

## 内地房地产周度观察

### 公募 REITs 研究系列之二：制度框架差异与收益特点解析

#### 专题研究：

REITs 市场设立动机等差异导致我国与海外 REITs 制度框架等方面的不同。美国、日本、香港等地的 REITs 市场在建立之初即承担着振兴房地产市场和经济的责任，我国设立 REITs 的动机则更偏向于通过引导社会资本流入部分基础设施建设领域来促进经济增长。建设动机等差异导致了我国与海外 REITs 市场在多方面的不同：**1) 制度框架：**海外制度框架更为宽松且完善，能够更大程度地吸引社会资本，如 REITs 不必须上市、对底层资产经营时间和收入稳定性限制更少、提供税收优惠政策等。**2) 底层资产类别：**我国的底层资产更聚焦政策鼓励的基础设施行业，海外 REITs 市场中商业地产较多。**3) 投资者限制：**海外 REITs 市场对投资者的限制较小，我国 REITs 份额大部分配售予原始权益人和专业机构投资者，9 单 REITs 中仅 2 单的公众配售比例大于 10%。

**首批经营权类 REITs 收益结构更接近债券，预期分派收益率具备吸引力。**经营权类 REITs 因底层资产在经营权期限内持续摊销、公用事业属性致提价或存一定难度等原因，价格收益相对产权类 REITs 偏弱，更类似债券的收益特征或使经营权类 REITs 收益受利率的影响更大。更高的现金分派率（21E 分派收益率 8.5%-11.8%）对其投资吸引力构成了一定补足，与其他亚洲 REITs 市场相比仍具吸引力：我国首批产权类 REITs 2021E 分派收益率与当前 10 年期国债收益率的差额为 5.4%-8.6%，而 2019 年日本、新加坡、香港的 REITs 分派收益率分别较 10 年期政府债券高出 4.0pct、4.5pct 和 3.8pct。

**产权类 REITs 收益结构更类似于权益资产，运营管理能力更为关键。**产权类 REITs 封闭期结束时将市场化处置底层资产，底层资产终值和租金水平均将受到运营管理的重要影响，并反映于相应 REITs 的价格上。**当前底层资产的质量并不代表 REITs 的投资价值，底层资产价值及租金提升的空间和能力等更为关键。**我国首批 REITs 的运营机构均与原始权益人相关，普洛斯等外部管理人的管理能力已受市场认可，有望对相应 REITs 的收益率带来一定积极作用。

#### 数据要点：

截至 6 月 4 日，本周 42 个主要城市新房成交面积环比上升 7%，2021 年累计成交面积同比上升 56%。

截至 6 月 4 日，本周 13 个主要城市可售面积（库存）环比下降 5%；平均去化周期 13.5 个月，平均环比下降 9%。

截至 6 月 4 日，本周 15 个主要城市二手房交易建面环比下降 15%，2021 年累计交易面积同比上升 37%。

#### 投资建议：

本周，政治局会议提出实施三孩政策及配套支持措施，有望在短期内对人口增速的下滑构成一定对冲。地方层面，长三角 8 城市将试点异地购房提取公积金、并将根据试点情况逐步覆盖区域更多城市，或有望进一步促进长三角各城市间的人口流动，提振部分城市的购房需求。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 研究系列之二：制度框架

## 差异与收益特点解析

我们在上期报告《[公募 REITs 投资价值几何？](#)》中重点研究了公募 REITs 作为一项资产类别的投资特点、收益来源和投资价值，本篇报告中，我们继续从制度框架视角对我国与海外 REITs 市场的差异做出了梳理，并从收益特点和收益水平的角度对我国首批 REITs 进行了分析。

### 1.1 我国与海外 REITs 市场的制度框架差异

**设立动机和战略定位：**部分发达 REITs 市场的建立意在提振房地产市场，我国更偏向引导资金流向鼓励领域。部分国家和地区的 REITs 市场在建立之初即承担着振兴房地产市场和整体经济的责任。REITs 于 1960 年于美国推出，其动机在于盘活战后的房地产资产以振兴经济。类似地，日本泡沫经济后宏观经济和房地产市场的动荡亦为日本于 2001 年推出 REITs 的动因之一。香港 REITs 则于 2003 年 SARS 后推出，在一定程度上对冲卫生事件对房地产和宏观经济的影响。我国设立基础设施 REITs 的动机则与海外市场有所不同，更偏向于在使房地产市场保持稳定的同时，通过引导社会资本流入部分有资金需求的基础设施建设领域来促进经济增长。我国与海外 REITs 市场在建设动机等方面的差异导致了 REITs 制度框架、底层资产、投资者限制等方面的差异。

**制度框架：**海外制度框架相对更为宽松且完善，能够更大程度地吸引社会资本投入。从建设 REITs 市场的动机来看，部分海外国家和地区希望通过 REITs 的达到目标，即对宏观经济的提振，需要更丰富且广泛的资金来源来实现，因此，海外市场的制度框架也相对更为宽松。例如，我国目前的 REITs 必须上市，而 REITs 在美国、日本、新加坡、澳大利亚等国家并非必须上市的投资产品；我国 REITs 对底层资产已经经营的时间和收入稳定性做出了限制，海外则主要对底层资产运营范畴做出限制。另一方面，海外 REITs 市场的税收优惠也更为完善，是吸引底层资产持有者发行 REITs、投资者进入 REITs 市场的重要吸引力；我国当前的 REITs 则尚未涉及具体的税收优惠政策，**税收安排或将成为我国完善 REITs 制度的一大重要方向**。当前制度框架的差异也来自于 REITs 市场的成熟和完善程度，我国 REITs 的各项制度在未来有望结合国际经验和自身特点而逐步完善。



表 1：我国 REITs 当前的制度框架相对海外发达市场限制较多

国家/地区	法律形式	是否必须上市	投资限制	分派要求
中国内地	投资于资产担保证券的基金	是	仅容许在营运超过 3 年并可产生稳定收入的基建项目中持有超过 80% 的资产	90% 以上的经审核可分派盈利
美国	信托基金或公司	否	超过 75% 的盈利来自地产相关收入；超过 75% 的资产来自房地产资产、现金及政府证券	90% 以上的应课税收入
香港	信托基金	是	可产生定期租金收入的地产的资产净值的 75%；加上少数权益物业、物业发展、金融工具和其他附带投资工具的价值不得超过总资产价值的 25%	90% 以上的经审核税后净收入
日本	信托基金或公司	否	不得从事资产管理以外的活动	90% 以上的可分派盈利
新加坡	信托基金	否，但上市才可获税务宽减	禁止投资空置土地或按揭；可将 10% 以下的存置财产投资于物业发展及未建成物业	90% 以上的应课税收入可享税务宽减
澳洲	信托基金或公司	否	不容许从事贸易业务，例如开发土地作出售，否则无法适用“穿透”税务处理	并无强制的分派要求，但未分派收益缴纳的边际税率最高可达 49%。基于减税目的，通常会分派房托基金 100% 的应课税收入

