

内地房地产周度观察 公募 REITs 投资价值几何？

专题研究：

公募 REITs 有何投资特点？如何分析其投资价值？

投资特点：兼具股债收益特点，发达市场长期收益率可观。与股票和债券类似，REITs 的投资收益来自于分派收益（类似于股票的分红）和资产价格变动。分派收益方面，与海外类似，我国的《基础设施基金》规定收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%，为投资者提供了较稳定的经常性收入。从总收益率的角度来看，美国 REITs 的长期表现突出，根据 NAREIT 的数据，在 1972 年至 2021 年 4 月末的 40 余年间，富时 NAREIT 美国房地产指数中权益型 REITs 的年均复合收益率达到 11.7%，跑赢标普 500、纳指和道指等。

投资价值：更需关注可供分配金额而非净利润，底层资产类别和运营管理能力为关键。1) **可供分配金额：**REITs 的可供分配金额受到持续经营情况（体现于物业收入净额、各项费率等）的影响，因其已调整折旧摊销、投资物业公允价值变动等非现金项和资产处置收益等非经常项。物业收入净额的提升来自于收入的增长或物业经营开支的下降，根据领展等海外 REITs 的经验，出色的资产管理、组合管理及资本控制能力能够为 REITs 带来溢价。2) **估值：**美国常采用 P/FFO 作为 REITs 横向对比的一项重要估值指标，FFO 的计算方法与香港和内地 REITs 的可供分配金额相似。与权益资产的 PE 类似，REITs 的估值也受到底层资产类别（类似不同行业的权益资产）和成长性预期等因素的影响。

以物流、产业园为底层资产的基础设施 REITs 主动管理空间或相对更大，我国 REITs 管理能力尚待观察。我国首批基础设施 REITs 中部分底层资产为特许经营权，主动管理的空间相对较小，更类似于债券及此前的类 REITs。而对于以物流、产业园等作为底层资产的 REITs 而言，主动管理的能力则将对其成长性带来更大影响。资产管理和组合管理能力需要一定的经验积累，本批 REITs 的主动管理能力尚待观察；另一方面，除通过收购第三方物业的方式外，亦存在通过资产注入方式扩大资产规模的 REITs（以凯德等为代表），因而拥有潜在可注入资产的原始权益人或有望进一步对相应 REIT 的成长性提供支持。

数据要点：

截至 5 月 28 日，本周 42 个主要城市新房成交面积环比下降 10%，2021 年累计成交面积同比上升 61%。

截至 5 月 28 日，本周 13 个主要城市可售面积（库存）环比基本持平；平均去化周期 12.6 个月，平均环比上升 4%。

截至 5 月 28 日，本周 15 个主要城市二手房交易建面环比上升 2%，2021 年累计交易面积同比上升 42%。

投资建议：

本周，部分一线城市出台了购房需求端的调控政策，深圳拟收紧人才落户政策，上海加强购房套数认定、上海公积金将可用于苏州、嘉兴购房等，或有望在一定程度上抑制当地购房需求的快速增长，进而优化购房群体结构、稳定房价预期，进一步引导住房消费的健康发展。维持行业“强于大市”评级。

强于大市

(维持)

微信公众号



蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕

分析师

+852 3958 4600

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

1. 公募 REITs 投资价值几何？

近期，国内首批 9 单基础设施公募 REITs 发行进入最后阶段。公募 REITs 有何投资特点？如何分析其投资价值？

1.1 投资特点：兼具股债收益特点，发达市场长期收益率可观

相对于股票及债券：投资收益亦来自于分派收益和资产价格变动。与股票和债券类似，REITs 的投资收益来自于分派收益（类似于股票的分红）和资产价格变动。海外发达 REITs 市场通常规定 REITs 需将一定比例的收益分派予投资者，如美国规定需将应税收益的 90%、香港规定需将可分派收入的 90% 用于分派，我国的《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》亦规定收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%。根据 NAREIT 的数据，长期来看，美国 REITs 投资的总收益中约一半来自于分派收益，而分红收益则仅占标普 500 指数收益的不到四分之一。

发达市场 REITs 拥有可观的长期收益率。从总收益率的角度来看，美国 REITs 在 2021 年初至 4 月末以及长期的表现最为突出，根据 NAREIT 的数据，在 1972 年至 2021 年 4 月末的四十余年间，富时 NAREIT 美国房地产指数中权益型 REITs 的年均复合收益率达到 11.7%，跑赢标普 500、纳斯达克指数和道琼斯指数等。就我国首批基础设施 REITs 而言，博时招商蛇口产业园 REIT 的募集说明书中提到，“预期收益及预期风险水平高于债券型基金和货币型基金，低于股票型基金”。

表 1：美国权益型 REITs 长期的年均复合收益表现突出

时间	富时 NAREIT 美国房地产指数		标普 500	罗素 2000	纳斯达克指数	道琼斯指数
	All REITs	All Equity REITs				
2021: YTD	17.0%	17.1%	11.8%	15.1%	8.6%	11.3%
1 年	35.5%	33.4%	46.0%	74.9%	58.3%	42.1%
3 年	13.0%	13.5%	18.7%	15.2%	26.7%	14.5%
5 年	9.2%	9.3%	17.4%	16.5%	25.2%	16.5%
10 年	9.6%	9.7%	14.2%	11.6%	18.5%	13.0%
15 年	7.2%	7.6%	10.3%	9.0%	12.7%	10.3%
20 年	10.4%	10.7%	8.4%	9.5%	9.9%	8.5%
25 年	10.2%	10.6%	9.8%	9.2%	10.4%	7.5%
30 年	10.5%	10.9%	10.6%	10.5%	11.9%	8.6%
35 年	9.2%	10.2%	11.0%	9.7%	10.8%	8.8%
40 年	10.1%	11.5%	11.8%	10.4%	11.0%	9.2%
1972 - 2021	9.7%	11.7%	11.0%	-	8.8%	7.7%

数据来源：NAREIT，中达证券研究；注：数据截至 2021 年 4 月末，斜体字部分仅包含价格收益

相对于直接持有底层资产：**流动性、分散性及透明度等更强**。我国首批基础设施 REITs 的底层资产包含不动产类及特许经营类，不动产类包含产业园区、仓储物流，特许经营类包含污水处理、高速公路收费权等。一方面，在通过 REITs 进行融资前，能够对上述项目进行投资的投资者门槛较高、数量也相对较少，基础设施 REITs 的开展能够使得投资者更便利地参与到相应项目的投资当中。另一方面，相对于直接持有底层资产，通过 REITs 的方式持有底层资产部分权益能够为投资者带来更强的流动性（参与者更多、份额更便于交易）、分散性（单位份额较小、相同资金总额可持有多个项目的部分份额）和透明度（底层资产估值、经营状况等数据定期公开），对投资者自身的资产配置能够起到一定的积极作用。

