



内地房地产周度观察

从 SOHO 中国发展看商业地产趋势

事件评论:

完全自持带来经营的显著变化。SOHO 中国在 2005 年由住宅开发转型商写开发，通过对北京旧商写项目的改造和散售实现了快速增长；2012 年转型商写自持，经营发生显著变化。转型至商写自持后，SOHO 与以万科为代表的开发商产生了较大区别。收入结构方面，SOHO 的销售贡献占比由 2009 年的 99.1% 下降至 2019 年的 0.5%，万科则保持稳定在 95% 以上。盈利能力方面，SOHO 周转速度下降，权益乘数较低，ROE 快速下降，2009 年 SOHO 和万科的 ROE 分别为 21.1% 和 15.4%，2019 年则分别为 3.8% 和 22.6%。现金流方面，SOHO 在进入完全自持阶段后现金流压力较大，2014 年起多次出售物业以平衡现金流。

海外机构期待资产增值回报，凭借独特优势收购国内优质资产。资金成本方面，海外机构融资成本较低，SOHO 2019 年全年融资成本为 4.8%，而领展截至 2019 年第三季度的实际利息成本仅 3.2%，海外宽松的融资环境使海外机构资金端压力相对较小。商业模式方面，收购物业的租金收入并非上述机构现金流入的主要来源，REITs 等渠道的成熟发展为海外机构提供了独特的资本化路径。运营能力方面，海外机构在资产运营方面经验丰富，2007 年，黑石以 260 亿美元收购希尔顿，修复并改善运营后，于 2014 年后逐步卖出，最终获利约 140 亿美元，在资产价值提升方面成果卓著。

展望未来，国内投资性物业中长期发展前景仍然广阔。中长期来看，资金成本方面，国内融资成本有望合理下行，与海外的融资成本差距或将收窄，投资性物业持有者面临的资金压力将有所缓解。资本化渠道方面，随着 REITs 相关政策的推进，房地产资产证券化渠道有望拓宽，降低不动产投资风险。资产管理能力方面，国内商业地产运营商的经营经验逐渐丰富，运营能力有望稳步提升，以实现租金收入的增长和资产价值的提升。

数据要点:

截至 3 月 27 日，本周 44 个主要城市新房成交面积环比上升 16%，2020 年累计成交面积同比下降 34%。

截至 3 月 27 日，本周 13 个主要城市可售面积（库存）环比上升 0.4%；平均去化周期 18.4 个月，环比下降 14%。

截至 3 月 27 日，本周 15 个主要城市二手房交易建面环比上升 4%，2020 年累计交易面积同比下降 27%。

投资建议:

本周，各国央行积极出台救市政策，流动性逐渐有所恢复，全球股市表现回暖。国内方面，本周新增确诊基本均为境外输入病例，疫情已初步得到控制，各房企线下售楼处及工地复工恢复情况良好，叠加本周房企密集公布 2019 年度业绩，流动性和基本面情况的改善及房企业绩的增长使板块表现得以回升。政策方面，中共中央政治局会议提出引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕，有望进一步缓解房企在资金方面的压力。维持行业“强于大市”评级。

强于大市

(维持)

微信公众号



申思聪

分析师

+852 3958 4600

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4600

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. 从 SOHO 中国发展看商业地产趋势

1.1 SOHO 中国的两次转型

1995-2005 年，SOHO 中国以住宅开发为主业，凭借新颖的概念和突出的设计迅速崛起，此为 SOHO 的第一阶段。SOHO 中国 1995 年创建于北京，1998-2001 年于北京开发总建筑面积 48 万方的 SOHO 现代城项目，首次提出“小型办公，居家办公”概念，在 1999 和 2000 年连续两年成为北京市单体项目销售冠军。此后，位于北京的长城脚下的公社、建外 SOHO、SOHO 城、朝外 SOHO 及位于博鳌的蓝色海岸等均取得了不俗的销售成绩和品牌声誉，SOHO 中国迅速崛起。

2005 年-2012 年，SOHO 由住宅开发转型商写开发，进入第二阶段，商业模式独特。2005 年，公司观测到商业和写字楼在供需端存在的巨大脱节，因而将业务重心由开发住宅转向“开发-出售”市场稀缺的商业地产，收购北京的旧商写项目，以卓越的设计能力加以改造并散售卖出，2008-2009 年，SOHO 销售金额分别同比增长 92%、77%，成功实现快速增长。

2012 年，SOHO 再次切换赛道至商业物业自持，进入第三阶段。2010 年 5 月，北京出台禁止散售政策，SOHO 转战上海，烂尾楼收购机会减少；2012 年，随着写字楼销售需求受宏观经济影响有所减弱，同时北京和上海的甲级写字楼租金迅速上涨、空置率不断下降，SOHO 再次转型，从“开发-销售”转向“开发-持有”，直至今日。

图 1：SOHO 中国历经两次转型，由住宅开发逐步转向商写自持



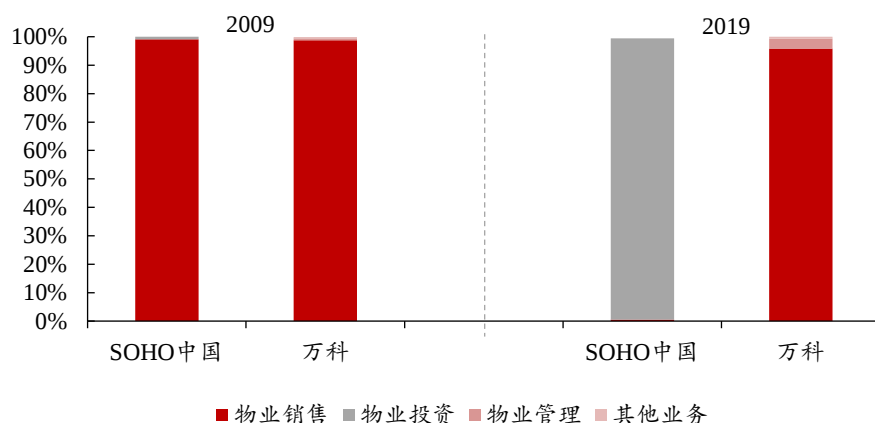
数据来源：公司公告，中达证券研究

1.2 第二次战略转型带来的显著变化

1.2.1 收入结构巨变，销售占比大幅下降

进入第三阶段后，物业销售贡献的营业收入占比大幅下降。SOHO 发展的前两阶段中，物业销售为主要营收来源，自 2012 年进入第三阶段后，公司营业收入构成变化巨大，结算收入几乎完全来自于物业投资。与此同时，以万科为代表的开发商则维持了稳定的收入构成。