数据来源：香港金融发展局，各监管机构网站，中达证券研究



表 2：我国 REITs 当前尚无具体的税收安排，海外的税收优惠更能吸引 REITs 市场参与者

REITs 层面税务处理				
国家/地区	所得税	资本收益及股息收入须缴税	购置物业时的交易税	
香港	获认可的房托基金免缴利得税，而负责进行投资的特定目的公司则须缴纳利得税	资本收益及股息收入免税	以股份交易来进行物业转让的印花税为 0.1% 直接转让非住宅物业的印花税最高为 4.25% 转让非住宅物业的印花税最高为 3%	
新加坡	房托基金可享受税收透明待遇，毋须缴税	资本收益及股息收入免税		
澳洲	利得税转移给投资者	资本收益税项转移给投资者	须缴付印花税，税率视乎地段、性质及面积而定	
日本	收入须缴纳公司税；支付予投资者的分派可抵扣公司利得税	资本收益须缴纳公司税；支付予投资者的分派可抵扣公司利得税	0.6% 至 1.6% 的优惠购置税	
美国	公司税适用于未分派的应课税收入，并可抵扣向股东支付的股息	资本收益及股息收入须缴纳公司利得税	须缴付房地产购置税及登记税，税率视乎物业地段而定	
投资者层面税务处理				
国家/地区	本地投资者获分派时须缴付的税项	外国投资者获分派时须缴付的税项	房托基金转让税	所得税税率
香港	毋须再缴纳税项	并无预扣税	0.2% 印花税	16.5%
新加坡	公司须按现行的利得税税率 17% 缴税，个人免税	向外国公司征收 10% 的预扣税（基于 2025 年 12 月完结的税务减免），非居民的个人免征预扣税	毋须缴付印花税	17.0%
澳洲	根据收入性质，按投资者现行税率缴税	预扣税税率通常为 30%；对于合格的管理投资信托基金，预扣税税率为 15%；对个别新建的“绿色建筑”，预扣税税率为 10%	按投资者现行税率计算资本增值税	30.0%
日本	个人投资者的预扣税约为 20%，法人投资者的预扣税约为 15%（包括附加税），可抵扣投资者的最终应课税额	个人预扣税约为 20%，企业投资者预扣税约为 15%（包括附加税）	约 20% 的资本增值税（包括附加税）	23.2%
美国	按现行的 37% 个人入息税率及 21% 公司利得税率缴税	一般股息的预扣税为 30%，资本收益股息的预扣税为 35%	若房托基金并非由美国控制，收益须缴纳 15% 的预扣税	21.0%

数据来源：香港金融发展局，各监管机构网站，中达证券研究



**底层资产：**在建立意图和制度框架的差异之下，我国 REITs 的底层资产范围相对海外较窄。一方面，我国的 REITs 投资品种目前仅限于基础设施，不涉及住宅和商业地产。其他国家和地区在 REITs 市场建设初期的底层资产类别限制较少、以商业地产为多，如 2021 年 3 月末美国富时 NAREIT 指数包含的权益型 REITs 中，以住宅、零售和写字楼为底层资产的 REITs 的市值占比合计达到 33.2%，香港上市 REITs 的底层资产除顺丰房托外几乎均为商业地产。另一方面，我国 REITs 对“基础设施”的定义与部分国家和地区也有一定差别，如我国包含市政工程、污染治理、产业园区、交通设施等，而美国的底层资产类型则多为光缆、无线基础设施、电信塔和能源管道等。

**表 3：美国 REITs 市场规模大、底层资产类别丰富**

美国 REITs 底层资产类别	REITs 数量	市值 (万亿美元)	市值占比
基础设施	4	0.21	16.8%
住宅	20	0.19	14.6%
零售	32	0.15	11.7%
工业	13	0.14	11.2%
数据中心	5	0.12	9.2%
卫生保健	17	0.12	9.2%
写字楼	19	0.09	6.9%
自助仓储	5	0.08	6.1%
专业型	10	0.06	4.4%
多元化	15	0.05	4.0%
住宿/度假村	13	0.04	3.1%
林地	4	0.04	2.8%
<b>富时 NAREIT 成分权益型 REITs 合计</b>	<b>157</b>	<b>1.27</b>	<b>100.0%</b>

数据来源：NAREIT，中达证券研究；注：数据截至 2021 年 3 月末

**我国首批 REITs 的底层资产多为政策鼓励发展领域的优秀基础设施。**我国首批 REITs 底层资产的范围包含产权类（2 单仓储物流、3 单产业园）和经营权类（2 单收费公路、1 单市政设施、1 单污染处理），上述项目的底层资产均为政策鼓励的补短板 and 重点发展领域。以仓储物流为例，我国仓储面积总量虽随电商的快速发展而持续提升，但高标库占仓储总量占比不足 10%，供给仍存在短缺（根据戴德梁行的数据，2019 年末我国高标库的市场供应规模逾 6000 万平方米，而戴德梁行预计 2020 年市场对高标库的需求将达到逾 1.4 亿平方米）。



表 4：我国首批公募 REITs 的底层资产多为政策鼓励领域的优秀基础设施

简称	基础设施项目类型	底层资产		城市
		类别	具体资产	
盐港 REIT	产权类	仓储物流	现代物流中心项目	深圳
中金普洛斯 REIT	产权类	仓储物流	7 座普洛斯物流园	昆山、苏州、佛山、广州、北京
东吴苏园产业 REIT	产权类	产业园	国际科技园五期 B 区项目、2.5 产业园一期、二期项目	苏州
蛇口产业园	产权类	产业园	万融大厦、万海大厦	深圳
张江光大园 REIT	产权类	产业园	张江光大园项目	上海
首钢绿能	经营权类	污染治理	北京首钢鲁家山残渣暂存场项目、北京首钢餐厨垃圾收运处一体化项目(一期)、北京首钢生物质能源项目	北京
富国首创水务 REIT	经营权类	市政设施	合肥污水处理厂项目 1 个、深圳水质净化厂项目 3 个	合肥、深圳
广州广河	经营权类	收费公路	广州至河源高速公路广州段项目	广州
沪杭甬杭徽 REIT	经营权类	收费公路	杭徽高速公路(浙江段)昌昱段、汪昌段、留汪段	杭州

数据来源：Wind，募集说明书，中达证券研究

**投资者限制：**海外 REITs 市场对投资者的限制较小，当前我国 REITs 公众参与程度有限。设立动机、制度框架的差异也导致了公众参与程度的差异。海外发达 REITs 市场在建立时即希望通过降低不动产投资门槛的方式吸引投资者，公众参与度较高。而根据《基础设施基金指引》，我国基础设施 REITs 的配售对象中，战略配售（原始权益人及专业机构投资者）占比需超过 20%、扣除战略配售部分后至少 70% 的份额需分配予网下专业机构投资者，剩余部分方配售予公众投资者。如战略配售和网下配售比例均以下限计算，则公众配售占比最高约 24%。与海外相比，我国 REITs 市场对公众投资者的参与做出了一定的限制，其原因除建立背景不同外，或也出于投资者结构对 REITs 建设初期市场稳定性的考量。专业机构投资者占比较高能够使 REITs 市场的参与者整体相对成熟、使 REITs 市场在探索初期具备一定的可控性，战略配售的持有期限限制也能够对 REITs 市场的稳定性带来一定的积极作用。

