

把脉、洞察  
借鉴、提升

# 研究札記

第5期

 CRIC 研究中心

## 关于CRIC研究中心

克而瑞·研究中心，是易居中国旗下克而瑞信息集团的专业研发部门。组建十年以来，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，我们已经连续五年成功发布中国房地产企业销售TOP50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。



此处为封面折页的裁剪线

## 新型城镇化是“人”的城镇化

有这么个小故事，说有两只狼来到碧草幽幽的大草原，放眼望去，广袤无际，可是没发现一只羊，此时，一只狼嚎响大哭，而另一只则放声大笑，欢快地四处奔跑。这只哭狼非常不解，沮丧地耷拉着脑袋问那只笑狼：“连一只羊都没有，有啥高兴的？”笑狼说：“有这么好的草原，还怕没有羊？有草就有羊！”

好一个“有草就有羊”，引申到房地产领域，又何尝不是如此——有人就有住房需求！

经过30多年改革开放，国民经济飞速发展。据数据显示，2012年中国城镇化水平已经达到52.57%，全国家庭住房完全自有率为84.7%，人均住房面积为36m<sup>2</sup>。第六次(2010年)人口普查数据显示全国积累存量住房179亿平方米，约2.2亿套，达到户均住房1.02套。另一方面，中国人口自然增长率逐年下降，14岁以下孩子比重锐减，少子化和老龄化趋势已不可逆转。这样的事实似乎都在说：房地产市场的供求关系正在发生根本性逆转。事实真是如此吗？

城镇化进程我们有目共睹，甚至深度参与其中，然很多人的切身感受却与数据结论大相径庭。无论是过去十年的拓荒开发还是城市更新，很大程度上是为了“城镇化”而城镇化，忘却了自身的工具性而把城镇化当成了目的本身，忽视“人”的存在，忘记了城镇化是为了让生活其中的人生活质量更高、活的更有尊严，以至于出现了大量不合时宜的“鬼城”。野蛮式开发、粗放式发展所带来的问题日益凸显，自然环境极度恶化、社会贫富差距扩大、利益寻租横行、道德底线沦丧……人，无论在生理还是心理上都没有了安全感。

新十年，新型城镇化将是一次发展方式的“革命”，核心是“人”的城镇化，着力提高城镇化质量。调整产业结构、创造就业机会、减少城市准入阻碍、提高居民收入、改善民生缩小贫富差距等，还原“人”在城镇化进程中的“主人”地位。

有人就有住房需求。新型城镇化进程依然会有拓荒开发、依然会有城市更新，更有大量新居民落脚城市，人们追求更好生活的原始欲望不会磨灭。需求依然存在，只是存在形式不同以往，房地产企业必须从根本上做出改变，及时调整战略。

迎接新十年，企业做好准备了吗？您是哪一只狼？



过去十年是我国房地产发展黄金十年，全国商品房销售面积从2001年2.24亿平米一路增长到2012年11.3亿平米，在我们看来，房地产业飞速发展的根本动力正是城镇化。在新十年中央赋予城镇化全新内涵的背景下，房地产行业或将迎来更为巨大机会。但值得注意的是，2012年以来部分三四线城市过激发展，也引发了“鬼城”现象……

## 07 微言堂

啸看楼市  
精彩晨会  
图说楼市

## 15 市场脉动

市场：一季度行情向好，国五条影响或持续6个月  
土地：一季度土地市场热度延续，实力房企为拿地主角  
企业：2012年度十大典型企业年报解读

### PART1 城镇化将成为楼市发展的重要推手

在新十年中央赋予城镇化全新内涵的背景下，房地产业究竟会发生何种变化？我们将尝试构建市场容量和城镇化间的函数关系，以此推演十年后全国市场容量。

**新型城镇化：未来房地产市场容量增长的重要推手**

**新城镇化下，二线城市将是购房落户最大受益者**

### PART2 新型城镇化下的“鬼城”之鉴

在我们看来，当前被指为“鬼城”的城市中有的确有其实，有的则纯属误读，判断一个城市房地产市场的发展潜力，必须结合其经济水平、产业发展、人口规模等各方面因素一同考虑。

**“鬼城”形成的三大因素剖析**

**全国真假“鬼城”巡礼**

贵阳：省会城市积聚全省人口资源，房地产市场需求源源不断

常州：城市经济发展前景良好，房地产市场正处于起步期

连云港：市场阶段性风险突出，未来发展或有望化解鬼城尴尬

鄂尔多斯：凭资源产业实现暴富，房地产需求稳定性严重缺乏

鹤壁：经济落后的人口输出型城市，房地产投资盲目扩张

三亚：旅游地产市场发展空间有限，房价偏离本地刚需购买力

合生创展：持续发展还需三方面优化

富力地产：发展节奏失准，商业助其走出低谷

事实与观点

研究预告

关于研究中心

---

出品单位： CRIC研究中心

总 编： 丁祖昱 张 燕

主 编： 陈啸天

执行主编： 孟 音 杨 婕

责任编辑： 杨 燕 杨科伟

撰 稿： 林 波 崔宁宁 崔 琳 李仙德  
杨晨青 朱一鸣 马 祺 孙 田  
杨晶晶 杨小贝 邱 实 李 莹  
潘绍之 马千里 黄健华 许一星  
范宏华

设计总监： 何 玮

媒体支持： 新浪乐居 中房网 地产人网

官方网站： [yanjiu.cric.com](http://yanjiu.cric.com)

新浪微博： @CRIC研究

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

联系电话： 021-60867863



扫一扫加入研究微信帮，  
你也是房地产行业的百事通！

#### 版权声明

本刊物内容为克而瑞（中国）信息集团所有，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

## 啸看楼市


### 进化论：驱动模式的升级与行业加速融合

**房**地产业从来就没有稳定过，以本轮调控为例，始自2011年1月26号，新国八条的出台叠加当年7月12号和11月6号的两轮行政强压，导致市场16个月的下行。而自2012年5月开始由于经济层面的压力，保增长目标导致房地产年行业再度得到宽松的环境，至今已经十个月的上行。大起大落是为行业基本特征，国际金融环境，国内经济环境，地方财政结构，民生居住压力等等无一时刻影响行业走向。

尽管行业从来都是风风雨雨难得平静，但在国家承前启后的重要时间节点上，我们还是欣喜的看到了作为行业发展细胞的房地产企业尤其是龙头房企在诸多方面都得到了进化，这其中行业集中度的不断提升是为证明，而通过我们的观察，我们也深刻的感受到了房地产业发展的驱动模式从最早的资源型驱动（依赖低价获取土地创造价值），发展到此前的技术型驱动（通过专业整合、产品创新等创造价值），再提升到今天的普遍性的管理型驱动模式（通过提升品牌美誉度和加快周转创造价值），在行业抱怨行政管控过严、抱怨国进民退过甚的今天，行业自我的市场发展规律仍旧在前行，这就是行业非常可喜的进化！但同时我们也需客观承认非民营的力量在这方面也有相当的积极意义，除了民企中的世茂地产积极战略应对不断产品创新、融创中国纵横捭阖收购合作并举、富力结构调整后再度崛起、华夏幸福和宏立城的模式创新等等是为标杆之外，我们也需要学习国企如中海地产的利润控制水平、保利地产的战略决策能力、越秀地产的后发制人策略，行业因多元而精彩纷呈！

2013年一季度房企的数据再度飘红，有很重要的政策宽松因素，也有很重要的城镇化利好因素，同时也有很重要的置业需求庞大等因素，但不可忽视的是中国房企经历过2008年和2011年之后，在经营的心态上更趋稳健和经营手法上更趋成熟，融合互动是主流。在我去过的这么多企业中万科告诉我学习保利、保利说要学习中海、中海说绿地很猛、绿地则看着恒大，佳兆业希望能够去龙湖、融创交流，蓝光地产对新城控股、建业地产很感兴趣，路劲地产要向旭辉学习等等，这是比单企业发力而更加积极的行业融合的信号！

多事之秋，自救者天救之！不仅仅对行业，对单个企业也是如此！



## 精彩晨会

## FOCUS 1 政策平稳基调下2013年延续复苏

2月份，受春节传统淡季影响，重点城市成交量较1月份出现了较大幅度下滑，但从购房需求层面来看，国六条出台之前，各城市市场环境其实依然是比较乐观的。从各大城市新开盘项目定价来看，降价楼盘进一步减少，选择与前期推案价持平或略高的水平入市正越来越普遍。面对加强的宏观调控政策，未来楼市将走向何方？

**@周忻：** 网传北京出台的国五条细则，不知靠不靠谱！如果是真的，说明政策细则温和了许多，最关键的是保护了只有一套房的业主，继续鼓励首次置业、继续支持首次改善，把调控的重点还是放在了调控投机和投资上。市场应该会回到常态，各方都可以接受！

今年整体市场先扬后抑，前几个月会延续12年末的火爆行情继续量价齐升，5、6月份极有可能会收紧政策，加上之前需求的大量消化，房价上升后导致的购买力下降以及供应量的增加，下半年日子相对难过，而且全国城市分化情况会进一步加剧，企业今年一定要抓住上半年的窗口！

**@丁祖昱：**

**@陈啸天：** 2013楼市预测：一，2013年不会是一厢情愿的上行通道，继续抑扬震荡向上，企业仍只能做波段抓窗口；二，商品房成交量有望达到12亿平方米，均价继续攀升10%以上；三，限购不会退出，房产税试点扩大；四，投资额增速回归到25%以上。

如果我们从2013年整个上半年的行业基本面来看：供应方面，由于自2010年四季度至2012年，房地产开发投资和新开工增速持续下跌，按照房地产项目的建设周期推算，2013年上半年市场新增供应将进入阶段性低谷；而需求方面，考虑到短期内、至少3月份全国两会前后整个行业政策面将维持当前的平稳格局，因此预计市场需求继续温和释放应是大概率事件。由此，在供求两端阶段性矛盾已经初步形成的前提下，局部市场将陆续出现利于卖方市场的局面，房价将在2012年底基础上进一步回升。

**@CRIC崔宁宁：**

## FOCUS 2 也谈“盘点十年房价”

2月24日独立经济学家、现任中企资本主席的杜猛发表一篇“盘点十年房价”的微博，引起了市场的广泛讨论，杜猛在文中指出全国房价十年上涨143%，一线城市的广州、北京、上海，十年来房价的涨幅分别为261%、365%和500%。言语一出，一时激起千层浪，引发了市场对未来房价走势的激烈讨论。

@CRIC林波：

一直以来，统计局公布的数据与居民的切身感受有较大的差异。杜猛的数据一时被大量转发也正是由于他的数据，更贴近普通百姓的客观感受。查阅数据，发现杜猛在计算时，统计口径并不一致，其2003年的数据源于国家统计局，而2012年的数据则来自各城市交易中心。一般而言，交易中心的数据会高于国家统计局，从这个角度来说，杜猛的增长结果被人为的抬升了。

我们选取全国15个重点城市，按照国家统计局的数据进行计算，我们发现统一口径后的数据结果与杜猛有明显的差异。以上海为例，2003年上海商品房销售均价为5118元/平，以此为基准至2012年，上海房价10年间，上涨幅度为174.71%。同样广州、北京、深圳的数据都出现了较大幅度的修正，最后的结果分别为212.58%、259.35%、213.09%，对比原有数据均有大幅的下降。

@CRIC马祺：

@CRIC许一星：

此次杜猛的微博走红，正反应了市场对未来房价关注度的升温，在一个货币超发，物价上涨的时代，政府调控，能否保证房价不会越“调”越“高”，过去10年的“空调”又会否重演，正是市场各方所密切关注的。在市场回暖，预期改变，恐慌性购房再次来袭的情况下，杜从历史中寻求所谓的答案，必然夺人眼球。

个人认为，统计局数字与居民感受的差异大部分是由10年来成交结构变化而导致的结果。10年来随着城市人口的不断增长，城市的规模也在不断的扩张，其成交结构也发生了天翻地覆的变化，成交结构中近几年郊区成交量逐渐超越市中心成交量，导致成交价格与百姓心中的“市中心”房价产生了巨大的鸿沟。但仅从技术及研究而言，统计局的数据并未失真。