图 2：SOHO 转型前后收入结构变化明显，物业销售收入大幅下降

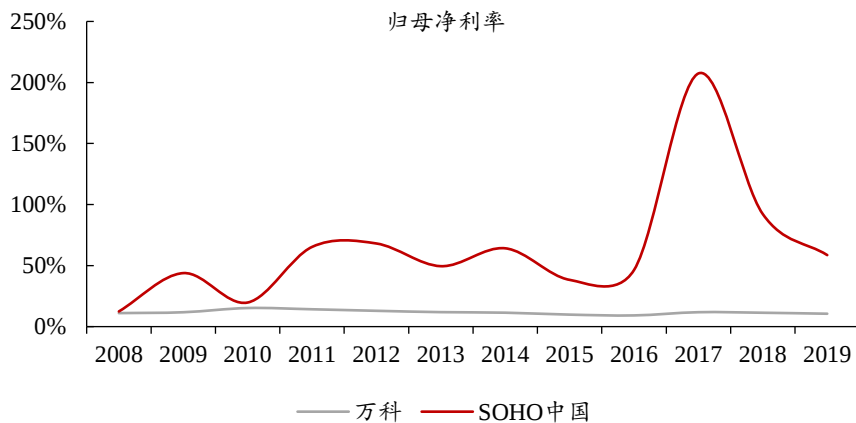


数据来源：Wind，中达证券研究

1.2.2 ROE 持续下滑，经营业绩下降

租金收入和资产重估贡献利润，净利率表现优秀。SOHO 持有的投资性物业占比较高，在转型至第三阶段后资产几乎完全为投资性物业。由于租金的毛利率远大于住宅开发的毛利率，同时投资性物业每年均有资产价格重估带来的利润，因而 SOHO 在转型后净利润率表现提升明显，表现远高于万科。

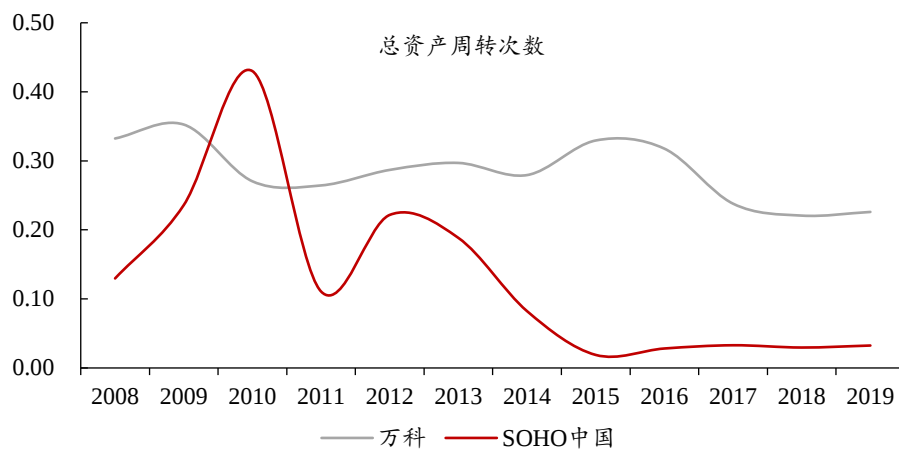
图 3：受益于租金的高毛利率和投资物业重估带来的收益，SOHO 中国净利率表现优秀



数据来源：Wind，中达证券研究

完全自持导致周转速度下降。过去 10 年，以万科为代表的快周转型房企充分享受城镇化带来的商品住宅需求，以住宅开发为主业，提高资金使用效率，加快对住宅性物业的供给，规模快速扩张。完全自持写字楼的模式使 SOHO 的周转速度大幅下降，2012 年 SOHO 和万科的总资产周转次数分别为 0.29 次和 0.22 次，2019 年则分别为 0.03 次和 0.23 次。周转速度的下降是 SOHO 盈利能力下降的第一大原因。

图 4：SOHO 总资产周转次数自 2014 年起远低于万科

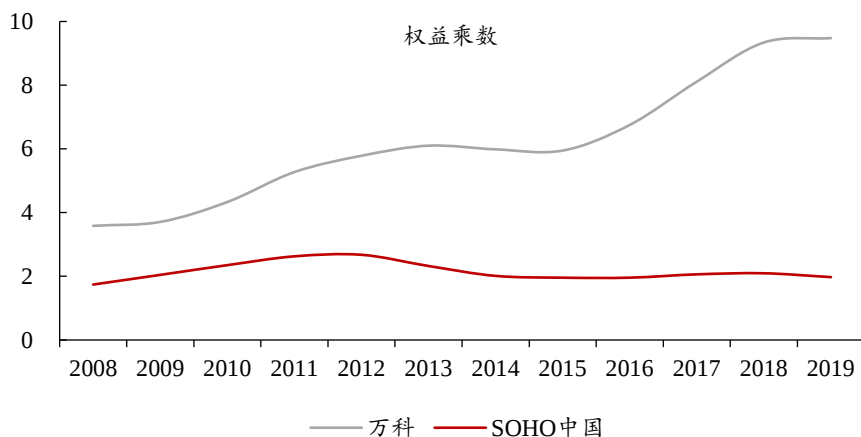


数据来源：Wind，中达证券研究



杠杆乘数较低，规模增长放缓。完全自持的商业模式使公司对杠杆的需求较小，然而，适当的杠杆将助力公司规模扩张和提高经营效率，从而提升公司的盈利水平。SOHO 的权益乘数持续维持低位，万科则稳步上升，二者的差距不断扩大。权益乘数较低为 SOHO 盈利能力下降的第二大原因。