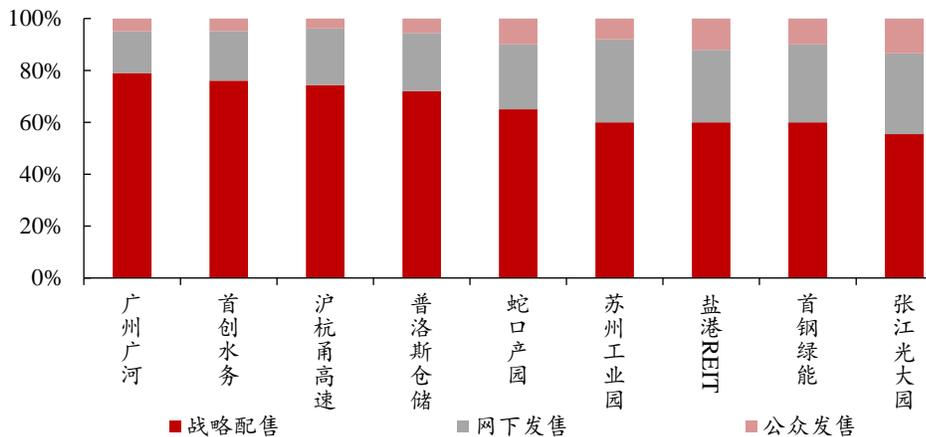
表 5：我国 REITs 的政策框架使原始权益人、专业机构投资者参与度更高

配售阶段	包含对象	配售比例
战略配售	基础设施项目原始权益人、专业机构投资者	≥20%
网下配售	证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者、商业银行及其理财子公司、符合规定的私募基金管理人以及其他中国证监会认可的专业机构投资者。全国社会保障基金、基本养老保险基金、年金基金等可根据有关规定参与基础设施基金网下询价	扣除向战略投资者配售部分后的 70% 及以上
公众配售	公众投资者	剩余部分，最高不超过 24%

数据来源：《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，中达证券研究

我国首批 REITs 的实际战略配售比例远高于规定下限，多数 REITs 公众投资者占比不超过 10%。从实际配售情况来看，首批 9 单 REITs 的战略配售比例介于 55.4%（张江光大园）至 79.0%（广州广河），公众配售的比例超过 10% 的仅张江光大园 REIT（13.4%）和盐港 REIT（12.0%）两单，也是仅有的网下配售份额占比为规定下限（扣除向战略投资者配售部分后的 70%）的两单。整体而言，首批 REITs 的主要参与者仍为原始权益人和机构投资者，公众投资者的参与度较为有限。

图 1：首批 REITs 战略配售比例介于 55.4% 至 79.0%，远高于规定下限



数据来源：Wind，中达证券研究



## 1.2 我国首批 REITs 预期收益如何？

以产权和经营权为底层资产的 REITs 在投资收益结构上有所不同，经营权类 REITs 价格收益可能较弱。从绝对估值的角度来看，REITs 的价格亦应为未来现金流的折现，但需注意 REITs 并非永续经营。经营权类资产的价值在到期时将摊销至 0，且在经营期间价值持续下降；同时，其类公用事业的业务性质也对其提价带来了一定制约。因此，以经营权为底层资产的 REITs 的资产价格收益可能相对较弱。产权类 REITs 封闭期结束时将市场化处置底层资产，底层资产终值和租金水平均将反映于相应 REITs 的价格上，因此运营管理能力将对产权类 REITs 的价格收益带来一定影响。

收益结构等差异也使得经营权类 REITs 设置了更高的分派收益率，以增强对投资者的吸引力。投资收益结构的差异已反映在首批 REITs 的预期分派收益率中。可以看到，在我国的首批 REITs 中，以经营权为底层资产的基础设施 REITs 拥有更高的预期现金分派率，如广州广河和沪杭甬杭徽 REIT 在 2021 年的预期分红率分别达到 10.1% 和 11.7%，远高于产权类中预期分派收益率最高的 4.7%。更高的分派收益率在一定程度上对其在价格收益方面的劣势构成了补足、提升了对投资者的吸引力。更类似债券的收益特征或使经营权类 REITs 收益受利率的影响更大。

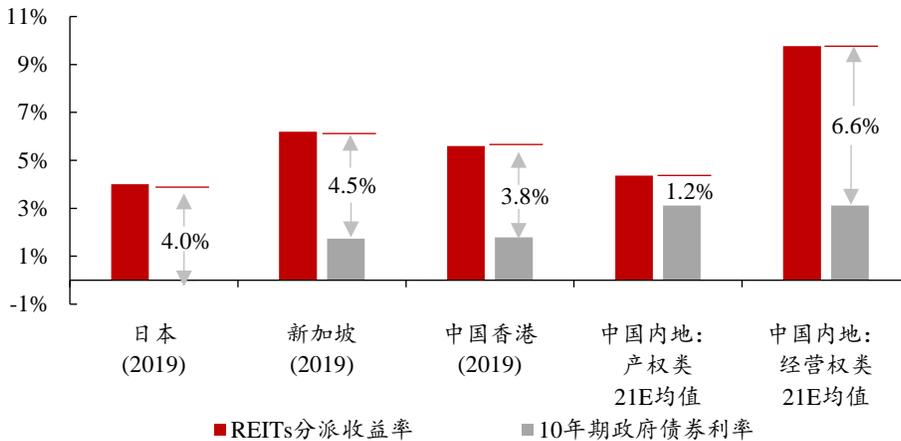
表 6：经营权类基础设施 REITs 的预期分派收益率更高

简称	基础设施项目类型	底层资产类别	预期分派收益率		封闭期
			21E	22E	
盐港 REIT	产权类	仓储物流	4.15%	4.40%	36 年
中金普洛斯 REIT	产权类	仓储物流	4.29%	4.31%	50 年
东吴苏园产业 REIT	产权类	产业园	4.31%	4.36%	40 年
蛇口产业园	产权类	产业园	4.39%	4.46%	50 年
张江光大园 REIT	产权类	产业园	4.66%	4.04%	20 年
首钢绿能	经营权类	污染治理	8.52%	7.63%	21 年
富国首创水务 REIT	经营权类	市政设施	8.67%	9.08%	26 年
广州广河	经营权类	收费公路	10.13%	6.87%	99 年
沪杭甬杭徽 REIT	经营权类	收费公路	11.71%	9.91%	20 年

数据来源：募集说明书，REITs，中达证券研究；注：预期分派收益率采用各 REITs 预测可供分配金额/实际募集规模计算；仅提供 2021 年部分月份预测可供分配金额的已进行年化处理

与其他亚洲 REITs 市场相比，我国首批经营权类 REITs 的分派收益率水平具备吸引力。根据戴德梁行的数据，亚洲各国的分派收益率较 10 年期政府债券均具明显优势：2019 年，日本、新加坡、香港的 REITs 分派收益率分别较 10 年期政府债券高出 4.0 个百分点、4.5 个百分点和 3.8 个百分点。根据中国货币网的数据，我国当前的 10 年期国债收益率约 3.12%（2021 年 6 月 4 日数据），产权类 REITs、经营权类 REITs 的 2021 年预期分派收益率与之的差额分别为 1.02%-1.54% 和 5.40%-8.59%；从分派收益率的角度看，我国首批经营权类 REITs 的吸引力并不弱于其他亚洲主要 REITs 市场。

图 2：我国经营权类 REITs 的分派收益率具备吸引力



数据来源：戴德梁行，中达证券研究；注：其他 REITs 市场数据截至 2019 年 12 月 31 日；中国内地 10 年期政府债券利率对应 2021 年 6 月 4 日 10 年期国债收益率