REITs 已成为部分国家和地区重要资产的类别。REITs 在美国、日本、新加坡、香港等地已历经数十年的发展，为上述地区资本市场的重要资产类别。如美国拥有发展最早、当前最为成熟的 REITs 市场，截至 2021 年 4 月末，富时 NAREIT 美国房地产指数成分市值达到 1.4 万亿美元。当前我国基础设施 REITs 的稳步推进、证监会亦提出“适时稳妥推进基础设施公募 REITs 试点范围”，我国的 REITs 亦有望逐步成为投资者资产配置的一大选择。

1.2 投资价值：关注底层资产类别及运营能力

1.2.1 可供分配金额：REITs 的重要指标

分析 REITs 时更需关注可供分配金额而非净利润。正如股票分红基于当期盈利和派息率、权益资产价格变动可拆分为盈利和估值，对 REITs 而言，分配收益基于当期可分配金额和分配比率、REITs 价格变动亦可采用相应的相对估值法。与权益资产的财务报表不同，REITs 除三表外还需披露分派表，列示可分配金额和分配情况等。

可分派收益由当期净利润对部分非经常项、非现金项调整后得到。以香港上市 REITs 中市值最大的领展为例，2019/20 财年，领展基金单位持有人应占盈利（类似一般利润表的归母净利润）为-173.1 亿港元，在此基础上，调整基金单位持有人应占投资物业等的公允价值变动、出售投资物业的收益、相关折旧及摊销等，再附加酌情分派金额，即得到可分派总额 59.7 亿港元。年内实际分派的金额为 59.7 亿港元，分派比率 100%。



表 2：领展 2019/20 财年利润表及分派表主要科目概览

报表名称	主要项目	领展-19/20 财年 (百万港元)
利润表	收入	10,718
	物业经营开支	-2,498
	物业收入净额	8,220
	SG&A	-416
	投资物业公平值变动	-23,948
	出售投资物业之收益	-
	利息收入	183
	财务成本	-630
	税项	-712
	扣除与基金单位持有人交易前之年内(亏损)/溢利	-17,303
	非控制性权益	-181
	基金单位持有人	-17,122
分派表	扣除与基金单位持有人交易前基金单位持有人应占之年内(亏损)/溢利	-17,122
	调整：	
	基金单位持有人应占之投资物业公平值变动	23,831
	基金单位持有人应占之投资物业公平值变动之递延税项	-454
	可转换债券衍生工具部分之公平值变动	-157
	金融工具之公平值变动	-276
	扣除交易成本后出售投资物业之收益	-
	房地产及其相关资产之折旧及摊销	41
	其他非现金收入	-189
	酌情分派	291
	可分派总额	5,965
	年内分派总额	5,965

数据来源：公司公告，中达证券研究

我国首批基础设施 REITs 的也采用了类似的方法计算可供分配金额。根据《基础设施基金指引》，我国基础设施 REITs 的可供分配金额为“在净利润基础上进行合理调整后的金额，相关计算调整项目至少包括基础设施项目资产的公允价值变动损益、折旧与摊销，同时应当综合考虑项目公司持续发展、偿债能力和经营现金流等因素”。以中金普洛斯仓储物流 REIT 为例，其在预测期基金模拟可供分配金额计算表中，从净利润出发，调整至可供分配金额时也考虑了折旧摊销、资产公允价值变动损益、资产处置利得等项目的影响。

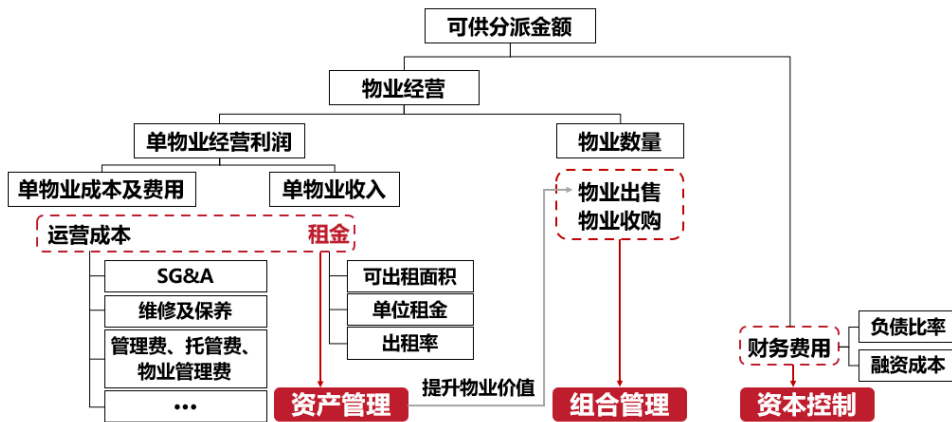
表 3：中金普洛斯仓储物流 REIT 可供分配金额预测表概览

项目	2021 预测 (万元)	2022 预测 (万元)
净利润	3,230	3,089
折旧、摊销、利息支出、所得税费用	20,506	20,642
利息折旧及摊销前利润	23,736	23,732
当期购买基础设施项目等资本性支出	-561,800	-
支付的利息及所得税费用	-1,755	-2,016
应收和应付项目的变动	1,081	-489
未来合理相关支出预留，包括 重大资本性支出 （如固定资产正常更新、大修、改造等）、 未来合理期间内的债务利息、运营费用等	-3,252	-566
其他调整项，如基础设施基金初始发行份额募集的资金、 处置基础设施项目资产取得的现金、金融资产相关调整、项目公司沉淀资金分配金额等	567,000	4,500
可供分配金额	25,010	25,161
预测分配金额	25,010	25,161

数据来源：募集说明书，中达证券研究

物业收入净额、各项费率影响可供分配金额，资产管理、组合管理及资本控制能力为 REITs 的关键竞争力。可以看到，REITs 的可供分配金额受到持续经营情况（体现于物业收入净额、各项费率等）的影响，因其已调整折旧摊销、投资物业公允价值变动等非现金项和资产处置收益等非经常项。物业收入净额的提升来自于收入的增长或物业经营开支的下降。收入方面，以底层资产为经营性不动产的 REITs 为例，收入的增长可能来自于可出租面积的增加（对既有物业的升级改造、新物业的注入等）、单位面积租金和出租率的提升（可能来自于资产管理水平的提升、租户的调整等）。物业经营开支的下降以及各项费率的下降则更来自于经营效率和成本管控等方面的优化。对应到商业模式上，REITs 的资产管理、组合管理及资本控制能力为关键竞争力。根据海外 REITs 经验，**出色的主动管理能够为 REITs 带来溢价。**