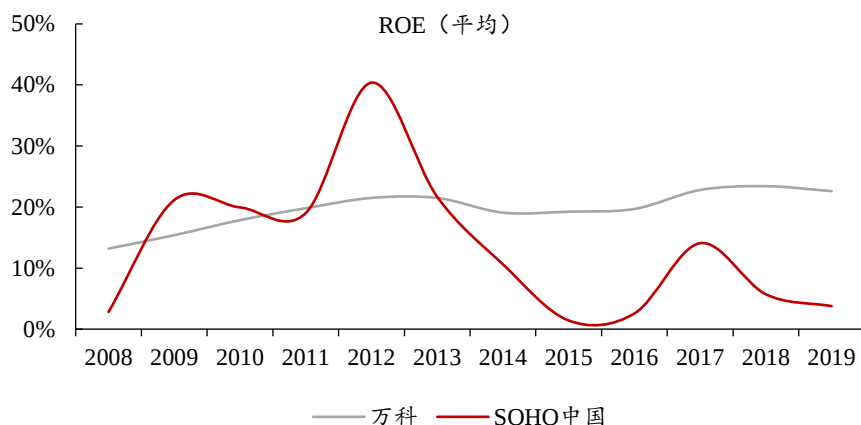
图 5：SOHO 中国权益乘数维持低位，与万科差距不断扩大



数据来源：Wind，中达证券研究

周转速度和权益乘数的快速下降导致 ROE 持续下滑，盈利能力大幅下降。虽然净利率有所提升，但自持写字楼的商业模式导致了总资产周转次数和权益乘数的大幅下降，最终导致 SOHO 的 ROE 快速下降，与以万科为代表的开发商规模上的差距快速扩大。

图 6：SOHO 自 2014 年起 ROE 持续低于万科

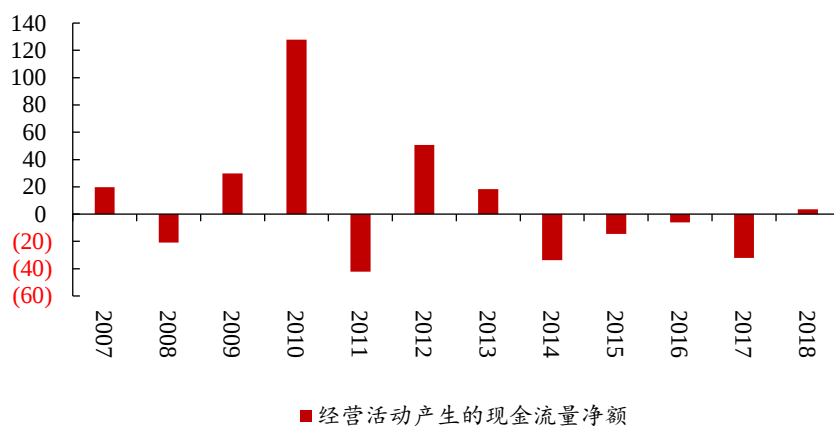


数据来源：Wind，中达证券研究

1.2.3 现金流入主要依靠租金收入，流动性压力较大

经营性现金流在进入第三阶段后压力较大，出售资产成维持经营的 SOHO 解法。在 SOHO 的前两阶段中，现金流入包含销售回款及租金收入，经营性现金流表现尚好，多数年份维持正值。在现金流入主要依靠租金的第三阶段中，2017 年，SOHO 税前利润 83.3 亿元，仅扣除重估投资物业损益 71.3 亿元及利息及所得税开支 48.4 亿元后经营性现金流已为负值。如不能产生租金以外的较大现金流入，公司流动性将承受巨大压力。因此，SOHO 近年已出售多处项目以缓解现金流压力。

图 7：SOHO 经营性现金流近年压力较大



数据来源：Wind，中达证券研究

表 1：SOHO 中国 2014 年起多次出售资产以缓解流动性压力

时间	标的	金额 (人民币亿元)	买家
2014/2	上海 SOHO 海伦广场、上海 SOHO 静安广场	52.3	金融街
2014/9	上海凌空 SOHO 50%项目	30.5	携程
2016/7	上海 SOHO 世纪广场	32.2	国华人寿
2017/6	上海虹口 SOHO	27.6	Prosperity Vision (III) Pte Ltd (新加坡)
2017/7	上海凌空 SOHO 50%项目	29.5	基汇资本 (香港)
2019/9	多项目 2583 个停车位	7.61	慧泊停车场投资 (广州) 有限责任公司

数据来源：公司公告，中达证券研究

1.3 海外资金缘何购买国内商写项目？

1.3.1 投资性物业潜在资产增值回报可观，外资机构近年频繁入场

外资机构近年频繁购买中国投资性物业项目，期待资产增值回报。2016 及 2017 年，上海虹口 SOHO 和上海凌空 SOHO 50%项目的买方均为海外机构。外资近年频繁收购中国的商业物业，如黑石于 2018 年收购上海怡丰城及其相邻办公大楼，2019 年收购香港国际建投及上海长泰广场，凯德于 2019 年收购上海浦发大厦，领展于 2019 年收购深圳中心城等。收购标的多为核心城市优质地段的商业项目，在租金稳定和资产增值上的确定性相对较强，因而在大宗交易市场上收到青睐。

1.3.2 海外机构持有投资性物业的独特优势

较低的资金成本。在美元利率下行的环境下，海外机构融资环境更为宽松，较低的资金成本对外资收购国内商业项目形成了重要支撑。SOHO 2019 年全年融资成本为 4.8%，而领展截至 2019 年第三季度的实际利息成本仅 3.2%，海外宽松的融资环境使海外机构资金端压力相对较小。

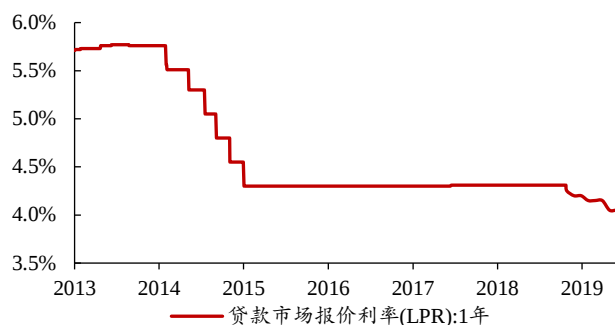
持有投资性物业的独特商业模式和资本化路径。以基汇资本、凯德、领展、黑石等为代表的海外机构在商业模式上与 SOHO 有所不同。在收入结构方面，收购物业的租金收入并非上述机构现金流入的主要来源，金融投资、物业销售等能够为海外机构贡献较大的现金流入。资本化路径方面，海外机构将投资性物业构建成为投资组合，通过 REITs 等在海外较为成熟的方式进行管理。

优秀的资产运营效率。相对境内机构而言，海外机构在资产运营方面经验更为丰富。2007 年，黑石以 260 亿美元收购希尔顿，修复并改善运营后，于 2014 年后逐步卖出，最终获利约 140 亿美元。2008 年，黑石以人民币 10 亿元收购上海 Channel1 购物中心，经过维护改造后，2011 年以 14.6 亿元成功卖出。凭借优秀的资产运营能力，海外机构在资产价值提升方面成果卓著。