**产权类 REITs 收益更受运营情况影响，当前底层资产质量不代表 REITs 质量。**相对于经营权类 REITs 而言，产权类 REITs 的收益结构或更类似于权益资产；相应地，产权类 REITs 底层资产的运营情况为影响 REITs 价格的重要因素。当前底层资产的质量并不代表 REITs 的投资价值，底层资产价值及租金提升的空间和能力等更为关键。如领展由香港房委会为筹措财政资金分拆而来，初始物业仅包含 180 项公屋内零售及停车场物业，物业资质及管理情况不佳；后续出色的运营能力为领展股价表现突出的重要原因。



表 7: 领展初始底层资产并非优质, 主动管理等因素带动组合估值提升

	领展初始底层资产类型	领展初始底层资产情况
较旧设施	在地下以及在住宅楼宇一楼开设之店铺组合	一般只为满足地区购物需求, 其设计和间隔不利于商品交易, 亦难以达致最大的租金增长。
	零售用途及与街市或辅助设施毗连的物业	明显风格落后, 外观陈旧, 远超其实际楼龄; 与位处交通枢纽或与邻近或建于地铁站上盖的私营大型零售商场相比, 已沦为二线设施。
新设施	专为服务新建屋邨而设计的商场	屋邨内的聚脚点; 较偏远的地区商场亦会提供一些时装及运动服装店。
	较大屋宇和人流聚集区的大型新式商场	大部份仍然由一或两个大型连锁超级市场、知名/连锁快餐店及大型酒楼等旗舰租户所支撑。
组合中最佳物业	约 10 至 15 个商场 (底层物业合计 180 项), 为区内主要或新兴的商场, 又或位处具有优秀旅游发展潜力的地区。	
组合估值	338 亿港元 (2005 年) → 1951 亿港元 (2020 年 9 月末)	

数据来源: 领展发售通函, 公司公告, 中达证券研究

我国首批 REITs 的运营机构均与原始权益人相关, 部分管理人的管理能力受市场认可。从产品结构来看, 9 单 REITs 均采用了外部管理人对底层资产进行管理, 而所有外部管理人均与原始权益人相关、对底层资产的运营情况和管理需求有较为充分的了解。部分管理人的管理能力受到市场认可, 如中金普洛斯 REIT 由普洛斯作为外部管理人运营管理底层资产, 普洛斯作为领先的物流地产开发和运营商, 管理能力受到市场认可, 确定性较强。外部管理人优秀的运营能力也能够对 REITs 的收益率带来一定积极作用。

表 8: 首批 9 单 REITs 均采用外部管理模式, 外部管理人均与原始权益人相关

简称	外部管理人	原始权益人
盐港 REIT	盐田港物流	深圳盐田港集团
中金普洛斯 REIT	上海普洛斯	普洛斯中国控股有限公司
东吴苏园产业 REIT	科技公司、建屋产业公司	科技公司、建屋产业公司
蛇口产业园	招商创业 (运营管理)、招商物业 (物业服务)	招商蛇口
张江光大园 REIT	集擎咨询 (张江集电、光控安石、国君证裕共同出资设立)	上海光全投资中心 (有限合伙), 光控安石 (北京) 投资管理有限公司
首钢绿能	首钢生态	首钢环境
富国首创水务 REIT	首创股份	北京首创股份有限公司
广州广河	广州交投及广州高速运营公司	广州交投
沪杭甬杭徽 REIT	沪杭甬公司	浙江沪杭甬高速公路, 杭州市交通投资集团, 杭州市临安区交通投资, 杭州余杭交通集团有限公司

数据来源: Wind, 募集说明书, 中达证券研究



### 1.3 小结：REITs 制度框架差异与收益特点

战略定位不同导致 REITs 制度框架、底层资产、投资者限制等差异。我国设立基础设施 REITs 的动机与海外市场有所不同，更偏向于在使房地产市场保持稳定的同时，通过引导社会资本流入部分有资金需求的基础设施建设领域来促进经济增长。我国与海外 REITs 市场在建设动机等方面的差异导致了更严格的 REITs 制度框架、范围更聚焦基础设施短板的底层资产、公众参与程度更小等方面的差异。

以产权和经营权为底层资产的 REITs 在投资收益结构上有所不同。从现金流折现的角度来看，经营权类 REITs 底层资产终值为 0、公共事业类的业务性质也对其提价带来了一定制约，价格收益或相对有限，收益结构更类似债券；产权类 REITs 封闭期结束时将市场化处置底层资产，底层资产终值和租金水平均将受到运营管理的重要影响，并反映于相应 REITs 的价格上，收益结构或更类似于权益资产。

我国经营权类 REITs 的预期分派收益率具备吸引力。更高的现金分派率（21 年预期分派率 8.5%-11.8%）对经营权类 REITs 的投资吸引力构成了一定补足。与其他亚洲 REITs 市场相比，我国首批经营权类 REITs 的分派收益率具备吸引力，2019 年，日本、新加坡、香港的 REITs 分派收益率分别较 10 年期政府债券高出 4.0pct、4.5pct 和 3.8pct，我国首批产权类 REITs 2021 年预期分派收益率与当前 10 年期国债收益率的差额为 5.4%-8.6%。

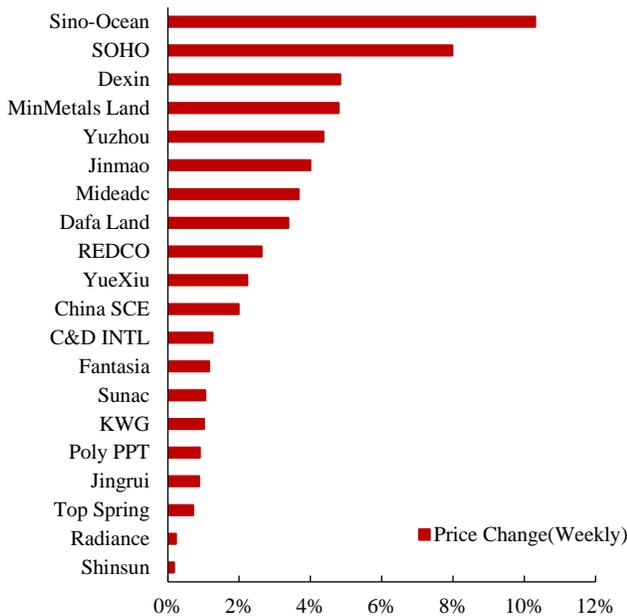
主动管理能力将为产权类 REITs 收益率的重要影响因素，首批 REITs 外部管理人均与原始权益人相关。我国首批 REITs 的运营机构均与原始权益人相关，普洛斯等外部管理人的管理能力已受市场认可，有望对相应 REITs 的收益率带来一定积极作用。

## 2. 行业表现

### 2.1 地产开发行业表现

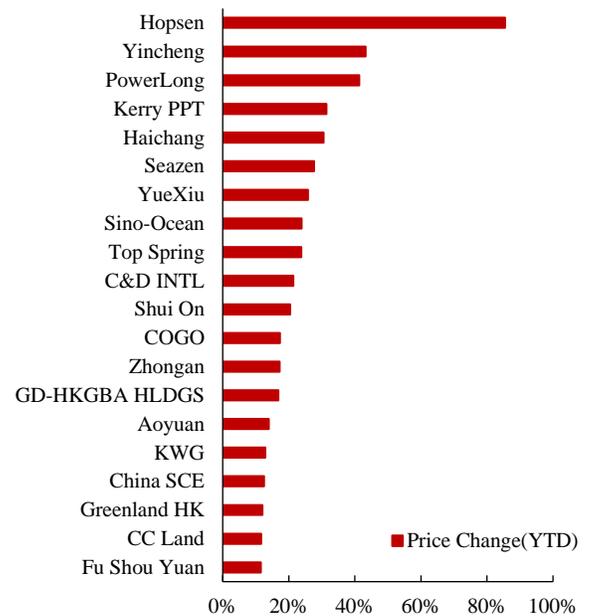
本周，远洋集团、SOHO 中国、德信中国涨幅居前。合生创展集团、银城国际控股、宝龙地产年初至今涨幅居前。