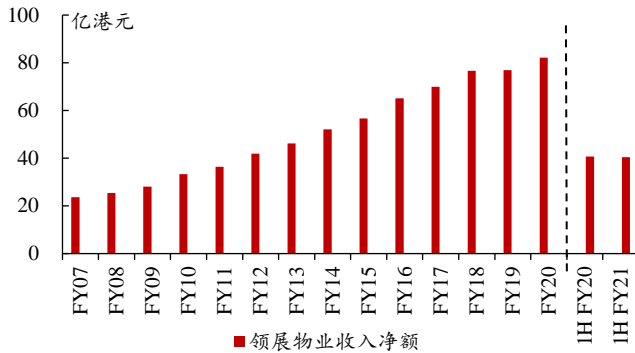
图 1：资产管理、组合管理和资本控制能力为 REITs 关键竞争力



数据来源：中达证券研究

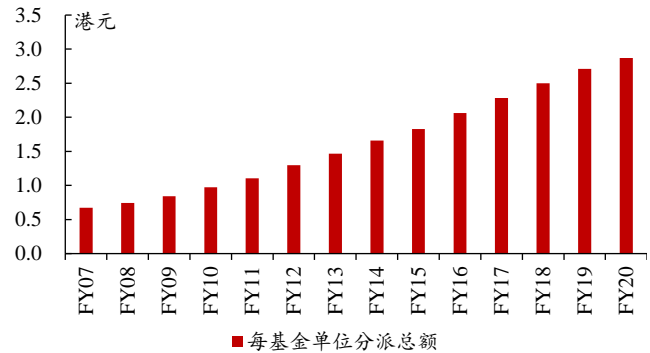
我们以领展为例对 REITs 的主动管理做出说明。领展 2005 年由香港房委会分拆上市，初始物业组合为公共屋邨内零售及停车场设施供 180 项物业；当前的领展仍专注于必需品零售物业，底层香港物业多位于公屋内。领展优秀的主动管理能力使其上市以来的物业收入净额、单位基金分派均持续提升，长期股价的表现亦较为良好，为投资者带来了可观的收益。

图 2：出色的主动管理带动领展物业收入净额提升



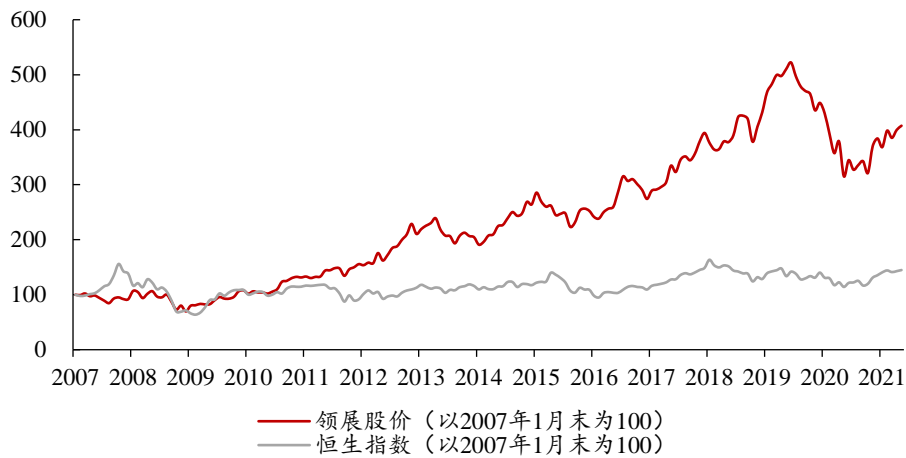
数据来源：Wind，中达证券研究

图 3：领展单位分派持续提升



数据来源：公司网站，中达证券研究

图 4：近十余年来领展股价表现良好



数据来源：Wind，中达证券研究

资产管理：维持高出租率、租金调整率，提升物业价值并溢价出售。 1) 管理方面，领展优化租客并积极运营，2020年9月30日，领展在香港、内地的零售物业租用率分别达 96.1%、94.7%，澳洲、英国办公物业的租用率 100%。较为优秀的运营管理也使领展在租金提升方面有一定话语权，在截至 2020 年 3 月 30 日的一年中，领展的续租租金调整率达到 12.6%。2) 提升方面，领展通过提升物业硬件设施（含活化街市）、改造物业尚未充分使用的空间、调整店铺大小及布局等，实现了资产价值的提升。领展的提升项目能够在首个租赁周期实现实时的租金增长，多个项目的预计投资回报（完成项目后之预期物业收入净额减项目实施前之物业收入净额，除以项目预计资本开支及租金损失计算）大于 15%，并能够在第二个租赁周期及其后录得进一步增长。截至 2020 年 9 月 30 日，领展已完成 87 个资产提升项目。在优秀的资产管理的作用之下，领展物业价值亦有所提升，领展 2019 年 3 月出售的 12 项物业，较 2018 年 9 月估值溢价达 32.1%。

图 5：香港赤柱广场提升前实景图



数据来源：公司网站，中达证券研究

图 6：香港赤柱广场经领展提升后实景图



数据来源：公司网站，中达证券研究

组合管理：坚持战略导向，善用资本循环创造价值。领展通常将出售物业所得款项用于偿还债务、返还资本（回购部分基金份额、酌情分派等）、常规营运、物业发展（最多可将资产总值的 10% 用于发展项目，将继续在香港发掘及物色合适的发展机会）及新投资机会方面。由于领展无主要基金份额持有人，因而其收购目标基本为第三方物业。在收购时，领展通常考量：1) 资产类别以大中型零售物业和甲型写字楼为主；2) 城市分布主要为香港、中国内地一线城市及海外发达市场；3) 其他因素，包含交通便利程度、目标客户覆盖面规模、长期增长潜力、竞争是否激烈等。

在积极的组合管理之下，领展底层资产规模也不断扩大。自 2005 年上市至今，领展多次出售和收购物业，以优化资产组合、分散地区风险。截至 2020 年 9 月末，领展的底层资产价值较 2005 年上市时的 340 亿港元增长近 5 倍至约 1951 亿港元。通过对部分香港物业的出售和对中国内地及海外的第三方物业的收购，领展的底层资产在地理位置上分散了一定程度的风险。截至 2020 年 9 月末，其整体物业组合估值中 83.0% 位于香港、13.2% 位于中国内地、3.8% 位于海外。优秀的资产管理和组合管理能力也带动领展近年物业收入净额持续增长，2020 财年同比增长 6.9%。



表 4：领展多次收购中国内地及海外物业，优化资产组合、分散区域风险

时间	城市	收购标的
2015-04	北京	欧美汇购物中心
2015-08	上海	企业天地 1 号及 2 号
2017-05	广州	西城都荟广场
2019-01	北京	京通罗斯福广场
2019-03	深圳	新怡景商业中心
2020-04	悉尼	写字楼
2020-08	伦敦	写字楼
2021-02	上海	七宝万科广场

