

强于大市

房企退市专题研究

十余家房企面临“1 元退市”风险，对行业整体影响有限

核心观点

- **退市制度持续优化。**通过多次退市制度的改革，不断优化退市指标、缩短退市流程，加大市场出清力度，提升退市效率，构建有进有出、优胜劣汰的市场生态。退市制度的完善也能有效抑制市场上的投机行为，同时让资源更集中于优质企业，使 A 股市场不断走向成熟。我国沪深交易所四大类强制退市指标有：1) 交易类：包含“1 元退市”（连续 20 个交易日收盘价均低于 1 元）和“市值退市”（连续 20 个交易日每日股票收盘总市值均低于 3 亿元），交易类退市条款一旦触及即退市；2) 财务类：包括“扣非净利和归母净利润较小值为负且营收低于 1 亿元”和“净资产为负”，一年触发实施风险警示，连续两年触发即退市；3) 规范类：包含财报造假、半数以上董事无法保证半年报或年报的真实性、准确性和完整性等；4) 重大违法类。
- **2022 年成上市公司退市最多的一年。**2001-2023 年 5 月末，我国 A 股退市公司合计 198 家，平均退市率仅 0.33%。其中 2022 年退市 46 家，是有史以来退市数量最多的一年。但我国退市制度仍有改善空间，退市数量与退市率远低于成熟的资本市场，美股过去十年的平均退市率为 6.6%。从退市原因来看，并购（占比 20%）、财务问题（16%）及股价过低（6%）成为我国退市三大原因。从行业分类来看，主要集中在工业、信息技术和可选消费；房地产行业共有 10 只股票退市，占比 5%。
- **目前房地产行业上市公司主要面临的退市风险为“面值退市”即“1 元退市”。**1) “1 元退市”：当前所有 A 股上市公司中，股价跌至 1 元附近或以下的上市公司中约 26% 为房地产行业上市公司。当前 A 股市场共有上市公司 5192 个，其中房地产行业 115 家，占比 2.2%。截至 6 月 1 日，收盘价低于 1 元的公司有 30 家，其中房地产行业 10 家，占比 33%；收盘价在 1-1.5 元的公司有 17 家，其中房地产行业 2 家，占比 12%。12 家房地产行业上市公司股价跌至 1 元附近或以下：其中 *ST 中天、*ST 蓝光、*ST 嘉凯、ST 美置已超过 20 个交易日的收盘价低于 1 元；ST 泰禾、ST 粤泰、ST 阳光城、*ST 宋都、*ST 海投分别有连续 19、16、14、13、13 个交易日的收盘价低于 1 元；金科股份连续 7 个交易日的收盘价连续低于 1 元；另有荣盛发展、中南建设收盘价低于 1.5 元，临近 1 元。8 家房地产行业公司已锁定“1 元退市”：*ST 蓝光作为今年 A 股首家退市房企将于 6 月 6 日摘牌，其他锁定退市的还有：*ST 中天、ST 泰禾、*ST 嘉凯、*ST 美置、ST 粤泰、ST 阳光城、*ST 宋都。2) 当前上市房地产行业公司中无公司面临“市值退市”风险。3) 当前上市房地产行业公司中有 4 家可能面临财务类退市风险，分别为 *ST 海投、*ST 嘉凯、*ST 蓝光、*ST 中天，可能触发连续“净利润为负且营收低于 1 亿元”、“净资产为负”等退市条件。
- **当上市公司的股价跌至 1.5 元以下的时候，通常会加速跌至 1 元以下，面临退市风险。**因为当上市公司股价跌至 1.5 元以下，投资者担心公司股价跌破 1 元被退市，开始选择抛售，这种抛售行为导致公司股价持续大幅度下跌，当连续 20 个交易日股价在 1 元以下时，最终导致公司触及“1 元退市”。此外，今年半年报中房企 2022 年业绩普遍承压，部分房企处于大额亏损的情况，投资者对公司自身的信心也受挫，再度使股价承压。
- **公司努力通过股东、高管增持或公司回购，以挽救股价重新回到 1 元以上。***ST 新联维持运作初现成效，5 月 19 日股价跌至 0.97 元，控股股东新华联控股宣布对公司增持 1-2 亿元，并在 5 月 22 日起的三个月内实施完毕，5 月 22 日-6 月 1 日已经连续 9 个交易日涨停，股价回到 1.51 元。*ST 泛海在 5 月 5 日、5 月 10 日两波增持公告发布日均出现涨停。百强房企金科股份也通过控股股东和高管增持积极“护盘”。
- **房企退市风波出现的原因：**部分面临退市风险的公司财务数据与经营情况表现尚可，理性看待其当前面临的困境。12 家房地产行业面临退市风险的公司中不乏百强房企：金科、中南、阳光城、荣盛 2022 年销售额均破 300 亿元，营收也超 200 亿元。房企退市风波出现主要是由于整体拿地销售市场复苏乏力，叠加部分房企资金链紧张导致接连暴雷让市场对于这部分房企的安全性和成长性均产生了强烈的担忧。
- **房企退市风波的影响：**我们认为面临退市风险的企业仍属个别现象，对房地产板块的影响相对有限，理性看待。短期内市场对于地产股的关注度及受欢迎度将降低，直接融资渠道也受到影响，一定程度上反映了市场对房地产行业信心不足。但是我们认为面临退市风险的企业仍属个别现象，对整体房地产板块的影响相对有限。一方面，强化退市制度有助于保证股票市场合理供给，在一定程度上提升投资者的风险意识，促使投资者关注基本面优质、行业发展前景较好的地产公司。整体而言，利于行业加速出清，对整体行业格局产生一定变化，这也符合当下地产供给侧出清的大逻辑。另一方面，此次有退市风险的房地产行业公司在整体板块内的权重影响不大。截至 6 月 1 日，有退市风险的 12 家房地产行业公司总市值仅 274 亿元，占整体地产 A 股公司总市值的比重仅 2.0%；已经锁定退市的 8 家房企市值仅 115 亿元，占比仅 0.9%。退市后，这部分的份额将会让出，行业“强者恒强”的现状将持续深化，优秀企业仍具立足之处，长期价值犹在，不应该因个别企业问题否定整个行业。

投资建议

- 2023 年来行业基本面逐步修复，理性看待房企退市风波对整个行业的影响。行业中优秀企业仍具立足之处，长期价值犹在。当前时点是基本面兑现预期落空、叠加政策空窗期，板块缺乏明显催化剂，因此建议关注 alpha 机会。我们建议关注内生增长快、拿地有效性强的内驱力型公司；REITs 相关的商业地产、保租房、产业园区、物流地产等资产持有方；以及在行业大环境收缩的背景下，重要性提升的渠道公司。我们建议关注以下两条主线：1) 主流的央国企和区域深耕型房企，销售、拿地均有较好增长，行业见底复苏后带来 β 行情：招商蛇口、华润置地、建发国际集团、越秀地产、绿城中国、华发股份、滨江集团；2) 主题性投资机会，包括 REITs 相关：大悦城、光大嘉宝、中新集团；房地产渠道相关的标的：贝壳、我爱我家。

风险提示

- 房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

相关研究报告

《华发股份：把握机遇实现规模突破，聚焦核心战略下销售拿地强势》(2023/5/15)

《行业盈利与现金承压：房企分化加剧，销售与投资普遍缩量——房地产行业 2022 年年报 & 2023 年一季度综述》(2023/5/12)

《保租房 REITs 深度研究：住房租赁市场缺口较大，保租房 REITs 起航，租赁行业加速步入专业化资管时代》(2023/5/8)

《房地产行业 2023 年度策略——弩箭已离弦，能否冰解的破？》(2022/12/18)

《中国真实住房需求还有多少？(2022 版)》(2022/8/3)

《凡益之道，与时偕行——关于短期博弈与长期格局的思考》(2022/6/15)

《从历史复盘探讨本轮地产调控放松的最佳路径与当前房企的生存法则》(2022/3/31)

