



行业基本面持续修复，公募REITs试点破冰

-房地产行业2020年度中期投资策略报告

倪一琛 中泰证券房地产行业首席分析师

职业证书编号：S0740517100003

中泰证券研究所
专业|深度|可信 投资知识服务

中泰证券研究所
2020年5月9日

核心观点:

基本面持续修复: 市场成交基本恢复至疫情前水平。从近期市场表现看,一二手房环比成交持续改善,重点城市推盘也去化率有一定的提升,售楼处访客量大体恢复至去年平均水平,部分地区甚至更好。

政策稳中有松: 供给侧支持频出,需求侧宽松可期。2月中旬以来,多个省市相继推出了各类涉房支持政策,从土地出让金缓缴及降低比例、预收资金监管放松,信贷适度宽松,预售标准条件放宽等多个维度给予行业有力支撑,但主要集中在供给侧,需求侧的政策支持涉及触碰“限购、限售、限贷、限价”等核心调控手段,有望等疫情影响结束市场恢复稳定后,以因城施策式的出现放松。

资金整体宽裕: 货币整体宽松,融资成本下行。近半年来,LPR一直呈下降趋势,4月20日LPR的报价,5年期下降10个基点。受当前国内外环境影响,货币环境或长期偏宽松,房企融资虽然监管未放松,但从近期国内外市场融资情况看,尤其是境外融资,不仅额度增加,成本也有显著的降低。

当前房地产板块估值处历史底部,回溯历史,估值底部对应基本面与政策的底部;现阶段行业基本面持续修复,政策与货币环境均稳中有松,估值下行空间已较为有限,上行修复概率更高;同时,龙头房企业绩有保障,建议积极把握当前板块估值修复期及龙头公司业绩有相对确定性优势的投资机会。

配置方面有三条主线:

地产股推荐: 万科A、保利地产、融创中国、旭辉控股、华夏幸福、新城控股;

物业板块建议关注: 保利物业、永生生活服务、招商积余、中海物业;

REITs相关标的建议关注: 光大嘉宝、南山控股。

目录

1.基本面：疫情冲击有限，4月初基本满员复工

2.政策面：中央坚持“房住不炒”，地方积极“一城一策”

3.资金面：流动性整体偏宽松，融资成本下行显著

4.公司面：集中度提升、杠杆与投资下降

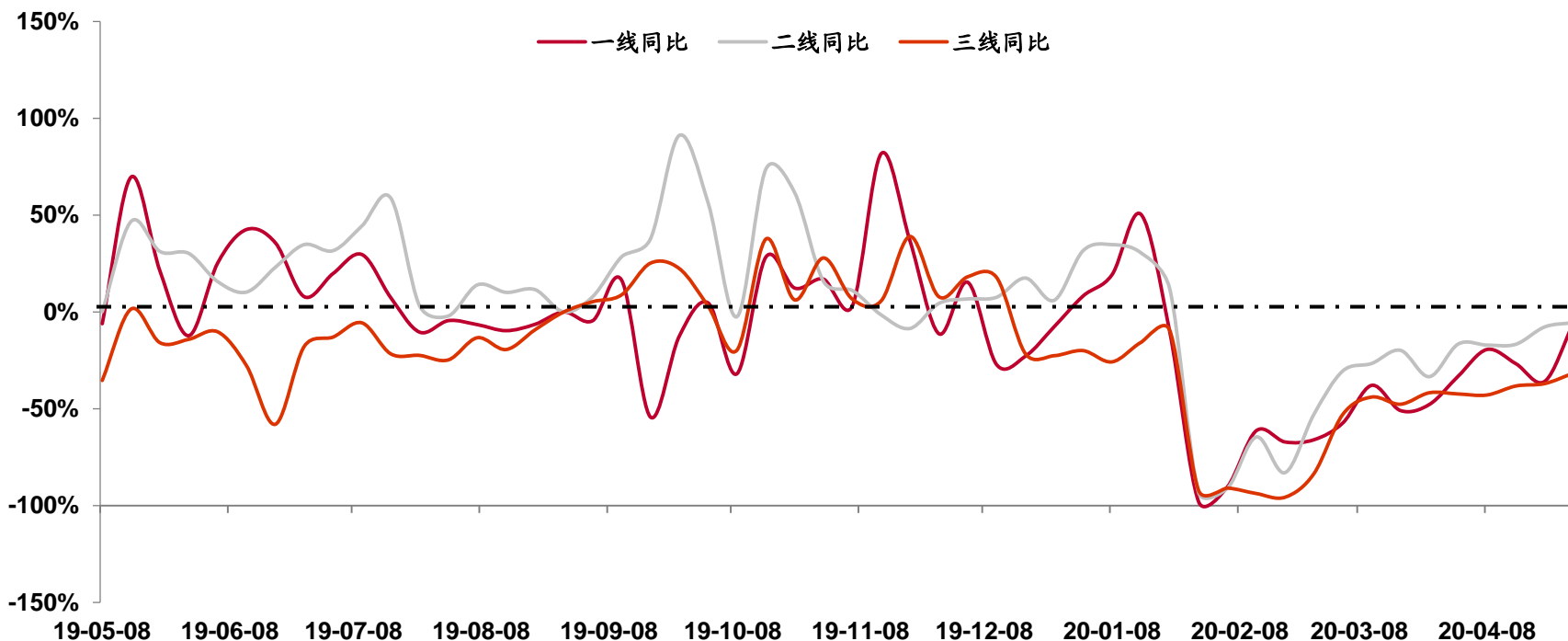
5.展望存量时代：

- 公募REITs：试点破冰
- 物业管理：疫情后价值重塑

1.1 销售：受疫情影响1-2月同比大幅下行，3月降幅收窄

从重点城市高频成交数据看：市场走势表现的更为清晰，1月中下旬受疫情影响，外加春节暂停交易因素，只有零星成交量；2月上中旬有微量成交，进入下旬，随着疫情得到有效控制，成交保持持续修复。

图：重点40城市商品房销售面积当月同比增速

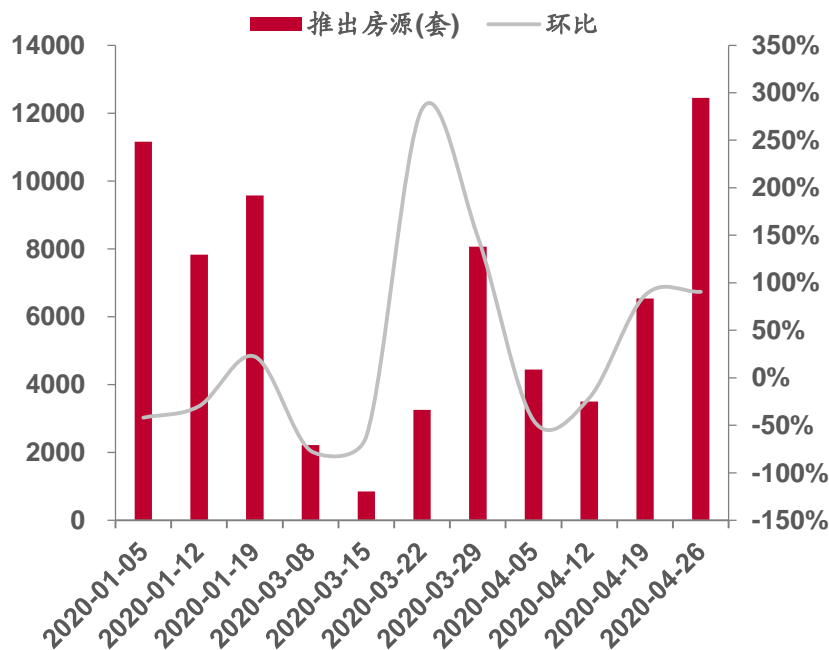


资料来源：各地房管局、中泰证券研究所

1.1 销售：受疫情影响1-2月同比大幅下行，3月降幅收窄

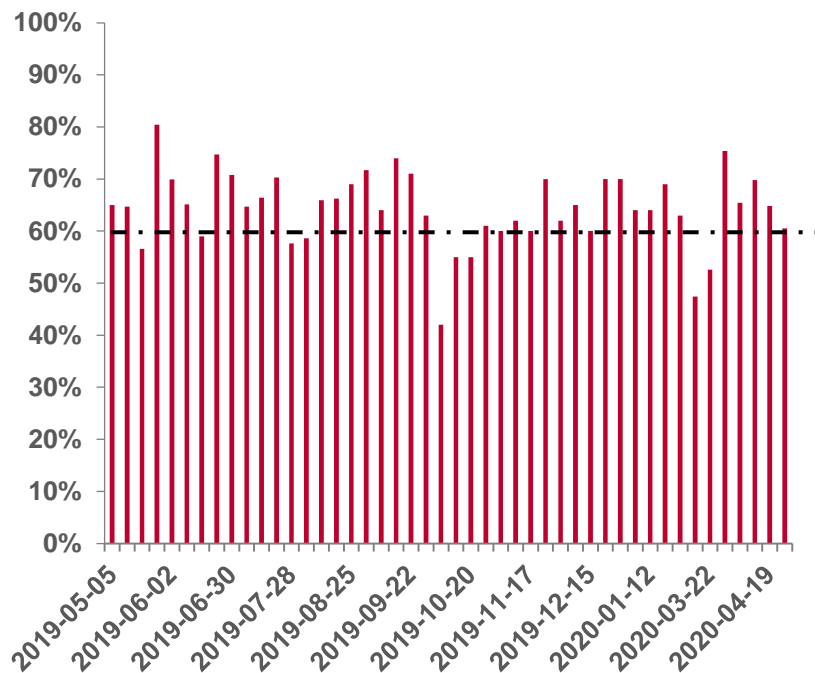
推盘和去化数据看，销售尤有韧性：4月以来推盘量大幅提升，最后一周全国重点10城推出房源12448套，已超1月份疫情前水平，但并没有因为房源供给大幅上升造成去化率的大幅下降，数据显示，4月整体去化率维持在60%出头，与去年全年水平大体持平。

图：一二线重点10城周度推盘情况



资料来源：中指院、中泰证券研究所

图：一二线重点10城周度去化率情况

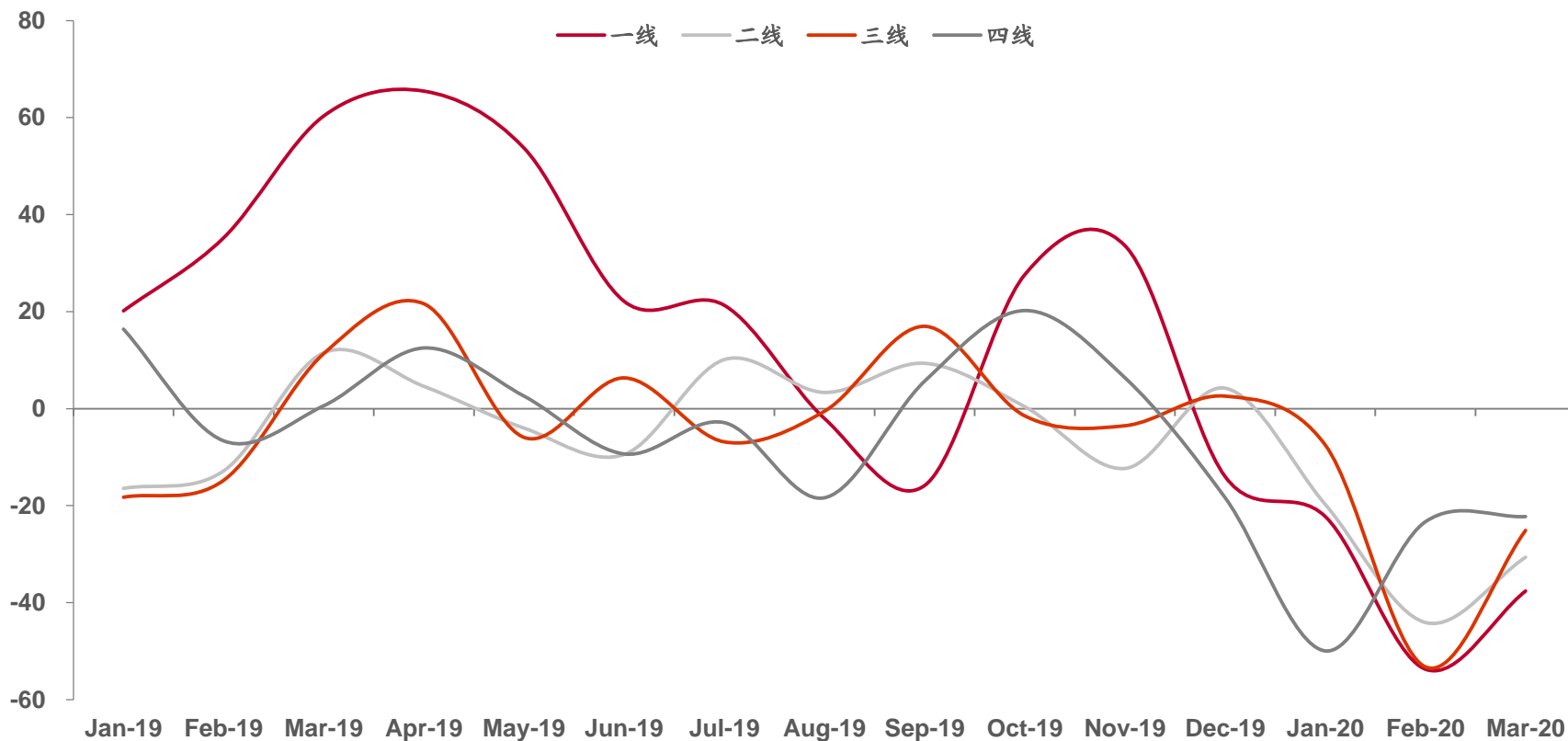


资料来源：中指院、中泰证券研究所

1.1 销售：受疫情影响1-2月同比大幅下行，3月降幅收窄

城市能级看，各线城市均有所反弹：3月，一二三线城市均有不同程度的修复，四线城市在1月底就开启修复通道。

图：全国住宅销售面积同比（%）



资料来源：中指院、中泰证券研究所

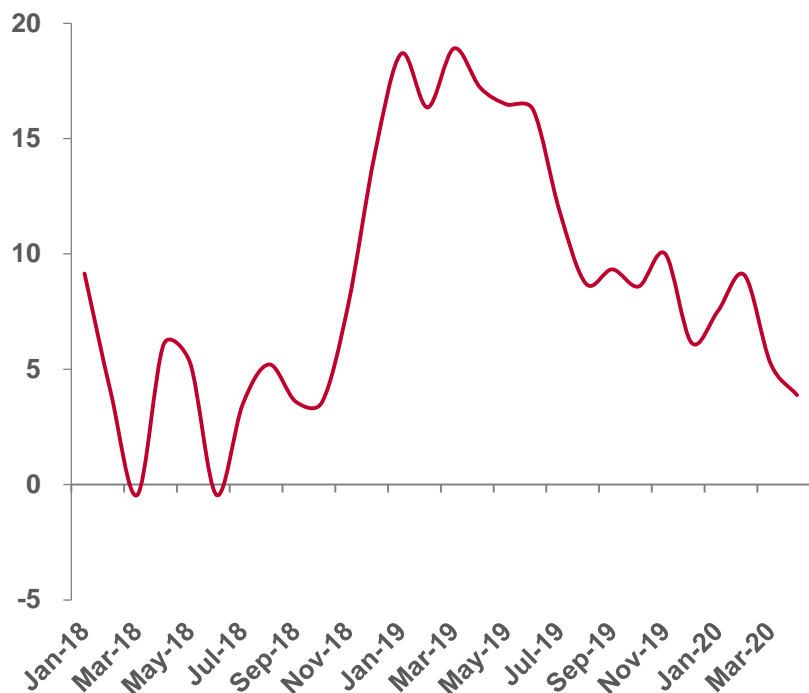
1.1 销售：受疫情影响1-2月同比大幅下行，3月降幅收窄

商品房市场和土地市场出现分化

2020年至今住宅市场价格涨幅趋缓：2019年四季度开始，楼市突然转淡，同时调控并未放松，行业融资偏紧，房企普遍选择降低价格换取销量与现金流。

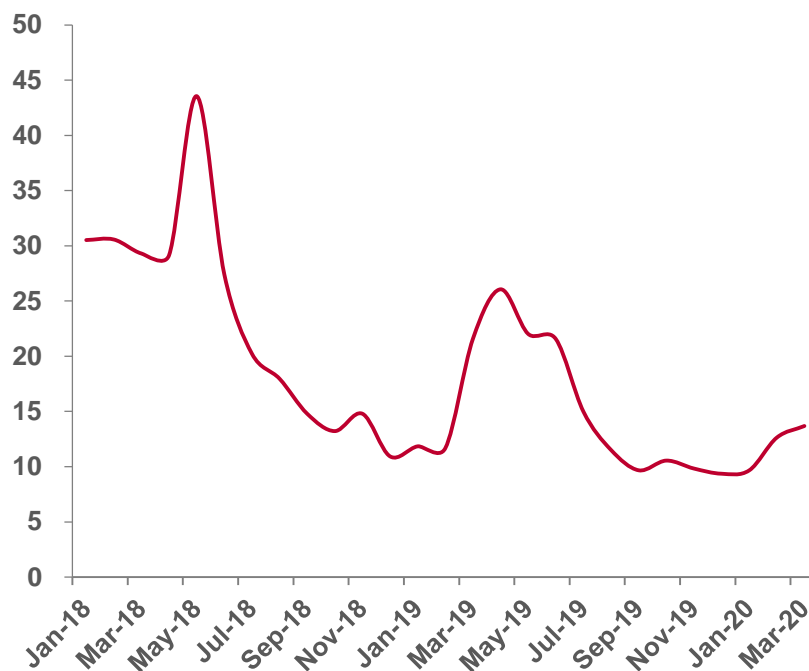
2020年至今土地溢价率呈抬升趋势：土地市场近期溢价率走高，主要因为：1) 货币环境宽松；2) 部分重点城市频推中心城区优质地块；3) 房企整体土储不算高，有补库存诉求。