数据来源：公司公告，中达证券研究

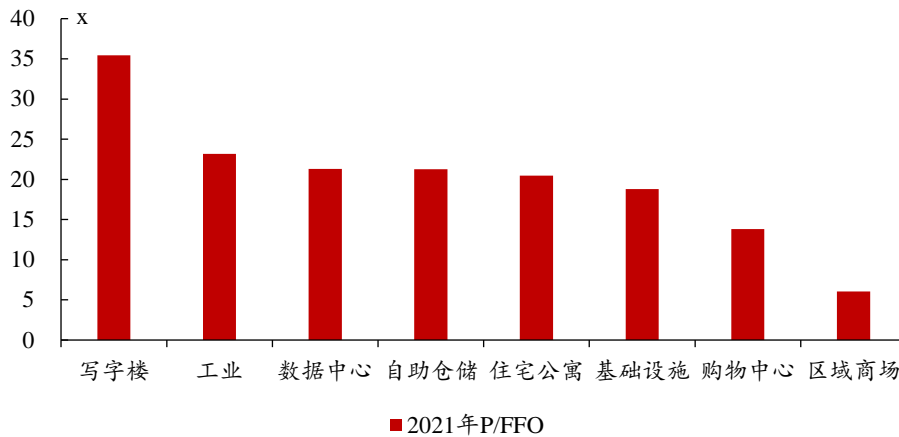
资本控制：融资成本低，有效管理现金盈余。得益于良好的财务表现和融资环境，领展的融资成本较我国首批 REITs 具备显著优势：截至 2020 年 9 月末，港元债务组合实际利率仅 2.84%，穆迪给予 A2/稳定评级，标普及惠誉分别给予 A/稳定评级。另外，领展亦积极管理现金盈余以提升基金单位持有人的回报，截至 2020 年 9 月末已投资 27 亿港元于投资级债券，其债券组合的平均到期年限约 2.6 年，平均收益率为 3.5%。

1.2.2 估值：关注 REITs 底层资产类别及成长性

P/FFO 为 REITs 的一项重要估值指标。美国常采用 P/FFO 作为 REITs 横向对比的一项重要估值指标。根据 NAREIT 的定义，FFO 为净利润对不动产相关资产的折旧摊销、资产处置的利得等进行调整后的指标，与前述领展的可分派收益的计算方法类似。与权益资产的 PE 类似，REITs 的估值也受到标的成长性预期等因素的影响。

REITs 估值受到底层资产类别的影响。与不同行业的权益资产类似，不同类别的底层资产通常拥有不同程度的成长性，因而在估值上也存在一定差异。根据 NAREIT 的数据，截至 2021 年 3 月 31 日，以写字楼和区域商场为底层资产的 REITs 的平均 2021 年 P/FFO 分别约为 35.4 倍和 6.1 倍，估值差异较大。

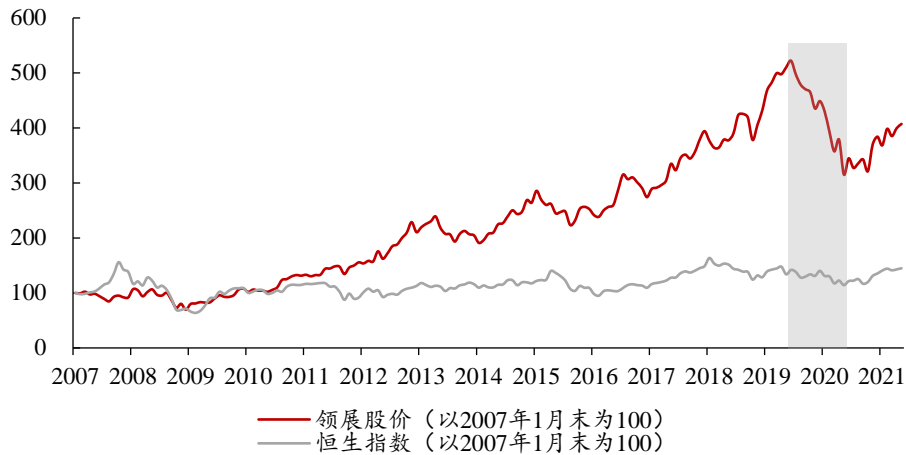
图 7：底层资产类别对 REITs 估值有一定影响



数据来源：NAREIT，中达证券研究；注：数据截至 2021 年 3 月 31 日

对 REITs 成长性的预期也将影响其估值。如前所述，领展的单位分派呈上升趋势，但其股价在 2019 年后出现了大幅下滑。2019 年 6 月至 2020 年 5 月，由于社会事件和新冠疫情等的冲击，领展维修等成本费用上升、租金收入下降等预期带动其估值和股价持续下滑；而在社会环境趋于平稳、内地疫情控制良好、香港通关预期提升等因素的作用下，领展的股价也开始有所回升。

图 8：外部事件对领展的成长预期带来了一定冲击，带动估值及股价下滑



数据来源：Wind，中达证券研究



1.3 小结：公募 REITs 投资价值几何？

公募 REITs 兼具股债收益特点，较直接持有底层资产更为灵活。与股票和债券类似，REITs 的投资收益来自于分派收益（类似于股票的分红）和资产价格变动。从总收益率的角度来看，美国 REITs 的长期表现突出，根据 NAREIT 的数据，在 1972 年至 2021 年 4 月末的 40 余年间，富时 NAREIT 美国房地产指数中权益型 REITs 的总收益率达到 11.7%，跑赢标普 500、纳指和道指等。相对于直接持有底层资产，通过 REITs 的方式持有底层资产部分权益能够为投资者带来更强的流动性、分散性和透明度，对投资者自身的资产配置能够起到一定的积极作用。

分析 REITs 时更需关注可供分配金额而非净利润。正如股票分红基于当期盈利和派息率、权益资产价格变动基于利润和估值，对 REITs 而言，分配收益基于当期可分配收益和分配比率、REITs 价格变动亦可采用相应的相对估值法。

运营管理能力为 REITs 的关键竞争力。REITs 的可供分配金额受到持续经营情况（体现于物业收入净额、各项费率等）的影响，因其已调整折旧摊销、投资物业公允价值变动等非现金项和资产处置收益等非经常项。物业收入净额的提升来自于收入的增长或物业经营开支的下降，根据领展等海外 REITs 的经验，出色的资产管理、组合管理及资本控制能力能够为 REITs 带来溢价。

P/FFO 为 REITs 的重要估值指标。美国 FFO 的计算方法与香港及内地目前的可供分配收益相似，而 P/FFO 为美国 REITs 的一项重要估值指标。与权益资产的 PE 类似，REITs 的估值也受到标的成长性预期等因素的影响。

