

# 研究札記

把脉、洞察  
借鉴、提升

第19期  
2016.9

 克而瑞  
研究中心

## 关于CRIC研究中心

克而瑞·研究中心，是易居（中国）企业集团旗下的专业研发部门。组建十余年以来，一直致力于对房地产行业各领域全面研究及企业专项课题的深入探索。迄今为止，我们已经连续七年成功发布中国房地产企业销售排行榜，引发业界热烈反响。

研究半径不仅涵盖以日、周、月、年时间为线索的四大基础研究领域；还包括对宏观、市场、土地、企业战略、企业金融、营销等六大研发方向的深度拓展。每月研究成果出品超过百余份，规模以百万字计，为房地产企业、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。



此处为折裁  
封面的  
剪线

研究札记

第19期

## 我们宁可错过机会 也不能再犯错



观点没有对错，都只是为了支撑自己的战略运作而已——最终时间会给出答案。”

上市房企的中期业绩都已经发布完毕，在业绩发布会上房企的高管自然又是妙语连珠，对销售、地王、未来市场等发表了各自不同的观点。

这其中，在我看来，规模最大的恒大谈规模，净利润最多的中海强调利润，规模和利润真是房地产行业的鱼与熊掌吗？

成功的房企怎么说都有道理，失败的房企则可分为没地开发和没钱开发。

花了真金白银拿的都是好地，开价比自己高的都不理性，你们开心就好。

只要能做出的面包卖出蛋糕价，拿多贵的面粉都没关系。

用自己的钱，拿自己的地，让嘲笑的人没地可拿。

无论市场是好是坏，房地产开发都要继续。

同样有一个好品牌，可以用来向大众输出，也可以用来为自己的资产创造价值。

丁祖昱

易居（中国）企业集团 首席执行官

本期关注  
P41

## 房企中报季

房企的债务能力如何变化？存货规模能否合理？盈利水平是否也  
同样高企？七问房企，看18家典型企业中报如何诠释。

07/ 微言堂

地产热评

17/ 市场把脉

紧缩调控难抑地价房价高热，四季度仍将维持

——2016年三季度中国房地产市场热点剖析与预判

三大方向解读香港房地产市场

67/ 特别关注

2016年房企中报解读

2016半年度房企偿债能力报告

“地王百出”成本攀升，2016上半年房企存货是否还健康？

小股操盘、利息资本化、合作并表 如何影响房企盈利？

---

## 18家典型房企中报面面观

新城发展：业绩提升144%，中报进一步提高销售目标

旭辉集团：厚积薄发，轻资产撬起163%业绩增长

绿地控股：当惯了大地主，做得了野蛮人

龙湖：“稳”中求胜，向750亿发起冲刺

碧桂园：销售增长130%，千亿重金投向科技小镇新增长点

远洋：住宅开发为支撑，四元业务共筑远洋未来

万科地产：核心传统住宅业务稳中求进，加快探索可持续发展模式

中海：最“有钱”房企，2020年目标仅4000亿港元

中国金茂：一级开发贡献高额利润，金茂府成豪宅爆款

雅居乐：战略调整阵痛难免，企业发展整体向好

富力地产：业绩平稳，正努力优化经营状况

华润置地：区域战略升级，聚焦核心城市加强区域深耕

绿城：“一体四翼”战略落地，千亿目标还远吗？

万达商业：退港回A，万达城值得期待

招商蛇口：三大板块同步推进，核心资源价值渐显

禹洲地产：看禹洲的全国化套路

世茂：去库存下艰难转型，创新能否成为新的驱动力？

融创中国：并购之王的财报里藏了多少好货？

---

169 / 榜单聚焦

2016年前三季度房企运营收入榜发布

---

177 / 更多

研究专题卡

研究预告

关于我们

---

## 编委会

Editorial Board

----- 2016年第三期 -----

【 全国企业杂志特等奖  
中国房企优秀内刊 】

出品单位： 克而瑞研究中心

总 编： 丁祖昱 张 燕

主 编： 孟 音 林 波

责任编辑： 崔 琳

编 辑： 罗 雯 李吉春

撰 稿： 杨科伟 朱一鸣 房 玲 沈晓玲

马千里 傅一辰 柳启慧 杨晶晶

谢杨春 俞倩倩 王晓晨 柏品慧

贡显扬 易天宇 朱 伟 刘 敏

洪圣奇 谢夏成

设计总监： 何 玮

媒体支持： 新浪乐居 中房网 地产人网



扫一扫加入研究微信帮，  
你也是房地产行业的百事通！

官方网站： [www.cricchina.com/research](http://www.cricchina.com/research)

新浪微博： [weibo.com/cricyanjiu](http://weibo.com/cricyanjiu)

邮件地址： [research2@cric.com](mailto:research2@cric.com)

联系电话： 021-60867824 021-60867863

### 版权声明

本刊物内容为易居(中国)企业集团克而瑞研究中心所有，未经许可，不得转载！

### 免责声明

本刊中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述市场交易的出价或评估。我司及其雇员对使用本刊中内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。



微言堂

## 苏州、厦门、杭州、南京重启限购，二线城市收紧楼市政策

【事件】下半年以来，继苏州、厦门、杭州、南京相继重启楼市限购政策。自今年初楼市反弹之后，一二线城市再度进入政策紧缩期。

【CRIC点评】目前出台的这些“限购”政策影响范围大多有限，政策力度上也有进一步提升的空间。如果热点城市市场还是“越控越涨”，出台更为严厉的首套房限购等政策也不无可能。

【易居（中国）企业集团CEO 丁祖昱】当前行政手段还在继续大行其道，这实际是政府对市场调节的不自信，我们还是要相信市场、特别是成熟市场的调节能力。

## 北京拟取消农业及非农业户口区分

【事件】9月19日，首都之窗网站公布《北京市人民政府关于进一步推进户籍制度改革的实施意见》，其中提到北京将取消农业户口和非农业户口性质区分，统一登记为居民户口，同时研究“户随人走”的户口迁出政策。

【CRIC点评】以北京、上海为代表的一线城市已进入人口规模上限，亟需降低人口密度、优化人口结构。就房地产市场而言，北京在全国范围内都有着较强的虹吸效应，客群基数庞大，置业需求旺盛，房地产市场整体供不应求的局面难以逆转。

## 政治局首提抑制资产泡沫，剑指房地产吸金黑洞

【事件】7月26日，中共中央政治局召开会议，在部署下半年经济工作、做好“三去一降一补”同时，首次提出中国要抑制资产泡沫，降低宏观税负，深化国企和金融部门的基础性改革。

【CRIC点评】虽然下半年行业政策主基调仍是“去库存”，但针对部分热点城市，政策转变的信号已经非常明显。政策风向转变、信贷收紧无疑将对房地产市场产生极大冲击。无论是房企在“地王”争夺、城市进入还是普通购房者投资买房时，都需要更加谨慎。



**Land 土地****土地市场热度推升至无以复加的地步**

**【事件】**8月地王数量大幅提升至48幅，刷新年内单月新高，全国单价、总价地王、溢价率纪录齐遭刷新；9月南京、苏州、合肥等市集中推地，成交数十幅高价地，热度不断推升。

**【CRIC点评】**在土地供应逐渐放量之下，热点城市将延续地王频出的态势，且热度将向中西部省会城市及沿海三四线城市蔓延。但由于调控政策层面不排除继续加码的可能性，地王投资风险仍需警惕。

**【远洋集团总裁 李明】**远洋成立23年，经历所有调控周期。我们也拿过地王，也犯过错，今天这个行情，我们过往也很熟悉。我们宁可错过这个机会，也不能再犯错。

**招商蛇口华侨城总价310亿联合拿下全国总价地王**

**【事件】**8月29日，在深圳新会展中心（一期）配套商业用地投标中，招商蛇口和华侨城联合体以310亿元成功夺标，一举超越此前广州亚运村保持的255亿全国总价地王纪录。

**【CRIC点评】**此次深圳全国总价地王被国企招标获得，实际上可看做是深圳政府定向出让。其中11幅地块均是商业用地，唯一值得关注的是约60万平方米的商业公寓以及接近30万平方米的商业办公，在同区域的新房、二手房价格已经超过4万元/平方米之上，未来该地块上建成公寓将成为企业溢价的出口。

**融信110亿竞得静安中兴社区地块，刷新全国单价地王**

**【事件】**8月17日，融信以总价110.1亿元竞得静安中兴社区N070202单元332-01-A、333-01-A地块，成交楼板价100315元/平方米，溢价率139%，刷新了全国单价地王纪录。

**【易居（中国）企业集团CEO 丁祖昱】**融信确实是一家有话题性的公司，很多房企对这块地的预期比现在看到的要更高。在现在的房地产市场，要么成为狩猎者，要么成为猎物。对于今天质疑的房企，我认为还不如踏实拿地，做好自己手里的项目。

Market 市场

## 8月70大中城市房价继续上涨，郑州环比涨5.6%居首

【事件】9月19日，8月70个大中城市住宅销售价格数据显示，新建商品住宅价格环比下降的城市有4个，上涨的城市有64个；环比价格变动最高涨幅为郑州5.6%。

【CRIC点评】8月房价快速上升，仍然是以下两个因素没有变化：一是近期土地市场地王热度不减，快速上涨的地价推高房价上涨预期；第二，信贷仍非常宽松，房产投资未来仍是资金流向的焦点领域。

【住建部住房政策专家委员会副主任 顾云昌】下半年房地产市场将会比较平稳，增速会放缓。由于房价已经到达周期高位，明年部分城市房地产市场将出现负增长。

## 20城二手住宅成交持续回升，上海交易量激增6成

【事件】据CRIC监测，8月20城二手住宅共成交1321万平方米，环比增长2%，同比增长14%，单月成交量仍在近一年成交平均值之上。

【CRIC点评】总体来看，热点城市政策风向偏紧已成事实，结合新房成交来看，多数城市政策效果并不明显，不排除政策继续加码的可能性，或将抑制二手住宅成交。

## 沪深两市人口规划呈现“一紧一松”巨大差异

【事件】9月22日“上海2040”规划发布，未来上海常住人口增量仅为85万人。而深圳规划人口增量342万人为一线城市最多，且传言将于近期发布人才落户新规。沪深两市这样“一紧一松”人口规划呈现出巨大差异。

【CRIC点评】得益于人口规划“提质”与“增量”殊途同归的支持，未来三五年上海、深圳楼市的成交规模的上行空间确实不大，但二市攀高的价格风险依然有望得到化解。尤其是上海如若能够实现人口的“腾笼换鸟”、在住房需求结构持续偏向高端化的推动之下，未来房价仍将迎来一波迅速的高位上扬。

## 恒大上调2016年度销售目标50%至3000亿元

【事件】8月9日，中国恒大集团公告宣布，将2016年度合约销售目标上调至3000亿元，较2000亿元的原定目标上升了50%，较2015年的实际合约销售额增长了49%。

【CRIC点评】最值得关注的是恒大的销售贡献不仅来自于一线和二线重点城市，更包括了其他房企难以生存的三四线城市，恒大的品牌影响力、标准化管理制度、高压高激励下的执行效率确保其始终保持行业领先的周转速度。

【恒大集团总裁 夏海钧】今年完成3000亿目标非常有信心，而且会超额完成，这主要源于产业集中度的提高，源于恒大优质土地布局已经完成，源于恒大有充足现金做准备。

## 碧桂园将投千亿建“科技小镇”项目 面积均超5平方公里

【事件】碧桂园8月9日于广东顺德举行“产城融合战略”发布会暨“科技小镇”项目启动会，未来将投入超1000亿元规模建设资金。

【CRIC点评】在我国产业转型升级的背景下，这是城市和产业相互保障依托，促进居住和就业相融合的一种发展思路。科技小镇项目作为碧桂园对其传统“大盘模式”的升级和革新，有望解决一线城市科技创新成本高昂、空间拥挤、高房价和人群溢出等问题。

## 旭辉合作河南博澳实业，首入郑州

【事件】9月10日，旭辉集团官方微信公布，其与河南博澳实业集团有限公司签订合作协议，双方将联合开发郑州博澳白沙项目，这也是旭辉在郑州的首个项目。

【CRIC点评】“合作-开发”模式是旭辉获取项目、进入新市场的重要策略。企业今年还利用该方式合作佛山金盛集团实现首入佛山。回顾旭辉历程，其合作伙伴包括香港置地、恒基、绿地、龙湖等企业。在当下公开土地市场竞争激烈的形势下，无疑是低价获取项目开发的一个捷径。

Merge 并购

## 融创不断“买买买”

【事件】9月18日晚间，融创中国宣布拟以137.88亿收购联想控股旗下融科智地42个物业项目的权益。仅3天之后，融创两次宣布认购金科地产16.96%股份，总代价约40亿。

【丁祖昱】今天融创完全市场化的路径，归根结底是因为企业的掌舵人老孙是一个有规模情结的人。在这样规模扩张的过程中，融创也有望引领整个行业的发展。

【融创执行董事兼行政总裁 汪孟德】收并购是我们从前一两年一直在做的，未来仍是我们主导的方向，包括今年上半年，收并购超过了新增项目2/3的份额。

## 花样年收购万达物业，对价20亿涉6000万平方米

【事件】8月1日下午，花样年控股集团有限公司和彩生活服务集团有限公司发布联合公告，正式宣布收购万达物业。

【CRIC点评】近年来，房企结合自身优势积极谋求转型，寻找其他利润点。而此次花样年20亿收购万达物业，这意味着花样年体系内的开元国际物业将会为万达物业旗下住宅类社区提供物业顾问及管理服务。从各方面来说都是中国物业管理行业迄今为止规模最大的一次合作。

## 大悦城以近百亿挂牌价出售49%股权

【事件】7月18日，大悦城地产有限公司发布公告称，将公开挂牌出售旗下立运有限公司、熙安有限公司及锦星有限公司49%股份，挂牌总价不低于92.89亿元。交易完成后，大悦城将保留目标公司51%的股份，且将继续管理目标公司持有的物业项目的运营或开发。

【CRIC点评】此次出售三家公司49%的股权，可以说是大悦城轻资产战略的进一步落实。大悦城的轻资产模式分为两种，一种是无股操盘，另一种是小股操盘。这次出售子公司股权，可以说就是企业第二种“轻资产”模式的推进。

## 绿地金融成立绿地亚洲证券

【事件】绿地金融投资控股集团有限公司9月21日宣布，旗下绿地(亚洲)证券公司正式成立，目标在三年内资产管理规模超过100亿美元。

【CRIC点评】金融是绿地的三大多元化业务板块之一，也是发展速度最快的板块，已经进军互联网金融、资产管理、信托、创投、股权投资等业务。此举将进一步增加绿地在金融行业的影响力，增加净利润，并与其他金融业务协同发展。

【绿地金融董事长 耿靖】十年前，房地产是大型企业的标配，未来金融变成了标准配置。对于年销售规模在1000亿以下的房企，布局金融还未到火候。

## 泰禾发起设立福建首家民营银行

【事件】9月19日，泰禾发布公告称，拟与永辉超市股份有限公司等9家公司发起设立福建华通银行股份有限公司。

【CRIC点评】事实上，早在2010年，泰禾集团就曾战略投资福建海峡银行、福州农商银行、东兴证券，之后也曾斥资25亿设立平潭金控公司，参与发起成立海峡人寿保险等。泰禾此次参与设立民营银行有助于进一步完善其大金融布局，将构筑起一条涵盖银行、证券、保险、第三方支付等多领域的“大金融”全产业链。

## 碧桂园分拆物业服务A股IPO已获证监会受理

【事件】9月7日，碧桂园发布公告，公司非全资附属公司碧桂园物业服务就其首次公开发行人民币普通股（A股）并于上交所上市向中国证监会递交申报材料，并已收到受理通知。

【CRIC点评】碧桂园2016年中期业绩报告显示，上半年物业管理及社区相关业务收入实现了高增长。碧桂园主动借力资本市场，分拆物业管理业务寻求于A股独立上市，符合公司股东利益，通过上市融资，获得多元化资金来源和更高的估值，寻求资产价值的最大化。

**【事件】** 08月22日，万科2016中期业绩发布会召开，万科总裁郁亮缺席发布会，董事会主席王石亦未现身。发布会上，万科透露合伙人持股计划通过资产管理计划累计持股占公司总股本的4.49%，自首次增持以来从未减持。万科上半年实现营业收入748亿元，增长48.8%。针对恒大近期买入万科股权6.82%事项，万科董秘朱旭称，万科股票是二级市场公开交易品种，买卖股票是股东权益。

**【易居（中国）企业集团CEO 丁祖昱】** 这场历时一年的资本战争好戏连台，每每螳螂捕蝉，都是黄雀在后，黄雀之后又有狸猫。股权争夺战白热化的时刻，万科交出这样一份优异半年报，验证各方慧眼识英，万科确实是一块值得争抢的肥肉。

**【恒大董事局副主席 夏海钧】** 在万科入股的问题上，恒大会完全遵循公开的信息，有任何需要披露的，都会依据法规进行公告，避免引起股价波动。而且，恒大有充足的现金储备，百分百用自己的销售资金买的股票。

**【万科集团总裁 郁亮】** 合伙人机制是未来构建万亿大万科这个大生态平台中的基本法则，我们将根据合伙人的规则共创、共担和共享。

**【宝能集团董事长 姚振华】** 发挥保险资金的规模优势，在资本市场出现困难时，积极响应国家号召，加大行业龙头公司的配置力度，成为长期坚定的战略投资者、基石投资者，支持上市公司的长期发展。

**【经济学家、万科独董 华生】** 华润本来是万科的第一大股东，而宝能是不请自来抢万科第一大股东的，本来这两家应当是利益相反、冤家对头，后来的事情让所有人都大跌眼镜。

**【财经评论人 秦朔】** 万科事件也许是资本市场的一个转折点。宝万华之争的大戏远未落幕。又来了一个强悍无比的许家印。我个人不太相信仅仅是财务投资，也许他在布局更大的棋局，更远的棋局。

Eju 易居

【事件】08月28日，上海，易居中国于16周年庆典之际，宣布私有化完成，易居旗下易居营销服务集团与克而瑞信息集团合并成立“易居（中国）企业集团”，由易居中国创始人之一丁祖昱先生出任CEO。会上，13家百强房企恒大、万科、星河湾、富力、融创、雅居乐、旭辉、阳光城、建业、复地、宝龙、正荣、融信，3家专业投资机构云锋、纪源、磐石联手入股易居（中国）企业集团，并达成战略合作。

【易居（中国）董事局主席 周忻】无论是2007年易居中国在美上市，还是今天发布新的战略，我们都会一如九年前在纽交所的那一句“志远者的新起点”，面向服务生的下一个新高地，从“新”出发！

【万科集团总裁 郁亮】易居是充满活力的十六岁少男少女，一直活跃在资本市场，能参与进来很开心，希望易居能保持活力，为房地产市场带来动力。

【纪源资本合伙人 卓福民】易居是8、9点钟的太阳，16岁是一个风华正茂的年纪。

【阳光城董事局主席 林腾蛟】易居新掌门丁祖昱是个“了不得的大帅哥”！

【融创中国董事长 孙宏斌】我觉得老丁很有毅力，特别跑步跑那么瘦。思路很清楚，对市场非常敏锐。我们对老丁挺有信心的，他们干什么我们也不知道，因为我们是小额股东，但我们对这个团队是有信心的。

【易居（中国）企业集团CEO 丁祖昱】成功属于过去，努力成就未来。在这个房地产服务最好的时代，我们惟有永葆初心、坚持梦想、持续创新、不断奋斗、激情拼搏、自强不息、携手走过、风雨彩虹，共创属于我们自己、公司和行业的最好未来！

# 地产金融



# 数据库

## 房价怎么走？

CRIC独家288个城市房价指数+项目交易详情

## 股价怎么走？

CRIC独家数据采集+超300家房企运营数据+NAV估值

## 市场怎么走？

CRIC独家80个城市项目汇总+结构数据

## 经济怎么走？

CRIC独家专业点评+官方数据

**最全面**的监测企业

**最专业的**团队

①

②

③

④

⑤

**最广泛**的覆盖城市

**最独家**的数据挖掘及分析

**最强大**的数据库支持



市场把脉



# 紧缩调控难抑地房价 高热，四季度仍将维持

2016年三季度中国房地产市场热点剖析与预判

文/克而瑞研究中心

## » 核心观点 «

“ ”

5%

246

85%

## “去库存”主基调不变， 地方紧缩调控政策占上风

VIEW 三季度，中央的房地产政策主基调依旧是控供应增量，去积压库存，并把促进房地产投资发展提到了更为重要的位置，以发挥其对经济增长的关键作用。

面对严峻的经济形势，三季度中央把促进房地产投资提到了更重要的层面，在地方调控上，分城施策的主基调依旧不变，大多数三、四线城市调控依旧维持宽松；而地价、房价过快上涨的城市则相继收紧了调控新政。但与2011、2012年的大幅收紧相比，本轮地方逆向调控的针对性更强，对购房需求的限制也留出了更多余地。

### 中央多次喊话去库存，促房地产投资健康发展

具体来看，7月中旬发改委明确表态，当前调控的主基调仍然是去库存；8月初，发改委在官网发文要求实施积极的财政政策，促进房地产投资健康发展；9月9日，发改委再一次表态要推进投融资体制改革，促进房地产平稳健康发展。

此外与去库存相应，三季度房贷依旧维持宽松，最新金融数据显示，8月居民中长期贷款新增5286亿元，同比多增2431亿元，占比当月新增贷款比重达到55.7%。为了应对过快上涨的地价，7月末证监会宣布新规，房企再融资不得用于买地和还贷款。

### 热点城市调控升级、蔓延，但收紧力度大多有限

三季度，为了控制住地价与房价的过快上涨，热点城市行政调控力度有所加大，城市范围也出现了扩大。如合肥、南京、苏州相继“升级”了调控力度，做法有提高首付比例、扩大限贷范围（合肥），调整土地出让条件（南京、苏州），其中苏州市更是再一次

宣布“限购”，成为2014年末“限购令”全面解除以来，首个“复辟”限购的城市。

厦门、武汉、郑州、杭州在三季度加入了行政调控的行列，其中武汉将二套房贷款首付全面上调至4成，提高改善置业的资金门槛，厦门、杭州则是出台了“限购令”，意在控制外地投资性需求，郑州则是出台土拍限价出让新规，办法与南京类似，以期控制住近期土拍价格的过快上扬。

但这些调控新政力度大多有限，如南京二套房首付款上调比例只有为5%，武汉的二套房首付也只是调高到了四成，对以投资客、旧房置换、拆迁为主的改善性需求而言，此类政策影响着实有限；而在“购房落户”的政策环境下，苏州、厦门、杭州对非本地户籍的限购政策，也只是“一戳即破”的障碍罢了。调整土地出让条件、执行土拍限价令本意是为了抑制地价的过快上涨，但从9月末的南京土拍来看，房企竞价依旧火热，大多数最终土拍成交价格仍不会低于前期的“地王”，而南京市所推行的超限价土地执行现售的政策，更有可能导致后市落入供应不足、倒逼房价进一步上行的尴尬境地。

### 需求侧刺激新政渐稀，仅高库存地区仍持续推进

在二季度近30省市出台全面刺激方案之后，地方调控多已基本到位，三季度此类新政发布频次明显减少，仍有刺激性政策颁布的省市大多面临着更为严峻的库存压力考验。沈阳、山东、贵州、西藏等省市出台了放松类政策，购房补贴、税费减免、公积金使用范围扩大依然是最常见的三类刺激性政策。

如沈阳在一季度的“22条”的基础之上，于8月1日再度发布11条补充意见，对去库存可谓“不遗余力”，相应重点政策主要有四条，其一，大中专毕业生使用直系近亲公积金账户支付首付款条款进一步放宽，毕业年限由5年提升至8年；其二，符合条件的商住或酒店式公寓可调整为自住型公寓；其三，商业地产可落户、也能做“学区房”；其四，购买自住型公寓可用公积金贷款。而这些政策条款的针对性，也反映出了当下沈阳楼市的两大

突出问题，一方面是需求导入不足，对外来人才的吸引力不强，另一方面则是商业地产高库存已经沉珂难医，常见的去化途径难以恢复正常的供求关系。

### 调控大方向不变，去库存仍是行业发展主旋律

从近期发改委、国务院等部门表态来看，去库存仍将是四季度市场发展的主旋律；而在“稳增长”的经济大方针之下，目前中国房地产市场增速仍然不容有失，前后端的钢铁、水泥、汽车、装潢、家电等行业也需要房地产的拉动和推动；而从已经出台的收紧政策来看，地方政府也相对谨慎，调控的“分寸感”十分鲜明；再加之宽松类新政多已调控到位，再进一步放松的空间有限。因此我们认为，四季度政策面维持现状的可能性较大，尤其是行业信贷层面仍将稳定趋宽，地方新政出台频次将进一步减少，即便个别城市出现进一步收紧，应当也只是微调，不会出现力度上的骤然加大。

表：2016年三季度地方重点调控政策一览

| 日期    | 出台省市 | 政策简述   |
|-------|------|--|
| 7月1日  | 南京   | 公租房货币化保障对象扩容   |
| 7月2日  | 广州   | 调整公积金缴存比例  |
| 7月11日 | 浙江   | 分城施策控土地供应  |
| 7月20日 | 南京   | 设置“热点地区动态封顶价格”，对高价或涨幅大房源分时分流，严控“毛改精”变相涨价，推动房源紧缺区域新盘尽快上市                    |
| 7月20日 | 阳泉   | 对于142平方米以下普通住宅，2016年购房补助300元/平方米，2017年购房补助200元/平方米                         |
| 7月26日 | 福建   | 因地精准施策、严格控制商业办公用地供应等措施。商业办公库存去化期限超过36个月的，暂停出让商业办公用地。                       |
| 8月1日  | 郑州   | 公积金新政，贷款额度申请门槛提高   |
| 8月1日  | 武汉   | 现役军人公积金购房优惠政策  |
| 8月1日  | 内蒙古  | 农牧民首次购买144平方米（含）以下商品住房，享受50%的契税补贴  |
| 8月1日  | 沈阳   | 支持大中专毕业生购房，把毕业时间从5年放宽至8年。商住或酒店式公寓可调整为自住型公寓，商业地产也能做“学区房”                    |
| 8月2日  | 长沙   | 执行二套房贷款政策，开展公积金异地贷款  |
| 8月3日  | 山东   | 构建房地产领域易发问题的治理工作机制   |
| 8月3日  | 福建   | 强调分城施策，房价过快上涨的城市要采取针对性措施，库存积压城市要控制供应、促需求                                   |
| 8月8日  | 深圳   | 产权落名稍有放松，第二套如果产权人只写非深户那一方，则不再要求满三年社保，只需提供配偶（即深户一方）的身份证原件。                  |
| 8月11日 | 苏州   | 贷款如未还清，第三套房不发放贷款；部分非本地户籍不可购第二套房，所有非本地户籍均不可购第三套。调整土地出让条件，超限价土地按“一次报价出让方式”出让 |
| 8月11日 | 南京   | 二套房首付上调5%；有2套以上住房、且2笔贷款未还清，不发放贷款（不变）；调整土地出让条件，超限价土地“摇号”出让                  |
| 8月18日 | 济南   | 需1年内开工，招拍挂地块不得改变用途   |
| 8月22日 | 山东   | 鼓励租房；契税优惠扩大到第二套改善性住房   |
| 8月24日 | 贵州   | 住宅类转让手续费降低25%  |
| 8月29日 | 西藏   | 放宽住房公积金提取条件，首次放开装修提取；再次购买住房首付款比例将由30%降低至20%                                |
| 8月31日 | 厦门   | 对于144㎡以下住宅，本地户籍限购第三套，非本地户籍限购第二套，社保未满一年非本地户籍限购第一套                           |
| 8月31日 | 武汉   | 有2套以上住房、且2笔贷款未还清，不发放贷款（不变）；二套房贷款全面上调至40%                                   |
| 8月31日 | 深圳   | 户籍政策放宽降低落户门槛   |
| 9月10日 | 北京   | 禁“假结婚”买房，没有购房资质不能在房本上单独署名  |
| 9月14日 | 郑州   | 土拍限价出让新规   |
| 9月18日 | 杭州   | 非本地户籍禁止购买第二套住房   |
| 9月25日 | 南京   | 非本地户籍禁止购买第二套住房，本地户籍限购第三套住房   |

资料来源：各地政府网站

行业篇

## 投资、新开工增速连续下滑，料全年投资增速5%以内

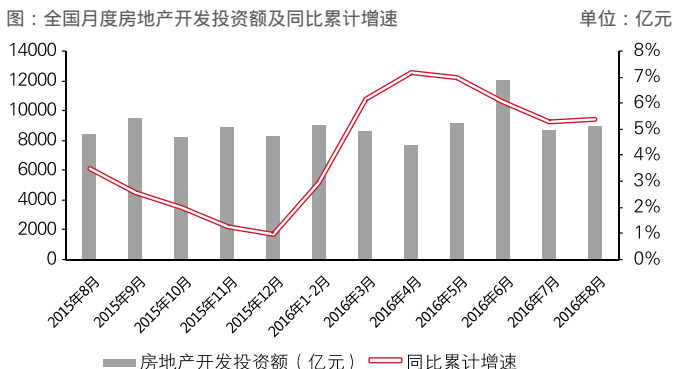
**WIFW** 受土地购置面积收窄、房企拿地成本高企等不利因素的影响，四季度的投资开发和新开工仍不容乐观。

前8月，商品房销售面积和金额同比增速分别达25.5%和38.7%，增量集中在东部和中部地区，但光鲜的行业销售并没有拉动开发投资和新开工的如期增长，房地产开发投资额、新开工面积等指标同比增速冲高后连续4个月回落，且增幅远低于销售，结构上销售最火的东部地区的投资增速甚至小于全国平均水平。

### 开发投资增速冲高后连续3月下滑，8月小幅回升

1-8月份，全国房地产开发投资64387亿元，同比名义增长5.4%，增速比1-7月份提高0.1个百分点。其中，住宅投资43076亿元，增长4.8%，增速提高0.3个百分点。

图：全国月度房地产开发投资额及同比累计增速



资料来源：国家统计局

在冲高连续下滑3个月后，8月份房地产开发投资额同比增速出现小幅回升。主要有三方面利好因素，首先是销售利好支持，7、8月一、二线楼市成交“淡季不淡”，推动企业投资信心增强、地王频出；其次去年同期基数较低，2015年8月房地产开发投资金额为8051亿元，较2015年7月下跌1.23%，这是2010年以来首次出现的逆周期环比下跌。

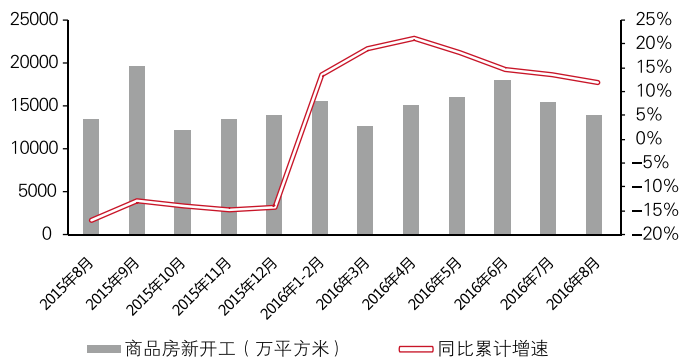
### 新开工面积增速亦连续回落，三季度新开工低于全年月均

1-8月份，房屋新开工面积106834万平方米，增长12.2%，增速回落1.5个百分点。其中，住宅新开工面积73563万平方米，增长11.7%。已经是连续第4个月同比回落。自今年年初，新开工面积增速结束近一年的负增长后，快速回升。单月新开工面积持续走高，6月达到自去年10月以来的最高值，而后7、8月开始回落至12.2%。

新开工面积增速连续回落一方面今年上半年多数城市土地供应同比下降，多数城市今年土地供应完成率不高，新开工量不足，另一方面，热点城市相继出台的收紧政策和不断攀高的地价，让不少房企放慢开发进程。

图：全国月度商品房新开工面积及同比累计增速

单位：万平方米



资料来源：国家统计局



### 投资、新开工继续回落为大概率，全年投资增速5%以内

从7、8月行业指标走势来看，预计房地产开发投资增速在四季度再次回落，年内房地产投资增速将维持在0%-5%的区间范围内波动，主要基于几个方面考量：

其一，当前政策边际效应递减、成交高增长难以持续以及部分热点一、二线城市相继出台收紧政策，将对房企资金面和新开工等产生负面影响；

其二，“地王”仍集中在少数城市，并不会对占全国比重较大的三四线城市新开工产生影响，因此也难以对整体房地产开发投资起到支撑作用；

其三，目前多数热点城市房企拿地成本高企、“面粉贵过面包”，销售前景还有待房价实现螺旋式上升，短期内加大开发投资动能不足；

最后，受去年同期可比基数逐渐趋于正常，基数效应褪去，增速也将持续回落。

## 八成城市成交环比下滑， 四季度谨慎乐观

**VIEW** 在去库存与抑制泡沫并举之下，我们对四季度市场保持谨慎乐观，预计成交量也将以稳为主。

在经历二季度成交高峰后，2016年三季度市场处于高位调整区间，多数城市成交环比下跌，部分出台收紧政策的热点城市环比跌幅较大，而高库存城市也表现不佳，仅有上海、郑州、长沙三城环比上涨。总体而言，市场整体较去年仍有大幅增长，武汉、杭州、济南等城市成交量已经超过去年全年。但房价、地价轮动上涨、政策风向转紧无疑加大了市场观望情绪。

### 三季度成交环比回落8%，“分化”依旧是二线主旋律

在整体信贷宽松、去库存政策不断落地、以及“地王热”的带动下，前三季度成交快速增长也符合市场预期，例如郑州、青岛、杭州等城市成交量同比增幅均超过50%以上。

根据CRIC数据显示，2016年1-9月52个重点城市商品住宅合计成交2.80亿平方米，较去年同期增长显著，涨幅达到31%。这也与国家统计局公布的商品住宅销售面积的累积增速（24.5%）仍然保持较高水平相一致。若分季度来看，三季度52城商品住宅成交0.97亿平方米，环比下滑8%，同比上涨19%，多数城市三季度成交较二季度有所回落。

随着行业淡季到来、二季度成交基数陡增、热点城市频出收紧政策、以及房价过快上涨带来的市场观望情绪加码，是三季度成交环比下滑的主因，其中热点城市如天津、南京等城市成交环比下滑，厦门跌幅甚至达到61%。不过，从三季度-8%的环比跌幅与19%同比增幅来看，成交绝对值仍在高位调整。尤其是部分热点城市，三季度市场表现“淡季不淡”，成交量持续高位运行，例如上海、长沙和郑州等，其三季度成效同、环比则均有较大涨幅。

总体而言，从年初一线城市市场火热，到上半年二线城市市场热度轮动转换，再到三季度抑制资产泡沫、热点城市出台收紧政策，“分化”至始至终贯穿市场走势。尤其是在去库存总基调下，政策面强调因城施策进一步加剧的各城市房地产市场的分化，三季度城市间分化明显。

**第一，已出台收紧政策的热点城市，成交量大幅下滑，甚至低于一季度。**典型的如苏州、厦门、南京、深圳。特别是苏州，二季度“限价令”后成交量萎缩，三季度在出台“限购、限贷”政策之下，成交同、环比继续下跌28%和7%，前三个季度成交呈递减趋势。而厦门在限购限贷组合拳之下，成交下滑近六成，成交量也几乎与一季度持平。另外，南京三季度成交量环比下滑25%，且较一季度也减少7%，与其土地市场火热呈现相反态势。相较之下，合肥三季度成交量下滑11%，从成交绝对值来看，仅比二季度减少了仅50万平方米，幅度相对较小。值得注意的是，上海是唯一出台过收紧政策城市中成交环比上涨的城市，主要是“3.25”新政后成交跌至冰点，导致二季度成交量基数过低所致。

**第二，部分城市成交量再上台阶，并在三季度末出台收紧政策。**例如武汉、杭州、青岛、济南等城市前9月成交量已经较去年同期有超过50%的涨幅，其中武汉、杭州、济南等成交量已经超过去年全年成交，市场热度可见一斑。这其中，武汉、杭州因土地火热、房价涨幅快，均在三季度末出台“限贷”和“限购”政策，维稳市场发展，而青岛、济南并未有实质性收紧政策出台，不排除四季度会有新调控政策“跟风”。

**第三，二线城市热点轮动，郑州、长沙异军突起、青岛、济南成交继续高位运行。**在二线城市三季度成交环比普遍下滑之下，长沙、郑州两个城市成交则继续高歌猛进，青岛、济南也基本与上季度持平或者下滑幅度较小。其中郑州、长沙表现更为亮眼，是二线城市中少数环比皆上涨的城市，涨幅分别为22%和24%，从季度来看，成交量也呈现阶梯上涨趋势。另外，两者成交火热的原因也颇为相似，首先都是受到二线市场热度的传导，其次都是投资性需求驱动，长沙是由于价格洼地，且处于于长三角和珠三角交汇的重贴位置，未来的发展潜力大，郑州则是地王频出，带动投资客涌入。

**第四，高库存城市后劲不足，三季度回落幅度普遍较大。**从西安、长春、天津等高库存城市来看，三季度成交明显回落。其中西安同、环比均下跌近3成，前三个季度整体成交1000万平方米，基本与去年同期持平，与多数城市整体成交同比大幅增长相比，西安市场风险不容小觑。另外，值得注意的是，上半年较为火热的天津，三季度成交下滑19%，跌幅显著，不过整体来看，尽管市场热度有所衰退，但同比仍上涨近5成，库存压力有明显的改善。

**第五，三四线整体低迷，无锡、惠州成交回落，东莞环比上涨。**三四线城市整体成交量环比下跌4%，其中接近6成城市三季度成交量环比下跌，无锡、惠州等城市跌幅均在10%以上，而东莞则由于深圳的溢出效应，三季度成交上涨11%。

## 调控叠加效应开始显现,四季度楼市成交谨慎乐观

我们对四季度市场保持谨慎乐观，去库存和抑制资产泡沫之下，更多城市将进入调整期，月度市场走势也将出现反复，四季度再次大幅增长的可能性不高。

三季度行业处于传统淡季，在热点城市政策收紧、城市供应不足以及房价过快上涨之下，大多数城市成交开始环比下滑。而热点城市传递出的政策风向转变以及此前政策“叠加效应”不容小觑。

分城市能级来看，一线城市中广州强势，北京平稳、沪、深仍将低位运行。作为一线城市，广州政策面无较大动作，且房价远不及其京沪深，市场风险度不高，未来成交量高位运行概率较大；而深圳成交量将低位运行，市场呈现“有价无市”；上海在经历一季度和三季度的成交高峰后，四季度回落为大概率事件。