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

目录

| | |
|--|-----------|
| 1 退市制度持续优化，2022 年成上市公司退市最多的一年 | 4 |
| 1.1 退市制度改革不断深化，沪深交易所共有四大类强制退市指标 | 4 |
| 1.2 2022 年成上市公司退市最多的一年 | 7 |
| 2 目前房地产行业上市公司主要面临的退市风险为“1 元退市” | 9 |
| 2.1 当前房地产行业上市公司中有 8 家已锁定“1 元退市” | 9 |
| 2.2 当前房地产行业上市公司中无公司面临“市值退市”风险 | 10 |
| 2.3 当前房地产行业上市公司中有 4 家公司可能面临“财务类退市”风险 | 10 |
| 3 房企退市风波对整体板块影响较为有限 | 12 |
| 3.1 当上市公司股价跌破 1.5 元后大概率会加速下跌，触发退市的可能明显提升 | 12 |
| 3.2 公司或通过股东、高管增持或公司回购“护盘” | 12 |
| 3.3 多家企业触发退市条件后对行业整体有何影响？ | 14 |
| 4 投资建议 | 16 |
| 5 风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1. 退市制度改革不断深化..... | 4 |
| 图表 2. 沪深交易所共有 4 类强制退市指标..... | 5 |
| 图表 3. 财务造假强制退市指标..... | 6 |
| 图表 4. 2001-2023 年 5 月末，我国 A 股退市的上市公司合计 198 家，过去 23 年的平均退市率仅 0.33%..... | 7 |
| 图表 5. 并购、财务问题及股价过低成为退市三大原因..... | 8 |
| 图表 6. 2001-2023 年 5 月退市的股票主要集中在工业、信息技术和可选消费行业，占比分别为 21%、15%、14%..... | 8 |
| 图表 7. 2001-2023 年 5 月房地产行业共有 10 只股票退市..... | 8 |
| 图表 8. 共有 12 家房地产行业上市公司股价跌至 1 元附近或以下..... | 9 |
| 图表 9. 市值跌至 3 亿元附近或以下的上市公司中无房地产行业上市公司..... | 10 |
| 图表 10. 4 家房地产行业公司可能面临财务类退市风险..... | 11 |
| 图表 11. 我们以已经锁定退市的 ST 阳光城为例，其股价 4 月 21 日跌至 1.5 元以下后开始了加速下跌..... | 12 |
| 图表 12. *ST 新联增持运作初现成效，5 月 22 日-6 月 1 日已经连续 9 个交易日涨停..... | 13 |
| 图表 13. *ST 泛海在 5 月 5 日、5 月 10 日两波增持公告发布当日均出现涨停..... | 13 |
| 图表 14. 百强地产公司金科股份积极“护盘”..... | 14 |
| 图表 15. 12 家房地产行业面临退市风险的公司中不乏百强房企..... | 14 |
| 图表 16. 截至 6 月 1 日，有退市风险的 12 家房地产行业公司总市值 274 亿元，占地产 A 股公司总市值的比重仅 2.0%；已经锁定退市的 8 家房企市值 115 亿元，占比 0.9%..... | 15 |
| 图表 17. 报告中提及上市公司估值表..... | 16 |

1 退市制度持续优化，2022 年成上市公司退市最多的一年

1.1 退市制度改革不断深化，沪深交易所共有四大类强制退市指标

退市制度是资本市场重要的基础性制度，深化退市制度改革是加强资本市场基础制度建设的重要环节，对提高上市公司质量、促进资本市场良性发展具有重要意义。2001 年，连续四年亏损的 PT 水仙（PT 即 Particular Transfer 特别转让的缩写。依据《公司法》和《证券法》规定，上市公司出现连续三年亏损等情况将被退市。沪深交易所从 1999 年 7 月 9 日起，对这类退市股票实施特别转让服务，并在其简称前冠以 PT，称之为 PT 股票）被退市，成为我国第一家退市的公司，开创了 A 股市场退市的先例。此后，A 股退市制度经历了多轮改革，不断成熟。2005-2012 年，退市制度被逐步完善，在此期间，A 股市场引入了财务类及市场交易类退市指标，并从法律层面赋予了交易所暂停、恢复、终止上市权利。2012 年改革完善了主动退市制度，同时明确实施重大违法公司强制退市制度。2018 年 7 月 27 日，证监会发布《关于修改〈关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见〉的决定》。沪深两地交易所也推出相应规则，细化了 4 种重大违法退市指标，如上市欺诈骗发行、年报造假规避退市等，新增了社会公众安全类重大违法强制退市指标。随后，长生生物重大违法强制退市成为标志性案例。2019 年证监会首次制定了提高上市公司质量行动计划。2020 年 3 月，新《证券法》正式生效施行，不再对暂停上市情形和终止上市情形进行具体规定，改为交由证券交易所对退市情形和程序做出具体规定。同年 10 月 9 日，国务院印发《国务院关于进一步推进上市公司质量的意见》，将健全上市公司退出机制作为一项重要任务，要求完善退市标准，简化退市程序，加大退市监管力度；11 月 2 日，中央深改委审议通过《健全上市公司退市机制实施方案》，再次明确强调健全上市公司退市机制安排是全面深化资本市场改革的重要制度安排；11 月 3 日公布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中，也明确提出了“建立常态化退市机制”。2020 年 12 月 14 日，沪深交易所分别发布退市规则征求意见稿，对 A 股市场的退市标准和退市程序进行具体优化，改革力度空前，也一直沿用至今。2022 年 11 月，证监会制定了《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》，巩固深化常态化退市机制，在八方面作出部署，力争到 2025 年，上市公司结构更加优化，市场生态显著改善，监管体系成熟定型，上市公司整体质量迈上新的台阶。

图表 1. 退市制度改革不断深化



资料来源：沪深交易所，中银证券

退市规则，主要在于退市指标和退市程序的设计。退市指标，即上市公司触及到什么样的标准，有可能被要求退市，我国 A 股市场现有财务类、市场交易类、规范类、重大违法类 4 类强制退市指标。退市程序，即约束有退市风险的股票，以及退市后的具体操作流程。

通过多次退市制度的改革，不断优化退市指标、缩短退市流程，加大市场出清力度，提升退市效率，构建有进有出、优胜劣汰的市场生态。退市制度的完善能有效抑制市场上的投机行为，同时让资源更集中于优质企业，使 A 股市场不断走向成熟。

具体而言，我国沪深交易所四大类强制退市指标有：

图表 2. 沪深交易所共有 4 类强制退市指标

| 4 类强制退市指标 | 具体细则 | 退市情形判定 |
|-----------|--|--|
| 交易类 | 连续 120 个交易日累计股票成交量低于 500 万股，或者 连续 20 个交易日收盘价均低于 1 元 ； 仅发行 B 股的，连续 120 个交易日累计股票成交量低于 100 万股，或者连续 20 个交易日收盘价均低于 1 元； 既发行 A 股又发行 B 股的上市公司，其 A、B 股股票的成交量或者收盘价同时触及以上两项标准； 股东数量连续 20 个交易日每日均低于 2000 人； 连续 20 个交易日每日股票收盘总市值均低于人民币 3 亿元。 | 交易类退市条款一旦触及就退市，没有*ST 的风险警示阶段，没有浮动的余地。 |
| 财务类 | 1) 上年度净利润为负（除非经常性损益前后孰低法）且营业收入低于人民币 1 亿元（扣除非主营业务收入和不具备商业实质的收入），包括追溯重述情况； 2) 上年度净资产为负值，包括追溯重述情况； 3) 财报被出具无法表示意见或否定意见的审计报告； 4) 证监会行政处罚决定书表明公司已披露的最近一个会计年度经审计的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，导致该年度相关财务指标实际已触及以上情形的。 | 一年触发财务类指标，就实施风险警示（即戴*ST 帽）。 连续两年触发财务类指标即退市。 因财务类退市指标被 ST 的公司，如果第二年继续触及以上的任意一条或被出具非标升级报告，即退市。 |
| 规范类 | 1) 因财报存在重大会计差错或者虚假记载，被证监会责令改正但公司未在规定期限内改正，次日停牌，停牌 2 个月内仍未改正； 2) 未按时披露半年报或年报，次日停牌，2 个月后仍未披露； 3) 半数以上董事 无法保证半年报或年报的真实性、准确性和完整性，且未在法定期限内改正，次日停牌，2 个月内仍未改正； 4) 因信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷，未在规定期限内改正，次日起停牌，2 个月内仍未改正； 5) 公司股本总额、股权分布发生变化，导致连续 20 个交易日不再具备上市条件，次日停牌，1 个月内仍未解决； 6) 公司可能被依法强制解散； 7) 法院依法受理公司重整、和解和破产清算申请； | 共有以上 7 项戴*ST 帽的标准。 因 1-4 条戴*ST 帽后 2 个月内仍未解决，即退市。 因第 5 条戴*ST 帽后 6 个月内未解决，即退市。 因第 6 条戴*ST 帽后，公司被吊销营业执照、被责令关闭或者被撤销等，即退市。 因第 7 条戴*ST 帽后，如果重整失败，法院裁定公司破产，即退市。 |
| 重大违法类 | 1) 上市公司存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为，且严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形； 2) 上市公司存在涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的违法行为，情节恶劣，严重损害国家利益、社会公共利益，或者严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形。 | 重大违法类退市条款一旦触及就退市，没有*ST 的风险警示阶段 |

