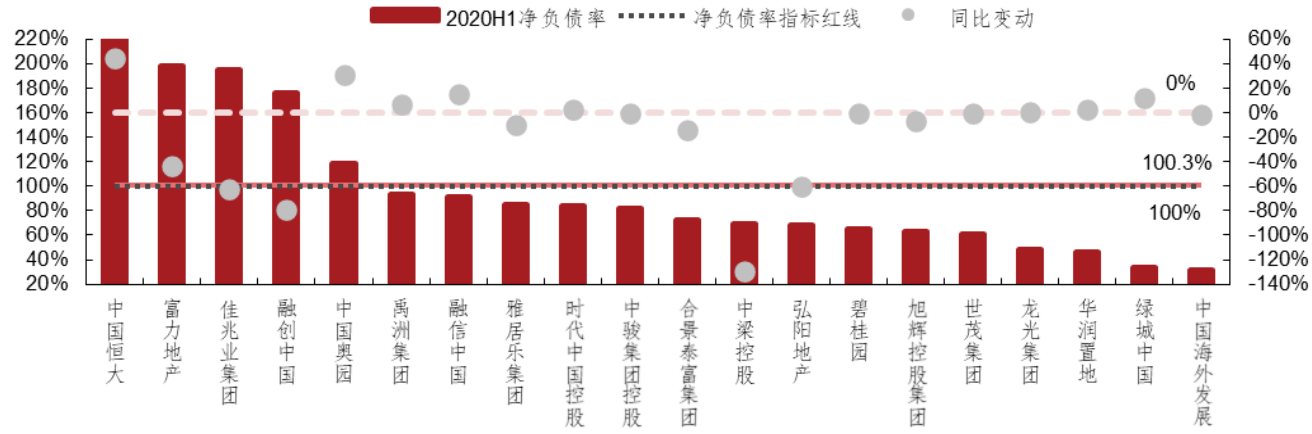
图 19：A 股、港股样本房企净负债率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

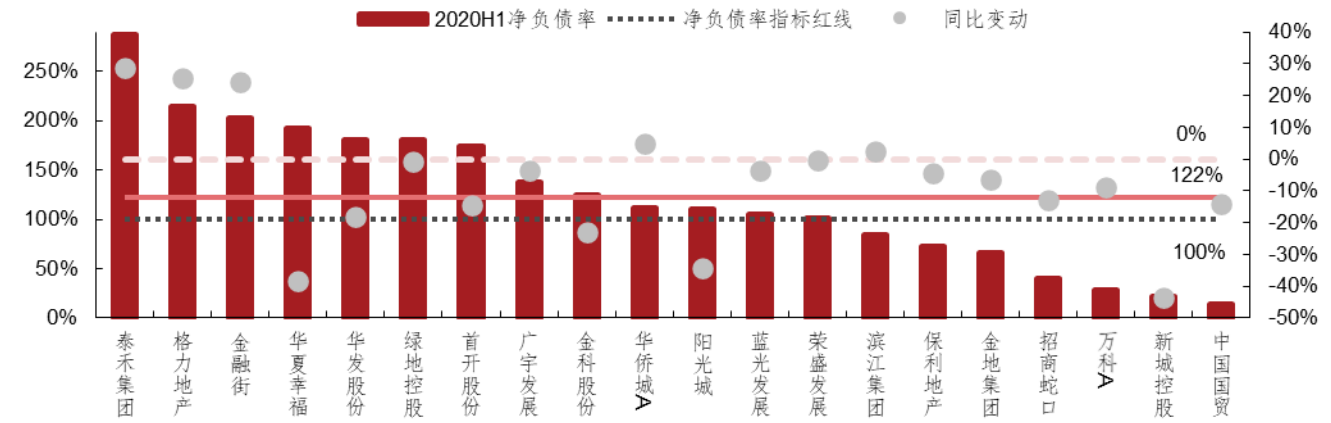
近半数样本房企净负债率超红线，板块内部分化明显。样本中，3 家房企净负债率超 200%，8 家房企介于 150-200%之间，7 家房企介于 100-150%之间，共 18 家房企超指标红线。其中，近半数超标房企系扩张导致净负债率过高，如中国恒大、融创中国、中国奥园首开股份、蓝光发展等；其余则因基数过高，改善乏力导致净负债率下降缓慢。此外，8 家房企净负债率低于 50%，6 家房企净负债率介于 50-70%之间，债务杠杆较低，多数企业扩张较温和，以稳预期为主，如万科 A、新城控股等。