二线城市分化局面进一步加剧，热点城市面临调整压力。前三个季度，典型热点城市几乎都出台过收紧政策，从力度上看，武汉、合肥、杭州等力度较为羸弱，在四季度政策不加码之下，成交量将保持平稳，而南京在月末已经出台限购政策，成交量或进一步走低。另外，厦门、苏州市场受政策影响较大，成交量将持续低位运行。次热点城市例如济南、青岛等，市场热度不输合肥、南京，在政策风向偏紧之下，这些城市一旦出台调控新政，前期市场热度难以持续。另外，高库存城市仍会陆续有城市发布需求侧刺激新政，但受效应递减效应影响，难以真正推升市场热度。

三四线城市在本轮行情中后续动能不足，一方面是前期需求的过度透支，另一方面，在居住需求得到满足之下，投资性需求更倾向于房价涨幅较快的二线城市，因此，成交量不会出现太大波动，年底返乡置业或将成为三四线去库存的“窗口期”。值得注意的是，东莞、无锡两个城市四季度或将迎来一波成交高峰期，主要是这两个城市三季度末地王频出带动市场热度，以及从统计局公布的房价指数来看，其房价涨幅均较快，将吸引大量投资性群体进入。

## 热点城市房价涨幅轮动，部分地区飙升致豪宅井喷

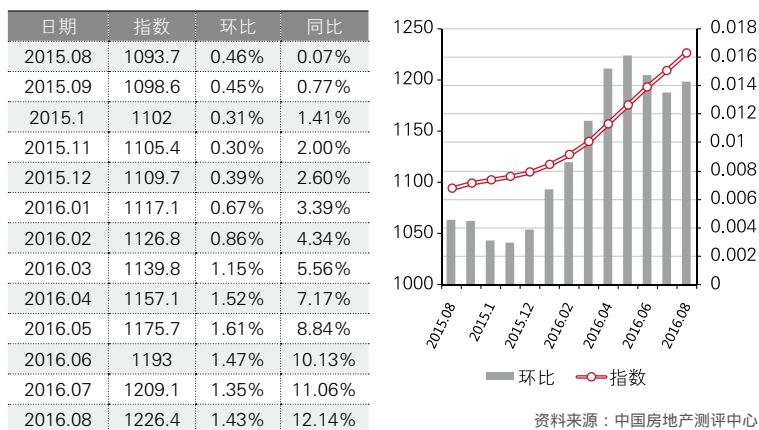
**VIEW** 下半年以来，全国房价依旧维持环比正增长，但受到进一步上涨空间所限，以及部分城市出台调控政策等因素影响，环比涨幅出现小幅波动。

得益于全国政策面的持续宽松，三季度全国房价依旧持续上行，其中上海、南京、厦门、合肥等城市房价依旧维持高速增长，但增速已经渐渐被郑州、福州等城市渐渐赶上。而北京、深圳等城市受成交结构变化、政策收紧等因素影响，房价涨幅明显趋缓，而在一线辐射效应之下，南通、昆山、东莞等三线城市房价涨幅也出现了明显变动。

### 中住288房价指数持续正增长，全国房价再创新高

以288价格指数为例，2016年8月，中国城市住房（一手房）价格288指数为1226.4点，指数较上月上升17.3点，环比上涨1.43%，涨幅较上月扩大0.08个百分点，同比涨幅为12.14%，其中苏州、南京、厦门、合肥房价同比涨幅均接近或超过四成。

表：中国城市住房（一手房）交易288价格指数变化表



## 热点城市房价涨幅轮动，一线辐射效应进一步显现

一线城市房价走势加剧分化，上海房价依旧快速上涨，高单价产品成交占比持续快速上升，三季度8万元/平方米以上住宅成交套住占比达到6%，市场份额较二季度翻番；广州市房价也在快速上行，政策面的平稳是今年广州楼市升温的最大保障。而北京、深圳三季度商品住宅均价则出现了罕见的环比回落，北京主要有三方面因素的影响，一是调控持续收紧，投资性需求受到打击，二是土地供应规模下降，土拍传导效应下降，三是自住型商品房成交量急剧攀升，以致平均房价被结构性拉低。深圳房价在二季度上升到历史高位之后，开发商惜售、购房者观望的心理均明显增强，导致三季度高端项目成交趋冷，房价也随之出现回落。

二线城市方面房价涨幅轮动，苏州、厦门、合肥、南京四小龙三季度环比涨幅依旧高居前列，但受到地方性的限贷、限购升级影响，房价增速渐渐被福州、宁波、郑州等新兴热点城市赶上。对于大部分二线城市而言，由于短期内缺少实质性规划或政策利好，房

价环比指标仍然呈现不温不火的局面，贵阳、昆明、西安等城市房价甚至较二季度出现了环比回落。

三四线城市方面，一线辐射效应进一步显现。临近上海的昆山、南通房价增速快速提升，三季度房价分别环比上涨11%和8%，而临近深圳的东莞房价增速则明显回落，三季度房价环比增速下滑至5%，对比43%的同比涨幅来看，远低于近一年的平均增幅。

### 北上深仍为豪宅成交聚集地，南京、杭州、广州异军突起

2016年豪宅市场迎来井喷，且主要集中在一线及热门二线城市，上海、北京和深圳更是豪宅聚集地。二线城市中，南京、厦门、天津等市豪宅成交异军突起，其中南京千万豪宅成交同比激增313%，前8月成交量达到了520套，仅次于一线城市和杭州。豪宅为

表：1-8月部分城市总价1000万以上豪宅成交套数

| 城市 | 成交套数 | 同比   |
|----|------|------|
| 上海 | 8529 | 81%  |
| 北京 | 4581 | 68%  |
| 深圳 | 2952 | 81%  |
| 广州 | 924  | 104% |
| 杭州 | 746  | 14%  |
| 南京 | 520  | 313% |
| 苏州 | 487  | 54%  |
| 厦门 | 451  | 144% |
| 天津 | 424  | 190% |
| 东莞 | 378  | 99%  |
| 济南 | 126  | 600% |
| 郑州 | 121  | 365% |
| 合肥 | 105  | 600% |
| 成都 | 76   | 217% |
| 武汉 | 70   | -20% |
| 佛山 | 70   | -44% |
| 福州 | 54   | -29% |
| 重庆 | 35   | -65% |

数据来源：CRIC2016



何会在今年“井喷”，究其原因还是依赖房价的快速上涨，诸如南京的雅居乐滨江国际、厦门的建发央玺项目均是因年内销售均价上涨而跨入了“千万豪宅”行列。

### 价格底部支撑依旧稳固，四季度房价仍将持续上行

在经历了近一年的房价高速上涨之后，多数热点城市房价已经创下历史新高，并引起了地方政策面的关注，再进一步上涨的空间确实有限。但基于以下三点判断，我们认为四季度的房价仍将继续缓步上行，不大可能出现转头向下。

其一，全国政策面依旧维持宽松，三季度发改委依旧屡次发声要求“稳增长”、“去库存”；

其二，地方性调控收紧均相对谨慎，热点城市房价不会出现明显波动，以相关度最高“限地价”为例，南京的新推地块仍不低于往期地王价格；

其三，部分二线城市开始成为新的房价增长点，在良好的经济基本面支持下，郑州、福州、宁波等城市房价涨幅开始渐渐加快。

## 重点城市库存持续走低， 四季度整体库存继续下探

**VIEW** 对于“金九银十”传统销售旺季，市场热度将快速提升，在成交量回升下，四季度库存仍有望进一步下降。

三季度以来，多数热点城市仍延续上半年火爆的市场行情，重点城市成交仍处高位。据数据统计，1-8月超九成城市供求比小于1，供不应求的态势进一步加剧。在上半年市场火爆，以及部分城市7、8月市场新增供应接连下降的情况下，市场库存整体继续走低。

### 多数城市库存持续走低，市场集中分化依旧显著

从备案数据来看，随着成交环比上升，截至8月底一线城市存量继续下滑。细化来看，上海市场严重供不应求，8月受到“限贷传闻”的影响，刺激成交放量，商品住宅库存同比下降超过七成，消化周期不足两个月，市场已“一房难求”。北京、广州供求相对较为平衡，北京受8月供应大跌，而成交绝对值仍处高位，库存持续走低；广州8月供应再次放量，供应的增加对短期市场供求矛盾得到一定的缓解，而近一年广州土地拍卖热度不减，预计四季度广州市场仍会量价齐升。而深圳消化周期仍处于18.6个月的高位，虽在供给侧增加土地供应量，但供应激增并未改变深圳市场销售低迷的现状，短期内供求严重失衡仍不能得到缓解。

二、三线城市中九成城市库存同比下降，但城市集中分化依旧显著。南京、合肥等城市消化周期跌至不足3个月，库存规模不及去年同期的一半，“房源荒”的现象持续上演。其次，杭州、南昌、济南、无锡等城市消化周期在6个月左右，其主要受益于前

期库存积压和2016年以来市场需求的快速释放，其中无锡近期土拍火热，地王频出，高地价带来的恐慌心理也将进一步推动成交量增加。而长春、沈阳、苏州等城市消化周期均高于12个月，东北地区城市去库存压力仍不减。值得注意的是，苏州的近期市场波动不容忽视，房企惜售心理与消费者观望情绪间博弈仍在持续，消化周期指标进一步攀升，8月末商品住宅达到了12.2个月，比上半年高出5.2个月，远高于南京、合肥、杭州、宁波等长三角二线城市。

### 热点城市成交继续放量，四季度库存进一步下探

对于传统旺季的四季度，重点城市库存仍有继续下探的可能性。原因有二，其一，市场去库存基调不变，热点一二线城市需求基础深厚，四季度供应和成交均会有所增加，而三四线城市当前商品住宅仍需要较长时间消化，还是以去库存为主；其二，随着“金九银十”传统销售旺季的到来，同时热点城市的“地王潮”现象造成消费者对未来预期的恐慌心理，重点城市成交或进一步放量。

表：33个重点城市1-8月供求比、库存量和消化周期

| 能级  | 城市  | 供求比  |          | 库存量  |      |         | 消化周期 |      |         |
|-----|-----|------|----------|------|------|---------|------|------|---------|
|     |     | 1-8月 | 2016年上半年 | 8月底  | 同比   | 2016二季度 | 8月底  | 同比   | 2016二季度 |
| 一线  | 北京  | 0.6  | 0.6      | 813  | -25% | 854     | 6.1  | -33% | 6.9     |
|     | 上海  | 0.6  | 0.6      | 203  | -73% | 397     | 1.4  | -75% | 3.7     |
|     | 广州  | 0.7  | 0.7      | 818  | -7%  | 845     | 6.4  | -19% | 5.9     |
|     | 深圳  | 0.9  | 1.0      | 612  | 42%  | 590     | 18.6 | 228% | 18.6    |
|     | 苏州  | 0.7  | 0.8      | 672  | -2%  | 410     | 12.2 | 83%  | 5.0     |
|     | 长春  | 0.6  | 0.6      | 979  | -18% | 990     | 13.3 | -9%  | 12.5    |
|     | 杭州  | 0.6  | 0.6      | 834  | -23% | 819     | 4.9  | -46% | 4.5     |
|     | 成都  | 0.6  | 0.6      | 2257 | 21%  | 2408    | 8.8  | -8%  | 9.2     |
|     | 郑州  | 0.4  | 0.4      | 379  | -43% | 525     | 2.3  | -74% | 3.5     |
|     | 沈阳  | 0.7  | 0.8      | 2645 | -10% | 2649    | 22.2 | -15% | 19.9    |
| 二线  | 昆明  | 0.6  | 0.7      | 654  | -11% | 700     | 10.2 | -14% | 12.2    |
|     | 宁波  | 0.6  | 0.6      | 363  | -33% | 407     | 6.0  | -43% | 6.4     |
|     | 贵阳  | 1.2  | 1.1      | 641  | -8%  | 629     | 9.0  | -15% | 9.7     |
|     | 青岛  | 0.5  | 0.6      | 1855 | -4%  | 1657    | 10.5 | -36% | 9.1     |
|     | 南京  | 0.7  | 0.7      | 282  | -55% | 288     | 2.1  | -62% | 1.7     |
|     | 厦门  | 0.5  | 0.4      | 199  | -34% | 226     | 8.4  | -13% | 5.1     |
|     | 合肥  | 0.7  | 0.8      | 173  | -63% | 179     | 1.7  | -72% | 1.9     |
|     | 济南  | 1.0  | 0.9      | 832  | -14% | 912     | 5.7  | -50% | 5.8     |
|     | 南宁  | 0.8  | 0.8      | 627  | 0%   | 653     | 7.5  | -20% | 7.5     |
|     | 福州  | 0.7  | 0.8      | 243  | -29% | 245     | 9.0  | -29% | 8.6     |
|     | 武汉  | 0.7  | 0.6      | 839  | -36% | 1187    | 3.3  | -55% | 4.3     |
|     | 南昌  | 0.7  | 0.7      | 273  | -17% | 330     | 5.1  | -25% | 5.0     |
|     | 天津  | 0.6  | 0.6      | 1925 | -30% | 2149    | 9.9  | -54% | 9.3     |
| 三四线 | 兰州  | 0.8  | 1.1      | 487  | -17% | 428     | 15.4 | -8%  | 14.5    |
|     | 太原  | 0.8  | 1.0      | 662  | 23%  | 592     | 7.2  | -24% | 7.3     |
|     | 无锡  | 0.4  | 0.4      | 533  | -46% | 586     | 6.3  | -65% | 6.1     |
|     | 佛山  | 0.8  | 0.8      | 1033 | -5%  | 1094    | 6.1  | -26% | 6.6     |
|     | 常州  | 0.6  | 0.5      | 379  | -42% | 441     | 7.4  | -51% | 8.0     |
|     | 晋江  | 0.8  | 0.6      | 318  | -9%  | 337     | 16.8 | -41% | 17.7    |
|     | 惠州  | 0.7  | 0.7      | 157  | -33% | 183     | 3.0  | -19% | 2.8     |
| 洛阳  | 0.9 | 1.1  | 551      | 18%  | 518  | 20.7    | 20%  | 17.1 |         |
| 徐州  | 0.9 | 0.7  | 543      | -27% | 571  | 13.4    | -30% | 11.4 |         |
| 东莞  | 0.7 | 0.8  | 481      | -30% | 494  | 7.9     | 0%   | 8.3  |         |

数据来源：CRIC2016

## 土地篇

# 前三季创246宗地王、 地价涨85%，四季度仍将高热

**VIEW** 尽管热点一、二线城市接连落地限购、限贷、限价调控政策，但是政策收效甚微，难以逆转企业高价拿地的市场预期。

2016年三季度，土地成交面积环比基本持平，三四线城市仍在从紧执行“有供有限”政策，成交面积持续走低，但土地成交总价不跌反升，各线城市地价提升显著，企业拿地必将付出更高的成本支出。热点城市渐次扩容，新增武汉、郑州、无锡等多市，地王数量持续增多。热点城市土拍竞争愈加激烈，东莞、无锡、武汉、厦门、郑州、珠海等热点城市接连刷新全市单价地王纪录，上海、深圳更是相继诞生了新的全国单价、总价地王，将土地市场推升至又一个高点。

## 土地市场尽显量跌价升格局，溢价率持续高位运行

土地供应仍处低位，“有供有限”政策持续发力。2016年前3季度经营性土地供应面积为31265万平方米，同比下降37%。相较于去年同期，各能级城市土地供应面积均有不同程度的缩减，三四线城市同比骤降63%，说明三四线城市已深刻认识到去库存的症结所在，并在土地供应端着力，大幅调降供地指标；一线城市受制于城市规模逼近市场上限，土地供应量持续走低将是大势所趋。

土地成交量明显回落，三、四线城市持续走低。前3季度土地成交面积达28684万平方米，同比下降23%。企业城市布局策略有所调整，重点聚焦热点一二线城市，三四线城市投资比重明显缩减。分季度来看，一二线城市土地成交面积缓步回升，三四线城市土地成交面积则是持续走低，已由一季度3996万平方米跌至三季度1334万平

方米，跌幅多达67%。

**土地价格直线提升，三、四线城市增长尤为显著。**前3季度土地楼板价升至4916元/平方米，同比大涨85%。值得关注的是，3季度三、四线城市地价环比大涨89%，涨幅显著高于一二线城市，主要原因在于无锡、佛山、东莞等多个三四线城市土地市场转暖，地王数量明显增多，丝毫不逊于热点一、二线城市，3季度新晋出让地块也主要集中在这类热点城市。

**溢价率升至57%，热点城市渐次扩容。**前3季度土地溢价率为57%，同比增加41个百分点。分城市能级来看，二线城市土地溢价率最高达61%。热点城市渐次扩容，新增武汉、郑州、无锡等多市，三

表：2016年1-3季度各能级城市经营性土地供求价 单位：万平方米、元/平方米、亿元

| 能级城市 | 1季度   | 2季度   | 3季度   |       | 前3季度 |      |       |      |
|------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|------|
|      | 数值    | 数值    | 数值    | 环比    | 同比   | 数值   | 同比    |      |
| 供应面积 | 一线城市  | 320   | 1076  | 338   | -69% | -74% | 1733  | -41% |
|      | 二线城市  | 6420  | 7943  | 6816  | -14% | -29% | 21179 | -12% |
|      | 三四线城市 | 3653  | 2653  | 2046  | -23% | -79% | 8353  | -63% |
|      | 合计    | 10393 | 11672 | 9200  | -21% | -56% | 31265 | -37% |
| 成交面积 | 一线城市  | 415   | 518   | 776   | 50%  | -25% | 1709  | -35% |
|      | 二线城市  | 5671  | 6461  | 7382  | 14%  | -6%  | 19513 | -3%  |
|      | 三四线城市 | 3996  | 2132  | 1334  | -37% | -79% | 7461  | -48% |
|      | 合计    | 10082 | 9110  | 9492  | 4%   | -38% | 28684 | -23% |
| 成交均价 | 一线城市  | 13559 | 17322 | 16591 | -4%  | 55%  | 16076 | 50%  |
|      | 二线城市  | 3454  | 5392  | 5416  | 0%   | 86%  | 4838  | 89%  |
|      | 三四线城市 | 1860  | 2519  | 4751  | 89%  | 255% | 2565  | 93%  |
|      | 合计    | 3239  | 5398  | 6237  | 16%  | 124% | 4916  | 85%  |
| 成交金额 | 一线城市  | 563   | 896   | 1288  | 44%  | 16%  | 2748  | -2%  |
|      | 二线城市  | 1959  | 3484  | 3998  | 15%  | 74%  | 9441  | 84%  |
|      | 三四线城市 | 743   | 537   | 634   | 18%  | -25% | 1914  | 0%   |
|      | 合计    | 3265  | 4917  | 5920  | 20%  | 39%  | 14102 | 43%  |
| 溢价率  | 一线城市  | 21%   | 64%   | 45%   | -20% | 17%  | 44%   | 24%  |
|      | 二线城市  | 35%   | 72%   | 69%   | -3%  | 43%  | 61%   | 44%  |
|      | 三四线城市 | 31%   | 34%   | 142%  | 109% | 136% | 56%   | 49%  |
|      | 合计    | 31%   | 65%   | 68%   | 3%   | 46%  | 57%   | 41%  |

注释：数据统计范围为2016.1.1-2016.9.23（下同）

数据来源：CRIC2016

季度武汉密集成交11宗单价、总价地王，全市单价地王纪录频遭刷新。鉴于“一带一路”发展战略持续推进，武汉作为“一带一路”沿线重要的节点城市，必将迎来新一轮基建投资高峰期。随着道路、地铁、城市绿化等大型市政民生工程陆续上马，发展前景值得期待，武汉房地产市场仍可高看一线。

## 二线城市仍是成交主力，合肥土拍竞争最为激烈

二线城市土地成交最为活跃，郑州、武汉和成都分列前三名。土地成交建面TOP10城市全部来自于二线城市，中西部省会城市土地成交明显放量，郑州、武汉和成都成交建面高居全国前三位。三、四线城市土地成交规模均有所回落，仅佛山、儋州、盐城和常州跻身土地成交建面TOP20。

表：2016年1-3季度土地成交建面TOP20城市 单位：万平方米、亿元、元/平方米

| 排名 | 城市 | 建面   | 总价   | 楼板价   | 溢价率  |
|----|----|------|------|-------|------|
| 1  | 郑州 | 1810 | 581  | 3212  | 43%  |
| 2  | 武汉 | 1726 | 744  | 4312  | 44%  |
| 3  | 成都 | 1472 | 376  | 2555  | 48%  |
| 4  | 济南 | 1290 | 383  | 2967  | 20%  |
| 5  | 天津 | 1210 | 780  | 6451  | 63%  |
| 6  | 重庆 | 1194 | 322  | 2695  | 18%  |
| 7  | 西安 | 1077 | 135  | 1252  | 0%   |
| 8  | 青岛 | 991  | 135  | 1364  | 13%  |
| 9  | 合肥 | 932  | 809  | 8678  | 238% |
| 10 | 宁波 | 923  | 402  | 4362  | 35%  |
| 11 | 杭州 | 893  | 1111 | 12443 | 57%  |
| 12 | 昆明 | 826  | 123  | 1485  | 3%   |
| 13 | 南京 | 755  | 1335 | 17699 | 94%  |
| 14 | 上海 | 706  | 1334 | 18895 | 94%  |
| 15 | 苏州 | 671  | 992  | 14788 | 106% |
| 16 | 佛山 | 656  | 363  | 5531  | 87%  |
| 17 | 南宁 | 582  | 175  | 3002  | 64%  |
| 18 | 儋州 | 570  | 25   | 445   | —    |
| 19 | 盐城 | 553  | 50   | 904   | 12%  |
| 20 | 常州 | 551  | 165  | 2989  | 0%   |

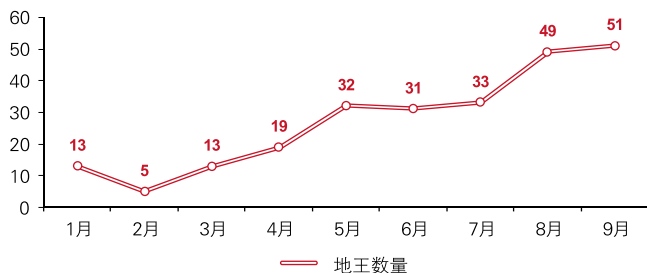
数据来源：CRIC2016

城市之间分化现象愈加明显，合肥溢价率最高达238%。受城市经济基本面、居民收入水平、楼市供求现状等多方面因素影响，各线城市土地市场明显分化。土拍竞争最为激烈的城市当属合肥，不仅屡有地块拍出200%乃至300%以上的高溢价率，而且肥东、新站、瑶海、庐阳等多个区域频出地王，溢价率飙升至238%；反观西安受困于楼市高库存风险，企业拿地态度普遍谨慎，底价成交已成常态。

### 地王数量持续增多，前三季度诞生246宗“地王”

地王数量迭创新高，全国单价、总价地王纪录相继刷新。今年可谓是又一个地王年，截止9月23日，全国共计成交246宗单价、总价地王，预计今年地王数量将刷新历史新高。自3月份以来，土地市场明显回暖，地王数量直线提升，9月更是密集成交51宗单价、总价地王，再创年内新高。值得一提的是，8月上海、深圳相继诞生新的全国单价、总价地王，这在历史上尚属首次。

图：2016年1-9月历月地王成交幅数



数据来源：CRIC2016

地王集中分布在32个城市，平均溢价率达110%。地王主要集中在热点一、二线城市，合肥、南京、上海和杭州土地市场异常火热，地王数量都在20宗以上。地王平均溢价率超100%的城市不在少数，东莞更是突破400%。热门地块竞争渐趋激烈，譬如北大资源总价34.3亿元夺下东莞黄江镇2016WG024地块，溢价率高达662%，楼板价25264元/平方米，问鼎东莞单价、总价双料地王，土拍竞争激烈程度可见一斑。



表：2016年1-3季度各城市地王成交情况 单位：万平方米、亿元、元/平方米

| 排名 | 城市 | 副数  | 建面   | 总价   | 楼板价   | 溢价率  |
|----|----|-----|------|------|-------|------|
| 1  | 合肥 | 28  | 506  | 493  | 9751  | 273% |
| 2  | 南京 | 24  | 365  | 777  | 21309 | 102% |
| 3  | 上海 | 23  | 236  | 826  | 34971 | 144% |
| 3  | 杭州 | 23  | 301  | 647  | 21485 | 90%  |
| 5  | 天津 | 15  | 263  | 373  | 14160 | 141% |
| 6  | 苏州 | 14  | 317  | 504  | 15890 | 107% |
| 6  | 郑州 | 14  | 186  | 257  | 13795 | 149% |
| 8  | 武汉 | 13  | 318  | 308  | 9685  | 159% |
| 9  | 宁波 | 11  | 143  | 153  | 10697 | 47%  |
| 10 | 无锡 | 9   | 219  | 225  | 10252 | 201% |
| 10 | 东莞 | 9   | 89   | 111  | 12475 | 451% |
| 12 | 佛山 | 8   | 210  | 210  | 10001 | 143% |
| 13 | 北京 | 7   | 257  | 245  | 9551  | 27%  |
| 13 | 成都 | 7   | 110  | 65   | 5876  | 115% |
| 15 | 厦门 | 5   | 59   | 174  | 29268 | 159% |
| 15 | 珠海 | 5   | 46   | 81   | 17763 | 344% |
| 15 | 南宁 | 5   | 98   | 49   | 5006  | 153% |
| 18 | 深圳 | 3   | 220  | 533  | 24269 | 23%  |
| 18 | 太原 | 3   | 87   | 57   | 6570  | 54%  |
| 18 | 福州 | 3   | 19   | 37   | 19744 | 128% |
| 18 | 南昌 | 3   | 46   | 26   | 5624  | 139% |
| 22 | 广州 | 2   | 22   | 59   | 26120 | 127% |
| 22 | 重庆 | 2   | 49   | 37   | 7615  | 66%  |
| 22 | 泉州 | 2   | 24   | 16   | 6692  | 157% |
| 25 | 绍兴 | 1   | 29   | 27   | 9476  | 62%  |
| 25 | 漳州 | 1   | 20   | 24   | 12042 | 301% |
| 25 | 大连 | 1   | 20   | 14   | 7199  | 49%  |
| 25 | 嘉兴 | 1   | 11   | 11   | 10040 | 133% |
| 25 | 海口 | 1   | 22   | 10   | 4400  | 117% |
| 25 | 青岛 | 1   | 12   | 8    | 6852  | 341% |
| 25 | 长春 | 1   | 18   | 8    | 4549  | 104% |
| 25 | 济南 | 1   | 7    | 7    | 9613  | 342% |
| 合计 |    | 246 | 4329 | 6371 | 14720 | 110% |

数据来源：CRIC2016

### 四季度土地市场将持续高热，地王数量犹在高位

综上所述，热点一、二线城市土地市场高温难降，面粉过于面包的案例明显增多，主要原因有以下三点：其一，企业投资方向逐渐趋同，重点聚焦热点一、二线城市，“僧多粥少”的局面进一步加剧了热点城市土拍竞争激烈程度；其二，随着中央“供给侧”改革持续推进，央企、国企为了保留房地产业务牌照，仍在拼命地“秀肌肉”，其在热点一、二线城市不惜高价拿地，支持企业做大做强；其三，M1、M2之间的剪刀差不断扩大，银行间市场资金层面延续宽松走向，企业融资成本缓步下行，标杆房企及有着国资背景的企业融资年利率基本维持在3%-4%的区间范围内，企业也敢于高价拿地。

热点城市土地市场热度未见明显转向，土拍竞争愈加激烈。以9月底南京网络土拍为例，20宗限价地块触及限价上限进入摇号，并且再出12宗地王，抢地大战可谓是愈演愈烈。鉴于前三季度热点一、二线城市供地指标完成情况不甚理想，以南京为例，2016年计划公开出让经营性土地700万平方米，前三季度成交用地面积仅327万平方米，完成率尚不足50%。预计四季度热点一、二线城市土地供应将明显增多，届时高价成交仍是大概率事件，地王数量亦将维持在较高水平。

## 热点城市改善项目持续火爆，恒大、碧桂园全国让利促销

**W/3W** 营销层面来看，房企业绩普遍向好，让利方面意愿不高，7折左右项目较为少见，不过，促销手段则呈现新趋势，网红直播卖房受到房企追捧，成为一大营销卖点。

2016年以来房地产市场热度持续，带来项目成交与企业营销新特点。热销项目表现而言，除了一线、热点二线城市改善类产品延续火爆行情外，我们注意到在一些刚需大盘趁势发力，带来可观成效，典型如郑州金科城，除此，占据城市核心区位的项目，借助市场行情实现开盘即热销，十分抢眼。

### 三季度市场热度持续，热点城市中高端改善项目需求不减

2016年三季度总体市场表现依然可观，热点城市中高端项目出现较多开盘售罄的现象，开盘当日达到10亿以上销售的项目也不乏少数。

我们对项目热销原因总结来看，有三类项目颇具典型性：一是一线及热点二线城市中高端改善型项目受追捧。房地产市场火热，热点城市中高端改善型产品市场需求不减。典型如苏州，今年以来苏州市场成交走高，改善型需求持续释放，随着限贷收紧政策8月出台，末班车效应加剧中高端需求的集中入市，甚至产生供不应求的现象。以7月1日开盘的九龙仓碧堤半岛为例，主打140平米四居，推出近三百套房源，劲销7亿，刷新了苏州热销记录。此后，7月26日阳光城愉景湾集中认购，作为阳光城在苏州打造的第一个TOP级高端产品，项目1小时揽金5亿，首度亮相就掀起一股改善热潮。

二是地方刚需大盘随市热销。在杭州、南京、厦门等热点二线城市成交放量与政策收紧时，其它二线城市如郑州、昆明，则出现刚性需求批量入市。作为内陆省会城市，郑州、昆明集一省之力建设，汇集全省的流动人口，刚需型客户体量比较大，再加上近期地王频现，推动购房人群的恐慌心理，一些性价比较高的刚需大盘趁机收金。金科城为金科地产在郑州开发的百万方大盘，产品主打78-145平方米的两至四居，高度匹配刚需客群，在价格上亦采取低价策略，均价仅9850元/平米，8月28日项目首推2000套房，4个小时全部售罄。

三是核心地段与市场行情效应叠加，项目即开即售罄。一些热点城市楼盘除市场行情向好外，也因地理位置优越，出现持续热销，多次售罄的现象。以杭州的滨江铂金海岸为例，因位于钱江新城核心地段，坐拥钱塘江一线江景，又受到G20峰会的利好，在8月6日首次开盘就劲销5.7亿，首推房源售罄，8月16日二次开盘加推房源再次售罄。此外，8月14日，位于南京的龙湖春江郦城二次开盘，

表：2016年三季度重点热销项目情况

| 具体时间   | 城市  | 企业名称  | 项目名称     | 主力户型<br>(平方)                        | 价格<br>(元/平) | 热销情况       |
|--------|-----|-------|----------|-------------------------------------|-------------|------------|
| 2016-7 | 常州  | 世茂房地产 | 世茂香槟湖无限湖 | 89-143                              | 8000        | 开盘一小时去化八成  |
| 2016-7 | 苏州  | 九龙仓   | 九龙仓碧堤半岛  | 140平                                | 23000       | 开盘热销7亿     |
| 2016-7 | 苏州  | 阳光城   | 阳光城·愉景湾  | 115平                                | 23000       | 1小时劲销5亿    |
| 2016-7 | 南京  | 中粮集团  | 中粮祥云耀世   | 75-139平                             | 24500       | 2小时售罄揽金10亿 |
| 2016-7 | 石家庄 | 保利地产  | 保利西悦春天   | 85-125平                             | 6900        | 首开清盘 6.5亿  |
| 2016-8 | 南京  | 绿城中国  | 绿城东方玉园   | 洋房127-142<br>平墅186-218<br>叠墅260-370 | 30000       | 开盘即清盘      |
| 2016-8 | 北京  | 北京城建  | 北京城建·国誉府 | 140-300                             | 单套<br>833万  | 首次认购劲销6亿   |
| 2016-8 | 南京  | 龙湖地产  | 龙湖·春江郦城  | 90-175                              | 28000       | 二次开盘售罄     |
| 2016-8 | 杭州  | 滨江集团  | 滨江铂金海岸   | 139-173                             | 25000       | 双开双罄 销傲杭城  |
| 2016-8 | 郑州  | 金科地产  | 金科城      | 78-145                              | 9850        | 首次开盘斩获22亿  |
| 2016-8 | 上海  | 中南集团  | 中南·锦庭    | 116-130                             | 35000       | 首开即售罄      |
| 2016-9 | 昆明  | 保利置业  | 保利大家     | 88-129                              | 9200        | 开盘狂销6亿元    |
| 2016-9 | 北京  | 电建地产  | 电建·金地华宸  | 118、140                             | 60000       | 开盘热销13亿    |

数据来源：CRIC2016

2小时内售罄，该项目位于江宁市民公园旁，为南主城核心位置，从交通上看，临近规划的地铁5号线、12号线，地段优势明显。

## 房企总体折扣力度有所减弱，网红、新颖话题为营销媒介

从折扣表现来看，今年三季度全国房地产市场持续升温，房企让利意愿下降，折扣总体表现要少于上年。这主要是三季度延续了二季度的市场热度，房企销售业绩可观。

据CRIC统计，截止2016年8月底，已公布销售目标的房企平均销售目标完成率为77%，甚至有多家房企上调目标。

全国范围内房企折扣活动不多，且多由大型房企发起。从折扣活动数量及项目折扣力度来看，表现抢眼的企业一家是恒大，为加速其三、四线城市的库存去化，优化项目布局，恒大自今年3月推出全国349楼盘8.7折优惠以来，低折扣活动持续，并且折扣力度较大，如部分城市让利甚至低至7.5折。此后，恒大又于9月份推出全国180城400项目8.2折优惠活动，折扣规模及力度双高。另一家是碧桂园，今年以来，企业几乎每月都推出较低的折扣，在9月初更是在全国范围内推出了“光盘行动”，主要针对三、四线城市的项目，优惠力度最大可达7.5折，碧桂园欲再次提速三、四线城市项目的周转速度。

总体来看，7折项目是少数，多数项目的让利幅度在8折以上。此外，就单月来看，8、9月让利不及7月，折扣力度呈现减弱的趋势。展望第四季度，随着年关将至，房企将为其全年的业绩目标发起冲击，预计四季度的折扣活动数量将会有所反弹，但由于大部分房企全年目标完成率可期，全国性大幅度降价活动或不多见，但部分库存积压的项目，尤其是在部分库存压力较大的城市，四季度仍会有加大幅度降价销售的可能。

表：2016年三季度降价力度较大项目情况

| 时间     | 企业名称 | 城市 | 项目名称      | 优惠内容       | 折扣力度 |
|--------|------|----|-----------|------------|------|
| 2016-7 | 碧桂园  | 沈阳 | 碧桂园·学府壹号  | 特定房源7.1折   | 7.1折 |
| 2016-7 | 中国恒大 | 昆明 | 恒大云报华府    | 全款7.5折     | 7.5折 |
| 2016-7 | 中国恒大 | 常州 | 恒大翡翠华庭    | 全款8折       | 8折   |
| 2016-7 | 雅居乐  | 陵水 | 雅居乐海南清水湾  | 全款8.2折     | 8.2折 |
| 2016-7 | 绿地集团 | 成都 | 绿地国际花都    | 全款8.4折     | 8.4折 |
| 2016-8 | 中国恒大 | 亳州 | 恒大城       | 全款7.5折     | 7.5折 |
| 2016-8 | 绿地集团 | 海口 | 海南绿地城     | 全款7.8折     | 7.8折 |
| 2016-8 | 碧桂园  | 曲靖 | 曲靖碧桂园     | 全款8.8折     | 8.8折 |
| 2016-8 | 富力地产 | 陵水 | 富力湾       | 住宅1万抵9折    | 9折   |
| 2016-8 | 万科地产 | 广州 | 万科金域中央    | 洋房2.5万抵9折  | 9折   |
| 2016-9 | 碧桂园  | 滁州 | 碧桂园·欧洲城   | 精选10套房7.5折 | 7.5折 |
| 2016-9 | 中国恒大 | 南宁 | 南宁恒大城     | 认筹享开盘8.2折  | 8.2折 |
| 2016-9 | 鲁能集团 | 海口 | 鲁能·海蓝园筑二期 | 全款8.4折     | 8.4折 |
| 2016-9 | 保利地产 | 成都 | 保利国宾首府    | 部分房源9折     | 9折   |
| 2016-9 | 龙湖地产 | 沈阳 | 龙湖·紫都城    | 购房9.5折优惠   | 9.5折 |

数据来源：CRIC2016

从营销活动来看，房企营销手法也基本沿承上个季度，基于集团层面的大范围营销活动较少，除碧桂园、恒大有全国性地折扣活动以外，其他企业主要是针对单个项目，在看房和项目宣传两个方面展开营销活动。

一方面，房企跟风利用网红、VR提升看房体验。五一期间万达在全国多项目网红卖方的营销活动，引起了业内广泛关注。三季度以来，恒大、中骏等企业也纷纷推出网红直播看房，并且均取得不错的宣传效果，其中兰州恒大翡翠华庭开启兰州首场“网红直播看房团”直播，短短1个小时，吸引十余万网友在线观看。此外，世茂在绍兴世茂天樾项目推出VR样板间，同样是提升看房体验的新兴模式。

另一方面，制造话题为项目宣传造势也是主流模式。今年以制造新颖话题为引子的营销事件层出不穷，主要是该种方式可借助新媒体实现较广的传播效率，相对传统的报纸广告，还具备互动吸粉、提升营销的精准程度。三季度表现亮眼的话题营销事件以深圳龙光城为典型，项目以“土豪试图挽回女友”LED传播引发全城关注，以线下派桃、线上红包、LED快闪等线上线下模式造势，7月17日开盘推出的644套房源于2小时内全部售罄，销售金额达10.8亿。

另外，跨界合作营销依然为部分房企所用。房企利用合作，开拓新的销售渠道，提升项目的宣传广度，从而到达促进销售的目的，如越秀广州招募赞助中国好声音，为项目后期销售扩大宣传。预计四季度，在营销活动上，房企依然会抓住“网红”、“新媒体”等媒介，以较低的成本投入，提升项目的宣传效率，高成本、大手笔投入的营销活动方式或不多见。

## 房企完成度普遍较高， 万科、恒大、碧桂园破两千亿

**VIEW** 得益于土拍市场火热、地王频出和随之带来的积极的市场预期，前八个月，房企目标完成率普遍较高，30家典型房企中，有23家房企的目标完成率在2/3以上。

2016年前三季度，房企销售普遍实现快速增长，截止8月底，万科、恒大销售业绩已突破两千亿元，分别达到2375亿元和2331亿元，9月19日，碧桂园也公告宣布实现累计销售金额2000亿元，同比增长164%。