资料来源：沪深交易所，中银证券

一、交易类的退市指标：

- 1) 连续 120 个交易日累计股票成交量低于 500 万股，或者**连续 20 个交易日收盘价均低于 1 元**；
- 2) 仅发行 B 股的，连续 120 个交易日累计股票成交量低于 100 万股，或者连续 20 个交易日收盘价均低于 1 元；
- 3) 既发行 A 股又发行 B 股的上市公司，其 A、B 股股票的成交量或者收盘价同时触及以上两项标准；
- 4) 股东数量连续 20 个交易日每日均低于 2000 人；
- 5) **连续 20 个交易日每日股票收盘总市值均低于人民币 3 亿元。**

交易类退市条款一旦触及就退市，没有*ST 的风险警示阶段，没有浮动的余地。这其中就包含了“面值退市”：连续 20 个交易日收盘价均低于 1 元，以及“市值退市”：连续 20 个交易日每日股票收盘总市值均低于人民币 3 亿元。

二、财务类退市指标：

- 1) 上年度净利润为负（除非经常性损益前后孰低法）且营业收入低于人民币 1 亿元（扣除非主营业务收入和不具备商业实质的收入），包括追溯重述情况；
- 2) 上年度净资产为负值，包括追溯重述情况；
- 3) 财报被出具无法表示意见或否定意见的审计报告；
- 4) 证监会行政处罚决定书表明公司已披露的最近一个会计年度经审计的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，导致该年度相关财务指标实际已触及以上情形的。

一年触发财务类指标，就实施风险警示（即戴*ST 帽）。连续两年触发财务类指标即退市。因财务类退市指标被 ST 的公司，如果第二年继续触及以上的任意一条或被出具非标升级报告，即退市。

三、规范类退市指标：

- 1) 因财报存在重大会计差错或者虚假记载，被证监会责令改正但公司未在规定期限内改正，次日停牌，停牌 2 个月内仍未改正；
- 2) 未按时披露半年报或年报，次日停牌，2 个月后仍未披露；
- 3) 半数以上董事无法保证半年报或年报的真实性、准确性和完整性，且未在法定期限内改正，次日停牌，2 个月内仍未改正；
- 4) 因信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷，未在规定期限内改正，次日起停牌，2 个月内仍未改正；
- 5) 公司股本总额、股权分布发生变化，导致连续 20 个交易日不再具备上市条件，次日停牌，1 个月内仍未解决；
- 6) 公司可能被依法强制解散；
- 7) 法院依法受理公司重整、和解和破产清算申请；

共有以上 7 项戴*ST 帽的标准。其中因 1-4 条戴*ST 帽后 2 个月内仍未解决，即退市。因第 5 条戴*ST 帽后 6 个月内未解决，即退市。因第 6 条戴*ST 帽后，公司被吊销营业执照、被责令关闭或者被撤销等，即退市。因第 7 条戴*ST 帽后，如果重整失败，法院裁定公司破产，即退市。

其中明确了财务造假退市判定标准。根据证监会行政处罚决定认定的事实，公司披露的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，上市公司连续两年虚增营业收入\净利润\利润总额\资产负债表各科目金额，每年均超过当年年报报告对外披露净利润金额的 50%，且两年合计虚增净利润金额达到 5 亿元以上。

图表 3. 财务造假强制退市指标

| 财务造假强制退市指标 | | | | | | | |
|------------|----------|---------------|-------------|-------------|-------------|---------|-----------|
| 公司披露的 | 营业收入 | 连续 2 年均存在虚假记载 | 虚假记载的营业收入金额 | 合计达到 5 亿元以上 | 且超过该 2 年披露的 | 年度营业收入 | 合计金额的 50% |
| | 净利润 | | 虚假记载的净利润金额 | | | 年度净利润 | |
| | 利润总额 | | 虚假记载的利润总额金额 | | | 年度利润总额 | |
| | 资产负债表各科目 | | 资产负债表虚假记载金额 | | | 年度期末净资产 | |

资料来源：沪深交易所，中银证券

四、重大违法类退市指标：

- 1) 上市公司存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为，且严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形；
- 2) 上市公司存在涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的违法行为，情节恶劣，严重损害国家利益、社会公共利益，或者严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形。

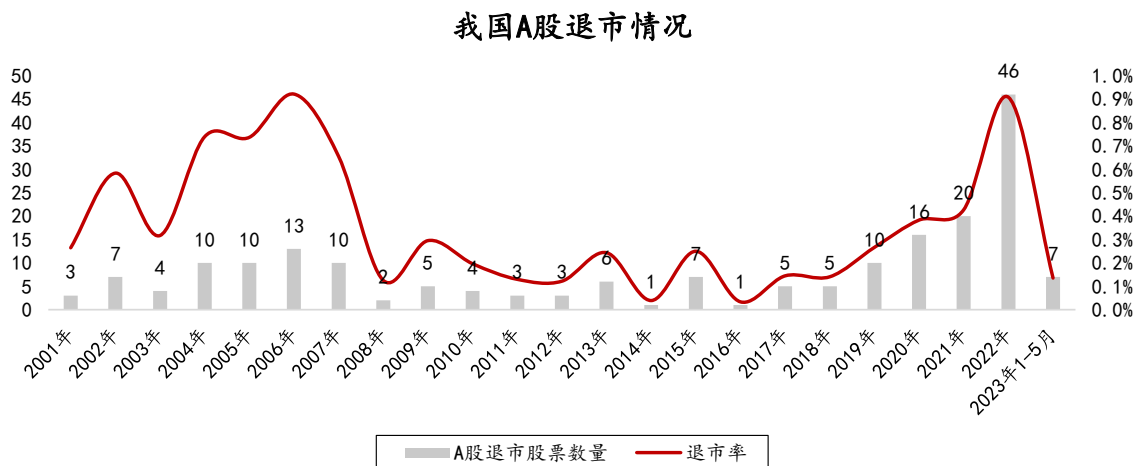
重大违法类退市条款一旦触及就退市，没有*ST 的风险警示阶段。

在退市程序上，退市流程不断缩短，提高了市场的风险警示能力，提高退市效率的同时，也能遏制退市振荡期内市场上的投机炒作行为。2020 年 12 月的最新退市规则规定：1) 取消暂停上市和恢复上市环节，明确上市公司连续两年触及财务类指标即终止上市；2) 取消交易类退市情形的退市整理期设置，也就是说交易类退市不设整理期；其他类型退市整理期为 15 个交易日，整理期首日不设置涨跌停板；3) 将重大违法类退市连续停牌时点从收到行政处罚事先告知书或法院判决之日，延后到收到行政处罚决定书或法院生效判决之日。

1.2 2022 年成上市公司退市最多的一年

随着退市规则的不断优化，A 股市场“优胜劣汰”。2001-2023 年 5 月末，我国 A 股退市的上市公司合计 198 家，过去 23 年的平均退市率仅 0.33%（平均退市率=年均退市数/年均上市公司总量）。自 2017 年以来，退市数量逐年增加，其中 2021 年退市 20 家，2022 年退市 46 家，是我国证券市场有史以来退市数量最多的一年，当年退市率达 0.91%。2023 年 1-5 月退市 7 家。但我国 A 股的退市制度还远不到健全的程度，平均退市率仅 0.33%，退市公司数量与退市率远低于成熟的资本市场，2013-2022 年十年间美股退市股票数量合计 3269 家，平均退市率为 6.6%。

图表 4. 2001-2023 年 5 月末，我国 A 股退市的上市公司合计 198 家，过去 23 年的平均退市率仅 0.33%



资料来源：万得，中银证券

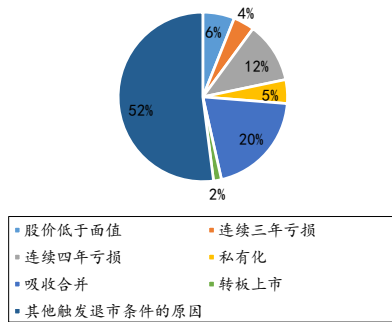
数据说明：退市率=当年退市股票数量/当年上市公司总量

从退市原因来看，并购、财务问题及股价过低成为退市三大原因。其中高达 20%为吸收合并（即并购），16%因财务方面连续亏损 3-4 年触发退市，6%因股价过低而退市，另有 5%因私有化退市，2%为转板上市。