图：全国住宅销售均价同比 (%)



资料来源：CRIC、中泰证券研究所

图：全国土地成交溢价率 (%)



资料来源：CRIC、中泰证券研究所

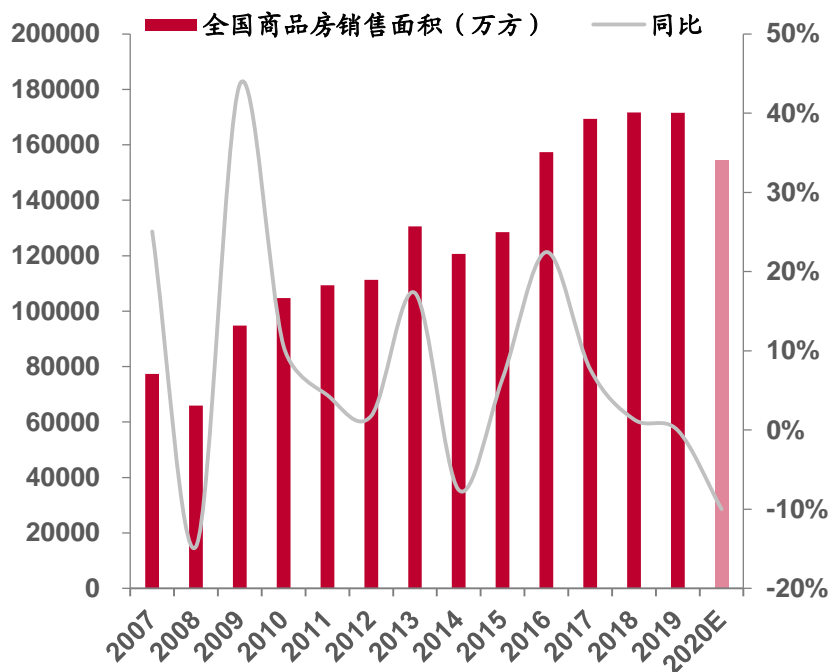
1.1 销售：预计2020年销售面积同比-10%

我们认为疫情后，“因城施策”的主基调将维持商品房销售的韧性：

总量上看，4月销售基本实现恢复，疫情带来的销售递延大概为2-3月期间约1个月的销量。

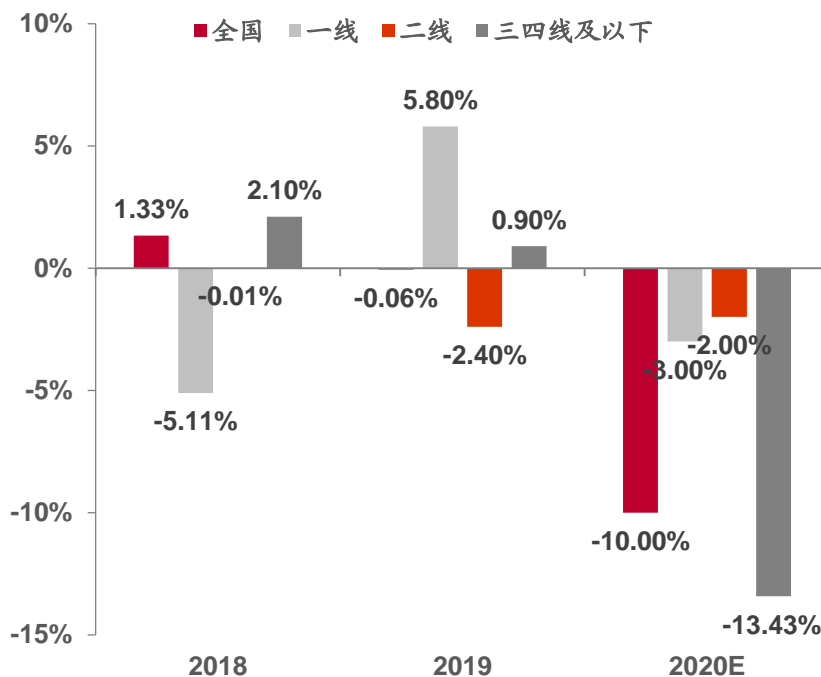
分结构看，一二线主流城市的改善性需求已经被压抑很久，在政策和货币的宽松背景下或迎来局部改善机会；而三四五线低能级城市随着棚改的逐步退出，销售继续转冷。上部分分析过的1-3月市场表现也可以看出一二线恢复速度要好于三四线城市。

图：预计2020年全国商品房销售面积同比-10%



资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

图：分城市增速情况预测



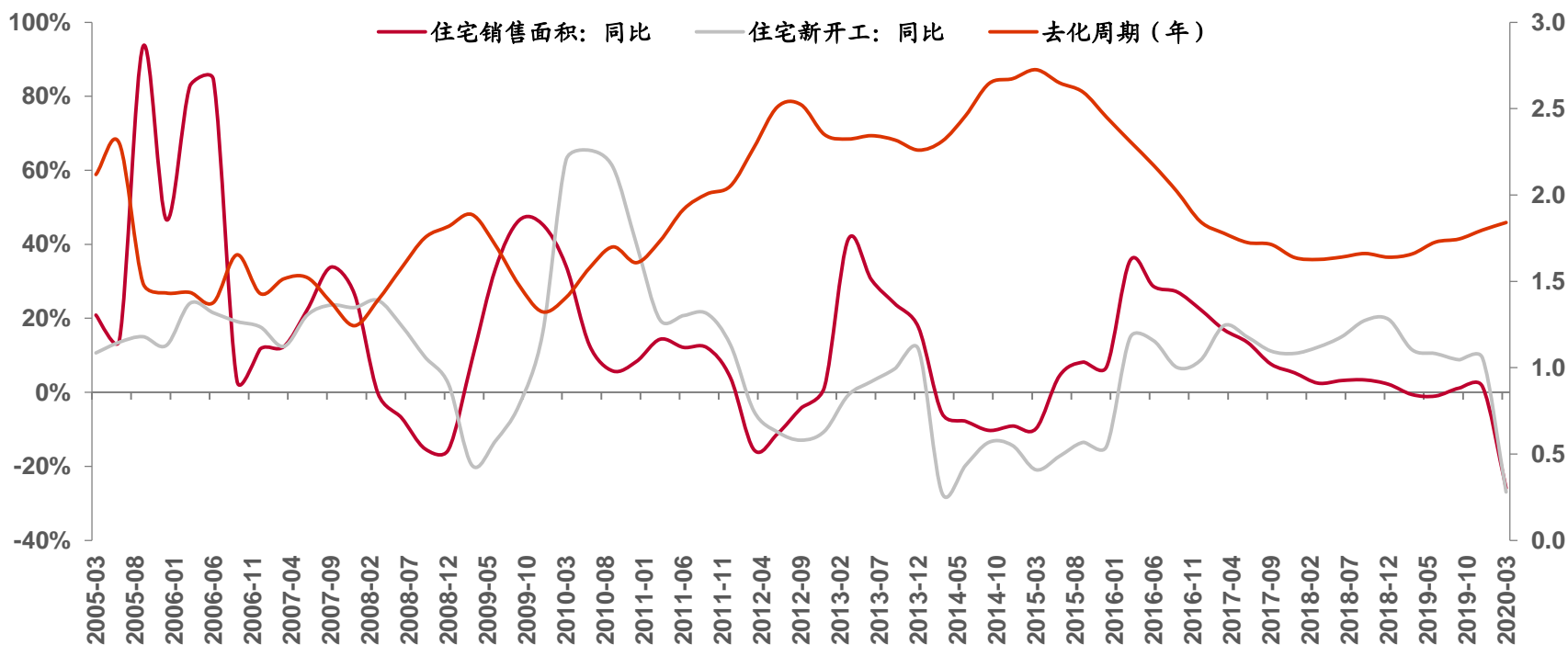
资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

1.2 新开工：短期受疫情影响，长期看销售与库存

销售领先新开工**2-4**个季度：库存越高，新开工顶部滞后销售顶部的时间越长；

2016年Q2至今的这轮周期销量与去化周期走势首次同向：主要因为三四线去库存人为造成楼市出现结构分化，使得在销量温和下行时行业一直处于低库存状态。

图：抛开疫情因素，新开工的方向与弹性分别由销售与库存主导



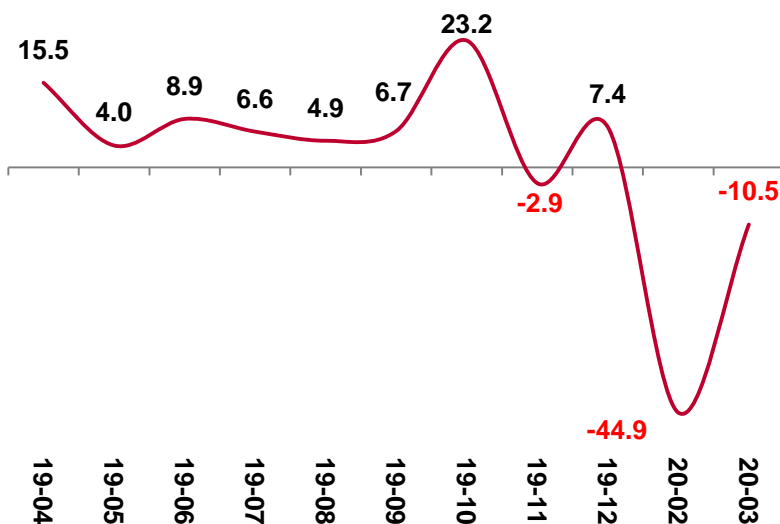
资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

1.2 新开工：预计2020年新开工面积增速为-6%

目前基本实现复工：截至2020年4月1日，全国房屋建筑和市政基础设施工程开复工率为85.06%（截至3月8日的数据为58.15%）；可以看出3月为复工修复的过渡期，二季度行业各项指标大概率继续修复。

预计全年新开工面积增速为-6%：3月当月新开工同比降幅收窄至-10.5%呈现出明显修复态势，同时整体偏低去化率也促使房企加快开工，并没有因疫情影响而减弱开工强度，考虑到当前销售已经在持续修复，土地市场热度回升，且库存在低位，我们判断疫情后新开工维持3月的修复趋势是大概率事件。分结构看，一二线由于其较好的销售表现及更低的库存，较三四线更有韧性。

图：房屋新开工面积当月同比（%）



资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

图：新开工面积预测（万方）

	全国	一线	二线	三四线
2016	166928.13	8744.23	48577.26	109606.64
2017	178653.77	7804.22	49648.44	121201.11
2018	209341.79	8313.29	54718.26	146310.25
2019	227153.58	8429.68	57782.48	160941.43
2020E	213732.72	8008.19	56049.00	149675.53
	全国增速	一线增速	二线增速	三四线增速
2016	8.08%	5.84%	14.51%	5.62%
2017	7.02%	-10.75%	2.21%	10.58%
2018	17.18%	6.52%	10.21%	20.72%
2019	8.51%	1.40%	5.60%	5.60%
2020E	-5.91%	-5.00%	-3.00%	-7.00%

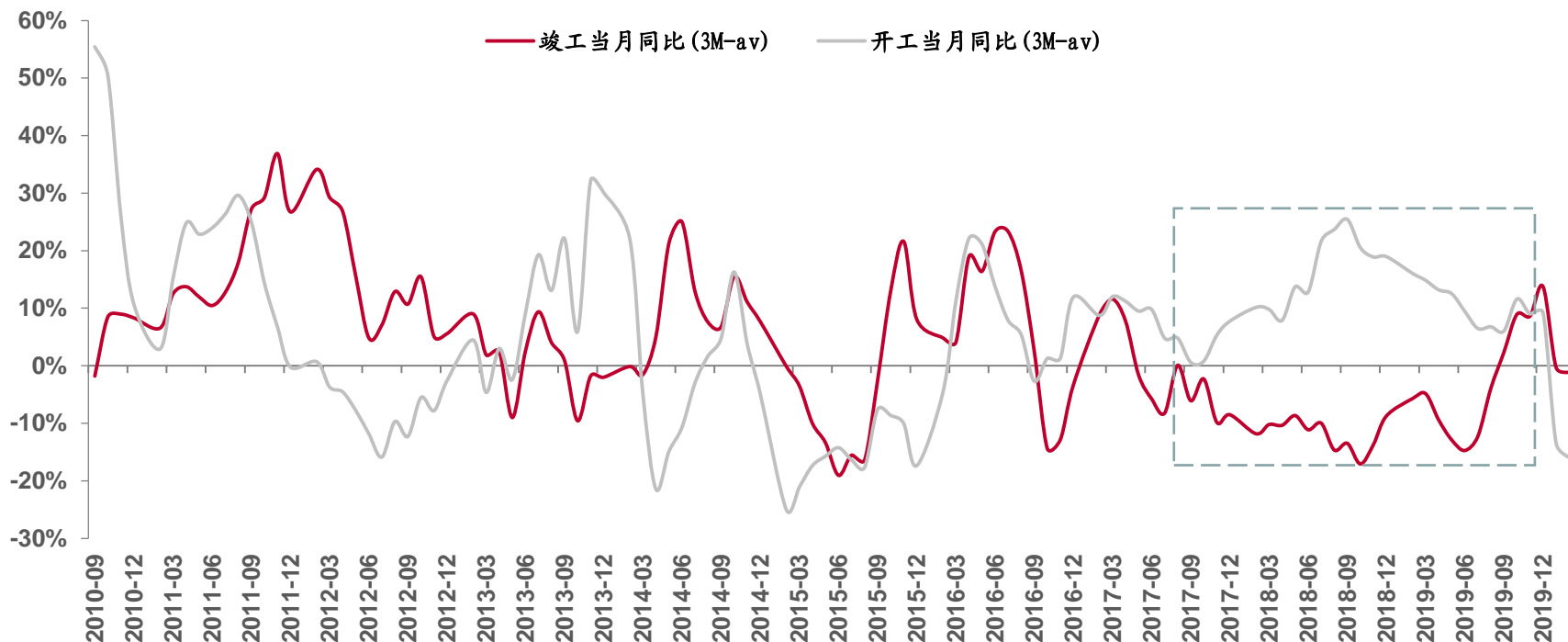
资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

1.3 竣工：虽有疫情影响节奏，但2020-2021应为竣工大年

开工—竣工的闭环大概需要2-2.5年，但2017年Q2开始，竣工同比增速与新开工增速持续背离至2018年Q4，随后开工增速回落，竣工降幅收窄，但直到2019年Q4，竣工增速才回正，而新开工依然较高。

本轮竣工与开工背离原因：1) 棚改去库存带来三四线销售在全国贡献占比进一步提升，其较低的预售标准拉长竣工周期；2) 由2016年Q4开启调控，叠加供给侧改革推高上游成本，房企主动降低竣工强度，把资金用在拿地与开工中维持销售与回款。

图：竣工增速自2017年Q2开始与新开工增速背离，在交付压力下，预计从2019年Q4开启修复通道

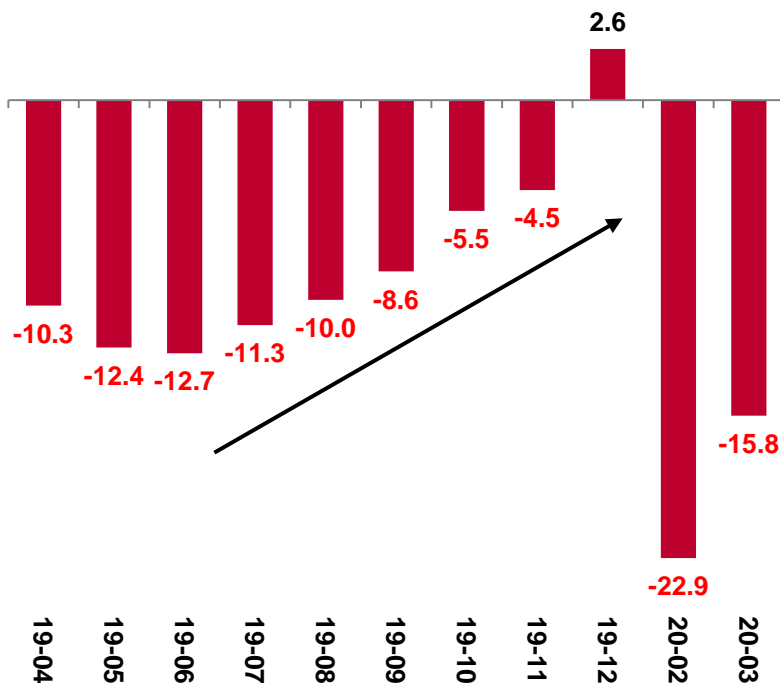


资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

1.3 竣工：虽有疫情影响节奏，但2020-2021应为竣工大年

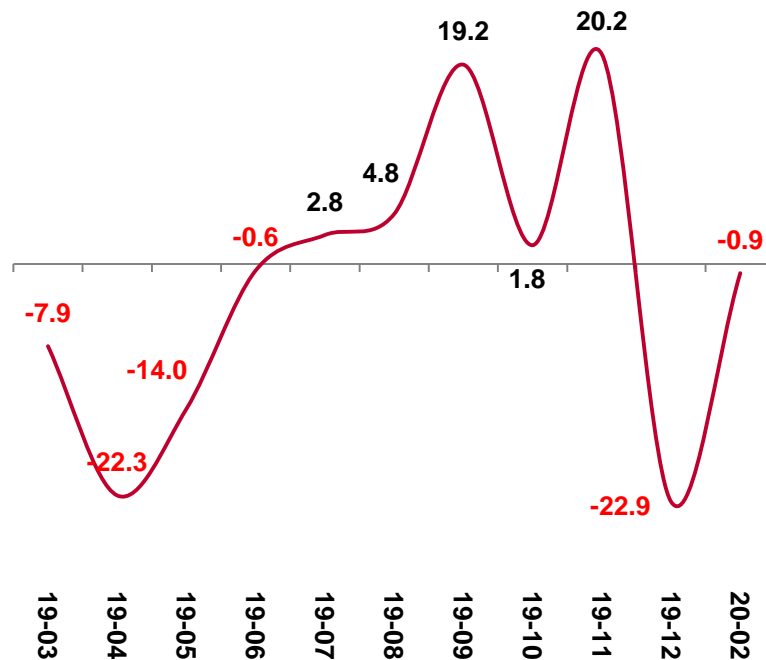
进入2018年后资金面有所改善，建筑成本价格平稳，2019年Q3开始，竣工面积当月首次回正，10月单月同比大幅增长19.2%。从长周期角度看，新开工与竣工的相关关系不变，2017年Q2至2019年Q3的这轮短期背离，由于竣工刚兑，预计从2019年Q4开启修复通道。