图 20：港股样本房企净负债率和同比变动



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 21：A 股样本房企净负债率和同比变动

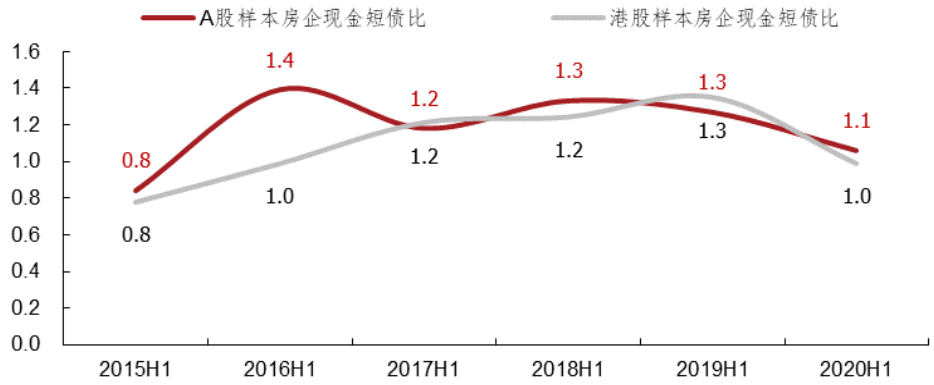


数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2.3. 整体现金短债比有所下降，仅少数样本房企短债压力较大

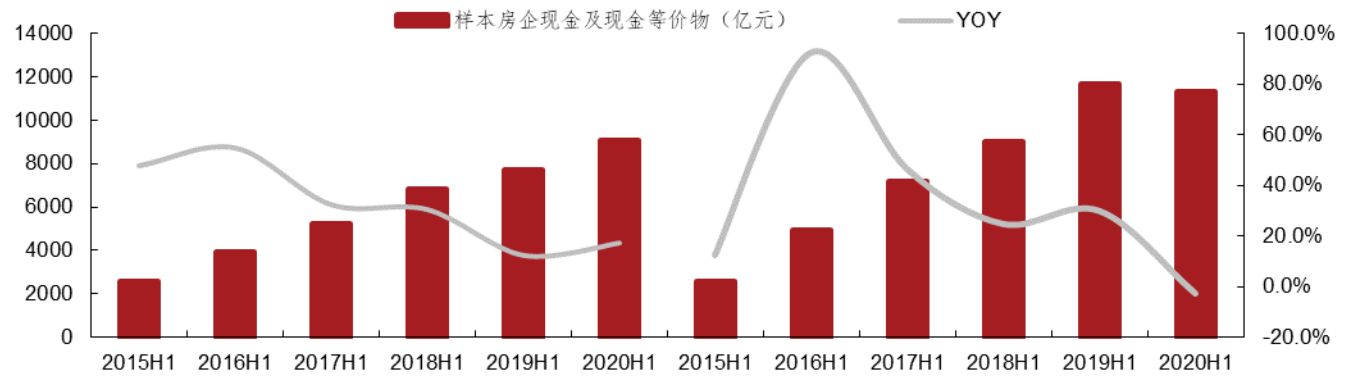
长债集中到期致现金短债比滑落，整体现金短债比仍高 1X。2020H1，样本房企现金短债比下滑，主要系长债集中到期所致。其中，受现金余额上涨拉升，A 股样本房企现金短债比降幅较小，同比-0.2X，达 1.1X；港股样本房企受现金余额下降影响，现金短债比跌幅达 0.3X，现金短债比约为 1.0X。整体样本房企现金短债比满足“820”房企座谈会提出的 1X 指标红线。