1.4 展望未来，国内投资性物业的前景如何？

融资环境或迎改善，缓解自持商业现金流压力。在全球利率降低、中国经济增长逐步放缓的大环境下，国内存贷款利率在中长期有望下行。近期，针对中小企业经营的扶持政策积极出台，3月27日的中共中央政治局会议提出要引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。如贷款利率下行，自持写字楼的融资成本将下降，与偏低的租金回报率形成对冲，从而缓解现金流方面的压力。

图 8：国内贷款利率中长期有望下行



数据来源：Wind，中达证券研究

图 9：10 年期国债收益率趋势性下行



数据来源：Wind，中达证券研究

政策支持 REITs 等住房金融创新渠道，资本化路径或将拓宽。REITs 作为房地产资产证券化的重要手段，在国内的发展相对海外较晚。2005 年越秀房地产投资信托基金作为首个以境内物业为底层资产的标准化 REITs 在香港上市。近年来，随着 REITs 相关政策的出台，国内 REITs 逐步开始发展，2014 年发行首支私募 REITs 产品中信启航专项资产管理计划，2015 年发行首支公募 REITs 鹏华前海万科 REITs，2018 年发行首单首单储架式长租类 REITs 阳光城长租公寓资产支持专项计划。在政策的支持之下，国内 REITs 有望在中长期迎来进一步发展，为商业物业持有者拓宽资本化路径。



表 2：REITs 相关政策频出，有望有序推进

时间	机构	政策概要
2008-12	国务院	开展房地产信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道。
2014-9	央行、证监会	积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点。
2016-10	国务院	有序开展企业资产证券化，支持房地产企业通过发展房地产信托投资基金向轻资产经营模式转型。
2018-4	中国证监会、住房城乡建设部	重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品，推动多类型具有债权性质的资产证券化产品，试点发行 REITs。
2018-1	证监会	研究出台公募 REITs 相关业务细则。
2018-2	深交所	全力开展 REITs 产品创新。
2018-6	深圳市住房和建设局	加大住房货币补贴和住房金融创新力度，稳步推进房地产投资信托基金试点。
2019-3	证监会、住房城乡建设部	重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品，积极推动多类型具有债权性质的资产证券化产品，试点发行房地产投资信托基金（REITs）。
2019-11	证监会副主席阎庆民发言	证监会正会同相关部委，研究推进在国家政策重点支持区域的公募 REITs 试点工作，支持中新产业园区等新加坡在华投资基础设施项目通过公募 REITs 融资。

数据来源：互联网，政府网站，中达证券研究

运营能力得以重视，资产管理能力有望提升。通过不断提高对投资性物业的运营能力，持有者有望提高租金收入并实现资产增值。当前，国内开发商对商业运营水平愈加重视，在逐渐积累经验的过程中，资产管理能力已逐渐有所提升。

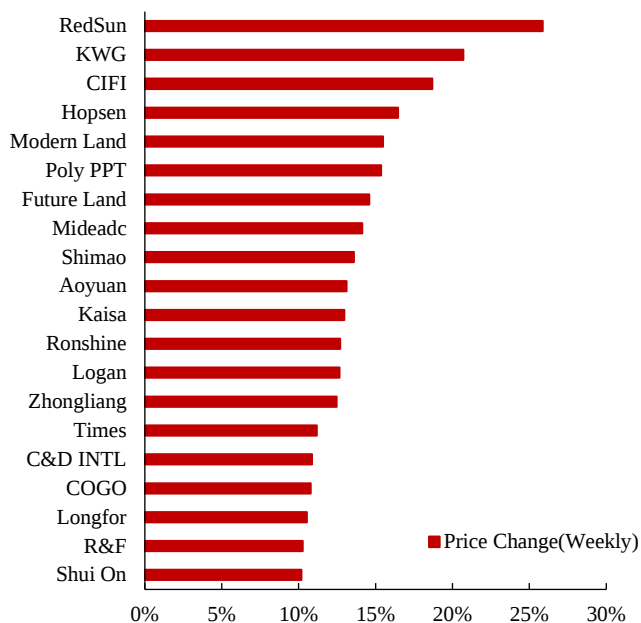
展望未来，国内投资性物业中长期发展前景仍然广阔。中长期来看，资金成本方面，国内融资成本有望合理下行，与海外的融资成本差距或将收窄，投资性物业持有者面临的资金压力将有所缓解。资本化渠道方面，随着 REITs 相关政策的推进，房地产资产证券化渠道有望拓宽，降低不动产投资风险。资产管理能力方面，国内商业地产运营商的经营经验逐渐丰富，运营能力有望稳步提升，以实现租金收入的增长和资产价值的提升。整体而言，国内投资性物业在多方因素的支持下，仍有较为广阔的发展前景。

2. 行业表现

2.1 地产开发行业表现

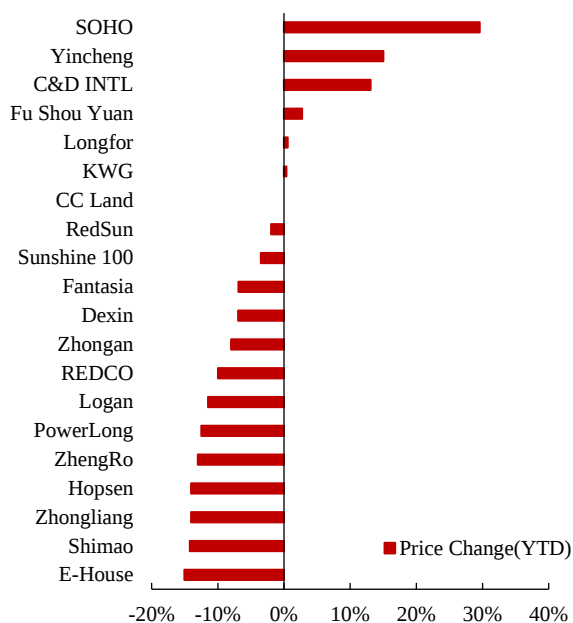
本周，弘阳地产、合景泰富集团、旭辉控股集团涨幅居前。年初至今 SOHO 中国、银城国际控股、建发国际集团涨幅居前。