从行业分类来看，2001-2023 年 5 月 198 只退市的股票主要集中在工业、信息技术和可选消费行业，占比分别为 21%、15%、14%。房地产行业共有 10 只股票退市，占比 5%，分别为 2003 年退市的 ST 中侨、2009 年退市的新湖创业（后重组为新湖中宝）、2015 年退市的招商地产（后重组为招商蛇口）、2018 年中弘退、2019 年退市大控、2020 年退市华业、2022 年退市中房、新光退、绿景退和退市海创。除了新湖和招商地产之外，其余退市原因为“净利润连续为负且营收连续低于 1 亿元”、“无法出具或出具否定的审计意见”等财务类退市指标触发，或“连续 20 个交易日收盘价均低于股票面值”的交易类退市指标触发。

图表 5. 并购、财务问题及股价过低成为退市三大原因

A股退市股票退市原因占比

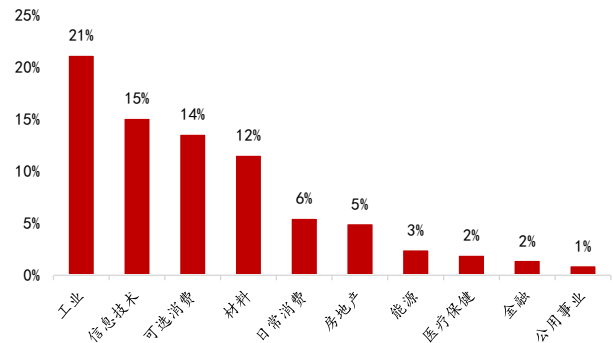


资料来源：万得，中银证券

备注：其他触发退市条件的原因包括“净资产为负、无法出具审计意见”等财务类退市指标的触发，“市值退市”等交易类指标的触发，重大违法情形的退市等。

图表 6. 2001-2023 年 5 月退市的股票主要集中在工业、信息技术和可选消费行业，占比分别为 21%、15%、14%

A股退市股票行业占比



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 2001-2023 年 5 月房地产行业共有 10 只股票退市

| 行业 | 名称 | 退市日期 | 退市原因 | 说明 | 重组后代码 | 重组后简称 |
|-----|-----------|------------|---------------------|---|-----------|-------|
| 房地产 | 退市海创(退市) | 2022-07-13 | 触及财务类退市指标、且无法出具审计意见 | 2020 年净利润为负值且营收低于 1 亿元，自 2021 年 4 月 30 日起被继续实施退市风险警示。2022 年 4 月 30 日，2021 年财报被出具无法表示意见的审计报告。 | | |
| | 绿景退(退市) | 2022-06-27 | 触及财务类退市指标、且无法出具审计意见 | 2020 年净利润为负值且营收低于 1 亿元，自 2021 年 5 月 6 日起被实施退市风险警示。2022 年 4 月 30 日，年报显示 2021 年净利润持续为负且营收持续低于 1 亿元，同时 2021 年财报被出具无法表示意见的审计报告。 | | |
| | 新光退(退市) | 2022-06-23 | 触及财务类退市指标、且无法出具审计意见 | 因 2018、2019 年度连续两年归母净利润为负，自 2020 年 4 月 29 日起被实施退市风险警示，因 2020 年净资产为负，被继续实施退市风险警示。2022 年 4 月 30 日 2021 年财报被出具无法表示意见的审计报告。 | | |
| | 退市中房(退市) | 2022-06-21 | 触及财务类退市指标 | 因 2020 年净利润为负且营收低于 1 亿元，自 2021 年 4 月 6 日起被实施退市风险警示。2021 年度净利润持续为负且营收低于 1 亿元。 | | |
| | 退市华业(退市) | 2020-02-05 | 触及交易类退市指标 | 2019 年 10 月 16 日-11 月 12 日，连续 20 个交易日收盘价均低于股票面值 | | |
| | 退市大控(退市) | 2019-12-12 | 触及交易类退市指标 | 连续 20 个交易日收盘价均低于股票面值 | | |
| | 中弘退(退市) | 2018-12-28 | 触及交易类退市指标 | 连续 20 个交易日收盘价均低于股票面值 | | |
| | 招商地产(退市) | 2015-12-30 | 吸收合并 | | 001979.SZ | 招商蛇口 |
| | 新湖创业(退市) | 2009-08-27 | 吸收合并 | | 600208.SH | 新湖中宝 |
| | ST 中侨(退市) | 2003-05-30 | 出具了否定意见的审计报告 | 2002 年半年度审计报告出具了否定意见的审计报告 | | |

资料来源：万得，中银证券

2 目前房地产行业上市公司主要面临的退市风险为“1元退市”

2.1 当前房地产行业上市公司中有 8 家已锁定“1元退市”

当前所有 A 股上市公司中，股价跌至 1 元附近或以下的上市公司中约 26% 为房地产行业上市公司，共有 12 家房地产行业上市公司面临“1 元退市”的风险。在交易类的退市指标较为容易触发退市的有：“1 元退市”，即“连续 20 个交易日收盘价均低于 1 元”；且交易类退市条款一旦触及就退市。根据我们的统计，当前 A 股市场共有上市公司 5192 个，其中房地产行业 115 家，占比 2.2%。截至 2023 年 6 月 1 日，收盘价低于 1 元的公司有 30 家，其中房地产行业 10 家，占比三分之一；收盘价在 1-1.5 元的公司有 17 家，其中房地产行业 2 家，占比 12%。

12 家房地产行业上市公司股价跌至 1 元附近或以下：其中*ST 中天、*ST 蓝光、*ST 嘉凯、ST 美置已经超过 20 个交易日的收盘价低于 1 元；ST 泰禾、ST 粤泰、ST 阳光城、*ST 宋都、*ST 海投分别有连续 19、16、14、13、13 个交易日的收盘价低于 1 元；金科股份连续 7 个交易日的收盘价连续低于 1 元；另有荣盛发展、中南建设收盘价低于 1.5 元，临近 1 元。

当前所有全 A 所有上市公司中，有 8 家已经锁定“1 元退市”：

1) 今年首家 A 股退市房企：5 月 30 日*ST 蓝光（股价 0.40 元，市值 12.14 亿元）发布公告称，上交所决定终止公司股票上市，将于 6 月 6 日终止上市暨摘牌。因 2023 年 4 月 6 日-5 月 9 日公司股票连续 20 个交易日的每日收盘价均低于人民币 1 元，经上交所审议，决定终止蓝光发展的股票上市。根据规定，蓝光发展股票不进入退市整理期交易，上交所在 5 个交易日内（即 6 月 6 日），对蓝光发展股票予以摘牌。蓝光发展应当立即安排股票转入全国中小企业股份转让系统等证券交易场所进行股份转让相关事宜，保证公司股票在摘牌之日起 45 个交易日内可以转让。**公司曾经是成都最大的本地开发商之一**，成立于上世纪 90 年代，2008 年斥资 3.22 亿元取代因债务问题而转让控制权的迪康集团，拿下迪康药业约 30% 股份成为迪康药业的大股东，并于 2015 年挂牌上市。2015 年 4 月 16 日迪康药业在上交所正式更名为蓝光发展，其股价最高在 2015 年 6 月曾达到 20.1 元/股。2019 年蓝光发展在上海虹桥启动了“成都+上海”双总部战略，同年 10 月，蓝光发展旗下物业公司蓝光嘉宝服务在港交所挂牌上市，蓝光完成了“A+H”双资本平台搭建。但 2021 年 7 月，蓝光发展宣布公开债务违约，此后开始了自救之路，2020-2021 年公司先后出售成都迪康药业 100% 股权于汉商集团、出售其所持有的蓝光嘉宝服务 64.26% 股权于碧桂园服务。但始终未能扭转公司资金紧张和股价的颓势。

2) 其他已经锁定面值退市的房地产行业上市公司还有：*ST 中天、*ST 嘉凯、ST 美置、ST 泰禾、ST 粤泰、ST 阳光城、*ST 宋都，其中*ST 中天、*ST 嘉凯、ST 美置已经连续 20 个交易日股价低于 1 元，而 ST 泰禾、ST 粤泰、ST 阳光城、*ST 宋都以 6 月 1 日的收盘价格，即便是每日涨停，股价也无法在第 20 个交易日回到 1 元（根据 A 股一般股票每日涨停的最大幅度为 10%；ST 股票每日涨停的最大幅度为 5% 来计算）。