### 5家房企前八月业绩同比翻番，目标完成率普遍较高

2016年1-8月，30家典型房企的销售金额总计为19226.56亿，同比增长57.53%；同比下滑的仅有万达，其它房企均有一定程度上涨。

1-8月，业绩同比翻番的企业有5家，其中首开、旭辉、碧桂园三家房企同比分别为163%、154%、151%。

从目标完成率来看，截至8月已有23家房企达到了2/3以上，另有3家房企目标完成率在60%-66.7%之间。禹洲、融创、首开的目标完成率均超过了90%，对比去年同期64.54%的平均目标完成率来看，得益于今年市场回暖房企销售大涨，房企的完成率普遍较高。另外截止目前，30家典型房企中已有8家企业提高了年度销售目标，恒大的年度销售目标从2000亿元提升至3000亿元，碧桂园的年度销售目标从1794亿元提升至2200亿元，即使在销售目标提升之后恒大和碧桂园的目标完成率也分别达到了78%和82%。



表：2016年前8月重点房地产企业销售及目标完成情况

单位：亿元

| 企业    | 2016年销售目标 | 2016年1-8月金额 | 目标完成率 | 累计同比 |
|-------|-----------|-------------|-------|------|
| 禹洲地产  | 160       | 168         | 105%  | 116% |
| 融创中国  | 800       | 741         | 93%   | 85%  |
| 首开股份  | 527       | 481         | 91%   | 163% |
| 时代地产  | 215       | 179         | 83%   | 76%  |
| 旭辉集团  | 438       | 363         | 83%   | 154% |
| 保利置业  | 280       | 230         | 82%   | 14%  |
| 碧桂园   | 2200      | 1794        | 82%   | 151% |
| 万科地产  | 3000      | 2375        | 79%   | 52%  |
| 雅居乐   | 460       | 359         | 78%   | 35%  |
| 恒大地产  | 3000      | 2331        | 78%   | 98%  |
| 越秀地产  | 258       | 200         | 77%   | 31%  |
| 龙湖地产  | 750       | 561         | 75%   | 86%  |
| 华润置地  | 960       | 712         | 74%   | 26%  |
| 新城控股  | 520       | 384         | 74%   | 140% |
| 建业地产  | 180       | 131         | 73%   | 52%  |
| 中国金茂  | 300       | 212         | 71%   | 46%  |
| 当代置业  | 150       | 104         | 69%   | 67%  |
| 龙光地产  | 280       | 191         | 68%   | 64%  |
| 万达商业  | 1000      | 671         | 67%   | -16% |
| 宝龙地产  | 150       | 101         | 67%   | 13%  |
| 首创置业  | 380       | 254         | 67%   | 59%  |
| 世茂房地产 | 670       | 448         | 67%   | 13%  |
| 富力地产  | 600       | 400         | 67%   | 37%  |
| 远洋地产  | 450       | 290         | 64%   | 54%  |
| 招商蛇口  | 650       | 409         | 63%   | 44%  |
| 中海地产  | 1800      | 1107        | 61%   | 29%  |
| 绿地集团  | /         | 1447        | /     | 42%  |
| 保利地产  | /         | 1374        | /     | 40%  |
| 绿城中国  | /         | 607         | /     | 52%  |
| 金地集团  | /         | 606         | /     | 87%  |

数据来源：企业公告、中国房地产决策咨询系统（CRIC）

### 万科、恒大突破两千亿，碧桂园增长显著

万科、恒大仅用8个月的时间，销售业绩已分别达到2375亿元和2331亿元，目标完成率达79%和78%，年内很有可能提前达成3000亿元的销售目标。

万科、恒大销售规模遥遥领先其他房企，累计销售额已破两千亿。碧桂园1-8月业绩增长显著，销售金额达到1794亿元（截止到9月19日碧桂园也已突破两千亿大关），目标完成率均82%。

华润、融创有望于2016年跻身“千亿房企”。华润1-8月累计销售960亿元，同比增长26%，目标完成率达74%，按照现在的发展态势，全年超额完成960亿的销售目标冲刺千亿也是大有可能。融创虽然2016年目标仅为800亿，但1-8月累计销售金额已达741亿元，同比增长85%，目标完成率达93%，增长势头强劲，加上2016年全年融创可售货值约1680亿，很有希望能在9月提前完成800亿元的销售目标，晋级千亿房企，预计今年销售额能够达到1100亿元。

首开、新城、旭辉、禹洲继续保持高增长，业绩同比超100%，完成目标情况理想，部分企业后期有继续上调目标的可能。旭辉得益于在长三角地区一二线城市良好的市场布局以及“合伙人制度”带来的额外销售业绩，旭辉1-8月的销售业绩为363亿，同比增长154%，目标完成率83%。新城的销售增长，得益于长三角市场，1-8月的销售业绩为384亿，同比增长140%，据统计，上半年新城长三角地区的合同销售额占总额的81.67%。同时，新城将年初的400亿目标提高至520亿元，目标完成率74%，企业今年整体可售货值为750亿元，为年内销售目标的完成提供了保障。禹洲地产得益于布局的城市市场火爆，销售表现突出，1-8月的销售业绩为168亿元，同比增长116%，目标完成率105%，已提前完成了全年的目标。

## 拿地篇

# 房企拿地金额大幅上升， 央企势头不减、民企持续发力

**WIFI** 据CRIC统计，截至2016年9月26日，全国共计成交了246幅地王，除了央企之外，第三季度诸如碧桂园、融创等积极扩张的民营房企也频频拿下地王。

2016年前三季度市场整体向好，房企的拿地态度也较为积极，除了持续火热的上海、南京、合肥、杭州等核心一二线城市外，土拍的疯狂也延续到了无锡、东莞这样的三四线城市，地王也层出不穷。

## “地王之火”由一二线“燎原”至部分三四线

前8月，20家房企拿地总建筑面积约1.92亿平方米，同比增长92%，拿地金额约为7159.08亿元，同比上升101%。究其原因，一方面市场整体表现较好，房企的销售金额普遍升高，手头资金宽裕的同时对未来有良好预期；另一方面，土拍市场持续火热，除了核心一二线城市之外，无锡、东莞等三四线城市也频频地王，促使企业的拿地成本较去年同期出现了大幅提升。

从单企业表现来看，拿地面积排名前三甲的分别是碧桂园、恒大、融创，而拿地金额投入较多的房企以万科、碧桂园、恒大为代表，分别高达963.66亿、934.99亿和857.67亿。值得一提的当属融创，2016年前三季度通过招拍挂与并购双管齐下，成功完成了战略调整，从原来的北京、天津、重庆、上海直辖市战略转变为今天的一二线城市战略，截至2016年6月30日，融创已成功布局了21个核心城市，总项目数达132个。在增速方面，雅居乐和金茂的拿地金额同比都出现大幅上升，主要是企业去年拿地较少且地块位于非核心区域，地价较低；而今年企业均新增了热门一二线城市地块。

表：2016年前8月重点房地产企业新增土地储备 单位：万平方米、亿元、元/平方米

| 企业名称  | 2016年1-8月<br>建筑面积 | 建筑面积<br>同比 | 2016年1-8月<br>成交总价 | 成交总价<br>同比 | 2016年1-8月<br>成交楼板价 | 成交楼板价<br>同比 |
|-------|-------------------|------------|-------------------|------------|--------------------|-------------|
| 碧桂园   | 5139.91           | 199%       | 934.99            | 276%       | 1819               | 26%         |
| 中国恒大  | 4300.78           | 291%       | 857.67            | 167%       | 1994               | -32%        |
| 融创中国  | 1990.23           | 252%       | 804.11            | 289%       | 4040               | 11%         |
| 万科地产  | 1838.05           | 58%        | 963.66            | 128%       | 5243               | 44%         |
| 保利地产  | 824.90            | 80%        | 382.67            | 229%       | 4639               | 82%         |
| 中海地产  | 650.49            | 9%         | 164.18            | -62%       | 2524               | -65%        |
| 龙湖地产  | 634.26            | 105%       | 366.61            | 67%        | 5780               | -19%        |
| 华润置地  | 613.50            | 31%        | 301.57            | -27%       | 4916               | -44%        |
| 万达集团  | 549.57            | -57%       | 73.80             | -61%       | 1343               | -8%         |
| 绿地集团  | 544.09            | 10%        | 301.89            | 48%        | 5549               | 34%         |
| 招商蛇口  | 414.29            | 219%       | 578.50            | 723%       | 13964              | 158%        |
| 远洋地产  | 391.30            | 144%       | 283.77            | 218%       | 7252               | 30%         |
| 新城控股  | 339.48            | -41%       | 125.89            | 5%         | 3708               | 78%         |
| 旭辉集团  | 315.19            | 8%         | 132.18            | -33%       | 4194               | -38%        |
| 金地集团  | 276.85            | 2%         | 205.42            | 33%        | 7420               | 30%         |
| 中国金茂  | 145.11            | 186%       | 307.71            | 461%       | 21205              | 96%         |
| 世茂房地产 | 114.68            | 26%        | 120.88            | 116%       | 10541              | 71%         |
| 雅居乐   | 85.71             | 479%       | 136.49            | 20447%     | 15926              | 3448%       |
| 富力地产  | 52.27             | -74%       | 16.55             | -56%       | 3166               | 71%         |
| 绿城中国  | 29.10             | -59%       | 100.53            | 1101%      | 34546              | 2816%       |
| 总计    | 19249.76          | 92%        | 7159.08           | 101%       | 3719               | 5%          |

数据来源：企业公告、中国房地产决策咨询系统（CRIC）

## 央企重金拿地势头不减，融创“买买买”成地王收割机

2016年以来，土拍市场异常火热，“地王”记录一再被刷新，“财大气粗”的央企首当其冲。招商蛇口是重金夺地的典型代表，前8月共收获6幅地王项目，基本都位于北京、深圳、南京等核心一二线城市，总计金额达到了504.59亿元。其中，招商与华侨城以310亿元联合拿下的深圳新会展中心配套商业用地一举刷新了全国总价地王记录，楼板价高达20087元/平米。

因“地王热”持续发酵，继住建部召集开发商座谈之后，国土

部也出来喊话为土地市场降温，国资监管部门亦在6月“约谈”了相关国企央企。

此后，地王归属出现了更多诸如碧桂园、融创等民营企业的身影。以融创为例，今年以来“买买买”成为了企业的主旋律，2016年前8月累计新增项目达64个，耗资804.11亿元，其中单8月就在公开市场上竞得了9幅地王地块，一举成为名副其实的“地王收割机”。

表：融创2016年前8月部分地王项目

单位：万平方米、亿元、元/平方米

| 土地名称                                   | 城市 | 成交日期      | 属性  | 建筑面积  | 成交总价  | 成交楼板价 | 溢价率  |
|--|----|-----------|-----|-------|-------|-------|------|
| 杭政储出[2015]47号                          | 杭州 | 2016/1/25 | 住宅; | 4.90  | 11.40 | 23268 | 48%  |
| 2015年第20号 栖霞区<br>NO.2015G69            | 南京 | 2016/1/29 | 住宅; | 20.40 | 36.60 | 17945 | 105% |
| 合国土资公告[2016]2号 政<br>务区 ZWQTA-027-1地块   | 合肥 | 2016/3/24 | 商住; | 19.75 | 27.51 | 13929 | 400% |
| 2016年23号公告松江区泗泾镇<br>SJSB0003单元12-01号地块 | 上海 | 2016/5/11 | 住宅; | 7.85  | 30.05 | 38291 | 112% |
| 并国土公出售字[2016]12号<br>万柏林区SP-1612地块      | 太原 | 2016/5/18 | 商住; | 34.43 | 18.71 | 5433  | 58%  |
| 杭政储出【2016】21号                          | 杭州 | 2016/8/18 | 住宅  | 9.46  | 32.20 | 34028 | 76%  |
| 郑政东出〔2016〕13号<br>(网)郑东新区龙湖区地块          | 郑州 | 2016/8/18 | 住宅  | 7.03  | 25.54 | 36310 | 142% |
| XDG-2016-9号地块                          | 无锡 | 2016/8/19 | 商住  | 40.69 | 36.20 | 8898  | 207% |
| 津东丽津(挂)2016-104号                       | 天津 | 2016/8/24 | 商住; | 16.17 | 30.80 | 19049 | 177% |

数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

# 香港房地产市场 总结与展望

文 / 克而瑞研究中心分析师 洪圣奇 (香港)

## » 核心观点 «

·  
·  
·

# 年内回暖, 年底受压

## —2016年前8月香港住宅市场报告

**VIEW** 在双方博弈过程中更有英国脱欧和美元加息与否的猜测, 让香港楼市未来走势不甚明朗。

香港市场一季度延续15年底寒潮之后, 4月份起死回生, 政策上虽仍有辣招打压, 但资本环境改善似乎为楼市回暖助力不少。本文从供需变化及政策环境角度分析, 认为香港住宅市场年内应会继续回升, 但中长期仍将面对一定程度的调整。

### 供应：土地供应持续增加，住宅地区供应不均衡

在房屋事务委员会增加房屋供应量的目标下, 土地供应充分有余。同时, 香港政府还推出了启德和将军澳两个地区发展计划, 拉动了当地住宅供应。

香港政府自2012年起推行辣招以抑制房价飙升, 一方面通过推行双倍从价印花税以及买家印花税打击投机炒楼行为, 另一方面增加土地供应, 希望缓解供求不平衡的问题, 尽力满足居民自住需求。据2016-2017卖地计划, 香港政府在今年将提供29幅住宅用地, 可供兴建19,200个单位。预期16-17年度总土地供应量可供兴建28,600个单位, 高出年房屋供应目标一万余个。

从实际成交量来看, 截至8月31日, 成交总面积已达到232,591平方米, 已经超过2015年全年208,812平方米的总成交面积。

表：2016年1月至8月香港住宅土地成交汇总

单位：平方米，百万元港币

| 时间         | 地点                 | 用途     | 面积      | 地价     |
|------------|--------------------|--------|---------|--------|
| 2016年2月3日  | 九龙深水埗福荣街、营盘街与福华街交界 | 住宅（甲类） | 3,173   | 1,306  |
| 2016年2月12日 | 新界大埔荔枝山山塘住宅        | 住宅（乙类） | 37,696  | 2,130  |
| 2016年3月2日  | 九龙何文田常盛街           | 住宅（甲类） | 9,074   | 6,381  |
| 2016年3月15日 | 香港赤柱黄麻角道           | 住宅（丙类） | 25,300  | 2,811  |
| 2016年3月23日 | 新界沙田大埔公路-沙田岭段      | 住宅（丙类） | 3,300   | 245    |
| 2016年5月17日 | 新界大埔白石角创新路         | 住宅（乙类） | 28,685  | 4,024  |
| 2016年5月31日 | 新界青衣细山路            | 住宅（甲类） | 6,200   | 939    |
| 2016年6月28日 | 新界屯门青山公路-大榄段       | 住宅（乙类） | 7,578   | 982    |
| 2016年7月13日 | 新界大埔白石角科研路         | 住宅（乙类） | 10,646  | 1,622  |
| 2016年7月26日 | 新界大埔大埔滘大埔公路-大埔滘段   | 住宅（丙类） | 27,735  | 1,182  |
| 2016年8月3日  | 九龙油塘崇信街与仁宇围交界      | 住宅（乙类） | 10,530  | 4,006  |
| 2016年8月8日  | 新界沙田多石             | 住宅（乙类） | 13,500  | 236    |
| 2016年8月8日  | 新界屯门第48区青山公路-青山湾段  | 住宅（乙类） | 15,400  | 2,709  |
| 2016年8月24日 | 新界屯门第20区青霞里        | 住宅（乙类） | 5,317   | 1,401  |
| 2016年8月30日 | 新界元朗凹头             | 住宅（丙类） | 28,457  | 989    |
| 总计         |                    |        | 232,591 | 33,091 |

资料来源：地政总署，香港特区政府

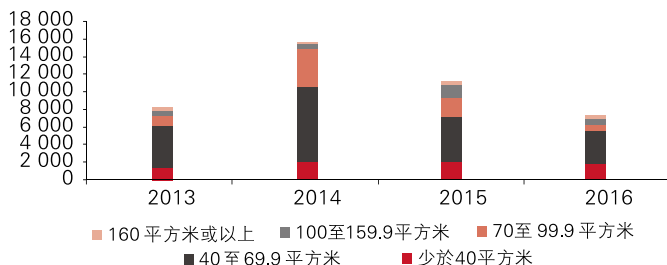
2016年土地市场交易活跃的情况有望在下半年持续。根据政府的卖地计划，2016年4月至2017年3月，计划出售住宅土地总面积共231,095平方米。政府持续稳定提供住宅用地的目标清晰明确，若有剩下未卖出的土地，将会滚存至下一年出售。

“飞跃启德”发展计划将会在2021年全部竣工。其中，预计启德发展区的居住人口为86,500人，且将会提供3万个住宅单位。截至2016年6月，政府已经批出6幅启德住宅用地，预计可以提供给4,476个住宅单位。在将军澳第137区的发展计划中，预计潜在供应达3万个单位。

从施工量看，私人住宅的施工量在2016年上半年增幅惊人，早已超过去年全年。可以预见，未来私人住宅的供应量将持续大幅增加，给稍有回升的住宅售价增加了下行压力。



图：私人住宅各类单位落成量（截至2016年6月30日）



资料来源：差饷物业估价署，香港特区政府

从落成量看，2016年第一季度私人住宅落成单位1800个。截至2016年6月，私人住宅各类单位落成量共7417个。预计2016年全年落成量达18203个单位，是2012年政府采取辣招以来的最高落成量。

但值得注意的是，虽然土地供应、已施工量增加，但由于一些被拖慢的工程进度，实际新盘供应不一定如预期一样多。例如将军澳第137区的发展计划中，由于临近新界东南堆填区，其运作难免对房屋规划造成影响，而堆填区运作或延长至2023年，意味着将军澳第137区的用地短期内未必能推出，从而减少供应。

这一轮的大量供应分布不均衡。新界地区，尤其是元朗、荃湾、将军澳地区供应大增，但在港岛等传统老区的供应仍然偏少。由运输及房屋局的数据推算，2016年，私人住宅的落成量68%来自新界。按地区计，元朗和西贡分别占新供应量的29%和21%。2017年的新落成单位主要来自九龙，占总供应量的43%。按地区计，九龙城占24%，西贡17%。

## 需求：房贷利率下降释利好，美国年内或逆期望加息

私人住宅的需求方面因为售价的连续下降和资金层面的宽松而得到释放，同时开发商继续积极推售新盘，下半年住宅市场或将持续活跃。

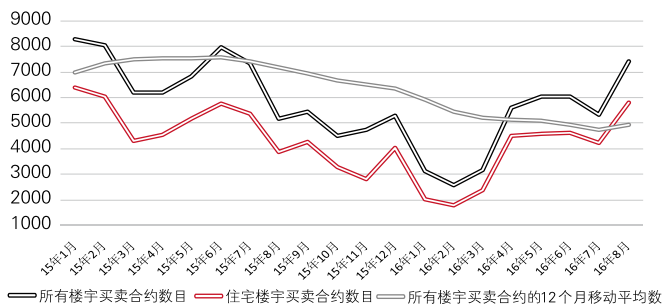
鉴于2016年开年房市继续转冷趋势明显，1、2月按揭贷款申请热度明显下降，2月贷款申请宗数环比下降近25%，香港各大银行于4月和7月纷纷下调最低贷款利率来抑制本港购房需求进一步下滑，至7月末，包括汇丰银行、恒生银行、花旗银行、中银香港都下调了最低贷款总额，贷款最低利率下降至香港银行同业拆息加1.5%的水平。贷款环境的宽松大幅减轻了购房者的资金负担，刺激需求释放，预期四季度楼市上升的趋势会继续保持。

6月份英国脱欧让市场预期低利率环境可能会继续保持，但美联储近日释放的信号表明年底很可能有一次加息。鉴于上一次美联储加息就重挫了香港楼市，预计二次加息仍会对香港楼市产生一定震动。

**价格下降、资金释放，住宅市场年内或将持续活跃。**香港私人住宅的售价在2016年第一季度的售价同比下降5%。第二季度开始，售价稍有回升，仍低于去年同期。第一季度住宅价格的降低有助于释放一部分需求，促使第二季度及下半年住宅市场的活跃。

在住宅买卖合同数量及总额方面,与2015年第一季度相比,2016

图：2015年1月至2016年8月楼宇买卖合同统计图



资料来源：美饬物业估价署，香港特区政府

年第一季度大幅下降，但第二季度迅速回升，与去年同期持平，连带住宅售价在第二季度有小幅回温。根据最新数据统计，7月、8月的住宅买卖合约数量进一步上升，达到12个月来的新高，其中以小型住宅的销售情况见多。

但长期来看，未来香港住宅供应量增加明显，但住宅需求乏力的情况延续，供应可能过剩，房价回升的可能性小，或将继续下行。

## 政策：港府咬紧辣招不松口，预期贷款应优先放松

只有当住宅供应能够较好释放刚性需求并有富余时，印花税政策才有可能放松。

楼市虽有所调整，普通居民买房负担依然沉重，房价收入比远超过可接受范围，因此，港府在近期内应不会松口减辣。

然而细究两道辣招，印花税政策针对投机炒楼行为，贷款政策则为维护金融系统稳定。辣招的根本目的是释放普通居民买房自住需求，增加印花税不会影响该部分需求释放，反而能够抑制投机导致的房市泡沫；而贷款政策目前虽有利于抑制高杠杆买房行为、给房市降温，却同时增加了普通居民买房的首付负担，从长远来看依然相背于辣招的根本目的。

因此，一旦确认房市确已进入下行通道，居民买房负担减轻到一定程度，目前头期款门槛政策即会降低。而印花税政策仍需看政府增供应的步伐，目前政府土地供应应优先满足居民自住需求，其次才是投资需求。

因此，我们预期房贷政策将先于印花税政策获得放松。

### 结语

政府增供应的决心并未动摇，未来主要供应将出现在启德和将军澳，但贷款利率的降低仍刺激部分需求释放，今年内成交量和房价预计会继续上升，但美联储年末大概率加息政策或对香港楼市影响较大，长期来看房市仍需经历一番调整。

# 租金分化加剧，地域转移继续

## —2016年上半年香港写字楼趋势报告

**VIEW** 预计2016年全年租金上升趋势将放缓，其中中环租金受供应紧张和中资机构强劲需求双重刺激租金会进一步上扬，而九龙等其他非中心区则有下探势头。

预计2016年全年租金上升趋势将放缓，其中中环租金受供应紧张和中资机构强劲需求双重刺激租金会进一步上扬，而九龙等其他非中心区则有下探势头。

### 供应：非中心区供应持续加大，中区九龙租金分化

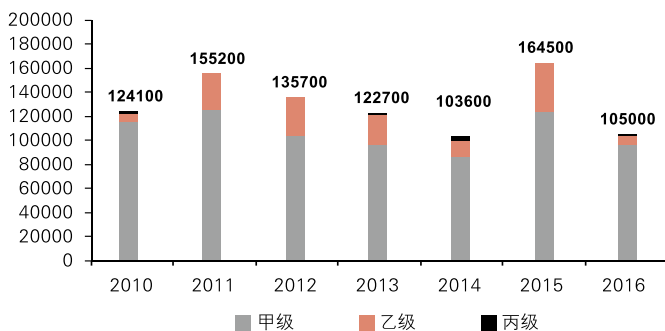
2017年以后由于供应持续扩充，若经济态势仍未有明显向好，需求没有强劲上扬的势头，香港写字楼整体租金或将经历一个下降调整的周期。

供应侧来看，政府发展九龙成为新商业办公区的方向不动摇，供应由中心区转向非中心区的趋势愈发明显。写字楼落成量自2014年的低点后稳步上升，2016年预计全年落成量在20万平方米左右，其中九龙预计占比64%，上半年已完成超过一半。而中区供应从14年开始一直较为紧张，上半年的空置率更是处在1.6%的低位，供应缺口也成为中区写字楼租金仍保持上升势头的一个重要原因。九龙尽管一定程度上获益于本港企业将办公地点迁出中心区的需求，充足的供应仍驱动九龙的租金水平向下走，上半年九龙区整体租金水平下跌近4%。

根据港府物业报告，2017年写字楼落成量将进一步提升，单单

甲级写字楼预计落成超21万平方米，其中63%在观塘。若中区和九龙的需求趋势不变，预计下半年中区租金水平仍将缓步上涨，而九龙则大概率上进一步缩水，租金水平分化会更加明显。

图：香港甲、乙、丙三级私人写字楼落成量（截至2016年6月）



数据来源：差饷物业估价署，香港特区政府

## 需求：向非中心区转移依旧，港岛南或成热点

2016年上半年全球经济依然疲软，英国脱欧也使未来经济走势愈加不明朗，尽管香港本地失业率处在3.3%左右的低点，写字楼整体需求依然较为疲软。

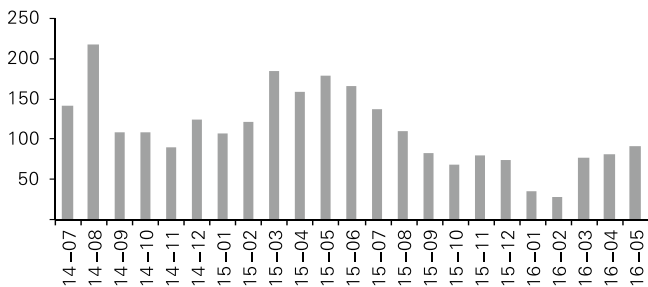
受制于中区持续攀升的租金单价以及内部削减开支的要求，部分中区传统租户不得不迁至九龙等地区，如英士律师行搬至港岛东。一些企业甚至启用自置物业，如恒生银行由企业广场五期搬至13年斥资29亿港元买下的旺角亚皆老街商厦，宏利人寿由宏利金融中心搬至自持的宏利大厦。

受益于年内将开通的南港岛线可方便连接中环等核心商务区，港岛南成为上半年交投量提升较快的区域，一季度香叶道的一栋面积逾22万平方米的甲级写字楼刚投入市场，使待租率攀升至18%，而净吸纳量持续正向发展，未来或成为新的商业办公区。

再看具体合约数据，16年1至6月买卖合同宗数整体相比15年上半年下降了近58%，交投疲弱，但趋势上由1、2月的低点缓步提升至二季度的70-100宗，5月份的92宗交易成为上半年的最高点，有回升的势头。目前有相关需求的港企大部分已经或即将完成由中心向非中心区转移的工程，预计未来短期内交易宗数将保持上升态势。

**中心区写字楼：中资机构入驻势头不改。**在本地公司迁离中心区的同时，财大气粗的中资金融机构延续15年的趋势，成为中区写

图：香港私人写字楼买卖合同宗数（截至2016年6月）



数据来源：差饷物业估价署，香港特区政府

字楼需求的强劲来源。这些中资机构趁政策利好、港元升值的机会蜂拥而至，而为尽快在香港树立起品牌，他们多将选址定在寸土寸金的中区。中资机构在中区租赁面积占比自15年开始持续上升，16年第二季度已超过六成。预计未来两三年内中资企业进军中区写字楼的气势不减，将继续保持中心区租赁的中坚地位。

### 结语

2016年上半年香港写字楼市场总体表现不错，写字楼租金整体上涨超过两个百分点，其中中区更是推动租金上扬的坚实力量，中心区与非中心区租金水平分化或加剧。预计2016年下半年租金整体上仍会有小幅上升，但17年以后由于供应持续扩充，若经济复苏势头微弱，香港写字楼市场或面临5到15个百分点的回调。

# 高档零售增长乏力， 本港需求将是中坚力量

## ——上半年香港零售商铺物业市场前景

**VIEW** 未来香港奢侈品等高档零售增长的可能性低，以高档零售为主的核心商区的零售商铺租售价格将回归理性，经历一年多大幅下滑之后，将收窄下跌幅度。本港消费将会成为中坚力量。

截至香港政府统计处最新统计，自内地游客赴港热度减退，整体访港旅客在港消费减少，香港零售市场连续16个月呈现下滑，总收入较上年同月下跌8.9%，尤其是珠宝首饰钟表等高档零售下滑严重达26.2%，打击香港核心商区零售商铺物业市场。但2016年6月开始访港旅客人次有所回升。7月访港旅客较去年同期上升2.2%，过夜旅客上升2.6%，未来旅游业的消极影响有望减缓。

2016年上半年，香港零售商铺租金总体维持平稳，有小幅下降，6月份比去年同期下降2.4%。不同地区情况各不相同，港岛地区零售商铺租金在6月与去年同期相比大幅下滑21.1%，九龙地区下降7.1%，但是新界地区则上升13.4%。

### 供给：落成量10年来首度回升 警惕空置率增加

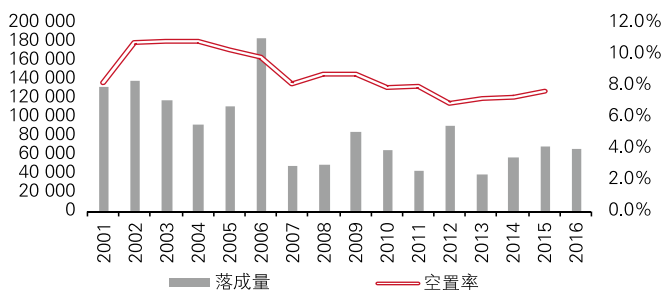
但长期来看，总体零售商铺落成量增加，零售业增长不强劲，应当警惕空置率上升的可能性。

截至2016年6月，香港商业楼宇落成量65,200平方米。据香港差餉物业估价署预计，2016年落成量将上升至125,900平方米，上半年已完成全年预计落成量的52%。其中，2016年的供应32%来自元朗、12%来自湾仔和11%来自油尖旺（油麻地、尖沙咀、旺角），三区

共提供预测落成量的55%。2006年之后，商业楼宇的落成量一直处于低位，2016年的落成量成为10年来最高。2017年，零售商铺落成量仍将保持较高水平，预计93,300平方米，供应主要来自西贡、油尖旺和沙田，分别占总落成量的19%、16%和14%。

值得注意的是，2014年以来，零售商铺的空置率呈现小幅上升，2015年年底达到7.7%，港岛6.7%，九龙8.0%，新界8.3%。由于在核心商业区铜锣湾、尖沙咀等地近期涌现出短租潮，且租金大幅下降吸引租客入驻，因而短期内空置率尚未出现明显上升。

图：香港私人商业楼宇落成量、空置率（截至2016年6月）



资料来源：差饷物业估价署，香港特区政府



## 需求：高端零售销售持续疲软 本港需求成中坚力量

今年上半年零售市场持续疲弱，导致零售商铺市场不容乐观。这一分化现象与香港零售业具体情况密切相关。

港岛、九龙地区零售商铺租金在6月与去年同期相比呈现下滑趋势，其中铜锣湾部分旺铺租金跌幅甚至达50%，但新界地区则升13.4%。

与去年同期比较，2016年7月珠宝首饰、钟表及名贵礼物的零售收入跌幅最大，为26.2%，其次为百货公司货品零售收入下跌6.9%，但超级市场货品的零售收入上升1.9%，服装、药物及化妆品等零售收入同样有所上升。由此可见，奢侈品等高档零售在经历“寒冬”的同时，以本港需求为支撑的快消品等中档零售呈现上升趋势。因此，以珠宝首饰钟表等为代表的奢侈品零售主要集中在位于铜锣湾、中环、尖沙咀、旺角这四大核心商业区，大幅下滑的销售情况导致租金大幅下跌。与之相对，高档零售占比较少的新界地区未受影响，由于本地消费力强劲，商铺租金有所上升。

未来一年，虽然旅游业逐步恢复，访港游客人次回升，但由于游客人均消费从两年前9,000港币下跌至目前人均7,105港币，而且高档奢侈品消费增长可能性较小，因而高档零售未来将持续疲软，核心区域旺铺租金或将进一步下降，但下降幅度有望收窄。相对的，与本地消费力相关的中档零售，如化妆品、餐饮业、超级市场等零售将成为中坚力量，继续活跃在零售商铺市场。租金的降低同样有积极的一面，这不仅降低了零售行业的运营成本，也有利于行业的多元化的健康发展。

## 政策：出举措以带动旅游业和零售业

香港政府在2015年拨出8,000万元支持旅游发展局加强向海外推广香港旅游的力度，另外亦拨出1,000万元的配对基金，支持旅游景点在海外市场宣传。

2016年6月，过夜游客首次回升，较去年同期上升4.1%。其中，内地游客人数小幅上升1.4%，上升最多的是来自印尼（18.9%）、菲律宾（29.0%）、泰国（26.0%）、韩国（62.7%）、台湾（16.5%）的游客。

值得欣喜的是访港游客的组成正在趋向多元化，这意味着香港旅游业将减少对内地旅客的依赖性。长期来看，这也许对于香港旅游业的稳定发展有积极影响，因而给香港零售行业带来稳定。

此外，香港发展局表示，政府正在就启德旅游中枢及大屿山进行规划，为了配合启德发展区作为国际旅游、娱乐和休闲枢纽，正在加紧进行周边基建工程，以配合毗邻邮轮码头、面向维港的“酒店带”土地陆续推出市场。这也是香港政府努力促进旅游业发展的一项重要举措，希望能够长期带动旅游业和零售业。

### 结语

虽然旅游业受挫带来的消极影响正在逐渐消失，但是访港旅客的整体消费力已经有所降低，高档奢侈品零售，连带着核心商务区零售商铺的租金价格，一起“退烧”。在旅游业带来的零售业辉煌时代告一段落时，本土消费力成为真正能够拉动零售行业以及零售商铺市场的动力。若旅游业在下半年继续回温，本港消费力表现稳定，则一线商务区零售商铺租金下跌幅度将进一步收窄，且非核心区域零售商铺租金将持续上行态势，预计下半年总体零售商铺租金将基本维持稳定，或有5%以内的小幅下降。

### 作者简介

洪圣奇，CRIC研究中心驻香港分析师，专注服务资本市场  
电话：852-35210168 邮箱：davidhong@cric.com

**特别关注**



# 房企中报季

2016年上半年上市房企中期业绩点评

上半年的牛市，似乎让房企赚了个“盆满钵满”。在刚刚结束的中报季，更是交出了不错的成绩单——不仅销售整体向好，财务状况也普遍改善。

解读行业整体指标，在过去的上半年，房企的债务能力如何变化？在销售速度加快、拿地成本攀升的情形下，房企存货规模能否保持合理水平？面对规模与毛利的连年增长，盈利水平是否也同样高企？

七问房企，要规模还是要收益？大手笔买地安全吗？

下半年地还能拿吗？如何看待面粉贵过面包？

地王专业户的名号是好是坏？如何看待未来房地产市场？

轻资产、重资产，哪个合适？

通过对整体及18家典型企业的中报点评，不难一探究竟。

# 2016半年度房企偿债能力报告

文/克而瑞研究中心 研究员 房玲、俞倩倩、易天宇

**VIEW** 融资成本较低的以央企、国企和部分具备良好声誉和较强综合实力的民营企业为主；中小企业仍需开辟多元化的渠道募资。

2016上半年，房企销售整体向好，财务状况普遍改善。总体来看，房企的债务及融资方面呈现出以下几大特点：一是现金总量较2015年末显著提升；二是公司债发债潮引发房企负债总量上升，但长短期债务结构明显优化；三是净负债率总体水平“明降暗升”，但平均融资成本进一步下降。下面我们将通过持有现金、负债水平、偿债能力、融资成本几个方面来具体分析。

## 企业销售大涨，多数房企现金持有增加

整体来看，今年上半年65家房企<sup>①</sup>总持有现金共16132亿元，相比2015年末高出了14%。其中有49家企业相比2015年末持有现金增加，只有16家企业持有现金减少。

## 融资宽松、销售大涨，导致企业持有现金显著增加

一方面是因为今年上半年相对融资环境较为宽松，房企融资增加所致。另一方面，也是因为上半年企业整体销售较好，多数企业销售金额大幅增长，为企业奠定了充足的销售回款基础。例如鲁能

<sup>①</sup> 65家房企包含宝龙地产、保利地产、保利置业、北辰实业、北京城建、碧桂园、滨江集团、当代置业、富力地产、光明地产、合景泰富、合生创展、华发股份、华侨城、华润置地、华夏幸福、嘉里建设、建发房产、建业地产、金地集团、金科股份、金融街、九龙仓、蓝光发展、朗诗绿色地产、龙光集团、龙湖地产、路劲基建、绿城中国、绿地集团、仁恒置地、荣盛发展、融创中国、融信集团、时代地产、世茂房地产、首创置业、首开股份、苏州高新、泰禾集团、万达集团、万科地产、五矿地产、新城控股、新湖中宝、信达地产、旭辉集团、雅居乐、阳光城、远洋地产、越秀地产、云南城投、招商蛇口、中国奥园、中国恒大、中国金茂、中国铁建、中国中铁、中海地产、中航地产、中骏置业、中粮地产、中南集团、中天城投、中洲控股。

## 特别关注

集团上半年合约销售273.70亿元，同比大幅增长469%。融创中国上半年合约销售560.50亿元，同比增加105%等等。

表：2016年中期合约销售同比增长超过100%的企业

| 企业     | 2016年中期合约销售（亿元） | 同比   |
|--------|-----------------|------|
| 北辰实业   | 90.6            | 331% |
| 华发股份   | 205.0           | 256% |
| 首开股份   | 320.1           | 220% |
| 中航地产   | 78.4            | 216% |
| 旭辉集团   | 308.7           | 189% |
| 滨江集团   | 163.7           | 164% |
| 朗诗绿色地产 | 107.8           | 162% |
| 中骏置业   | 119.7           | 135% |
| 新城控股   | 287.1           | 132% |
| 中天城投   | 109.2           | 127% |
| 碧桂园    | 1226.2          | 127% |
| 金融街    | 129.8           | 116% |
| 金地集团   | 418.3           | 107% |
| 融创中国   | 560.3           | 106% |
| 中国金茂   | 207.0           | 102% |

数据来源：企业年报，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

### 现金持有与企业规模正相关，恒大成为“最大金主”

企业拥有的现金总量与企业规模在一定程度上为正相关，现金持有量最高的房企都是大型、超大型房企。其中，中国恒大现金持有量高达2120亿元，成为“最大金主”，且现金总额相比2015年末大幅增加29%。而中航地产以拥有12.97亿元现金成为拥有现金最少的企业，中天城投持有现金总额相比2015年末下降58%，是现金持有最少的十家房企中下降最快的房企。

中国恒大持有现金总额之所以大幅增长，一方面是因为销售回款较多；恒大于上半年完成合约销售1417.80亿元，同比上涨63%，销售回款超过1,100亿元。另一方面，2016年上半年，中国恒大成功还发行了非公开企业债券人民币100亿元，并于海外发行优先票据7亿美元，融资也颇为积极。虽然中国恒大在上半年新增土地建

筑面积4236万平米，总价844.67亿元，相对于其销售回款而言，并不算多。

表：房企持有现金量最高TOP10

| 企业   | 现金总量（亿元） | 同比      |
|------|----------|---------|
| 中国恒大 | 2120.03  | 159.91% |
| 中国铁建 | 1156.36  | 17.96%  |
| 中海地产 | 1002.78  | 50.07%  |
| 中国中铁 | 839.53   | 24.77%  |
| 万达集团 | 833.07   | 44.20%  |
| 万科地产 | 718.68   | 61.09%  |
| 碧桂园  | 493.93   | 81.47%  |
| 保利地产 | 462.60   | 19.55%  |
| 绿地集团 | 416.61   | 22.77%  |
| 融创中国 | 401.47   | 139.19% |