@CRIC李莹：

### FOCUS 3 二手房“20%个税”引发短期成交热潮

3月1日，国务院发文提高二套房首付比例，对出售自有住房按规定应征收的个人所得税，通过税收征管、房屋登记等历史信息能核实房屋原值的，应依法严格按转让所得的20%计征。新政自出台之日起即受到外界普遍关注，其受关注程度甚至超过了限购和限贷的再度加强，从市场反映来看，国五条出台后的一周，各地房产交易中心被赶来过户的购房者挤满的新闻频繁被媒体报道。

@丁祖昱：

从广东发布国五条细则基本可以判断接下去的地方细则都不会提及20%所得税，原因也很简单国税总局认为06年发布的政策已经很清楚了，没必要再次重新发布，因此现在关于这条政策的执行压力已经转到地方政府！当时规定唯一住房且超过5年免征所得税，另外所得税可以抵扣贷款利息，装修费用，交易税费等，所以20%所得税远没有想像中那么可怕！

近期“个税20%”确实在二手房市场上激起了非常强烈的反响，从购房者的角度出发，由于缴税成本的增加而加急办理过户是完全可以理解的。客观上讲，本次交易个税的调整，单从财税政策的角度看，相比过去调整营业税缴税年限之类的措施，对二手房市场的打压力度确实更大，至少在短期之内，二手房市场成交活跃度必然将因此大幅降低，但从长期来看，我们对这条政策的效力仍持保留态度。

@杨晨青：

@CRIC马千里：

“个税按买卖差额20%征收”在未来具体落实过程中仍有相当大的执行难度，有相当一部分二线城市和绝大多数三四线城市，无法直接获知交易房屋上一次交易的价格，而如果要每一套房屋在若干年前的售价做评估，其操作难度将异常巨大，因此，这一当前被外界广泛热议的新政，未来在二三线城市执行效果不会太理性。

“国五条”细则从颁布至今已有10余天，其中对出售二手房将计征“20%个税”的规定迅速搅热了各地的二手房市场。但实际上，这一新规并非在东莞第一次出现。从2007年至今，“20%个税”政策已在东莞实施了5年有余。

@CRIC杨晶晶：

## FOCUS 4 2013房企战略主基调：理性运作，勤练内功

3月18日，中海地产、招商地产举行业绩发布会，并对2013年销售、投资和内部调整进行了陈述。而之前已有包括恒大地产、绿地集团、富力地产等多家企业亦根据今年形势做了全面的计划和调整。“稳健”仍是当前大多数企业制定战略的主基调。

@周忻：

调控是常态，随着中国经济的发展、百姓收入的提高以及土地市场的现状，我们的供求关系一定会让调控继续持续，如果企业把大量的时间都花在对调控的应付上，那不是做房地产，做过家家。企业应该把自己的战略跟十八大后新一轮的经济发展挂钩，去跟城镇化发展挂钩，虽然城镇化不代表房地产，但是房地产业在城镇化发展过程当中，一定有它的一席之地。所以我认为中国的房地产500强企业在未来发展过程当中，或者从现在开始应该把眼光放得远一点，关注这轮经济的发展，关注城镇化的发展，关注的企业未来五到十年的战略，而不是所谓的国五条的调控。

2013年，房企销售目标较去年业绩增幅普遍在10%—15%之间，其中恒大地产和中海地产由于业绩基数较大，增幅较其他企业略低。而即使拥有足够的可售货量的企业，在销售目标上的设定也相对合理，例如融创中国拥有700—750亿元目标则为450亿元，而佳兆业亦有400亿元的可售项目目标为220亿元。大多数企业全年战略仍以稳健为主，企业到了一定层面，再追求快速扩张可能会有危机存在，这个时候利润提升，品牌提升，企业内部能力提升更为关键。

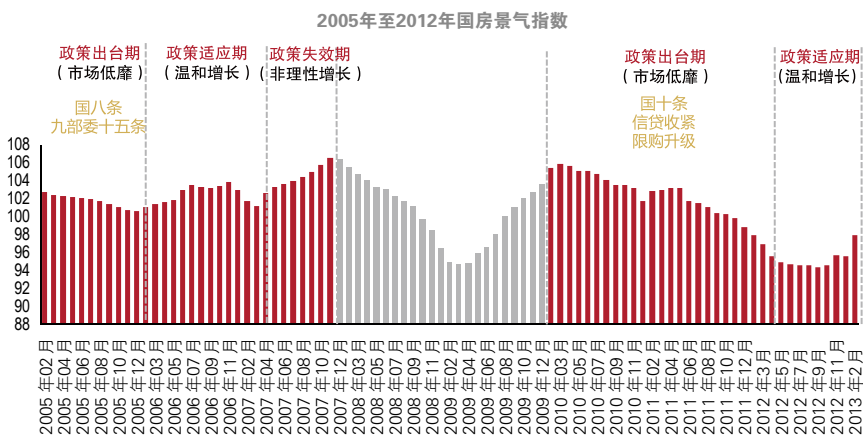
@CRIC沈晓玲：

CRIC朱一鸣：

在房地产市场走入调整期，大型房企开始注重自身的长远发展，内功的提升成为今年企业关注的重点。一方面，各大企业为了获得更加的稳定现金流，加大商业地产持有比例成为企业年内甚至未来2—3年的目标。另一方面，房地产企业投资也变得更加谨慎，在超大型企业如恒大地产、中海地产等企业进行薄弱区域填充土地储备的同时，大中型企业则开始放弃对三四线城市的狂热，重回一二线城市，以追求在全新的竞争环境下获得更加稳健的发展。

## 图说楼市

## NO1 及时的调控能够避免市场量价再度非理性增长



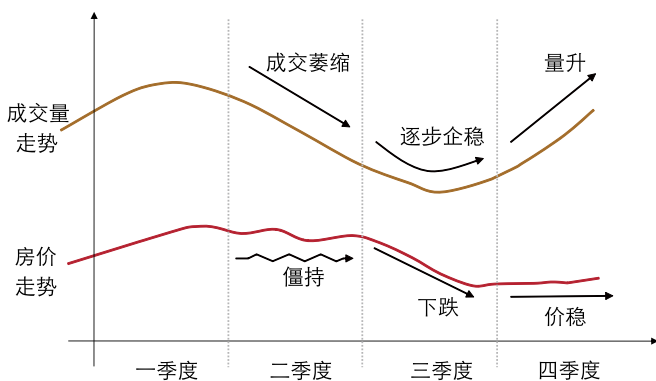
## 点评：

3月1日晚，国务院办公厅下发《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，“国五条”细则正式出台。纵观本次国五条新政，与2012年延续一整年的喊话调控已有根本性转变，在我们看来，这应当算作是本轮房地产调控自2010年开始、2011年升级之后的又一次政策加码，从所涉及内容上看，国五条核心内容依然是在限购和限贷两方面作文章，但在这两大核心政策的执行力度上，本次新政都有所加强。

2013年初整个房地产行业的处境恰似2007年初，同样是前期调控政策影响逐渐淡去，市场持续回升，房价初拾涨势，而2007年初由于没有后续政策跟进，导致市场经历了一段时间的非理性增长，站在这个角度看本次调控，其时间点的选择正好避免这样的非理性增长再度发生。

## NO2 二三季度将进入调整周期，四季度企业或迎来机遇

2013年中国楼市走势预测示意图



数据来源：CRIC研究中心

### 点评：

随着3月1日“国五条细则”的出台，今年年初市场的乐观局面已被打破，预计之后市场将迅速进入调整期；但另一方面，本次国五条从细则来看，其政策核心内容无论是限购范围扩大、二套房贷收紧还是二手房个税调整，都是针对已有政策的加强，而并非另辟蹊径的新政，因此对市场的实际影响力不会超过2011年既限增量又限存量的限购政策出台，结合2012年10月以来持续释放的购房需求来看，预计本轮市场调整周期大约将在6个月左右。

二季度房价将呈现僵持，市场成交量将萎缩；随着成交转入低迷，三季度预计房价将转向下行，并促使成交量企稳，此时市场供求双方将逐渐形成新的平衡，四季度对企业而言或许是新一轮机遇。



**市场脉动**

## 一季度行情向好 国五条影响或持续6个月

**WORLD** 2013年一季度，市场在国五条的政策末班车效应带动下再次冲刺成交高位，前3个月市场交易量持续攀升，延续去年底以来的回升态势，创下了2008年以来一季度最好行情。中小户型仍是成交主力，具备稀缺资源属性的高端豪宅依然受到市场青睐。

2013年一季度，由于“国五条”新政的影响，市场变得有些“风声鹤唳”，然而就在这地方调控细则出台前的“真空期”，几乎各地都在上演最后的疯狂。原本就在延续去年底以来回升态势的楼市，反而在这政策末班车效应的带动下再次冲向了成交高位。不过可以肯定的是，随着地方版调控细则的最终出台，市场将迅速进入调整期，我们预计本轮市场调整周期大约将在6个月左右。

### 政策：新“国五条”落地，调控再度加码

2月20日，时任国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署继续做好房地产市场调控工作，提出了新“国五条”。3月1日晚，国务院办公厅下发《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，“国五条”细则正式出台。3月25日，广东省人民政府发布了首个地方版调控细则，预计3月底各个地方细则也将陆续出台。

纵观本次国五条新政，与2012年延续一整年的喊话调控已有根本性转变，在我们看来，这应当算是本轮房地产调控自2010年开始、2011年升级之后的又一次政策加码。从所涉及内容上看，国五条核心内容依然是在限购和限贷两方面作文章，但在这两大核心政策的执行力度上，本次新政都有所加强。

**首先，区域限购将被叫停，限购城市或再度扩容。**“限购区域应覆盖城市全部行政区域”，2011年，在中央要求下，全国直辖市、省会、

计划单列市均出台楼市限购政策，但从覆盖面上看，相当一部分城市执行的是局部限购，如青岛限购只在市内六区，沈阳限购只在二环内，贵阳限购只在一环内等，从上述城市近两年以来的市场走势来看，未限购区域受调控影响明显较轻，甚至个别城市个别区域市场出现了比之前更为快速的扩张，典型例子如青岛，外部五市当前的市场交易量占全市比例已从限购前的不足30%扩张到50%以上，因此，从这个角度看，本次新政要求限购覆盖城市全境，其力度将明显增强。另外，本次新政再度提到限购扩容，“其他城市出现房价过快上涨情况的，省级人民政府应要求其及时采取限购等措施”，其实早在2011年四季度，在温家宝总理讲话中就有过类似的要求，只是当时仅有极个别三四线城市跟进，而时隔一年多之后再度被提及，结合当前市场再度出现过热征兆的现实，恐怕这次扩容将会被真正落实。

**其次，二套房贷政策继续收紧，信贷杠杆将进一步缩小。**“对房价上涨过快的城市，人民银行当地分支机构可根据城市人民政府新建商品住房价格控制目标和政策要求，进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率”，事实上，自今年年初以来，关于二套房贷首付比例和贷款利率提升的消息就已广为流传，在2月份的国务院会议中关于信贷政策调整的提法也曾出现，直到本次新政，应该说二套房贷款继续收紧已是板上钉钉。对于当前已经高达六成首付的二套房市场来说，再度提升门槛无疑将对改善型购房需求形成更加巨大的抑制作用。

**另外，本次新政中关于二手房交易个税严格按转让所得20%征收的提法受到外界普遍关注。**事实上，新政出台后第一个周末各地房产交易中心都出现了人满为患的现象，赶来加急过户的购房者络绎不绝，从中我们可以明显体会到这一新政对二手房市场的巨大影响，在我们看来，二手房卖方新增交易成本固然可以转嫁给购房者，但由于调控之后市场大环境势必大不如前，因此因税费而涨价之后的二手房源恐怕更加无人问津，以此来看，二手房市场热度在本次新政后将快速降温。

## 市场量价：前3月市场交易量延续攀升，新政效力释放前房价继续上涨

今年前三个月，市场基本可以分为两个阶段。

**第一个阶段是1-2月份，尽管这段时间处于春节的传统淡季，但重点城市市场其实仍然是在延续去年底以来的温和回升趋势。**从供求比的角度来看，今年前2月重点城市几乎均出现了严重的供不应求局面，而且供求矛盾在持续升级，尤其是一线城市，自2012年10月以来，几乎一直处于供不应求的状态，这或许与春节期间供应几乎“停滞”有关，但从成交量来看，时逢春节的2月份，多数城市成交量同比依然是上涨的，平均涨幅超过了四成。另一方面，即便是与历年同期相比，多数城市2月份的成交量也要好于往年春节，南京、武汉、重庆等地更是创下了08年以来的历史同期新高。