图：2019年Q2竣工面积累计同比开始修复



资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

图：2019年10月竣工面积当月同比大幅回升



资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

1.3 竣工：预计2020年竣工面积增速为-4.21%

疫情打断了竣工修复节奏，前文推演的自2019年Q4开启的竣工修复通道，受疫情影响，让房企2020年竣工计划或多或少有所推延，叠加现金流吃紧，竣工修复或不及预期，因此我们判断竣工/开工在2020年会短期内暂停修补，竣工/开工的剪刀差或略有放大，结合我们之前预测的新开工增速，预计全年竣工面积增速为-4.21%。

图：2020年竣工面积预测

指标名称	竣工房屋面积（万方）	新开工面积（万方）	竣工/开工	竣工同比
2003-2016	1078855.47	1811215.11	59.57%	-
2017	101486.41	178653.77	56.81%	-
2018	93550.11	209341.79	44.69%	-7.82%
2019	95941.53	227153.58	42.24%	2.56%
2020E	91905.07	213732.72	43.00%	-4.21%

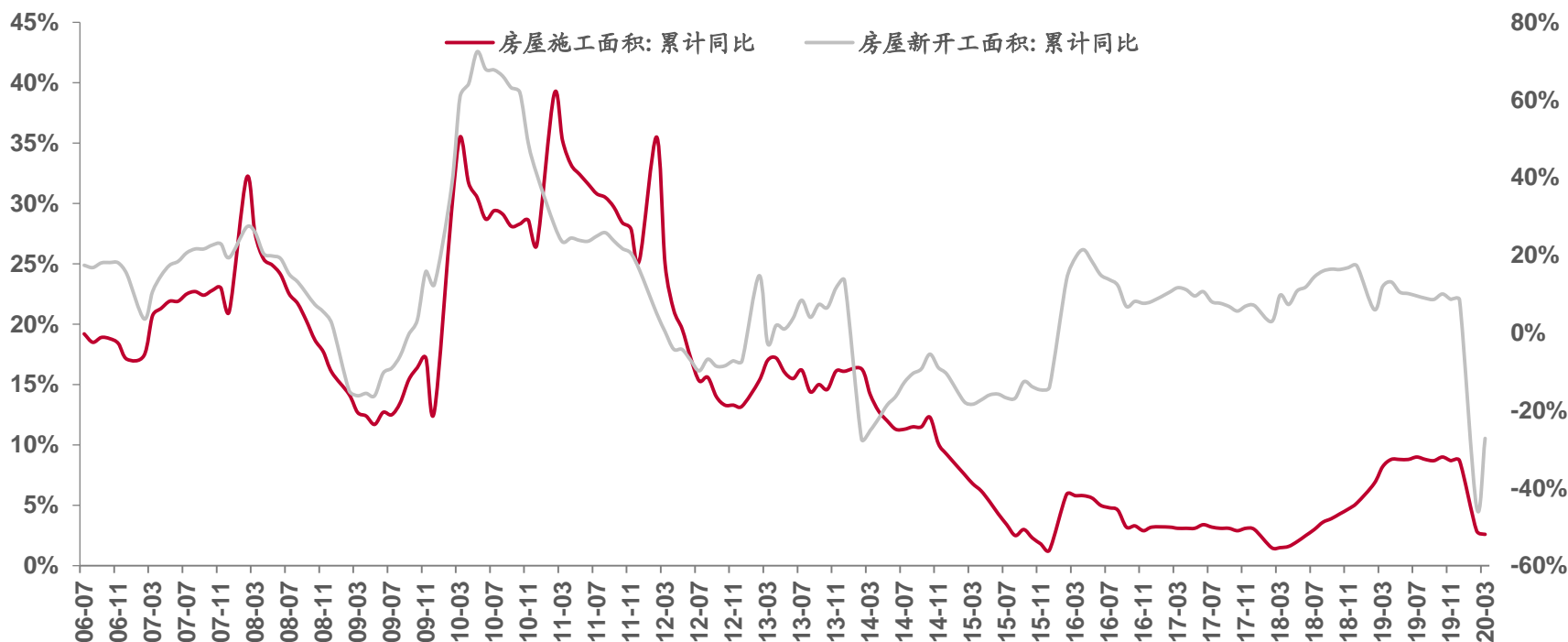
资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

1.4 施工：受新开下滑拖累，但大概率依然能维持正增长

本期施工=上期施工-上期竣工+本期新开工+净复工。（净复工=当前复工-上期停工）

数据上看，由于历史上竣工节奏较为稳定，施工基本上是跟着新开工走，但2016年Q3以来，新开工持续走强，施工迟迟未明显回升，这点由我们在上面章节讨论过因拉长竣工周期所致。

图：施工面积与新开工面积高度相关



资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

1.4 施工：预计2020年施工面积同比增速维持在2.76%

2017-2018年，净复工面积继续恶化，可解读为出现了大面积的停工现象；但这一现象在2019年Q3开始出现好转，2019年全年净复工指标出现改善，原本预计2020年则会继续修复，但受疫情影响，新开工低于先前预期，停工项目能否复工存变数，这也导致竣工的修复可能低于预期。因此根据最新数据，结合此前我们对新开工、竣工面积的预测，下调全年对于施工面积的增速判断，预计2020年施工面积同比增速维持在2.76%。

图：2020年施工面积测算情况（万方）

指标名称	施工房屋面积	竣工房屋面积	本年新开工房屋面积	跨年净复工面积
2012	573417.52	99424.96	177333.62	(18071.64)
2013	665571.89	101434.99	201207.84	(9628.51)
2014	726482.34	107459.05	179592.49	(17247.05)
2015	735693.37	100039.10	154453.68	(37783.60)
2016	758974.80	106127.71	166928.13	(43607.60)
2017	781483.73	101486.41	178653.77	(50017.14)
2018	822300.24	93550.11	209341.79	(67038.87)
2019	893820.89	95941.53	227153.58	(62082.82)
2020E	918487.85	91905.07	213732.72	(93124.23)

资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

1.5 房地产开发投资—土地投资：力度或减缓

土地投资（土地购置费）滞后于土地成交（土地成交价款）6-9个月，统计局的房地产开发投资是土地购置费口径，2019年土地购置费主要受2018年拿地影响，因此依然是正的。

2018年后两者时滞有所收窄主要因为：1）调控收紧后，地方对于土地购置费缴纳做了更严的规定，部分地区要求尽快缴纳剩余土地款；2）2018年开始，房地产开发投资由形象进度法改为财务支出法，让土地购置费确认速度加快。

图：通常土地购置费滞后成交价款2-3个季度

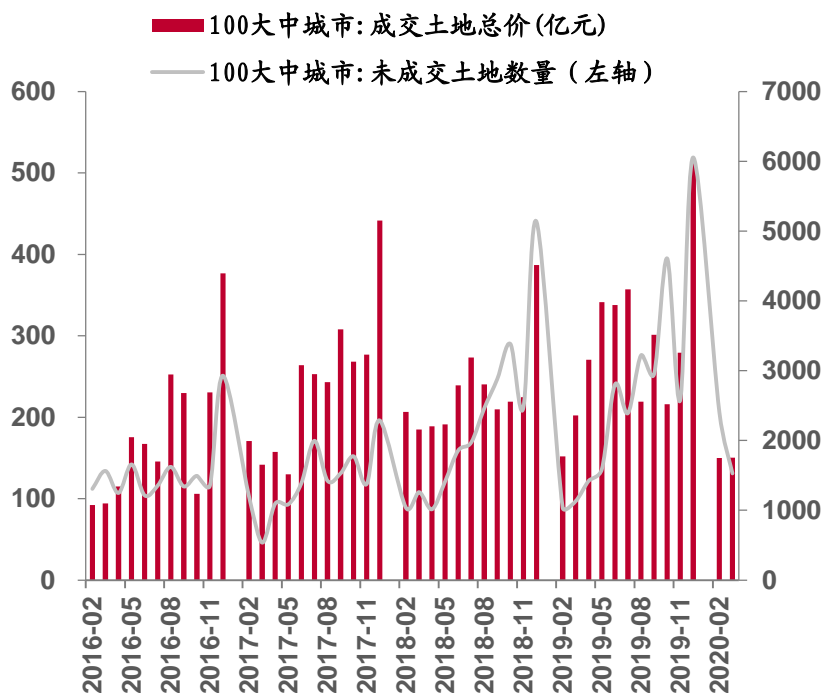


资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

1.5 房地产开发投资—土地投资：预计2020年增速在2%

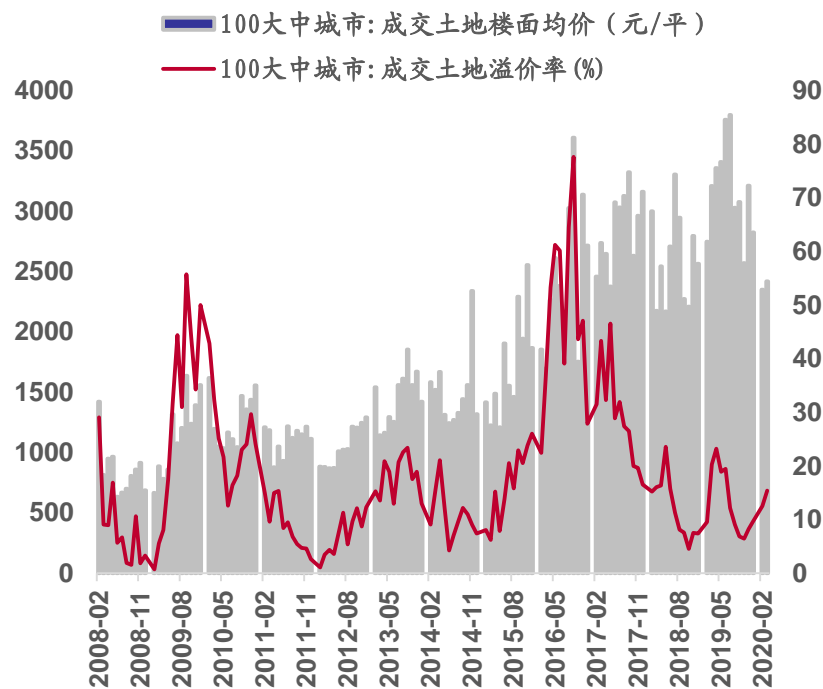
2019年以来全国土地成交持续低迷，仅3-4月小阳春有所起色，但随后行业在偏紧的调控与融资环境下，房企拿地热情消退，土地溢价率自2019年Q2开始持续下行。2019年土地投资同比+13.5%；考虑到疫情影响，土地投资力度或有所减弱，但当前库存较低，且货币环境较为宽松，在销售企稳的背景下，我们看到房企在3月、4月开始积极拿地，土地市场快速回暖，预计2020年土地投资增速在2%。

图：2019年底未出让土地数量达到近年峰值



资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

图：2020年2月开始土地溢价率低位回升



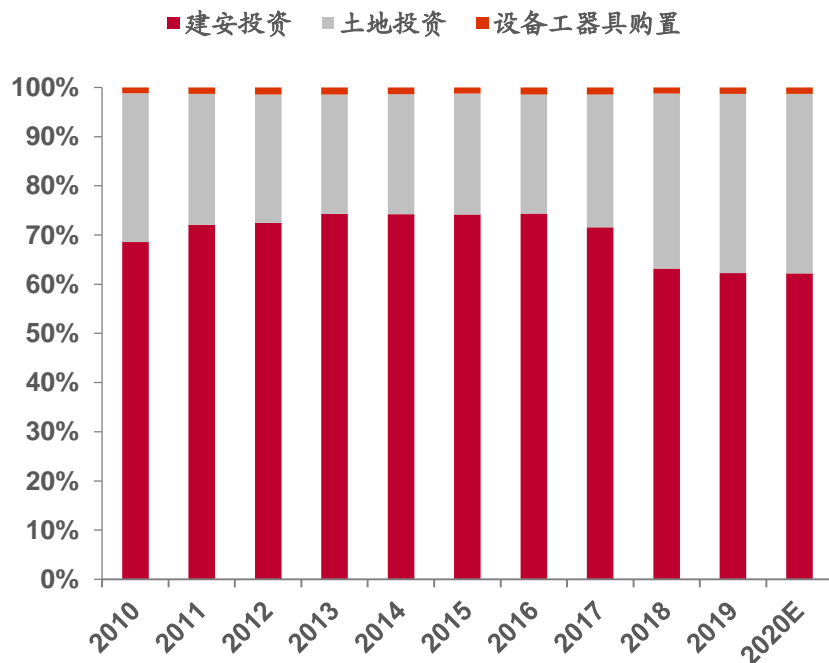
资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

1.5 房地产开发投资—建安投资：虽受冲击但韧性仍在

建安投资是建筑工程投资与安装工程投资的合并口径，从体量看，是房地产开发投资的主要构成部分。

建安支出主要是施工面积与单位施工成本的积，施工面积增速在施工部分已经讨论，施工成本方面，近几年保持较稳定的水平；受疫情影响，我们认为总体开发进度约有1-2个月的推延，预计建安投资增速在-7.26%。

图：房地产开发投资的组成结构



资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

图：建安投资预测

指标名称	建筑工程 (亿元)	安装工程 (亿元)	建安投资 (亿元)	建安单价 (元/平)	施工面积 (万方)	建安投资 增速
2010	30566.47	2518.82	33085.29	816.20	405356.40	-
2011	41153.12	3341.24	44494.36	877.99	506775.48	34.48%
2012	47067.21	4969.05	52036.26	907.48	573417.52	16.95%
2013	57764.23	6155.02	63919.25	960.37	665571.89	22.84%
2014	63115.16	7445.95	70561.11	971.27	726482.34	10.39%
2015	63173.28	8022.29	71195.57	967.73	735693.37	0.90%
2016	66793.39	9508.80	76302.19	1005.33	758974.80	7.17%
2017	68890.56	9687.13	78577.69	1005.49	781483.73	2.98%
2018	67318.84	8673.16	75992.00	924.14	822300.24	-3.29%
2019	75248.12	6714.39	81962.51	916.99	893820.89	7.86%
2020E	69634.61	6378.67	76013.28	827.59	918487.85	-7.26%

资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

1.5 房地产开发投资：预计2020年增速为-5.06%

房地产开发投资主要包括建筑工程投资、安装工程投资、设备购置费用和其他费用（主要是土地购置费）。

受疫情影响，我们下调年度策略8%的判断，汇总前文预测的建安投资、土地投资等相关数据，预计2020年房地产开发投资增速为-5.06%。

图：房地产开发投资相关指标（万方）预测

	开发投资	建筑工程	安装工程	土地投资	设备工器具购置
2011	28.05%	34.63%	32.65%	12.30%	47.80%
2012	16.19%	14.37%	48.72%	14.13%	24.48%
2013	19.79%	22.73%	23.87%	11.18%	22.62%
2014	10.49%	9.26%	20.97%	11.15%	4.55%
2015	0.99%	0.09%	7.74%	1.74%	-7.30%
2016	6.88%	5.73%	18.53%	5.28%	20.64%
2017	7.04%	3.14%	1.88%	19.56%	6.10%
2018	9.53%	-2.28%	-10.47%	44.07%	-1.68%
2019	9.92%	11.78%	-22.58%	13.50%	12.39%
2020E	-5.06%	-7.46%	-5.00%	2.00%	7.82%

资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

目录

1.基本面：疫情冲击有限，4月初基本满员复工

2.政策面：中央坚持“房住不炒”，地方积极“一城一策”

3.资金面：流动性整体偏宽松，融资成本下行显著

4.公司面：集中度提升、杠杆与投资下降

5.展望存量时代：

- 公募REITs：试点破冰
- 物业管理：疫情后价值重塑

2.1 中央层面：坚持“房住不炒”主基调

中央层面，重申“房住不炒：2019年以来，中央始终坚持“不把房地产作为短期刺激经济的手段”，住建部、央行等相关部委也多次表态，坚持“房住不炒”的定位。

虽受疫情冲击，但行业复工迅速，除开各地方在供给端对房企出台了些支持政策，全局看，调控和融资端并未有明显松动。我们认为，中央层面对地产调控的态度是保持“长期稳定”，与“稳房价、稳地价、稳预期”的调控目标相符。

图：2019年以来中央对于房地产调控的表述

时间	政策基调
2019.4	中央政治局会议：坚持房住不炒定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019.7	中央政治局会议：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019.11	十九届四中全会：加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制
2019.12	中央经济工作会议：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展
2020.4	中央政治局会议：要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：新华网、中泰证券研究所

2.2 地方层面：供给侧放松获默许，需求侧放松较为谨慎

各地方政府针对房企复工和减轻疫情期间的现金流压力，出台一揽子支持政策，但除了人才落户，其余政策均是从供给侧出发；2月以来，驻马店、广州、宝鸡、济南、海宁、青岛6城分别出台较大力度调控放松政策，随后又撤回，体现地方对于楼市恢复的期望。

我们认为，需求侧的调整不应作为应急之策，疫情下先从供给侧给房企输血，待市场恢复正常经营活动后，再根据真实的市场情况进行合理调整，政策或更具持续性。

图：2020年以来地方放松政策归纳

放松类型	主要省市
人才落户	青岛、苏州、广州、沈阳、南昌
土地出让金缓缴	上海、南昌、苏州、济南、南京、合肥、西安、焦作、莆田、河南、太原、九江、许昌、新乡、石家庄、包头
降低预售标准	焦作、莆田、许昌、新乡、包头、武汉、深圳、苏州、常州
优化预售资金管理	焦作、莆田、九江、许昌、新乡、包头、益阳、武汉、常州
加强公积金使用效率	焦作、莆田、河南、九江、许昌、新乡、安阳、包头
信贷支持	河南、九江、许昌、新乡、安阳
税收减免	河南、九江、许昌、贵州、山东、青海、安徽、浙江、陕西