图 22：A 股、港股样本房企现金短债比



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

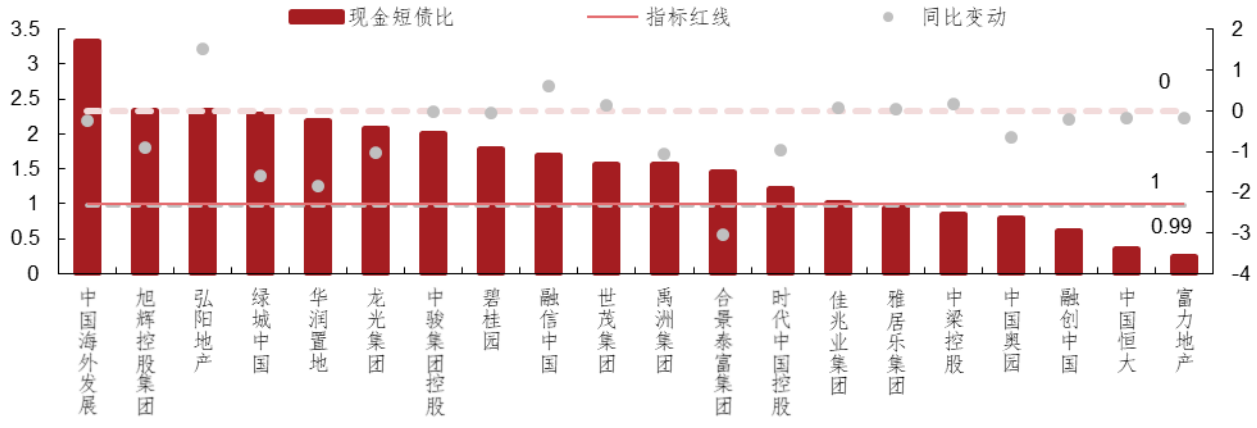
图 23：A 股、港股样本房企现金余额和 YOY



备注：左侧为 A 股样本企业，右侧为港股样本企业。
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

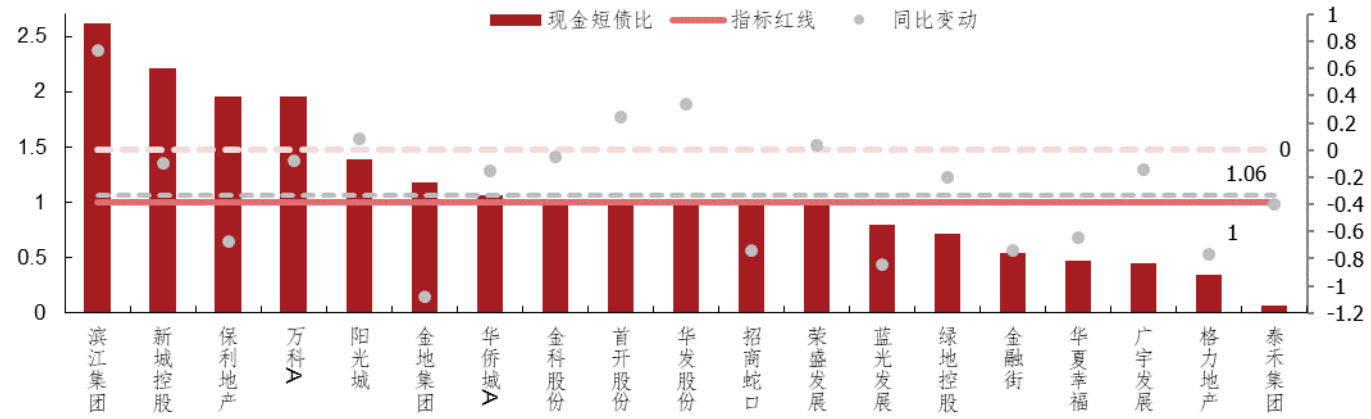
多数房企现金短债比超 1X，短债偿还压力较小；板块内部现金短债比持续分化。分企业来看，13 家房企现金短债比低于 1.0X，偿债压力较大，除中梁控股和雅居乐集团外，其他 11 家房企净负债率均不达标；受这 13 家房企体量较大影响，样本房企整体现金短债比被拉低。现金短债比达标房企中，11 家房企现金短债比介于 1.0-1.5X，6 家房企介于 1.5-2X 之间，9 家房企超 2X，多数房企短债偿还压力较小。此外，因房企长债集中到期和融资环境相对紧绷，仅 10 家房企现金短债比同比上升，降低偿债压力。