**第二阶段则是3月份，在“国五条”新政的影响下，多地都出现了赶政策末班车的现象，市场出现一波激增的行情。**在二手房市场，事实上，在细则出来后的几周内，各地房产交易中心就已经“人满为患”，排队过户的人络绎不绝；而在一手房方面，由于二套房首付和贷款利率的提高几乎已经板上钉钉，因此赶末班车的效应也有所显现。北京3月份单月的成交量超过了190万方，再次创下了2010年以来的新高，南京、杭州等地也是接近新高，且多数城市3月份的成交量接近一季度总成交量的一半。

重点城市2013年一季度商品住宅成交量情况（单位：万平方米）

城市	2008Q1	2009Q1	2010Q1	2011Q1	2012Q1	2013Q1
北京	199.59	316.61	304.43	222.50	148.77	398.78
上海	220.28	281.17	177.02	161.37	140.52	255.57
广州	48.68	259.17	190.52	218.12	180.15	332.00
深圳	65.61	168.56	70.46	73.23	61.28	115.32
南京	119.06	196.06	120.21	149.63	118.49	219.65
杭州	44.67	78.23	35.52	119.02	98.88	188.13
天津	117.21	209.17	211.91	256.39	125.96	247.81
武汉	97.02	184.74	191.64	193.68	160.52	308.25
成都	163.78	440.67	385.06	604.70	410.94	360.31
重庆	196.03	429.05	434.57	352.32	474.54	608.99

数据来源：CRIC

从前三个月的总成交量来看，北京、广州、杭州、南京、武汉和重庆等地均取得了08年以来的最高水平，上海、天津等城市也与历史最高水平相差无几，事实上今年一季度的市场行情比往年都要好。

房价方面，一季度重点城市的成交均价也都有不同程度的上涨，其中尤以北京和广州涨幅靠前。在我们看来，一季度重点城市房价依然上涨的原因主要在于：一方面是由于2012年以来持续回升的市场走势已经让房企摒弃了“以价换量”的战略选择，开发商无需再降价甚至是略有提价均不会对其销售产生较大的影响；而另一方面，前期大幅度的降价跑量已经让房企的利润产生影响，现阶段随着楼市的回升更多的是需要弥补利润的损失。

## 成交结构：中小户型仍是成交主力，部分城市中大户型占比有所提升

在成交结构方面，中小户型依旧是各重点城市的成交主力，以一房及二房为主的户型在市场的成交占比基本都在六成以上，说明重点城市的市场需求依然是由刚需支撑着。但同时我们也注意到，改善和投资的需求依然不可小觑，如上海三房以上的户型约占了三分之一，这主要是由于一季度瑞虹新城、中海紫御豪庭及长风8号等改善性户型的热销所致。此外，上海复式及别墅的成交占比达到了9%，是重点城市中比例最高的一个。事实上，回顾2012年市场回暖的轨迹，不难发现，上半年先是由刚需带动市场快速回升，而下半年尤其是四季度改善性和投资性购房比例开始上升，因此今年一季度事实上依然是去年底市场走势的延续。

重点城市2013年一季度商品住宅各房型成交占比

房型	北京	上海	广州	深圳	杭州	武汉	成都
一房	20%	9%	16%	23%	12%	7%	8%
二房	40%	48%	23%	42%	49%	52%	53%
三房	29%	28%	46%	23%	27%	35%	33%
四房及以上	4%	6%	12%	6%	8%	4%	4%
复式及别墅	7%	9%	3%	6%	4%	2%	2%

数据来源：CRIC

## 产品：稀缺资源属性的高端豪宅依然受青睐

纵观2012年以来的市场企稳回升形势，刚需、改善、投资以依次复苏的形式推动市场量价上行，这也正是一轮完整的行业回升周期。当前，**市场其实正处于刚需高潮逐渐淡去、改善需求开始集中释放的时间点上。**

一季度，在新一轮政策正式实施之前，高端豪宅市场总体销售情况转好的趋势依然在延续，从几大重点城市监测的数据看，以中海、招商、融创为代表的品牌开发商在全国各地的高端豪宅项目仍不乏热销的情况，如上海的中海紫御豪庭一季度热销157套，收金约17亿元，而远洋地产的远洋万和公馆项目在北京也实现了约12亿元的销售收入。**纵观这些热销项目，基本都有一个共同的特点，那就是拥有无可替代的资源稀缺性，如上海的四季雅苑位于世纪公园，而北京的金茂府和远洋万和公馆均在望京CBD。可见，由品牌开发企业开发、占据城市核心地段，真正意义上的顶级豪宅，仍然受到市场的追捧。**

2013年一季度重点城市高端豪宅热销情况（元/m<sup>2</sup>）

城市	开发商	项目	区域	成交套数	成交均价	套均总价（万元）
上海	中海地产	中海紫御豪庭	普陀	157	41094	1063
	万科集团	万科五玠坊项目	浦东	49	38006	1052
	新鸿基地产	四季雅苑	浦东	26	62646	1126
	嘉华国际	嘉御庭	徐汇	37	80614	1304
	星河湾	上海星河湾花园	闵行	24	35102	1086
北京	远洋地产	远洋万和公馆	朝阳区	92	53473	1269
	方兴、融创	望京·金茂府	朝阳区	72	44876	1231
	融创	西山壹号院	海淀区	72	46896	1369
	万科、五矿	五矿万科如园	海淀区	49	41741	1156
	招商地产	公园1872	朝阳区	38	47454	1118
广州	中国海外发展	中海云麓公馆	白云区	72	38520	1060
深圳	招商地产	招商伍兹公寓	南山区	31	58911	1041
杭州	绿城&滨江	武林壹号	拱墅区	28	69984	1735

数据来源：CRIC

## 未来走势—新政影响周期或将延续6个月

由于受“国五条”新政的影响，今年年初市场的乐观局面已被打破，预计之后市场将迅速进入调整期；但另一方面，本次国五条从细则来看，其政策核心内容无论是限购范围扩大、二套房贷收紧还是二手房个税调整，都是针对已有政策的加强，而非另辟蹊径的新政，因此对市场的实际影响力不会超过2011年既限增量又限存量的限购政策出台，结合2012年10月以来持续释放的购房需求来看，预计本轮市场调整周期大约将在6个月左右。

**从市场交易量来看**，虽然有关于限购、二套房贷的加码还需要之后相关细则的进一步跟进，但中央层面对当前房地产市场表现的担忧以及延续调控的决心已经明朗化，这将改变整个市场对于2013年的原有判断，调控的延续有可能使相当一部分购房者重拾房价回调的预期，观望情绪可能由此再度出现，市场活跃度将明显下降。另外，二套房贷的继续收紧将对改善型需求入市形成严重阻碍，预计各城市交易量在短期之内即将呈现萎缩。

**从房价角度来看**，去年下半年开始出现各重点城市的房价回涨趋势将逐渐放缓，事实上自今年年初以来，在市场量价持续回升的情况下，据我们了解相当一部分企业都处于对新一轮政策调控的忧虑之中，而本次新政正式落实之后，相信开发商层面对于未来行业走势将重新进行估量，虽然即刻降价跑量不会成为大多数选择，但未来几个月内房价总体回稳将是大概率事件。

**从产品角度来看**，限购加强和信贷收紧将对高档项目销售形成严重阻碍，事实上，由于自2011年下半年起，开发商层面即开始有意识地放缓中高档项目的入市节奏，而主要依靠中低档刚需类产品来支撑业绩增长，时至今年，其实企业手上的刚需类产品普遍已经捉襟见肘，而前期积压下来的高档产品正愈发“烫手”，在我们看来，经过本次调控的再度加码，恐怕有相当一部分企业将被迫在高档房市场上打价格战。

## 土地行情热度不减 实力房企唱主角

WORLD 2012年土地市场的火热收尾，2013年一季度土地市场供需同比仍呈上涨态势，房企拿地分化明显，资金实力较强的房企仍是拿地主角。

2012年土地市场整体呈先抑后扬走势，以火热成交收尾，2013年开年以来，土地市场的热度仍比较高，土地成交供应量与去年同期相比处于高位。根据CRIC监测，截止3月末，全国30重点城市经营性用地成交量同比提升了37%。

房企在一季度的拿地热情也相对高涨，典型企业拿地量同比大幅增长，尤其是国资背景或资金实力较强的几家企业在拿地方面较为积极。但值得关注的是，企业的拿地步伐在3月出现放缓苗头，新的拿地高峰可能会出现在今年下半年。

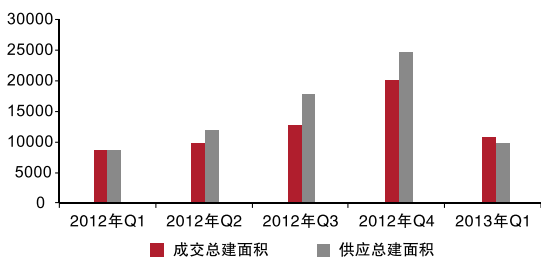
### 一季度土地供需同比增长明显

我们对全国30重点城市今年以来的土地成交供应数据进行分析，截止3月31日，土地成交总建面共计11820万平方米，环比下降

41%，同比提升37%，土地供应总建面为10530万平方米，环比下降57%，同比上涨21%。

总体来看，今年一季度土地市场热度依然较高，成交供应量与去年同期相比均为增长态势，尤其是土地成

图1：2012年1季度-2013年1季度重点城市土地成交供应走势

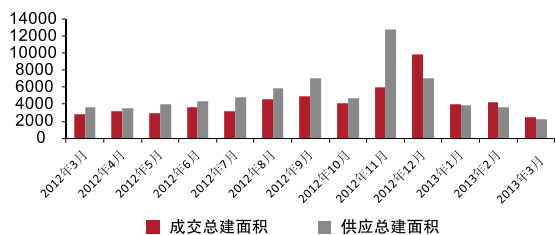


数据来源：CRIC

成交量同比提升近四成。虽然一季度的成交量不及去年四季度，但实属正常。按照以往的供地规律，下半年多为地方政府集中供地的时期，因而今年一季度成交、供应总体较去年四季度走低，随着开年来供应量的环比大幅下降，成交量也因而出现明显回落（图1）。

具体分析单月走势，全国30重点城市自今年1月以来，每月的土地供应量逐月递减，成交量在2月出现小幅抬升后再度下滑。今年3月，土地供需量继1月之后再度下滑，我们认为一方面是这

图2：2012年3月-2013年3月重点城市土地成交供应走势

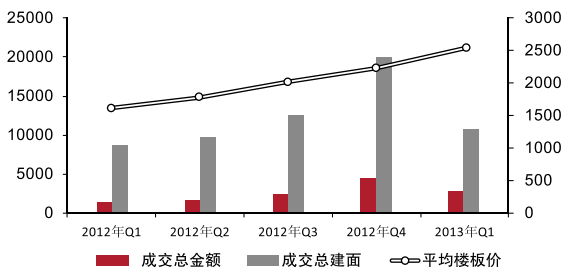


数据来源：CRIC

时期多为供地淡季，因而整体供应量保持在较低水平，再者3月初国五条的出台或多或少对地方政府的供地计划造成影响，只有少数城市如沈阳、青岛、上海等地还保持较为稳定的土地出让量，多地大幅缩减土地供应，从而使成交量也表现出下降的态势（图2）。

从重点城市的土地成交价格来看，今年一季度，土地成交总金额远远高于去年同期，而且与去年第三季度相比也更高一些。值得关注

图3：2012年1季度-2013年1季度重点城市土地价格走势



数据来源：CRIC

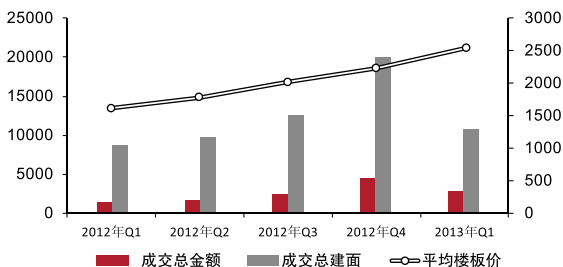
的是，30重点城市土地成交均价从去年一季度开始一路飙升，达去年以来最高值，为2428元/平方米。事实上，地价从去年9月开始就大幅上涨，经历了一轮较为严格的调控，土地价格反而探底回升，未来楼市房价上涨压力仍然较大（图3）。