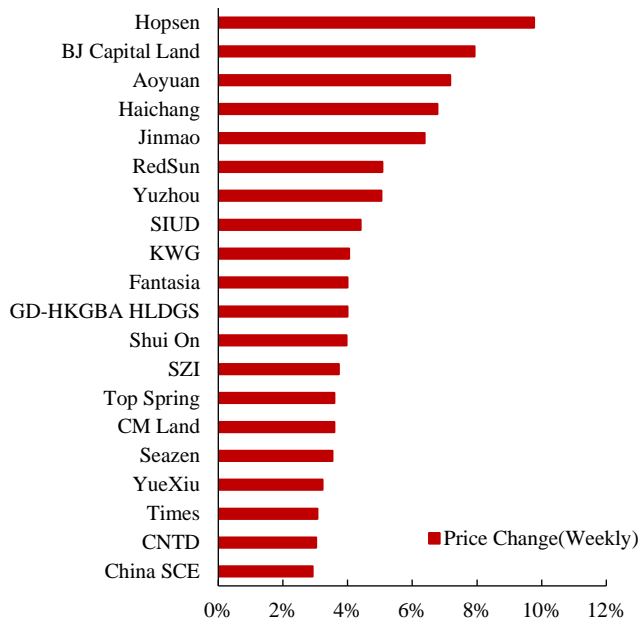
以物流、产业园为底层资产的基础设施 REITs 主动管理空间或相对更大，我国 REITs 管理能力尚待观察。我国首批基础设施 REITs 中部分底层资产为特许经营权，主动管理的空间相对较小，更类似于债券及此前的类 REITs。而对于以物流、产业园等作为底层资产的 REITs 而言，主动管理的能力则将其成长性带来更大影响。资产管理和组合管理能力需要一定的经验积累，本批 REITs 的主动管理能力尚待观察；另一方面，除通过收购第三方物业的方式外，亦存在通过资产注入方式扩大资产规模的 REITs（以凯德等为代表），因而拥有潜在可注入资产的原始权益人或有望进一步对相应 REIT 的成长性提供支持。

2. 行业表现

2.1 地产开发行业表现

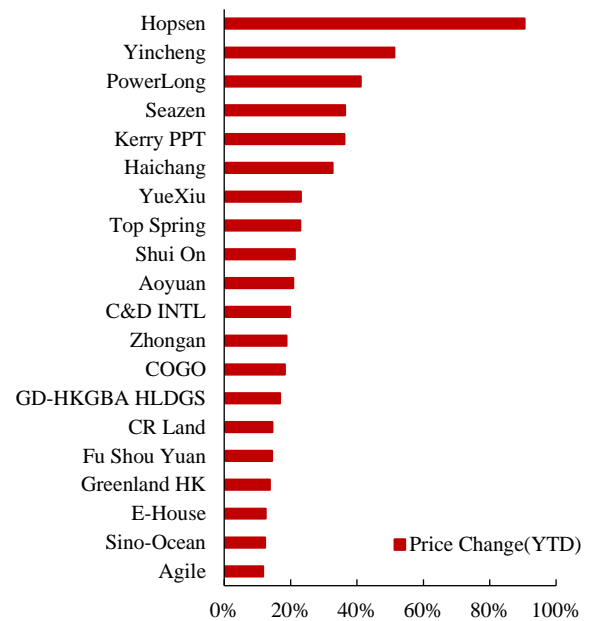
本周，合生创展集团、首创置业、中国奥园涨幅居前。合生创展集团、银城国际控股、宝龙地产年初至今涨幅居前。

图 9：合生创展集团、首创置业、中国奥园本周涨幅居前



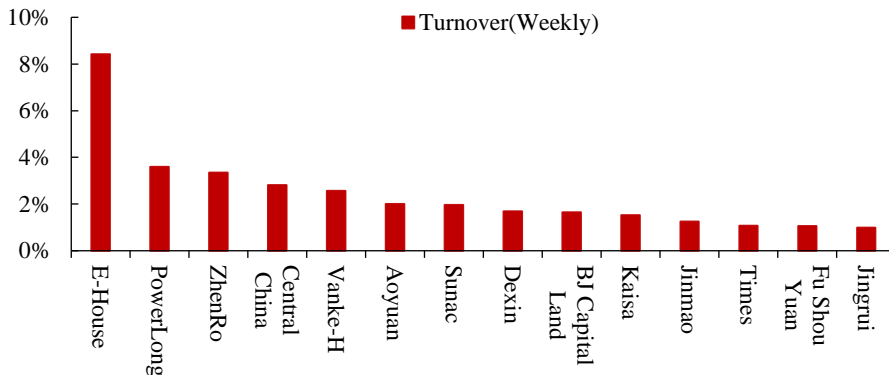
数据来源：Wind，中达证券研究

图 10：合生创展集团、银城国际控股、宝龙地产年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 11：易居企业控股、宝龙地产、正荣地产本周换手率居前

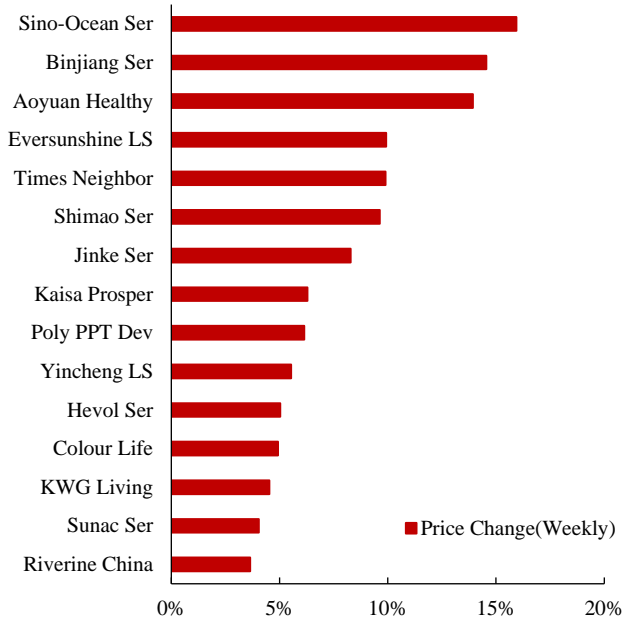


数据来源：Wind，中达证券研究

2.2 物业管理行业表现

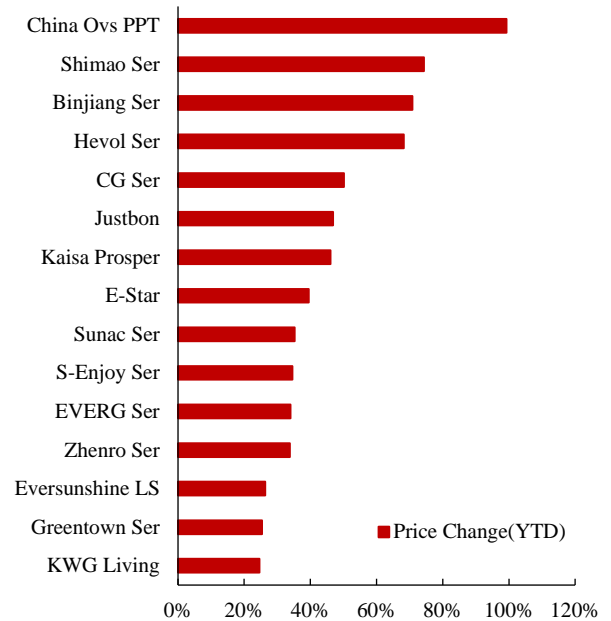
本周，远洋服务、滨江服务、奥园健康涨幅居前。中海物业、世茂服务、滨江服务年初至今涨幅居前。