图表 8. 共有 12 家房地产行业上市公司股价跌至 1 元附近或以下

| 编号 | 证券代码 | 证券简称 | 收盘价（元/股） | 总市值（亿元） | 连续几个交易日收盘价低于 1 元？ |
|----|-----------|--------|----------|---------|-----------------------|
| 1 | 600466.SH | *ST 蓝光 | 0.40 | 12.14 | >20 (将于 6 月 6 日退市) |
| 2 | 000540.SZ | *ST 中天 | 0.40 | 28.02 | >20 |
| 3 | 000918.SZ | *ST 嘉凯 | 0.49 | 8.84 | >20 |
| 4 | 000667.SZ | ST 美置 | 0.58 | 14.31 | >20 |
| 5 | 000732.SZ | ST 泰禾 | 0.45 | 11.20 | 19 |
| 6 | 600393.SH | ST 粤泰 | 0.47 | 11.92 | 16 |
| 7 | 000671.SZ | ST 阳光城 | 0.49 | 20.29 | 14 |
| 8 | 600077.SH | *ST 宋都 | 0.61 | 8.17 | 13 |
| 9 | 000616.SZ | *ST 海投 | 0.79 | 11.30 | 13 |
| 10 | 000656.SZ | 金科股份 | 0.83 | 44.32 | 7 |
| 11 | 002146.SZ | 荣盛发展 | 1.17 | 50.87 | 股价暂未跌破 1 元 |
| 12 | 000961.SZ | 中南建设 | 1.37 | 52.42 | |

资料来源：万得，中银证券

数据说明：股价数据均为 2023 年 6 月 1 日收盘价。ST 股，即一些财务或其他出现异常状况被特别处理的上市公司，证券相关部门为了让投资者警惕这种股票，在这种股票的名称前统一添加“ST”的标志，以此向投资者发出警示。ST 股是公司经营不善，而*ST 股是公司规模小可能退市。

2.2 当前房地产行业上市公司中无公司面临“市值退市”风险

市值跌至 3 亿元附近或以下的上市公司中无房地产行业上市公司，无房地产行业上市公司面临“市值退市”的风险。在交易类的退市指标较为容易触发退市的有：“市值退市”，即“连续 20 个交易日每日股票收盘总市值均低于人民币 3 亿元”；且交易类退市条款一旦触及就退市。截至 2023 年 6 月 1 日，市值跌至 3 亿元以下的公司仅 3 家，分别为金融行业的吉艾退、信息技术行业的*ST 中昌、工业行业的旭杰科技；市值为 3-4 亿元的公司有 18 家，无房地产行业上市公司。

图表 9. 市值跌至 3 亿元附近或以下的上市公司中无房地产行业上市公司

| 编号 | 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 (元/股) | 总市值 (亿元) | 所属行业 |
|----|-----------|--------|-----------|----------|------|
| 1 | 600242.SH | *ST 中昌 | 0.30000 | 1.3700 | 信息技术 |
| 2 | 600767.SH | *ST 运盛 | 0.47000 | 1.6027 | 信息技术 |
| 3 | 836149.BJ | 旭杰科技 | 3.63000 | 2.6774 | 工业 |
| 4 | 835508.BJ | 殷图网联 | 6.41000 | 3.2050 | 信息技术 |
| 5 | 872895.BJ | 花溪科技 | 5.89000 | 3.3293 | 工业 |
| 6 | 002417.SZ | *ST 深南 | 1.24000 | 3.3514 | 信息技术 |
| 7 | 832145.BJ | 恒合股份 | 4.78000 | 3.3723 | 信息技术 |
| 8 | 688555.SH | *ST 泽达 | 4.14000 | 3.4408 | 信息技术 |
| 9 | 836871.BJ | 派特尔 | 4.71000 | 3.4730 | 材料 |
| 10 | 839946.BJ | 华阳变速 | 2.63000 | 3.5502 | 可选消费 |
| 11 | 600532.SH | *ST 未来 | 0.69000 | 3.5609 | 材料 |
| 12 | 833580.BJ | 科创新材 | 4.17000 | 3.5862 | 材料 |
| 13 | 870299.BJ | 灿能电力 | 4.05000 | 3.6494 | 信息技术 |
| 14 | 837046.BJ | 亿能电力 | 5.09000 | 3.6775 | 工业 |
| 15 | 002781.SZ | *ST 奇信 | 1.64000 | 3.6900 | 工业 |
| 16 | 831526.BJ | 凯华材料 | 4.52000 | 3.7380 | 信息技术 |
| 17 | 872392.BJ | 佳合科技 | 6.46000 | 3.7920 | 材料 |
| 18 | 300392.SZ | *ST 腾信 | 0.99000 | 3.8016 | 可选消费 |
| 19 | 871396.BJ | 常辅股份 | 6.55000 | 3.8377 | 工业 |
| 20 | 300089.SZ | *ST 文化 | 0.80000 | 3.8485 | 可选消费 |
| 21 | 600781.SH | *ST 辅仁 | 0.63000 | 3.9511 | 医疗保健 |

资料来源：万得，中银证券

数据说明：股价数据均为 2023 年 6 月 1 日收盘价。

2.3 当前房地产行业上市公司中有 4 家公司可能面临“财务类退市”风险

当前房地产行业上市公司中 4 家公司可能面临财务类退市风险。1) 在财务类退市指标中规定连续两年“上年度扣非净利与归母净利较小值为负且营业收入低于人民币 1 亿元”的企业将触发退市风险。截至 2023 年 6 月 1 日，房地产行业共有 115 家 A 股上市公司，暂无公司已经触发风险。不过 *ST 海投 2022 年扣非净利与归母净利较小值为负，2021、2022 年连续两年营业收入低于 1 亿元，面临较大的财务类退市风险；若 2023 年年扣非净利与归母净利较小值仍为负，营业收入仍低于 1 亿元，则触发退市条件。房地产行业中共有 47 家（占比 41%）2022 年扣非净利与归母净利较小值为负，但除了 *ST 海投以外，其他公司的营业收入均大于 1 亿元，同时我们认为今年行业内企业业绩普遍承压主要是因为：a) 结转项目毛利率低，整体行业毛利率持续承压；b) 资产和信用减值计提规模增加；c) 停工之下利息资本化减少，外汇波动造成汇兑损失，财务费用上升；d) 合作项目增多致使少数股东损益占比提升。2023 年多数企业有望扭亏为盈，因此整体来说面临财务类退市风险的概率相对较小。

2) 在财务类退市指标中规定连续两年“上年度净资产为负值”的企业将触发退市风险。2022 年末，房地产行业*ST 嘉凯、*ST 蓝光、*ST 中天出现资不抵债的情况，净资产为负值，以上三家企业 2021 年末净负债为正，若 2023 年末仍为负，则触发退市条件。

图表 10. 4 家房地产行业公司可能面临财务类退市风险

| | | 营业收入（亿元） | | 扣非净利与归母净利较小值（亿元） | | 净资产（亿元） | | 可能触发的退市条件 |
|-----------|--------|----------|-------|------------------|--------|---------|-------|--|
| 证券代码 | 证券简称 | 2022 | 2021 | 2022 | 2021 | 2022 | 2021 | |
| 000616.SZ | *ST 海投 | 0.6 | 0.4 | -7.6 | 0.5 | 44.8 | 50.0 | 连续两年“上年度扣非净利与归母净利较小值为负且营业收入低于人民币 1 亿元” |
| 000918.SZ | *ST 嘉凯 | 14.5 | 13.7 | -14.0 | -12.7 | -0.7 | 10.2 | 连续两年“上年度净资产为负值” |
| 600466.SH | *ST 蓝光 | 193.0 | 201.2 | -249.4 | -138.3 | -204.0 | 69.7 | |
| 000540.SZ | *ST 中天 | 38.1 | 57.4 | -160.5 | -64.2 | -93.6 | 111.4 | |