资料来源：新华网、中泰证券研究所

目录

1.基本面：疫情冲击有限，4月初基本满员复工

2.政策面：中央坚持“房住不炒”，地方积极“一城一策”

3.资金面：流动性整体偏宽松，融资成本下行显著

4.公司面：集中度提升、杠杆与投资下降

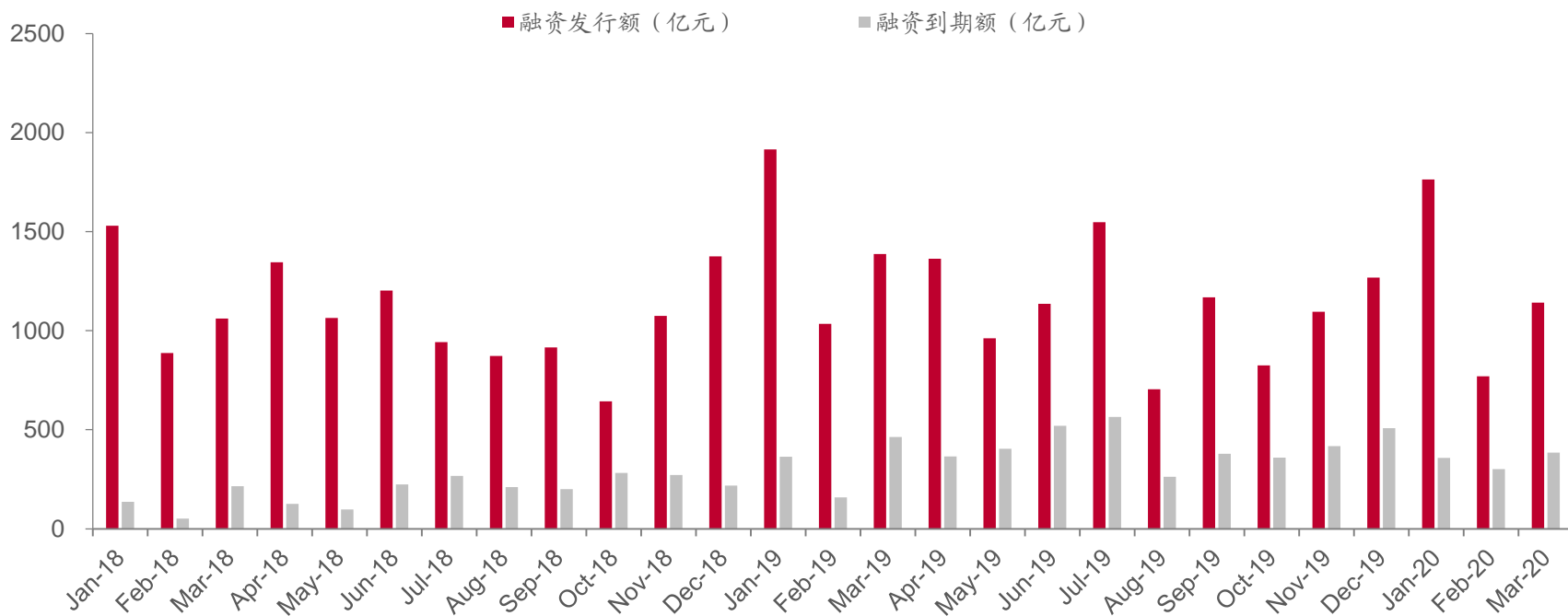
5.展望存量时代：

- 公募REITs：试点破冰
- 物业管理：疫情后价值重塑

3.1 资金面：流动性整体偏宽松

从融资总量上看，行业整体融资从2019年Q4开始好转，2020年1月达到高点，2、3月虽受疫情影响，但得益于流动性宽松，也保持了相当的规模。

图：房地产行业融资及到期偿还金额统计



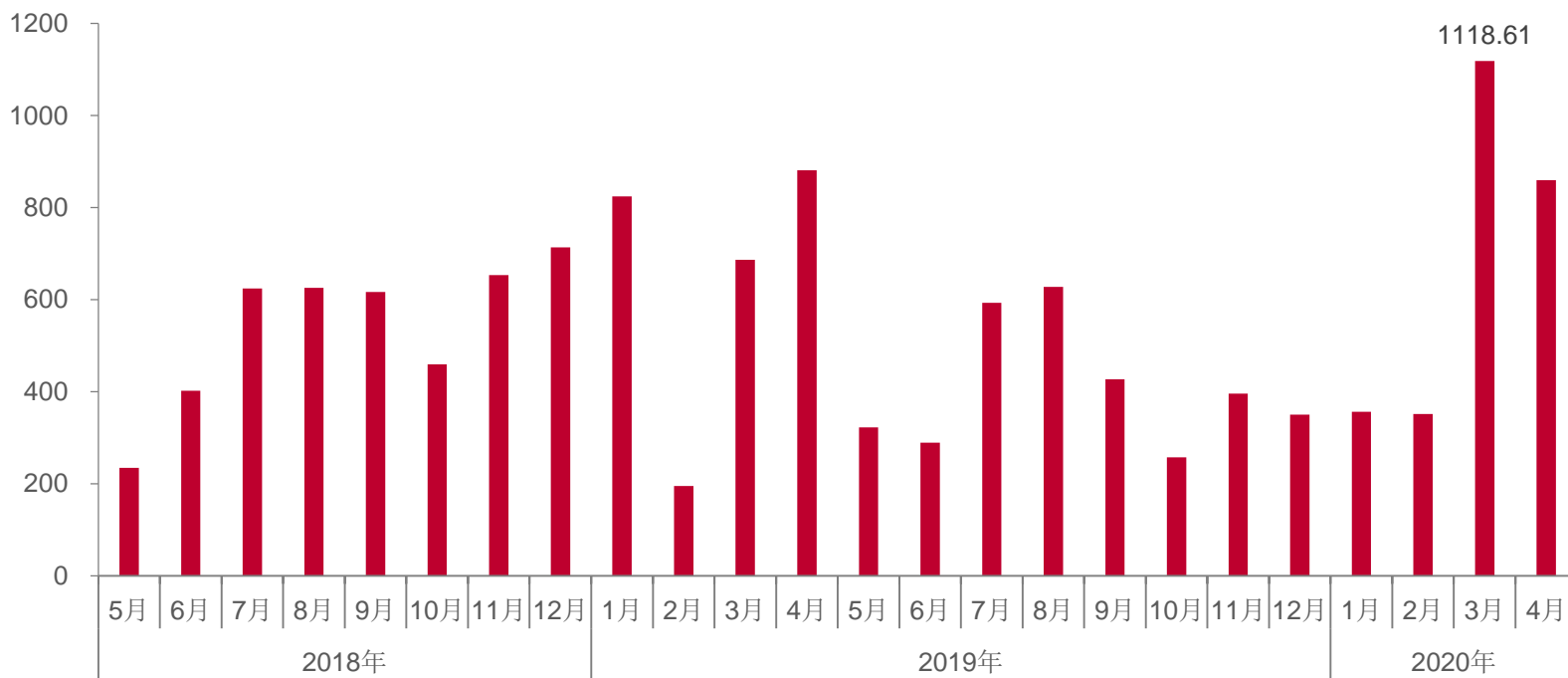
注：总融资额不限于信用债，有银行借款、信托、非标、增发等

资料来源：CRIC、中泰证券研究所

3.2 资金面：信用债发行创近2年新高

从信用债发行上看，3月单月创近年新高，央行为保障金融市场和企业复工后的资金需求，加大逆周期调节，引导实际利率下行，房企融资也有所受益。

图：房地产行业信用债发行统计（亿元）



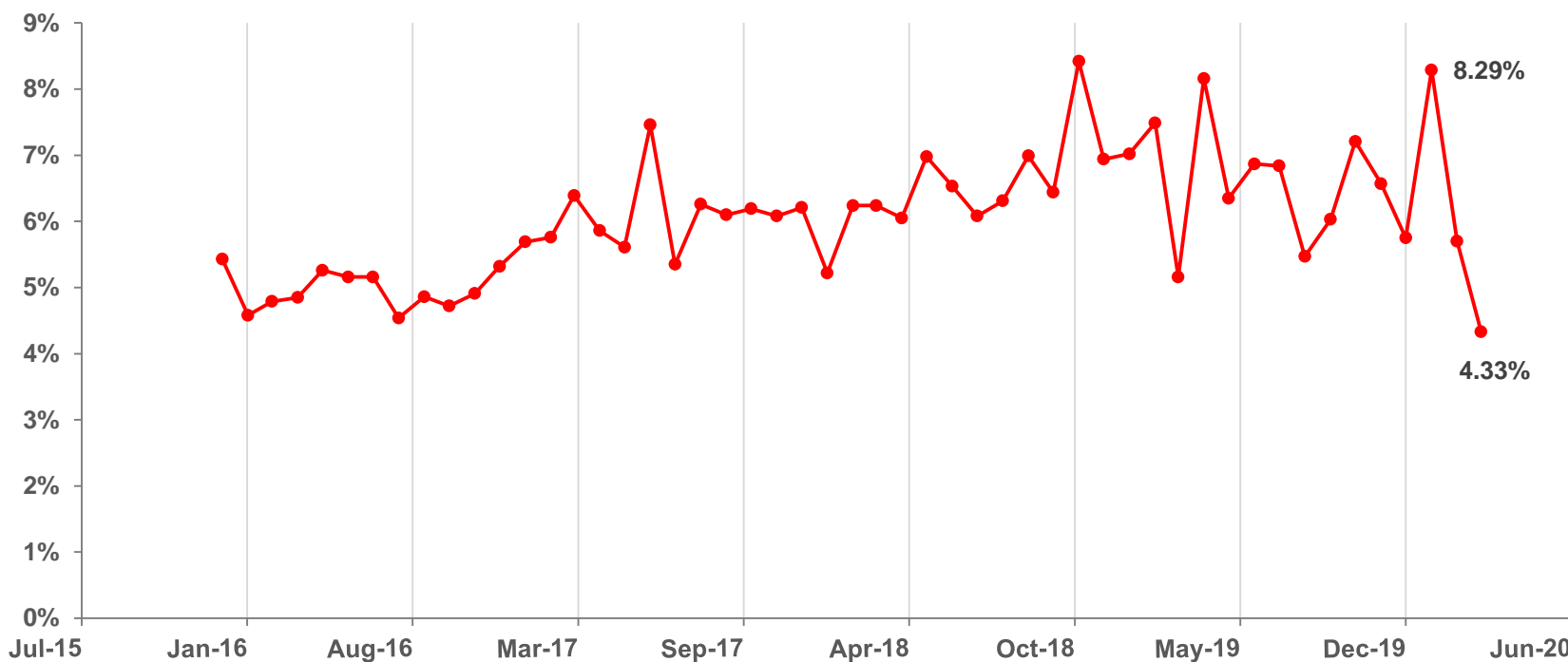
注：信用债：公司债、私募债、ABS/ABN、超短融、中票等

资料来源：WIND、中泰证券研究所

3.3 资金面：融资成本快速下行

除开国内较为宽松的货币环境，海外降息力度也进一步扩大，因而房企2月、3月国内外发债成本持续走低。

图：房地产行业加权平均融资成本统计

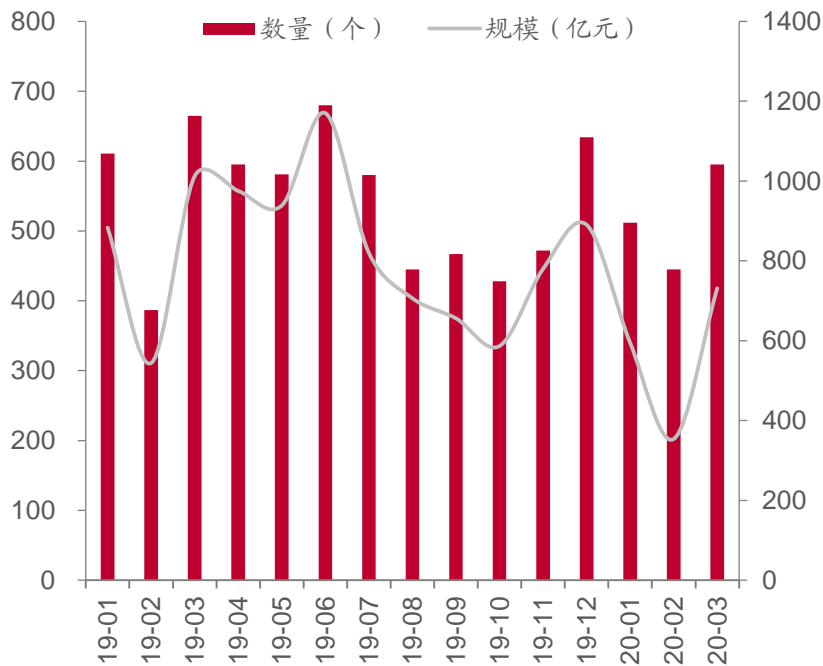


资料来源：CRIC、中泰证券研究所

3.4 资金面：间接融资未明显放松

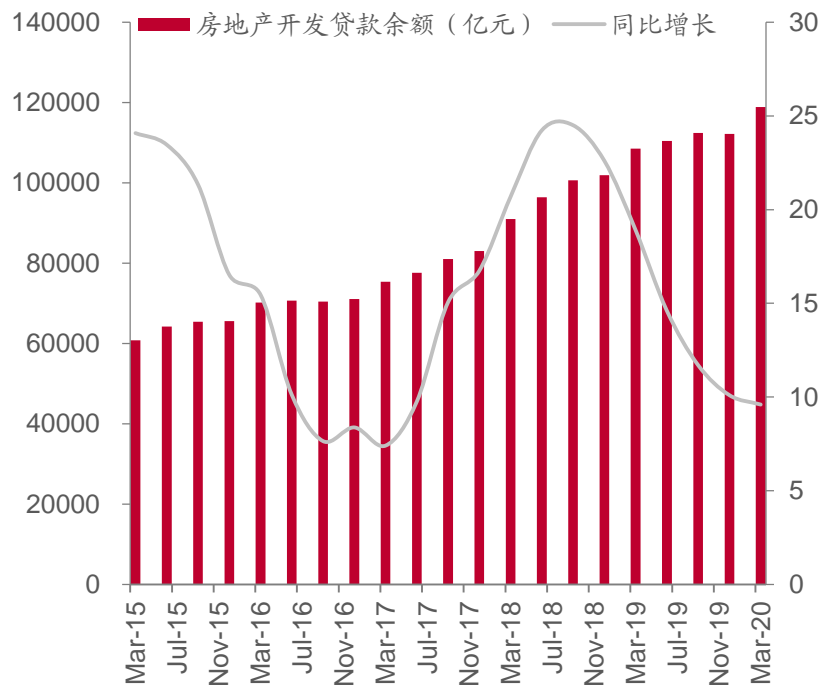
与信用债发行放量不同，银行与非银渠道融资未见明显放松：从信托投向房地产的发行情况及一季度银行开发贷数据看，呈现出维持现有存量，控制增量的趋势。

图：2019年至今信托投向房地产发行情况



资料来源：用益信托网、中泰证券研究所

图：房地产开发贷增速自2018年9月后持续回落



资料来源：CRIC、中泰证券研究所

目录

1.基本面：疫情冲击有限，4月初基本满员复工

2.政策面：中央坚持“房住不炒”，地方积极“一城一策”