图 24：港股样本房企现金短债比



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 25：A 股样本房企现金短债比

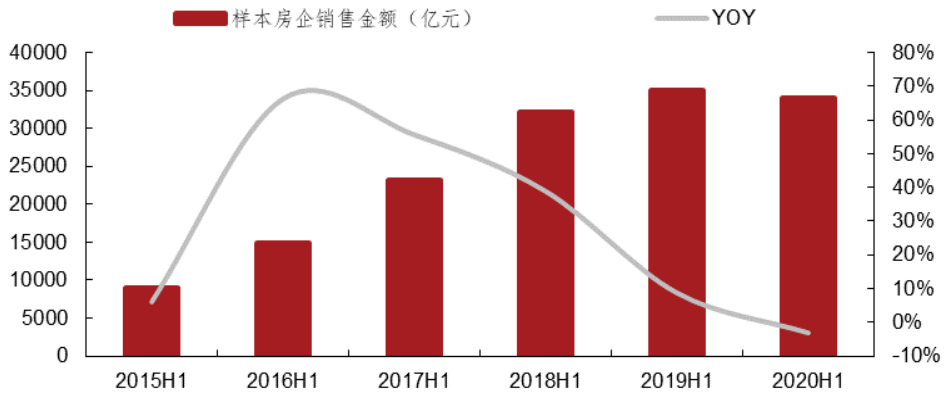


数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

3. 销售短期滑落，拿地力度下降，趋于谨慎

疫情冲击下，上半年销售下滑，前 8 月累计同比增速回正，销售韧性十足。2020H1，样本房企销售 33954.1 亿元，同比-3.0%；1-8 月累计销售 48411.7 亿元，同比+4.91%，同比增速回正。疫情影响下，上半年多数房企推盘计划有所调整，推盘延迟，导致销售金额短期下滑；8 月，疫情影响逐渐褪去，购房需求逐渐释放，销售增速同比回正；传统金九银十销售旺季，叠加经济复苏压力尚存，仍看好样本房企三、四季度销售表现。