## 15家典型企业一季度拿地量同比上涨81%

2013年开年来，房企拿地分化更为鲜明。万科、保利等实力派企业的身影频频出现在土地市场上，万科从去年6、7月开始就大规模补充土储，每月的新增土地量基本在200万方以上，连续几个月是15家典型房企中单月拿地量最高的。另外，绿地、保利等国资背景房企的拿地规模也相对较大。对比之下，远洋、绿城等企业的拿地量则较为匮乏，远洋地产连续14个月一直没有新增土储，直至今年3月才补充了2幅商住用地。

另外，根据CRIC监测，截止3月末，15家典型企业拿地量共计1966.38万平方米，环比下降54%，同比上涨81%，企业拿地金额为745.61亿元，环比下降45%，同比提升267%，拿地平均成本为3792元/平方米，环比增长20%，同比上涨102%。从典型企业拿地成交情况来看，走势与土地市场较为类似，主要表现为2013年一季度房企拿地量较去年同期相比显著增长，而且平均拿地成本也同环比大增（图4）。

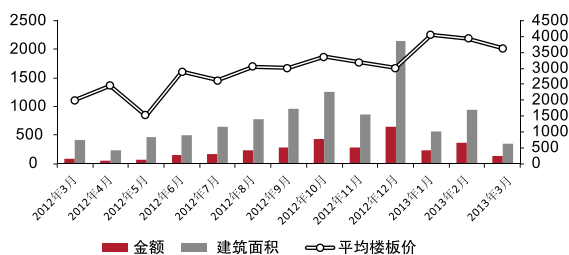
图4：2012年一季度-2013年一季度典型企业拿地情况



数据来源：CRIC

值得关注的是，今年3月，典型房企拿地量有大幅收缩态势，截止3月末，房企拿地总建面共计460.57万平方米，环比下降51%，同比上涨9%。在新增土储建面方面，保利、金地两家企业拿地比较积极，其中保利拿地规模超百万方，金地拿地规模近80万方。而前几月一向猛拿地的万科就此收手，仅新增了一幅地块，另外，远洋、恒大等前期拿地规模较小的企业本月补充了少量土储。（图5）。

图5：2012年3月-2013年3月典型企业拿地情况



数据来源：CRIC

本月典型企业拿地总量环比大幅回落、同比增长幅度有限，我们认为一方面是经过去年年底的土储集中补充期，各大房企的土地储备量基本较充足，因而拿地需求有所下降，另一方面，当前各地相关国五条细则还未落地，房企对此持观望态度，拿地策略也更为谨慎，预计未来在宏观调控长期伴随的情况下，典型企业拿地将以理性为主基调。



## 2012年度 十大典型企业年报解读

WIFI ► 2012年典型企业销售业绩抢眼，均超额完成全年销售目标；典型企业加大一、二线城市土地储备力度。典型企业利润率仍然偏低，但预计未来进一步下降的空间不大；净负债率进一步下降，企业资金安全不存在太大问题。

### 销售状况：业绩全线飘红，万科、恒大领跑

2012年房地产市场从4月份开始明显回暖，年末全国楼市更是出现翘尾行情，各大企业销售业绩全线飘红。十大典型房企总销售额达到7008亿元，其中“万保中恒”的销售额合计达到4246亿元，占十大典型房企销售总额的六成以上。销售金额超千亿的企业由原先一枝独秀的万科，增加了保利及绿地两家，“千亿军团”扩充至三家。

相比前年，2012年十大典型房企销售金额均呈上涨态势，平均涨幅达34%，其中涨幅最高的为融创中国为78%，而龙湖地产销售表现略显平稳，涨幅仅为5%。

销售目标完成度方面，十大典型房企平均完成率达122%，仅万科地产一家未完成年度目标，而融创中国凭借356亿元的销售业绩完成年度220亿元销售目标的178%，成为销售目标完成度最高企业。保利、中海、绿城、世茂、融创和华润五家企业更早在10月份便完成全年销售任务。据统计，2012年整个房地产行业，完成全年销售目标的大型房企占八成以上。

受此影响，十大典型企业也纷纷上调了2013年度销售目标，平均上调幅度近40%，其中融创中国2013年销售金额目标翻倍，达到450亿元，对未来市场极为乐观（表1）。

销售金额方面，万科地产保持行业第一，再度刷新行业纪录，全年销售额达1412.3亿元，销售面积1295.6万平方米，同比分别增长

表1：十大企业销售业绩增幅及销售目标完成情况（单位：亿元）

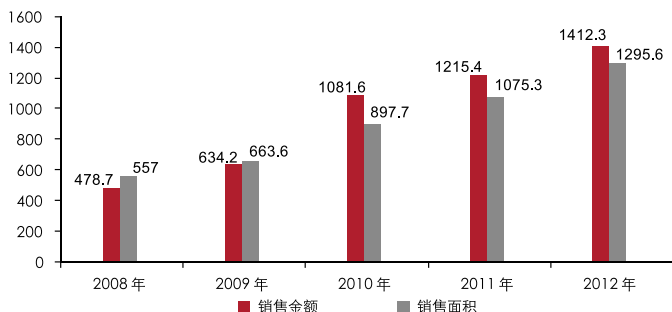
房企名称	2012年 销售额	2011年 销售额	同比	2012年 目标	完成率	2013年 目标
万科	1412	1215	16%	1480	95%	—
保利	1017	732	39%	800	127%	—
恒大地产	923	804	15%	800	115%	1000
中海地产（港元）	1115	871	28%	1000	111%	1000
绿城	546	353	55%	400	137%	550
华润置地	522	360	45%	400	131%	570
碧桂园	476	432	10%	430	111%	620
世茂房地产	460.97	307	50%	400	115%	550
龙湖地产	401	383	5%	390	103%	460
融创中国	356	200	78%	220	178%	450

数据来源：企业年报

16.2%和20.5%。其中，珠三角地区销售占比最大，销售面积达412.8万平方米，销售金额468.2亿元；其次为环渤海、中西部和长三角区域。住宅仍然坚持主流产品定位，九成以上为144平方米以下的中小户型，产品面向普通购房者，具备极强的市场竞争力。

万科销售额虽然保持连续增长，但较2011年之前企业保持的30%以上年度增速，企业2012年销售额增长速度有明显放缓，企业

图1：2008年-2012年万科地产销售业绩走势（单位：亿元，万平方米）

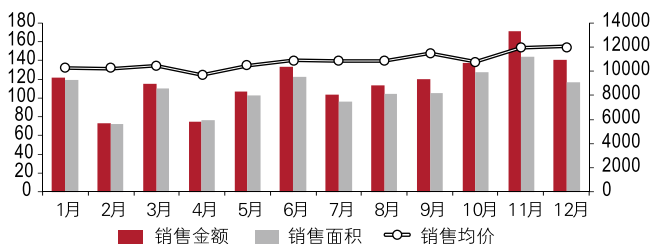


数据来源：企业年报

2012年销售金额目标完成度也仅为95%，成为十大企业中唯一一家未完成年度销售金额目标的企业。究其主要原因为：一、业绩基数大，高速增长困难重重；二、企业开始注重整体利润的提升，给股东注入更多信心（图1）。

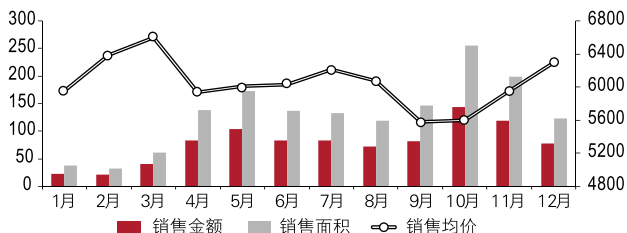
2012年万科月度销售情况显示，万科的销售情况要从上半年及下半年来切入。上半年尤其2月和4月，单月销售金额表现低迷，下半年各月销售均在百亿以上，年末11月份销售额冲到171.3亿元，是万科全年单月销售额之最（图2）。

**图2：万科2012年月度销售情况（单位：亿元，万平方米，元/平方米）**



销售面积方面，恒大地产蝉联销售面积榜首，全年合同销售面积达1548.5万平方米，同比增加26.9%，销售金额增幅也达到14.8%，全年销售额完成923.3亿元，销售计划完成度达115.4%，位列2012年房地产企业销售金额排行榜第五。恒大地产作为龙头房企凭借超前的战略布局、高性价比“民生地产”的准确产品定位，延续了2011年稳健的发展势头（图3）。

**图3：恒大2012年月度销售情况（单位：亿元，万平方米，元/平方米）**



以上数据来源：企业销售简报

恒大地产上半年销售额和面积较2012年同期均有明显下降，下降幅度达到17%，但依旧完成年度800亿元销售目标的43.8%。10月份开始到年底，企业销售业绩同比出现大幅上涨，其中10月、11月连续两个月月度销售金额破百亿元，10月单月销售面积更是达到255万平方米，而11月销售面积198万平方米较前年同期增幅达到1101%，提前完成年度销售目标。

## 土地储备：下半年大规模揽地， 一、二线城市储备扩张明显

市场回暖明显，销售业绩节节攀升，但主要房企2012年拿地面积却降至近三年新低，土地均价却上升至最高点。数据显示：2012年十大典型房企共拿地6129万平方米，投入资金总额2117亿元，土地均价为3454元/平方米。其中，万科最为活跃，共拿地2534万平方米，耗资715亿元，而土地成本却牢牢控制在2282元/平方米的低位。

从时间上看，企业拿地集中在下半年，面积和金额较上半年均显著上涨。标杆企业下半年疯狂拿地主要因为：企业土地储备不足，市场回暖态势增强，而土地市场比较冷清，对已有充裕资金做后盾的万科等龙头企业来说，正是抄底土地市场好时机。

表2：十大企业2012年土地交易及储备情况（单位：万平方米，亿元，元/平方米，年）

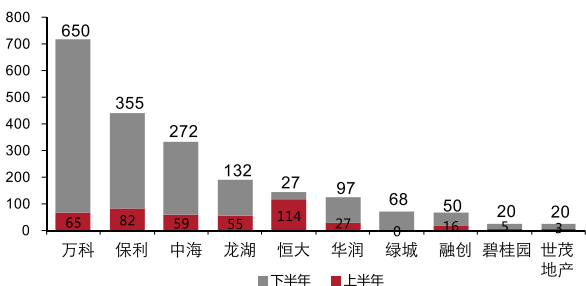
企业名称	新增土地	拿地金额	土地均价	土地储备	土地消化周期
万科集团	2534	715	2822	3947	3.1
保利地产	1253	437	3487	4278	4.8
龙湖地产	704	187	2658	3952	9.5
中海地产	500	331	6616	3510	4.8
恒大地产	479	141	2944	14000	9
华润置地	309	124	4019	2915	6.2
碧桂园	164	25	1528	5545	7.3
绿城中国	70	68	9752	4187	14.8
世茂房地产	63	23	3669	3522	8.6
融创中国	54	66	12193	1360	6.8

数据来源：企业年报、CRIC

从区域上来看，十大典型房企拿地逐渐回归一、二线城市，在一线城市及重点二线城市的拿地投入明显增长，其中以往年坚持三、四线城市为主的恒大、万科等企业增幅最大，企业改变策略应对回暖市场环境下逐渐释放的一、二线城市改善需求的态势较为显著。但是，大面积回归一、二线土地市场，未来可能导致一段时期内的土地市场供不应求，特别是一线城市未来价格上涨压力较大，而相对三、四线城市则可能出现供应过剩的风险（表2）。

土地储备方面，十大典型房企土地储备总量达4.72亿平方米，一线城市及重点二线城市土储经过下半年的强势反弹之后得到进一步扩增。其中恒大地产土地储备量持续处于高位，达到1.4亿平方米，占十大房企总土地储量的30%；恒大土地储备量较2011年末净增长334.1万平方米，增幅为2.4%，土地储备增速较过去两年明显下降，恒大董事局在年报中表示计划未来五年年均土地储备增长控制在10%以内，企业将严格控制土地购入投入，利用合作购地等方式提升企业资本利用率（图4）。