图 3：远洋集团、SOHO 中国、德信中国本周涨幅居前



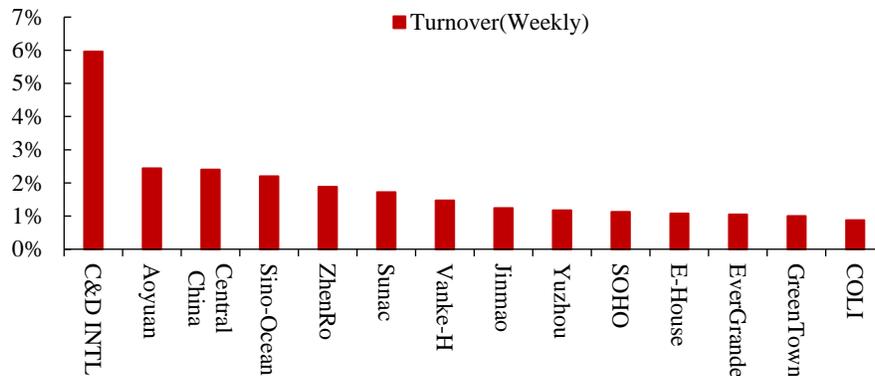
数据来源：Wind，中达证券研究

图 4：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 5：建发国际集团、中国奥园、建业地产本周换手率居前

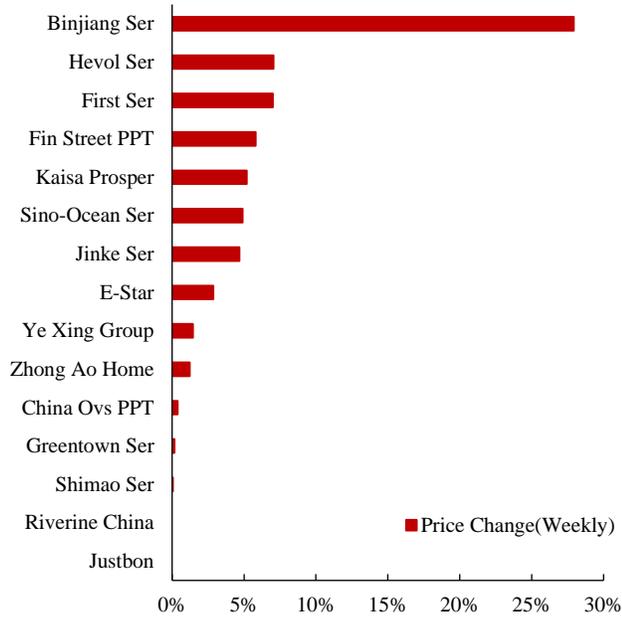


数据来源：Wind，中达证券研究

## 2.2 物业管理行业表现

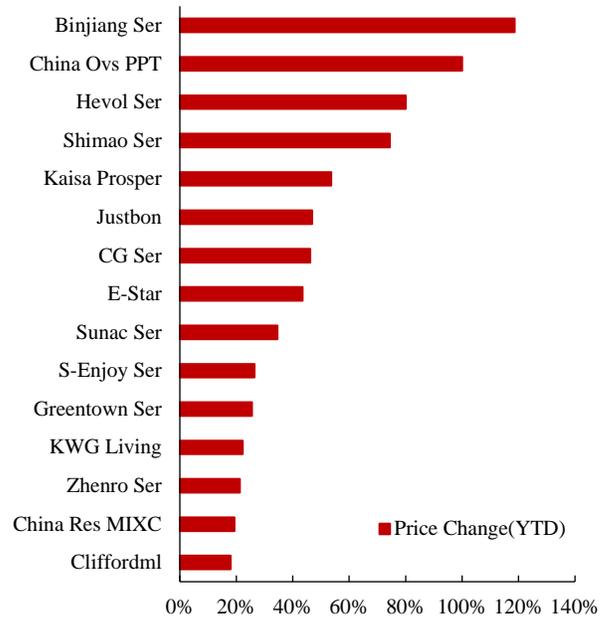
本周，滨江服务、和泓服务、第一服务涨幅居前。滨江服务、中海物业、和泓服务年初至今涨幅居前。

图 6：滨江服务、和泓服务、第一服务本周涨幅居前



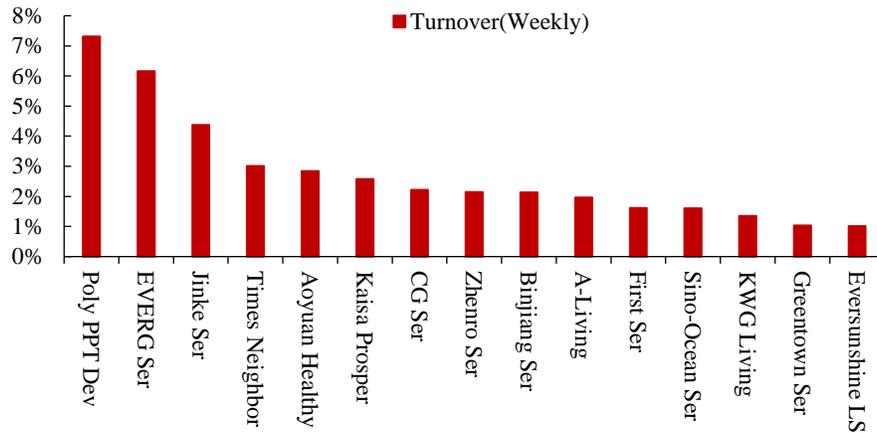
数据来源：Wind，中达证券研究

图 7：滨江服务、中海物业、和泓服务年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 8：保利物业、恒大物业、金科服务本周换手率居前