图 26：样本房企销售额和 YOY

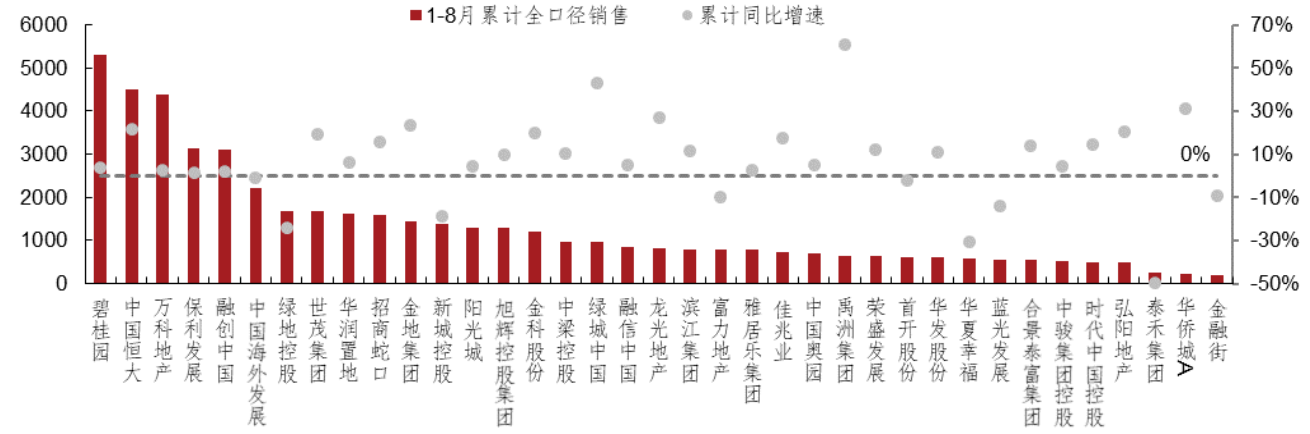


备注：中国国贸和格力地产无上半年销售数据
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

板块销售累计增速回正，多数房企销售增长。样本房企中，29 家房企 1-8 月累计同比增速为正；其中，禹洲集团、绿城中国、华侨城、龙光集团、金地集团、中国恒

大和弘阳地产增幅涨超 20%。此外，样本房企内，销售集中度较高，TOP3 房企销售占比近 3 成。TOP3 房企中，中国恒大前 8 月累计销售增长迅速，达 21.58%，在负债端压力较大的情况下，扩张迅猛。TOP11-30 和 TOP30-50 房企中，绿城中国和禹洲集团扩张快速，累计同比+43.26%和+61.06%。

图 27：样本房企 1-8 月累计全口径销售和同比变动



备注：样本房企中，广宇发展、中国国贸和格力地产无 8 月累计销售数据。
数据来源：CRIC、克而瑞证券研究院

样本房企年销售目标完成较好。披露年销售目标的 27 家样本房企中，仅富力地产和绿城中国目标完成度低于 50%。富力地产受疫情影响叠加下半年主推盘的销售策略，目标完成度较低。绿城中国因目标增长率高达 84.69%，目标过高导致完成度过低。销售目标超过上年销售额的房企中，禹洲集团目标完成度最高，高达 65.47%。

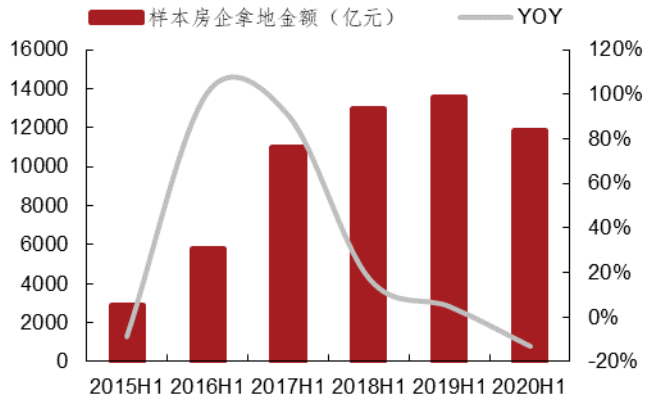
表 3：公布 2020 年销售目标样本房企销售目标完成度

企业简称	销售目标	目标增长	完成度	企业简称	销售目标	目标增长	完成度
滨江集团	1120	-0.05%	78.85%	世茂集团	3000	15.04%	56.33%
佳兆业集团	1000	-13.24%	73.12%	中国恒大	8000	31.58%	56.27%
禹洲集团	1000	33.13%	65.47%	旭辉集团控股	2300	10.04%	55.79%
雅居乐集团	1200	1.26%	64.70%	新城控股	2500	-9.02%	55.62%
阳光城	2000	-5.23%	64.19%	金科集团	2200	21.99%	55.37%
招商蛇口	2500	13.35%	64.13%	中骏集团	930	15.48%	55.30%
龙光集团	1100	10.89%	64.05%	融信中国	1500	6.14%	54.89%
弘阳地产	750	14.73%	64.01%	中国奥园	1320	11.81%	54.00%
中国海外发展	3500	6.02%	63.29%	合景泰富集团	1000	16.13%	53.83%
碧桂园	6000	9.53%	62.43%	荣盛发展	1200	6.09%	53.57%
华润置地	2600	7.00%	61.83%	融创中国	6000	7.99%	51.92%
时代中国控股	850	8.47%	59.98%	富力地产	1520	1.80%	47.68%
首开股份	1000	4.89%	59.94%	绿城中国	2500	84.69%	38.47%
中梁控股	1700	11.37%	57.44%				