**图4：十大企业2012年拿地金额投入情况（单位：亿元）**



资料来源：企业年报、CRIC

土地消化周期方面，在十大典型房企销售业绩保持良好的情况下，平均土地消化周期为7.5年，未来总体呈现较为健康的发展趋势。其中以快速周转为核心策略的万科、保利及中海的平均消化周期为4.2年，而土地储备较大的恒大地产同样利用高周转策略，土地储备消化周期控制在10年以内，同时企业管理层已制定缩减拿地规模的短期计

划，该数值将持续缩小；同样，土地消化周期高达14.8年的绿城中国也积极改进拿地策略，虽然企业2011年销售业绩不佳导致土储进一步囤积，土地消化周期一度达到24年，2012年猛减拿地规模，积极发展与其他企业合作项目，尽力减少企业资金风险，未来绿城同样有望进一步缩小该数值，将企业推向健康发展的轨道上。

### 运营状况：下降价促销回笼资金，利润率水平下降

受调控影响，房地产销售和融资在2012年初经受了很大考验，多数企业通过降价促销等降低利润方式促进销售，同时加大二、三线城市刚需住宅推广力度，销售出现回升。龙头企业通过优异的资本运作和对政策调整的准确判断，2012年的营业收入都有一定程度的上升。

2012年，十大典型房企的营业收入较2011年均有一定程度上涨，其中融创中国的增幅达96.56%，大幅领先于其他标杆企业。同时净利润同比增幅均达到15%以上（表3）。

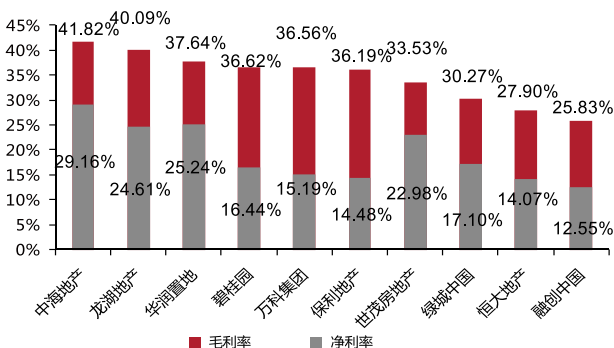
表3：典型企业2012年盈利能力指标(单位：亿元，%)

企业名称	营业收入	同比	净利润	同比
华润置地	443.64	23.94%	111.97	35.85%
龙湖地产	278.93	15.77%	68.68	0.80%
中海地产	645.81	32.93%	188.32	24.56%
万科集团	1031.16	43.65%	156.63	35.03%
碧桂园	418.91	20.56%	68.85	17.93%
恒大地产	652.61	5.40%	91.82	-22.09%
绿城中国	353.93	61.14%	60.53	46.99%
融创中国	208.43	96.56%	26.15	9.74%
保利地产	689.06	46.50%	99.79	35.45%
世茂房地产	286.52	16.39%	65.84	2.09%

资料来源：企业年报、CRIC

从企业的盈利状况来看，2012年典型企业毛利率较2011年同期有所下降。企业在二、三线城市刚需住宅为主，销售成本上升，因此毛利率均有不同程度下滑。其中，融创中国和世茂房地产毛利率降幅最大，分别为-7.77个百分点和-7.07个百分点。其中融创中国和绿城合资项目交付比例上升，这部分项目因重估增加的17.2亿人民币公允价值，期内被纳入销售成本，造成企业毛利率有小幅下降（图5）。

图5：典型企业2012年盈利能力指标



资料来源：企业年报、CRIC

信贷宽松则使企业融资成本下降，财务费用随之降低。在当前各种因素作用下，典型房企三费费用较2011年出现小幅下降，表明房企应对当前市场环境时的成本管控水平在逐步提升。其中，华润置地期间费用率控制较好，降幅达2.28个百分点，降至9.88%。

企业对产品快销的不断努力，使得资产周转速度开始回升。从2012年典型企业的总资产周转率变化情况来看，多数企业的周转情况较去年有所微调，幅度并不大，其中绿城中国的总资产周转率为0.30，上升0.13个百分点，成为企业中总资产周转率较高的企业（表4）。

表4：典型企业2012年经营能力指标(单位：亿元，%)

企业名称	期间费用率	百分比变动	总资产周转率	百分比变动
华润置地	9.88%	-2.28	0.22	-0.01
龙湖地产	5.77%	-0.68	0.25	-0.03
中海地产	3.60%	-1.53	0.32	0.03
万科集团	6.40%	-1.46	0.31	0.03
碧桂园	9.26%	1.87	0.34	-0.02
恒大地产	8.66%	1.23	0.31	-0.12
绿城中国	7.44%	-3.20	0.30	0.13
融创中国	4.65%	-2.88	0.40	-0.03
保利地产	5.46%	0.37	0.31	0.04
世茂房地产	10.07%	-0.08	0.23	0.00

资料来源：企业年报、CRIC

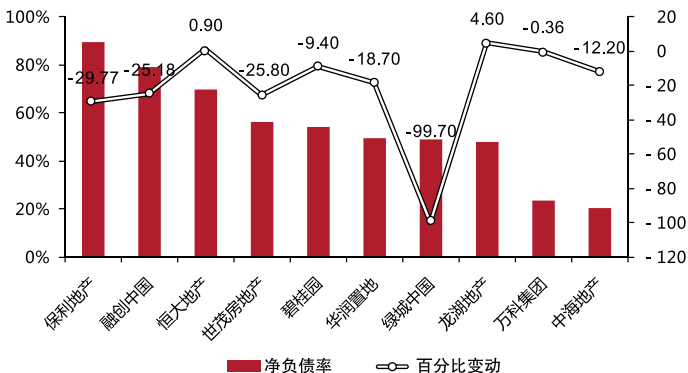
## 负债情况：下负债水平明显下降，资金风险显著降低

2012年房企负债总量较2011年有一定上涨，多数企业的负债总额同比增长超过20%。其中，绿城中国有效减少了企业负债，负债总额下降了8.41%。

保利、恒大、万科、中海等十家典型房企的净负债率大幅下降，平均降幅达21.56个百分点。其中最为典型的企业是绿城中国，其净负债率从2011年的148.7%，下降到49%，降幅达到99.7个百分点。

高企的净负债率迫使企业开始减少拿地和融资，多数企业在2012年拿地十分谨慎，绿城中国除了合作项目外，鲜有新增土地。另外企业之间的合作加强，如绿城和融创，绿城和九龙仓；万科，保利也有多个项目与其他企业合作开发，这一类的合作可有效降低企业的运营风险（图6）。

房地产净负债率控制在稳定的范围内，企业在加快销售速度来带动销售回款的同时稳固企业的资金链。因此，企业在负债结构方面，减少短期高利息贷款，倾向还款期限较长的长期贷款，短期内

**图6：典型企业2012年净负债率(单位：%)**


资料来源：企业年报、CRIC

债还款压力较小，并通过降价促销加速资金回笼，企业资金结构正在逐渐改善。

企业债务结构分布上，典型企业的长短期债务比有大幅变动。2012年年中的货币政策松动后，贷款利率出现了一定幅度的下调，加上贷款的集中放量，给企业的融资提供了便捷，企业更易获得利率较低的长期贷款，债务结构变化使企业的资金风险控制得到保障。其中，华润置地长短期负债比上升439%，达到7.55。融创中国和绿城合作，并收购了多个地块，使得企业短期负债有所上升，长短期负债率下降80%。虽然不同企业的涨跌幅度不同，但经历了市场调控后，企业对资金储备较为重视，开发投资组合趋于谨慎，战略规划考虑比较周密，现金储备较往年均有不同程度的回升。

2012年企业的现金资产比值较高，企业在市场调控期间开始注重提升资金安全问题，典型企业的现金资产比均较2011年同期出现上升。其中融创中国的现金资产比为0.16，处于典型企业的前列（表5）。

企业在降低净负债率的同时也在进一步提升现金流。连续的地产调控给企业的销售回款带到了很大压力，2012年，企业通过调整经营策略来改善现金流状况，并取得了不错的成效，货币资金

表5：典型企业2012年负债结构指标（单位：亿元，%）

企业名称	负债合计	同比	长短期负债比	变动	现金资产比	变动
华润置地	1517.56	32.86%	7.55	439%	0.1	13%
龙湖地产	928.49	26.90%	4.01	-8%	0.15	-1%
中海地产	1545.84	46.68%	5.79	126%	0.18	63%
万科集团	2966.63	29.90%	1.01	14%	0.14	19%
碧桂园	976.38	26.40%	1.67	46%	0.12	7%
恒大地产	1972.99	36.86%	—	—	0.11	-33%
绿城中国	1010.51	-8.41%	0.41	-59%	0.07	59%
融创中国	589.4	124.90%	0.84	-80%	0.16	38%
保利地产	1963.89	28.40%	2.18	-39%	0.13	40%
世茂房地产	899.01	9.34%	—	—	0.14	16%

资料来源：企业年报、CRIC

较去年同期均有不同程度的上升；其中中海地产的增幅最高，达113.15%，融创中国增幅为191.26%。

从2012年企业的现金短债比变化可以看到，多数企业的现金短债比普遍上升，显示出企业现金覆盖短期负债能力提升。其中，中

表6：典型企业2012年偿债能力指标（单位：亿元，%）

企业名称	货币资金	同比	现金短债比	变动	现金比率	百分比变动
华润置地	219.53	42.85%	4.16	497%	22.19%	0.61
龙湖地产	186.11	28.11%	3.64	-10%	29.74%	1.02
中海地产	408.8	113.15%	7.37	277%	48.68%	20.45
万科集团	522.92	52.72%	1.47	1%	20.12%	0.03
碧桂园	168.6	36.04%	2.07	8%	24.54%	1.49
恒大地产	251.9	-10.69%	1.32	-52%	16.75%	-11.51
绿城中国	78.98	34.23%	0.53	44%	10.74%	4.40
融创中国	112.63	191.26%	0.96	-44%	25.43%	-1.01
保利地产	326.727	79.99%	1.27	-2%	23.26%	0.05
世茂房地产	180.98	29.33%	1.46	57%	31.47%	4.28

资料来源：企业年报、CRIC

海地产涨幅最大，上涨至7.37。华润置地提升最快，上升497%。

房企在调整现金流结构之后，偿债能力有很大提高。典型企业2012年现金比率上升明显，显示出企业直接偿付流动负债的能力较好。中海地产的资金周转出色，现金比率上升20.45个百分点至49%，成为典型企业中负债偿还能力最好的企业。而恒大地产在现金比率下降11.51个百分点后，依然有较高的现金流。企业充足的现金储备足够应对市场调控对企业产生的影响（表6）。

## 全文概要

## 2012年度十大典型企业年报解读

### 一、销售情况：销售业绩全线飘红，万科、恒大分别领跑

- 1、业绩抢眼，均超额完成全年销售目标
- 2、万科地产保持销售额行业第一，增长速度明显放缓
- 3、恒大地产蝉联销售面积榜首，明确产品定位稳健发展

### 二、土地储备：下半年大规模揽地，一、二线城市强扩增

- 1、企业在下半年集中拿地，以万科地产为最甚
- 2、典型房企拿地逐渐回归一、二线城市
- 3、一线城市及重点二线城市土地储备进一步扩增
- 4、土地消化未来总体呈现较为健康的发展趋势

### 三、运营状况：降价促销回笼资金，利润水平下降

- 1、营业收入较2011年均有一定程度上涨
- 2、典型企业毛利率较2011年同期有所下降
- 3、典型房企三费小幅下降，成本管控水平逐步提升
- 4、企业产品快销，资产周转速度回升

### 四、负债情况：负债水平明显下降，资金风险显著降低

- 1、2012年房企负债总量较2011年有一定上涨
- 2、典型房企净负债率下降，降幅达21.56个百分点
- 3、典型企业的长短期债务比有大幅变动
- 4、典型企业的现金资产比均较2011年同期出现上升
- 5、企业调整现金流结构，偿债能力有很大提高



**新型城镇化**

## 新型城镇化的机会与风险

过去十年是我国房地产发展黄金十年，全国商品房销售面积从2001年2.24亿平米一路增长到2012年11.3亿平米，在我们看来，房地产业飞速发展的根本动力正是城镇化。在新十年中央赋予城镇化全新内涵的背景下，房地产行业或将迎来更为巨大的机会。但值得注意的是，2012年以来部分三四线城市过激发展，也引发了“鬼城”现象……