图 10：弘阳地产、合景泰富集团、旭辉控股集团本周涨幅居前



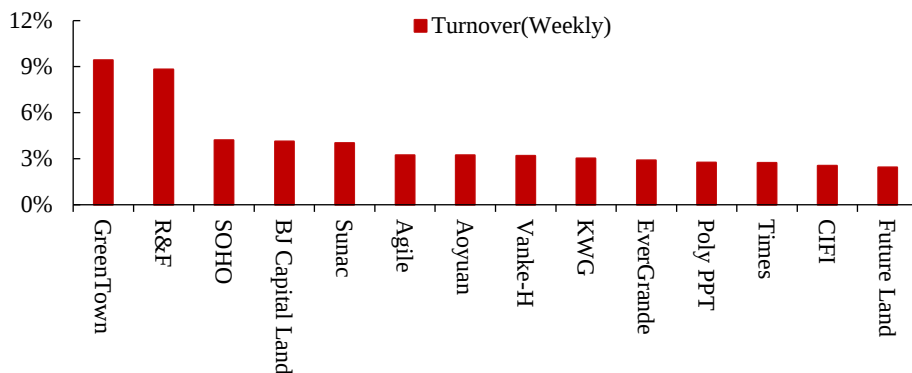
数据来源：Wind，中达证券研究

图 11：SOHO 中国、银城国际控股、建发国际集团年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 12：绿城中国、富力地产、SOHO 中国本周换手率居前

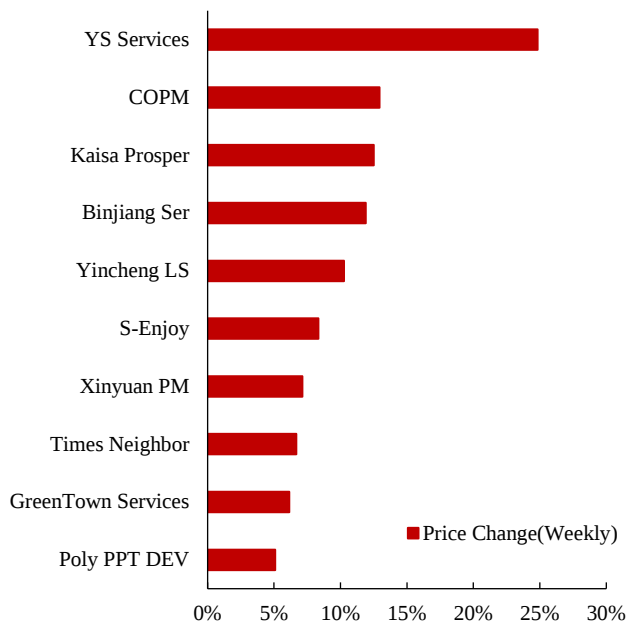


数据来源：Wind，中达证券研究

2.2 物业管理行业表现

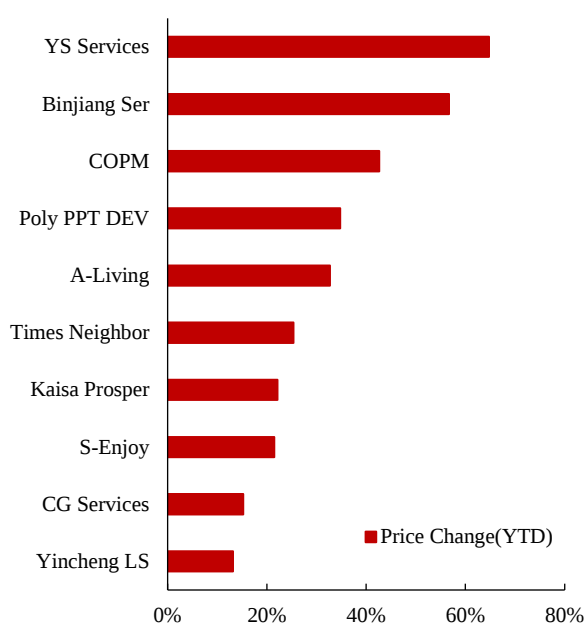
本周，永升生活服务、中海物业、佳兆业美好涨幅居前。永升生活服务、滨江服务、中海物业年初至今涨幅居前。

图 13：永升生活服务、中海物业、佳兆业美好本周涨幅居前



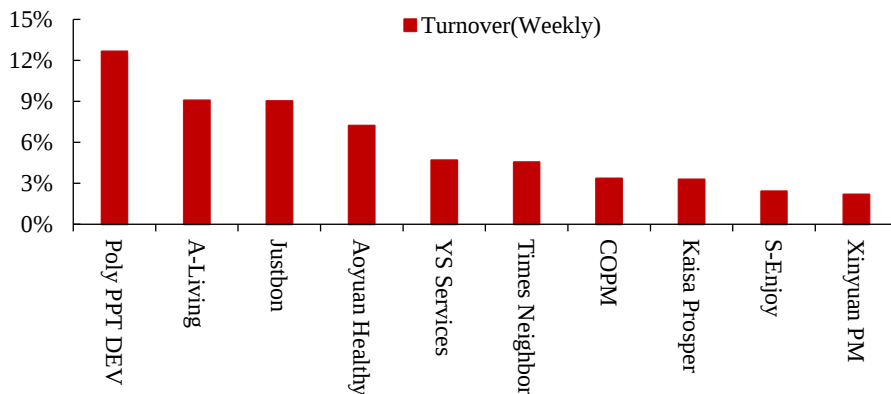
数据来源：Wind，中达证券研究

图 14：永升生活服务、滨江服务、中海物业年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 15：保利物业、雅生活、蓝光嘉宝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 3: 主要城市交易量情况, 上周新房成交环比回升