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

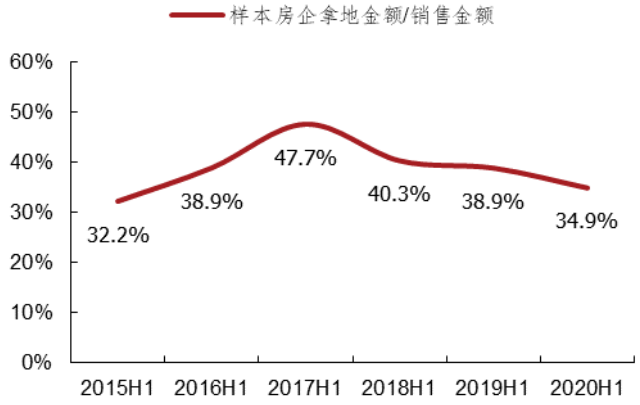
疫情扰乱拿地节奏，叠加去杠杆需求，上半年样本房企拿地金额同比下降；政策调整下，短期房企拿地谨慎。2020H1 样本房企拿地金额 11841.3 亿元，同比-12.9%，拿地金额占销售金额 34.9%，同比-4.0pct；疫情影响下，4 月土地市场转热，一定程度上弥补了 2、3 月土地市场冷清；因部分房企拿地节奏被打乱；多元化拿地方式逐渐拓展，拿地成本下降；叠加部分房企存在降杠杆需求，上半年样本房企整体拿地金额下跌。受 4-6 月土地市场火热影响，7 月市场供地结构有所改变，并且相对宽松的融资环境有所收紧，“820 房企座谈会”提出“三道红线”的房企负债管理模式；短期房企进入投资拿地谨慎期。

图 28：样本房企拿地金额和 YOY



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

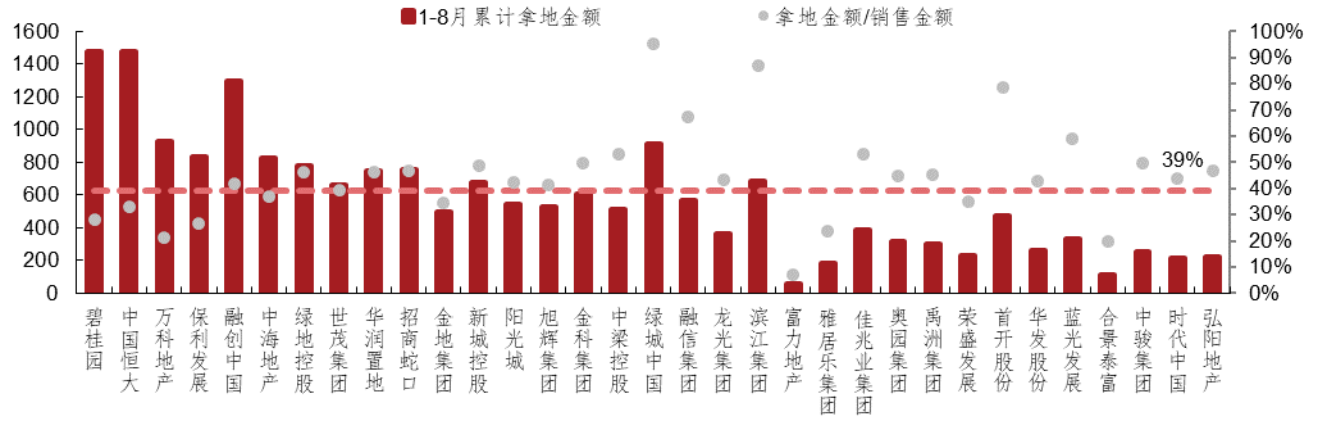
图 29：样本房企拿地金额占销售金额比重



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

少数样本房企拿地较激进，扩张势头明显，多数样本房企拿地谨慎。1-8 月，23 家样本房企拿地金额占销售金额比重超均值，受碧桂园、万科地产和保利地产 3 家房企体量大影响，整体均值明显拉低。此外，绿城中国、融信中国、滨江集团、首开股份、蓝光发展、佳兆业集团和中梁控股拿地力度超过 50%，拿地明显扩张；其中，绿城中国拿地金额占销售金额达 95.04%，因销售目标较高，拿地较激进。富力地产销售乏力，降杠杆需求迫切，拿地力度小。拿地金额上，板块集中度较高，3 家大型民企，碧桂园、中国恒大和融创中国购地金额占 33 家样本房企 22.34%，其中，中国恒大和融创中国在负债端压力较大的情况下尽力奋战全年扩张计划。