### 城镇化将成为楼市发展的重要推手

新型城镇化：未来房地产市场容量增长的重要推手  
新城镇化下，二线城市将是购房落户最大受益者



### 新型城镇化下的“鬼城”之鉴

“鬼城”形成的三大因素剖析

全国真假“鬼城”巡礼

贵阳：省会城市积聚全省人口资源，房地产市场需求源源不断

常州：城市经济发展前景良好，房地产市场正处于起步期

连云港：市场阶段性风险突出，未来发展有望化解鬼城尴尬

鄂尔多斯：凭资源产业实现暴富，房地产需求稳定性严重缺乏

鹤壁：经济落后的人口输出型城市，房地产投资盲目扩张

三亚：旅游地产市场发展空间有限，房价偏离本地刚需购买力



# 新型城镇化：未来房地产市场容量增长的重要推手

**VIEW** 新型城镇化更加注重产业发展与农民进城就业等城镇化内涵，新进入城市人口的购买力将大大提升，未来十年新增人口转化为购房群体的概率将超过过往十年，对房地产市场的拉动作用也将更为明显。

“中国的城镇化规模之大为人类历史所未有，不仅对中国的发展很重要，而且会影响世界。城镇化是现代化的必然趋势，也是广大农民的普遍愿望，它不仅可以带动巨大的消费和投资需求，创造更多的就业机会，其直接作用还是富裕农民、造福人民。”——2013年3月17日李克强总理答记者问

## 一、过去十年，城镇化带来房地产市场17亿平方米的供求缺口

### 1、城镇化对房地产市场新增购房需求的拉动作用

城镇化的过程是农村人口向中小城镇转移、中小城镇人口向城市转移、全国各城市的人口向核心城市转移的过程，城镇人口增加使得城镇规模不断扩大，也带动着城市购房需求，一方面是存量改善需求，另一方是新增需求。

首先，存量需求。以全国房地产市场发展最早的城市之一上海为例，过去十年里上海房地产市场几乎单边向上。根据CRIC调研数据，截止2011年底，上海的住房结构中老公房仍是比例最高的一部分，约有60%的上海常住居民还住在20世纪90年代以前的老公房里，而这部分群体未来毫无疑问将面临非常强烈的改善要求。未来十年，国内一二线城市市场将陆续进入改善要求主导的阶段，而三四线城市则将进入首套房集中释放的阶段；总结来说，城市存量需求在今后的十年乃至更长的时间仍会是推动房地产行业持续发展

的因素之一。

其次，增量需求。2012年我国平均城市化率达到52.57%。中国居住在城市中的人口超过总数的一半，但与发达国家城市化率相比仍有较大差距。城市化进程本身就是创造购房需求的过程，以城市化率每年推进1个百分点计算，每年新增1400万城市人口，给房地产市场带来庞大的新增购房需求。

从欧美等西方发达国家经验来看，在城市化率达到80%以前，新增购房需求都会单边向上，不会出现明显拐点。未来十年中，那些城市化率还未达到我国平均水平的城市的需求增量将会非常可观。

## 2、城镇化的快速发展造就了房地产业黄金十年

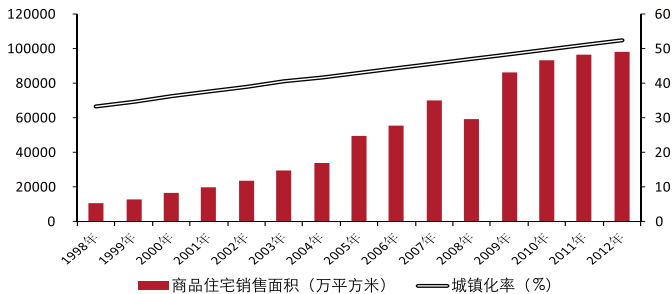
从2001年到2011年被称为是我国房地产市场发展的黄金十年，房地产业成为国民经济发展的支柱性产业。

其一，全国房地产开发投资额从2001年的6344亿元增长到2011年的61740元，翻了近十倍；其二，全国商品房销售面积从2001年的2.24亿平方米增长到2011年的10.99亿平方米，翻了近5倍；其二是中央政府对于房地产行业缺乏顶层设计、保障房建设整整缺位十年，叠加地方政府在分税制体系下财政收入严重依赖土地出售，导致中央和地方都有意无意地成为房地产市场快速扩张的推手。

房地产业能够飞速发展的根本动力归根结底还是城镇化的快速发展，下面一组数据应该能更加清晰的揭示这个问题。根据2010年第六次全国人口普查主要数据公报，全国居住在城镇的人口为66557万人，占总人口的49.68%，同2000年第五次全国人口普查相比，城镇人口增加了2亿余人，乡村人口减少1.3亿余人，城镇人口比重上升13.46个百分点。过去十年是我国人口从农村向城市转移速度最快的10年（图1）。

十年间，城镇化率提高了13.46个百分点，新增城镇人口约2亿余人，这部分人口的住房需求是个庞大的数字，假设人均住房面积为

图1：中国城镇化率以及商品住宅销售面积（1998-2012）



数据来源：国家统计局

30平方米，那么2亿人口的住房需求量将达到60亿平方米。国家统计局的数据显示，这十年间我国商品住宅竣工面积累计仅为43亿平方米，缺口达17亿平方米，这还不包括城市居民改善住房的需求。

## 二、新型城镇化将成为未来十年中央政策的主轴

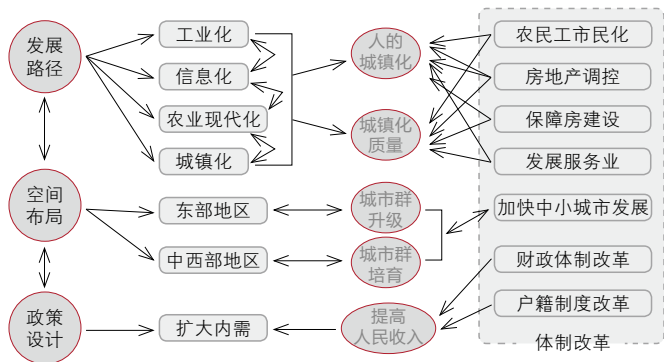
### 1、“新四化”将是新型城镇化的建设核心思路

从2012年9月到2013年3月，李克强在多个重要场合论述了新型城镇化。李克强认为“工业化、信息化、城镇化、农业现代化”，是实现我国现代化的基本途径，这“新四化”相互联系、相互促进。特别值得注意的是，2012年11月21日，李克强在《人民日报》发表署名文章指出：“城镇化不是简单的人口比例增加和城市面积扩张，更重要的是实现产业结构、就业方式、人居环境、社会保障等一系列由“乡”到“城”的重要转变。

李克强对新型城镇化一系列论述，我们可以清楚地认识到建设新型城镇化建设的路径和思路：在发展路径上，四化同步发展是关键，人的城镇化是核心，农民工市民化是抓手，发展服务业是最大的就业容器，改革是突破口，房地产调控以及保障房建设是降低城

城镇化门槛；在空间布局上，城市群是主体形态，要加快在中西部合适的地方培育城市群，同时要促进中小城市建设；在政策设计上，将更为注重收入合理分配，提高居民收入，扩大内需（图2）。

图2：新型城镇化发展思路框架总结



资料来源：根据李克强2012年9月-2013年1月讲话及文章整理

## 2、十八大进一步将新型城镇化提升至国家战略层面

2012年11月十八大闭幕，十八大报告总共有三处提到城镇化：

第一处在报告第一章节“过去五年的工作和十年的基本总结”中，在讲到“经济平稳较快发展”部分时，提及“城镇化水平明显提高，城乡发展协调性增强”。第二处在报告第三章节“全面建成小康社会和全面深化改革开放的目标”中，在讲到“经济持续健康发展”部分时，提及“工业化基本实现，信息化水平大幅提升，城镇化质量明显提高，农业现代化和社会主义新农村建设成效显著，区域协调发展机制基本形成”。

在十八大报告精神指导下，《全国促进城镇化健康发展规划（2011~2020年）》由国家发改委牵头，包括财政部、国土资源部、住建部等在内的十多个部委共同参与编制。此次《规划》将涉及全国20多个城市群、180多个地级以上城市和1万多个城镇的建设。作为我国城镇化发展总体纲要的《全国促进城镇化健康发展规划（2011~2020年）》已经编制完成，即将对外发布，而在该规划中指

出，“城镇化将在未来十年拉动40万亿投资”。

此外，中央经济工作会议上明确提出了2013年六大任务。会议指出“积极稳妥推进城镇化，着力提高城镇化质量。城镇化是我国现代化建设的历史任务，也是扩大内需的最大潜力所在，要围绕提高城镇化质量，因势利导、趋利避害，积极引导城镇化健康发展。要构建科学合理的城市格局，大中小城市和小城镇、城市群要科学布局，与区域经济发展和产业布局紧密衔接，与资源环境承载能力相适应。要把有序推进农业转移人口市民化作为重要任务抓实抓好。要把生态文明理念和原则全面融入城镇化全过程，走集约、智能、绿色、低碳的新型城镇化道路。”

房地产业作为与城镇化关系最为密切的行业之一，将继续受益于我国新型城镇化加快发展的进程，并在提高城镇化质量过程中获得更大发展动力。

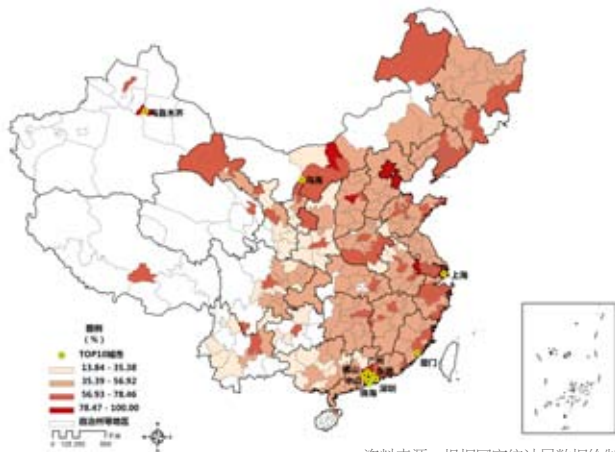
### 3、新型城镇化的三大看点

#### （1）以城市群为主体形态

国家《十一五规划纲要》将城镇化作为发展战略，采用了城市群的提法，强调“城市群的发展将作为我国推进城市化的主体形态”，《十二五规划纲要》明确指出，未来5年要“构建城市化战略格局按照统筹规划、合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展”。

相比于单个城市各自为战的格局，城市群的优势在于产业联动、分工协作，更有利于规模化经济增长，对中小城镇和大城市城郊地区而言，以城市群为主体也更有利于以城带乡、城乡一体化格局的形成。

图3： 2010年中国地级以上城市城镇化率



### （2）强调四化同步，注重城镇化质量

十八大报告中除多次出现“城镇化质量”外，更用大篇幅强调“四化同步”。“四化同步”是本次十八大对未来城镇化推进的最重要诠释，也是政府对未来如何提高城镇化质量的具体方案。

所谓四化，即城镇化、工业化、农业现代化和信息化，工业化提供更多的非农业就业机会；农业现代化不仅提高农村劳动生产率、进而释放更多的农村人口，更可在部分农村实现大型产镇结合的经营模式，推动农村直接升级为城镇；信息化则是促进工业化和农业现代化更好更快实现的重要推手。综合来看，将工业化、农业现代化和信息化和城镇化进程绑在一起，已经成为未来我国发展新型城镇化的基本要求。

### （3）强调核心城市辐射，注重中小城市发展

在前20年里的九五规划、十五规划、十一五规划中，对城镇化的部署核心一直都是强调“以大带小”，依托大城市核心作用，逐步带动中小城镇及农村发展。

时至今日，以大城市为绝对核心的发展思路正面临重要问题。一方面，城乡差距在近10年内大幅度扩大，社会矛盾持续积累；另一方面，由于大城市对人口、财富的强烈积聚效应，近年来各种“城市顽疾”愈发突出，交通拥挤、住房困难、环境污染、治安混乱已成为各大核心城市的通病。因此客观上，无论是从中小城镇本身的发展需求出发，还是从大城市急需缓解的环境压力出发，新型城镇化着力点从大城市转向中小城市、小城镇已是大势所趋。