图 12：远洋服务、滨江服务、奥园健康本周涨幅居前



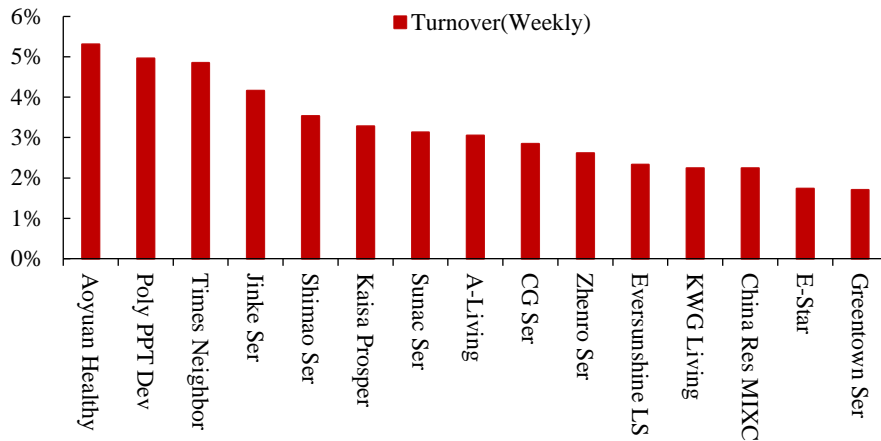
数据来源：Wind，中达证券研究

图 13：中海物业、世茂服务、滨江服务年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 14：奥园健康、保利物业、时代邻里本周换手率居前



数据来源：Wind，中达证券研究

3. 主要城市成交表现

3.1 新房成交数据

表 5: 主要城市交易量情况, 本周新房成交环比下降

城市 / 区域	过去7日			过去30日			本月截至 5-28			本年截至 5-28	
	平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	同比
北京	162,745	-14%	29%	723	-17%	18%	594	-25%	-1%	3,731	88%
上海	290,700	5%	5%	1,157	0%	-1%	990	-10%	-6%	6,363	70%
广州	228,852	4%	10%	1,066	-8%	47%	936	-12%	44%	5,655	130%
深圳	66,954	4%	-10%	248	-32%	-16%	239	-29%	-12%	2,161	67%
一线城市	749,251	0%	9%	3,195	-10%	14%	2,760	-16%	7%	17,910	89%
二线城市	2,684,435	-10%	-15%	12,493	-10%	18%	11,495	-10%	17%	57,300	60%
三线城市	2,006,313	-13%	-31%	9,961	-4%	-2%	9,006	-4%	-3%	49,103	53%
北京	162,745	↓-14%	↑29%	723	↓-17%	↑18%	594	↓-25%	↓-1%	3,731	↑88%
青岛	372,615	↑5%	↑3%	1,405	↓-14%	↑7%	1,239	↓-16%	↑8%	6,351	↑37%
济南	372,024	↑6%	↑19%	1,400	↑-3%	↑15%	1,247	↓-6%	↑12%	4,744	↑32%
东营	41,152	↓-18%	↑48%	190	↑6%	↑121%	176	↑5%	↑529%	1,096	↑1%
环渤海	948,535	↑0%	↑14%	3,718	↓-10%	↑15%	3,256	↓-13%	↑13%	15,922	↑41%
上海	290,700	↑5%	↑5%	1,157	↓0%	↓-1%	990	↓-10%	↓-6%	6,363	↑70%
南京	260,933	↓-26%	↑43%	1,445	↓-15%	↑49%	1,354	↓-14%	↑41%	6,563	↑103%
杭州	334,857	↑20%	↑82%	1,253	↑13%	↑74%	1,160	↑9%	↑76%	5,230	↑84%
苏州	416,422	↑62%	↓-31%	1,188	↑19%	↑9%	1,076	↑20%	↑5%	4,608	↑35%
无锡	124,700	↓-22%	↓-1%	644	↑33%	↑53%	644	↑33%	↑53%	2,573	↑46%
扬州	52,496	↓-34%	↑99%	244	↓-6%	↑53%	244	↓-6%	↑53%	1,402	↑97%
江阴	92,533	↑23%	↓-42%	322	↓-13%	↑10%	275	↓-5%	↓-1%	1,440	↑61%
温州	213,371	↑44%	↓-56%	815	↓-9%	↓-23%	720	↓-7%	↓-27%	4,083	↑66%
金华	49,331	↑8%	↓-11%	190	↑3%	↓-15%	178	↑13%	↓-10%	1,240	↑96%
常州	34,337	↓-44%	↓-44%	212	↓-1%	↓-10%	191	↑1%	↓-11%	1,067	↑6%
淮安	47,008	↓-35%	↓-49%	346	↓-17%	↓-13%	306	↓-20%	↓-20%	2,568	↑70%
连云港	118,378	↓-11%	↓-11%	622	↑5%	↓-3%	557	↑4%	↓-7%	3,992	↑92%
绍兴	22,932	↓-73%	↓-67%	335	↑33%	↑28%	320	↑34%	↑37%	1,110	↑39%
镇江	126,732	↓-20%	↓-26%	648	↓-16%	↓-7%	561	↓-18%	↓-8%	3,029	↑50%
嘉兴	23,272	↑11%	↓-55%	132	↓-18%	↓-44%	124	↓-16%	↓-42%	719	↓-2%
芜湖	104,501	↓-42%	↑118%	690	↓-18%	↑293%	627	↓-16%	↑281%	3,417	↑459%
盐城	19,277	↓-37%	↓-84%	132	↓-51%	↓-68%	79	↓-70%	↓-78%	1,691	↑20%
舟山	44,798	↑34%	↑22%	166	↑8%	↑11%	152	↑12%	↑17%	607	↑30%
池州	14,809	↓-29%	↓-22%	105	↑15%	↑22%	99	↑17%	↑25%	476	↑43%
宁波	103,254	↓-37%	↓-40%	743	↓-12%	↓-3%	711	↓-10%	↑3%	3,733	↑71%
长三角	2,494,640	↓-5%	↓-19%	11,390	↓-3%	↑12%	10,365	↓-4%	↑10%	55,912	↑70%
广州	228,852	↑4%	↑10%	1,066	↓-8%	↑47%	936	↓-12%	↑44%	5,655	↑130%
深圳	66,954	↑4%	↓-10%	248	↓-32%	↓-16%	239	↓-29%	↓-12%	2,161	↑67%
福州	117,823	↓-33%	↑312%	584	↑14%	↑283%	563	↑24%	↑319%	2,040	↑174%
东莞	84,737	↓-28%	↓-35%	367	↑14%	↓-31%	339	↑21%	↓-28%	2,073	↑32%
泉州	3,980	↓-70%	↓-95%	110	↑9%	↓-40%	106	↑16%	↓-38%	590	↑4%
莆田	27,218	↓-9%	↑7%	178	↓-6%	↑62%	158	↓-8%	↑56%	910	↑72%
惠州	52,382	↑16%	↓-8%	213	↑4%	↑7%	174	↓-5%	↓-6%	1,176	↑66%
韶关	27,109	↓-13%	↓-56%	139	↑22%	↓-32%	116	↑18%	↓-38%	609	↓-1%
佛山	236,810	↓-14%	↓-21%	1,242	↑12%	↑8%	1,202	↑23%	↑15%	5,378	↑42%
肇庆	32,655	↓-25%	↓-43%	207	↓-5%	↓-14%	185	↓-3%	↓-16%	1,101	↑46%
江门	26,947	↓-37%	↓-34%	147	↓-6%	↓-10%	145	↓-8%	↓-3%	735	↑76%
珠三角及南部其它城市	905,468	↓-15%	↓-14%	4,501	↑1%	↑14%	4,162	↑4%	↑16%	22,429	↑67%
泰安	31,210	↓-53%	↓-60%	225	↑8%	↓-6%	208	↑11%	↓-8%	1,132	↑70%
北部	31,210	↓-53%	↓-60%	225	↑8%	↓-6%	208	↑11%	↓-8%	1,132	↑70%
武汉	577,339	↓-4%	↑28%	2,438	↑0%	↑72%	2,212	↓-2%	↑70%	9,881	↑190%
岳阳	30,553	↓-31%	↓-45%	171	↓-4%	↓-22%	155	↓-2%	↓-23%	804	↑16%
宝鸡	87,453	↓-10%	↓-26%	383	↑1%	↓-20%	349	↑1%	↓-21%	1,789	↑91%
中部	695,345	↓-7%	↑12%	2,992	↑0%	↑41%	2,717	↓-2%	↑40%	12,473	↑148%
成都	134,053	↓-51%	↓-78%	1,416	↓-47%	↓-31%	1,273	↓-48%	↓-33%	9,586	↑25%
柳州	73,046	↓-16%	↓-63%	396	↓-12%	↓-36%	354	↓-9%	↓-37%	2,196	↑9%
南宁	157,702	↓-34%	↓-50%	1,011	↓-10%	↓-16%	925	↓-11%	↓-17%	4,662	↑10%
西部	364,801	↓-39%	↓-67%	2,823	↓-33%	↓-27%	2,552	↓-34%	↓-29%	16,444	↑18%
总计	5,439,999	-10%	-20%	25,649	-8%	9%	23,261	-8%	7%	124,313	61%
上升城市数目	13			18			17			40	
下降城市数目	29			24			25			2	