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 9：主要城市交易量情况，本周新房成交环比上升

城市 / 区域	过去7日			过去30日			本月截至 6-4			本年截至 6-4	
	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	259,964	60%	149%	835	-3%	35%	247	2694%	221%	3,991	91%
上海	328,400	13%	-3%	1,204	-6%	-6%	234	230%	52%	6,692	64%
广州	193,349	-16%	-8%	1,000	-16%	25%	73	-25%	-10%	5,849	119%
深圳	65,485	-2%	-33%	277	-8%	-18%	39	89%	-42%	2,226	60%
<b>一线城市</b>	<b>847,197</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>3,315</b>	<b>-9%</b>	<b>9%</b>	<b>593</b>	<b>200%</b>	<b>56%</b>	<b>18,757</b>	<b>83%</b>
<b>二线城市</b>	<b>3,159,561</b>	<b>17%</b>	<b>7%</b>	<b>13,827</b>	<b>8%</b>	<b>14%</b>	<b>1,888</b>	<b>162%</b>	<b>12%</b>	<b>60,514</b>	<b>57%</b>
<b>三线城市</b>	<b>2,122,957</b>	<b>-7%</b>	<b>-24%</b>	<b>10,556</b>	<b>7%</b>	<b>-7%</b>	<b>1,193</b>	<b>104%</b>	<b>-20%</b>	<b>51,506</b>	<b>48%</b>
北京	259,964	↑60%	↑149%	835	↓-3%	↑35%	247	↑2694%	↑221%	3,991	↑91%
青岛	339,175	↓-9%	↑2%	1,518	↓-1%	↑8%	177	↑265%	↑2%	6,690	↑34%
济南	298,434	↓-20%	↑3%	1,455	↑0%	↑10%	169	↑157%	↑15%	5,043	↑30%
东营	46,231	↓-16%	↓-61%	231	↑29%	↑57%	29	↑560%	↓-69%	1,156	↓-4%
<b>环渤海</b>	<b>943,804</b>	<b>↓-2%</b>	<b>↑12%</b>	<b>4,038</b>	<b>↑0%</b>	<b>↑16%</b>	<b>622</b>	<b>↑388%</b>	<b>↑26%</b>	<b>16,879</b>	<b>↑39%</b>
上海	328,400	↑13%	↓-3%	1,204	↓-6%	↓-6%	234	↑230%	↑52%	6,692	↑64%
南京	281,699	↑8%	↓-11%	1,513	↓-3%	↑29%	210	↑71%	↓-19%	6,845	↑93%
杭州	402,430	↑20%	↑34%	1,525	↑44%	↑66%	206	↑457%	↑5%	5,632	↑79%
苏州	318,995	↓-23%	↓-22%	1,333	↑36%	↓-5%	198	↑311%	↑33%	4,927	↑29%
无锡	189,800	↑52%	↓-13%	597	↑1%	↑10%	-	-	-	2,763	↑40%
扬州	29,382	↓-44%	↓-17%	260	↑13%	↑45%	29	↑207%	↓-17%	1,431	↑91%
江阴	88,091	↓-25%	↑3%	371	↑14%	↑2%	24	↑68%	↓-26%	1,554	↑59%
温州	304,582	↑22%	↑6%	942	↑9%	↓-23%	135	↑87%	↓-5%	4,424	↑61%
金华	39,721	↓-37%	↓-44%	229	↑56%	↓-9%	27	↑2909%	↓-33%	1,294	↑84%
常州	62,136	↑53%	↓-15%	254	↑26%	↓-11%	30	↑599%	↓-38%	1,136	↑5%
淮安	74,929	↑36%	↓-18%	351	↓-12%	↓-21%	61	↑138%	↑4%	2,651	↑66%
连云港	143,251	↑4%	↓-5%	661	↑15%	↓-5%	78	↑98%	↓-30%	4,154	↑86%
绍兴	20,541	↓-26%	↓-79%	307	↑19%	↓-4%	14	↓-58%	↓-79%	1,135	↑26%
镇江	116,281	↓-26%	↓-8%	668	↓-10%	↓-5%	60	↑106%	↓-2%	3,175	↑48%
嘉兴	29,398	↑12%	↓-64%	149	↓-1%	↓-46%	27	↑269%	↓-53%	751	↓-8%
芜湖	139,496	↑7%	↑211%	745	↑4%	↑278%	92	↑341%	↑264%	3,582	↑446%
盐城	19,086	↓-1%	↓-77%	99	↓-58%	↓-77%	-	-	-	1,710	↑15%
舟山	27,637	↓-46%	↓-35%	180	↑28%	↑11%	10	↑147%	↓-56%	641	↑26%
池州	26,730	↑65%	↑69%	120	↑47%	↑32%	22	↑329%	↑84%	504	↑44%
宁波	109,679	↑6%	↓-58%	785	↑6%	↓-8%	91	↑213%	↓-47%	3,843	↑57%
<b>长三角</b>	<b>2,752,264</b>	<b>↑3%</b>	<b>↓-12%</b>	<b>12,290</b>	<b>↑8%</b>	<b>↑4%</b>	<b>1,547</b>	<b>↑91%</b>	<b>↓-9%</b>	<b>58,845</b>	<b>↑64%</b>
广州	193,349	↓-16%	↓-8%	1,000	↓-16%	↓-25%	73	↓-25%	↓-10%	5,849	↑119%
深圳	65,485	↓-2%	↓-33%	277	↓-8%	↓-18%	39	↑89%	↓-42%	2,226	↑60%
福州	150,635	↑28%	↑300%	685	↑53%	↑299%	105	↑274%	↑833%	2,221	↑184%
东莞	95,608	↑13%	↓-31%	429	↑47%	↓-22%	39	↑927%	↓-31%	2,168	↑27%
泉州	4,060	↓-24%	↓-95%	78	↓-27%	↓-67%	2	↓-94%	↓-96%	595	↓-8%
莆田	25,797	↓-24%	↓-53%	172	↓-8%	↑17%	11	↓-1%	↓-14%	951	↑63%
惠州	90,225	↑72%	↑45%	263	↑31%	↑10%	60	↑8882%	↑56%	1,266	↑65%
韶关	23,915	↑23%	↓-49%	134	↑11%	↓-41%	6	↓-20%	↓-66%	637	↓-4%
佛山	217,212	↓-8%	↓-26%	1,229	↑18%	↓-1%	146	↑19%	↑18%	5,595	↑37%
肇庆	33,334	↓-21%	↓-40%	215	↑5%	↓-16%	12	↑31%	↓-46%	1,145	↑41%
江门	25,203	↓-27%	↓-30%	159	↑12%	↓-9%	12	↓-8%	↓-30%	768	↑69%
<b>珠三角及南部其它城市</b>	<b>924,822</b>	<b>↓-1%</b>	<b>↓-17%</b>	<b>4,640</b>	<b>↑10%</b>	<b>↑6%</b>	<b>507</b>	<b>↑48%</b>	<b>↑2%</b>	<b>23,421</b>	<b>↑61%</b>
泰安	56,798	↑51%	↓-3%	260	↑34%	↓-5%	35	↑276%	↓-4%	1,196	↑65%
<b>北部</b>	<b>56,798</b>	<b>↑51%</b>	<b>↓-3%</b>	<b>260</b>	<b>↑34%</b>	<b>↓-5%</b>	<b>35</b>	<b>↑276%</b>	<b>↓-4%</b>	<b>1,196</b>	<b>↑65%</b>
武汉	634,732	↑10%	↑456%	2,663	↑14%	↑102%	396	↑273%	↑665%	10,516	↑199%
岳阳	50,037	↑32%	↑5%	197	↑17%	↓-16%	26	↑77%	↑27%	861	↑16%
宝鸡	60,483	↓-40%	↓-36%	419	↑21%	↓-18%	40	↑1464%	↓-41%	1,862	↑81%
<b>中部</b>	<b>745,252</b>	<b>↑4%</b>	<b>↑191%</b>	<b>3,278</b>	<b>↑15%</b>	<b>↑59%</b>	<b>462</b>	<b>↑274%</b>	<b>↑229%</b>	<b>13,238</b>	<b>↑150%</b>
成都	438,266	↑227%	↓-23%	1,699	↓-23%	↓-31%	329	↑3458%	↓-30%	10,025	↑21%
柳州	69,967	↓-26%	↓-73%	411	↓-3%	↓-47%	35	↑22%	↓-49%	2,288	↑1%
南宁	198,541	↑9%	↓-23%	1,082	↑6%	↓-17%	138	↑168%	↓-7%	4,886	↑9%
<b>西部</b>	<b>706,774</b>	<b>↑72%</b>	<b>↓-35%</b>	<b>3,192</b>	<b>↓-13%</b>	<b>↓-30%</b>	<b>502</b>	<b>↑462%</b>	<b>↓-27%</b>	<b>17,198</b>	<b>↑15%</b>
<b>总计</b>	<b>6,129,715</b>	<b>7%</b>	<b>-6%</b>	<b>27,698</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>3,675</b>	<b>144%</b>	<b>3%</b>	<b>130,778</b>	<b>56%</b>
上升城市数目		21	12		27	17		34	14		38
下降城市数目		21	30		15	25		6	26		4