3.资金面：流动性整体偏宽松，融资成本下行显著

4.公司面：集中度提升、杠杆与投资下降

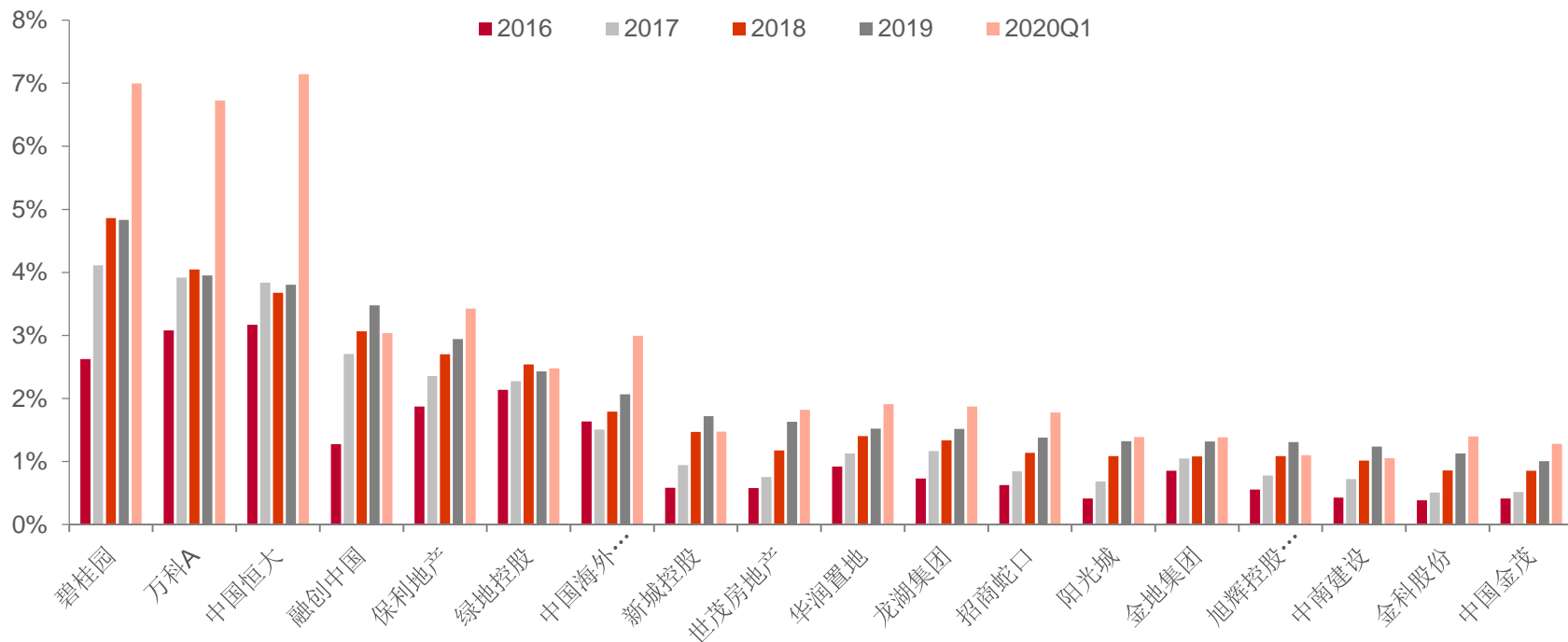
5.展望存量时代：

- 公募REITs：试点破冰
- 物业管理：疫情后价值重塑

4.1 公司面：销售集中度加速提升

一季度龙头销售集中度大幅提升：受疫情影响，一季度行业销售下滑明显，但龙头公司凭借广泛的布局和丰厚的储备，大多数在一季度实现了市占率的提升。

图：2020年一季度龙头市占率加速提升

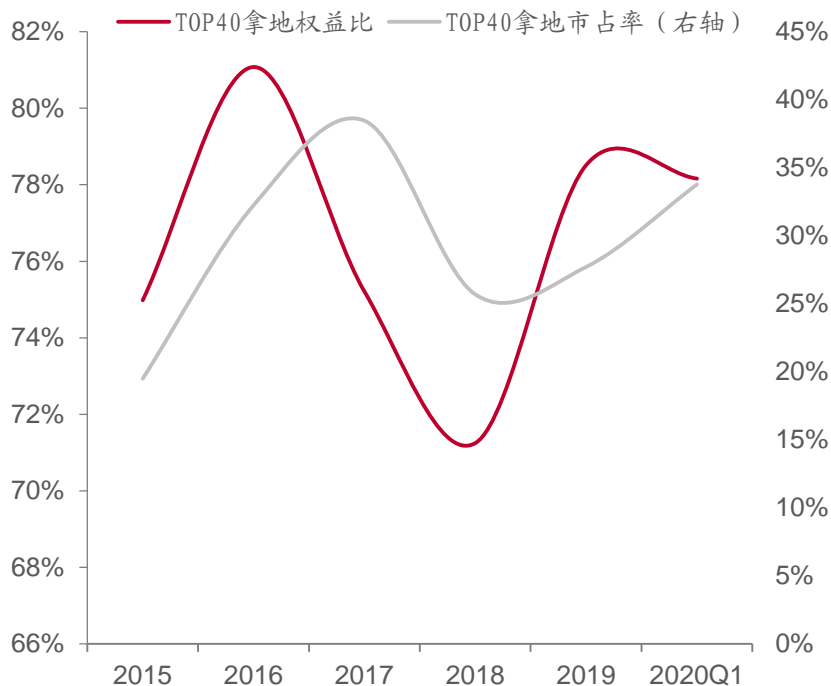


资料来源：国家统计局、CRIC、中泰证券研究所

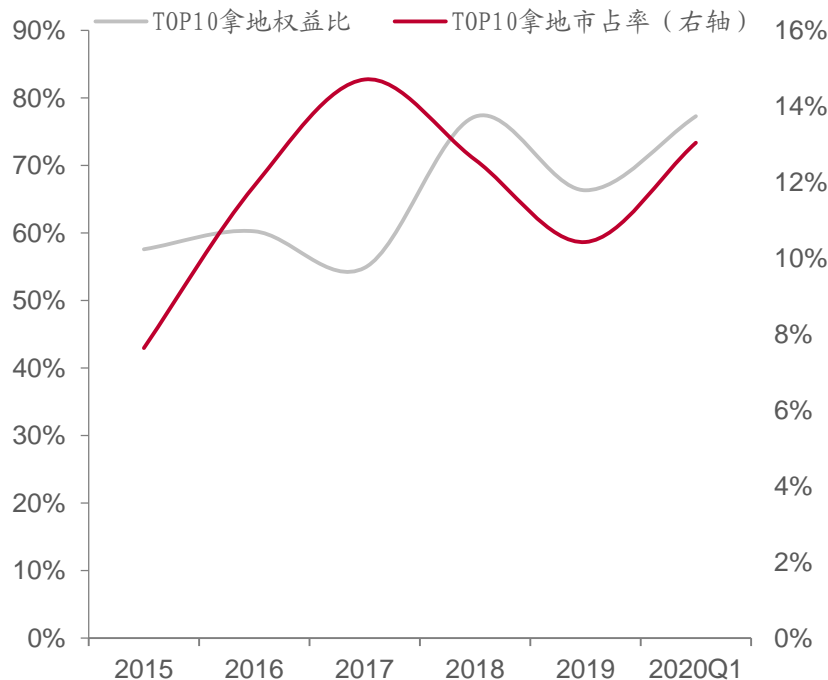
4.2 公司面：龙头拿地市占率与权益比同时提升

拿地集中度持续提升，权益比维持高位：受疫情影响，房企拿地力度有所下滑，全国地方政府一季度实现国有土地使用权出让收入11117亿元，同比下降7.9%；结构上看，行业头部拿地集中度提升，也预示着未来销售与业绩的市占率会进一步提升。

图：TOP40拿地市占率提升，权益比微降



图：TOP10拿地市占率与权益比同时提升

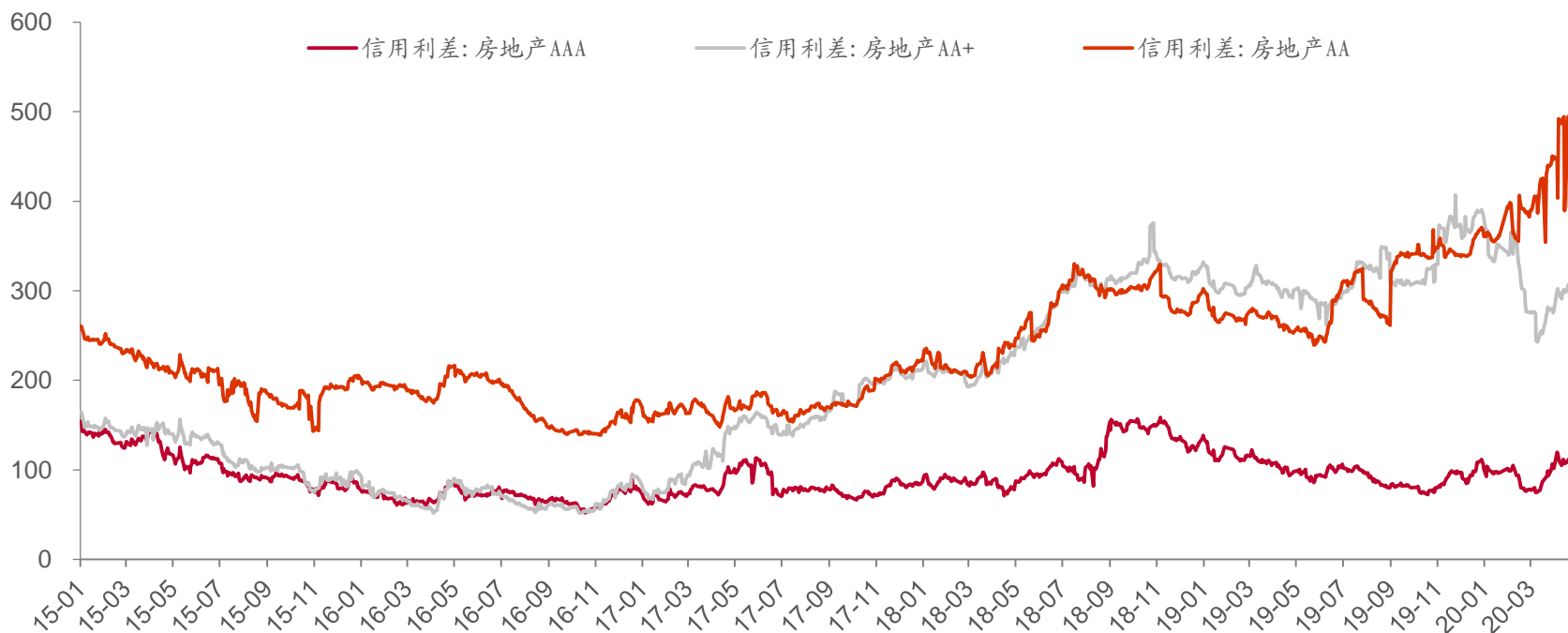


资料来源：财政部、公司公告、CRIC、中泰证券研究所

4.3 公司面：不同评级房企融资成本分化加剧

融资成本分化加剧：2019年Q3后房企融资出现分化，3A评级房企融资成本稳中有降，而AA+与AA评级融资成本开始持续抬升；进入2020年后AA+评级房企有所改善，但AA评级房企由于疫情带来的冲击进一步暴露风险，让其融资成本继续上升。

图：不同评价房企信用利差分化加剧（BP）

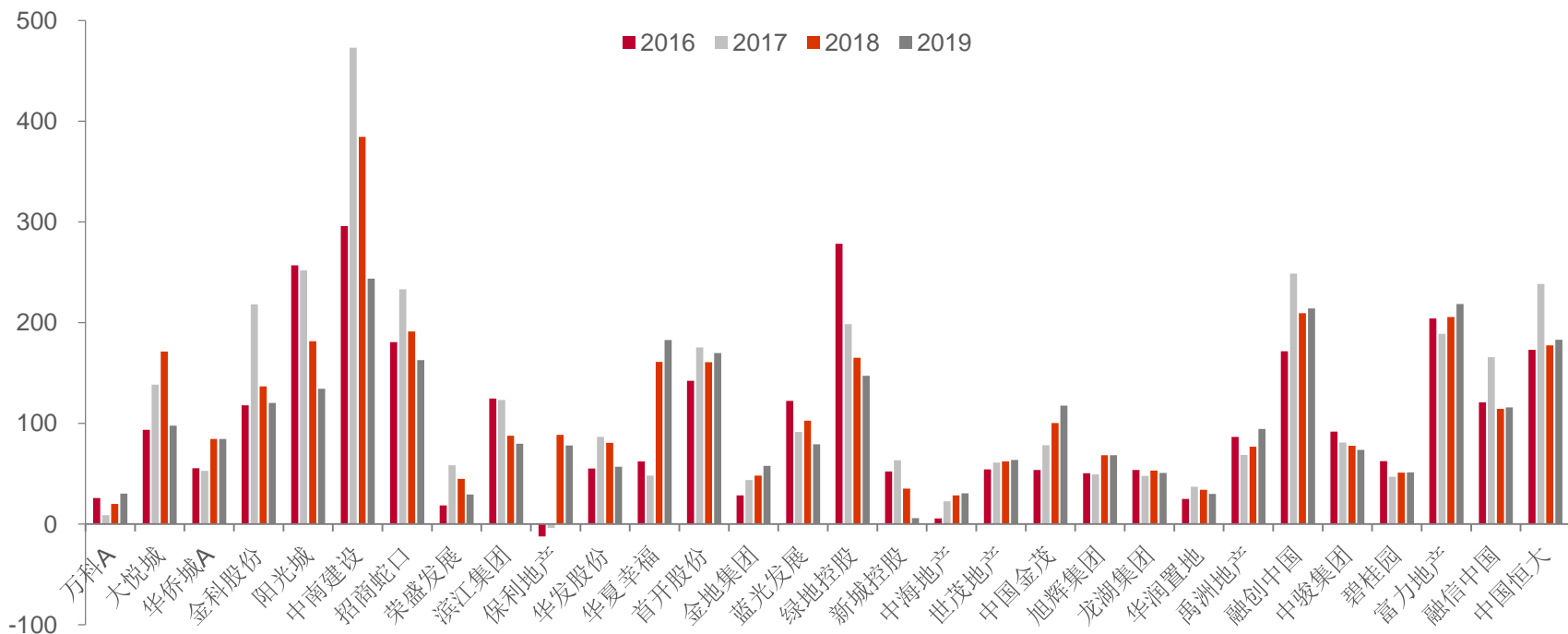


资料来源：WIND、中泰证券研究所

4.4 公司面：多数房企选择逐步降杠杆

扩张回归理性：在行业增速逐步下行后，房企也主动选择降低杠杆来适应新环境。大多数主流房企2019年的净负债率较2017年有明显改善，部分11-30名的房企依然有追赶的诉求，杠杆率小幅提升。

图：主流房地产企业净负债率情况（%）

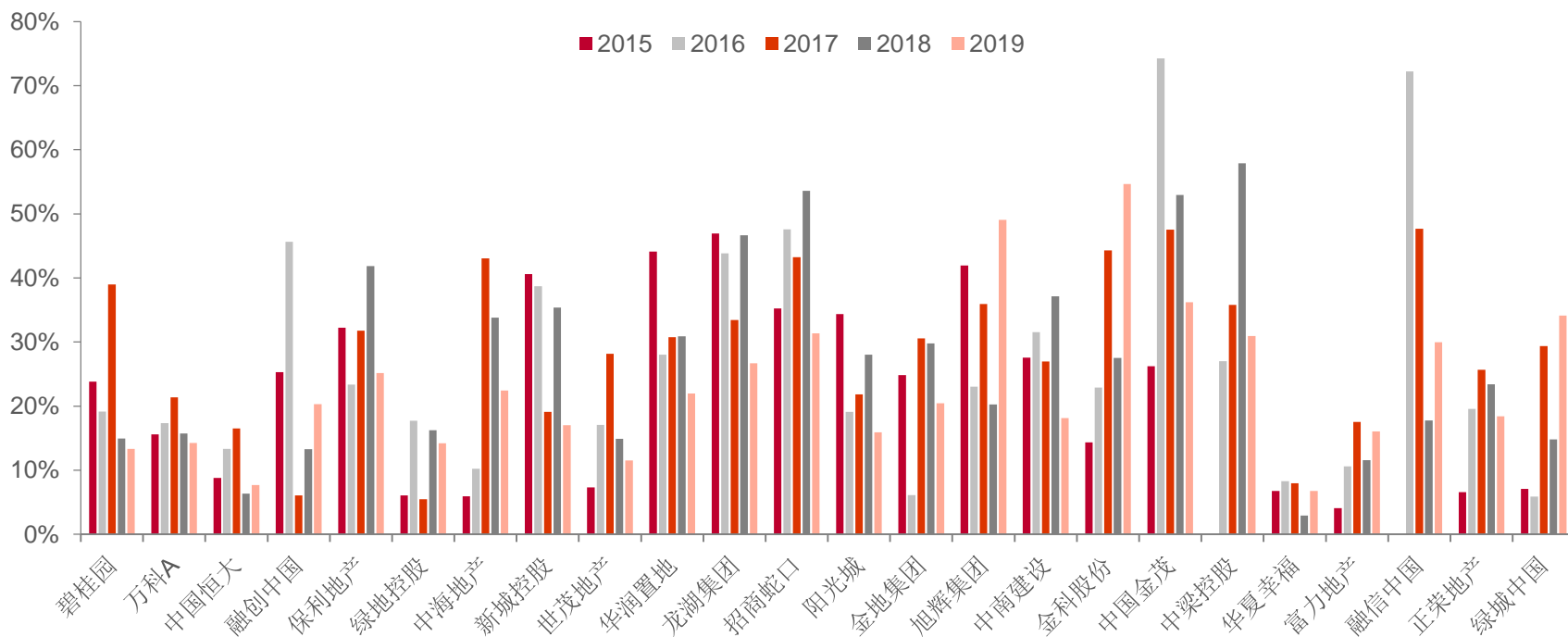


资料来源：CRIC、中泰证券研究所

4.5 公司面：土地投资力度有所下降

投资端量入为出：随着行业去化率及回款回归正常区间，房企在销售增速平稳后，更多的选择根据当期回款现金流来安排土地拿地力度的投资决策，2018年开始，大多数房企拿地/销售比有所下降，这一趋势或将延续。

图：主流房地产历年拿地销售比（全口径）



资料来源：CRIC、中泰证券研究所

目录

1.基本面：疫情冲击有限，4月初基本满员复工

2.政策面：中央坚持“房住不炒”，地方积极“一城一策”

3.资金面：流动性整体偏宽松，融资成本下行显著

4.公司面：集中度提升、杠杆与投资下降

5.展望存量时代：

➤ 公募REITs：试点破冰

➤ 物业管理：疫情后价值重塑

5.1 REITs：国内公募REITs迎来试点破冰

4月30日，中国证监会、国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，标志着境内基础设施领域公募REITs试点正式起步。

表：REITs定义解析

定义拆分	要点诠释	特点解析
基础资产	不动产或其衍生抵押证券	不动产抗风险较强，与其他大类资产相关性小
收入来源	房地产物业的租金收入	收益稳定，而且能享受物业增值的红利
收入分派	高比例（通常为90%以上）的收入分派规定	投资者能获得稳定的即期收入
税收政策	一般有专项税收优惠（避免多环节双向征税）	让产品拥有较高的收益率
管理模式	专业管理团队及严格负债管制	产品风险得到降低
交易结构	基于公募的公司型或信托型	透明度高，流动性好

资料来源：中泰证券研究所

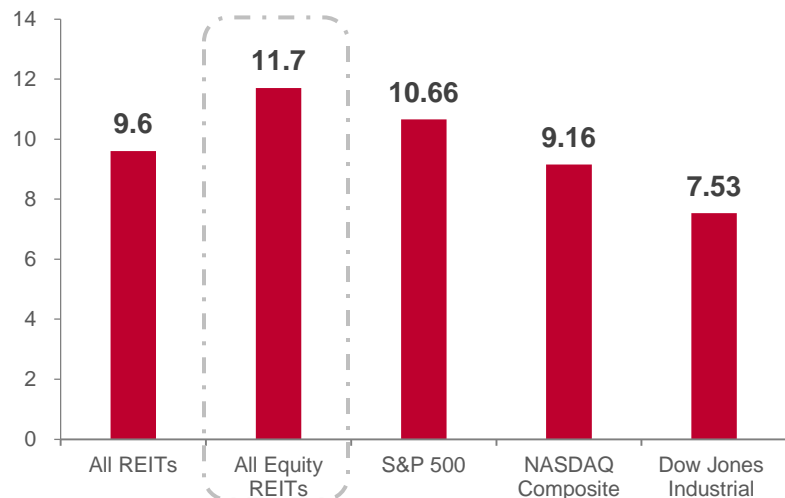
REITs（Real Estate Investment Trusts）不动产投资信托基金，是一种通过发行收益凭证汇集多数投资者的资金，交由专门投资机构进行不动产投资经营管理，并将投资综合收益，按比例分配给投资者的一种信托基金。