备注：港币统一以汇率0.85进行换算

表：房企持有现金量最低TOP10

| 企业     | 现金总量（亿元） | 同比      |
|--------|----------|---------|
| 中航地产   | 12.97    | 4.36%   |
| 朗诗绿色地产 | 15.55    | -41.72% |
| 苏州高新   | 21.96    | -15.85% |
| 云南城投   | 27.04    | -35.77% |
| 中天城投   | 35.27    | -32.25% |
| 中洲控股   | 38.86    | 293.04% |
| 路劲基建   | 55.14    | 46.68%  |
| 蓝光发展   | 56.46    | 43.72%  |
| 当代置业   | 57.14    | 94.24%  |
| 光明地产   | 60.62    | /       |

数据来源：企业年报，CRIC

## 总负债普遍增加，发债潮持续推动企业债务长期化

以20强房企为例，2015年至2016年上半年累计发行公司债2880.95亿元，其中2016上半年年发行1342亿元，占46.6%；下半年以来20强房企又发行了377亿元公司债，2016年以来的累计发行规模已经超过2015年全年。

### 公司债大规模发行，企业总有息负债普遍增加

今年上半年65家房企总有息负债为36350亿元，相比2015年末的32467亿元，高出了12%。其中大部分的房企都有不同程度增长，仅14所房企有所下降。究其原因，主要是公司债的大规模发行。预计到年底房企有息负债规模可能还会继续增加。

表：2015-2016上半年房企公司债发行规模TOP10

| 排名 | 企业   | 公司债发行总额（亿元） |
|----|------|-------------|
| 1  | 富力地产 | 433         |
| 2  | 中国恒大 | 400         |
| 3  | 万达商业 | 310         |
| 4  | 华夏幸福 | 285         |
| 5  | 碧桂园  | 230         |
| 6  | 绿地控股 | 200         |
| 7  | 龙湖地产 | 161         |
| 8  | 金融街  | 160         |
| 9  | 泰禾集团 | 155         |
| 10 | 保利地产 | 150         |

数据来源：企业年报，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

### 1、16家企业拥有永续债，恒大占比67%

2016年中期末，加上永续债之后，65家房企的总有息负债为38077亿元，相比2015年末增加了13%。共有16家企业拥有永续负债，总计1726.82亿元，同比增加109%。其中中国恒大在2016年中期以永续债1160.02亿元，总量排名第一，占比高达67%，第二名的碧桂园拥有永续债166亿元，相比2015年末降低15%。

富力地产于2016年中期的永续债为24.04亿元，相比2015年末的79.78亿元，同比下降70%，是永续债降幅最大的房企，原因是永续债每年的利率都会不断提高，为了降低融资成本而最终会用新的债务将其替换掉，而现在发行公司债正是最好的方式，2016年上半年富力地产发行的共275亿元公司债。

### 2、恒大、绿地、万达总有息负债位列前三

从有息负债总量的排名来看，可以看出随着企业规模越大，其总有息负债也会相对越高。其中，中国恒大以3812.61亿元的负债排名第一，其次为绿地、万达。



表：65家重点企业2016年中期永续债

| 企业     | 1H2015永续债<br>(亿元) | 2015年末永续债<br>(亿元) | 1H2016永续债<br>(亿元) | 同比      |
|--------|-------------------|-------------------|-------------------|---------|
| 中国恒大   | 523.66            | 757.37            | 1160.02           | 121.52% |
| 碧桂园    | 26.90             | 195.28            | 166.00            | 517.10% |
| 首开股份   | 0.00              | 60.00             | 90.00             | /       |
| 融创中国   | 0.00              | 0.00              | 68.25             | /       |
| 绿城中国   | 30.15             | 30.15             | 55.99             | 85.72%  |
| 雅居乐    | 44.83             | 44.89             | 44.89             | 0.14%   |
| 中国金茂   | 39.00             | 39.00             | 26.00             | -33.33% |
| 富力地产   | 100.04            | 79.78             | 24.04             | -75.97% |
| 绿地集团   | 0.00              | 20.00             | 20.00             | /       |
| 融信集团   | 0.00              | 0.00              | 17.21             | /       |
| 金科股份   | 14.00             | 14.00             | 14.00             | 0.00%   |
| 宝龙地产   | 13.05             | 13.05             | 13.11             | 0.51%   |
| 中骏置业   | 23.73             | 12.00             | 9.00              | -62.07% |
| 保利置业   | 11.39             | 10.43             | 7.52              | -34.03% |
| 世茂房地产  | 0.00              | 0.00              | 6.00              | /       |
| 朗诗绿色地产 | 0.00              | 1.10              | 4.79              | /       |

备注：港币统一以汇率0.85进行换算 数据来源：企业年报，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

上半年末，恒大以106%的同比增长，同时成为Top10排名中有息负债最高且增长最快的房企。随着中国恒大不断的加速扩张，其上半年的总有息负债从去年年末的1852.88亿元增加至3812.61亿元。主要是因为中国恒大于2016年上半年共发行了规模为100亿元的公司债，以及7亿美元的海外优先票据。

此外，朗诗绿色地产，滨江集团以及当代置业则成为负债最少的三家房企。朗诗绿色地产的有息负债则为70.08亿元，同比增长0.1%，为排名房企中有息负债最少的企业，其主要原因和朗诗绿色地产近年来的轻资产战略有关。朗诗通过其在经验及品牌上优势，与金融机构、开发商合作，通过小股操盘、委托开发等多种模式进行轻资产化，从而减少了对于现金的依赖，从而并不需要通过高杠杆，高负债的模式来进行发展扩张。

## 特别关注

表：房企总有息负债最高TOP10

| 企业   | 总有息负债（亿元） | 同比      |
|------|-----------|---------|
| 中国恒大 | 3812.61   | 105.77% |
| 绿地集团 | 2659.65   | 18.30%  |
| 万达集团 | 2145.59   | 23.14%  |
| 中国铁建 | 1888.69   | 25.57%  |
| 中国中铁 | 1658.87   | -9.79%  |
| 保利地产 | 1135.84   | -7.39%  |
| 富力地产 | 1077.7    | 44.14%  |
| 碧桂园  | 969.01    | 50.08%  |
| 中海地产 | 929.17    | 5.46%   |
| 万科地产 | 914.62    | 44.76%  |

备注：港币统一以汇率0.85进行换算

表：房企总有息负债最低TOP10

| 企业     | 总有息负债（亿元） | 同比      |
|--------|-----------|---------|
| 朗诗绿色地产 | 70.08     | 0.10%   |
| 滨江集团   | 74.23     | 3.81%   |
| 当代置业   | 87.31     | 77.26%  |
| 五矿地产   | 99.68     | -10.60% |
| 苏州高新   | 101.42    | -24.38% |
| 中航地产   | 106.87    | -6.04%  |
| 中洲控股   | 113.08    | 52.31%  |
| 建业地产   | 118.55    | 17.22%  |
| 路劲基建   | 128.32    | -0.46%  |
| 仁恒置地   | 181.12    | -7.19%  |

数据来源：企业年报，CRIC

### 企业负债长期化，龙湖、华润等债务结构良好

从长短期负债比的情况来看，大多数的企业都维持在1到4之间。其中时代地产以50.54的长短期债务比名列第一，同比增长1084%，时代地产的长短期负债比之所以有如此高的涨幅，是因为其在2015年下半年偿还了其大部分的短期债务，其短债从2015年中期的24.56亿元骤降到了3.69亿元。此外，时代地产还在2015年下半年一共发行了三年期和五年期的共50亿元的公司债，后又于2016年1月发行了规模30亿的三年期公司债，导致其长期债务增多。

此外如龙湖、华润、万达、中海等大型房企的长短期债务比的排名则都处于较为前列的位置。其中一直以稳健著称的龙湖地产和华润置地，则以10.47、7.76的长短期债务比名列第三、第五。

长短期负债比最低的三家企业分别是光明地产，路劲基建以及蓝光发展。路劲基建的长短期负债比为0.68，同比下降56%。主要原因是其部分的长期负债被结算成了短期负债。例如其2013年12月发行的优先票据规模为22亿元，将于2016年12月到期，在2016年的年报中转化成了短期负债。

表：房企长短期债务比最高TOP10

| 企业   | 长短期负债比 | 同比       |
|------|--------|----------|
| 时代地产 | 50.54  | 1083.56% |
| 五矿地产 | 11.74  | -81.64%  |
| 龙湖地产 | 10.47  | 122.08%  |
| 滨江集团 | 9.67   | 245.67%  |
| 华润置地 | 7.76   | 162.23%  |
| 万达集团 | 7.58   | 157.81%  |
| 金融街  | 7.18   | 26.04%   |
| 北辰实业 | 7.13   | 48.01%   |
| 中海地产 | 7.11   | -22.31%  |
| 旭辉集团 | 6.76   | 22.80%   |

表：房企长短期债务比最低TOP10

| 企业   | 长短期负债比 | 同比      |
|------|--------|---------|
| 光明地产 | 0.47   | /       |
| 路劲基建 | 0.68   | -55.86% |
| 蓝光发展 | 0.83   | -30.49% |
| 中国恒大 | 1.21   | 44.06%  |
| 中国中铁 | 1.23   | 23.13%  |
| 北京城建 | 1.25   | -63.61% |
| 中国铁建 | 1.27   | 3.09%   |
| 苏州高新 | 1.27   | 42.46%  |
| 阳光城  | 1.46   | 109.81% |
| 中航地产 | 1.47   | -23.63% |

数据来源：企业年报，CRIC

## 偿债能力总体显著提升，永续债暗藏风险

2016年上半年，65家重点企业的短期偿债能力整体有了明显上升。现金短债比均值为1.57，较2015年中期1.07同比上升了47%，可见房企在短期债务偿还方面压力不大。

### 现金短债比呈现上升趋势，滨江债务结构优化

从同比变动来看，65家企业的现金短债比同比呈现上升趋势，之所以大部分企业短期偿债能力上升，主要是因为一方面2016上半年房企销售向好，部分企业上半年的目标完成率甚至超过70%，在此背景下，销售现金回流较为顺畅，以旭辉为例，上半年销售额为276亿元，同比增长163%，销售现金回款率达107%，创新高；另一方面国内融资环境的持续宽松也为房企提供了源源不断的低成本资金供给。

## 特别关注

表：房企现金短债比最高TOP10

| 企业   | 现金短债比 | 同比      |
|------|-------|---------|
| 时代地产 | 25.32 | 837.55% |
| 五矿地产 | 14.61 | -59.94% |
| 滨江集团 | 10.20 | 527.43% |
| 中海地产 | 8.75  | 13.69%  |
| 建业地产 | 6.03  | 60.22%  |
| 旭辉集团 | 5.03  | 47.11%  |
| 华润置地 | 4.85  | 165.21% |
| 合景泰富 | 3.77  | -14.17% |
| 北辰实业 | 3.45  | 118.86% |
| 万达集团 | 3.33  | 155.00% |

表：房企现金短债比最低TOP10

| 企业   | 现金短债比 | 同比      |
|------|-------|---------|
| 云南城投 | 0.22  | -67.45% |
| 中航地产 | 0.30  | -6.21%  |
| 光明地产 | 0.32  | /       |
| 蓝光发展 | 0.48  | -13.95% |
| 中天城投 | 0.49  | -13.43% |
| 苏州高新 | 0.49  | 33.55%  |
| 泰禾集团 | 0.61  | 108.37% |
| 绿地集团 | 0.64  | 28.68%  |
| 阳光城  | 0.71  | 100.91% |
| 金科股份 | 0.72  | -1.61%  |

数据来源：企业年报，CRIC

从单个企业来看，时代地产、五矿地产和滨江集团分别位列现金短债比最高的前三甲，资金相对来说是较为充裕的。

以滨江为例，现金短债比为10.2，较2015年中期同比上升了527%，主要有以下两点原因：一是持有现金的大幅增加，截至2016年6月30日，公司持有现金量达70.99亿元，其中经营性现金流增加较为显著，2016上半年滨江合约销售金额达171亿元，同比上升达60%。得益于杭州市场利好影响，其在杭州区域的销售额达到了111.45亿元，稳居杭州房企销售金额排行榜的第二名。二是债务结构优化，短期债务有了显著下降，2016年中期公司短期负债为6.96亿元，较2015年同期下降了63%，主要是由于一年内到期的长期借款中，抵押、质押、保证类借款均有了不同程度的下降，从而促使整体的短期负债规模有所降低。

而现金短债比最低TOP10中，蓝光发展的现金短债比仅为0.48，较2016年中期同比下降了14%，原因主要是其短期负债大幅增加，具体来看，一是公司为旗下各类子（孙）公司提供的保证类借款增加，由2015年中期的5.34亿元骤增至50.57亿元，二是由于未平衡好长短期债务偿还等问题，导致一年内需要偿还的长期借款也有了显著上升，由2015年中期的36.17亿元增至63.89亿元。虽然蓝光在2016上半年也发行了40亿元的中期票据来缓解资金压力，但还是难解“燃

眉之急”，下半年随着其40亿元获批的公司债陆续发行，短期偿债压力或将得以缓解。

### 净负债率总体下行，扩张速度是主因

整体来看，65家房企的净负债率呈现下降趋势，平均净负债率由2015年中期的73.07%下降至67.88%，基于2016年中期房企净负债率最高及最低TOP10，我们可以看出，净负债率的高低与房企的扩张速度密不可分。

表：房企净负债率最高TOP10

| 企业     | 净负债率    | 同比      |
|--------|---------|---------|
| 云南城投   | 522.60% | 100pts  |
| 泰禾集团   | 306.90% | -209pts |
| 绿地集团   | 303.86% | 2pts    |
| 信达地产   | 300.65% | 88pts   |
| 光明地产   | 250.15% | /       |
| 华发股份   | 227.42% | -70pts  |
| 金科股份   | 206.11% | 45pts   |
| 中航地产   | 203.33% | -43pts  |
| 阳光城    | 202.34% | 4pts    |
| 朗诗绿色地产 | 193.39% | -83pts  |

表：房企现金净负债率最低TOP10

| 企业   | 净负债率   | 同比     |
|------|--------|--------|
| 五矿地产 | 净现金    | /      |
| 中海地产 | 净现金    | /      |
| 仁恒置地 | 净现金    | /      |
| 滨江集团 | 2.23%  | -38pts |
| 建业地产 | 12.50% | -31pts |
| 万科地产 | 14.18% | -2pts  |
| 九龙仓  | 15.23% | -4pts  |
| 嘉里建设 | 24.39% | -2pts  |
| 招商蛇口 | 26.01% | /      |
| 华润置地 | 27.86% | -12pts |

数据来源：企业年报，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

从净负债率较低的TOP10来看，基本上都算是“稳健型”发展的房企，以中海为例，2016年上半年中海地产持有现金达1179.74亿港元，现金总额超过了企业的总息有息负债额，呈现出“净现金状态”。2016年上半年，中海仅获取了四幅地块，分别位于济南，香港，南昌和长春，建筑面积共228万平方米，一方面是因为企业发展比较稳健，不抢高价地；另一方面，也是因为中海通过增发配股的方式收购了中信楼面面积3155万平方米的土地资源，且这些项目主要分布在一二线城市，弥补了其战略投资的需求。

此外，针对扩张速度较快的房企，以信达为例，净负债率高达300.65%，同比上升了88个百分点，纵观2015年下半年至今，其先后

## 特别关注

在先后在合肥滨湖区、上海新江湾城、深圳坪山、杭州钱江新城、杭州滨江奥体、上海宝山顾村六幅地块的围抢战中高价胜出，总耗资高达352亿元，溢价率最高达303%，最低也达66%。在这样“疯狂”的扩张背景下，高负债率也变得不足为奇了。

表：信达地产部分高价地块

| 城市 | 地块                            | 土地面积<br>(万平方米) | 建筑面积<br>(万平方米) | 成交总价<br>(亿元) | 楼板价<br>(元/平方米) | 溢价率  |
|----|-------------------------------|----------------|----------------|--------------|----------------|------|
| 上海 | 宝山新城顾村A单元10-03、10-05地块        | 10.64          | 15.96          | 58.05        | 36383          | 303% |
| 杭州 | 杭政储出(2016)9号滨江奥体站上盖地块         | 15.78          | 57.09          | 123.18       | 21576          | 96%  |
| 杭州 | 钱江新城南星单元B-02地块                | 3.3            | 9.2            | 33.9         | 36679          | 66%  |
| 深圳 | 坪山新区 G11337-0101 地块           | 3.7            | 16.6           | 30.3         | 18242          | 219% |
| 上海 | 新江湾城 N091104 单元 C1-02 (D7) 地块 | 13.2           | 14.8           | 73.0         | 49152          | 82%  |
| 合肥 | 滨湖区 BH2014-05 号地块             | 20.9           | 46.1           | 33.6         | 7295           | 91%  |

数据来源：企业年报，CRIC

### 永续债暗藏风险，部分企业净负债率“明降暗升”

值得注意的是，永续债（永久资本证券）作为一种新的融资工具被部分房企加以运用，虽然永续债券在财务报表上归属于股本工具，但它的实质是明股实债，合约里往往设定了很多收益的保底条款，所以它进一步提高了上市房企的真实负债水平，加大了财务负担。事实上，考量这部分因素后，房企的平均净负债率不降反增，由2015年中期的76.91%上升至2016年中期的77.79%。

其中恒大在发行永续债方面表现较为突出，截至2016年6月30日，恒大的永续债规模达到了1160.02亿元，虽然永续债券并没有设定偿还期限，但往往是前2~3年利息成本相对较低，此后则会大幅上涨，考量到恒大本身的销售规模和增速，在“低息期”内偿尽债务还是可以实现的，但对于其他中小房企而言依旧需要谨慎选择。

表：2016年中期有永续债企业净负债率

| 企业     | 永续债作为债务的净负债率 | 永续债作为权益的净负债率 |
|--------|--------------|--------------|
| 中国恒大   | 431.91%      | 92.97%       |
| 绿地集团   | 315.00%      | 303.86%      |
| 朗诗绿色地产 | 253.35%      | 193.39%      |
| 金科股份   | 235.55%      | 206.11%      |
| 富力地产   | 168.56%      | 154.41%      |
| 首开股份   | 164.85%      | 98.78%       |
| 融创中国   | 148.95%      | 85.11%       |
| 保利置业   | 125.64%      | 118.73%      |
| 融信集团   | 115.65%      | 89.83%       |
| 中骏置业   | 104.76%      | 88.63%       |
| 绿城中国   | 98.09%       | 70.00%       |
| 宝龙地产   | 85.39%       | 75.09%       |
| 碧桂园    | 84.49%       | 51.37%       |
| 雅居乐    | 69.32%       | 51.04%       |
| 中国金茂   | 64.05%       | 55.64%       |
| 世茂房地产  | 56.83%       | 55.71%       |

数据来源：企业年报，CRIC

## 融资成本总体下行，国企和中小房企分化明显<sup>①</sup>

### 后期融资利好优势可能收窄，中小房企亟待金融创新

综合来看，2016上半年房企的偿债能力有了明显提升，主要呈现出以下三大特点：一是债务及现金水平双增长，房企的现金供给更为充裕。二是在公司债门槛降低的基础上实现了债务置换，债务长期化趋势明显。三是总体的融资成本降低，但是房企间的分化较大。

展望下半年，虽然房企的整体融资环境向好，但主要是因公司债催动，随着公开发行逐步逼近上限，房企若还有融资需求便不得不选择成本略高的非公开发行方式，故后期房企后期的融资利好优势也可能进一步收窄。

<sup>①</sup> 本章节内容略。

但可以预见的是，规模差异带来的不平衡现象将持续，国企和规模性房企将继续保持低成本的融资优势，中小房企除了依靠外部政策支持外，不得不积极推进金融创新，以此来满足规模扩张的客观需求。事实上，目前许多中小房企都在开展各类资产证券化尝试来盘活存量资产，加速资金回笼。以建业为例，2016年4月推出了自身首单ABS——“招商创融-建业物业资产支持专项计划”，以资产证券化来拓宽融资渠道。

### 全文 概要

## 《2016半年度房企偿债能力报告》目录

- 一、企业销售大涨，多数房企现金持有增加
  - 1、融资宽松、销售大涨，导致企业持有现金显著增加
  - 2、现金持有与企业规模正相关，恒大成为“最大金主”
- 二、总负债普遍增加，发债潮持续推动企业债务长期化
  - 1、公司债大规模发行，企业总有息负债普遍增加
    - (1) 16家企业拥有永续债，恒大占比67%
    - (2) 恒大、绿地、万达总有息负债位列前三
  - 2、企业负债长期化，龙湖、华润等债务结构良好
- 三、偿债能力总体显著提升，永续债暗藏风险
  - 1、现金短债比呈现上升趋势，滨江债务结构优化
  - 2、净负债率总体下行，扩张速度是主因
  - 3、永续债暗藏风险，部分企业净负债率“明降暗升”
- 四、融资成本总体下行，国企和中小房企分化明显
- 五、后期融资利好优势可能收窄，中小房企亟待金融创新

### 作者简介

房玲，CRIC研究中心研究经理，专注房地产企业分析和土地市场研究  
电话：021-60867885 邮箱：fangling@cric.com  
俞倩倩，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867870 邮箱：yuqianqian@cric.com  
易天宇，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867860 邮箱：yitianyu@cric.com



# “地王百出”成本攀升， 房企存货是否还健康？

## ——2016年上半年房企库存调查

文/克而瑞研究中心研究员 沈晓玲、谢夏成、朱伟、刘敏

**VIEW** 在销售速度加快、拿地成本攀升的情形下，房企存货规模能否保持合理水平？哪些企业周转率有所好转？哪些企业面临阶段性的库存压力？

2016年上半年，在全国政府“去库存”的大力推动下，房企销售加快。与此同时，在大部分转战一二线重点城市夺地，土地成本上涨也不言而喻。

我们挑选了60家已出2016年半年度财务报告的典型房企为研究样本，以财务报告中存货总额、已竣工存货、土地储备、营业成本、应收账款、销售金额、销售面积7项指标数据，进而计算出存货规模总量、已竣工存货总量、已竣工存货占比、土地消化周期、存货周转率、存货周转天数等分析指标，指出企业在存货的规模、周转效率、去化能力等方面存在的差异以及原因，并分别指出存货规模较为合理、周转效率较好、去化能力较强的典型企业，同时也给指标相对较差的企业一些警醒和建议。

### 存货整体增减规模可控，大型房企集中存货资源

截至2016年6月底，60家典型房企整体存货规模总额为55130.80亿元，较15年末存货总额增长9.37%，相比15年末13.43%的增长率，下滑了近4个百分点。

## 特别关注

60家整体增幅小于年初，存货规模控制在合理范围。房企在存货规模增长上进行了一定的节奏把控。这主要是，一方面，虽然上半年地王频出，但企业通过合作、收并购等方式，成本或控制在较合理的范围；另一方面，受益于上半年市场向好，大部分房企加快推货速度，存货周转也随之加快。

表：2016年6月底60家典型房企存货总额TOP20

| 企业名称          | 16年6月底存货总量<br>(亿元, 人民币) | 15年年底存货总量<br>(亿元, 人民币) | 较15年底变动 |
|---------------|-------------------------|------------------------|---------|
| 中国恒大          | 4998.96                 | 3850.39                | 30%     |
| 万科地产          | 4275.20                 | 3681.22                | 16%     |
| 绿地集团          | 4064.76                 | 3970.61                | 2%      |
| 保利地产          | 3048.66                 | 2882.66                | 6%      |
| 中国铁建          | 2714.33                 | 2455.91                | 11%     |
| 中国中铁          | 2417.79                 | 2467.58                | -2%     |
| 碧桂园           | 2038.30                 | 1712.00                | 19%     |
| 万达集团          | 1732.75                 | 1672.56                | 4%      |
| 华润置地          | 1642.17                 | 1587.31                | 3%      |
| 中海地产          | 1531.91                 | 1706.73                | -10%    |
| 招商蛇口          | 1265.01                 | 1213.80                | 4%      |
| 华夏幸福          | 1244.37                 | 1006.21                | 24%     |
| 世茂房地产         | 1224.94                 | 1188.68                | 3%      |
| 富力地产          | 1035.85                 | 1015.15                | 2%      |
| 首开股份          | 1026.04                 | 956.74                 | 7%      |
| 龙湖地产          | 925.25                  | 812.59                 | 14%     |
| 绿城中国          | 858.79                  | 731.04                 | 17%     |
| 金地集团          | 810.99                  | 776.40                 | 4%      |
| 华发股份          | 787.41                  | 696.08                 | 13%     |
| 金科股份          | 750.39                  | 721.64                 | 4%      |
| 小计<br>(TOP20) | 38393.89                | 35118.21               | 9%      |
| 总计(60家)       | 55130.80                | 50511.30               | 9%      |

备注：港币换算人民币以0.85计算

数据来源：企业公布、CRIC

值得关注的是，60家典型房企延续上年末的集中度，TOP20房企存货总额占比高达69.64%，较微升0.12个百分点。其中，前三名恒大、万科、绿地存货总额均达到4000亿以上，占60家存货总比24.19%，较15年年末提升了1.42个百分点。房企之间存货规模的差距也可见一斑，排名第一的恒大是排行20名金科的6倍之多，是排名60位朗诗的40余倍。总之，尽管上半年存货总体呈增长趋势，大部分房企积极揽储土地，但房企优势各异，大型房企发挥已有的基数优势，加上积极获取项目，存货资源也是越来越集中。

### 恒、万、绿名列三甲，恒大4998.96亿规模“一马当先”

从企业表现来看，截至16年6月底，恒大、万科、绿地3家企业存货规模总额依然稳居前三甲，但企业排名有所变化。其中恒大以4998.96亿存货总额升至首位，万科排名第二，也较上年末提升一个名次，绿地由年初的第一跌至第三。另外，保利此次突破3000亿规模大关，位列存货规模总额第四。尽管四家企业存货增长比较快，但与此同时，销售业绩也实现高增长，其中万科、恒大销售额较同期分别大幅增长72.9%、62.8%；另外，已竣工存货占比均低于均值，去库存压力相对较小。存货总体规模尚且合理。

**恒大存货猛增30%，超万科、绿地排名第一。**恒大本年存货大幅增长主要是大量土地储备新增所致，截至6月30日，恒大土地储备较年初增长19%至1.86亿平米，期内共新增80幅土地，新增总建

表：2016年6月底恒大、万科、绿地、保利存货情况

| 企业名称  | 16年6月底存货总量（亿元，人民币） | 较15年底变动 | 16年6月底已竣工存货占比 | 16年6月底存货周转率 | 16年6月底土地消化周期（年） | 较15年底排名变化 |
|-------|--------------------|---------|---------------|-------------|-----------------|-----------|
| 中国恒大  | 4,998.96           | 30%     | 17%           | 0.14        | 6               | ↑1        |
| 万科地产  | 4,275.20           | 16%     | 9%            | 0.14        | -               | ↑1        |
| 绿地集团  | 4,064.76           | 2%      | 11%           | 0.23        | -               | ↓2        |
| 保利地产  | 3,048.66           | 6%      | 18%           | 0.13        | 5               | 0         |
| 60家均值 | 903.78             | 11%     | 18%           | 0.18        | 6               | -         |

备注：1、港币换算人民币以0.85计算

数据来源：企业公布、CRIC 2、华润置地、万达集团、九龙仓、龙光集团、五矿地产、中国奥园、新城控股7家未公布竣工存货，故未计入

## 特别关注

面4236万平方米，较2015年全年新增土储还多21.51%。合计新增土地总价多达844.66亿元。而排名下滑的绿地，则主要是项目获取节奏较巨大缓慢。同样，保利地产存货增长也是源于大幅扩张，16年上半年新增项目36个，新增土地面积762万方，总成本450亿元，约为15年上半年的4.5倍。此外，随着保利地产与中航的整合步伐加快，预计保利地产存货总额还有一定的上升空间。

### 当代、朗诗积极拿地扩充存货，闽系库存总额增长强劲

上半年市场环境较好，为抓住本轮市场利好，房企积极添货补仓。从60家房企存货整体增长情况来看，平均（加权平均值）增长11%，较15年13%的平均增长率有所减弱。这主要是，在16年上半年期间，房企尽管拿地积极，但由于房企采取“合作”的模式，归属于房企存货的总额并未实现大幅增长，加上上半年企业销售节奏加快，存货在“一增一减”的情形下，总体规模诚然可控。

当代置业是本次增长最为强劲的企业，企业存货总额较年初大幅增长155%飙升至126.67亿元。企业上半年积极拿地，在北京、长沙、苏州、南京共获取6幅地块，项目获取总成本为125.78亿元，近乎为15年全年一年的总拿地投入。而朗诗存货总额大幅增长一方面是积极获取土储，16年上半年企业获得南京、苏州、上海以及海外美国15个项目，新增土储168.53万方（15年全年仅获7个项目，新增126.90万方土储），另一方面企业周转相对较缓慢，仅0.06次，比60家均值少于0.12次，存货总额的增长率也较高。这2家企业尽管存货增速最快，但仍还处于60家排名末尾，且土地消化周期均在4年左右，未来要保持规模高增长，还需继续补仓，同时也要加快周转。另外，以融信、阳光城、泰禾为代表的闽系存货总额增长也比较明显，其中融信存货大幅增长40%，主要是企业上半年积极拿地所致。而阳光城、泰禾除新增拿地外，库存周转相对较为缓慢也是导致规模总额增长的间接因素。

央企整合存货增长缓慢，合生创展土地消化周期较长<sup>①</sup>

存货周转次数整体提高，销售增长拉升效果显著<sup>②</sup>  
已竣工存货总体涨幅收窄，大部分房企去化明显

### 结语

总体来看，在历经上半年市场转好、销售实现较大程度增长的情况下，大部分房企存货压力得到缓解。从存货规模来看，虽然上半年地王频出，但企业通过合作、收并购等方式，拿地成本得到控制，加上市场向好，大部分房企加快推货速度，存货增长也控制在较合理的范围。同时，企业的存货周转率也得到提升，54家典型企业平均存货周转率较2015年同期提升0.02次，不少企业抓住本轮市场机遇，加快周转效率，提升销售业绩。最后，从库存压力来看，企业竣工存货总额呈现下滑的企业为26家，较15年年末增加11家，多数房企库存压力较15年年末进一步得到缓解。

<sup>①</sup> 本章节内容略。

<sup>②</sup> 以下两章节内容略。

## 《房企库存调查》专题导览

### 一、存货整体增减规模可控，大型房企集中存货资源

- 1、恒大、万科、绿地名列前三甲，恒大4998.96亿规模“一马当先”
- 2、当代、朗诗积极拿地扩充存货，闽系房企库存总额增长强劲
- 3、中海、五矿央企整合存货增长缓慢，合生创展土地消化周期较长

### 二、存货周转次数整体提高，销售增长拉升效果明显

- 1、企业存货周转次数优于去年，千亿企业中海、碧桂园表现抢眼
- 2、当代置业存货周转次数高位上升，雅居乐加快周转去化库存
- 3、远洋战略调整存货周转速度放缓，瑞安旧改拉低存货周转效率

### 三、已竣工存货总体涨幅收窄，大部分房企库存去化明显

- 1、53家房企已竣工存货涨幅收窄，已竣工存货占比有所下降
- 2、提高已竣工追赶销售预期，千亿房企恒大、中海积极加快已竣工
- 3、雅居乐已竣工存货大幅降低，华发加快去化库存压力减小

结语：上半年大部分房企库存压力得到缓解

### 作者简介

- 沈晓玲，CRIC研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、应急策略研究  
电话：021-60867867 邮箱：shenxiaoling@cric.com
- 谢夏成，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867873 邮箱：xiexiacheng@cric.com
- 朱伟，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867870 邮箱：zhuwei@cric.com
- 刘敏，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867876 邮箱：liumin@cric.com

## 小股操盘、利息资本化、 合作并表 如何影响房企盈利？

文/克而瑞研究中心 研究员 朱一鸣、傅一辰、贡显扬

**W/WW** 2016年中期，房企中的“盈利之王”依然为中海，其余盈利能力较强的房企可分四类。

2016年中期，80家A股和H股上市房企的营业收入同比增长了28.2%，毛利上升了21.6%，净利润增速为9.2%，归属母公司净利润增幅8.3%；2015年中期上述指标则依次为13.8%、8.1%和13.8%和8.2%。

### 量：规模与毛利连年增长，标杆企业强者恒强？

我们建议房企主动在财报中披露权益销售额及增速；对项目合作方的身份、明股暗债的融资成本、员工跟投当期流出的现金分红量等数据信息的强制公开亦迫在眉睫。

尽管房企的业绩增速提升，但增收不增利的情况较为明显。

毛利方面，大中型规模的房企增速表现最佳。A股的金科股份、中天城投、华发股份、滨江集团等连续两年业绩大幅提升，2014到2016年的毛利总增幅分别达到了128.9%、115.7%、92.5%和91.8%。H股的深圳控股、中国奥园、时代地产等的毛利也连年增长，其中深控两年共增长了124.7%。

## 特别关注

表：2014-2016上半年部分上市房企毛利增速

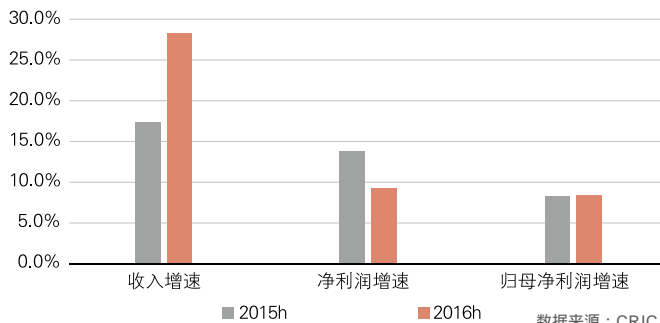
单位：亿元

| A股房企 | 2014上半年<br>年毛利润 | 2015上半年<br>年毛利润 | 2016上半年<br>年毛利润 | 2015上半<br>年同比 | 2016上半<br>年同比 | 2014H-2016H<br>增长率 |
|------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|--------------------|
| 金科股份 | 13.3            | 17.0            | 30.4            | 27.7%         | 79.3%         | 128.9%             |
| 中天城投 | 16.4            | 27.3            | 35.4            | 66.2%         | 29.8%         | 115.7%             |
| 华发股份 | 6.3             | 8.9             | 12.2            | 41.0%         | 36.5%         | 92.5%              |
| 滨江集团 | 13.1            | 16.1            | 25.1            | 23.2%         | 55.6%         | 91.8%              |
| 深圳控股 | 8.3             | 17.1            | 18.6            | 106.4%        | 8.8%          | 124.7%             |
| 中国奥园 | 8.1             | 11.6            | 16.2            | 42.4%         | 40.3%         | 99.8%              |
| 时代地产 | 7.8             | 10.4            | 15.0            | 33.1%         | 44.5%         | 92.3%              |
| 华润置地 | 67.8            | 95.6            | 130.0           | 41.0%         | 36.0%         | 91.7%              |

数据来源：CRIC

净利方面，房企的净利增速始终小于营业收入，大于权益净利，在上市房企规模扩大的同时，投资者从中能分享到的收益并无太大提升。这并非完全是行业盈利水平下降导致，近年流行的合作开发项目陆续竣工使得少数股东分得的净利润比例逐期提升，母公司股东权益部分占比随之下降。

图：80家A股和H股上市房企2015、2016年中期总收入及利润增速

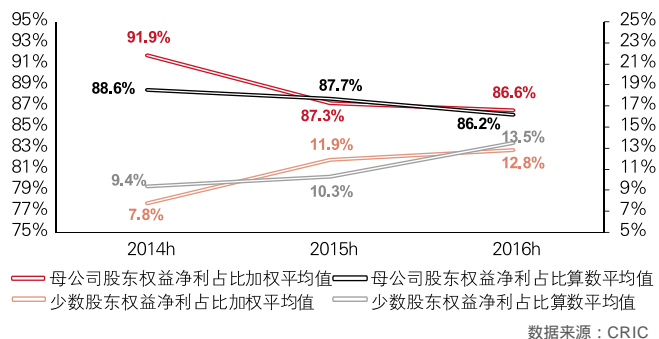


从加权平均值来看，2016年中期母公司股东权益净利占比下降的速度有所放缓，并且基于万科事件后，投资者愈发关注少数股东身份，对股权合作、跟投、小股操盘等模式也褒贬不一，我们预计新增项目中权益比例进一步下降的可能性小，对已售项目房企也会



针对性安排竣工时间节点，后几个报告期不会出现母公司股东权益净利占比大幅下跌的情况，而是将在数次小幅下降后反弹。

图：80家A股和H股上市房企2014-2016年中期权益比例变动



那么，对于行业而言，母公司股东权益净利占比下降到底是好事还是坏事？

我们认为，房企管理层在做出项目合作及并表决策时的动机很难从财报中甄别，只能从结果中判断是否对投资者有利：1、权益净利润与净利润、营收增长增幅间的差距应当在合理范围内；2、权益净利润的增幅在30%以上则可视作业绩对投资者利益有利，少数股东净利润增幅的参考意义减小；3、权益净利润的增幅在10%以下，并且低于净利润增幅20个百分点以上，则该企业采用的合作战略正确性有待商榷；4、中型规模以下的房企须结合变动净额研判。

A股上市的标杆房企中，两大龙头万科和保利地产在近两年的中报中均出现了一次权益净利润增长几近0%的情况，明显低于当期净利润和营收增幅，或是因销售进入千亿后维持规模高速增长有难度，通过增加合作项目的方​​式确保一定的销售和营收增幅能减轻舆论压力。表现较好的是华夏幸福，2015和2016年中期的权益净利润增速分别为32%和31%，高于净利润的17%和25%。

## 特别关注

表：A股上市标杆房企2015、2016年中期收入、利润及权益变动情况

|      | 2015H |      |      | 2016H |      |      | 权益比例 |      |      |
|------|-------|------|------|-------|------|------|------|------|------|
|      | 营收    | 净利   | 归母净利 | 营收    | 净利   | 归母净利 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 保利地产 | 25%   | 41%  | 29%  | 30%   | 18%  | 0%   | 91%  | 84%  | 71%  |
| 华发股份 | 12%   | 432% | 432% | 123%  | 41%  | 41%  | 100% | 100% | 100% |
| 华夏幸福 | 48%   | 17%  | 32%  | 4%    | 25%  | 31%  | 85%  | 96%  | 100% |
| 首开股份 | -24%  | 4%   | 19%  | 66%   | 28%  | 2%   | 77%  | 88%  | 70%  |
| 金地集团 | -11%  | 198% | 230% | 74%   | 103% | 49%  | 74%  | 82%  | 60%  |
| 万科A  | 23%   | 24%  | 1%   | 49%   | 4%   | 10%  | 88%  | 71%  | 75%  |
| 阳光城  | 46%   | 74%  | 74%  | -9%   | -1%  | -46% | 100% | 100% | 54%  |
| 泰禾集团 | 85%   | 33%  | 33%  | 59%   | 37%  | 37%  | 100% | 100% | 100% |
| 滨江集团 | 37%   | 49%  | 15%  | 42%   | 31%  | 30%  | 100% | 79%  | 78%  |
| 金科股份 | 51%   | 2%   | 4%   | 100%  | 80%  | 42%  | 92%  | 94%  | 74%  |