图 30：1-8 月样本房企累计拿地金额和拿地金额占销售金额比重



备注：因华侨城、金融街、广宇发展、泰禾集团、中国国贸、格力地产和华夏幸福未披露 8 月拿地数据，仅统计 33 家房企拿地信息。
数据来源：CRIC、克而瑞证券研究院

投资建议：

受疫情影响，样本房企结算放缓、盈利阶段性下滑；在当前行业规模筑顶、竞争加剧的情况下，具备强融资优势、投资能力和产品能力的头部房企，及财务稳健、发展快速的成长性房企有望受益。我们持续推荐行业首选配置组合:【金地集团】、【龙湖集团】、【万科 A】(财务健康叠加基本面良好，全年销售不悲观)，以及稳财务健、有序拓展的中等规模房企【弘阳地产】、【中骏集团控股】、【美的置业】，同时推荐大湾区旧改资源充沛标的:【龙光集团】、【中国奥园】。

风险提示：

新冠疫情扩散超预期，行业销售波动；房地产政策调控超预期；经济下滑超预期。

附录：样本房企融资三条红线达标情况

图 31：样本房企融资三条红线达标情况

企业简称	剔除预收账款资产负债率	净负债率	现金短债比	触及红线个数
保利地产	67.42%	72.07%	1.96	0
中国海外发展	53.80%	31.63%	3.33	0
华润置地	59.73%	45.93%	2.19	0
金地集团	69.91%	66.63%	1.18	0
中国国贸	36.56%	14.14%	无短债	0
碧桂园	81.60%	65.22%	1.78	1
万科A	75.55%	27.90%	1.95	1
世茂集团	70.81%	61.21%	1.57	1
招商蛇口	58.60%	40.06%	0.97	1
新城控股	77.49%	21.86%	2.22	1
旭辉控股集团	74.24%	63.32%	2.35	1
绿城中国	74.21%	34.28%	2.29	1
融信中国	73.80%	91.25%	1.70	1
龙光集团	78.26%	48.94%	2.09	1
滨江集团	72.30%	83.77%	2.62	1
禹洲集团	79.83%	93.78%	1.57	1
中骏集团控股	76.36%	82.37%	2.01	1
合景泰富集团	79.16%	72.03%	1.45	1
弘阳地产	74.19%	68.71%	2.33	1
时代中国控股	77.63%	84.47%	1.23	1
阳光城	78.17%	110.99%	1.39	2
金科股份	101.20%	124.62%	1.01	2
中梁控股	80.77%	69.91%	0.85	2
雅居乐集团	72.79%	84.67%	0.95	2
佳兆业集团	74.61%	195.43%	1.02	2
华夏幸福	47.24%	191.85%	0.47	2
首开股份	100.21%	174.41%	1.00	2
华侨城A	71.55%	111.24%	1.07	2
中国恒大	85.28%	219.53%	0.36	3
融创中国	82.22%	175.61%	0.61	3
绿地控股	71.83%	180.31%	0.72	3
富力地产	78.16%	197.73%	0.24	3
中国奥园	80.85%	118.83%	0.79	3
华发股份	98.40%	180.48%	0.98	3
荣盛发展	96.98%	101.03%	0.97	3
蓝光发展	72.46%	105.63%	0.79	3
金融街	74.40%	202.31%	0.55	3
广宇发展	73.11%	138.00%	0.45	3
泰禾集团	81.59%	287.40%	0.06	3
格力地产	75.50%	214.82%	0.34	3

备注：龙光集团和合景泰富集团未披露因销售物业产生的预收款，因此使用资产负债率；中国国贸当期无短期借款和一年内到期长期借款。

数据来源：克而瑞证券研究院

评级指南及免责声明

行业评级说明

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：
推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数，10%以上
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数，-10%到 10%之间
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数，10%以上

披露事项

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。

免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，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。对于本文件所含信息，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，公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本文件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。
本文件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，本文作或本文件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或其他重要信息为依据。
本文件之内容不是为任何投资者的投资目标，需要及财政状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保証此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，克而瑞及所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。
本文件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。
本文件乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，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文件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。