5.2 REITs特点——高收益

REITs非常适合长期持有：拉长周期看，1972-2018年间，美股各类资产的年化收益里，占比超过90%的权益类REITs实现了11.7%的CAGR领先其余指数。权益类REITs收益高且稳定，不仅在熊市中依靠稳定的租金收益穿越周期，同时，管理层通过资本运作并购新物业不断提高其增长率。

中短期持有也有不错回报率：中短期下，REITs由于其收益靠稳定的租金，增速与波动难于股票市场其他产品相比，如近年美股的爆发行情并未惠及到REITs，即便如此，我们以占绝大多数的权益类REITs与标普500指数来对比后发现，美股10年长牛间，REITs的收益率并没有落下很多，在3年及15年期的回报率方面与其他股指非常接近。

图：1972-2018年美股不同指数年均回报率



资料来源：NAREIT、中泰证券研究所

图：不同时间跨度下各指数年均回报率

	All REITs	All Equity REITs	S&P 500	Russell 2000	NASDAQ Composite	Dow Jones Industrial Average
2018YTD	1.8	1.78	10.56	11.51	17.48	8.83
1-Year	4.22	4.31	17.91	15.24	25.17	20.76
3-Year	9.53	9.84	9.81	9.38	9.88	8.36
5-Year	9.66	9.57	13.95	11.07	17.72	14.57
10-Year	8.06	7.77	11.97	11.11	15.72	12.22
15-Year	9.09	9.63	9.65	10.12	10.55	9.97
20-Year	9.69	10.11	7.42	9.45	8.1	8.78
25-Year	9.53	9.84	9.81	9.38	9.88	8.36

资料来源：NAREIT、中泰证券研究所

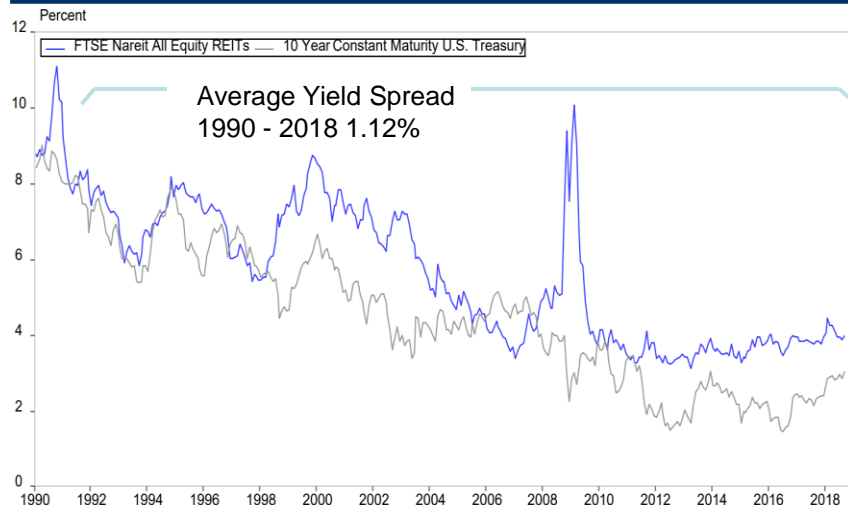
5.2 REITs特点——高派息

由于美国对于REITs有最低分红要求：每年的分红最少为应税收入90%。因此美股REITs均有较高的派息率，我们用10年国债收益率与标普500成分股股息率做对比参考：

大多数年份派息高于10年国债收益：1990-2018年间，美股REITs的分派率常年在10年国债收益率之上，具体来看，28年间REITs与10年期国债的平均年收益差值在1.12%。

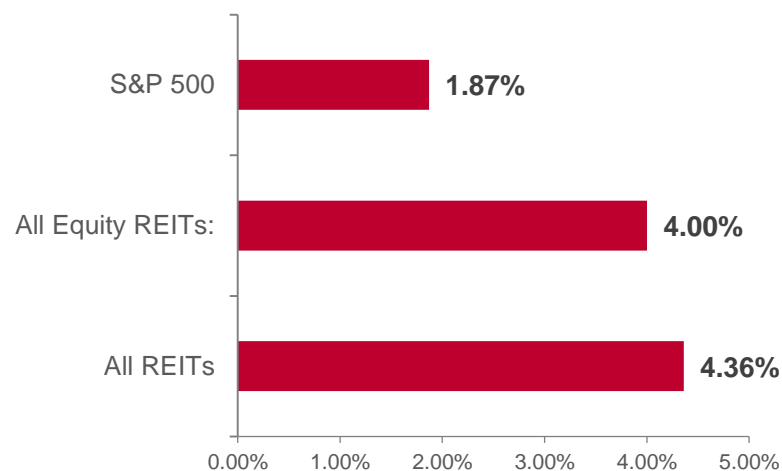
大幅高于标普500平均股息率：2017年，美股公募上市REITs派息总计532亿美元，股息率达到4.36%；同期标普500成分股平均派息率为1.87%。

图：美股REITs分派率常年高于10年国债收益率



资料来源：NAREIT、中泰证券研究所

图：2017年REITs与标普500股息率情况



资料来源：NAREIT、中泰证券研究所

5.2 REITs特点——低相关性

低相关性：REITs与其余大类资产的相关性相对较低，可以帮助分散组合风险。1988年-2018年，REITs股票与道琼斯的相关性为0.57、纳斯达克为0.42、标普500为0.61，整体相关性较低，有利于分散投资组合风险。

图：1988-2018年美股投资回报相关性比较（截至2018.9.30）

较低的相关系数

	FTSE Nareit All Equity REITs	DJ US Total Stock Market	Nasdaq Composite ¹	Nasdaq 100 ¹	S&P 500/ Citigroup Value	S&P 500	S&P 500/ Citigroup Growth	S&P Utilities	Russell 2000 Value	Russell 2000	Russell 2000 Growth	ICE BofAML Corp/Govt	ICE BofAML MBS	Bloomberg Barclays US Agg Credit - Corp - High Yield	Dow Jones Industrial Average ¹
Period For Upper Right: Sep. 2008 - Sep. 2018															
FTSE Nareit All Equity REITs	1.000	0.756	0.694	0.650	0.758	0.743	0.696	0.502	0.774	0.752	0.710	0.286	0.111	0.716	0.694
DJ US Total Stock Market	0.572	1.000	0.957	0.914	0.977	0.997	0.973	0.438	0.914	0.934	0.928	0.045	-0.112	0.725	0.962
Nasdaq Composite ¹	0.422	0.885	1.000	0.982	0.891	0.949	0.967	0.361	0.851	0.898	0.921	0.008	-0.134	0.713	0.885
Nasdaq 100 ¹	0.355	0.849	0.972	1.000	0.833	0.913	0.955	0.363	0.759	0.815	0.849	0.032	-0.112	0.709	0.844
S&P 500/ Citigroup Value	0.608	0.942	0.722	0.686	1.000	0.978	0.914	0.422	0.916	0.909	0.879	0.017	-0.140	0.682	0.964
S&P 500	0.547	0.988	0.834	0.817	0.956	1.000	0.978	0.452	0.889	0.906	0.899	0.053	-0.103	0.708	0.972
S&P 500/ Citigroup Growth	0.451	0.955	0.872	0.874	0.844	0.964	1.000	0.462	0.824	0.864	0.881	0.085	-0.061	0.705	0.937
S&P Utilities	0.393	0.393	0.197	0.198	0.461	0.408	0.328	1.000	0.333	0.334	0.327	0.439	0.290	0.382	0.443
Russell 2000 Value	0.721	0.828	0.700	0.605	0.828	0.778	0.673	0.356	1.000	0.986	0.945	-0.024	-0.159	0.655	0.857
Russell 2000	0.626	0.876	0.854	0.763	0.793	0.804	0.752	0.306	0.947	1.000	0.986	-0.027	-0.168	0.683	0.860
Russell 2000 Growth	0.519	0.863	0.914	0.834	0.729	0.783	0.772	0.261	0.851	0.974	1.000	-0.030	-0.173	0.696	0.839
ICE BofAML Corp/Govt	0.188	0.068	-0.007	0.017	0.066	0.090	0.103	0.313	-0.003	-0.027	-0.047	1.000	0.815	0.235	0.026
ICE BofAML MBS	0.105	0.070	-0.004	0.026	0.065	0.095	0.113	0.234	-0.018	-0.036	-0.050	0.867	1.000	0.037	-0.118
Bloomberg Barclays US Agg Credit - Corp - High Yield	0.583	0.620	0.544	0.488	0.587	0.590	0.549	0.315	0.623	0.617	0.577	0.198	0.135	1.000	0.630
Dow Jones Industrial Average ¹	0.509	0.922	0.724	0.708	0.942	0.947	0.879	0.389	0.743	0.732	0.689	0.043	0.067	0.535	1.000
Period For Lower Left: Sep. 1988 - Sep. 2018															

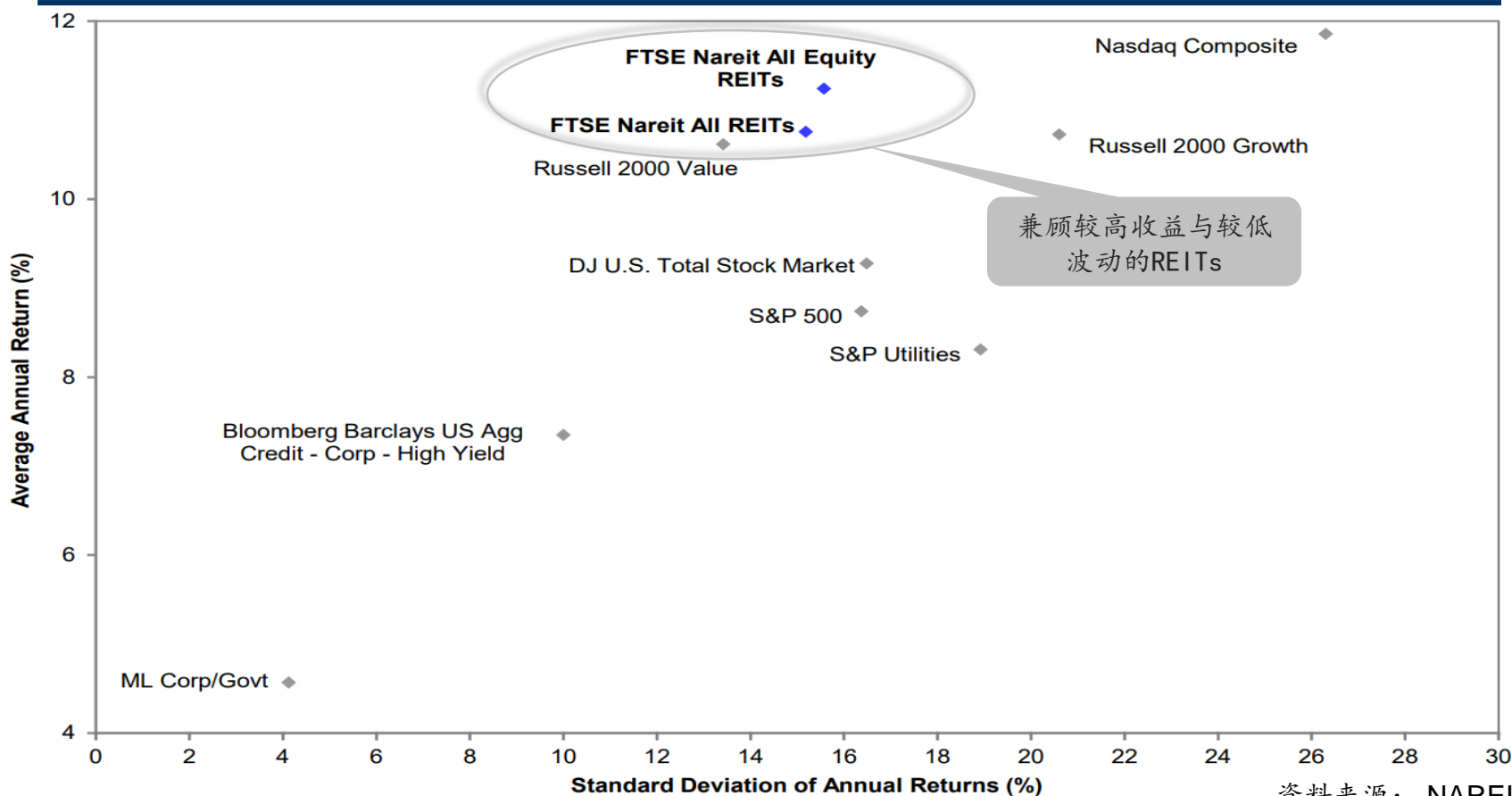
¹ Price only returns.
Source: Nareit®, FactSet.

资料来源：NAREIT

5.2 REITs特点——低波动

低波动：REITs在美国扩张较为迅速，但其波动性总体而言低于大多数股票市场，高于固收产品。原因有两点：一是其高股利的分配方式降低业绩预期对股价影响；二是基于物业经营收益与不动产增值的业绩有较强的可预测性。

图：1988-2018年美股投资回报相关性比较（截至2018.9.30）



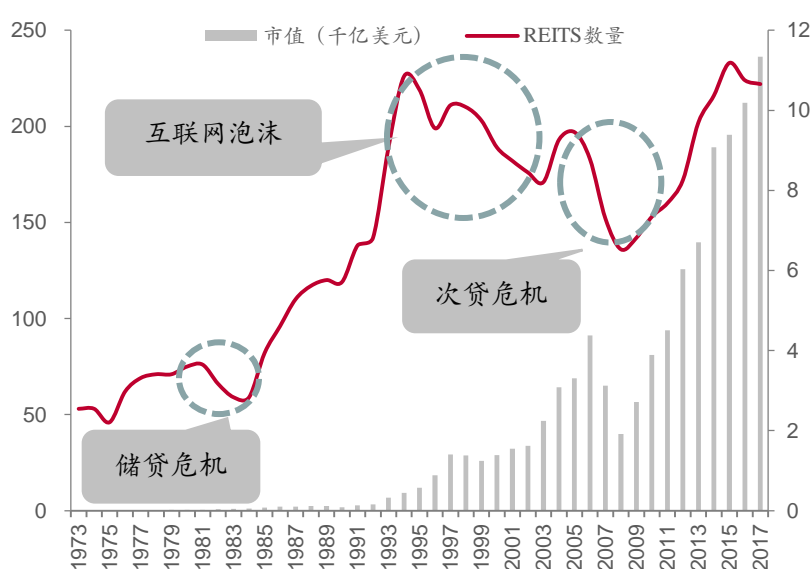
资料来源：NAREIT

5.3 REITs起源与发展——诞生与现今最大规模均在美国

REITs诞生于20世纪60年代的美国，现今在美国拥有最大的规模。截至2017年末，美股在FTSE Nareit注册的REITs共222支，其中权益型REITs181支。

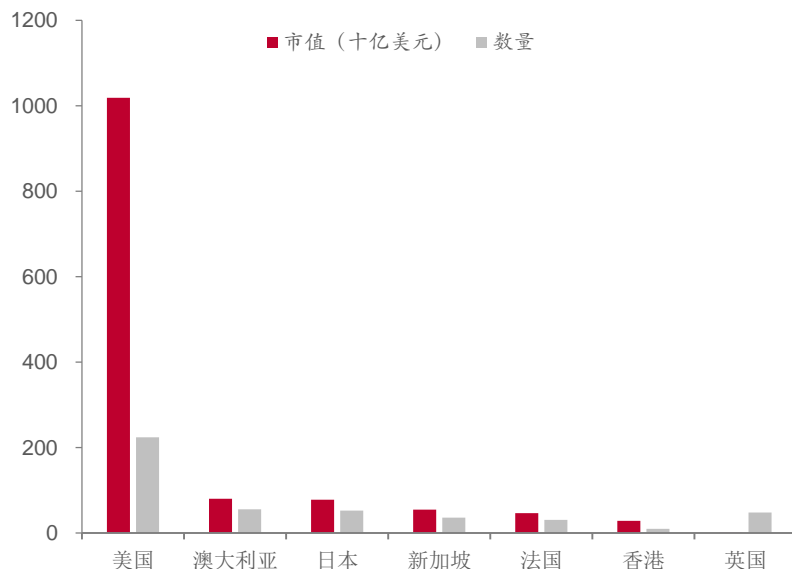
总体而言，纵观70年代至今，美国REITs发展迅速，中间有些波折，其中较为明显的三次衰退，分别为80年代中期的储贷危机，20世纪初的互联网泡沫及2007年的次贷危机时期，可见REITs市场与经济周期及房地产市场起伏依然具有较强的关联性。

图：美股REITs历史发展的数量与规模



资料来源：NAREIT、中泰证券研究所

图：美股REITs规模全球最大



资料来源：NAREIT、中泰证券研究所

5.3 REITs起源与发展——REITs的分类标准

表：REITs的分类标准

分类方式	特征
按投资对象	<p>权益型：入股经营、可转股权，收益受经营状况影响大；允许投资者决定投资的物业类型、地理区域等 （REITs发展至今，各国市场都以权益型为主）</p> <p>抵押型：用于房地产抵押贷款/购买MBS，收益来自手续费、贷款利息等，不参与经营，风险低</p> <p>混合型：风险、收益介于上述两者间</p>
按募集方式	<p>公募：面向社会公众募集资金，流动性较强，风险分散化</p> <p>私募：面向特定投资者非公开发行，灵活性高</p>
按运行方式	<p>封闭：在存续期内份额不变，不可赎回，可交易</p> <p>开放：在存续期内份额不定，可赎回</p>
按是否上市	<p>公开交易型</p> <p>不公开交易型</p> <p>非交易型：流动性差，无公允价值，前段销售费用高，分红可能来自于非资产利得；第三方投顾存利益冲突风险，风险高，回报高，数量少，规模小</p> <p>私募型：公布信息极少，只针对高净值客户销售</p>
按组织形式	<p>信托型：受益凭证、信托法律关系</p> <p>公司型：信托股份，股东与公司关系</p>