资料来源：万得，中银证券

3 房企退市风波对整体板块影响较为有限

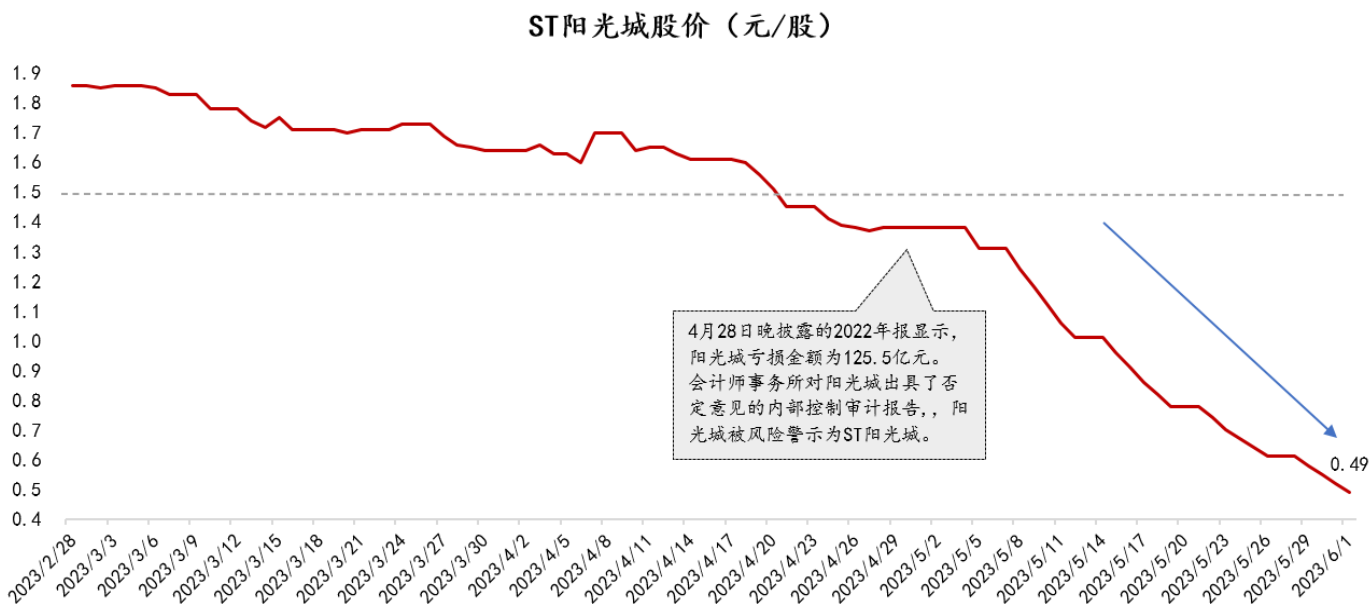
3.1 当上市公司股价跌破 1.5 元后大概率会加速下跌，触发退市的可能明显提升

当上市公司的股价跌至 1.5 元以下的时候，会快速跌至 1 元以下，面临退市风险。因为当上市公司股价跌至 1.5 元以下，投资者担心公司股价跌破 1 元被退市，开始选择抛售，这种抛售行为导致公司股价持续大幅度下跌；公司股价的大幅度下跌又再度加剧了投资者的恐慌，加速了投资者的抛售，最终加速公司股价跌破 1 元，也可能在这个过程中导致公司股价跌停，最终使得股东无法在跌停板上将股票卖出，连续跌停之后，股价跌破 1 元，当连续 20 个交易日股价在 1 元以下时，最终导致公司触及“1 元退市”。此外，3-4 月的年报季中房企 2022 年业绩普遍承压，部分房企处于大额亏损的情况，投资者对公司自身的信心也受挫，再度使股价承压。

我们以已经锁定退市的 ST 阳光城为例，其股价 3 月-4 月中旬波动下跌，3 月 1 日-4 月 20 日跌幅为 18.8%，日均跌幅为 0.4%，4 月 21 日跌至 1.5 元以下后开始了加速下跌，4 月 28 日晚披露的 2022 年报显示，阳光城亏损金额为 125.5 亿元，最终压垮股价，同时由于会计师事务所对阳光城出具了否定意见的内部控制审计报告，阳光城被风险警示为 ST 阳光城，股价于 5 月 15 日跌破 1 元。4 月 21 日-5 月 15 日跌幅高达 36.4%，日均跌幅 1.5%。6 月 1 日 ST 阳光城收盘价为 0.49 元，从 5 月 15 日至 6 月 1 日，阳光城的股价已经连续 14 个交易日跌停并低于 1 元，即使每日涨停，股价也无法在第 20 个交易日回到 1 元，因此已经锁定退市。

截至 2023 年 6 月 1 日，房地产行业，除了 8 家已经锁定“1 元退市”的企业（*ST 蓝光、*ST 中天、*ST 嘉凯、ST 美置、ST 泰禾、ST 粤泰、ST 阳光城、*ST 宋都）以外，另有 *ST 海投、金科股份股价跌破 1 元，荣盛发展、中南建设最新收盘价低于 1.5 元，可能面临的“1 元退市”的风险。

图表 11. 我们以已经锁定退市的 ST 阳光城为例，其股价 4 月 21 日跌至 1.5 元以下后开始了加速下跌

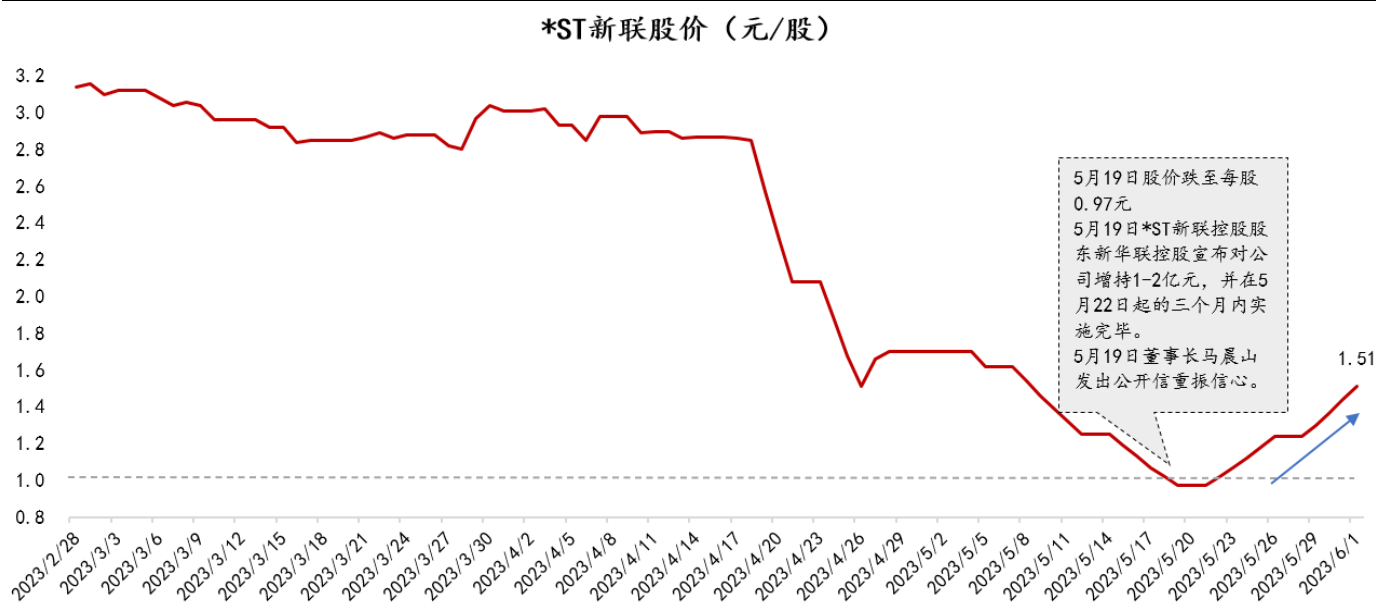


资料来源：万得，中银证券

3.2 公司或通过股东、高管增持或公司回购“护盘”