数据来源: 各地房管局, 中达证券研究; 注: 数据截至 2021/5/28



表 6: 主要城市新房库存与去化周期情况, 本周主要城市平均去化周期约 12.6 个月

城市	可售面积(千平方米)	环比	同比	去化周期(月)	上期	环比	同比
北京	12,131	0%	6%	16.8	13.9	21%	-10%
上海	5,924	-1%	-20%	5.1	5.5	-7%	-19%
广州	8,698	0%	8%	8.2	7.2	14%	-27%
深圳	1,905	0%	-12%	7.7	7.6	2%	6%
一线城市		0%	-4%	9.4	8.5	7%	-12%
杭州	3,584	-14%	-4%	2.9	3.3	-12%	-45%
南京	7,110	7%	24%	4.9	4.4	11%	-17%
苏州	8,539	2%	32%	7.2	8.0	-11%	21%
福州	6,894	0%	21%	11.8	12.7	-7%	-68%
南宁	8,786	0%	13%	8.7	7.4	18%	34%
温州	11,076	2%	2%	13.6	13.1	4%	32%
泉州	6,934	1%	-2%	63.1	58.7	7%	63%
宁波	3,148	-2%	13%	4.2	3.8	10%	16%
东营	1,875	1%	23%	9.9	10.0	-2%	-44%
平均		0%	8%	12.6	12.0	4%	-4%

数据来源: 各地房管局, 中达证券研究; 注: 数据截至 2021/5/28; 平均环比及平均同比为各城市变动平均值

3.2 二手房成交及价格数据

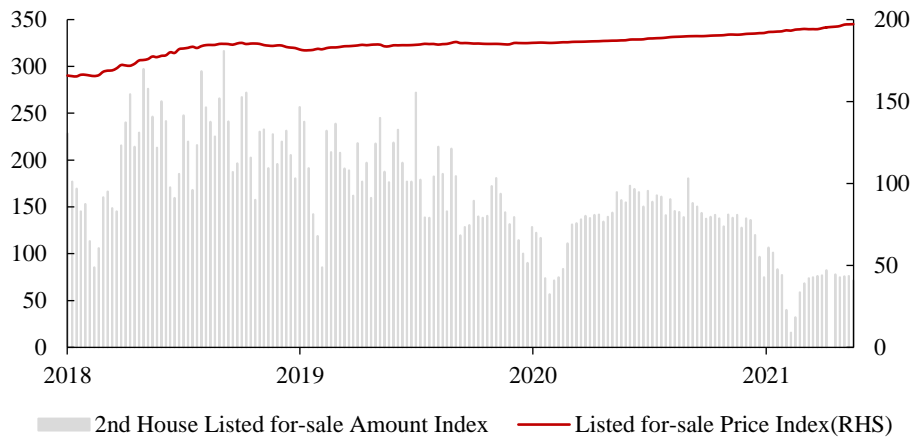
表 7: 主要城市二手房成交量情况, 北京、佛山本年至今涨幅较大

城市	过去7日			过去30日			本月至今			本年至今	
	平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	同比
北京	498,339	↑14%	↑26%	1,785	↓-3%	↑24%	1,573	↓-2%	↑22%	8,012	↑89%
深圳	69,225	↓-14%	↓-67%	273	↓-40%	↓-63%	259	↓-37%	↓-60%	2,139	↓-23%
杭州	152,713	↓-4%	↑9%	603	↓-9%	↑2%	542	↓-10%	↑1%	2,859	↑60%
南京	262,808	↑29%	↓-1%	603	↓-51%	↓-30%	466	↓-59%	↓-45%	4,332	↑40%
成都	33,763	↓-35%	↓-74%	259	↓-36%	↓-48%	225	↓-39%	↓-50%	1,594	↓-17%
青岛	171,503	↑14%	↑21%	622	↓-16%	↑21%	564	↓-17%	↑19%	2,752	↑65%
无锡	156,971	↑10%	↓-7%	561	↓-8%	↓-25%	502	↓-10%	↓-27%	2,285	↑7%
苏州	167,325	↓-19%	↑22%	708	↓-13%	↑45%	636	↓-16%	↑45%	3,301	↑66%
厦门	93,021	↑1%	↑16%	364	↓-28%	↑17%	321	↓-30%	↑15%	2,004	↑85%
扬州	24,445	↓-8%	↓-13%	113	↓-12%	↓-2%	101	↓-13%	↓-4%	510	↑43%
东莞	30,075	↓-2%	↓-56%	115	↓-18%	↓-55%	104	↓-18%	↓-56%	701	↓-23%
南宁	30,838	↑57%	↓-62%	118	↓-36%	↓-41%	96	↓-43%	↓-47%	701	↓-8%
佛山	157,268	↓-12%	↑5%	658	↓-11%	↑13%	580	↓-15%	↑10%	3,085	↑86%
金华	83,108	↓-21%	↓-30%	367	↑15%	↑7%	343	↑21%	↑6%	1,527	↑72%
江门	17,783	↓-23%	↓-34%	77	↓-17%	↓-11%	67	↓-24%	↓-15%	367	↑45%
总计	1,949,186	2%	-9%	7,226	-19%	-7%	6,380	-21%	-10%	36,170	42%
上升城市数目	6	6	1	7	1	7	1	7	11	11	
下降城市数目	9	9	14	8	14	8	14	8	4	4	