数据来源：CRIC

H股上市的标杆房企中，并没有出现权益净利润与净利润的增幅差距大的现象，海外投资者更注重利润和分红或是主因。表现较好的如中海，2016年中期中海的母公司股东权益净利占比下降了一个百分点至97%，但权益净利润的增速与营收和净利相同，均为30%。

表：H股上市标杆房企2015、2016年中期收入、利润及权益变动情况

|      | 2015H |      |      | 2016H |      |      | 权益比例 |      |      |
|------|-------|------|------|-------|------|------|------|------|------|
|      | 营收    | 净利   | 归母净利 | 营收    | 净利   | 归母净利 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 中海地产 | 31%   | 28%  | 25%  | 30%   | 30%  | 30%  | 100% | 98%  | 97%  |
| 世茂房产 | 23%   | -3%  | -15% | 3%    | -3%  | -15% | 90%  | 79%  | 69%  |
| 旭辉集团 | -3%   | 19%  | 7%   | 80%   | 15%  | 5%   | 98%  | 88%  | 80%  |
| 龙湖地产 | 5%    | -11% | -4%  | 9%    | 0%   | -3%  | 92%  | 99%  | 96%  |
| 华润置地 | 34%   | 38%  | 30%  | 29%   | 32%  | 28%  | 92%  | 87%  | 84%  |
| 禹洲地产 | -11%  | 2%   | 15%  | 18%   | 4%   | 8%   | 86%  | 97%  | 100% |
| 碧桂园  | 23%   | -4%  | -9%  | 21%   | 15%  | 9%   | 97%  | 92%  | 87%  |
| 中国恒大 | 23%   | 40%  | 34%  | 13%   | -46% | -48% | 95%  | 91%  | 88%  |
| 龙光地产 | 8%    | -18% | -20% | 23%   | 25%  | 24%  | 98%  | 96%  | 95%  |
| 富力地产 | 29%   | 7%   | -4%  | 76%   | 43%  | 117% | 67%  | 60%  | 92%  |

数据来源：CRIC

在万科等行业龙头的引领下，房企开始注重合作和操盘并表手段，但在确保“面子”的同时投资者的利益也应当更受保护——毕

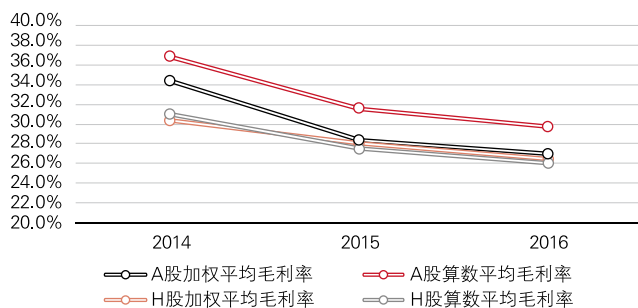
竟在企业销售金额连跨多个千亿级门槛的同时，公司股东应占的利润分成若没有相应变化，投资者会产生较大的心里落差。

## 率：吹嘘净利润增幅前，先看清钱进了谁腰包！

2016年中期，80家A股和H股标杆房企的平均毛利率延续了2015年中期的下滑趋势，但降幅均有所缩窄，平均降幅从4.3个百分点减少至1.6个百分点。

地价竞争带来的成本压力依旧，但由于2015年起房企纷纷回归一线城市，市场也开始逐步回暖，因此2016年中期结转项目结构有所优化。

图：A股和H股标杆房企2014-2016年中期平均毛利率变动情况



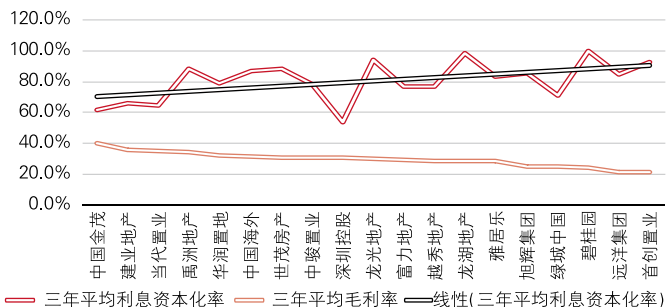
数据来源：CRIC

除了土地、建安等成本增加的原因外，房企用非自有资金扩张带来的财务费用增加，以及利息资本化率提高也是毛利率下降的一大主因。利息资本化是指将发生在固定资产购置或建造过程中的借款费用作为资产价值形成的一部分，当所购建的固定资产达到预定可使用状态时停止。简而言之，即房企在报告期间，实际支出的未竣工项目贷款利息不计入财务费用（影响净利），而是在后期项目竣工后计入营业成本（影响毛利）。

## 特别关注

A股不披露当期资本化的财务费用或比例，从H股标杆房企的整体情况来看，**利息资本化率较低的房企，毛利率较资本化率高的房企更出色**。从下图2014-2016三年利息资本化率和毛利率的算数平均值对比来看，一些典型的高毛利率的房企如金茂、建业、深控等利息资本化率较低，而毛利率在行业中处于偏低水准的的碧桂园、首创等利息资本化率较高。

图：标杆房企2014-2016中期平均利息资本化率与毛利率对比



数据来源：CRIC

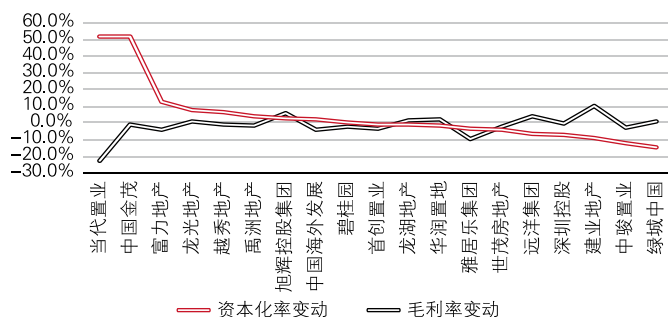
在过去数年，核心和非核心城市分化愈发严重，一方面使得核心土地总价上升，动辄数十亿上百亿元；另一方面也迫使区域型房企向全国发展，扩大规模。这两大因素都大大提升了房企的融资需求，利息支出自然也是水涨船高。不过，2016年市场资金面变得更为宽松，房企纷纷发行境内公司债替代原有高息债，融资成本明显降低，因此2017年末起房企毛利率有望回升。

利息资本化率的变化对房企的影响有滞后性。当期将资本化的财务费用比例提高，能使净利润数据更“漂亮”，但对毛利率的不利影响则会在未来一年至一年半的报表中逐步显现，周转较慢的房企可能影响更长久；当期降低资本化率会使净利率下降，但后期毛利率的承压减轻；最后，负债率和融资成本均较低的房企如中海、华润等，毛利率受到利息资本化率的影响相对更小。房企采用怎

样利息资本化比例，取决于其对业绩释放的安排、在资本市场的诉求、周转速度等。

从下图中可看出利息资本化率变动对一年后结转毛利率的影响：将标杆房企2015与2014年中期利息资本化率的差值从高到底排列（同比持平的碧桂园为中心），对比2016与2015年中期毛利率的差值，可看出绝大部分房企在某个报告期内的利息资本化率同比提升越多，一年后的毛利率降幅越明显，反之亦然；若报告期内的利息资本化率不变，则一年后毛利率基本持平。

图：标杆房企2015中期利息资本化率同比变动与2016中期毛利率同比变动对比



数据来源：CRIC

**土地成本明明很低廉，毛利率为何上不去？<sup>①</sup>**  
**净利率指标满满套路，哪类房企最不靠谱！**  
**最接地气的盈利指标算法，让本文告诉你！**

① 以下三章节内容略。

② 50家A股标杆房企指：中国国贸、格力地产、保利地产、大龙地产、新湖中宝、鲁商置业、天津松江、云南城投、北京城建、天房发展、华发股份、华夏幸福、首开股份、金地集团、蓝光发展、栖霞建设、迪马股份、绿地控股、嘉宝集团、信达地产、ST中企、京投发展、珠江实业、光明地产、苏州高新、华远地产、上实发展、京能置业、世茂股份、新城控股、北辰实业、万科A、中粮地产、中洲控股、中航地产、华侨城A、天健集团、金融街、广宇发展、中天城投、顺发恒业、金科股份、阳光城、泰禾集团、三湘股份、中南建设、招商蛇口、荣盛发展、滨江集团、南国置业。

30家H股标杆房企指：保利置业、越秀地产、上实城开、深圳控股、中海地产、世茂地产、中国金茂、建业地产、旭辉控股、龙湖地产、路劲基建、当代置业、华润置地、时代地产、宝龙地产、禹洲地产、合景泰富、景瑞控股、融创中国、中骏置业、碧桂园、富力地产、首创置业、融信中国、中国恒大、远洋集团、龙光地产、雅居乐、中国奥园、绿城中国。

## 《小股操盘、利息资本化、合作并表如何影响盈利？》

### 一、规模与毛利连年增长，标杆企业强者恒强？

- 1、毛利依旧保持增速，部分企业两年实现翻番
- 2、净利增速放缓，每年增长幅度普遍低于规模

### 二、吹嘘净利润增幅前，先看清钱进了谁腰包！

- 1、母公司权益净利增幅最小，占比不会继续大降
- 2、增幅中看合作战略成败，权益数据披露应加强

### 三、土地成本明明很低廉，毛利率为何上不去？

- 1、资本化利息压低毛利率，17年有望触底回升
- 2、从当期利息资本化率，可预估未来毛利率变化

### 四、净利率指标满满套路，哪类房企最不靠谱！

- 1、平均净利率逐年加速下滑，部分龙头触底反弹
- 2、净利率难反应真实盈利，小型房企波动最明显

### 五、最接地气的盈利指标算法，让本文告诉你！

- 1、传统指标一刀切，核心盈利算法应当与时俱进
- 2、采用可持续现金利润指标，衡量稳定现金收益
- 3、盈利之王依旧中海，开发+运营型表现最出色

## 作者简介

朱一鸣，CRIC研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、融资及财务分析

电话：021-60867872 邮箱：zhuyiming@cric.com

傅一辰，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业战略、痛点研究

电话：021-60867827 邮箱：fuyichen@cric.com

贡显扬，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究

电话：15000056171 邮箱：gongxianyang@cric.com

## 18家典型房企中报面面观

### 【拿地篇】

在拿地方面，大部分开发商坚持理性、稳健的原则，在保证销售和合理收益率的前提下拿地。重点关注一线城市、强二线城市以及个别三线城市，并在招拍挂之外积极拓展合作、并购、旧城改造等多元化拿地方式。

### 【政策篇】

大部分开发商认为未来不会出现大的反转，过热城市可能出台温和的调控政策，因城施策将成为主要趋势。

### 【楼市篇】

对于国内房地产市场下半年以及未来几年的走势，开发商普遍认为会继续保持平稳态势，区域分化将更加明显。一线城市和核心二线城市可能面临调控但前景依然向好，三四线城市仍然以去库存为主基调。

### 【区域篇】

除了各家普遍看好的一线城市，部分热点二线城市也受到开发商的青睐，未来仍有较好的进入机会，例如华北地区的济南、青岛，华东地区的宁波、无锡，华中地区的武汉，华南地区的佛山、珠海等。

房企中报季快评 | 一

## 新城发展：业绩提升144%， 中报进一步提高销售目标

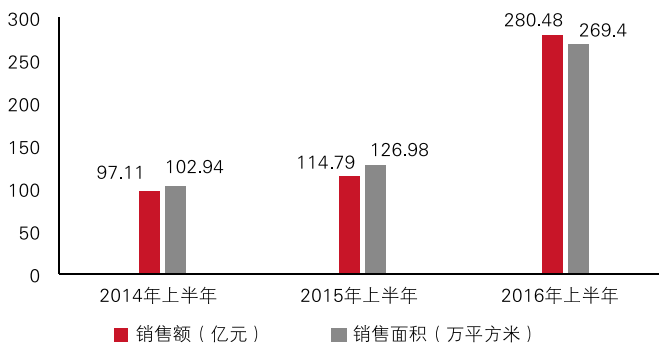
文 / 克而瑞研究中心研究员 沈晓玲、朱伟

**VIEW** 得益于企业的战略布局，新城发展在上半年的房地产市场上取得了骄人的成绩。

### 销售：业绩增长144%，战略布局支撑520亿新目标

2016年上半年，房地产政策宽松趋稳，各类需求集中释放，大环境下新城业绩骄人，报告期内完成合同销售额280.48亿，达成400亿销售目标的70%，相应完成合同销售面积269.40万平方米，同比分别增长144.34%及112.16%。并在此次公报中，新城将年初的400亿目标提高至520亿元。企业今年整体可售货值为750亿元，销售目标达成可期。

2014-2016上半年新城销售额及销售面积



数据来源：CRIC

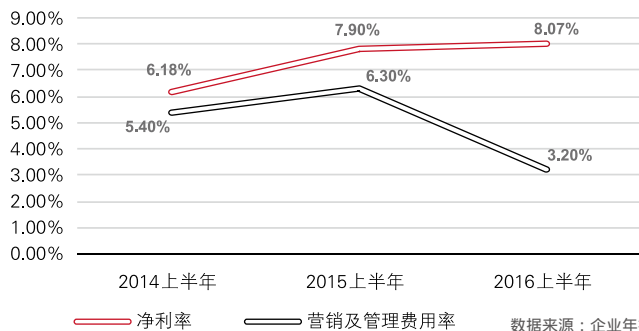


上半年新城销售增长，得益于积极的长三角市场。据统计，新城长三角地区的合同销售占总额的81.6%，其中合同销售额前四名分别为苏州、南京、上海、常州，销售额占总额的50%以上。

### 盈利：盈利能力回升，各项指标有所改善

企业盈利能力相较之前有所改善，营业额为93亿人民币，上涨5.7%。目前毛利率及净利率虽然仍低于行业平均水平，但已在逐步改善，两项指标上半年同时上涨：毛利率20.8%，同比上涨4个百分点，净利率为8.07%，同比上涨0.17个百分点。值得一提的是，企业上半年成本控制成绩也比较亮眼，其营销及管理费用率同比下降3.1个百分点，低至3.18%，也从侧面反映其盈利能力正在不断加强。

2014-2016上半年新城净利率及营销及管理费用率



### 财务：财务状况整体良好，债务结构相对健康

新城目前现金充足，总计112.44亿元，现金短债比为2.8，足够覆盖企业一年内的短债，长短期债务结构处于健康水平，其中1-5年内到期的债务占到总额的79%，3%债务超过5年到期，仅18%债务一年内到期。净负债率为83.8%，与2015年底相比继续上升0.5个百分点，总体可控。

另外，受益于上半年较为宽松的境内融资环境，公司于今年一月份获得总计150亿的银行信贷额度；在今年3月以历史新低的利率发行30亿的3年期企业债，利率水平在4.7%到5.4%之间；7月1日获得

## 特别关注

证监会的允许，获得38亿的A股配股；总计可动用资金450亿元（包括银行存款及手头现金人民币112亿元，及未动用银行授信人民币337亿元），同时债务融资加权平均成本降低0.5%至6.2%。

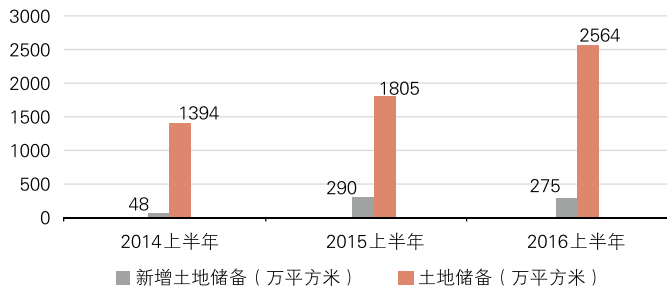
### 土地：拿地相对集中，土地全国化正逐步进展

2016上半年，尽管新城业绩显著提升，全年销售目标完成率达较高水平。但拿地谨慎，报告期内，公司上半年共获得土地储备14块，总建筑面积274.88万平方米，总地价76.36亿元，平均楼板价2778元/平方米。截至2016年6月30日，新城在全国26个主要城市共拥有141个房地产项目，合计拥有土地储备总建筑面积2560万平方米，足以支持公司四至五年开发之用。

同样，新城上半年继续践行其“1+3”战略：以上海为中枢、长三角为核心，向珠三角、环渤海及中西部地区扩张。从企业上半年新增的地块也可见一斑，8城中有6城为长三角地区城市，剩余2城为环渤海城市，天津市为首次进入，业务向全国扩张也有助于其降低政策调控风险。

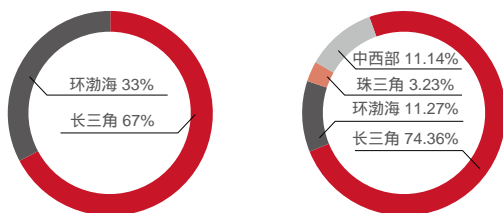
公司目前的土地储备仍然主要集中在长三角地区，全国化布局进程缓慢但已有改善，2016年上半年长三角地区土地存量占据公司总储备面积的74%，相较2015年底下降2个百分点，其中环渤海区域面积占比相较2015年底上升3个百分点，土地储备分布正在不断调整。

图：2014-2016上半年新城新增土地面积及总储备面积



数据来源：企业年报

图：2016年上半年新城新增土地储备区域分布 图：2016年上半年新城土地储备区域分布



数据来源：企业年报

### 商业地产：商业地产持续扩张，青浦吾悦广场尝试轻资产

截止报告期末，新城开业及在建的新城吾悦广场达到24个，初具规模效应，已开业的吾悦广场共计6个。由于丹阳和张家港的吾悦广场于去年下半年开业，今年上半年投资物业的租金收入实现1.1亿元，同比上涨了60.9%。

同时计划下半年有5个新的商业广场开业，延续2015年目标，保持每年至少新增10-15个商业项目；到2017年建成40座吾悦广场；到2020年开业及在建商业项目将达80个以上。

对于新城来说，目前需要注意的是，商业供应在多个城市几近饱和，企业对于要进入的城市要审慎考量。另一方面，每年至少新增10-15个商业项目对于企业资金投入要求较高，所以新城目前尝试轻资产运营是一个不错的选择，将上海青浦吾悦广场作价10.5亿的价格转让予东证资管—青浦吾悦广场资产支持专项计划，以目标资产所产生的经营收入作为资产专项计划的收益来源。如此将商业地产转让给资产专项计划实现现金流入，缩短了商业地产的投资回报周期，提高了商业地产的资产周转率，有利于新城优化资产结构。但同时也对企业商业地产的租金回报率要求较高，新城仍需要提高其商业地产的运营能力，产生可观的租金收入，为其商业地产轻资产运行铺平道路。

### 多元化：拓展业务领域，企业发展多元化（略）

本文为《新城发展：业绩提升144%，中报进一步提高销售目标》报告删减版。

房企中报季快评 | 二

# 旭辉集团：厚积薄发，轻资产撬起163%业绩增长

文 / 克而瑞研究中心研究员 沈晓玲、谢夏成

**VIEW** 2016年上半年，旭辉交出了一份喜人的成绩单：业绩大增、盈利提升、投资审慎、财务稳健，年内438亿销售目标不成问题。

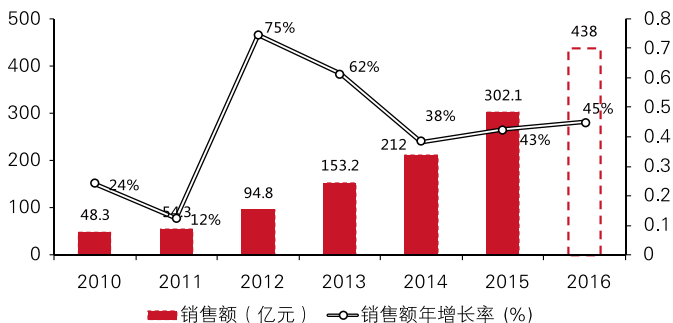
## 业绩：上半年劲销276亿，有望顺利完成438亿目标

旭辉2016年上半年销售业绩主要有以下突破：

**销售额爆破式增长。**旭辉集团继2011年后5年内业绩实现6倍的增长，2016年上半年再持续发力，实现合约销售金额276亿元，同比大幅上升163%，高达年初365亿目标的75.6%。具体来看，在经历不温不火的1、2月后，3月终迎来爆发式增长，助力第一季度销过百亿。而第二季度业绩是更甚一筹，屡创新高，其中4月更是创下旭辉历年单月新高，同比大增267%。

图：旭辉销售业绩走势图

单位:亿元



数据来源：公司公告

总体来看，旭辉在上半年取得骄人业绩贡献除了前瞻布局市场前景较好的上海、杭州、苏州、合肥等长三角地区一、二线城市，尤其是上半年苏州，合肥市场的突然爆发引房价交替领涨全国，为业绩增长增光添彩。另外，产品供应的优化也是销售额的有力贡献，上半年旭辉改善型住宅占总销售额高达55%，如3月23日苏州“铂悦府”高端改善产品单日售罄200多套，劲销15亿刷新旭辉单盘单次销售记录；值得一提的是，旭辉商办公寓也在上半年有较大的贡献。最究根结底的原因是旭辉在项目操盘采取“合伙人”制度，成为旭辉业绩大幅增长最有力的杠杆。据业绩发布会显示，旭辉2016年上半年应占销售总权益为55.4%，旭辉应占合同销售153亿元，“合伙人”带来额外的123亿。

**扩张：热衷收购加码土储，持续聚焦一二线城市<sup>①</sup>**

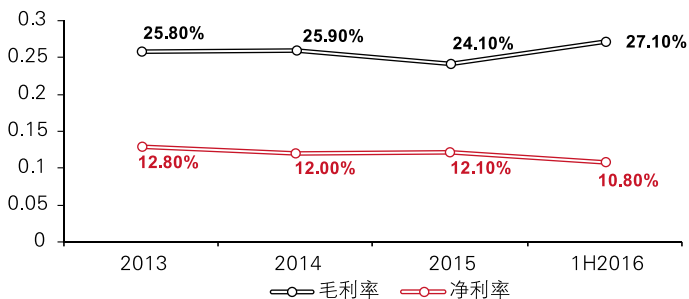
**盈利：毛利率同比上升2.2个百分点，核心净利率下调**

上半年，旭辉总收入为87.44亿元，同比大幅上升79.9%，其中房地产开发板块收入79.85亿元，同比增长76%。核心利润为9.48亿元，较上年同期增加52.2%。毛利率为27.1%，同比上升2.2个百分点；核心净利率为10.2%，有所微降。在行业利润普遍下行的趋势下，旭辉还能保持毛利率稳步上升、核心利润率在10%以上实属不易。核心净利率的调整主要由于同期合同销售、预售资源大幅增长引致前期销售费用增加，2016年上半年，旭辉三费率升至7.3%，较上年末上浮近8个百分点。其中，销售费用2.18亿元，同比大增91%。行政费用同比上升47%为3.15亿元，值得关注的是，企业融资成本持续保持低位，与去年同期基本持平，仅1亿。

<sup>①</sup> 本章节内容略。

## 特别关注

图：2013-2016上半年旭辉集团毛利率、核心净利率情况



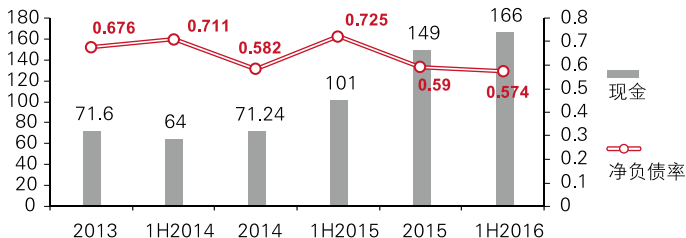
数据来源：企业年报

### 资金运营：手持166亿现金，净负债率连创新低

净负债率低至57.4%，继续保持稳健的财务结构。截至2016年6月30日，旭辉净负债率同比继续下滑，由2015年年末的59%降至57.4%，相较上年同期更是减少了15个百分点。

旭辉能连续降低净负债率主要是：一方面，严格管控现金流。自2013年以来，旭辉手持现金一直呈增长趋势，截止2016年中现金高达166亿元，创历年新高，推动净负债率下降。另一方面，坚持谨慎的扩张策略。以2016年上半年为例，尽管拥有较为充沛的现金流，旭辉依然保守拿地。上半年旭辉在拿地支出上，集团应占权益总价为46亿元，拿地平均成本仅为4300元/平方米。

图：旭辉集团2013-2016上半年现金及净负债率



数据来源：企业年报

### 预判：继续保持高质量的增长仍需努力

在业绩方面，旭辉显然已步入高速增长轨道，年内438亿销售目标完成不成问题，但继续保持高质量的增长还需加把劲。这主要是未来企业重点布局的苏州、南京等热点城市政策已收紧，未来高速增长可持续性不强。比如，前不久苏州发布“苏十五条”，重新启动限购政策。南京也加大政策调控，调整土地公开出让的竞价方式，并提高二套房首付比例。虽然这些城市的调控政策偏温和，但预计下半年增速会放缓。那么，这意味着旭辉在下一轮冲刺还需开疆辟土，挖掘新着力点。然而，旭辉除进入上海、苏州的时间较早以外，其他城市如北京、南京、合肥等城市的布局和扩张均比较慢。目前，还有华南城市未实现规模化布局。

但可喜的是，从旭辉目前财务现状来看，短期内并无运营方面的风险。此外，2016年8月15日，旭辉被香港恒生指数有限公司正式纳入恒生综合大中型指数成份股，以及加入沪港通后，旭辉在公开资本市场上将获得更广泛的投资者。加上旭辉已由传统的“拿地-开发”模式向非传统的“收购-合作”开发模式成功过渡，相较那些以资金高杠杆模式撬起业绩高增长的房企来看，旭辉这种轻资产的操盘模式风险系数更低，运作更为稳健。相信旭辉未来能抓住市场合作机遇，不断地将企业推向更高的目标。

房企中报季快评 | 三

# 绿地控股： 当惯了大地主，做得了野蛮人

文 / 克而瑞研究中心研究员 朱一鸣、傅一辰

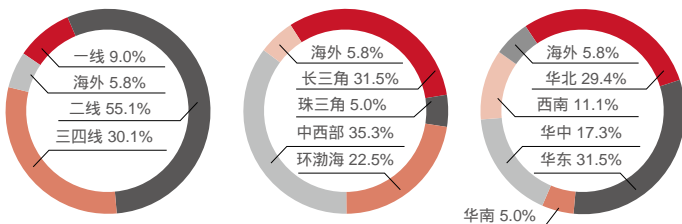
**VIEW** 如何定义一家房企的价值？当下流行的观点，一家优质的上市房企，必须既会炒地，又要炒股。因此，本篇半年报点评，就来扒一扒绿地的资产和投资。

## 土地储备：可售面积11480.7万方，存货价值4064.8亿元

绿地控股的土地储备丰富，根据cric测算，截至2016年中报，绿地待开发项目总建面4692.8万平方米，已开工项目中未竣工和预售部分的总建面6787.9万平方米，合计可售建面11480.7万平方米，在上市房企中居第二，仅次于恒大。

若按城市能级划分，绿地的土储中一线城市及海外（英、美、澳、韩等）占14.8%，二线城市占比过半为55.1%，三四线城市占30.1%。若按经济圈划分，则长三角和中西部占比较高，分别为31.5%和35.3%；若按区域划分，则华东占31.5%，华北占29.4%，明显高于其他区域。

图：绿地控股土地储备分布



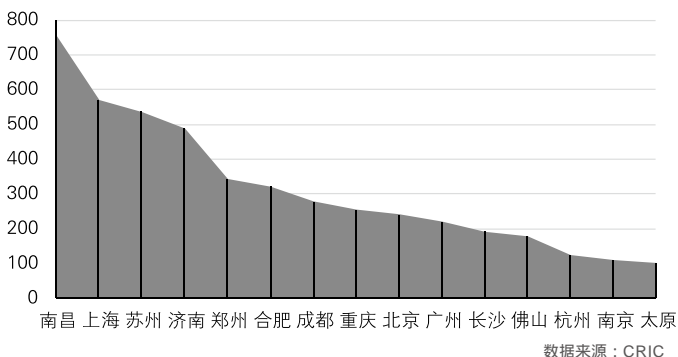
数据来源：企业财报，CRIC



当前，土地储备成为了投资者判断房企价值的重要依据，而绿地的土储主要有以下特点：

**重点城市土地储备丰富。**一线城市中，绿地在大本营上海的土储建面高达569.2万平方米，广泛分布在市中心和郊区新城，在北京和广州的土储分别达241.7和220.7万平方米；二线城市中，绿地在热门苏州有534.8万平方米土储，武汉462.7万平方米、郑州342.8万平方米、合肥320.6万平方米，均十分可观，在南昌和济南拿地成本较低。

图：绿地在热门城市的土地储备情况



**成本低，并购能力强。**绿地当前已极少在招拍挂市场上抢地王，渠道优势具可持续性。在上海最为明显，主要依靠并购、招拍挂有条件出让和招挂复合三种渠道，2016年新增的六幅地块总建面41.5万平方米，平均楼板价仅9605元/平方哦，和不断被刷新地王纪录对比明显；在南京有一幅体量超过百万方的地块为收购获得，在苏州吴江、武汉光谷、广州花都等地的地块均为底价获得，在北京获得了市中心的旧改项目。

**拿地时机把握出色。**2015年末至2016年初，绿地曾因在合肥和北京拿下的多幅地块溢价率高而受质疑。但此后，合肥新房供不应求的问题开始显现，新推地块成交价屡创新高，部分溢价率超过400%，远高于绿地3565万元/平方米的拿地成本；而北京市场2016年土地供应量极少，预计一有新地块推出便会引发多家房企围抢，楼板价超过绿地18116元/平方米的成本是大概率事件。

## 特别关注

表：绿地2015年12月至今在部分城市的拿地情况 单位：万平方米、亿元、元/平方米

| 城市 | 数量 | 建面    | 总价    | 平均楼板价 |
|----|----|-------|-------|-------|
| 上海 | 6  | 41.5  | 39.9  | 9605  |
| 北京 | 5  | 60.4  | 109.4 | 18116 |
| 苏州 | 5  | 45.0  | 54.0  | 12015 |
| 南京 | 2  | 136.1 | 103.2 | 7583  |
| 武汉 | 4  | 153.8 | 53.7  | 3493  |
| 合肥 | 4  | 77.0  | 27.5  | 3565  |

数据来源：CRIC

**中西部量大但成本低。**一线和二线核心城市的竞争激烈，大型房企要维持当前的规模，进入三四线城市是必然选择。若要以投资土地的角度衡量企业价值，则包括万科在内的千亿房企均存在一定量的三四线土储，不会像部分地方国企一般每一幅都是精品，但客观而言，绿地优点是拿地的价格极低，因此不会在超过四千亿按成本计价的存货中占据明显的位置；缺点则是和恒大相比，绿地三四线城市的项目的去化速度还有待提升。

### 资本运作：瞄准国企改革和创投，低调潜伏上市企业

绿地旗下共有两大金融平台：绿地控股直属的绿地金控，和绿地香港平台下的绿地金服。绿地金控暂时没有在二级市场买入上市企业的案例，但进行了多次一级市场投资，并持股多家非上市企业。根据2016年中报，除了杭州工商信托、贵州建工、江苏省建、博大绿泽等大动作外，还包括蚂蚁金服、360私有化、Wework投资、五矿金融重组等市场热点项目。

从上述标的来看，绿地的投资方向主要包括：

**国企改革**（关于国企改革的顶层推动和重要性，请参考本期 P.xx《地方国企改革骚动：不为刀俎，就成鱼肉》）。由于绿地自身为国企混合所有制改革的标杆，模式有参考价值，再加上股东中

表：绿地控股部分参股企业情况

| 企业                 | 投入成本<br>(亿元) | 持股<br>比例 | 资本运作       |
|--------------------|--------------|----------|------------|
| 贵阳银行股份有限公司         | 0.02         | 0.25%    | a股ipo      |
| 上海农村商业银行           | 2.00         | 4.00%    | 有ipo计划     |
| 国开精诚(北京)投资基金有限公司   | 2.00         | 2.92%    | 参股tcl(已退出) |
| 深圳金石金成投资合伙企业       | 2.00         | 13.22%   | 参股云南矿业     |
| 弘毅贰零壹伍(上海)投资中心     | 0.20         | 2.78%    | 新奥股份重组     |
| 新疆盛世信金股权投资合伙企业     | 3.00         | 未披露      | 同济堂医药重组    |
| 江苏银行               | 0.53         | 未披露      | a股ipo      |
| 铜山信用社              | 0.09         | 未披露      | -          |
| 徐州淮海银行             | 0.40         | 未披露      | 有ipo计划     |
| 北京中邮投资中心(有限合伙)     | 2.16         | 18.23%   | 参股蚂蚁金服     |
| 光大金控(天津)创业投资有限公司   | 0.30         | 2.75%    | -          |
| 中金瑞德(上海)股权投资管理有限公司 | 0.20         | 20.00%   | -          |
| wework companies   | 0.66         | 0.06%    | -          |

数据来源：企业财报，CRIC

有三家企业为上海国企，因此一方面有望纳入产业链上下游的企业成为“绿地系”扩大中绿建平台，贵州建工和江苏省建即是如此；另一方面在参与一些涉资规模较大、关注度较高的国企重组案例时也更有准入优先性；参与国企改革资本运作能带来较高收益。

**城商行IPO。**和国企改革一样，城商行的资本化亦是大势，2016年上半年江苏银行和贵阳银行ipo等重要突破绿地均有参与，上海农商行等绿地持股比例较高的企业也有ipo计划。值得注意的是，绿地早在2008年左右便参股了多家城商行，因此更有资源和对行业的经验。

**与地产结合的热门行业投资，**绿地当前部分投向与主业有一定关联，如wework和绿地办公、创客空间，蚂蚁金服和绿地金融业务等，有助丰富产业链，也有望导入绿地在国内外的产业新城。

本文为《绿地控股：当惯了大地主，做得了野蛮人》报告删减版。

房企中报季快评 ▽ 四

## 龙湖：“稳”中求胜， 向750亿发起冲刺

文 / 克而瑞研究中心研究员 房玲、易天宇

**VIEW** 稳健潜行了多年之后，龙湖的销售规模迎来了新一轮的冲刺。根据目前的销售情况来看，目标完成压力不大。

### 销售：上半年销售大涨78%，大步向750亿迈进

2016年上半年龙湖实现合约销售金额385.9亿元，同比大幅上涨78.4%。究其原因，主要是过去几年龙湖不断调整布局，现在企业项目主要分布在核心一二线城市。而上半年一二线城市市场火热，尤其是南京、苏州等城市，龙湖的项目销售大好。如龙湖位于苏州的狮山原著项目，5月6号开盘2小时就宣告售罄，上半年单项目合同销售金额高达29.3亿元；南京春江骊城也是如此，开盘2小时销售18亿，上半年销售收获25亿元的销售金额。上半年龙湖于一二线城市的销售贡献高达89%。在一二线市场的带动下，企业实现了业绩的大突破。

表：2016年及2015年上半年一二三线城市销售额

| 城市能级 | 2016年上半年销售额<br>(亿元) | 2015年上半年销售额<br>(亿元) | 同比   |
|------|---------------------|---------------------|------|
| 一线城市 | 92.63               | 36.74               | 152% |
| 二线城市 | 249.95              | 158.19              | 58%  |
| 三线城市 | 43.27               | 21.37               | 102% |
| 总计   | 385.85              | 216.30              | 78%  |

资料来源：企业公布

从目标完成率来看，1-7月龙湖已累计完成销售额473亿元，完成年初制定的全年销售620亿元目标的76.3%。在良好的销售业绩推动下，龙湖将年销售目标上调至750亿，比去年合同销售金额增加37.5%。上调后，龙湖前7月的销售目标完成率为63.1%，依然较高。但是企业有1250亿的可售货量支撑，下半年将有13个全新项目上市、14个项目将加推，根据目前的销售情况来看，目标完成压力不大。

### 拿地：坚持10+X城市布局战略，加大合作力度

2016年上半年，龙湖共新增土地储备574万平方米，新增地块主要分别位于龙湖提出的10大重点城市以及天津和济南这些潜力市场。从城市能级来看，新增地块集中于一二线高能级城市，这与龙湖以往布局一线及二线潜力城市的拿地策略一致。大规模拿地之后，龙湖的总土地储备较2015年底的3486万方大幅增加414万方，达到3900万平方米，其中一二线城市土地储备占比达71%。

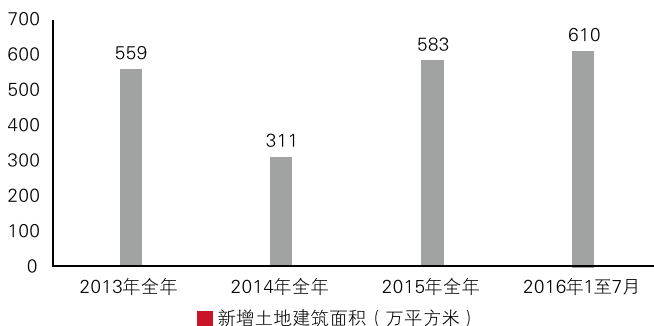
从过去几年企业新增土地储备规模来看，龙湖上半年新增土地储备量较多，一方面是因为龙湖今年上半年销售较好，企业增加在一二线城市土地储备积累，为销售持续增长奠定基础。另一方面企业较强的融资能力和充足的资金，也为企业拿地提供了有力的支撑。龙湖的财务状况一直十分良好，且得益于良好的债务结构及稳健的发展策略，龙湖的信用评级一直较为优良，上半年末企业平均融资成本约为5.18%，处于行业较低水平。上半年，龙湖先后发行81亿公司债，对企业资金有很好的补充。上半年末龙湖持有现金162.81亿元，且现金短债比进一步增加至3.29，短期债务压力不大，还存在进一步在核心城市适当增加土地储备的财务空间。

### 商业：租金同比增长34%，2020年50亿元目标可期

上半年末，龙湖已开业商场面积达到了154.96万平方米，同比增加24.45%，租金收入（含税）达9.2亿元，较上年同期上升33.9%，整体出租率达到96.0%。7月份龙湖又新完工开业2个商场，为北京大兴天街和重庆时代天街3期，面积为22万平方米。目前龙湖主要在建的商场项目有7个，总建筑面积92万平方米。预计到今年年底开业面积将达170万方，全年企业租金收入极有可能超过20亿元。

在企业坚持每年10%的回款投在投资性物业上的基础上，随着一二线城市租金的不断上涨以及在建商业的持续投入运营，龙湖的租金收入也将进入快速上行通道。按照目前的增长速度，保证30%左右的复合增长率不成问题，企业到2020商业收入50亿完全可以实现。此外，上半年龙湖在物业管理方面的营业收入为6.65亿元，同比上涨17.9%，收益逐年稳定上涨，未来物业管理也将会是龙湖去进一步探索的方向。