城市 / 区域	过去 7 日			过去 30 日			本月截至 3-27			本年截至 3-27	
	平方米	环比	同比	千平	环比	同比	千平	环比	同比	千平	同比
北京	72,042	10%	-76%	250	101%	-69%	224	79%	-70%	928	-34%
上海	194,300	32%	-38%	611	300%	-52%	567	272%	-50%	1,539	-47%
广州	177,191	48%	-39%	491	377%	-43%	448	340%	-41%	945	-42%
深圳	61,135	-28%	18%	316	384%	4%	296	353%	6%	668	1%
一线城市	504,669	21%	-47%	1,669	274%	-48%	1,534	245%	-48%	4,080	-38%
二线城市	1,746,771	15%	-26%	6,317	358%	-29%	5,854	327%	-26%	15,754	-28%
三线城市	1,843,315	15%	-24%	6,559	589%	-32%	6,117	562%	-29%	13,869	-38%
北京	72,042	10%	-76%	250	101%	-69%	224	79%	-70%	928	-34%
青岛	316,216	16%	9%	943	495%	-16%	895	465%	-10%	1,817	-23%
东营	166,548	128%	270%	294	2429%	154%	289	2390%	178%	410	58%
环渤海	554,806	35%	-12%	1,487	404%	-27%	1,407	377%	-24%	3,155	-22%
上海	194,300	32%	-38%	611	300%	-52%	567	272%	-50%	1,539	-47%
南京	173,244	37%	31%	621	156%	1%	570	136%	1%	1,412	5%
杭州	125,355	-20%	-37%	652	775%	21%	601	707%	24%	1,287	-2%
苏州	125,398	-4%	-37%	656	178%	-10%	588	155%	-8%	1,530	-12%
无锡	107,800	-17%	-32%	372	289%	-33%	372	289%	-33%	788	-33%
扬州	39,293	-31%	95%	177	2133%	-5%	177	2133%	-1%	378	-28%
江阴	35,563	1%	-21%	146	1204%	-17%	129	1058%	-16%	386	-16%
温州	111,799	35%	-62%	411	633%	-56%	377	659%	-55%	1,357	-46%
金华	30,152	17%	-56%	106	846%	-51%	98	767%	-51%	209	-31%
常州	41,882	-42%	-59%	275	2052%	-26%	242	1925%	-27%	541	-30%
淮安	92,961	80%	43%	297	352%	-21%	269	338%	-14%	735	-38%
连云港	104,407	-5%	-3%	417	500%	-12%	389	474%	-5%	897	-32%
绍兴	62,660	54%	24%	178	455%	-29%	161	406%	-27%	326	-27%
泰州	26,046	-2%	139%	88	-	9%	88	-	33%	143	-18%
镇江	117,659	8%	-36%	389	1505%	-47%	368	1448%	-43%	766	-52%
淮南	34,113	10%	16%	131	693%	3%	122	652%	7%	236	-45%
芜湖	33,622	-14%	27%	161	1467%	15%	148	1344%	21%	256	-11%
盐城	82,959	41%	19%	321	495%	-5%	295	447%	-2%	529	-28%
舟山	25,862	40%	-6%	79	436%	-18%	71	405%	-15%	161	-17%
池州	15,268	6183%	-11%	67	184%	-44%	60	155%	-29%	147	-42%
宁波	104,421	22%	-52%	319	2721%	-41%	290	2461%	-42%	835	-26%
长三角	1,684,764	10%	-28%	6,475	430%	-27%	5,984	398%	-25%	14,459	-31%
广州	177,191	48%	-39%	491	377%	-43%	448	340%	-41%	945	-42%
深圳	61,135	-28%	18%	316	384%	4%	296	353%	6%	668	1%
福州	54,472	10%	17%	211	99%	-14%	171	64%	-19%	453	-29%
东莞	106,054	77%	-26%	268	966%	-37%	243	866%	-36%	588	-28%
泉州	27,150	-26%	-64%	135	463%	-60%	125	429%	-59%	335	-62%
莆田	28,887	4%	20%	125	171%	15%	111	156%	18%	257	-33%
惠州	34,706	-3%	-53%	135	462%	-45%	124	417%	-44%	321	-37%
韶关	51,811	-27%	63%	175	485%	43%	166	484%	59%	280	-8%
佛山	254,583	65%	-40%	746	615%	-49%	673	547%	-48%	1,438	-45%
江门	23,676	12%	21%	79	879%	19%	76	858%	29%	143	6%
肇庆	41,798	19%	-35%	140	1224%	36%	128	1146%	25%	309	86%



湛江	0	-	-100%	6	-86%	-95%	0	-100%	-	274	-5%
珠三角及南部 其它城市	861,465	24%	-32%	2,826	379%	-36%	2,560	340%	-35%	6,012	-34%
长春	145,891	-11%	-35%	562	616%	-42%	524	637%	-40%	1,118	-52%
吉林	0	-	-100%	0	-	-100%	0	-	-	0	-
泰安	31,798	4%	-45%	102	604%	-53%	100	590%	-45%	244	-49%
北部	177,689	-9%	-48%	664	614%	-53%	624	629%	-51%	1,362	-58%
武汉	0	-	-100%	0	-	-100%	0	-	-	1,349	-60%
岳阳	32,235	5%	-27%	111	709%	-29%	100	638%	-26%	267	-27%
赣州	149,985	-6%	21%	706	431%	-15%	706	431%	0%	1,405	-29%
中部	182,220	-4%	-65%	817	457%	-66%	806	450%	-61%	3,021	-47%
成都	353,641	3%	-16%	1,585	334%	-10%	1,472	303%	-3%	3,766	-17%
南宁	280,170	75%	34%	692	968%	-30%	652	907%	-23%	1,929	-43%
西部	633,811	26%	1%	2,277	429%	-17%	2,124	394%	-10%	5,695	-28%
总计	4,094,754	16%	-29%	14,545	424%	-34%	13,506	393%	-31%	33,704	-34%
上升城市数目		27	17		40	11		40	11		5
下降城市数目		14	24		1	31		0	30		38

数据来源：各地房管局，中达证券研究；注：数据截至 2020/3/27

表 4: 主要城市新房库存与去化周期情况, 去化周期环比下降

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	10,297	-4%	8%	41.1	43.6	-6%	244%
上海	7,289	0%	0%	11.9	15.0	-20%	109%
广州	7,730	2%	-6%	15.7	20.6	-24%	64%
深圳	2,571	-3%	-23%	8.1	9.1	-11%	-26%
一线城市		-1%	-5%	19.2	22.1	-15%	98%
杭州	3,165	1%	21%	4.9	5.2	-7%	0%
南京	6,043	5%	81%	9.7	9.8	0%	79%
苏州	5,452	0%	-9%	8.3	8.1	3%	1%
福州	4,349	1%	46%	20.6	20.6	0%	69%
江阴	3,999	2%	-11%	27.5	32.5	-16%	8%
温州	10,447	0%	9%	25.4	30.6	-17%	147%
泉州	7,003	1%	7%	52.1	56.5	-8%	169%
宁波	2,713	0%	-13%	8.5	12.0	-29%	46%
东营	1,645	1%	18%	5.6	12.0	-53%	-53%
平均		0.4%	10%	18.4	21.2	-14%	66%