### 三、新型城镇化预计在未来十年 将带来20亿平方米左右的住房需求

过去十年是我国城镇化速度最快的十年，城镇化率平均年增加1.36个百分点，速度提升的同时，城镇化的质量却并没有显著提高，甚至出现诸多问题，如产业配套落后，农民被“赶”上楼等。因此新型城镇化需要更加健康、有序、合理的发展，其速度势必有所放缓。

北京大学周一星教授从经济增长速度、就业岗位增加、城镇建设用地增加三个方面的实证研究，认为21世纪的头20年我国的城镇化以较快速度增长是肯定的，一年提高0.6-0.8个百分点比较正常，有把握实现，超过0.8个百分点就是高速度的，个别年份达到1个百分点是有可能的，连续多年超过1个百分点是超高速的、有风险的，连续多年的1.4个百分点是有水分的。

周一星教授认为城镇化并不是越快越好，它由经济发展水平和就业岗位的增加来决定。如果从农村分离出来的大量农民进入城市找不到工作，会带来城市就业、治安、环境等一系列问题。

住建部长姜伟新认为城镇化是经济结构、社会结构和空间地域组织变化和转型的过程。国际经验证明，当城镇化率达到50%—60%时，社会矛盾往往集中多发，大多会出现不同程度的就业不足、贫富差距拉大、住房短缺、交通拥堵、能源短缺和环境污染等问题。一些国家由于未能处理好这个特定时期的特殊矛盾和问题，使经济由快速增长变为滞缓，有的还引发了社会动荡，教训十分深刻。因此住建部在决策时强调提高城镇化质量，城镇化率增速目标

定为0.8%–1%。

在此基础上，我们拟定三种方案，假定人均住房面积为30平方米，分三种情景来预算中国城镇化率提高带来的增量住房需求。第一种情境下，城镇化率高速增长，年均速度为1%，第二种情景下，城镇化率中速增长，年均速度为0.8%，第三种情景下，城镇化率低速增长，年均速度为0.6%。

### 1、年增1%的高速增长模式下新增购房需求测算

以城镇化率为自变量，商品住宅销售面积为因变量，计算二者之间的回归方程，方程拟合较好，方程和系数拟合较好，得到回归方程：

$$Y = -171656.195 + 515918.154X$$

按照高方案，到2023年当年仍有23189.45万平方米的新增购房需求，销售面积为158531.42万平方米，2013年到2023年，累计新增需求242823.81万平方米，为2012年商品住宅实际销售面积的2.47倍（表1）。

表1：城镇化率高速方案下的新增需求以及销售面积预测

年份	预计城镇人口(万人)	预计城镇化率	预计新增潜在购房需求(万平方米)	预计商品住宅销售面积(万平方米)
2013年	70676.8	0.54	20993.11	106939.61
2014年	71383.57	0.55	21203.04	112098.79
2015年	72097.4	0.56	21415.07	117257.97
2016年	72818.37	0.57	21629.22	122417.15
2017年	73546.56	0.58	21845.51	127576.33
2018年	74282.02	0.59	22063.97	132735.52
2019年	75024.84	0.6	22284.61	137894.7
2020年	75775.09	0.61	22507.45	143053.88
2021年	76532.84	0.62	22732.53	148213.06
2022年	77298.17	0.63	22959.85	153372.24
2023年	78071.15	0.64	23189.45	158531.42

资料来源：根据国家统计局数据测算

## 2、年增0.8%的中速增长模式下新增购房需求测算

按照中方案，2023年当年有18187.46万平米新增购房需求，销售面积为153372.24万平方米。2013年到2023年，累计新增需求为192309.15万平方米，为2012年商品住宅实际销售面积的1.95倍（表2）。

表2：城镇化率中速方案下的新增需求以及销售面积预测

年份	预计城镇人口（万人）	预计城镇化率	预计新增潜在购房需求（万平方米）	预计商品住宅销售面积（万平方米）
2013年	70536.84	0.53	16794.49	101780.43
2014年	71101.14	0.54	16928.84	106939.61
2015年	71669.95	0.55	17064.27	112098.79
2016年	72243.31	0.56	17200.79	117257.97
2017年	72821.25	0.57	17338.39	122417.15
2018年	73403.82	0.58	17477.1	127576.33
2019年	73991.05	0.59	17616.92	132735.52
2020年	74582.98	0.6	17757.85	137894.7
2021年	75179.65	0.61	17899.92	143053.88
2022年	75781.08	0.62	18043.12	148213.06
2023年	76387.33	0.63	18187.46	153372.24

资料来源：根据国家统计局数据测算

## 3、年增0.6%的低速增长模式下新增购房需求测算

即使是按照低方案，2023年仍有13372.35万平米购房需求，销售面积为133612.58万平方米。2013年到2023年，累计新增需求为142786.87，为2012年商品住宅实际销售面积的1.45倍（表3）。

以上我们分别测算了在城镇化高、中、低的三种增长速度下，对房地产市场带来的新增购房需求总量，按照中速方案或者三种方案的平均值，未来十年新增购房需求均在20亿平方米左右。

整体来看，尽管按照计算值未来十年的城镇化带来的新增购房需求只有20亿平方米，低于前十年的60亿平方米的理论值。但我们也看到前十年的城镇化由于发展过快，忽视了产业转移和人口就业等实质性的问题，导致进城农民购买力较低，理论值转化为实际购房需求的比例并不高。未来十年建设新型城镇化有意降低了增长速度，但由于新型城镇化更加注重产业发展与农民进城就业等城镇化内涵，新进入城市人口的购买力将大大提升，因此，未来十年新增

人口转化为购房群体的概率将大大超过过往十年，对房地产市场的拉动作用也将更为明显。

表3：城镇化率低速方案下预计新增潜在购房需求

年份	预计城镇人口 (万人)	预计城 镇化率	预计新增潜在购房需 求(万平方米)	预计商品住宅销售 面积(万平方米)
2013年	70396.89	0.53	12595.86	102657.49
2014年	70819.27	0.54	12671.44	105753.00
2015年	71244.19	0.54	12747.47	108848.50
2016年	71671.65	0.55	12823.95	111944.01
2017年	72101.68	0.56	12900.90	115039.52
2018年	72534.29	0.56	12978.30	118135.03
2019年	72969.50	0.57	13056.17	121230.54
2020年	73407.31	0.57	13134.51	124326.05
2021年	73847.76	0.58	13213.32	127421.56
2022年	74290.84	0.59	13292.60	130517.07
2023年	74736.59	0.59	13372.35	133612.58

资料来源：根据国家统计局数据测算

## 全文概要

## 新型城镇化： 未来房地产市场容量增长的重要推手

### 一、过去十年，城镇化带来房地产市场17亿平方米的供求缺口

- 1、城镇化对房地产市场新增购房需求的拉动作用
- 2、城镇化的快速发展造就了房地产业黄金十年

### 二、新型城镇化将成为未来十年中央政策的主轴

- 1、“新四化”将是新型城镇化的建设核心思路
- 2、十八大进一步将新型城镇化提升至国家战略层面
- 3、新型城镇化的三大看点
  - (1) 以城市群为主体形态
  - (2) 强调四化同步，注重城镇化质量
  - (3) 强调核心城市辐射，注重中小城市发展

### 三、新型城镇化预计在未来十年将带来20亿平方米左右的住房需求

- 1、年增1%的高速增长模式下新增购房需求测算
- 2、年增0.8%的中速增长模式下新增购房需求测算
- 3、年增0.6%的低速增长模式下新增购房需求测算



## 新型城镇化下，二线城市 将是购房落户最大受益者

**VIEW** 在一二线城市市场处于最低谷的2011年，石家庄市场却顺利完成逆袭，全年商品房交易量暴增97%。分析其暴涨的背后因素，我们发现一个政策的推行起到了关键性的作用，此即购房落户。

**自** 去年十八大以来，李克强总理在诸多公开场合反复提到城镇化在中国经济发展过程中所起的重要作用，事实上，早在2010年公布的十二五发展规划中，关于城镇化的推进就已经被提到一个非常的高度，而在十八大报告中，更是将其进一步细化部署。新型城镇化对于房地产行业而言，既是机遇也是挑战，那么，购房落户政策在其中又扮演了一个什么样的角色呢？

### 户籍改革应是新型城镇化推进的重要配套工程

我国的城镇化始于改革开放，1980年代，我国城镇化率不足20%，到2000年的时候，经历20年的原始积累和发展，城镇化率达到约35%，2000年之后的十几年间，中国城镇化推进速度突飞猛进，2012年我国城镇化率已经超过50%。客观上讲，过去30年，尤其是最近10年，我国城镇化水平提升速度之快无疑是值得称道的。但另一方面，一直以来我国的城镇化推进也存在非常突出的问题，即城镇化质量偏低，在高级别城市层面上体现在外来人口无法享受到大城市的社会福利，甚至出现像农民工这类既不是市民也不是农民的异类产物，而在低层级城市层面上，所谓城镇化推进更多是农业人口迁移和农业用地性质的转变，而这部分理论上的新增城镇人口，城市并没有为其提供非农就业机会以及市民应当享有的绝大多数社会福利，总结以上两个层面，前者进一步加深了社会矛盾，而后者则是无效的城镇化，因为其根本提供不了真正意义上有效的内需，对地方经济的积极影响非常有限。

在我们看来，过往我国所经历的流于表面化的城镇化主要是由两个关键因素造成的：其一是低层级城市中缺乏与城镇化相匹配的产业跟进，其二是城市户籍管理制度将新增人口挡在了城市生活之外。

在前文论述的基础上，我们再来看新一届政府所强调的新型城镇化，其与过去相比的根本差别，在于更强调质量而非单纯速度，在十八大报告中，关于“四化同步”的提法引起了广泛关注，其核心要求正是在未来城镇化推进过程中，应更注重城市本身产业的跟进，以此来看，困扰过往城镇化质量的产业跟进落后的问题，已经成为了未来十年中央政府所致力要解决的目标，但要使新增城镇人口真正能够享受城市发展的成果，则从长远来看，户籍制度改革势在必行。

## 购房落户扮演新型城镇化和户籍改革之间的润滑剂角色

尽管我国户籍改革早在上世纪90年代初即已启动，但一直没有实质性进展，一直以来，城镇化推进面临户籍制度的严重掣肘。户籍改革的基本思路相当明确，即户籍回归户籍登记功能和自由迁徙，剥离附着于其上的各种其他功能，实行居住地准入制，然而，改革推进中阻力重重，最大的问题无疑是城乡二元化格局下城市能否承受户籍放开后的人口涌入。客观上讲，短期之内户籍制度全面改革的条件确实还不成熟，那么，此时从宏观层面上讲，需要有一个折中、相对可控的方案来提高新型城镇化的推进质量，在我们看来，购房落户政策刚好承担了这一阶段性的职责。

首先，一线城市由于城市资源相对于潜在流入人口规模而言呈现严重稀缺，在未来相当长一段时间内都不具备放宽户籍制度的条件。一旦某个一线城市在这个政策上做文章，则一方面会面临城市资源承载的巨大压力，另一方面更会使得当地本已供求失衡的房地产市场进一步失控，这里的风险是任何一个地方政府都无法面对的，因此，我们预计北京、上海、广州、深圳四城依然不会出台购房落户政策，而天津、南京、杭州、武汉、沈阳等城市的购房落户政策也不太可能在现有基础上出现放松，反倒如果楼市热度再度攀升，这些城市有可能被迫将落

户门槛进一步提高。

**其次，二线城市未来或将出现放宽购房落户门槛的强烈愿望。**从我国城市发展的大版图来看，诸如合肥、南昌、太原、郑州、西安、长沙、长春等城市刚好正处于产业大转移的浪潮中，未来将有可能成为中国经济的主要增长点，随着核心产业的导入和升级，人口的积聚效应将快速提升，地方政府聚拢资源、刺激经济增长的需求会异常强烈，此时诸如购房落户这样的政策势必成为各地政府眼中的香饽饽。最重要的是，相比一线城市而言，二线城市处于经济高速增长期，城市对人口的承载能力正在不断提高，而房地产市场由于起步相对较晚的关系，也不用在购房落户政策推高房价的问题上有过多担忧，因此，我们判断未来类似石家庄这样采取激进策略的二线城市仍将有机会出现。