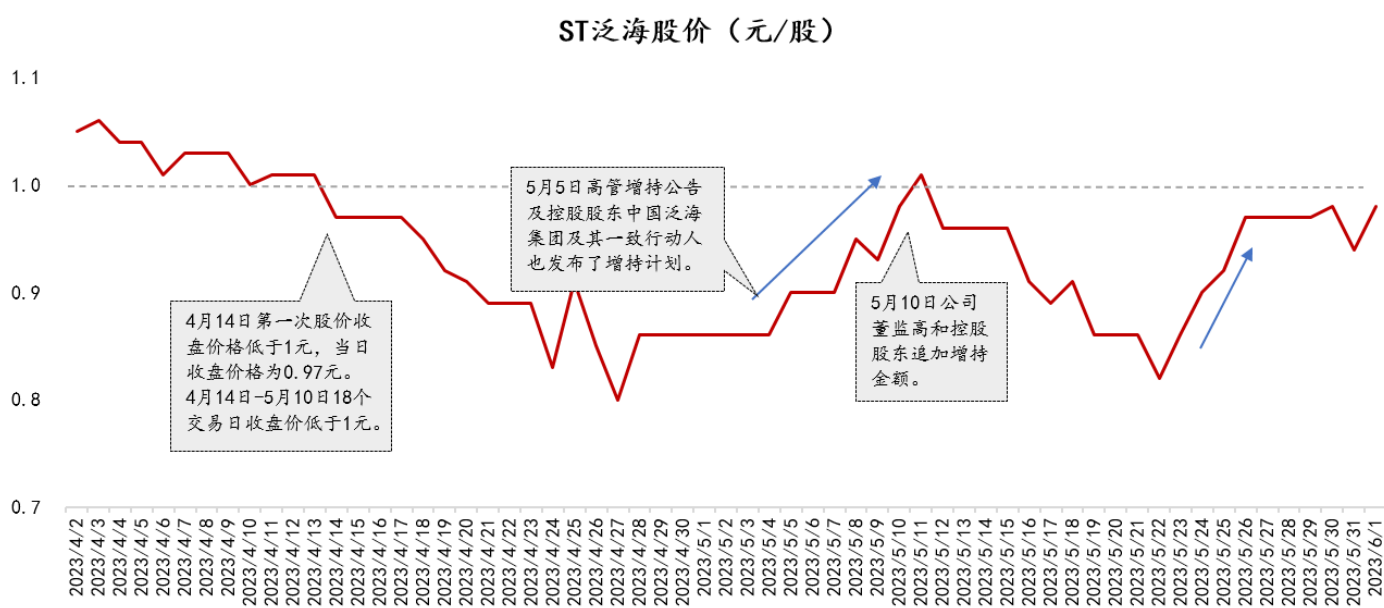
公司努力通过股东、高管增持或公司回购，以挽救股价重新回到 1 元以上。1) 所属房地产行业的文旅类上市公司的龙头新华联（*ST 新联）增持运作初现成效。5 月 19 日股价跌至每股 0.97 元，*ST 新联控股股东新华联控股宣布对公司增持 1-2 亿元，并在 5 月 22 日起的三个月内实施完毕。5 月 22 日开始，*ST 新联的股价出现连续涨停，至 6 月 1 日已经连续 9 个交易日涨停，公司股价回到 1.51 元。除了控股股东增持计划，董事长马晨山也在 5 月 19 日发出公开信重振信心：“公司预重整获得人民法院受理，我司将在法院的主持下启动预重整和重整程序，全力推动企业重整重生”。

图表 12. *ST 新联增持运作初现成效，5 月 22 日-6 月 1 日已经连续 9 个交易日涨停



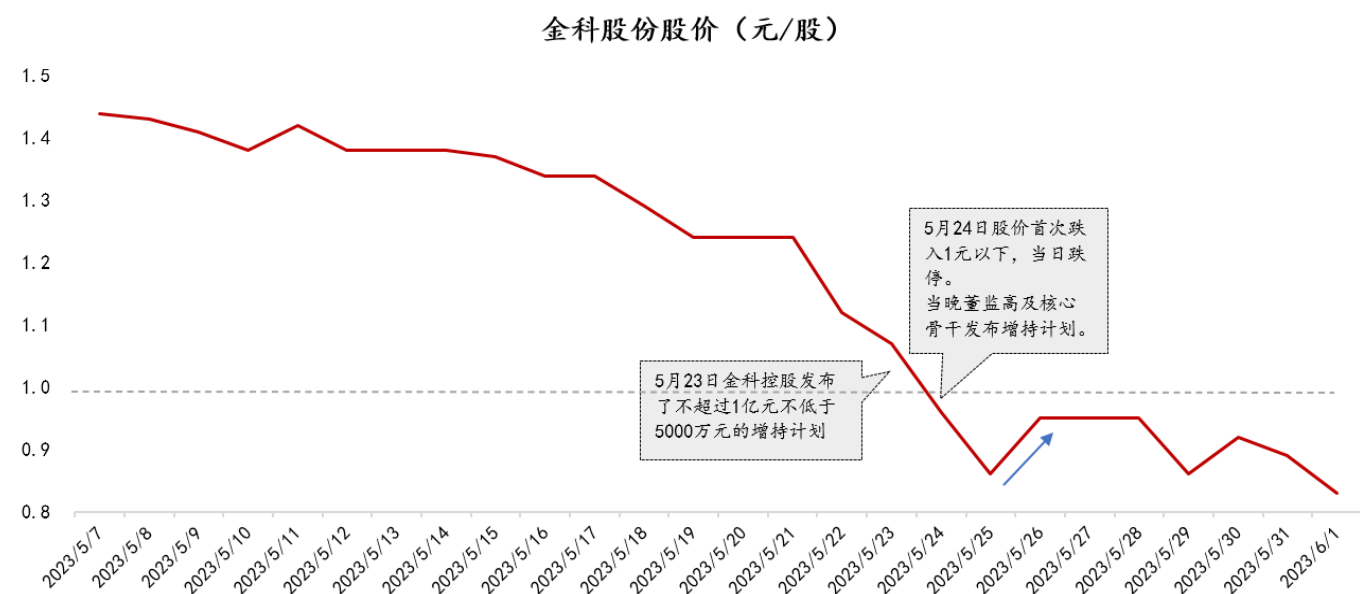
2) 金融行业的*ST 泛海在两波增持公告发布当日均出现涨停。*ST 泛海 4 月 14 日第一次股价收盘价格低于 1 元，当日收盘价格为 0.97 元。此后的 4 月 14 日-5 月 10 日 18 个交易日收盘价低于 1 元，濒临退市。公司在 5 月 5 日发出高管增持公告：公司部分董事、监事、高级管理人员计划自 2023 年 5 月 5 日起 3 个月内通过二级市场集中竞价的方式增持公司股份，拟增持金额合计不低于 3000 万元，增持由董事长栾先舟带头，公司总裁刘国升等 7 名高管跟进。5 月 5 日，控股股东中国泛海集团及其一致行动人也发布了 2500 万-5000 万元的增持计划，以期扭转股价的颓势。5 月 10 日，公司董监高和控股股东追加了增持金额至 4000 万元，控股股东中国泛海集团则将增持金额追加至 5000 万-1 亿元。公司股价逆转跌势，5 月 5 日与 5 月 10 日公告发出当日均出现了涨停，并在 5 月 11 日重新回到 1 元以上。但此后股价仍出现波动，6 月 1 日收盘价为 0.98 元，再度出现了连续 15 个交易日股价低于 1 元。

图表 13. *ST 泛海在 5 月 5 日、5 月 10 日两波增持公告发布当日均出现涨停



3) 百强地产公司金科股份积极“护盘”：在经过股价持续低迷后，公司实际控制人黄红云在 5 月 22 日的年度股东大会上积极表态：“在这关键时刻，我将不遗余力协调各类资源来帮助公司发展，支持公司尽快走出困境，全力维护公司全体股东的利益。不管是引进国有企业战略投资人成为公司大股东及重要股东，还是债务重组重整，任何有利于公司化解流动性困境、回归平稳健康发展的工作我都会全力支持”。5 月 23 日黄红云通过金科控股发布了不超过 1 亿元不低于 5000 万元的增持计划，增持价格不高于 1.5 元/股。但是从 5 月 23 日金科股份宣布增持股份后，公司股价非但没有上涨，反而遭遇两个跌停板，5 月 24 日公司股价首次跌入 1 元以下，收盘价格为 0.96 元，当日晚间，金科股份董事长周达在内的部分董事、监事、高级管理人员及核心骨干共计 18 名，发布了不超过 1000 万元的增持计划。5 月 25 日，黄红云开始兑现增持计划，以 0.86 元的价格买入公司 1000 万股。金科股份的股价开始出现涨停，5 月 26 日公司股价涨停至 0.95 元。

图表 14. 百强地产公司金科股份积极“护盘”



资料来源：万得，中银证券

3.3 多家企业触发退市条件后对行业整体有何影响？

部分面临退市风险的房企财务数据与经营情况表现尚可，应理性看待其当前面临的困境。12 家房地产行业面临退市风险的公司中不乏百强房企：金科股份、中南建设、阳光城、荣盛发展均为百强房企，2022 年年销售额均破 300 亿元，2022 年的营业收入也超过 200 亿元；半数企业 2022 年营业收入实现正增长。