数据来源: 各地房管局, 中达证券研究; 注: 数据截至 2020/3/27

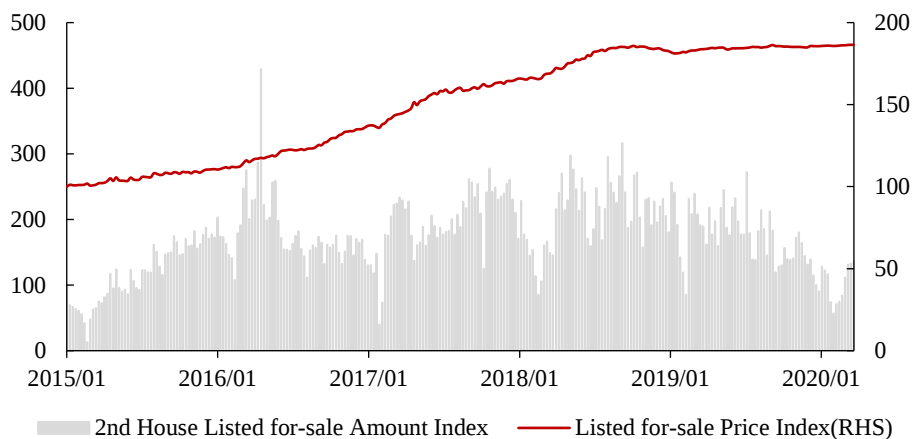
3.2 二手房成交及价格数据

表 5:主要城市二手房成交量情况，深圳本年至今涨幅较大

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	环比	同比	千平	环比	同比	千平	同比
北京	187,930	12%	-43%	674	153%	-50%	614	130%	-48%	1,703	-32%
深圳	167,893	-6%	67%	664	513%	78%	628	479%	91%	1,414	71%
杭州	114,158	34%	-1%	294	1969%	-33%	283	1894%	-29%	573	-33%
南京	182,324	4%	545%	708	1561%	59%	679	1492%	74%	1,321	22%
成都	89,375	54%	-66%	281	697%	-74%	263	644%	-73%	910	-57%
青岛	83,055	9%	-11%	290	359%	-24%	275	335%	-20%	677	-9%
无锡	115,997	5%	21%	368	1853%	-11%	358	1800%	-5%	712	-14%
苏州	108,706	-3%	242%	463	575%	-25%	429	525%	-19%	1,020	-44%
厦门	52,090	15%	-53%	211	366%	-46%	191	320%	-46%	506	-38%
扬州	23,447	53%	4%	60	8742%	-42%	59	8650%	-35%	122	-41%
岳阳	5,785	5%	-61%	24	288%	-62%	23	276%	-60%	74	-46%
南宁	40,278	-53%	-19%	181	3891%	1%	181	3891%	13%	366	-33%
佛山	66,915	-7%	-52%	281	332%	-47%	257	299%	-46%	705	-47%
金华	30,116	0%	2%	100	569%	-21%	94	530%	-17%	246	24%
江门	13,288	-16%	-41%	58	202%	-29%	53	176%	-27%	90	-55%
总计	1,281,357	4%	-12%	4,658	502%	-29%	4,386	467%	-25%	10,441	-27%
上升城市数目		10	6		15	3		15	3		3
下降城市数目		5	9		0	12		0	12		12

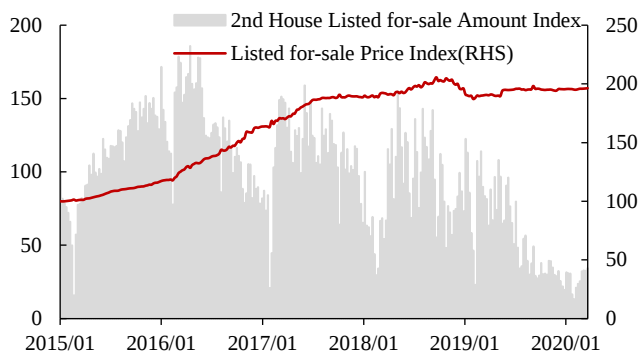
数据来源：各地房管局，中达证券研究；注：数据截至 2020/3/27

图 16：二手房挂牌出售价格指数近期稳中微升



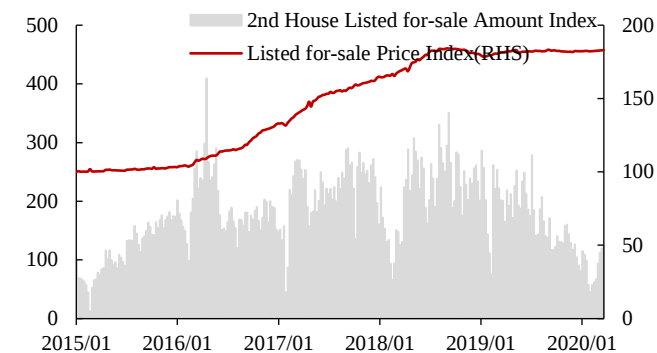
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2020/3/22

图 17：一线城市二手房价格指数近期保持稳定



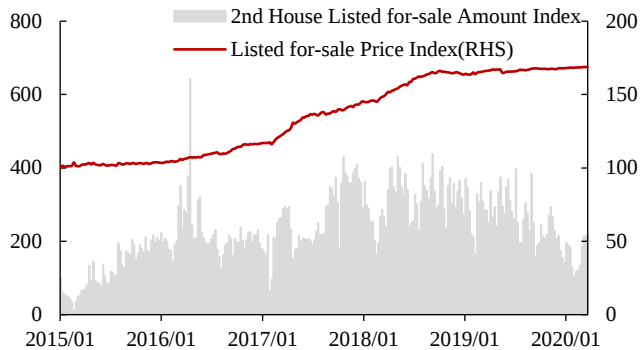
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2020/3/22

图 18：二线城市二手房价格指数保持稳定



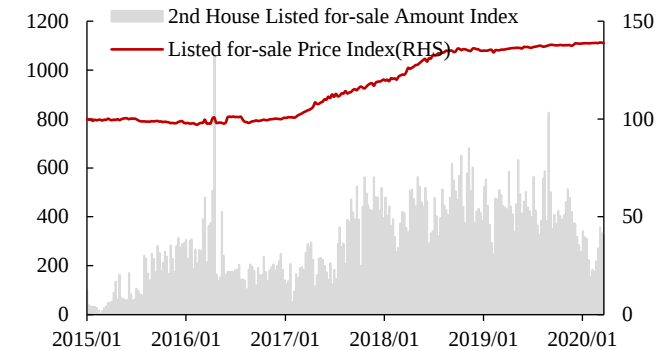
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2020/3/22

图 19：三线城市二手房价格指数近期保持稳定



数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2020/3/22

图 20：四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 2020/3/22

4.重要政策及动态

4.1 本周重要行业政策与新闻

表 6：本周要闻：中共中央政治局会议提出引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕；海宁撤回“非海宁户籍人员在海宁可以买多套房”相关政策