资料来源：NAREIT、中泰证券研究所

5.3 REITs起源与发展——REITs业态种类多

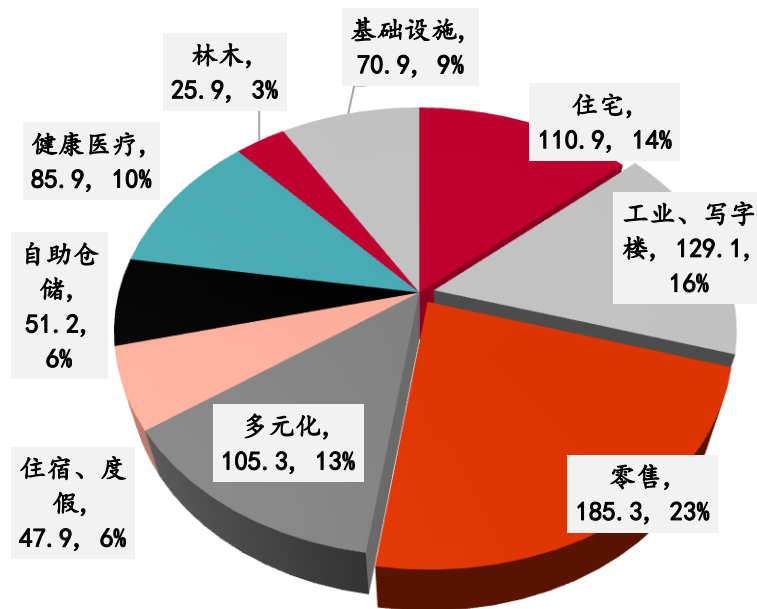
REITs按物业类型划分为：公寓、零售、写字楼、工业地产、旅游、自助存储与健康管理等7个大类，每一物业类型都有其个性化优势、风险、亦或周期。这在保证REITs风险分散化得以实现的同时，也对投资者或其专业管理团队对每类物业的估值能力有较高要求。

图：不同业态REITs的特征

物业类型	租约	现金流	抗经济衰退	特点
公寓	-	稳定	强	对就业、工资、房屋市场供需敏感
零售	长期	稳定	弱	销售习惯改变，冲击大
写字楼	长期	稳定	弱	周期性强
工业	-	-	弱	建造周期短，对供需反应快
健康护理	-	-	强	受承租人财务能力和政府政策影响大
自助存储	-	-	强	抵抗经济衰退

资料来源：NAREIT、中泰证券研究所

图：美股REITs不同业态市值（十亿美元）占比



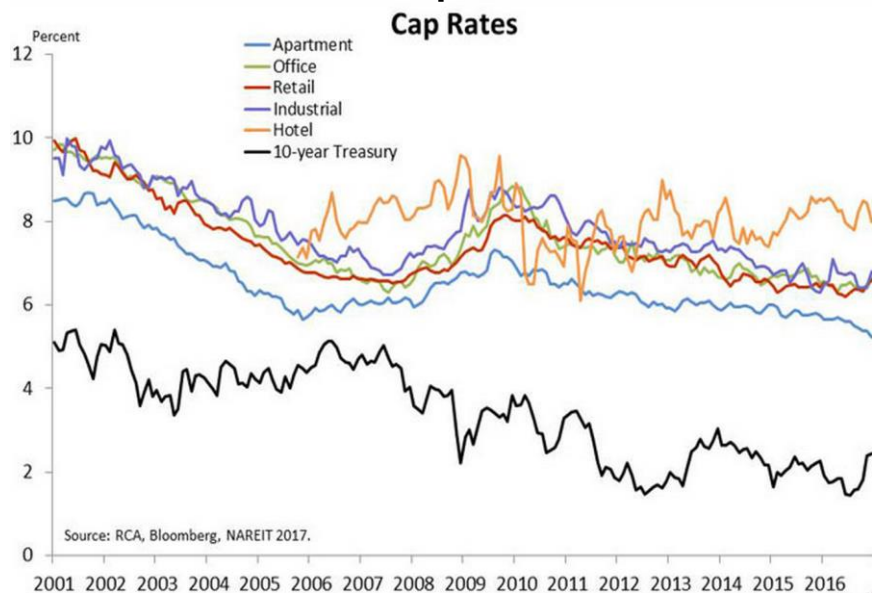
资料来源：NAREIT、中泰证券研究所

5.3 REITs起源与发展——不同类型REITs收益率会有差别

长期看，美国各类型REITs物业年资产回报率稳定在7%-10%之间，相差不大，但大幅领先10年期国债收益率。

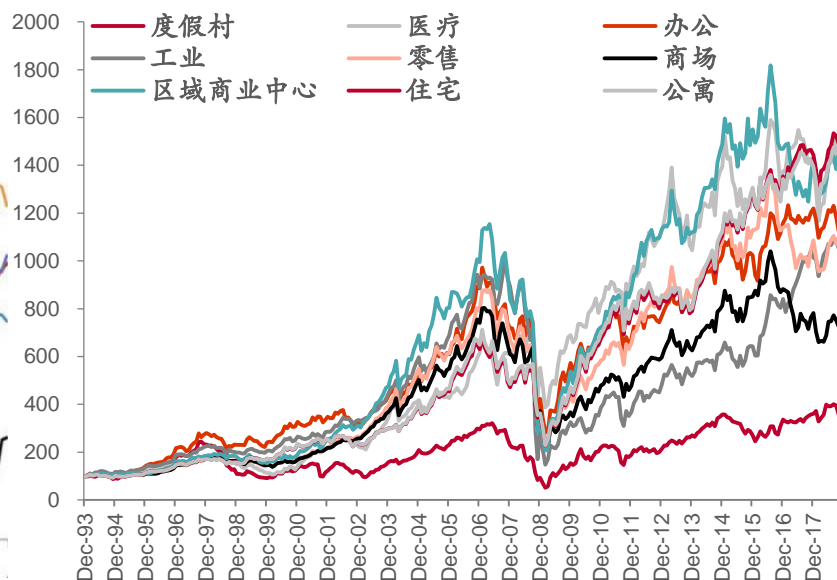
不同物业类型REITs收益有较大分化：以美股REITs为例，1993年至今的表现看，住宅、医疗、公寓与商业综合体收益增幅最大，25年间翻了14倍；其次为办公、零售与工业用途的物业，25年翻了10倍左右；而购物中心与度假村涨幅较小，分别为7倍与3.5倍。

图：不同业态REITs的cap rates走势



资料来源：RCA, Bloomberg, NAREIT 2017

图：1993年至今，不同业态REITs的收益指数对比



资料来源：NAREIT、中泰证券研究所

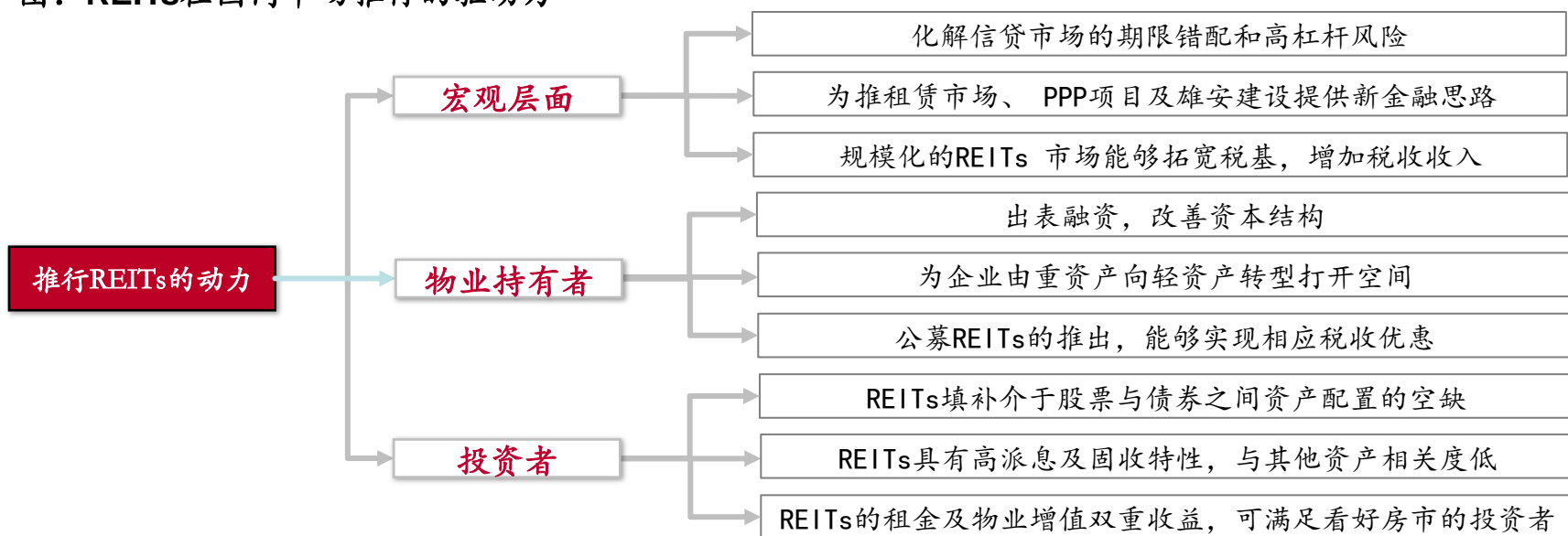
5.4 国内REITs探索之路——为什么推行REITs呼声高涨

宏观方面，REITs对于降杠杆、引导发展租赁市场及推行PPP项目都是非常有效的解决方案，政府对REITs推进有较强的诉求。

对于物业所有者，REITs在当前环境下打开融资渠道的作用不容忽视；同时，也是给重资产持有经营方一个难得的转型轻资产加快周转的退出渠道。

对机构投资者，REITs风险与收益大体介于股票和债券之间，能较大的缓解资本市场“资产荒”局面；而看好房地产市场的个人投资者也可以不用直接配置房产，借投资REITs来分享物业增值的红利。

图：REITs在国内市场推行的驱动力



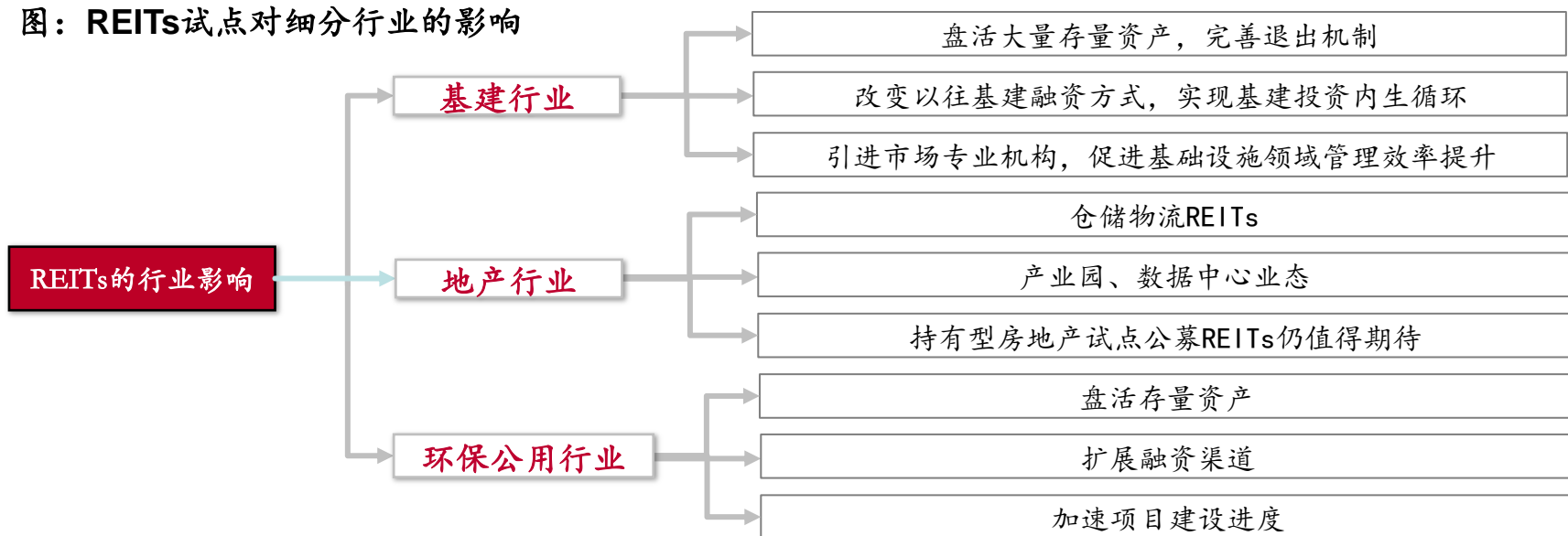
资料来源：中泰证券研究所整理

5.4 国内REITs探索之路——REITs试点的影响

从行业影响看，本次基础设施REITs试点优先支持基础设施补短板行业，如交通设施，市政工程，污染治理项目；鼓励新型基础设施，以及国家战略性高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。

对于地产板块，本次试点明确不包括住宅和商业地产，但纳入试点的仓储物流与产业园区有望受益，建议关注拥有优质园区类资产的企业，如招商蛇口，以及拥有优质仓储物流类资产的企业，如万科的万纬物流（未上市）、南山控股；同时，若未来试点拓展到商业地产，则地产基金标光大嘉宝也有望受益。

图：REITs试点对细分行业的影响



资料来源：中泰证券研究所整理

目录

1.基本面：疫情冲击有限，4月初基本满员复工

2.政策面：中央坚持“房住不炒”，地方积极“一城一策”

3.资金面：流动性整体偏宽松，融资成本下行显著

4.公司面：集中度提升、杠杆与投资下降

5.展望存量时代：

➤ 公募REITs：试点破冰

➤ 物业管理：疫情后价值重塑

6.1 物业管理：疫情催生行业价值认知重塑

疫情前：人们普遍认为物业就是做卫生、门岗。

疫情时：差的物业，或许依然是卫生、门岗+测温；好的物业，有高频次消毒、便民服务、严格的检测与隔离措施、细致的防疫提醒，让业主获得更高的安全感。

疫情后：物业服务或将纳入基层治理体系。

图：物业总部通过“集控中心”进行全国视频轮巡



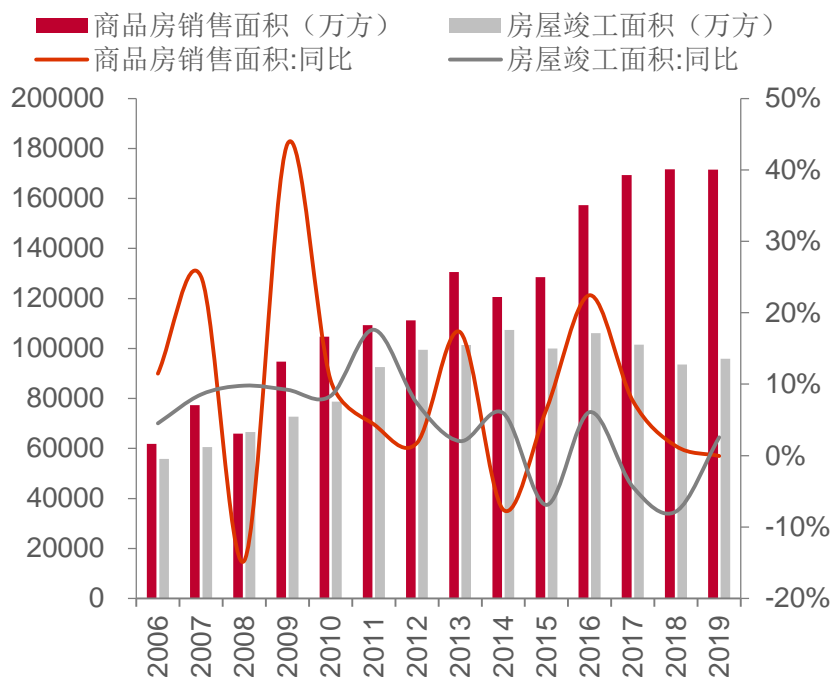
资料来源：越秀物业、中泰证券研究所

6.2 物业服务的市场空间在持续延展（一）

在管面积的扩张：房屋持续竣工与物业管理服务渗透率的提升。

服务业态的扩张：目前人们熟知的业态是住宅、商业、工业；政府正逐步把行政服务和公共设施服务社会化，同时，大量国企家属小区三供一业也在进行社会化分离移交。

图：房屋竣工持续提升



图：未来物业物业业态会拓展至各个主体

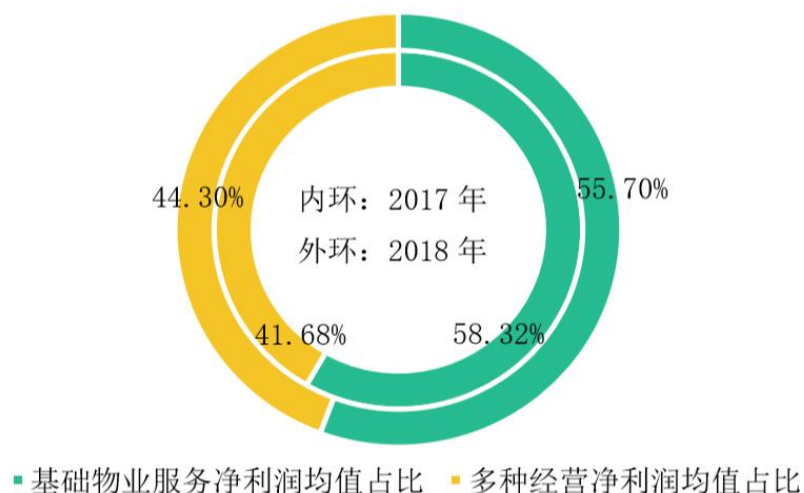


资料来源：财政部、公司公告、CRIC、中泰证券研究所

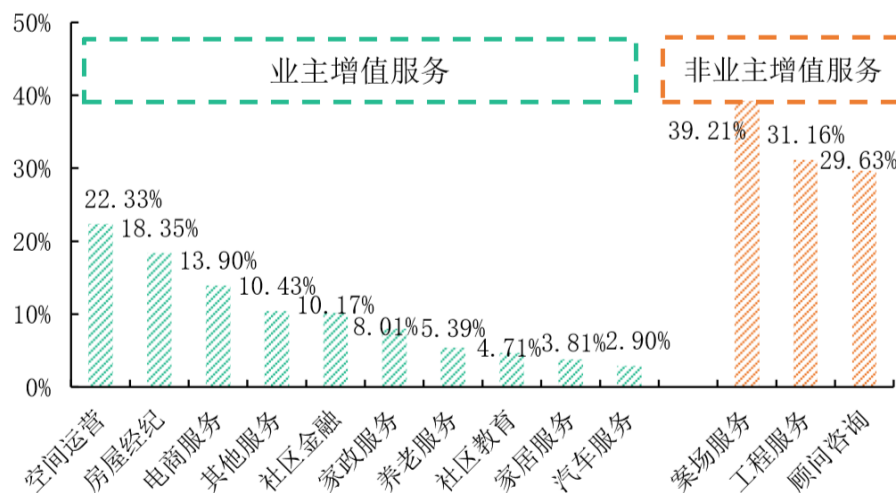
6.2 物业服务的市场空间在持续延展（二）

服务的扩张带来利润的扩张：物业行业不断围绕业主和开发商培育服务，其多种经营活动业务持续拓展的同时，盈利贡献占比已经超过5成。

图：增值服务贡献利润占比超过5成



图：增值服务业态广泛，可拓展领域多



资料来源：2019中国物业服务百强企业研究报告

6.2 物业服务的市场空间——至2022年行业规模或超万亿

物业管理行业主要分基础服务业务与增值业务，增值服务增速较快，我们保守给予其未来三年年均20%的增速。基础服务业务主要由在管面积和单位面积管理费决定：对于在管面积的测算，我们从存量渗透率提升与新建住房竣工两个维度去分析：对于单位面积管理费，可以结合不同业态的历史管理费水平及行业发展现状趋势去预判。