数据来源：各地房管局，中达证券研究；注：数据截至 2021/6/4



表 10: 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 13.5 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	11,984	-1%	6%	14.4	16.8	-14%	-22%
上海	5,121	-14%	-29%	4.3	5.1	-17%	-24%
广州	8,573	-1%	6%	8.6	8.2	5%	-15%
深圳	1,857	-3%	-11%	6.7	7.7	-13%	9%
<b>一线城市</b>		<b>-5%</b>	<b>-7%</b>	<b>8.5</b>	<b>9.4</b>	<b>-10%</b>	<b>-13%</b>
杭州	2,302	-36%	-38%	1.5	2.9	-47%	-63%
南京	6,873	-3%	23%	4.5	4.9	-8%	-4%
苏州	8,388	-2%	29%	6.3	7.2	-12%	36%
福州	6,765	-2%	14%	9.9	11.8	-16%	-72%
南宁	8,727	-1%	12%	8.1	8.5	-5%	36%
温州	10,892	-2%	0%	11.6	13.0	-11%	30%
泉州	6,849	-1%	-3%	88.3	62.3	42%	192%
宁波	3,151	0%	18%	4.0	4.2	-5%	28%
东营	1,856	-1%	27%	8.0	9.2	-13%	-19%
<b>平均</b>		<b>-5%</b>	<b>4%</b>	<b>13.5</b>	<b>12.4</b>	<b>-9%</b>	<b>9%</b>

数据来源: 各地房管局, 中达证券研究; 注: 数据截至 2021/6/4; 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

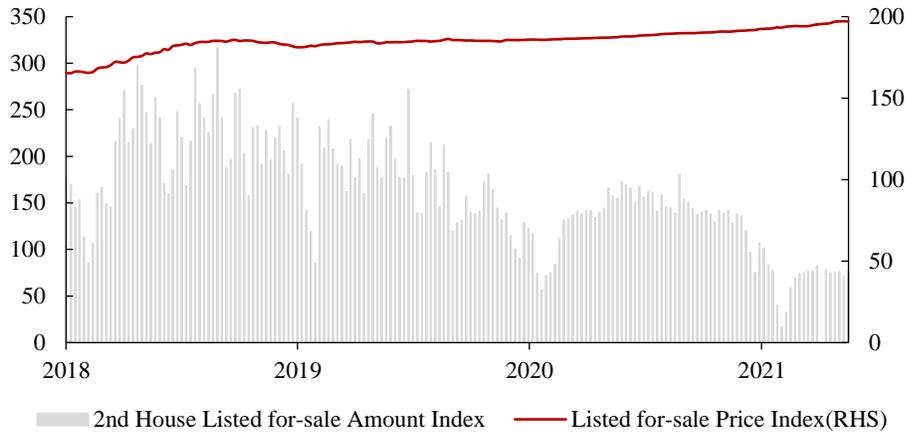
表 11: 主要城市二手房成交量情况, 厦门、北京本年至今涨幅较大

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	401,664	↓-19%	↑7%	1,958	↑16%	↑19%	264	↑2166%	↑4%	8,414	↑82%
深圳	64,840	↓-6%	↓-68%	324	↓-16%	↓-62%	48	-	↓-68%	2,204	↓-26%
杭州	132,800	↓-13%	↓-13%	657	↑7%	↓-2%	62	↑258%	↓-18%	2,992	↑54%
南京	224,619	↓-15%	↓-8%	691	↓-40%	↓-37%	164	-	↓-6%	4,557	↑37%
成都	65,849	↑95%	↓-50%	291	↓-21%	↓-50%	50	-	↓-51%	1,660	↓-19%
青岛	153,694	↓-10%	↑18%	714	↑5%	↑19%	118	↑4297%	↑21%	2,905	↑62%
无锡	143,164	↓-9%	↓-15%	644	↑8%	↓-16%	104	↑7685%	↓-15%	2,428	↑5%
苏州	132,365	↓-21%	↓-4%	769	↑0%	↑34%	97	-	↓-6%	3,434	↑62%
厦门	80,127	↓-14%	↑49%	401	↓-13%	↑21%	55	-	↑3%	2,085	↑83%
扬州	21,283	↓-34%	↓-20%	130	↑10%	↓-1%	15	-	↓-27%	539	↑41%
东莞	25,799	↓-14%	↓-63%	130	↑2%	↓-57%	20	↑6677%	↓-63%	727	↓-25%
南宁	31,499	↓0%	↓-77%	127	↓-28%	↓-60%	20	↑2730%	↓-81%	733	↓-18%
佛山	145,077	↓-8%	↓-5%	692	↓-3%	↑9%	103	↑606%	↑4%	3,230	↑78%
金华	54,070	↓-46%	↓-58%	415	↑48%	↓-9%	38	-	↓-67%	1,598	↑57%
江门	14,534	↓-42%	↓-19%	89	↑0%	↓-8%	10	-	↓-27%	389	↑44%
<b>总计</b>	<b>1,691,383</b>	<b>-15%</b>	<b>-21%</b>	<b>8,033</b>	<b>-2%</b>	<b>-11%</b>	<b>1,170</b>	<b>2305%</b>	<b>-24%</b>	<b>37,895</b>	<b>37%</b>
<b>上升城市数目</b>		<b>1</b>	<b>3</b>		<b>9</b>	<b>5</b>		<b>7</b>	<b>4</b>		<b>11</b>
<b>下降城市数目</b>		<b>14</b>	<b>12</b>		<b>6</b>	<b>10</b>		<b>0</b>	<b>11</b>		<b>4</b>

数据来源: 各地房管局, 中达证券研究; 注: 数据截至 2021/6/4

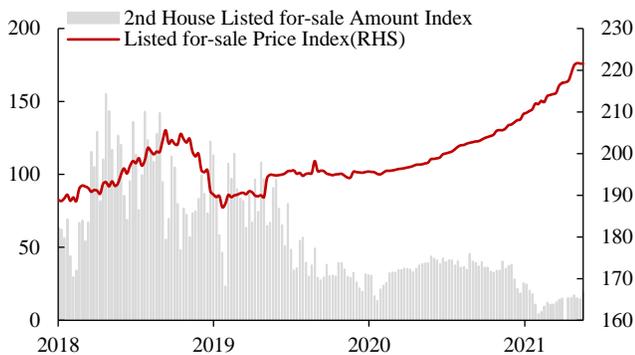


图 9：二手房挂牌出售价格指数近期稳中微升



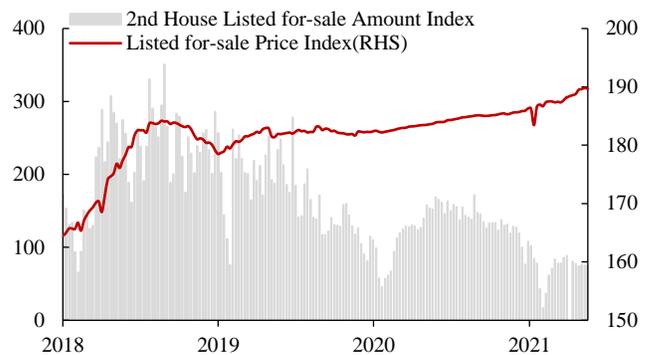
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/5/30