图：2013 - 2016年商业开业建筑面积及税前租金收入



数据来源：企业业绩报

### 盈利：商业收入拉升毛利率，销售管理费用率显著下降

2016年上半年，龙湖的毛利率为27.9%，同比增长了1.4个百分点，其中物业开发的毛利率为25.8%，同比微增0.8%。整体毛利率的上涨主要原因是龙湖商业投资方面实现了较高的收入增长，而商业的毛利率相对较高。上半年龙湖商业不含税租金收入人民币共8.8亿元，较上年同期上升了33.9%，占总营业的比例同比上涨1个百分点。

上半年，龙湖的营销及管理费用率较往年降低了1.67个百分点，主要是因为今年市场较好，一二线城市销售大幅增长，而企业所需的营销费用等增加相对较少。虽然毛利率有所增长、费用率显著下滑，但是企业的核心净利率依然微跌了0.21个百分点，主要是因为企业应占联营/合营业绩从去年的盈利变为亏损。

### 存货：烟台巨无霸项目去库存问题尚待解决

总体来看，龙湖现在在区域布局结构合理，销售发展势头良好，商业可持续收入也大有保障，但是依然存在问题尚待解决，即三四线去库存问题。目前龙湖71%的土地储备位于一二线城市，三四线只有29%，但是这当中19%位于烟台一个城市一个项目，而2015年烟台市的去化周期为24.9个月。

龙湖于2010年首进烟台后，拿下了养马岛A/B/C地块，即现在在售的烟台葡醍海湾项目。该项目上半年销售金额1.88亿元、销售面积1.8万平米，去化缓慢，目前剩余的土地储备面积依然有722万平米，该项目如何加快去化速度，是企业需要考虑的问题。

本文为《龙湖：稳中求胜，向750亿发起冲刺》报告删减版。

房企中报季快评 ▽ 五

# 碧桂园：销售增长130%， 千亿重金投科技小镇新增长点

文 / 克而瑞研究中心研究员 朱一鸣、贡显扬

**VIEW** 截至6月30日，碧桂园合同销售金额、销售面积均同比大幅提升，合同销售目标完成率56.85%。毛利率和净利率同比有所下降，城市布局继续深耕三四线城市，加强一二线城市及其周边，物业管理收入持续增长，“产城融合战略”积极推进。

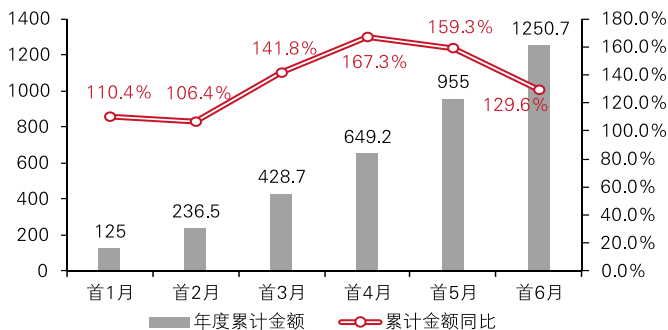
## 业绩：金额、面积同比大增，60%销售额来自一二线及周边

上半年，碧桂园实现合同金额1250.7亿元，合同销售面积1564万平方米，同比分别显著增长129.6%和85.1%。得益于上半年良好的销售情况，碧桂园在7月4日将本年度国内合同销售目标从1680亿元上调至2200亿元，上调幅度高达31%。在调整后的销售目标下，碧桂园截止6月30日合同销售目标完成率56.85%。

充足的货量为业绩的高增长提供了有力的保障。截至今年上半年，碧桂园总体存货量1173亿，其中2015年带入的存货从年初的1080亿降到672亿，整体去化水平保持在高位。下半年预计将新增1889亿

图：2016年上半年碧桂园销售金额同比情况

单位：亿元



数据来源：CRIC



货量，加之上半年货量，总共将有3062亿推出，其中一二线1691亿。可见，碧桂园力求规模增长，实现项目高周转的发展战略。

业绩的高增长也得益于2016年上半年市场的火热，“五一”期间碧桂园全国11盘同步开盘，3天认购金额超过160亿元，其中4月30日单日认购便突破100亿元。在海外市场，碧桂园森林城市已售部分净利润率水平远高于国内，截止目前共推出127亿，销售金额也已超过100亿。

### 财务：营业收入大幅增长，毛利率同比下降2.2个百分点

盈利指标全面下降。上半年，集团的总收入573.6亿元，同比增长21.2%，其中物业开发板块收入554.1亿元，同比增长21.8%。毛利率和净利率指标进一步下滑，2016年上半年，集团的毛利率为21%，同比下降2.2个百分点；净利率10.8%，同比下降0.6个百分点；核心净利率8.6%，同比下降1.7%。上半年，受到市场环境的影响，碧桂园的项目平均售价从2015年的6400元/平下降到了6228元/平。在国内房地产利润空间被压缩的大环境下，碧桂园虽然盈利指标有所下降，但是总体的规模却增长迅猛。

三费指标基本持平。碧桂园上半年的三费费用率为7.1%，其中营销费用率3.5%，同比基本持平，行政费用率3.2%，同比增加0.4个百分点。可见上半年，碧桂园的营销费用，行政开支并没有得益于规模的增长而有所降低。

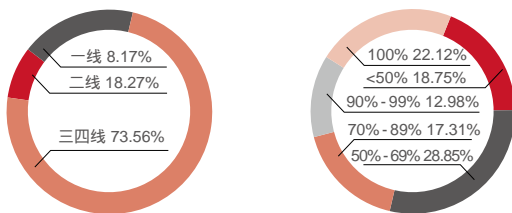
融资渠道拓展。碧桂园上半年净借贷比62.6%，比去年同期上升六个百分点，期末加权平均债务成本6.33%，比去年同期下降超过1个百分点。6月29日，碧桂园公告发行了总计62亿元的ABS债券，用作集团日常营运资金用途，融资成本在4.5%—6.0%。以购房尾款应收账款作支持的资产支持证券，提高了资金利用率。通过资产证券化进一步拓宽了融资渠道，对于碧桂园而言具有一定的资金成本优势。

### 布局：深耕三四线城市，加强一二线城市战略布局

碧桂园上半年在土地市场上表现积极，全年新获取土地预期建筑面积为4385万平方米，总地价728.3亿元。大举进入一二线及其周边城市拿地，目标市场为一线及二线城市的新购土地占比达62%。截止6月30日，碧桂园于的国内可销售面积为1.17亿平方米的，其中中有52%的瞄准一二线城市市场，另还有48%深耕三四线城市市场。

碧桂园下半年土地获取现金支出预算大概四百亿，将继续加强一二线城市的战略布局、深耕三四线核心地段改善型需求，以高周转为主。截至上半年未售土地情况，目标在一二线城市且在下半年及以后可售的达5,201亿元，目标市场为三四线城市的可提供3877亿元。

图：2016年上半年碧桂园拿地城市结构/权益占比情况



数据来源：企业公布

从市场占有率而言，碧桂园上半年有53个项目获得当地销售冠军，54个项目当地占有率超过20%。碧桂园在三四五线城市的扩张，势必会对本地的小型开发商产生一定的冲击，使当地小开发商的发展空间进一步收窄。在去库存的大背景下，坚持三四线城市战略，需要特别注意控制项目体量和存货的去化率，以免积累太大的库存。

### 亮点：物管收入继续增长，合伙人效果超预期

上半年，碧桂园物业管理及社区相关业务也正助力利润增长。物业管理分部签约管理面积约2.29亿平方米，共覆盖国内27个省和197个城市，当中物业管理团队已进场的管理面积约1亿平方米，合共服务全国约100万户业主和居民。期内本集团物业管理及社区相关业务的收入约为人民币9.69亿元，同比增长7.1%，经营利润约为人民

币1.87亿元，同比增长127.5%。碧桂园主动借力资本市场，发展相关业务，可以丰富本集团的收入来源并提高业务价值。

碧桂园自2014年10月本集团引入了合伙人制度以来，此机制很好的巩固了碧桂园快速开发、高周转的模式，截至6月30日，碧桂园共有319个项目引入合伙人制度，151个项目开盘在售，累计合同销售额达到1004亿元。合伙人项目的测算平均签约销售净利润率吧预计约为12.5%。项目净现金流回正周期为8.3个月，与之前相比每项指标均有著的改善和递增。

产城融合是在我国产业转型升级的背景下，城市和产业相互保障依托，促进居住和就业相融合的一种发展思路。招商蛇口和万科近年来也在积极进行城市运营商的转型，发力产业地产。碧桂园于广东顺德举行“产城融合战略”发布会暨“科技小镇”项目启动会，表示将投入超1000亿元规模资金建设“科技小镇”，项目引进包括清华大学、平安银行、李开复创新工场、思科等企业。小镇将选址在一线城市周边和强二线城市的30至80公里区域，大小在5平方公里以上。

科技小镇项目作为碧桂园对其传统“大盘模式”的升级和革新，紧密结合一二线战略，接轨国家发展战略实施以及新型城镇化，受到了广泛的关注。碧桂园表示，科技小镇旨在解决一线城市科技创新成本高昂、空间拥挤、高房价和人群溢出等问题。值得注意的是，李开复及其创新工场等众多国内外著名机构已与科技小镇达成战略合作，专业化、平台化、商业化的招商机制也将遴选极具潜力的优质企业进入小镇，助力科技小镇项目的健康发展。

本文为《碧桂园：销售增长130%，千亿重金投科技小镇新增长点》报告删减版。

房企中报季快评 六

# 远洋：住宅开发为支撑， 四元业务共筑远洋未来

文 / 克而瑞研究中心研究员 沈晓玲、谢夏成

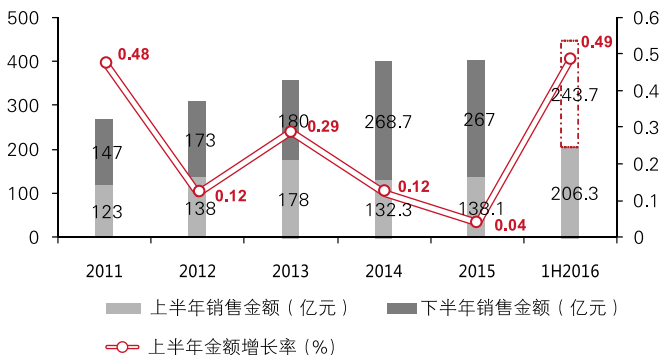
**VIEW** 在2015年, 远洋的住宅开发业务所占比例就由过去的超过90%下降至60%, 四元业务将引领其在多元化的道路上远扬。

## 业绩：同比增长49%，劲销206.3亿创半年新高

货值充足，销售目标完成可期。2016年上半年，远洋地产实现合约销售金额206.3亿元，达全年450亿目标的46%，完成合约销售面积169万平方米，均创历史新高，分别同比大幅增长49%和54%。此次，远洋业绩顺势市场火爆机遇，迎来上涨。随着传统“金九银十”热销期和年末冲刺期来临，加上充足的货值（年初，2016年可售资源达785亿元），预计远洋完成销售目标仍然可期。

图：2011-2016上半年远洋销售业绩走势图

单位：亿元



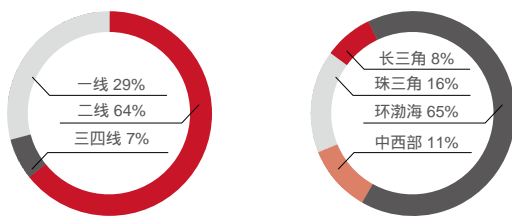
数据来源：企业公布，CRIC

远洋上半年销售增长主要是受益于及时调整战略布局，聚焦重点城市致销售业绩稳步增长。远洋战略布局自15年以来从三四线城市回归一二线城市，进一步巩固了一二线重点城市的布局，加上16年上半年我国大部分一线及强二线城市市场爆发，远洋销售也由此受到利好。据业绩公告显示，2016年上半年一二线城市业绩贡献占比高达95%，较上年提升了11个百分点，其中47%销售业绩来源京津冀地区，该地区北京、天津两大城市销售贡献分别高达36%和12%。

### 拿地：合作及收购成拿地主流，重点布局一二线城市

致力于回归一二线重点城市是远洋近两年布局战略。我们从2016年远洋半年报中可以看到，远洋基本上完成了三四线向一二线城市的土地储备布局，一二线城市土地储备已占大93%，三四线城市仅剩中山、三亚、黄山三个城市，占比仅7%。另外，环渤海大本营依然是企业布局的重点区域，占比高达65%。

图：截止2016年6月30日远洋土地储备区域分布占比



数据来源：企业公布，CRIC

从2016年上半年拿地表现中，收购方式为远洋拿地的主要方式。究其原因，一是整个地产行业利润空间压缩，旧改项目带来利润的提升。二是合作方式降低风险、财务杠杆更高，为下一轮销售大战积极添货补仓。值得关注的是，今年7月，远洋以大手笔投入149亿元合作中国五矿购得天津最大旧村改造项目，占总权益53%，高杠杆的合作模式或是远洋未来的又一大扩张业务的方向。

## 特别关注

### 盈利：毛利率上升至27%，房地产开发营收大幅下滑

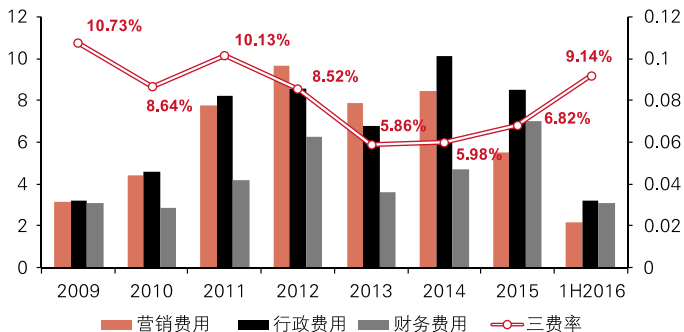
毛利率回升、净利润率维持上年水平。今年上半年，远洋盈利较上年年末有所优化，毛利率由上年末的21%提升3个百分点至24%，10%的核心净利润率保持上年末水平。毛利率保持回升主要是受益于远洋上半年结转的土地成本较低。

物业开发营收下滑拉低总营收。从规模单指标来看,营收、股东应占溢利均出现下滑,营业收入总额约93.31亿元,较同期下降38%;股东应占溢利14.49亿,较同期减少34%。

营销费用激增24%致三费率升至9.1%。2016年上半年,远洋三费率由上年同期的5.4%上升3.8个百分点至9.1%,相比行业10%的平均水平,远洋三费率仍然属于正常可控范围。但我们可以看到,行业平均利润在压缩,远洋未来还需加强三费管控,增强盈利能力。

表：远洋集团历年三费变动情况

单位：亿元



数据来源：企业年报

### 财务：手持185.07亿现金，净负债率持续走低

净负债率持续走低仅为52%，企业财务稳健。自2014年以来，企业净负债率持续走低，2016上半年净负债率仅为52%，比2015年下降7个百分点，与去年同期相比更是大幅下滑11个百分点。这里的原因主要是基于上半年创历史同期新高的销售业绩，销售回款则同比增长35%至约人民币205亿元，至手持现金185.07亿元，资金充裕。

由此可见，远洋债务杠杆运用一直偏于保守，虽可使得企业债务稳健，但却未能充分发挥资产的利用率。

**债务结构持续改善，融资成本进一步下降。**2016年上半年，企业债务结构持续优化。现金短债比为2.89，短期内无还款压力；长短期债务比为5.7，延续上年末的优化结构。此外，受益于债务结构改善，企业融资成本也进一步下降，较2015年度同期下降近1个百分点至5.54%。**值得一提的是**，自2014年企业多元化业务扩张以来，也一度造成公司短期财务紧张，可以看到2014年中期现金短债比低至0.92。但很快债务结构得到调整，企业在财务管控方面比较灵活。

### 战略：以住宅开发业务为基础，远景谋划多元发展

远洋今年积极布局多元化业务，其实早在2015年公司年报中显示，在新增投资额中，住宅开发业务所占比例就由过去的超过90%下降至60%。在今年6月8日远洋地产正式更名远洋集团，再次助推企业多元化发展。远洋多元化布局思路是：在住宅开发业务基础上，积极发展不动产开放投资、房地产金融、客户服务等多元业务，促进企业竞争力持续提升。

本文为《远洋集团：住宅开发为支撑，四元业务共筑远洋未来》报告删减版。

房企中报季快评 七

# 万科地产：核心业务稳中求进， 加快探索可持续发展模式

文 / 克而瑞研究中心研究员 朱一鸣、贡显扬

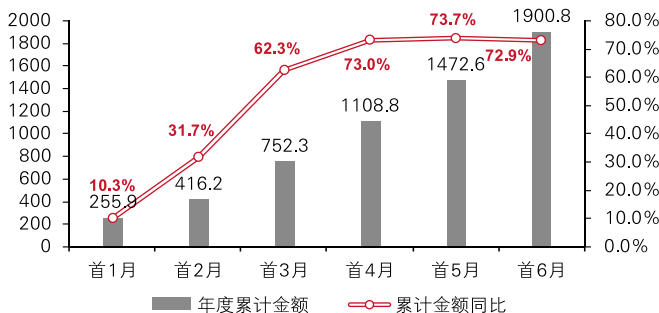
**VIEW** 虽然正常运营受股权事件影响，但2016上半年，得益于全国房地产市场销售的火热以及公司事业合伙人机制的积极影响，公司的业务发展仍然得到稳步推进，销售业绩创历史新高。

## 业绩：前6月销售增速69.9%，业绩创历史新高

8月21日，万科发布2016年半年度报告，截止6月底，公司完成实际销售金额1900.8亿元，实现全年3000亿元目标的63.36%。2016年1-6月，万科累计实现销售金额1900.8亿元，同比增长69.9%；销售面积1409.0万平方米，同比上升55.8%。实现结算收入724.8亿元，同比增长49.7%；实现结算面积654.6万平方米，同比增长

图：2016年上半年万科销售金额同比情况

单位：亿元



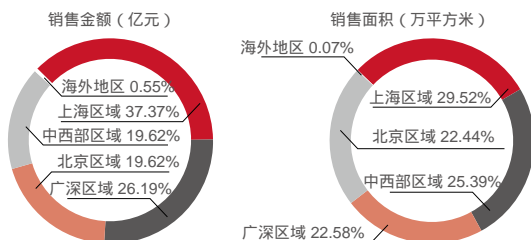
数据来源：企业公布



43.6%。房地产业务的结算均价为11,074元/平方米，较2015年同期上升4.2%。

万科自3月开始，一直保持着每月300亿元以上的销售额，同比增幅较大，且逐月增长，6月销售额更是超过420亿，前六月累计完成全年3000亿元业绩目标的63.36%。从上半年万科销售金额分区域情况而言，长三角和珠三角区域是销售主力。

图：2016年上半年万科销售金额分区域情况



数据来源：企业公布

## 土地：致力于以合理价格来获取足够土地储备

截止到6月底，万科新增项目70个，其中广深项目7个，上海项目31个，北京项目19个，中西部项目13个。新增土地面积721.1万平方米，同比增加138.44%，土地储备总量达6092万平方米，同比增长16.40%。总建筑面积1260.1万平方米，权益规划建筑面积848.8万平方米，权益地价总额约465.8亿元，新增项目均价为5,488元/平方米。此外，万科还参与了一批旧城改造项目，按当前规划条件，此类项目中万科权益建筑面积在报告期末合计约294.4万平方米。

万科的各类存货中，拟开发产品为1,081.0亿元，占比25.28%；在建开发产品2,777.0亿元，占比64.96%；已完工开发产品（现房）398.2亿元，占比9.31%。

### 财务：坚持稳健经营原则，财务、资金状况良好

**营业收入实现高增长。**上半年万科实现营业收入748.0亿元，同比增长48.8%，其中来自房地产业务的结算收入比例为96.9%。；实现净利润70.9亿元，同比增长4.49%，其中归属于上市公司股东的净利润53.5亿元，同比增长10.4%。利润增长慢于收入增长的主要原因，是当期结算的相当一部分项目为2014年房地产市场调整期内售出的项目。少数股东损益为17.4亿元，同比减少10.29%。少数股东损益主要来自合作项目，随着国内房地产行业进入白银时代，合作的优势日益凸显，成为公司实现可持续发展、提升股东价值的重要途径。企业通过合作创新，能够有效拓展项目获取渠道，获得优质项目，并实现销售快速增长，充分发挥规模优势，巩固行业领先地位。近年来，尽管合作项目增加，但公司的净资产收益率仍然保持在较高水平。

**信用评级面临调整压力。**万科上半年在债券市场完成了2016年度第一期和第二期中期票据发行，各发行人民币15亿元，发行金额合计为人民币30亿元，中期票据期限均为5年，发行利率均为3.2%。报告期内，标准普尔、惠誉维持公司BBB+的长期企业信用评级，穆迪维持公司Baa1的信用评级，体现了公司良好的资本市场信用和行业领先地位。但是，标准普尔、穆迪均已就6月底股东的罢免提议具有负面信用影响。

**净负债率远低于行业平均水平。**截至上半年，万科持有货币资金718.7亿元，远高于短期借款和一年内到期长期借款的总和292.9亿元。公司有息负债合计人民币914.6亿元，有息负债占总资产的比例为12.8%。净负债率为14.18%，继续保持在行业较低水平。从负债类型上看，有息负债中银行借款占比58.42%，应付债券占比28.84%，其他借款占比12.74%。

## 战略：继续多元化发展战略

**物流地产：**万科物流地产坚持“聚焦大客户、聚焦重点城市、主打高标库产品”的核心战略，持续扩大布局，提升管理能力。上半年，公司物流地产完成了大型资产包的收购与整合，形成了土地招拍挂、战略合作、单项目并购、资产包并购等多元综合的投资方式。报告期内，物流地产业务新获取项目9个，按万科权益计算的规划建筑面积约37.4万平方米。

**海外业务：**万科坚持国际化的长期发展方向，在学习海外成熟市场经验和多元化商业模式的基础上，将海外成熟的产品、服务、战略资源等引进国内，同时逐步树立公司海外品牌，打通国内外客户资源。上半年，万科在美国新增3个项目，在香港新增1个项目。在美国，公司成立了地产资产管理平台Brightstone，以推进海外地产金融化业务。在英国，公司与一家欧洲地产私募基金成立了联合开发平台。在香港，公司继续专注于住宅与商业的开发、改造项目。

本文为《万科地产：核心业务稳中求进，加快探索可持续发展模式》报告删减版。

房企中报季快评 ▽ 八

## 中海：最“有钱”房企， 2020年目标仅4000亿港元

文 / 克而瑞研究中心研究员 房玲、易天宇

**VIEW** 备受行业关注的中信业务整合即将完成，给中海带来新的增长动力，企业宣布上调全年目标至2100亿港元。最值得关注的当属其资金状况，2016年上半年末中海地产呈现净现金状态，成为“最有钱”的房企。

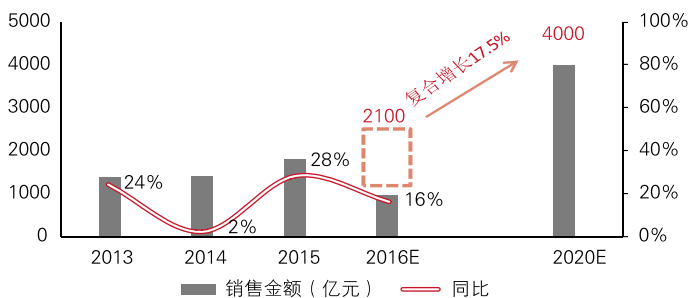
### 销售：增长相对缓慢，2020年4000亿港元目标保守

2016年上半年中海实现合约销售金额港币952.6亿港元，同比上涨11.48%。相对于同等规模的企业，中海的销售增幅相对较为缓慢，上半年已经跌出TOP5。且TOP5房企上半年销售均超千亿，差距越拉越大。这一方面是因为中海地产一直以稳健著称，更加追求利润质量，另一方面也可能是因为企业整合动作较多所致。

从目标完成率来看，中海于1-7月已累计完成销售额1080亿港元，完成年初制定的全年销售1850亿元目标的58%。在上半年房企销售业绩普遍大幅增长的情况下，这一目标完成率并不算高。但是由于收购中信的地产业务即将完成，中海获得了大量的土地，全年可售资源提升到了3000亿港元，中海将全年销售目标提升至2100港元。这一目标与2015年中海实际销售相比，同比增长16%，增幅并不高，在充足的货源支撑下，目标完成压力不大。

此外，中海计划十三五规划内（到2020年）合约销售达4000亿港元（按照0.85的汇率算约合3400亿元人民币），如果按照2016年2100亿港元的合约销售算，未来四年保持17.5%的年均增长速度就能实现目标。但是与其他超大规模房企相比，差距可能会进一步加大。按照目前的销售速度，2016年上半年销售TOP5的房企到全年皆有望超过2000亿元，万科、恒大甚至都能超过3000亿元。

图：历年中海销售金额（港币）及增速



资料来源：企业公布

## 拿地：整合获取大量土地储备，企业仍需伺机而动

2016年上半年，中海拿地较少，只拿了四幅地块，分别位于济南，香港，南昌和长春，建筑面积共228万平方米，总计拿地金额99亿港元。

拿地较少一方面是因为企业发展比较稳健，不抢高价地，而核心一二线城市土地市场竞争激烈，拿地难度和成本都在加大。另一方面，也是因为中海通过增发配股的方式收购了中信楼面面积3155万平方米的土地资源，这些项目主要分布在一二线城市，合计权益建筑面积2352万平方米，折合地价3,550元每平方米。上半年末中海总土地储备为3600万平方米，中信整合完成后土地储备将进一步大幅增加。

从拿地金额来看，收购中信项目主要以股权增发方式支付，中海上半年拿地金额支出不多。企业持有资金相当充足，可以在下半年伺机抢购一二线城市的优质地块。

图：2015年全年/2016年上半年中海新增土地储备 单位：万平方米、亿港元

| 项目名称   | 新增拿地 |      | 业务整合拿地 |      |
|--------|------|------|--------|------|
|        | 建筑面积 | 拿地金额 | 建筑面积   | 拿地金额 |
| 2015年  | 596  | 430  | 1091   | 428  |
| 1H2016 | 228  | 99   | 3155   | 310  |
| 总计     | 824  | 529  | 4246   | 738  |

资料来源：企业公布

### 财务：最稳房企现净现金状态，资金使用效率待提高

上半年中海地产持有现金达1179.73亿港元，现金短债比7.11，现金总额甚至超过了企业的总有息负债额，呈现“净现金状态”。

中海拥有如此多的现金，主要是企业拿地较少，上半年拿地需现金支付金额仅99亿港元，且企业销售增长缓慢，建设规模等相应增加也比较缓慢。此外中海上半年还通过公司债发行融资80亿元，企业资金自然更加充裕。

在资金如此充裕的情况下，中海完全可以考虑充分利用资金，进一步增加优质土地储备、增加企业建设规模，以进一步促进企业销售的快速增长。且中海融资能力较强，融资成本较低，扩张资本更加雄厚。8月中海又发行了60亿的公司债，其利率下降到了3.10%。

### 利润：业务调整利润率出现波动，但仍处于行业领先水平

2016年上半年，中海的毛利率为28.2%，虽然同比下跌了4个百分点，但还是保持在行业的较高水平，毛利率的下跌一方面是行业大势所趋，另一方面也可能是因为中海自身业务的调整所致。近两年中海业务整合方面动作较多，企业于去年10月拆分物业管理业务上市，造成企业今年上半年其他业务收入大幅降低，为2.7亿港元，相比去年上半年13.8亿港元，同比下滑了80.4%。

上半年企业净利率为25.87%，上升了0.1个百分点，企业净利润增加主要是因为中海出售了相关的投资物业以及附属公司，例如今年5月11日中海以48亿港元出售的怡茂环球有限公司，在与中信整合的过程中中海也剥离了部分商业地产。除去公允价值变动收益、投资物业以及附属公司出售收益，中海的核心净利润为17.75%，同比下滑了3.27个百分点。

表：2015-2016年上半年企业盈利及运营指标

| 财务指标     | 1H15   | 1H16   | 同比/百分点变动  |
|----------|--------|--------|-----------|
| 毛利率      | 32.24% | 28.20% | -4.04pts  |
| 净利率      | 25.78% | 25.87% | 0.09 pts  |
| 净利率（核心）  | 21.02% | 17.75% | -3.27 pts |
| 营销及管理费用率 | 2.29%  | 2.06%  | -0.23 pts |

数据来源：企业公布、CRIC整理

本文为《中海：最“有钱”房企，2020年目标仅4000亿港元》报告删减版。

房企中报季快评 九

# 中国金茂：金茂府成豪宅爆款，一级开发贡献高额利润

文 / 克而瑞研究中心研究员 沈晓玲、王晓晨

**VIEW** “金茂府”已成为现象级项目，随着中国金茂旗下定位中高端的“府”系产品受到市场热捧，下半年业绩将持续向好。

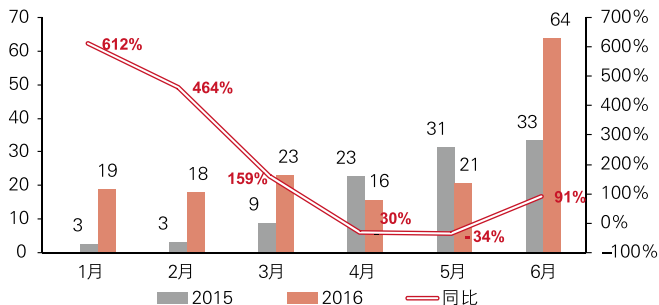
## 业绩：1-6月累计业绩207亿元，同比翻番达102%

中国金茂2016年1-6月份累计完成销售额及一级开发销售额207亿元，对比去年同期翻番，达102%。参照公司360亿元的年度销售目标来看，上半年完成过半，达到58%。

从上半年单月业绩来看，受良好的产品布局及市场火爆影响，中国金茂始终保持较大的增长幅度。但其中4、5两月出现了明显的同比下滑，这主要是由于“现象级”项目上海大宁金茂府在2015年4月的首次开盘，对集团整体业绩贡献巨大，从而使今年4、5两个月份销售额的同比出现下滑。

图：中国金茂2015-2016上半年销售额情况

单位：亿元



数据来源：企业公布、CRIC



### 财务：盈利水平有所下滑，但依然较高

2016年1-6月，中国金茂实现营业收入103.88亿港元，较上年同比增长41%；毛利润为41.56亿港元，同比增长37%；毛利率40.0%，同比减少1.2个百分点；核心净利率11.3%，与去年基本持平。整体来看，利润水平依然处于行业较高的位置。

其中公司在南京和长沙两个城市的土地一级开发贡献了巨大的效益。根据企业披露，2016上半年金茂住宅部分的销售毛利率约为27%，一级土地开发毛利率约为70%，未来如果有写字楼的销售，毛利率约在50%。

截至2016年上半年期末，金茂现金177亿港元，现金短债比1.5，企业短期内无还款压力。长短债务比为3.4，净负债率51%，整体来看企业债务结构依然较为健康。

表：中国金茂2015H1-2016H1情况收入情况

|         | 2016H1 | 2015H1 | 同比      | 单位   |
|---------|--------|--------|---------|------|
| 营业收入    | 103.88 | 73.82  | 41%     | 港币亿元 |
| 毛利润     | 41.56  | 30.42  | 37%     | 港币亿元 |
| 毛利润率    | 40.0%  | 41.2%  | -1.2pts |      |
| 净利率     | 19.8%  | 27.6%  | -7.8pts | 港币亿元 |
| 净利率（核心） | 11.3%  | 10.8%  | 0.5pts  |      |
| 现金      | 177    | 171    | 3%      | 港币亿元 |
| 现金短债比   | 1.5    | 2.0    |         |      |
| 长短债务比   | 3.4    | 4.6    |         |      |

数据来源：企业公布、CRIC

### 土地：上半年新增土储212万方，拿地理性积极

中国金茂目前主要布局北京、上海、深圳、南京等13个重点城市，总土地储备超过1200万平方米。上半年受市场火爆影响，中国金茂在土地市场方面也积极拿地。企业2016年上半年共斥资约270亿元，在深圳、南京、天津、杭州等热点城市，获取多幅优质地块，总建筑面积达212万平方米。其中深圳为首次进入城市。

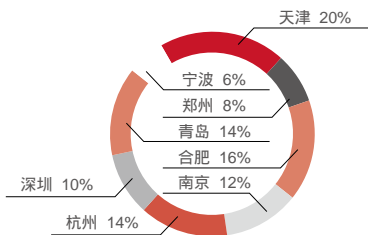
根据CRIC监测的拿地明细来看，企业上半年城市布局方面，全部为一线及经济较好的强二线城市。从区域方面来看，重点布局长

## 特别关注

三角及环渤海区域。其中南京、杭州、合肥、宁波等长三角城市占比将近一半，达到了48%。

值得注意的是，曾经被冠以“地王专业户”的金茂，在土地市场异常火爆的上半年并未拿过地王，企业“积极理性”的拿地方针初见成效。城市布局方面，金茂未来还将重点考虑武汉、珠海、无锡等目标城市。预计企业将稳步扩张，实现年20%–30%的增长率问题不大。

图：中国金茂2016上半年新增土地区域结构



数据来源：企业公布、CRIC

### 战略：轻重并举，金茂商业的资本路线

中国金茂宣布将转型升级为“城市运营商”的同时，也在由此前地产开发与持有的“双轮驱动”转变为“双轮两翼”的战略升级。其中，“两翼”则是“服务”与“金融”。

持有物业方面。2016年5月，中化集团旗下房地产和酒店业务平台——中国金茂启动战略升级，也是从中粮集团调任中化集团董事长宁高宁的首次公开亮相，表示将在“轻重并举，创合创新”的战略指引下，通过资产管理强化收益，通过轻资产输出等方式快速扩大业务规模，并以旗下四条标杆产品线为核心，打造标杆项目，努力成为“中国品质商业地产引领者”。同时，会上也给出了金茂商业未来的发展路线及上市时间表，到2018年实现管理面积200万平方米，确保所管理资产具有良好的业绩表现，早日具备上市条件，择

机进军资本市场。

服务与金融创新方面。在中国金茂及金茂酒店双上市平台的基础上，企业将加大住宅、写字楼、商业、酒店、物业、装饰等各板块资本运作的力度，搭建独立的地产基金平台，实现低成本融资和稳健扩张。如在去年金茂即推出过创新金融产品“金茂宝1号”，以及联手淘宝和支付宝、腾讯和汇联金融等推出一系列金融产品。

随着金茂商业板块的不断成熟，未来搭建的销售型物业开发与持有型物业运营的多板块上市平台，将继续提升企业整体估值，此外，在社区消费金融等方面的金融创新服务，也将助力项目销售。

### 产品：“府”系产品受市场热捧，下半年继续发力

2016年7月份，中国金茂旗下宁波江东金茂府首次开盘，当天到访人数超过2000人，1个小时内340套房源全部售罄，取得了10.1亿的销售业绩。8月13日，珠江金茂府迎来首开，过千名客户到场，一个小时销售金额突破10亿元宣告售罄。

根据金茂官方的披露，2016年下半年，金茂将继续加大推货力度：共有北京丰台金茂广场、杭州滨江金茂府、宁波江东金茂府、宁波海曙金茂悦、广州珠江金茂府、佛山金茂绿岛湖、南京东城金茂悦等7个项目全新入市，其他在售项目另有11次开盘。

因此，随着中国金茂旗下定位中高端的“府”系产品受到市场热捧，我们预计企业下半年业绩将持续向好，完成年度360亿元的销售目标将是大概率事件，未来也将稳步实现每年20%-30%的规模增长。

本文为《中国金茂：一级开发贡献高额利润，金茂府成豪宅爆款》报告删减版。

房企中报季快评 | 十

## 雅居乐：战略调整阵痛难免，企业发展整体向好

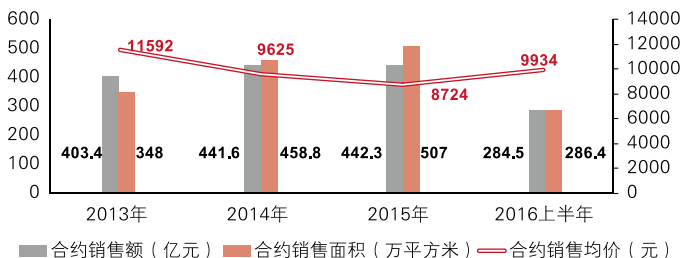
文 / 克而瑞研究中心研究员 沈晓玲、朱伟

**VIEW** 雅居乐在经过一步步的战略调整后，企业的财务状况回暖，销售业绩随大市上升。

### 销售：业绩提升，合约销售均价止跌

雅居乐2016上半年完成合约销售额284.5亿元，同比增长37%，销售面积286.4万平方米，同比增长27%。因今年企业销售目标相较去年只多出10亿元，压力相对较小，合约销售额完成全年460亿目标的62%。得益于2016年市场的良好光景，雅居乐上半年销售表现远远强于前几年，其中，位于深圳、广州、中山、南京的项目得到热销，截至7月底，公司累计合约销售额已达到320.3亿元。其合约销售均价也终结了近几年一路下滑的趋势，从2015年的8724元上升至9934元，同比增长14%，业绩表现整体处于回升状态。

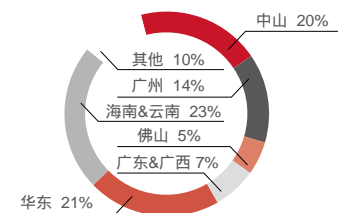
图：2013-2016上半年雅居乐销售走势



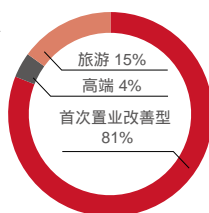
数据来源：企业年报、CRIC

2016上半年公司继续顺应市场潮流，提高首置改善类产品占比，2016全年的可售货量结构中，首置改善类占比81%。从上半年的城市贡献来看，中山、广州、佛山三城占销售总面积的40%以上。值得一提的是，旅游地产项目销售面积占比增加，从2015全年占比的11%提升至23%，在整体市场利好的情况下，加速去化旅游地产库存，企业土地储备整体结构将得到优化。

图：2016上半年雅居乐合约销售面积分布



图：2016年雅居乐可售货量结构



数据来源：企业年报、CRIC

### 盈利：盈利依旧下滑，销售结构持续调整

尽管上半年雅居乐营业额提升至225.58亿元，同比上升30.39%，但其毛利收缩严重，仅为45.15亿元，相较2015年上半年减少11.95%。企业上半年实现毛利率20%，同比下跌近10个百分点，同时净利率也几近折半，从8.10%降至4.44%。

在上半年市场整体向好的大环境下，雅居乐毛利率仍在下滑，主要有三方面原因：

- 一、企业上半年的确认收入里有一部分来源于去年的一些项目，拉低了企业的毛利率；
- 二、企业上半年仍在加速去化其不良库存，毛利率相对较低的项目占比增加；
- 三、企业上半年一些项目的单位土地成本过高，压缩了项目的利润空间。