图：物业管理行业市场规模测算

指标		住宅	商业	办公	其他
预计各业态占比		71.52%	6.28%	8.83%	13.38%
基础业务	增量总在管面积（亿方）	50			
	增量分业态面积（亿方）	35.76	3.14	4.41	6.69
	各业态单位面积均价（元/平/月）	2.28	7.01	7.88	4.25
	各业态市场规模（亿元）	979.78	263.87	417.15	340.92
	新增市场规模（亿元）	2002			
	存量市场规模（亿元）	8103			
	截至2022年市场规模（亿元）	10105			
增值业务	截至2022年市场规模（亿元）	2021			
截至2022年物业管理市场总规模（亿元）		12126			

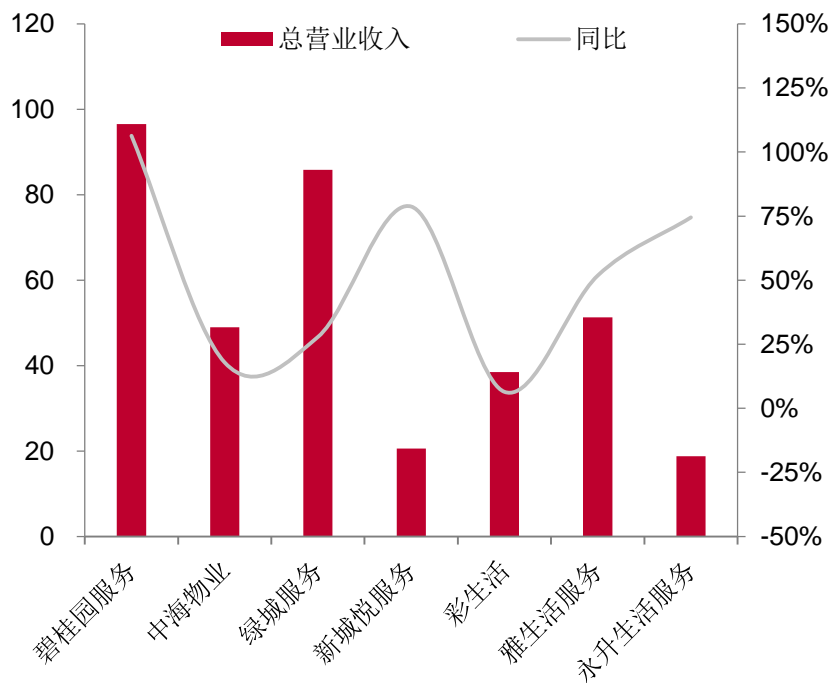
注：测算来源已发布报告《物业管理行业：兼顾成长与防守，快速成长的价值蓝海》

资料来源：2019中国物业服务百强企业研究报告

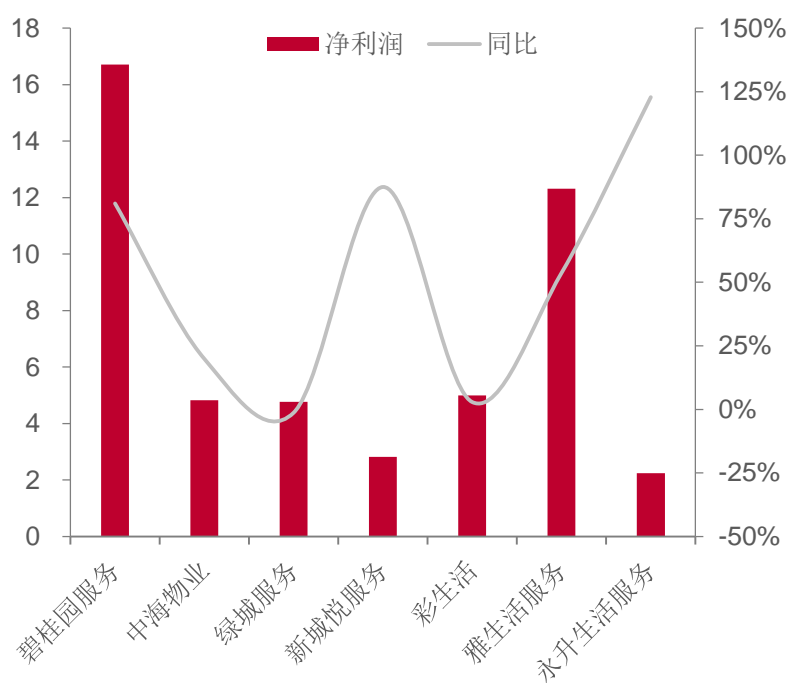
6.3 上市物业公司的特点—高成长

收入与业绩高速增长：行业整体收入和业绩增长都较快，部分公司如碧桂园服务、新城悦、永升生活服务收入增速几乎翻倍。行业收入和业绩的快速提升主要源于广阔的市场空间带来规模的不断扩张，增值服务不断拓展，以及管控效率的提升。

图：部分上市物业公司营收情况（亿元）



图：部分上市物业公司业绩情况（亿元）

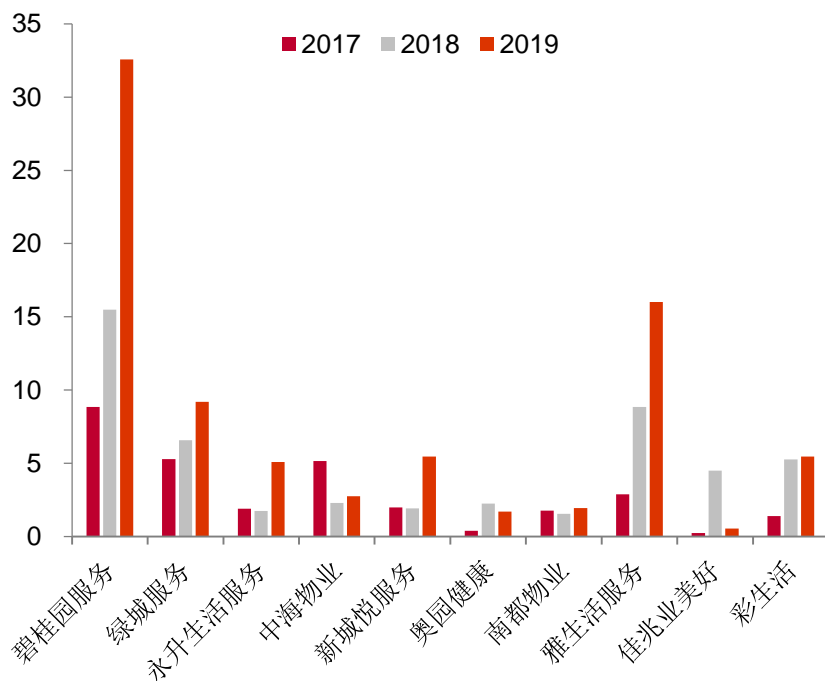


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

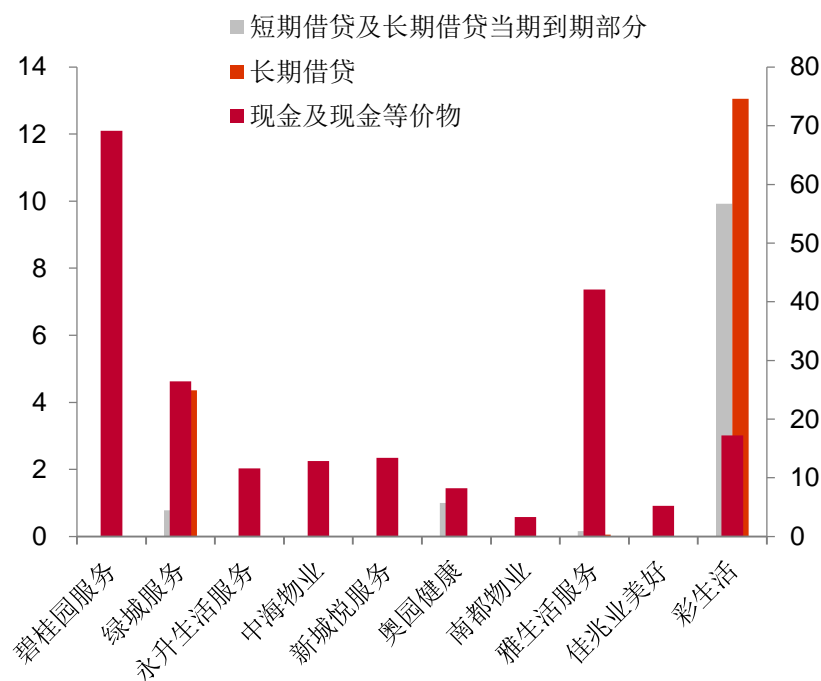
6.3 上市物业公司的特点—强现金流、低负债

强现金流属性较为明显：物业管理行业作为经营性服务业，属于轻资产运营，主要以围绕物业展开的一系列衍生服务为主（基础或增值），除了特定的并购支出，正常经营下，行业现金流会处于一个较为健康的状态。具体从公司看，2017-2019年，行业主要上市公司现金流净额均为正，且大多数时期现金储备都在增加，财务结构优良。

图：部分物业公司经营活动现金流量净额（亿元）



图：部分物业公司2019年现金与有息债情况（亿元）



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

6.4 物业服务是资本市场今年以来表现最好的板块

得益于行业广阔的市场空间、高成长性、健康的财务结构及持续产生净现金的经营模式，持续受资本市场青睐；疫情并未给行业带来严重冲击，相反，让政府和社会、业主意识到物业管理作为基层治理重要的一环，承担着重要任务，浙江、陕西、广州、深圳等地均出台疫情期间的物业补贴政策；同时，疫情也催生了如代业主买菜等更多的便民服务业态。

图：年初至今A股各行业板块和物业股涨幅比较（截至2020年5月6日）

代码	名称	年初至今	代码	名称	年初至今
801150.SI	医药生物(申万)	16.56%	1995.HK	永升生活服务	105.68%
801010.SI	农林牧渔(申万)	15.73%	2669.HK	中海物业	70.00%
801750.SI	计算机(申万)	14.48%	6049.HK	保利物业	66.84%
801710.SI	建筑材料(申万)	10.70%	3319.HK	雅生活服务	54.46%
801730.SI	电气设备(申万)	10.21%	3316.HK	滨江服务	54.44%
801080.SI	电子(申万)	9.70%	1755.HK	新城悦服务	42.69%
801770.SI	通信(申万)	8.44%	9928.HK	时代邻里	39.59%
801120.SI	食品饮料(申万)	6.00%	3662.HK	奥园健康	36.01%
801740.SI	国防军工(申万)	4.32%	001914.SZ	招商积余	35.88%
801230.SI	综合(申万)	1.46%	6098.HK	碧桂园服务	35.05%
801760.SI	传媒(申万)	-0.07%	002968.SZ	新大正	27.44%
801200.SI	商业贸易(申万)	-0.36%	2168.HK	佳兆业美好	25.95%
801890.SI	机械设备(申万)	-0.42%	9909.HK	宝龙商业	25.66%
801720.SI	建筑装饰(申万)	-2.25%	2869.HK	绿城服务	19.62%
801030.SI	化工(申万)	-2.92%	603506.SH	南都物业	-4.23%
801880.SI	汽车(申万)	-3.25%	1538.HK	中奥到家	-6.90%
801210.SI	休闲服务(申万)	-4.39%	3686.HK	祈福生活服务	-7.02%
801160.SI	公用事业(申万)	-5.45%	2606.HK	蓝光嘉宝服务	-12.17%
801140.SI	轻工制造(申万)	-6.14%	1778.HK	彩生活	-17.21%
801130.SI	纺织服装(申万)	-8.17%	1417.HK	浦江中国	-28.93%

资料来源：WIND、中泰证券研究所

投资建议

市场面，成交基本恢复至疫情前水平。从近期市场表现看，一二手房环比成交持续修复，重点城市推盘也去化率有一定的提升，售楼处访客量大体恢复至去年平均水平，部分地区甚至更好。

政策面，供给侧支持频出，需求侧宽松可期。2月中旬以来，多个省市相继推出了各类涉房支持政策，从土地出让金缓缴及降低比例、预收资金监管放松，信贷适度宽松，预售标准条件放宽等多个维度给予行业有力支撑，但主要集中在供给侧；需求侧的政策支持涉及触碰“限购、限售、限贷、限价”等核心调控手段，有望等疫情影响结束市场恢复稳定后，以因城施策式的出现放松。

资金面：货币整体宽松，融资成本下行。近半年来，LPR一直呈下降趋势，4月20日LPR的报价，5年期下降10个基点。受当前国内外环境影响，货币环境或长期偏宽松，房企融资虽然监管未放松，但从近期国内外市场融资情况看，尤其是境外融资，不仅额度增加，成本也有显著的降低。

当前房地产板块估值处历史底部，回溯历史，估值底部对应基本面与政策的底部；现阶段行业基本面持续修复，政策与货币环境均稳中有松，估值下行空间已较为有限，上行修复概率更高；同时，龙头房企业绩有保障，建议积极把握当前板块估值修复期及龙头公司业绩有相对确定性优势的投资机会。配置方面建议三条主线：

- 地产股推荐:万科A、保利地产、融创中国、旭辉控股、华夏幸福、新城控股；
- 物业板块建议关注：保利物业、永生生活服务、招商积余、中海物业；
- REITs相关标的推荐:光大嘉宝、南山控股。

重点推荐公司的盈利预测表与估值表

公司名称	股价(元)	EPS				PE			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
万科A	26.26	3.44	4.02	4.75	5.57	7.63	6.53	5.53	4.71
保利地产	15.89	2.35	2.93	3.59	4.18	6.76	5.42	4.43	3.80
融创中国	33.75	5.99	6.90	8.43	10.16	5.63	4.89	4.00	3.32
旭辉控股集团	5.82	0.82	1.01	1.24	1.50	7.10	5.76	4.69	3.88
华夏幸福	23.50	4.85	6.29	7.87	9.38	4.85	3.74	2.99	2.51
新城控股	32.29	5.61	7.06	8.63	10.2	5.76	4.57	3.74	3.17
保利物业	84.20	1.21	1.31	1.80	2.52	69.59	64.18	46.90	33.35
招商积余	28.79	0.41	0.60	0.82	1.08	70.39	47.98	35.21	26.73
中海物业	9.11	0.15	0.19	0.25	0.31	62.16	47.23	36.57	29.14
永升生活服务	11.80	0.15	0.24	0.37	0.55	80.93	49.64	31.84	21.38
光大嘉宝	4.20	0.30	0.36	0.42	0.50	14.00	11.72	9.89	8.33
南山控股	2.90	0.15	0.21	0.26	0.33	19.33	13.94	11.25	8.88

注：未覆盖公司盈利预测来自Wind一致预期，股价为2020年5月8日收盘价

资料来源：Wind、中泰证券研究所

风险提示

- **政府对经济下行容忍度超预期。**当前宏观经济疫情下面临较大压力，在经济不景气情况下，往往会选择放松调控来让地产产业链带动经济复苏。但当下调控基调已经出现改变，从打压变为求稳。因此，此轮周期调控放松时间与力度，或会低于以往依赖地产托底经济时期；既政策松动低于预期，行业基本面修复期延后。
- **流动性改善不及预期。**行业供需两端对资金环境较为敏感，当前流动性有逐渐改善趋势，我们看到房企发债有所放开，但银行开发贷和非标渠道均维持余额管控，出于不让楼市被再度炒热的担忧，不排除流动性维持，或有边际收紧可能。
- **三四线城市销售下滑超预期。**这几年三四线城市销售火爆，一定程度上延长了本轮调控下基本面下行的周期；但随着棚改缩量，需求被透支，加之杠杆推高的房价，三四线城市去化压力已经有所现，不排除上半年三四线城市去化压力进一步加大的可能。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

谢谢!