图 10：一线城市二手房价格指数有所提升



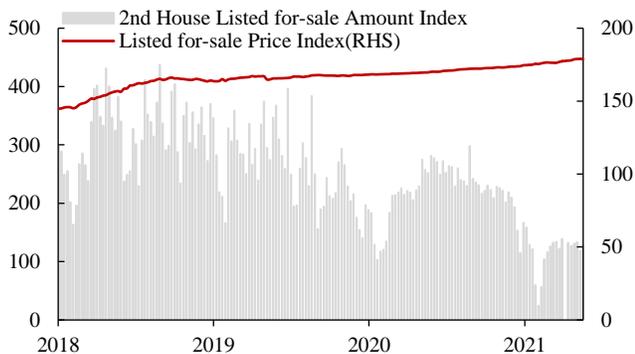
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/5/30

图 11：二线城市二手房价格指数略有提升



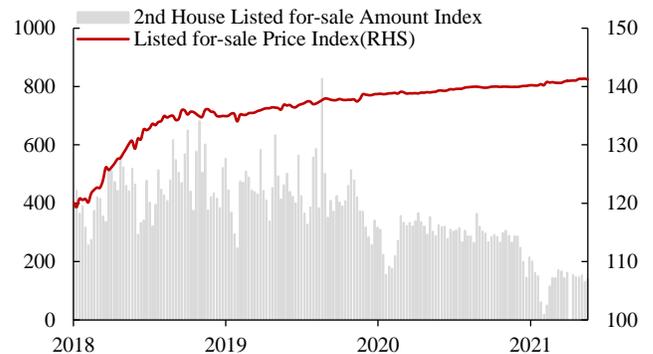
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/5/30

图 12：三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 2021/5/30

图 13：四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 2021/5/30

## 4.重要政策及动态

### 4.1 本周重要行业政策与新闻

表 12: 本周要闻: 中央政治局会议提出实施三孩政策; 文旅部提出推动文化和旅游基础设施纳入 REITs 试点范围

日期	地区/部门	简述
2021-05-31	中共中央政治局会议	进一步优化生育政策, 实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施。
2021-05-31	南京	发布人才落户新政, 本科学历人放宽到 45 周岁等。
2021-05-31	南京	提高无房家庭购房门槛, 需 1 年或 2 年内无自有住房登记信息和交易记录、连缴 12 月南京城镇社保或个人所得税。
2021-06-02	上海	成立 800 亿元城市更新基金, 为目前全国落地规模最大的城市更新基金。
2021-06-03	绍兴	越城区、柯桥区、上虞区的商品住房价格实行网格化管控; 完善房价地价联动机制; 实行区域限购; 在原有市区限售 2 年的基础上提高至 3 年。
2021-06-03	文旅部	鼓励金融机构开发适合文化和旅游企业特点的金融产品和服务。推动文化和旅游基础设施纳入不动产投资信托基金 (REITs) 试点范围。
2021-06-05	长三角	上海市、南京市、合肥市、苏州市、无锡市、嘉兴市、衢州市、芜湖市 8 个试点城市的职工在上述试点城市缴存住房公积金, 在上述试点城市购房的, 且符合公积金缴存地提取条件的, 不论购房地与缴存地是否为同一城市, 均可通过长三角“一网通办”平台在线零材料、零等候申请购房提取住房公积金。

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 13: 本周公司动态: 雅居乐、正荣、祥生等发行美元债; 领展收购广州物业

日期	对象	简述
2021-06-01	雅居乐集团	额外发行于 2026 年到期 1.5 亿美元 5.5% 的优先票据, 将与于 2021 年 5 月 17 日发行于 2026 年到期 3 亿美元 5.5% 的优先票据合并及构成单一系列。
2021-06-02	正荣地产	发行 3.4 亿美元 2024 年到期的 7.1% 优先票据。
2021-06-03	金科股份	与华远地产签订战略合作框架协议, 未来双方将在城市更新、产城融合、商旅康养、物业服务等领域充分合作。
2021-06-04	领展	收购广州物业太阳新天地购物中心, 总代价 32.05 亿元。
2021-06-04	祥生控股集团	发行 2 亿美元于 2022 年到期的 10.5% 优先票据。

数据来源: Wind, 公司公告, 中达证券研究



### 4.3 重点公司 2021 年 5 月销售情况

表 14: 景瑞、合生创展等前 5 月累计销售金额增速居前

公司	代码	1-5月累计销售金额		1-5月累计销售面积		5月销售金额		5月销售面积	
		(亿元)	同比	(万平)	同比	(亿元)	同比	(万平)	同比
万科A	000002.SZ	2868	16.1%	1796	14.0%	576	5.1%	383	-1.1%
中国恒大	3333.HK	2852	4.5%	3383	12.5%	639	6.0%	782	22.8%
中国金茂	0817.HK	1102	68.8%	661	74.4%	233	15.8%	119	-0.8%
旭辉控股集团	0884.HK	1101	97.9%	649	94.4%	269	33.2%	159	40.2%
新城控股	601155.SH	946	32.4%	904	38.2%	242	8.1%	219	7.2%
中南建设	000961.SZ	887	59.3%	644	54.3%	202	8.9%	149	5.5%
美的置业	3990.HK	691	89.4%	578	69.5%	161	29.8%	128	16.4%
融信中国	3301.HK	681	67.3%	262	36.3%	139	9.1%	61	-13.1%
正荣地产	6158.HK	547	33.8%	329	22.1%	147	40.1%	90	28.7%
富力地产	2777.HK	525	43.5%	395	27.4%	122	15.0%	91	3.1%
合景泰富集团	1813.HK	459	59.8%	238	38.9%	113	23.5%	64	25.0%
荣盛发展	002146.SZ	444	34.3%	405	35.9%	114	0.0%	97	4.4%
首开股份	600376.SH	397	22.2%	120	7.9%	120	33.6%	32	-4.2%
时代中国控股	1233.HK	373	51.5%	193	8.7%	90	19.7%	47	-9.7%
首创置业	2868.HK	306	55.6%	142	127.5%	55	-37.8%	29	8.1%
建业地产	0832.HK	295	0.4%	418	3.1%	76	10.0%	98	-11.7%
中国海外宏洋集团	0081.HK	264	68.3%	232	55.0%	83	75.1%	69	56.0%
花样年控股	1777.HK	219	90.4%	132	30.8%	60	56.9%	43	47.7%
合生创展集团	0754.HK	182	179.0%	50	-10.3%	32	61.7%	8	-44.4%
当代置业	1107.HK	169	62.7%	165	65.3%	41	23.7%	37	18.7%
景瑞控股	1862.HK	153	179.9%	78	250.6%	29	62.9%	14	80.4%
阳光100中国	2608.HK	18	2.7%	17	5.6%	7	4.9%	6	7.5%

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。