数据来源: 各地房管局, 中达证券研究; 注: 数据截至 2021/5/28

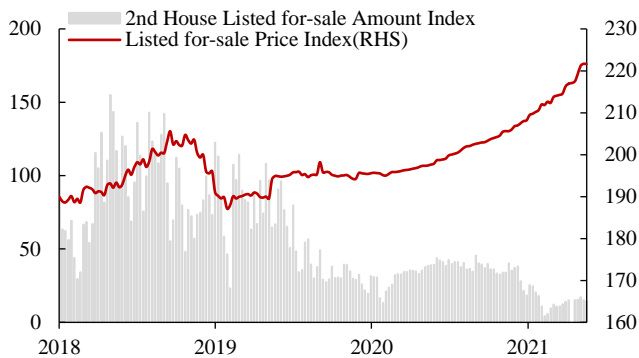


图 15：二手房挂牌出售价格指数近期稳中微升



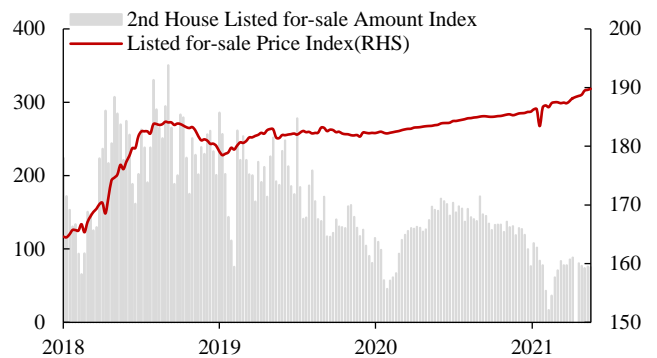
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/5/23

图 16：一线城市二手房价格指数有所提升



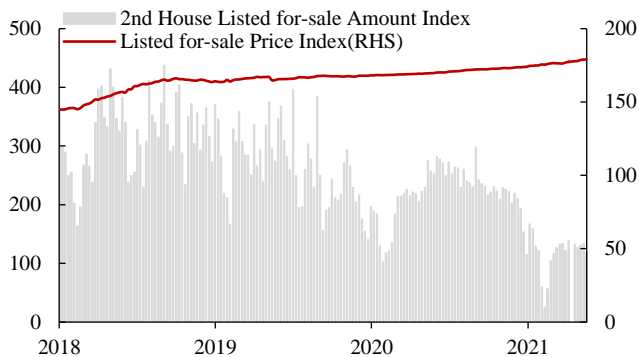
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/5/23

图 17：二线城市二手房价格指数略有提升



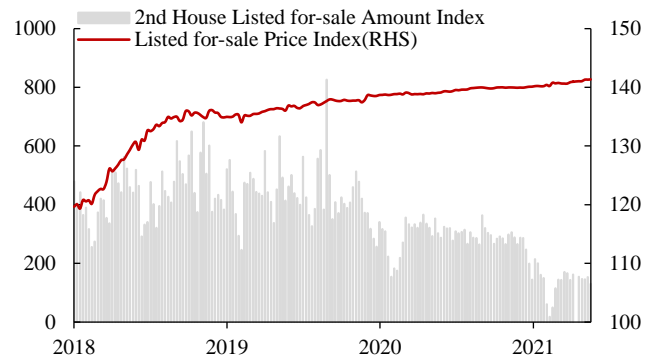
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/5/23

图 18：三线城市二手房价格指数有所提升



数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/5/23

图 19：四线城市二手房价格指数缓慢上涨



数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/5/23

4.重要政策及动态

4.1 本周重要行业政策与新闻

表 8：本周要闻：深圳拟上调学历落户门槛；南京将严禁审批“别墅”

日期	地区/部门	简述
2021-05-25	深圳	拟优化人才引进入户条件，将核准类学历型人才的底线要求调整为全日制本科；拟将在深圳合法稳定居住、就业的基本年限要求由 5 年调整为 10 年。
2021-05-25	南京	严禁审批独栋、双拼和联排户型；严禁将低多层居住建筑户型潜伏设计或变相设计成“别墅”；低多层居住建筑核准图中不得出现“别墅”“叠墅”和“空中别墅”等标注。
2021-05-27	深圳	进一步规范新建商品住房和商务公寓销售价格：预、现售商品住房和商务公寓的批准销售价格原则上不得超过上一年度至今同地段、同类型新房的网签价格。对于分期开发的项目，两次申请价格备案时间间隔未超过一年的，原则上按照前期备案价格进行批复；对于预售商品住房和商务公寓项目转现售的，原则上备案价格不得向上调整。
2021-05-28	上海	即日起，在上海已取得产证，已网签备案，已取得新房入围获得认购资格等 3 种情况，在购买二手房查询名下套数中，均认定为购房套数。

数据来源：Wind，政府网站，中达证券研究

4.2 本周重点公司新闻及公告

表 9：本周公司动态：碧桂园服务、雅生活服务拟配股融资；佳兆业、时代等发行美元债

日期	对象	简述
2021-05-25	碧桂园服务	拟配售 1.4 亿新股融资 104.88 亿港元，配售股份占公司的已发行股本约 4.55% 及经发行配售股份而扩大的公司已发行股本约 4.35%。
2021-05-25	佳兆业集团	发行 2026 年到期的 3 亿美元 11.65% 优先票据。
2021-05-28	雅生活服务	拟配售 8666 万股筹资 32.59 亿港元，配售股份占公告日期现有已发行股本约 6.50% 及经配发及发行配售股份扩大后的已发行股本约 6.10%。
2021-05-28	时代中国控股	发行于 2024 年到期的 4 亿美元 5.55% 优先票据。

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

风险提示：

1. 行业调控及融资政策或存在一定不确定性，影响上市公司销售业绩；
2. 宏观经济波动可能对行业内企业经营造成一定影响；
3. 疫情控制具有不确定性。



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：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、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或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

- 买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
- 增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；
- 持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

- 强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
- 中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

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。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。