相信企业上半年销售项目整体的良好表现会在全年业绩中有所体现，但上升幅度有限，目前企业调整期还未结束。

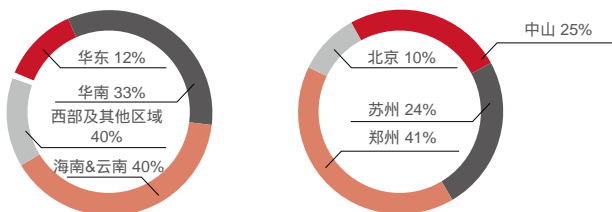
### 土地：土地储备充足，上半年拿地积极

截止目前，雅居乐的土地总储备为3359万平方米，储量较为充足，足够企业4-5年开发之用。平均楼板价为1176元/平方米，成本相对较低。

前几年资金紧缺，库存高企，雅居乐鲜有拿地。今年上半年情况有所缓解后，雅居乐在土地市场上动作不断，公司2016上半年耗资54.3亿元在郑州、苏州、北京、中山新购地块，总建筑面积为66.4万平方米。并在8月16日以21.7亿元加竞配建2.7万平方米的成本，拿下广州地块，成为广州单价新地王，拿地积极程度可见一斑。

从其新增土地的分布来看，雅居乐回归一二线城市意图明显。7月出资2.3亿收购北京一处综合性商业金融服务业项目，首次进驻北京。上半年分别在北京、深圳成立分公司，计划深耕深圳，进驻京津冀。截至目前2015年业绩会上保守提出的100亿元购地预算已用80%，预计下半年还将继续拿地，当然拿地规模既取决于市场，也取决于公司目前的财务水平。

图：截止2016年6月底雅居乐土地储备分布 图：2016年上半年雅居乐新增土地分布



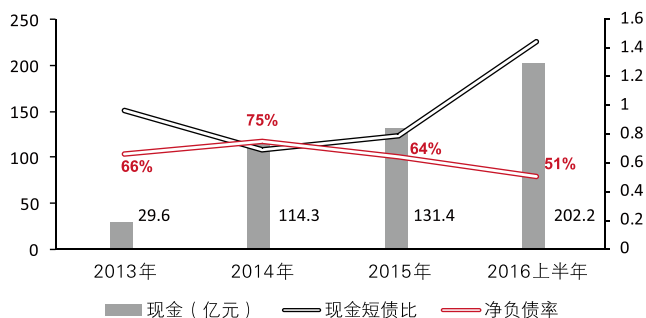
数据来源：企业年报、CRIC

### 负债：债务结构回归健康

雅居乐的财务近年来一直有些捉襟见肘，因此公司全力提高其销售回款率，采取积极的融资政策，发行30亿元的公司债，与银行签订87亿元三年期贷款等等，在此过程中其融资成本也降至7.78%，在今年财务状况终于出现好转，目前公司现金总额为202.23亿元，达到历史最高水平，短期负债139.59亿元，现金短债比1.45，足够满足企业一年内的偿债要求。因人民币贬值压力、国内融资环成本降低，雅居乐

提前赎回了6.5亿美元的优先票据，此举也优化了其债务结构，使其净负债率降到51.04%，低于行业平均水平。长短期债务比为1.97，财务整体健康，远远优于前几年。

图：2013-2016年上半年雅居乐财务状况



数据来源：企业年报、CRIC

### 物管及酒店：物管业务发展迅速，商业酒店规模有限

雅居乐近年一直比较注重发展其物业管理板块，于2015年专门成立雅生活集团，重点在社区服务方面做细做强，2016年物业管理面积持续扩张，截止6月底已达5346万平方米，同比增加118%。并于今年推出全新O2O平台雅管家，配套雅商家APP、自助服务站、雅管家微信服务、小雅到家APP及雅管家助手APP，物管全方面升级，2016上半年实现物业收入4.75亿元，同比增长23.6%。

酒店及物业投资收入也在稳定增长，合计贡献收入4.48亿元。其中酒店运营收入3.52亿元，同比增长7%，物业投资收入0.96亿元，同比增长156.7%。但目前商业广场出租率仍处于低位，2016上半年上海雅居乐国际广场出租率为76%，广州雅居乐中心出租率为82%，盈利有限，公司目前对商业地产采取审慎发展的策略。

### 多元化：谋求多元发展，布局朝阳产业（略）

本文为《雅居乐：战略调整阵痛难免，企业发展整体向好》报告删减版。

房企中报季快评 | 十一

## 富力地产：业绩平稳，正努力优化经营状况

文 / 克而瑞研究中心研究员 沈晓玲、王晓晨

**VIEW** 富力地产2016年上半年完成全年业绩目标的50%，谨慎拿地积极去库存。

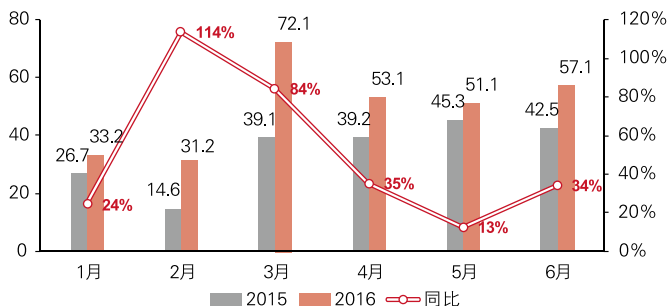
### 业绩：1-6月累计业绩297.9亿元，目标完成率近50%

富力地产2016年1-6月份累计完成销售额达297.9亿元，对比去年同期，有44%的增长；销售面积243.54万平方米，同比增长43%。从单月销售情况来看，对比去年同期，2016年2月、3月企业获得了较大程度的增长外，其它四个月的业绩增长情况较为平稳。需要指出的是，今年上半年多家典型房企的销售出现翻番的情况，富力则表现相对平稳。

从目标完成率来看，参照富力2016年600亿元的年度销售目标，上半年目标完成率已达50%。根据披露，企业2016年初可售货值为1160亿，下半年还将有250亿货值及90亿新项目加入，预计全年目标还是有希望完成的。

图：富力地产2015-2016上半年单月销售情况

单位：亿元

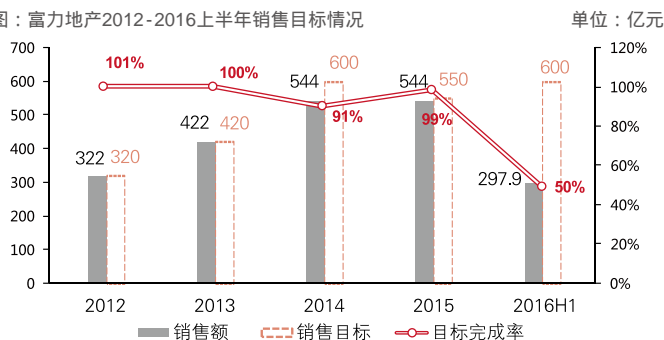


数据来源：企业公布



值得一提的是，本次业绩发布会上，企业提出未来的销售目标为2016年600亿，2017年660亿，2018年700多亿。整体来看，这个销售目标的制定，还是相对谨慎的。

图：富力地产2012-2016上半年销售目标情况



数据来源：企业公布、CRIC

## 财务：债务结构优化，融资成本大幅降低

**毛利率水平下滑明显。**2016年1-6月，富力地产实现营业收入223.89亿元，较上年同比增长76%。毛利润为56.83亿元，同比增长52%；毛利率为25.38%，同比减少4.08个百分点；净利率为10.83%，同比减少2.54个百分点；核心净利率8.44%，同比增加4.94个百分点。

利润率水平下滑的主要原因是，企业上半年的26%的业绩贡献来自广州、北京、天津等核心城市，这部分销售毛利率接近40%，然而74%来自非核心城市的销售，这部分毛利水平偏低。随着企业下半年的企业内部的调整、市场的向好，预计全年有望达到30%毛利率。

**净负债率超100%，短期内无偿债压力。**截至2016年上半年期末，富力现金233.89亿元，现金短债比1.2对比去年有显著的提升，可以覆盖短期债务，短期内无还款压力，长短债务比由去年的1.7升至2.6。

截至2016年上半年期末，富力地产净负债率为154%，同比增加了30个百分点，这主要是企业偿还了部分永续债所致。融资成本方面，在货币宽松的背景下，企业利用较低成本的公司债和境内私募债等，将融资成本从上年同期的8.13%下降至今年的6.68%。可以看出，企业在债务结构以及融资成本上还是做出了不少的努力。

## 特别关注

表：富力地产2015H1-2016H1财务情况

|       | 2016H1 | 2015H1 | 同比       | 单位    |
|-------|--------|--------|----------|-------|
| 营业收入  | 223.89 | 127.19 | 76%      | RMB亿元 |
| 毛利润   | 56.83  | 37.48  | 52%      | RMB亿元 |
| 毛利率   | 25.38% | 29.46% | -4.08pts |       |
| 净利润   | 24.24  | 17.01  | 43%      | RMB亿元 |
| 净利率   | 10.83% | 13.37% | -2.54pts |       |
| 核心净利率 | 8.44%  | 3.50%  | 4.94pts  |       |
| 现金    | 373.43 | 179.47 | 108%     | RMB亿元 |
| 现金短债比 | 1.2    | 0.6    |          |       |
| 长短债务比 | 2.6    | 1.7    |          |       |
| 净负债率  | 154%   | 124%   | 30pts    |       |

数据来源：企业公布、CRIC

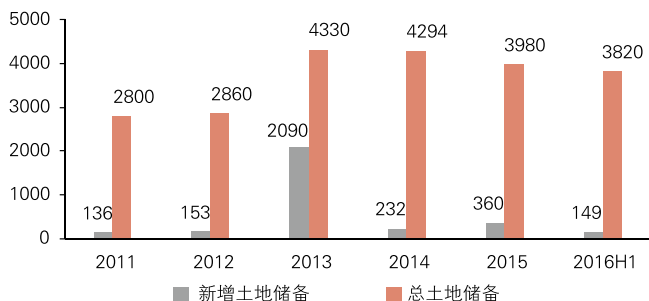
### 土地：拿地保持谨慎，未来主攻城市更新

截至2016年上半年，富力地产总土地储备面积达到3820万平方米，主要分布于中国28个城市及马来西亚一个城市和澳大利亚的布里斯班和墨尔本。上半年企业新增土地储备149万平方米，其中权益面积38.2万平方米，总计金额54.7亿元。

单从数字上来看，对比同类规模房企，富力的土地储备可谓相当充足，虽然近两年来拿地趋于理性，但是按照全年目标600亿元，上半年12232元/平方米的均价，即年均491万平方米计算，目前的土地存量可以维持近8年左右的开发。

图：富力地产近6年土地储备情况

单位：万平方米



数据来源：企业公布、CRIC

此外，根据富力的披露，由于土地市场过于火热，“面粉”价格越来越高，未来企业将更多的聚焦于城市更新旧改项目。

## 营销：多渠道营销，积极去库存

2016年初富力地产可售货值为1160亿，假设这些货值均上市，那么对照上半年297.9亿元的销售额，去化率仅有25.68%。且根据半年报，截止6月底，企业已落成待售物业从去年底的224亿上升至249亿。在此背景下，富力地产正积极营销以去化库存。

- **O2O营销。**线上刷屏朋友圈，线下全国18城市推介会。2016年3月12日，海南富力红树湾四大组团集中开盘。8000亩体量、6年成熟社区的富力红树湾，吸引5000余名来自全国各地的购房者前来选购，开盘4小时劲销2200余套，总金额高达18亿元！

- 。五一期间，广州CBD豪宅富力东山新天地与网易旗下大型在线直播平台BoBo进行全国首创网红跨界合作，成为广州首家将“网红直播间”搬进样板房的地产项目。直播观看人数达到68万人次。

- **APP。**6月初，富力地产就推出的“富力好房”APP推广宣传，“合伙人召集令”刷屏了微信朋友圈。引来了括新浪乐居、搜房网、网易房产、戴德梁行、链家等，成为富力好房的“合伙人”。

- 。6月8日，富力地产与乐居携手举办富力激情欧洲杯主题活动——“玩欧洲菠菜，赢富力好房”活动揭晓。富力地产全国22城40项目参与富力激情欧洲杯主题活动。网友可以参与博彩竞猜，赢取积分换礼品。其中，积分可兑换为富力“房票”直接抵扣房款，网友如有“房票”而无购房意向，可以在随后的活动当中，以拍卖的形式换成现金。

整体来看，富力地产今年以来在营销上表现的较为积极，企业全面拥抱互联网，玩转多种线上结合线下的营销打法，且对于创新事件的把握，较之以往有明显的突破。

## 创新：合作苹果，打造HomeKit智能样板间<sup>①</sup>

本文为《富力地产：业绩平稳，正努力优化经营状况》报告删减版。

<sup>①</sup> 本小节内容略。

房企中报季快评 十二

## 华润置地：区域战略升级、 聚焦核心城市加强区域深耕

文 / 克而瑞研究中心研究员 朱一鸣、贡显扬

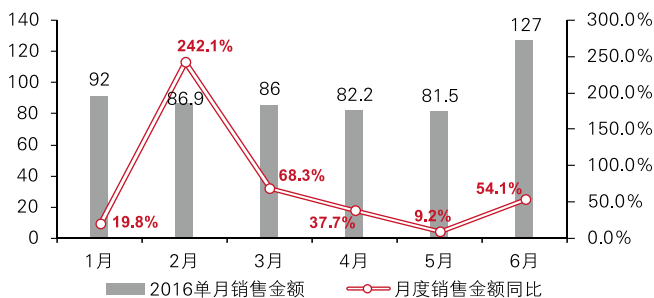
**VIEW** 在完成新一轮管理团队及内部区域架构的调整后，华润强化区域策略，聚集资源，使得后续区域投资的管控、营销策略的制定、土地市场的扩展变得更有效率。

### 业绩：上半年销售金额、面积同比大幅增长，创历史新高

8月26日，华润置地公布了2016年中期业绩，截止6月底，公司完成签约销售金额人民币555.7亿元，签约面积428.6万平方米，分别同比增长50.2%和32.1%，实现全年960亿销售目标的57.9%。2016年1-6月，华润置地共实现综合营业额港币445.2亿元，同比增长19.9%；其中，开发物业营业额为港币391.5亿元，同比增长19.3%；投资物业（包括酒店经营）租金收入为港币35.3亿元，同比增长

图：2016年1-6月华润置地月度销售金额及同比

单位：亿元

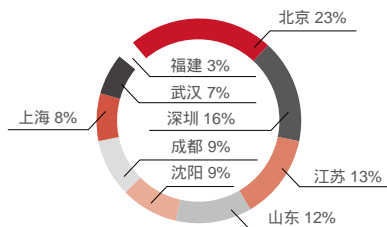


数据来源：企业公布

13.6%。扣除投资物业评估增值后的核心股东应占溢利港币63亿元，同比增长25.5%。上半年，实现签约销售金额人民币555.7亿元，签约面积428.6万平方米，分别同比增长50.2%和32.1%。

2016上半年，华润置地的单月销售金额同比都有较大的提升，其中6月份的合同销售金额127亿元，同比增长54.1%。

图：2016年1-6月华润置业分区域签约销售结构

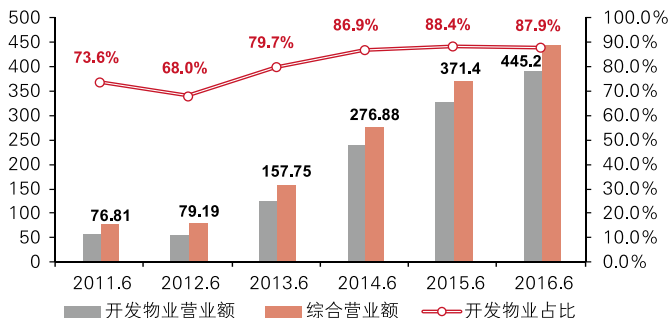


数据来源：企业公布

2011年以来，随着综合营业收入的稳步大幅提升，开发物业的占比也逐年增长，从2011上半年的73.6%至2016上半年的87.9%。而商业地产作为华润置地的主营业务之一，近年来投资物业的营业额也有大幅提升，华润置地上半年包括酒店经营在内的投资物业实现营业收入港币35.3亿元，同比增长13.6%。虽然每年的收入结构中，投资物业的贡献有限，但是华润置地投资物业资产账面总值为港币902.8亿元，占集团资产总值的比重为21.7%。

图：2011.6-2016.6华润置地营业额结构比

单位：亿元



数据来源：企业公布

### 土地：聚焦一二线核心战略城市、合理土地储备

2016上半年，全国土地市场火热，地王频出，一线及热点二线城市土地市场竞争激烈，土地成本溢价率大幅上涨。而三四线城市土地供应过剩、潜在需求不足，库存压力仍存。

华润置地聚焦一二线核心战略城市，加大了项目股权合作的比例，多渠道拓展土地资源，积极增持优质土地。2016年1-6月，华润置地以总地价人民币269.3亿元（权益地价人民币160.8亿元）增持了15宗土地，计容建筑面积达498万平方米，其中开发物业439万平方米，投资物业59万平方米。

截止2016上半年，华润置地已布局全国56个城市，总土地储备面积达4209万平方米，其中开发物业3577万平方米，投资物业632万平方米，一二线城市土地储备占比达72%，土地储备结构健康，资源优质，土地消化周期45个月，能满足未来三至五年的发展需求。

### 财务：财务状况稳定，发行50亿境内中期票据

2016年1-6月，综合毛利率为33.9%，比2015年同期的32.2%有所改善。其中，开发物业毛利率又2015年同期的30.8%提升为32.5%，投资物业（包括酒店经营）毛利率由2015年同期的60.8%提升为61.2%。上半年，华润置地实现每股盈利港币110.9分，同比增长13.3%；其

中，每股核心股东应占溢利91分，同比增长19.4%。截止上半年，每股净资产达港币16.75元，较2015年底的每股净资产增长1%。

### 战略：投资物业营业额同比增13.6%、加强区域深耕

**投资物业：**华润置地上半年包括酒店经营在内的投资物业实现营业收入港币35.3亿元，同比增长13.6%。截止上半年，**华润置地**在**营投资物业总建筑面积达到516.2万平方米**，其中，已开业万象城12个，五彩城/万象汇7个，其他购物中心2个，规模位于行业前列。

上半年，温州万象城开业，开幕日店铺开业率平均86.4%，处于市场领先水平。面临购物中心日益激烈的竞争态势，华润置地积极应对，**落实“购物中心+互联网”生态运营系统，继续开展业态创新，优化客户服务与体验，提升运营管理能力，零售额继续领先市场。**

**区域战略：**华润置地近日发布了一份关于管理团队及内部区域调整的通知，其原本的九个大区正式调整为六个大区，其中北京大区将和山东大区合并、上海大区和江苏大区合并、深圳大区和福建大区合并，其余成都、沈阳、武汉大区则保持不变，现任副主席唐勇将主持公司全面工作，同时还设置联席总裁管理架构，联席总裁张大为、李欣协助唐勇开展工作，组成华润置地三人核心团队。

华润置地一直秉持“总部、大区、城市公司”的三级管控体系，**合并大区意味着区域市场投资战略的转变，此次调整华润置地意在加强区域深耕、聚焦核心城市，尤其是一二线城市。**在完成新一轮管理团队及内部区域架构的调整后，希望能通过强化区域策略，聚集资源，使得后续区域投资的管控、营销策略的制定、土地市场的扩展变得更有效率。同时，在央企间并购再提速的背景下，**扩大在一二线城市的土地储备，以期在销售规模上更进一步。**

本文为《华润置地：区域战略升级、聚焦核心城市加强区域深耕》报告删减版。

房企中报季快评 ▽ 十三

## 绿城：“一体四翼”战略落地， 千亿目标还远吗？

文 / 克而瑞研究中心研究员 房玲、俞倩倩

**VIEW** 2016年8月29日，绿城管理层召开了业绩发布会，包含曹舟南、李青岸、冯征等5位高管现身，在绿城历年的发布会现场可谓“绝无仅有”，而在中文入主的这半年来，绿城发生的改变也可以用“翻天覆地”来形容。

### 战略：大刀阔斧的架构调整，“一体四翼”初具雏形

在经过内部重组后，绿城已经确立了“一体四翼”的管理架构和业务发展格局，即以绿城中国为主体，绿城房产、绿城管理、绿城资产和绿城小镇四大子集团为侧翼。

#### 绿城房产：杭州本土优势明显，向千亿销售进发

绿城房产依旧是全力打造绿城旗舰的房地产开发业务，2016上半年实现合约销售额为454亿元，相较于去年同期323亿同比增长了41%，其中归属集团的权益金额约为237亿元。从上半年销售贡献度来看，杭州作为大本营，热销项目众多，区域优势明显，在售项目总销售额占比超20%；此外天津全运村项目荣获得上半年销售金额榜首，累计销售为55.56亿元，也为企业业绩贡献了12%。

虽然绿城并未对外公布销售目标，但是据了解企业内部也在朝着900-1000亿的销售规模努力，据统计1-8月绿城已经实现销售金额605亿元，接下来还有“金九银十”等传统销售旺季，若市场热度不减，企业冲刺千亿还是有可能的。



### 绿城管理：重组整合代建业务，品牌输出助力轻资产扩张

**绿城管理，主要负责代建业务**，2016上半年也是动作频频，先是在5月推出了“代建4.0”的标准化体系来整合上下游资源，构筑行业壁垒；而后为了迅速扩大经营规模，又在6月高调宣布收购蓝城代建业务。截至2016年6月30日，模拟重组整合后的新绿城管理集团合并管辖项目合计达到了166个，规划总建筑面积约5225万方。随着地产开发利润被压缩，房企都在谋求着上下游产业的延伸，绿城凭借产品品质已圈得一群“绿粉”支持，开展代建业务进行品牌输出，可以在较短时间内完成轻资产扩张。

### 绿城资产：盘活存量物业，金融创新“补血”主营业务<sup>①</sup>

### 绿城小镇：全新产品线，差异化产品挖掘三四线项目价值

### 拿地：聚焦核心一二线城市，拿地谨慎防范市场风险

2016上半年绿城在拿地态度上还是比较谨慎的，共斩获北京及杭州的3幅地块，合计建筑面积在27万方，总代价为99.7亿元。虽然拿地少，但因地块位于核心一二线，单位地价基本维持在37000元/平，成本还是比较高的；此外，截至2016年6月30日，绿城总土地储备为2976万方，按上半年的销售面积来推算，消化周期在6年左右，基本可满足日常经营需要。

### 盈利：利润率相对较低，产品结构调整或将拉动后期增长

绿城上半年营业收入为96.82亿元，同比下降了9.98%，其中物业销售为82.37亿元，较2015年同期下降了13.1%，下降原因主要是由于结转的项目主要分布于二线城市的非主城区和三四线城市，故而销售均价偏低所致，结算面积同比基本持平。但可以看到的是，绿城的各项利润指标还是有了不同程度的改善，毛利率为24.55%，较2015同期上升了0.74个百分点，净利率为8.4%，核心净利率更是达到了7.86%。这主要与绿城项目管理业务密切相关，2015下半年绿城收

<sup>①</sup> 以下两小节内容省略。

表：绿城中国2016上半年盈利指标及成本控制指标

单位：亿元

| 盈利指标      | 1H2016 | 1H2015 | 同比/百分点变动  |
|-----------|--------|--------|-----------|
| 营业收入      | 96.82  | 107.56 | -9.98%    |
| 毛利        | 23.77  | 25.61  | -7.19%    |
| 毛利率       | 24.55% | 23.81% | 0.74 pts  |
| 营销费用率     | 1.15%  | 1.66%  | -0.51 pts |
| 行政管理费用率   | 2.40%  | 3.15%  | -0.75 pts |
| 净利润       | 8.13   | 7.46   | 8.97%     |
| 净利润率      | 8.40%  | 6.94%  | 1.46 pts  |
| (核心) 净利润  | 7.61   | 6.15   | 23.74%    |
| (核心) 净利润率 | 7.86%  | 5.72%  | 2.41 pts  |

资料来源：企业公布

购了绿城鼎盛和绿城时代，二者主业均是轻资产服务，从而提升了集团整理利润率水平。

此外，绿城的产品战略也有了改变，提出了2:6:2的橄榄形产品结构，即20%高端产品，60%主流产品，20%安置房和保障性住房来迎合不同群体的购房需求，主流产品及安置保障房可低价跑量，促进规模扩张；高端产品则兼顾了利润空间，相信随着后期战略的逐步落地，绿城的盈利能力还将有改善的空间。

### 偿债：融资和负债结构得以改善，中交助力“如虎添翼”

2016上半年，绿城的融资成本由2015年底的7.3%成功降至6.3%，得以优化的原因在于：一是在国内宽松的融资环境下，房企的普遍融资成本都有下行趋势；二是中交的支持与帮助，不仅利用旗下金融机构为绿城增信，而且还通过中交建融租赁有限公司，为绿城提供进行售后回租安排。此外，绿城在7月还成立了资金结算中心，将地方项目对资金的调度权收归集团，统一规划安排，为后期成立财务公司做准备，随着融资途径的多样化，绿城的融资成本有望得到进一步下降。从负债结构来看，截至2016年6月30日，绿城的长短期债务比为3.3，现金短债比为1.95，短期偿债压力不大，负债结构合理。

表：绿城中国2016上半年偿债指标

单位：亿元

| 偿债指标         | 1H2016 | FY2015 |
|--------------|--------|--------|
| 现金(包含所有受限现金) | 229.05 | 182.39 |
| 现金短债比        | 1.95   | 1.21   |
| 长短期有息债务比     | 3.30   | 1.99   |
| 净负债与资本比率     | 70.00% | 72.98% |
| 平均借贷成本       | 6.30%  | 7.30%  |

资料来源：企业公布

本文为《绿城：“一体四翼”战略落地，千亿目标还远吗？》报告删减版。

房企中报季快评 ▽ 十四

# 万达商业：退港回A， 万达城值得期待

文 / 克而瑞研究中心研究员 沈晓玲、王晓晨、杨晶晶

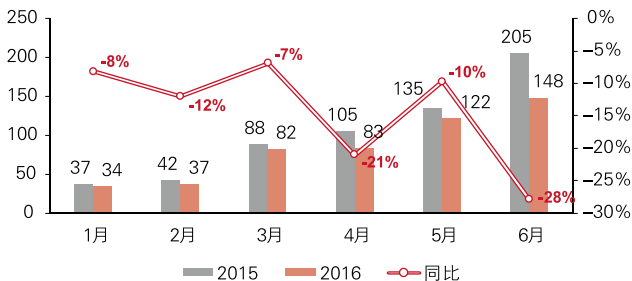
**VIEW** 8月15日，万达商业向香港联交所撤回H股上市的特别决议案，获股东大会批准，这意味着，万达私有化又向前迈进了一大步。敲定退市的万达如何达到一个亿的小目标。

## 业绩：首8月实现销售金额671.3亿元，目标完成率67%

万达商业2016年1-6月份累计完成销售额达506亿元，同比下降17%；销售面积539.4万平方米，同比下降17%。从单月销售情况来看，上半年整体同比下滑，6月份同比下滑幅度最大，达到28%。从目标完成率来看，对照万达2016年下调后1000亿的销售目标，已完成51%。而根据《2016年1-8月房企销售流量榜》，首8月，万达商业实现销售额671.3亿元，已完成全年1000亿元销售目标的67%。未

图：万达商业2015-2016上半年单月销售情况

单位：亿元



数据来源：企业公布、CRIC

来的9-12月，万达仅需月均销售82亿元即可达成全年目标，如能保持今年以来销售速度，完成1000亿目标难度不大。但是需要指出的是，上半年房地产市场火爆异常，整体全面向好，多家典型房企业绩甚至达到同比翻番，因此在这样的市场中，万达业绩完成的实际情况一般。

### 财务：现金储备充足，净负债率降至69.1%

2016年1-6月，万达商业实现营业收入376.35亿元，较上年同比增长22%。毛利润为147.8亿元，同比增长8%；毛利率为39.27%，同比减少5.04个百分点；净利润61.75亿元，同比增加16%；净利率为16.41%，同比减少0.46个百分点。

现金短债比由去年同期1.3上升至3.3，长短债比由去年的2.9上升至7.6，企业现金充足，债务结构良好，短期内无偿债压力。此外，净负债率同比减少12.43个百分点至69.1%。万达商业净负债率进一步降低，在于开源节流：一方面，今年上半年企业在土地市场投入力度有所减弱，拿地销售比从2015年同期的0.25降至0.15；一方面，作为2014年港股最大的IPO房企，万达商业从不差钱，融资渠道畅通且利率保持低位。

表：万达商业2015H1-2016H1财务情况

|       | 2016H1 | 2015H1 | 同比        | 单位    |
|-------|--------|--------|-----------|-------|
| 营业收入  | 376.35 | 308.94 | 22%       | RMB亿元 |
| 毛利润   | 147.80 | 136.88 | 8%        | RMB亿元 |
| 毛利率   | 39.27% | 44.31% | -5.04pts  |       |
| 净利润   | 61.75  | 52.12  | 18%       | RMB亿元 |
| 净利率   | 16.41% | 16.87% | -0.46pts  |       |
| 现金    | 833.07 | 577.70 | 108%      | RMB亿元 |
| 现金短债比 | 3.3    | 1.3    |           |       |
| 长短债务比 | 7.6    | 2.9    |           |       |
| 净负债率  | 69.10% | 81.53% | -12.43pts |       |

资料来源：企业公布

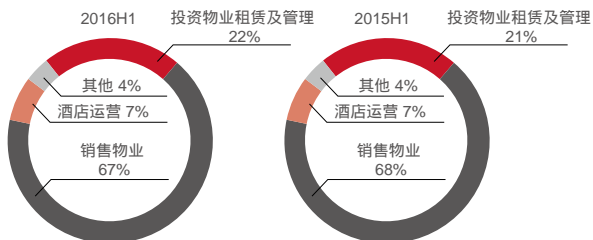
## 特别关注

### 收入：仍然以销售物业为主，投资物业表现一般

2016年1-6月，万达商业营业收入中，投资物业租赁及管理81.23亿元，同比增长28%；销售物业253.15亿元，同比增长21%。从贡献力度来看，上半年投资物业收入占比为22%，销售物业占比为67%，与去年同期相比，仅仅有一个百分点的变化。

虽然投资物业收入增幅明显，并超过销售物业，但由于基数仍然较低，对万达商业的整体收入结构影响不大，被寄予厚望的投资物业部分表现一般，企业目前依然是依靠销售物业为主要收入来源。不过考虑到万达商业运营步入轻资产道路，由合作方投资建设万达广场，而万达则只输出服务，我们认为，未来投资物业的收入会成为万达业绩增长的亮点。

图：万达商业2015H1-2016H1收入结构



数据来源：企业公布

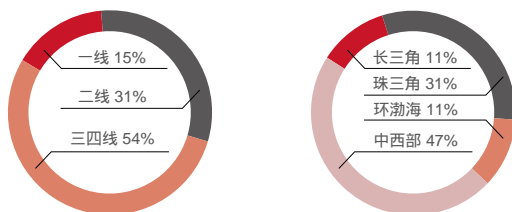
### 土地：继续扩容三四线城市，土储布局存隐忧

在2015年度的业绩发布会上，万达曾表示已经停止了在三四线城市销售物业的拿地，根据企业2016年1-6月公告来看，万达在22个三四线城市斩获地块，体量占总新增土地储备的比重达54%。从土地属性来看，除桂林文旅1期为综合用地外，其他三四线城市新增地块全部用于建设万达广场，企业的拿地策略已经彰显。

需要注意的是，尽管万达商业从物业销售上规避三四线城市布局，但城市市场分化日盛，不少三四线城市同样面临商业过剩的困局，招商难成为普遍现象。此外，结合区域分布来看，上半年万

达有近一半新增土地储备分布在中西部城市，而参考《2016中国城市房地产市场投资前景排行榜》，中西部总体投资前景远不及长三角、珠三角区域，企业布局存隐忧。

图：万达商业2016年1-6月新增土地储备分布



数据来源：企业公布、CRIC

战略：商业模式升级，全国扩张商旅文综合体万达城<sup>①</sup>

本文为《万达商业：退港回A，万达城值得期待》报告删减版。

<sup>①</sup> 本小节内容略。

房企中报季快评 ▽ 十五

## 招商蛇口：三大板块同步推进，核心资源价值渐显

文 / 克而瑞研究中心研究员 朱一鸣、贡显扬

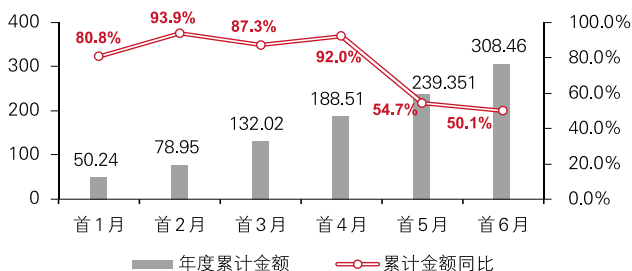
**VIEW** 招商蛇口自2015年重组以来，在加快管理融合的同时，以“区域聚焦、城市深耕、转型发展”为战略，形成了社区开发与运营、园区开发与运营、邮轮产业建设与运营三大业务板块。

### 业绩：业绩高速增长，销售收入和净利润同比大幅提高

在房地产市场分化加剧，结构性变革的背景下，招商蛇口通过加强园区与邮轮业务的建设投入，尝试“去地产化”战略。随着深圳前海新中心的快速发展，将显现出巨大的市场价值。自2015年12月30日重组上市后，招商蛇口社区开发与运营能力持续提升，2016上半年招商蛇口实现签约销售金额308亿元，实现全年650亿元销售目标的47.4%。销售面积195万平米，分别同比增长59%和30%。实现营

图：2016年上半年招商蛇口销售金额同比情况

单位：亿元

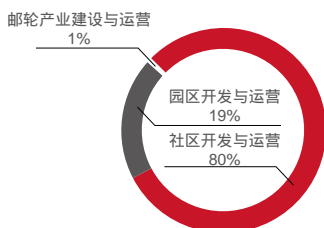


数据来源：企业公布



业收入212.5亿元，同比增长11.25%；归属于上市公司股东净利润38.3亿元，相比于去年同期备考利润表的口径同比增长35.45%。业绩大幅增长的原因是完成投资收益17.1亿元，同比增长268.76%，其中主要是完成深圳蛇口“梦工厂大厦”的项目权益转让，实现收益约12亿元。

图：2016年上半年招商蛇口营业收入分行业结构



数据来源：企业公布

### 财务：园区开发与运营板块实现高增速、高毛利

2016上半年，招商蛇口的毛利率和净利率分别达到33.85%和20.75%。其中，社区开发与运营业务毛利率17.65%，同比减少了5.39个百分点。报告期末，招商蛇口货币资金总量虽然同比减少15.2个百分点，但仍达到了344.7亿元，所以净负债率为26.01%，处于行业较低水平。销售费用率1.9%、管理费用率2.1%，分别同比下降5.7和11.8个百分点，可见招商蛇口重组合并后，管控效率得到进一步提升。

房地产开发销售业务作为招商蛇口目前的主营业务核心，“社区开发与运营”板块上半年收入为169.73亿元，仍占总营业收入的80%，但是占比相较于去年同期已有所降低。其中得益于招商蛇口销售了在蛇口等区域部分持有多年的经营性物业，以及该片区资产价值的提升，深圳地区的收入实现了62.66%的高毛利率。

同时，园区开发与运营板块的收入占比从2015年末的14.15%增长到了19%，毛利率同比大幅上升22.58个百分点，达到了可观的57.1%，这也契合了招商蛇口在实现整体上市后，将以园区开发业务为主，并且逐渐实现“去地产化”的战略。

### 布局：土地市场完善一二线城市布局、推行城市深耕

2016上半年，遵循“城市深耕”的策略，招商蛇口持续完善一、二线城市结构布局和重点商业项目的推进，并积极寻求市场上各类并购机会。在促进年度销售、调整库存结构的同时，在北京、南京等重要城市获取10宗优质项目，扩充项目资源226万平米，总地价237亿元，其中权益地价153亿元，平均楼面价10412元/平方米。相比同期各大房企频频高价抢地，招商蛇口在合并之后除去招拍挂市场取得的土地外，还在前海蛇口自贸片区内拥有大量土地储备，具有独特的政策优势，独特的战略资源优势，为公司未来的业绩增长提供了保证。

### 战略：园区开发与邮轮产业稳步推进

经过三十多年的建设运营，招商蛇口已经具备了丰富的城区和产业园综合开发运营经验，培养了专业且经验丰富的管理团队。2016上半年，招商蛇口园区板块保持稳健发展，投资性物业的出租收入达9.22亿元，同比增长8.78%。作为招商蛇口主营业务的一个重要组成部分，报告期内，招商蛇口积极将蛇口模式对外复制，在核心一二线及其近郊城市建设运营大型园区综合开发项目，着重打造特色园区，引领城市的升级。

前海土地成功确权，取得实质性进展。招商局集团与深圳市前海管理局组建股权比例为50:50的合资公司，本次合作的2.9平方公里，计容建筑面积约505万平米，主要为商住办公用途，整体价值在4000亿以上，预计在未来3-5年，优质资产的兑现将能给收入规模带来大幅提升。

邮轮产业建设与运营是招商蛇口经过市场分析所确定的转型方向之一。邮轮产业发展符合“一带一路”战略，受到国家大力扶持，招商局集团拥有航运、港口等产业基础，加大邮轮产业的发展可以带动城市的消费和配套商业的发展，发挥邮轮产业对其他产业的推动。

上半年公司邮轮业务取得多项突破，5月中旬，国家旅游局同意在深圳市南山蛇口工业区太子湾设立“中国邮轮旅游发展实验区”，实验区占地面积9.4平方公里。**实验区的确立有助于公司在邮轮产业发展中享受政策红利**，以邮轮母港建设为核心，全力打造集旅游运营、餐饮购物、免税贸易、酒店文娱、港口地产、金融服务等于一体的邮轮产业链。

本文为《招商蛇口：三大板块同步推进，核心资源价值渐显》报告删减版。

房企中报季快评 ▸ 十六

## 禹洲地产：看禹洲的全国化套路

文 / 克而瑞研究中心研究员 洪圣奇、傅一辰、谢夏成

**VIEW** 在完成全国布局的过程中，禹洲的盈利和偿债指标却均无恶化，确保规模和利润同时增长。根据我们对其历年战略和财务指标的分析，可看出禹洲在全国化扩张中主要采用了四大重要策略。

全国化扩张=高价拿地王+负债规模攀升+利息压缩利润。在过去数年，这一公式似乎成了房地产行业难以规避的套路，由此产生的负面报道也成了GDP的重要贡献者。

销售费用总是难免的；但好在禹洲的案例显示，公式化套路却是可以避免的。作为年销售规模200亿元左右的中型区域房企，禹洲若要扩张为全国品牌，则将面临大部分同类房企都可能遇到的主要障碍：