图表 15. 12 家房地产行业面临退市风险的公司中不乏百强房企

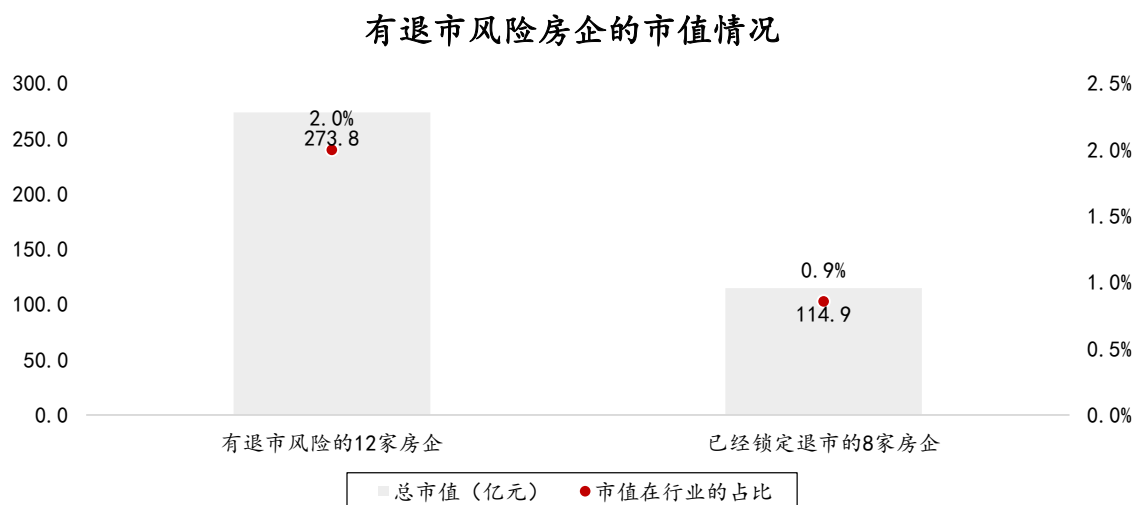
| 证券代码 | 证券简称 | 面临的退市风险 | 2022 年营业收入 (亿元) | 同比 | 2022 年销售金额 (亿元) | 同比 | 2022 年百强房企排名 |
|-----------|--------|------------------------|-----------------|------|-----------------|------|--------------|
| 000540.SZ | *ST 中天 | 锁定“1 元退市” | 38.1 | -34% | - | - | - |
| 600466.SH | *ST 蓝光 | | 193.0 | -4% | - | - | - |
| 000732.SZ | ST 泰禾 | | 88.0 | 79% | - | - | - |
| 000918.SZ | *ST 嘉凯 | | 14.5 | 6% | - | - | - |
| 600393.SH | ST 粤泰 | | 14.5 | 63% | - | - | - |
| 000667.SZ | ST 美置 | | 52.9 | 49% | - | - | - |
| 000671.SZ | ST 阳光城 | | 399.2 | -6% | 428.3 | -77% | 45 |
| 600077.SH | *ST 宋都 | | 79.9 | 7% | 62.5 | -66% | 156 |
| 000616.SZ | *ST 海投 | 面临“1 元退市”风险、“财务指标退市”风险 | 0.6 | 81% | - | - | - |
| 000656.SZ | 金科股份 | 面临“1 元退市”风险 | 548.6 | -51% | 671.1 | -64% | 26 |
| 002146.SZ | 荣盛发展 | | 317.9 | -33% | 315.1 | -76% | 62 |
| 000961.SZ | 中南建设 | | 590.4 | -25% | 640.2 | -67% | 29 |

资料来源：万得，中银证券

房企退市风波出现的原因：一方面是由于受到 2021 年下半年以来行业下行期的影响，销售持续低迷，部分房企资金链明显紧张。另一方面是由于房企公开债务违约以及市场没有看到公司有效的解决方案。2018 年房地产行业融资开始全面收紧，2020 年“三道红线”和房贷集中管理制度提出后，过去的“高杠杆”、“高周转”的隐患开始显现，房企面临的融资困难问题凸显，这使得部分房企资金链紧绷，扩张步伐也明显放缓，同时，2021 年下半年以来的房地产市场下行也加剧了房企的债务危机的爆发，引发了行业格局的变化。部分房企资金链紧张叠加债务违约后躺平的行为让市场对于部分房企的安全性和成长性均产生了强烈的担忧。

我们认为面临退市风险的企业仍属个别现象，市值占比仅有 2%，对房地产板块的影响相对有限，应当理性看待。短期内，房企退市发生，市场对于地产股的关注度及受欢迎度将降低，在无外部支持的情况下，整体融资通道也会继续受到影响，也一定程度上反映了市场对房地产行业的信心不足。但是我们认为面临退市风险的企业仍属个别现象，对房地产板块的影响相对有限，应当理性看待。一方面，强化退市制度有助于保证股票市场合理供给，在一定程度上提升投资者的风险意识，促使投资者关注基本面优质、行业发展前景较好的地产公司。整体而言，利于行业加速出清，对整体行业格局产生一定变化。另一方面，此次有退市风险的房地产行业公司在整体板块内的权重影响不大。截至 6 月 1 日，有退市风险的 12 家房地产行业公司总市值合计仅 273.8 亿元，占整体 115 家房地产 A 股公司总市值的比重仅 2.0%；已经锁定退市的 8 家房企市值合计仅 114.9 亿元，占整体 115 家房地产 A 股公司总市值的比重仅 0.9%。退市后，这部分的份额将会让出。房地产行业“强者恒强”的现状将持续深化，优秀企业仍具立足之处，长期价值犹在，不应该因个别企业问题否定整个行业。此外 2023 年来销售已经开始修复，应理性看待房企退市风波对整个行业的影响。

图表 16. 截至 6 月 1 日，有退市风险的 12 家房地产行业公司总市值 274 亿元，占地产 A 股公司总市值的比重仅 2.0%；已经锁定退市的 8 家房企市值 115 亿元，占比 0.9%



资料来源：万得，中银证券

数据说明：数据截至 2023 年 6 月 1 日。

4 投资建议

2023 年来行业基本面有望逐步修复，应理性看待房企退市风波对整个行业的影响。房地产行业中的优秀企业仍具立足之处，长期价值犹在。当前时点是基本面兑现预期落空、叠加政策空窗期，板块缺乏明显催化剂，因此建议关注 α 机会。我们建议关注内生增长快、拿地有效性强、内驱动力型公司；REITs 相关的商业地产、保租房、产业园区、物流地产等资产持有方；以及在行业大环境收缩的背景下，重要性提升的渠道公司。我们建议关注以下两条主线：1) 主流的央国企和区域深耕型房企，销售、拿地均有较好增长，行业见底复苏后带来 β 行情：招商蛇口、华润置地、建发国际集团、越秀地产、绿城中国、华发股份、滨江集团；2) 主题性投资机会，包括 REITs 相关：大悦城、光大嘉宝、中新集团；**房地产渠道相关的标的**：贝壳、我爱我家。

图表 17. 报告中提及上市公司估值表

| 公司代码 | 公司简称 | 评级 | 股价 | 市值 | 每股收益(元/股) | | 市盈率(x) | | 最新每股净资产 |
|-----------|--------|------|-------|----------|-----------|-------|--------|-------|---------|
| | | | (元) | (亿元) | 2022A | 2023E | 2022A | 2023E | (元/股) |
| 001979.SZ | 招商蛇口 | 未有评级 | 12.47 | 965.07 | 0.41 | 0.90 | 30.41 | 13.87 | 10.79 |
| 1908.HK | 建发国际集团 | 买入 | 15.84 | 275.30 | 2.84 | 3.69 | 5.58 | 4.29 | 9.86 |
| 0123.HK | 越秀地产 | 买入 | 7.01 | 282.32 | 1.28 | 1.37 | 5.49 | 5.12 | 15.32 |
| 3900.HK | 绿城中国 | 未有评级 | 6.49 | 164.44 | 1.03 | 1.87 | 6.31 | 3.47 | 14.23 |
| 600325.SH | 华发股份 | 未有评级 | 9.70 | 205.36 | 1.12 | 1.39 | 8.66 | 6.99 | 8.44 |
| 002244.SZ | 滨江集团 | 买入 | 8.38 | 260.74 | 1.20 | 1.47 | 6.98 | 5.70 | 7.56 |
| 000031.SZ | 大悦城 | 未有评级 | 3.66 | 156.88 | -0.67 | 0.17 | - | 21.12 | 3.59 |
| 600622.SH | 光大嘉宝 | 未有评级 | 2.86 | 42.89 | 0.04 | 0.29 | 71.50 | 9.84 | 4.70 |
| 1109.HK | 华润置地 | 未有评级 | 25.56 | 1,822.95 | 3.94 | 4.42 | 6.49 | 5.78 | 33.19 |
| 601512.SH | 中新集团 | 未有评级 | 9.02 | 135.20 | 1.07 | 1.21 | 8.43 | 7.46 | 8.90 |
| BEKE.N | 贝壳 | 未有评级 | 12.53 | 474.51 | -0.39 | 0.97 | - | 12.86 | 18.34 |
| 000560.SZ | 我爱我家 | 未有评级 | 2.68 | 63.13 | -0.13 | 0.27 | -20.63 | 10.04 | 4.37 |

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日6月1日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期，滨江集团、金地集团、光大嘉宝、中新集团、我爱我家暂未公布2022年年报数据。

5 风险提示

房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371