日期	对象	简述
2020-03-23	银保监会	将坚决落实房住不炒要求，促进房地产市场平稳健康发展，同时配合地方政府稳妥处置地方隐性债务问题。
2020-03-23	外汇局	将全口径外债的宏观审慎调节参数由 1 上调至 1.25，此次调整可能对企业产生几百亿美元的融资规模的支持力度，但不包括地方政府融资平台和房地产企业。
2020-03-23	长春	对已缴存商品房预售资金且依法依规诚信经营的房地产开发企业，如有新建或者续建项目，允许申请提取监管账户资金金额不超过 50% 的资金用于工程建设。新销售的商品房暂停预售资金监管。
2020-03-23	苏州	具有全日制本科学历及学士学位以上人员即可申请落户，专科需缴 6 个月社保即可落户，2020 年 5 月 1 日起执行。
2020-03-24	太原	预售部分投入开发建设资金达到工程建设总投资的 25% 以上即可申请预售许可、按照“住房不炒”的要求保持房地产信贷合理适度增长等。
2020-03-24	益阳	加大银行信贷支持、延缓交纳税金、降低土地资金使用成本、优化预售许可办理流程、鼓励市民合理住房消费等。
2020-03-25	海宁	此前公布的“非海宁户籍人员在海宁可以买多套房”相关政策已被撤回，按照原政策“非海宁户籍人口在海宁限购一套住房”执行。
2020-03-26	住建部	指导各地建筑业企业稳步有序推动工程项目复工复产，并提出因疫情防控发生的防疫费用可计入工程造价等指导建议。
2020-03-26	西安	明确秦岭范围内禁止房地产开发、规划建设农家乐应依托原有村落自有房屋条件等。
2020-03-26	广州	利用集体、国有建设用地建设租赁用房的，按建筑面积 750-800 元/平方米给予补贴。
2020-03-27	成都	发布《关于禁止发布含“不限购”等房地产敏感信息的通知》。
2020-03-27	江门	对限购区域内新建商品住房的购房资格作出部分优化，内容包括具有大专以上学历的非本市户籍居民家庭，可购一套新建商品住房等。
2020-03-27	中共中央政治局会议	要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕；要落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用。

数据来源：Wind，互联网，中达证券研究

4.2 本周公布重点公司 2019 年度业绩

表 7: 本周公布重点公司 2019 年度业绩: 碧桂园 2019 年实现营业收入 4866.9 亿元 (+27.7%), 核心净利润 401.2 亿元 (+17.6%); 中国海外发展 2019 年实现营业收入 1642.8 亿元 (+9.1%), 核心净利润 343.0 亿元 (+10.1%)

公司	代码	营业收入		核心净利润	
		(人民币亿元)	同比	(人民币亿元)	同比
地产开发					
碧桂园	2007.HK	4866.9	27.7%	401.2	17.6%
中国海外发展	0688.HK	1642.8	9.1%	343.0	10.1%
融创中国	1918.HK	1719.7	36.2%	270.7	26.0%
华润置地	1109.HK	1505.6	23.8%	216.5	12.2%
龙湖集团	0960.HK	1513.4	30.1%	155.5	21.0%
龙光地产	3380.HK	576.8	30.4%	103.1	42.7%
旭辉控股集团	0884.HK	548.6	29.3%	69.0	24.7%
中国金茂	0817.HK	437.1	12.0%	61.1	20.3%
绿城中国	3900.HK	619.3	2.3%	43.4	14.2%
中国奥园	3883.HK	505.7	62.7%	41.2	60.1%
合生创展集团	0754.HK	166.7	43.2%	32.3	40.3%
融信中国	3301.HK	517.6	50.1%	31.8	27.3%
远洋集团	3377.HK	509.3	22.8%	20.8	-20.4%
世茂股份	600823.SH	214.5	3.7%	18.4	-8.9%
富力地产	2777.HK	911.4	18.0%	-	-
雅居乐集团	3383.HK	603.2	7.2%	-	-
保利置业	0119.HK	359.2	74.6%	-	-
当代置业	1107.HK	145.7	54.9%	-	-
五矿地产	0230.HK	101.3	5.3%	-	-
正商实业	0185.HK	88.9	1377.1%	-	-
SOHO 中国	0410.HK	22.7	8.8%	-	-
物业管理					
永升生活服务	1995.HK	19.3	78.9%	-	-
佳兆业美好	2168.HK	12.6	40.9%	-	-
保利物业	6049.HK	59.7	41.1%	-	-

数据来源: 公司公告, 中达证券研究

4.3 本周重点公司新闻及公告

表 8：本周公司动态：碧桂园拟发行不超过 34 亿 5 年期公司债券；华夏幸福非公开发行 24 亿元 3 年期 7.7% 可交换公司债券

日期	对象	简述
2020-03-23	深圳控股	2020 年 2 月实现销售金额 1.2 亿元（-61.8%），销售面积 0.2 万平方米（-91.0%）；2020 年累计销售金额 11.8 亿元（+33.6%），累计销售面积 3.6 万平方米（-33.1%）。
2020-03-24	中南建设	公司控股股东中南城市建设投资有限公司计划以不超过 9.5 元/股增持不超过公司总股本 1% 股份，增持后其持有股份将不超过公司总股本约 54.7%。
2020-03-24	外高桥	发行不超过 30 亿元公司债券于 3 月 23 日获证监会核准。
2020-03-24	越秀地产	以约 39.3 亿元竞得广州市番禺区汉溪长隆 2 个地块，建筑面积约 44.2 万平方米。
2020-03-25	碧桂园	拟发行不超过 34 亿 5 年期公司债券。
2020-03-25	华侨城 A	支付约 2097.6 万元购回约 323.4 万股，占公司总股本约 0.04%，成交价为 6.47~6.50 元/股。
2020-03-25	远洋集团	授出 5 年有效期 300 万份股票期权，行使价格约 2.1 港元。
2020-03-26	华夏幸福	非公开发行 24 亿元 3 年期 7.7% 可交换公司债券。
2020-03-26	景瑞控股	完成购买本金总额 2232 万美元票据，为初始票据本金总额的 5.58%。
2020-03-27	大悦城地产	间接非全资附属公司境内公司债券品种一实际发行规模 9 亿元，品种二实际发行规模 6 亿元。
2020-03-27	阳光城	拟以应付账款为基础资产，由福建科欣隆商业保理有限公司为原始权益人受让债权并转让成立相关产品进行资产管理，总额不超过 14 个亿。

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究



分析师声明

申思聪，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。