**厦门横向发展空间有限。**厦门的土地供应量小，市场容量难以大幅提升，房企间竞争激烈，一有土地推出便会遭围抢。在本地国企龙头如建发、特房，外来大鳄如恒大、龙湖等的夹击下，单靠招拍挂拿地很难保持领先的市场占有率。

**全国重点城市地价过高。**分化加剧的背景下，少数无库存风险、需求旺盛的城市成为房企集中布局的目标，地价也因此飞速上涨。尤其在北上深，招拍挂出让的土地总价动辄超百亿，与禹洲半年的回款相当。

**加大杠杆扩张压缩利润。**地价压力下，房地产开发的利润空间原本便已不大，如果未把握好市场周期便加杠杆，很容易造成借新还旧、利滚利的恶性循环，销售管理费用则进一步吞噬利润，不利于权益投资者关系维护和市值管理。

## 深入研究城市布局，谨慎拿地维持高毛利率

城市投资精准的是禹洲的核心竞争力，为高毛利带来充足空间。尽管2013年后和整个行业一样无法维持房地产市场发展时期的“暴利”，但禹洲的毛利率始终维持在30%以上，在行业中处于中上游水平，尤其2011年后林龙安加强了成本管控，有效使2014年起结转毛利率企稳回升。2016年上半年，禹洲结转项目中三四线比例较高，毛利率为32.5%，预计年末将与2015年同期的35.8%持平。

从全国布局历史中可看到，禹洲对拿地的时机把握较为出色，基本以每年新进一座城市为节奏，并能做到在市场火爆、地价暴涨前完成布局，避免抢地王。具体案例如合肥，2013年，在市场整体并没有很火爆的情况下，禹洲拿地十分积极，即在上海、厦门等传统楼市较好的城市拿下三宗地块，又加码了当时还较冷门的合肥，以仅2825元/平方米的楼板价拿下了总建面47万平方米的项目。2014年，禹洲又在合肥新增土储总建面45万方，平均单价4200元/平米。2016年合肥楼市爆发前，禹洲在合肥已布局6个项目，上半年128.7亿元的销售金额同比增幅达124%，其中合肥单城市便贡献了37%。

为了这一优势得以维持，禹洲在土地投资部门下设城市研究部，对城市进行了深入研究，通过经济市场指标筛选城市、建立档案，并辅以实地调研，配合拿地工作，在拿地环节便“领先”同业。

## 积极寻求合作并购机会，显著降低土地成本<sup>①</sup> 区域深耕控销售管理成本，核心收益水平高

### 以现金回款为基础，低负债全国化扩张稳健

中型房企近年的全国扩张往往是以短期内增加负债、提高杠杆为代价的。相较之下，禹洲的扩张更稳健，净负债率也并未大幅攀升。从下表中可看出，2010—2016年上半年，禹洲的总资产和总有息负债同时稳步增加，净负债率则波动不大，并维持在80%以下。

<sup>①</sup> 以下两章节内容略。

## 特别关注

禹洲之所以能在不“伤筋动骨”的情况下完成全国布局，主要有两方面原因。

一方面，禹洲的扩张均是以充足的现金流为基础的。在把控企业扩张节奏时，禹洲未非看资本市场松紧、市场成交冷热的“脸色”，而是从自身情况出发进行投资：如2015年末起，禹洲重点布局的上海、合肥、南京、厦门等楼市成交集体爆发，销售金额因此大幅增长，现金回款充裕，禹洲借机加大了扩张力度，2016上半年共拿下8宗地块，新增建筑面积133.9万平方米，同比大增197%，总地价152.2亿元，同比增幅达442%；但净负债率却并没有明显提高，中期中期仅75%，提升空间灵活。上述表现也提高了禹洲在资本市场的信用，使其境内外低成本融资渠道均能保持长期畅通，一旦市场出现变化，风险对抗能力更强。

另一方面，禹洲的全国化战略启动更早，形成铺垫。禹洲首次进军上海、合肥等城市均早于2010年，彼时城市分化还未显现，地价和招牌挂市场竞争也更理性。当房企蜂拥至一线和核心二线城市、地价开始飙涨时，禹洲已经在这些城市扎根，积累了足够的城市发展经验和拿地资源，无须通过增加负债、拿下地王的方式做大规模、维系滚动开发。从这一角度来看，在不同的时代背景下，禹洲的模式未必能够被复制。

### 结语：禹洲基本实现全国化，未来将聚焦三方面

得益于精准的土地投资布局，禹洲在财务指标不受影响的情况下基本稳固了全国化房企的地位。我们认为，禹洲未来将聚焦三方面提升：

一是应当积极塑造在新城市的产品和品牌，提高溢价率，通过城市中心的核心地块打造标杆项目、丰富产品线，适应更多不同定位的土地，进一步降低拿地难度，和土地投资共同成为毛利率的“双保险”。

二是保持对合作开放但审慎的态度，也是对股东利益的保障。禹洲的偿债压力小，融资成本也较同规模企业更低，因此若有优质地块将有足够单独开发的实力，避免销售金额与结转后的权益利润增速存在明显反差。

三是重点聚焦房地产主业，以商业和金融为辅，如商业集团考虑a股分拆上市，建立互联网金融平台禹顺贷帮助上下游供应商融资等。

本文为《禹洲地产：看禹州的全国化套路》报告删减版。

房企中报季快评 | 十七

## 世茂：去库存下艰难转型，创新能否成为新的驱动力？

文 / 克而瑞研究中心研究员 房玲、俞倩倩

**VIEW** 2016年8月30日，世茂发布了其2016半年度业绩报告，在其他房企“高歌猛进”，扬言要突破千亿门槛的时候，世茂则显得颇为“低调”，销售平平背后是公司为了加速三四线的产品去化，调整土储结构的艰难转型，而变革往往意味着阵痛。

### 销售：业绩增长缓慢，南京区域成为主力支撑

2016上半年世茂合约销售额为344.6亿元，同比上升了9.2%，销售面积为242.8万方，平均销售价格由2015年同期的12011元/平米上升至14192元/平米，主要是由于上半年部分核心区域项目价格提升所致，以南京为例，单个项目价格提升均在30%以上，部分项目甚至可达65%。从城市贡献来看，南京的销售优势依旧明显，上半年销售金额超过50亿元，位列克而瑞南京区域企业销售排行榜的TOP3，其中世茂外滩新城单盘累计销售额更是达26.57亿元，占据了世茂南京销售的半壁江山。

就销售目标而言，世茂上半年完成全年670亿目标的51.4%，而据克而瑞最新公布的业绩数据，世茂前8月累计销售额为445.6亿元，目标完成率也仅达到66.5%。受益于上半年火热的市场行情，诸如旭辉、金茂等房企的合约销售额同比增幅均超过100%，调高全年目标的房企也比比皆是，“逆水行舟，不进则退”，对比之下，世茂670亿目标基本与去年持平，销售表现的确不算突出。



## 拿地：合作降风险，去库存依旧是主要任务

2016上半年世茂拿地态度还是比较稳健的，于福州、银川、北京、南京及武汉共新增8幅地块，总建筑面积为110.21万方。截至2016年6月30日，世茂总土地储备为4462.31万方，较2015年末4663万方有所下降，主要是上半年拿地较少且企业去化力度较大所致。

从拿地城市分布来看，南京、北京、武汉在确认销售额中占比分别达到了23.2%、7.6%、7.0%，集中在这些城市拿地，一来有益于及时补充库存，为未来提供较为稳定的收入来源；二来也是为了巩固既有的销售优势，实现利润最大化。

面对一二线地价居高不下，世茂倾向于以合作、协议收购等方式实现利润共享、风险共担。2016年上半年世茂拿地总价约为120.88亿元，而权益金额为81.79亿元。

表：世茂房地产2016上半年新增土地明细 单位：万平方米、亿元、元/平方米

| 宗地名称                  | 城市 | 拿地时间   | 属性 | 建筑面积   | 权益   | 总价     | 权益价   | 楼板价   |
|-----------------------|----|--------|----|--------|------|--------|-------|-------|
| 建邺区河西北部江东5号的2016G11地块 | 南京 | 2016/5 | 住宅 | 54.00  | 57%  | 88.00  | 49.98 | 16296 |
| 北京上庄                  | 北京 | 2016/6 | 商住 | 10.63  | 100% | 24.00  | 24.00 | 22575 |
| 银川阅海C地块               | 银川 | 2016/1 | 商住 | 13.46  | 100% | 2.16   | 2.16  | 1605  |
| 编号P（2016）046号         | 武汉 | 2016/6 | 商服 | 5.78   | 76%  | 1.73   | 1.32  | 3000  |
| 编号P（2016）047号         | 武汉 | 2016/6 | 商服 | 5.36   | 76%  | 1.61   | 1.22  | 3001  |
| 福州鹅鼻项目I               | 福州 | 2016/1 | 商住 | 8.50   | 100% | 1.19   | 1.19  | 1406  |
| 编号P（2016）048号         | 武汉 | 2016/6 | 商服 | 3.83   | 76%  | 1.15   | 0.87  | 3001  |
| 福州鹅鼻项目II              | 福州 | 2016/6 | 商住 | 8.65   | 100% | 1.03   | 1.03  | 1193  |
| 总计                    |    |        |    | 110.21 |      | 120.88 | 81.79 | 10968 |

资料来源：企业公布

## 盈利：成本上升压缩利润空间，轻资产落地后期可期

世茂上半年营业收入为300.16亿元，同比上升了2.82%，但是毛利率为28.21%，较2015同期下降了2.49个百分点，净利率为14.59%，核心净利率为11.67%。一方面是因为针对部分三四线项目，企业加大折扣力度去库存，在一定程度上影响企业整体利润空间。另一方

## 特别关注

面也与销售成本的增加密切相关。上半年世茂确认销售的土地成本与建筑成本增幅达7.9%，主要是因为公司在上半年结转了部分一二线城市项目，土地成本趋高。如杭州世茂天宸项目，地块为世茂在2013年9月以总价36.7亿竞得，楼板价为23828元/平米，上半年的结算价格为39318元/平米，土地成本就占了61%。

就商业扩张方面，世茂坚持实施轻资产战略，从2014年底开业的MiniMax酒店，到2015年底推出52+MiniMall产品线，再到今年7月签署了首家委托管理输出酒店——临沂滨河世茂睿选酒店，世茂在一步步完成产品创新和品牌输出，相信随着后期业务的不断展开，也会对利润有相应的拉升。

表：世茂房地产2016上半年盈利指标及成本控制指标

单位：亿元

| 盈利指标      | 1H2016 | 1H2015 | 同比/百分点变动  |
|-----------|--------|--------|-----------|
| 营业收入      | 300.16 | 291.93 | 2.82%     |
| 毛利        | 84.67  | 89.62  | -5.52%    |
| 毛利率       | 28.21% | 30.70% | -2.49 pts |
| 净利润       | 43.79  | 45.06  | -2.82%    |
| 净利润率      | 14.59% | 15.43% | -0.85 pts |
| (核心) 净利润  | 35.02  | 34.87  | 0.43%     |
| (核心) 净利润率 | 12.9%  | 15.2%  | -2.3 pts  |
| 成本控制指标    | 1H2016 | 1H2015 | 同比/百分点变动  |
| 合同销售收入    | 344.6  | 315.5  | 9.22%     |
| 营销成本      | 4.25   | 6.61   | -35.62%   |
| 营销费用率     | 1.23%  | 2.09%  | -0.86 pts |
| 行政管理成本    | 16.08  | 15.63  | 2.90%     |
| 行政管理费用率   | 4.67%  | 4.95%  | -0.29 pts |

资料来源：企业公布

### 偿债：资产证券化降低融资成本，债务结构保持稳健

2016上半年，世茂的融资成本由2015全年的6.9%成功降至6.5%，得以优化的原因除了市场政策等外在因素影响外，主要有以下几点：一是开辟多元化的融资渠道，除了公司债券等常规融资方式外，还于2016年4月发行了26.9亿元的酒店资产证券化项目，此外世茂还计划后期发行国内公募熊猫债；二是以低息的新债替换此前

高息的旧债，同时积极的对新增贷款的成本予以控制。不仅如此，世茂还加强了对外汇风险的调控，利用提前偿还等方式成功将外汇借款占比降至33%。

从负债结构来看，截至2016年6月30日，世茂的长短期债务比为4.47，现金短债比为1.64，短期偿债压力不大，债务结构较为稳健。

本文为《世茂：去库存下艰难转型，创新能否成为新的驱动力？》报告删减版。

房企中报季快评 ▽ 十八

## 融创中国：并购之王的财报里藏了多少好货？

文 / 克而瑞研究中心研究员 朱一鸣、傅一辰

**VIEW** 8月30日，融创中国公布了其2016年中期业绩。截至2016年6月30日，公司实现营收105.86亿元，合计实现销售560.5亿元，同比分别实现94.5%和106%的双涨，但净利10277.00万元，同比减少91.83%。对于孙宏斌缺席的融创业绩会，还有什么看点？

### 销售同比翻倍，有望首次进入千亿军团

上半年销售金额增长106%。2016年1-6月，融创销售金额560.5亿元，同比增幅达106%，其中363亿元的权益部分的增速更是达149%；销售面积282.4万平方米；销售均价19850元/平方米，为TOP10房企之首。

除了整体销售业绩排名房企中第8位外，融创的单城市和单项目产能均较高，因此常在单城市的市场占有率排名中居首，并通过多个项目同时开盘迅速做大影响力。如在上海、天津、杭州、重庆等地，融创的项目数量逐年增加，市场地位稳固；又如在新进城市西安，融创首年便开出六个项目，对当地原有格局形成冲击。较强的营销能力和产品高端定位带来的高溢价，为融创的现金回款和盈利空间带来充分保障。

可售货值超1600亿元。融创近年在销售方面表现始终较出色，超过100%的业绩增速对于采用城市深耕战略、年销售规模超过500亿元的房企来说实属不易，全年首次跨过千亿门槛为大概率事件。

2016年下半年，融创计划新开盘28个项目，总可售货值预计403亿元，加上现有项目二次开盘后，总货值可达1680亿元，分布在21个

一二线城市。预计融创9月便可完成年初制定的800亿元销售目标，全年销售金额可以达到1100亿元，且根据拿地需求等综合情况，还有一定上升空间。

### 账面现金充裕，债务结构优化成本降低

**400亿元现金覆盖到期债务。**截至2016年中期，融创的货币资金401.5亿元，相比2015年底增长48%，且已支付所有土地款项，预计年末账面现金仍将维持在400亿元以上，确保偿债风险可控。现金足以覆盖短期有息负债，现金短期债务比高达1.8倍。

**增加境内债比例降低融资成本。**年初至今，融创多次回购成本较高的融资，用成本较低的境内公司债以替代，降低了汇率变动带来的损失，加权平均融资成本也从7.6%下降至6.36%。2016年以来，融创持续降低外币融资余额，已替换9亿美元的境外高息债券，并通过外汇金融工具安排对冲。

### 资本化率下降，费用化财务成本上升，净利率触底<sup>①</sup>

#### 继续加大并购力度，核心城市土储丰富

**并购已成为拿地主要方式。**在拿地方面，2016年至今，公司新获取的土地对应的权益面积为1342万平方米，全部分布在四个一线城市，核心二线城市和市场最火爆的珠三角三线城市东莞、佛山、惠州和珠海。

融创新增项目中非招拍挂市场获取的比例日益提升，将并购和合作发挥到极致，增加了盈利空间。尤其在核心城市如上海，融创和本地国企上海地产建立了良好的合作关系，共同开发滨江地区的高端项目，巩固了融创的高端定位，增加产品溢价。地方国企手中的低成本土地资源颇具吸引力，但对合作对象普遍较为挑剔，融创获得的机会较多，是基于其品牌吸引、营销能力和在此前数次合作交易中表现出的诚信特质。

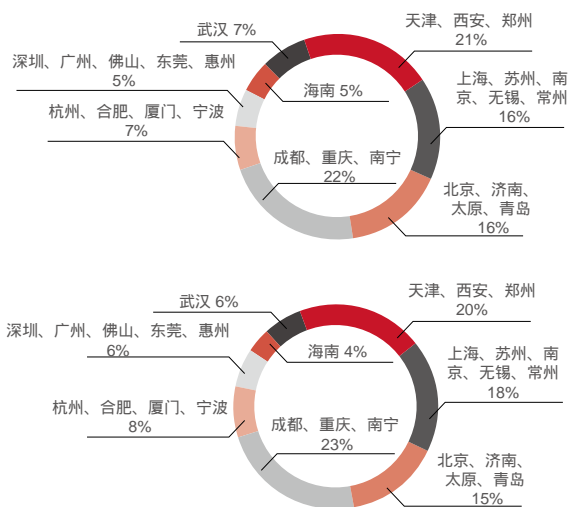
<sup>①</sup> 本章节内容略。

## 特别关注

4600万方土储位置优良截至2016年中期，融创共有土地储备4600万平方米，权益部分为3097万平方米，城市布局较为集中。其中，成渝区域（成都、重庆），上海区域（上海、南京、苏锡常）和天津区域（天津、西安、郑州）的土储建面占比过半。

细化到城市来看，重点城市中，融创在重庆、天津、武汉、上海和济南的储备最为丰富，分别为722、624、329、290和257万平方米，尤其在上海的16个项目中过半是通过并购方式获得，盈利空间较大。在TOP10房企中，融创土地资产的集中度和质量最高。

图：融创土储建面(上)及权益土储建面(下)的区域分布



数据来源：企业公布、CRIC

## 继续加大并购力度，核心城市土储丰富<sup>②</sup>

<sup>②</sup> 本章节内容略。

表：融创在核心城市项目和土地储备情况

单位：万平方米

| 城市 | 项目数量 | 总土储 |
|----|------|-----|
| 上海 | 16   | 290 |
| 南京 | 5    | 63  |
| 北京 | 11   | 196 |
| 杭州 | 14   | 187 |
| 苏州 | 7    | 146 |
| 重庆 | 13   | 722 |
| 天津 | 21   | 624 |
| 济南 | 6    | 257 |
| 武汉 | 4    | 329 |
| 广州 | 1    | 78  |
| 佛山 | 5    | 127 |
| 东莞 | 2    | 18  |
| 合肥 | 2    | 55  |
| 郑州 | 6    | 210 |

数据来源：企业公布、CRIC

### 《房企中报点评》课题组

#### 作者简介

- 洪圣奇, CRIC研究中心驻香港分析师, 专注服务资本市场  
电话: 852-35210168 邮箱: davidhong@cric.com
- 房玲, CRIC研究中心研究经理, 专注房地产企业分析和土地市场研究  
电话: 021-60867885 邮箱: fangling@cric.com
- 朱一鸣, CRIC研究中心企业研究经理, 擅长房地产企业战略、融资及财务分析  
电话: 021-60867872 邮箱: zhuyiming@cric.com
- 沈晓玲, CRIC研究中心企业研究经理, 擅长房地产企业战略、应急策略研究  
电话: 021-60867867 邮箱: shenxiaoling@cric.com
- 易天宇, CRIC研究中心企业助理研究员, 擅长房地产企业研究  
电话: 021-60867860 邮箱: yitianyu@cric.com
- 傅一辰, CRIC研究中心企业研究员, 擅长房地产企业战略、痛点研究  
电话: 021-60867827 邮箱: fuyichen@cric.com
- 贡显扬, CRIC研究中心企业助理研究员, 擅长房地产企业研究  
电话: 15000056171 邮箱: gongxianyang@cric.com
- 杨晶晶, CRIC研究中心企业研究员, 擅长房地产企业研究  
电话: 021-60867869 邮箱: yj.yangjingjing@cric.com
- 俞倩倩, CRIC研究中心企业助理研究员, 擅长房地产企业研究  
电话: 021-60867870 邮箱: yuqianqian@cric.com
- 王晓晨, CRIC研究中心企业助理研究员, 擅长房地产企业研究  
电话: 021-60867873 邮箱: wangxiaochen@cric.com
- 谢夏成, CRIC研究中心企业助理研究员, 擅长房地产企业研究  
电话: 021-60867873 邮箱: xiexiacheng@cric.com
- 朱伟, CRIC研究中心企业助理研究员, 擅长房地产企业研究  
电话: 021-60867870 邮箱: zhuwei@cric.com
- 刘敏, CRIC研究中心企业助理研究员, 擅长房地产企业研究  
电话: 021-60867876 邮箱: liumin@cric.com



**榜单**聚焦



# 2016前三季度 房企运营收入排行榜发布

文/克而瑞研究中心

充满变数的时代，房企之间的竞争不再是单一维度上的比拼。随着行业专业化程度提升，在传统住宅开发以外，房企更是早早的将触角延伸到商业领域。

或拥抱互联网，或者多产业链挖掘升级业态，抑或者是轻资产化盘活存量资产……在新常态的2016年，房企在资产运营收入的提升上做足了功课。

毋庸置疑，商业运营管控能力，正在成为反映企业整体竞争力的重要指标之一。

也正因如此，审视之下，体现运营管控能力的【运营收入榜】，也被纳入克而瑞的全新榜单体系。

聚焦9月30日，2016前三季度房地产企业运营收入排行榜全面发布。

## 榜单发布

2016年前三季度内地房企运营收入TOP20

| 排名 | 企业     | 运营收入  |
|----|--------|-------|
| 1  | 万达商业   | 161.6 |
| 2  | 红星美凯龙  | 73.3  |
| 3  | 华润置地   | 45.0  |
| 4  | 保利地产   | 33.3  |
| 5  | 大悦城地产  | 29.7  |
| 6  | 招商蛇口   | 24.3  |
| 7  | 中国金茂   | 24.2  |
| 8  | 陆家嘴    | 23.9  |
| 9  | 北辰实业   | 19.5  |
| 10 | 世茂房地产  | 16.2  |
| 11 | 富力地产   | 15.5  |
| 12 | 绿地集团   | 15.3  |
| 13 | 龙湖地产   | 15.2  |
| 14 | 金隅股份   | 13.8  |
| 15 | 苏宁置业   | 13.6  |
| 16 | 金融街    | 13.4  |
| 17 | 中海地产   | 12.9  |
| 18 | 碧桂园    | 11.9  |
| 19 | 协信地产   | 10.8  |
| 20 | SOHO中国 | 10.5  |

2016年前三季度外资房企运营收入TOP10

| 排名 | 企业    | 运营收入 |
|----|-------|------|
| 1  | 凯德集团  | 35.6 |
| 2  | 嘉里建设  | 28.4 |
| 3  | 恒隆地产  | 25.7 |
| 4  | 新鸿基   | 23.2 |
| 5  | 长实地产  | 22.6 |
| 6  | 九龙仓   | 19.7 |
| 7  | 新世界发展 | 15.0 |
| 8  | 太古地产  | 13.5 |
| 9  | 瑞安房地产 | 12.4 |
| 10 | 恒基兆业  | 10.7 |

单位：亿元

## 数据说明：

- 1、企业范围：以房地产开发业务为主业的企业。
- 2、数据范畴：包含房地产企业在办公租赁、商业运营、酒店管理等经营性业务中获得的收入，包含住宅相关的物业管理费收入。
- 3、地理范围：只考虑企业在内地的相关项目收入，不考虑境外收益。不考虑企业项目权益划分问题。
- 4、数据来源：CRIC商业库。
- 5、汇率换算：港币兑换人民币统一按照0.85换算。
- 6、时间跨度：如无特殊说明，统计时间段为2016年1月1日至2016年9月30日。

## 榜单解读

随着房地产行业专业化程度提升，除了传统住宅开发外，不少房企也将触角延伸至商业领域，更加重视资产运营收入的提升，房企商业运营管控能力也日渐成为反映整体竞争力的重要指标之一。2016年房企的商业运营也呈现出如下几点新变化：

一是拥抱互联网，注重搭建O2O电商平台，增强消费者互动体验的同时完善会员数据体系，提升客户服务；二是升级业态，结合多产业链挖掘提升自身价值，如在国家利好政策下出现了联合办公、众创空间、短租公寓等新模式；三是轻资产化，通过资产证券化等方式盘活存量资产，2016年前三季度世茂、宝龙分别推出了酒店资产证券化和商业地产证券化项目。

**入榜门槛：差距持续增大，内房企Top10门槛高达16.2亿元**

2016年前三个季度，内房企和外资房企运营收入TOP10入榜门槛分别为16.2亿元和10.7亿元，内房企的运营收入Top10门槛比外资高出了5.5亿元。可以看出Top10内房企与外资房企的门槛差距在进一步拉大，未来随着内房企的扩张加速，这一差距也将会继续扩大。前三季度，内房企运营收入Top20入榜门槛为10.5亿元，直逼外资房企Top10运营收入门槛。

表：2016年前三个季度房企运营收入入榜门槛

单位：亿元

| 分类    | 内房企  | 外资房企 |
|-------|------|------|
| TOP5  | 29.7 | 22.6 |
| TOP10 | 16.2 | 10.7 |
| TOP20 | 10.5 | /    |

资料来源：CRIC，中国房地产测评中心

## 企业格局：巨无霸房企和特色房企优势明显

从企业性质来看，入榜企业中主要以巨无霸房企和特色房企为主：

万达、绿地、碧桂园等老牌千亿房企不仅在销售上名列前茅，商业发展上也不甘落后。这些巨无霸企业，资金实力雄厚，商业项目分布较广，竞争优势较为明显。

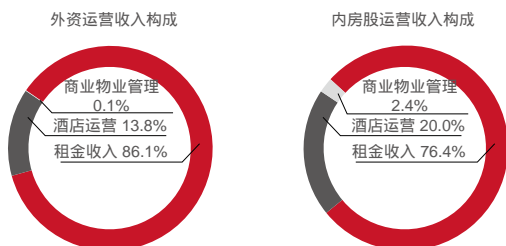
此外，还有部分特色房企，凭借“一技之长”也有不俗的表现。所谓“一技之长”是指在商业细分领域有竞争优势的企业，如大悦城，在原有商场的基础上，打造出独具特色的“悦界”、“5号车库”“IF街区”、“魔方166”等特色主题街区，提供多样化服务来制造新的利润增长点；再如红星美凯龙，以建设家居自营和委管商场见长，凭借在家居领域的口碑和轻资产模式，快速实现品牌扩张，也在前三季度取得了不错的成绩。

## 收入结构：租金收入为主要来源，部分房企以酒店运营为主

总体而言，内房企以及外资企业中，租金收入都占据到了运营收入较大比例，其中内房企该比例达76.4%，而外资房企则为86.1%。

大多数的企业都以租金收入为主要收入来源，也有部分公司的运营收入以酒店运营为主。例如碧桂园、世茂房地产，其中碧桂园前三季度运营收入为11.86亿元，几乎都是来自酒店运营收入。

图：2016前三季度内房企和外资房企运营收入构成



资料来源：企业公布、CRIC

## 「亮点企业」

### 红星美凯龙：73.3亿元位列第二，品牌输出提升扩张效率

此次运营收入统计是从集团层面出发，包含上市及非上市板块相关业务。以红星美凯龙为例，包含红星美凯龙家居（上市公司）和红星美凯龙企业发展公司（非上市），两大板块2016年前三季度运营收入达73.3亿元，位列第二名，超第三名华润置地28.3亿元；之所以能取得如此靓丽的成绩单，主要有以下两点原因：

一是在商业细分领域——家居行业独占鳌头，竞争优势明显。红星美凯龙最早发展于江苏常州市，主要从事家装家具零售行业，目前是国内覆盖城市最广、商场数目最多的家居商品所有者及运营商。从门店数量来看，红星美凯龙的商场数量超过了行业第2至第5名之和。而且针对于家居行业来说，本身对第三方平台依赖度较大，知名品牌如喜临门床垫、芝华士沙发、志邦橱柜，其在红星美凯龙的销售额约占总销售额的20%，而红星美凯龙的前十大租户收入贡献却只有1.8%，这样的被商户高度依赖关系，持续巩固其市场领导的地位。

二是自营与委管双管齐下，品牌输出实现“小投入大产出”。与大部份房企运营模式有所不同，红星美凯龙的业务模式是建立在自营商场及委管商场的结合之上。自营商场大部份位于一二线城市，通过租金及管理费提供经常性的可预测的经营收入。委管商场则布局于三四线城市，以连锁加盟形式进一步扩大公司在中国家装行业的市场份额及提升品牌知名度。截至2016年中期，公司经营56个自营商场及125个委管商场。公司还计划在2030年前建成1000家商场。

## 大悦城：大数据系统构筑O2O生态，轻重并举加速扩张

在上榜企业中，大悦城作为一家专注于商业运营的中小房企，也比较值得关注。大悦城2016年前三季度运营收入为29.7亿元，位列运营榜单第五名，能取得如此稳健的增长，主要与其大数据系统升级和产品业态调整密切相关。

通过升级大数据系统，企业一方面可基于数据分析结果实现精准拓客，另一方面也有助于优化服务内容，构筑O2O生态。目前，北京西单大悦城已经建立了基于WIFI技术的无线客户识别系统；上海大悦城的智慧购物体系也全部落地，实现了多个职能购物场景。

在扩张模式上，大悦城也开始了轻资产的道路。2015年12月17日，大悦城地产在天津宣布，将以轻资产的方式接手天津津汇广场购物中心，打造天津和平大悦城，揭开了企业轻资产战略的大幕。2016年7月，大悦城作为普通合伙人与两家机构投资者成立合伙基金，并以92.89亿元出让三个子公司49%的股权给该基金，企业轻资产战略更进一步。未来，大悦城地产仍会以重资产的开发模式在一、二线核心开发区以及经济发达三线城市核心区新建商业项目。在轻重并举的模式下，企业运营收入的持续快速增长可期。

克而瑞连续五年每季度举办，地产、券商、媒体齐聚  
10月12日，克而瑞研究中心

## 第十九届地产金融形势发布会

聚焦 商业地产运营与未来趋势，丁祖昱首度发布全新房企销售榜与运营收入榜单  
万达、大悦城、万科等商业运营领域领航者齐聚，  
共探商业地产运营与未来发展，预判全年榜单谁主沉浮！





## NO1 热点二线城市楼市支撑力前景系列研究

在“去库存”各项宽松政策激励下，南京、苏州、合肥、武汉等二线城市率先崛起，继而杭州、天津、郑州、无锡、珠海等二三线城市承接市场热度，地价与房价大幅攀升。但显然这些二线城市并不具备北上深楼市如此强大的资金吸附力和源源不断的需求支撑，这些城市未来能否负担遍地开花的“地王”项目，会否造成新一轮的结构型库存？

## NO2 “豪宅”小型化的创新研究

当一、二线重点城市改善型需求遭遇房价的大幅攀升，总价1000万元以上的“豪宅”成交也迎来了爆发式增长。在地价高企、房价攀升的情况下，要控制总价在市场主流承受力范围内，唯有控制单位面积——户型小型化，“螺丝壳里做道场”彰显创新能力，极端如深圳6平方米的百万公寓，解析典型案例的点滴创新，分析小型化趋势。

## NO3 当代置业的创变生态体之道

什么样的发展模式可以助力中小型企业实现突围？当代置业打造属于自身创新的“创变生态体”，企业的运营能力得到提升的同时，企业的产品能力、品牌溢价力也随之提高。本文将从当代“创变生态体”所搭建的3个平台——金融链、房地产链、运营链，结合企业战略定位、项目开发、融资渠道、增值服务等方面，剖析当代运营之道。

## NO4 特色小镇的政企合作模式

2016年以来，在行业内去库存的基调下，一个名为“特色小镇”的新型城镇建设却在全国持续发酵。从机遇的角度而言，房地产与特色小镇有着密切的关系。尤其在政府大力推进特色小镇的条件下，企业可充当建设者、运营者，甚至是发起者。目前其建设和运维大部分还是以政府为主导，已有碧桂园、绿城、华夏幸福等房企试水这一类项目，政企合作模式是本文探索重点。



房地产行业独家研判，  
第一时间新鲜奉上。

## 关注方法

扫描 微信二维码

查找公众号 克而瑞地产研究

或者 “CRICYJZX”



 克而瑞  
研究中心

# 2016 研究专题卡

系统化的房企情报定制方案

咨询热线: 021-6086 7863

预测走势 预警风险 提供借鉴

10大类别、50余个精选专题，量身定制的专业服务。

● 白金专题卡：

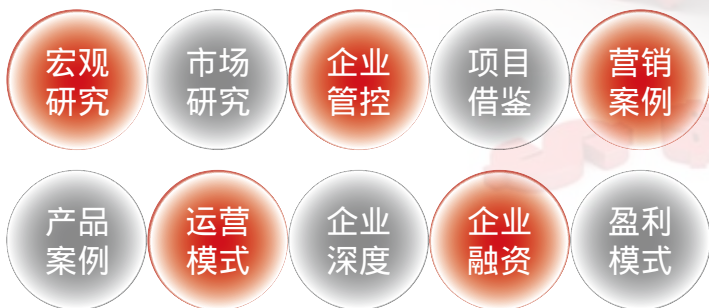
提供「定制报告+自选专题」报告35份

● 普通专题卡：

提供「定制报告+自选专题」报告11份



十大类专题：根据需求，在专题列表自由选择。



## 2016年部分专题预告

| 类别             | 名称                         |
|----------------|----------------------------|
| 市场研究           | 供给侧改革启大幕，城市去库存效果及趋势        |
|                | 十大城市返乡置业情节评比               |
|                | 2015年那些“化险为夷”的三四线城市有何妙招和努力 |
|                | “二胎”放开对住房需求增量和分布影响研究       |
| 宏观研究           | 中国城市房地产市场投资前景与风险测评         |
|                | 个税按家庭综合征收对中高端改善购房需求影响分析    |
|                | 加快户籍改革带动住房消费对房地产市场需求增量研究   |
|                | 城市旧改中的PPP模式政策及实践研究         |
| 项目借鉴           | 旧改模式——居民住宅城中村改造            |
|                | 看许家印花了1600亿的海花岛是怎么玩的       |
| 营销案例           | 合作途家，能帮助房企卖房吗              |
| 产品案例           | 迪士尼效应后，房企如何掘金主题公园          |
|                | 社区养老产品创新和模式研究              |
| 运营模式           | 国外短租平台airbnb模式探究           |
|                | 大数据下商业地产的变革——从收租模式的转变说起    |
|                | 2016年，为什么开发商一定要做长租公寓？      |
| 企业管控           | 物业管理中的成本控制                 |
| 企业深度           | 诚品书店：文创地产深度剖析              |
|                | 从恒腾看互联网定制家居的未来空间           |
|                | 绿城养老模式解析                   |
|                | 旅游地产：途家的短租模式               |
|                | 以瑞安为典型的旧改模式研究              |
|                | 金科商业的第三代新模式                |
|                | 海尔集团交互定制平台——众创汇            |
| 红星美凯龙的家装定制服务方案 |                            |
| 企业融资           | 资产证券化在房地产的应用               |
|                | 房企掘金保险业的原因与方法分析            |
|                | 房企资产证券化创新模式解析（绿地）          |
| 盈利模式           | 登陆资本市场？链家的野蛮生长路径           |
|                | 什么样的房企适合被并购？房企并购策略研究       |

## 关于克而瑞研究中心

十余年以来，一直致力于对房地产行业各领域全面研究及企业专项课题的深入探索。迄今为止，我们已经连续七年成功发布**中国房地产企业销售排行榜**，引发业界热烈反响。

研究半径不仅涵盖以日、周、月、年时间为线索的四大基础研究领域；还包括对**宏观、市场、企业管控、项目借鉴、营销案例、运营模式、企业深度、企业融资、盈利模式、产品案例**等十大研发方向的深度拓展，成果出品超百余份，规模以百万字计，为房企、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。

**四**大研究领域，**十**大研发方向，**百**余研究成果，**千**家房企服务经验

### 克而瑞研究中心主要成果不完全列表

| 类别 | 成果            | 简介  | 出品时间    |
|----|---------------|---|---------|
|    | 市场周报          | 以周为节点，汇总一周内市场新动向，内容包括成交情况、土地成交、最新政策等。   | 每周一     |
|    | 每月8P          | 每月初对月度经济、政策、住宅市场、土地、企业五方面进行盘点和分析，具有较强的时效性。                                      | 每月1日    |
|    | 中国城市住房价格288指数 | 定期监测和计算288个地级以上城市月度价格变动趋势，形成中国房地产288价格指数（一手房）；定期监测和计算60个城市月度价格变动趋势，形成二手房价格60指数。 | 每月1日    |
| 市场 | 市场月报          | 对全国35个重点城市住宅市场月度市场进行的整体分析，包括城市、项目表现、企业及重点项目营销手段研究。                              | 每月15日   |
|    | 购房者信心指数报告     | 在对全国50个以上城市购房者的访问，汇总5000份以上的问卷的基础上，建立起供应、成交、经济走向、消费环境、购买力等五个维度的信心指数体系。          | 每季度首月中旬 |
|    | 市场年报          | 汇总整个年度房地产市场风云变幻，从市场、政策、企业等方面多角度深入盘点年度全国房地产市场。                                   | 1月      |

| 类别 | 成果          | 简介   | 出品时间         |
|----|-------------|--|--------------|
| 宏观 | 事实与观点       | 对每日热点进行的深入评论。  | 每日17:30      |
|    | 快评          | 对业内重大政策、事件进行及时的分析和深入点评。  | 不定期          |
|    | 热点事件短评汇总    | 全国25个城市当月热点事件短评汇总。   | 每月5日         |
| 土地 | 全国土地月报      | 主要内容包括月度土地整体市场走势、土地政策、企业拿地、重点地块排行等，提供30个重点城市、5大区域的土地成交、供应、流拍、溢价数据等等。                 | 每月15日        |
|    | 土地年报        | 总结年度全国及重点城市土地市场，对供应、成交、价格、结构等数据进行的全面盘点和深入研究。   | 1月           |
| 企业 | 企业研究简报      | 建立在对15家标杆企业24小时监测的基础上，从土地储备、企业推案、销售业绩以及包括营销表现、人事变动等在内的企业动态，第一时间反馈刚刚过去的一个月中标杆企业的最新动向。 | 每月15日        |
|    | 上市房企业绩评析    | 对单家A股上市房企财务报告进行专业点评分析。   | 三-四月<br>七-八月 |
|    | 企业研究年报      | 汇总整个年度房地产企业发展，从企业销售、拿地、布局、战略等多角度深入盘点，并对主流的开发企业进行重点分析。                                | 1月           |
|    | 企业销售TOP100榜 | 每季度对全国TOP100企业销售业绩排行，并对行业格局、企业业绩、重点企业等进行深入分析。  | 每季度首月上旬      |
| 营销 | 营销动态        | 内容包括项目和企业盘点、30家重点企业营销动态、营销案例点评等。   | 每周一          |
|    | 营销创新案例      | 选择当月1-2个创新的营销项目案例进行深度剖析。   | 每月5日         |
|    | 产品创新案例      | 每月选取1-2个产品创新项目进行深度剖析。  | 每月5日         |





# 研究札記



联系地址：上海市静安区广延路383号秋实楼10楼  
联系电话：021-60867863  
传真号码：021-60867392  
E-mail: [research2@cric.com](mailto:research2@cric.com)