**再次，三四线城市全面推行买房送户口将不会遇到任何阻力。**与前两类城市不同的是，三四线城市大幅放宽户籍制度符合国家层面的战略要求，在2010年公布的十二五发展规划中明确提出“将积极稳妥推进户籍管理制度改革，特大城市要合理控制人口规模，大中城市要加强和改进人口管理，继续发挥吸纳人口的重要作用，中小城市和小城镇则要根据实际情况放宽落户条件”，因此，站在这个角度看，三四线城市（普通地级市和县级市）层面上全面放开购房落户没有任何政策障碍；与前两类城市的区别是，三四线城市在考虑推行买房送户口时，最需要考虑的问题不是政策本身的可行性，反倒是如何增强城市对人口的吸附能力，而这恰恰正是新一届政府强调的新型城镇化所要解决的问题。

## 二线城市将是购房落户最大受益者， 进入三四线应关注产业基础

过去的十年，准确来讲是一线城市房地产市场的黄金十年，大多数二线城市在其中只是扮演了配角的角色，而三四线城市则更是仅在十年的末尾初露头角而已。

在我们看来，一个城市房地产市场的兴起取决于其本身经济发展水平，从我国目前城市发展大趋势来看，未来的十年，二线城市将成为承接产业转移大潮的主力军，而在新一届政府所倡导的新型城镇化理念中，城市群协同发展的概念被着重强调，作为各省中心级城市的二线城市，未来将占据更为有利的区域核心地位，随之而来的，无疑将是更大范围的人口积聚；而在户籍制度层面上，二线城市目前普遍正在执行的购房落户政策将对不断流入的人口起到关键性的巩固作用，从这层意义上讲，未来十年二线城市房地产市场或将取代一线城市成为整个房地产行业的主战场，对于房地产企业来说，在这些区域核心城市中挖掘出第二个石家庄是完全有可能的。

至于三四线城市，客观上讲，自从新型城镇化的理念在十八大报告中被提出以来，其一直被作为新十年三四线城市房地产市场的最大利好，诚然，新型城镇化所强调的城市群协同、关注中小城镇以及四化同步的思路，无一不是直指三四线城市的未来发展路径，但是我们仍然要强调的是，三四线层面的城市数量庞大，遍布全国各区域各省，其经济发展水平更是参差不齐，而宽松的户籍制度对于城市房地产市场的发展只能是锦上添花的作用，而做不到雪中送炭，因此，在未来的十年中，我们对于房地产企业进入三四线城市市场的建议，依然是要关注其产业经济实力，一方面可直接评价城市当前的经济发展水平，另一方面也可分析其是否位于产业大迁移的主要路径上，这两者只要符合一条，加上购房落户之类宽松的户籍管理制度，即可以成为其房地产市场起步的信号。

## 相比行业政策变迁， 购房落户对城市市场的影响力依然有限

尽管购房落户政策会起到拉动当地房地产市场交易量的作用，这点在近两年石家庄的例子上也已得到了显著的体现，但是在我们看来，石家庄的案例依然有其局限性：首先，从一二线城市层面上讲，石家庄的购房落户政策相比几乎所有的同等级城市都要宽松，即完全没有附加条件的买房送户口，这对于短期之内新增购房需求的积聚起到了史无前例的作用；其次，从三四线城市层面上讲，石家庄作为省会城市，对河北全省的资源、人口的吸附能力是绝大多数普通地级市、县级市所无法比拟的，因此哪怕相当一部分三四线城市都在执行买房送户口的政策，但其市场很难复制石家庄式的暴增。综合以上两方面因素，我们的观点是：购房落户对城市房地产市场的正面推动作用无疑是存在的，但如石家庄这样强烈的影响其实只是个案。

总体来说，购房落户政策对城市房地产市场的影响程度相比行业政策大环境变迁来说依然是有限的。我们认为，购房落户的政策从本质上说是通过增加当地有效购房需求来推动房地产市场规模扩张，而当前我国的房地产市场从本质上来说是一个政策市，2005年以后，中央对于房地产的调控朝着逐步加码，节奏愈加频繁和常态化的趋势发展。从2005—2012年期间，全国房地产市场的成交情况基本上都是跟着政策大势起落，增加需求这样的市场性因素在短期内很难和政府干预相抗衡。

具体城市的数据进一步验证了我们的观点。从2005年调控至今，政策最严厉的年份为2008年和2011年。2008年出台购房落户的省会级以上城市有合肥和贵阳，前者2008年的商品房销售面积为933万方，同比下降9.24%，对比相邻江西省省会南昌，同期的跌幅达到了30.06%；后者2008年销售面积为412万方，同比下跌6.15%，而同样身为西南省会的昆明在同一年的跌幅则达到38.87%。一方面，通过对比相邻省份可以看到，购房落户的政策对于当地的房地

产市场确实起到了明显的拉动作用；但是另一方面，从城市本身的房地产发展趋势来看，决定这个城市房地产交易量涨跌的依然是政策面的大环境。在政策面最严厉的两年，尽管有购房落户政策的支持，合肥和贵阳的交易量同比仍然出现了下跌(表 1)。

表1：省会级购房落户城市历年商品房销售面积走势（单位：万平方米）

城市	05年	06年	07年	08年	09年	10年	11年	12年
合肥	595	641	1028	933	1298	1005	1246	1242
南昌	381	384	479	335	495	521	499	690
贵阳	369	388	439	412	818	860	808	1024
昆明	783	913	140	558	822	1243	1121	1051

数据来源：统计局

## 全文概要

# 购房落户政策对城市房地产市场影响研究

## 一、我国购房落户政策执行现状

- 1、购房落户源于1998年，在各线城市中早已普及
- 2、重点城市出台购房落户政策大致可分三个阶段
- 3、重点城市执行的购房落户政策主要有三大类型

## 二、购房落户对各线城市市场实际影响研究

- 1、一线城市：人口吸附覆盖全国，对房地产市场具有巨大推动作用
- 2、二线城市：人口吸附覆盖区域，对房地产市场具有较大推动作用
- 3、三四线城市：人口吸附覆盖农村，对房地产市场具有一定推动作用
- 4、大多数情况下，购房落户对市场影响仍不及行业政策的变迁

## 三、新型城镇化背景下购房落户政策将起到什么作用

- 1、户籍制度改革应是新型城镇化推进的重要配套工程
- 2、购房落户将在新型城镇化和户籍改革之间扮演润滑剂角色
- 3、二线城市将是购房落户最大受益者，进入三四线城市应关注产业基础



## 新型城镇化下的“鬼城”之鉴

2012年以来，关于鬼城的新闻频繁出现在各地房地产媒体上，从一开始的鄂尔多斯、贵阳，到之后的郑州、常州、营口、三亚等诸多城市，到目前为止，几乎全国各地到处可见鬼城的身影。当前被称为鬼城的诸多城市，其表现可以是形形色色，但究其根源其实都是一条：住宅市场供应“过多”，而购房需求“相对不足”，而在媒体上，最常被用到的论据则是“住房空置率”、“小区亮灯率”等指标。

在我们看来，首先，单纯以个别记者的目测和主观感受为依据，即判断一个城市房地产市场供过于求乃至成为鬼城，其既不科学也不严谨；其次，对于一个城市的房地产市场发展轨迹，我们需要分为短期、中期和长期三个纬度去综合衡量，在当前这个时间点上一个城市房地产市场的供求对比，其实主要反映了其短期内的静态表现，而要判断其市场究竟有没有风险、有多大风险、是不是鬼城，更应该结合当地市场中长期的发展空间，仅仅抓住一个城市在短期内的供求失衡而大做文章，这显然是有失公允的，同时也是不负责任的。

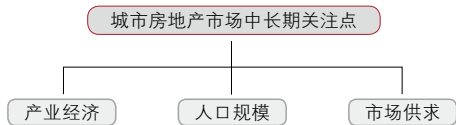
2012年以来媒体关于全国各地鬼城的相关报道汇总

城市	省份	相关报道
郑州	河南	郑东新区商住房空置率最高，房屋空置率达90%，几近成为一个空城。这是一群热心大学生花费两个月时间得出的数据，样本包括郑州6区的29家大型楼盘，约1.1万套商住房。
鄂尔多斯	内蒙古	耗资50多亿打造、面积达32平方公里的内蒙古康巴什是一座豪华新城，基础设施一应俱全，有办公大厦、行政中心……中产阶级式的复式公寓和别墅将成片的小区塞得满满当当，但现在的问题是，原本是用来安置100万人口的康巴什却很少有人入住。
常州	江苏	由于大量的大盘开发，当地的供应量已经面临饱和，仅武宜路上的开发量就超过500万平方米，而许多新盘亮灯率不足三成。
鹤壁	河南	以煤炭化工为产业支撑的河南鹤壁，为了应对因煤炭开采而出现的采空区问题，早在1992年就开始在老城区40公里外的地方建设新区，这个新区成为现在的淇滨区。然而，到目前为止，淇滨区还是个空心之城，变成了“睡城”。
贵阳	贵州	根据贵阳市2010年第六次人口普查的数据显示，全市常住人口不到500万，而市域总人口到2020年预计达到635万，即10年新增约150万人口，仅花果园、中天未来方舟、西南国际商贸城等几个超大盘基本就能容纳。
三亚	海南	三亚网友称，三亚湾蓝海花园三期蓝色海岸小区，晚上九点本应是万家灯火，但该小区多栋高楼却黑灯瞎火，犹如鬼城。记者在三亚湾路东段看到多个高档住宅区几乎都是漆黑一片。
连云港	江苏	连云港下属县赣榆的滨海新城，一方面是拔地而起的高楼：赣榆新城创联大厦、三兴大厦、金苑宾馆等10幢标志性建筑已经基本建成，规划馆、博物馆、图书馆、档案馆、文化艺术中心“四馆一中心”、中澳国际广场、体育公园等等一应俱全，但楼房空置率高，城区内人气不足。

## “鬼城”形成的三大因素剖析

产业经济、人口规模以及市场供求三大方面要素决定城市房地产市场中长期发展空间。

如何从正确的从中长期来看待城市的房地产环境，紧扣哪些关注点成为正确识别“鬼城”真面目的关键，那便是从一个城市的房地产业发展最倚仗的三要素，即产业经济、人口规模以及市场供求出发，这三个要素是持续可变的，往往需要长时间段的指标变现才能反应出一个城市房地产行业的发展能力和方向。我们可以从这三大因素出发，去看看究竟哪些是真鬼城，而哪些正被误读。



### Factor 1 产业经济方面

产业经济方面，主要用来衡量城市对于房地产行业发展的支持和维持能力，决定了房地产行业在城市内部的发展规模和前景；而从人均经济角度来看，主要用来衡量城市居民的购买力及对于房地产行业中长期消化能力。其中主要指标包括区域生产总值（GDP）、人均生产总值、三产比例、工业增加值、规模以上工业产值、规模以上工业利润值，人均可支配收入、社会福利水平及城市基础设施能级等。

区域生产总值（GDP）及人均生产总值能够直白地反应历年区域范围内的经济数值，通过与其他城市及阶段时间内数值比较能够清晰地显示城市经济发展水平；三产比例，则是从城市产业结构出发，指出城市产业中心及城市现代化发展程度；工业增加值、规模以上工业产值以及利润值则是通过三产中工业产业的发展情况揭示城市产业化程度及发展速度，其中规模以上工业利润值则是结合城市劳动力成本有效地反映出工业生产效率的数值，可以根据该数值来预判城市工业产业未来发展的规模走向以及衡量城市的产业吸附能力；人均可支配收入则直接反应城市居民的购买力。

## Factor 2 人口规模方面

人口规模方面，主要用来衡量城市人口对于房地产当量的消化能力，在城市经济相对确定的情况下，人口结构能够决定城市房地产主要需求方向，我们所谈的人口规模，主要包含两方面，其一是城市本身的人口规模，尤其在三四线城市层面，本地人口规模的多少决定了其市场是否具备起步的条件，主要指标主要有城市户籍人口、常住人口、人口密度；其二是城市对外来人口的吸附能力，这往往能够决定一座城市市场中长期发展的需求空间，主要指标是城市户籍人口与常住人口比值。

本地人口规模中，户籍人口经常和常住人口相联系和比较，户籍人口直接反应了在该城市注册常住户口，不论外出与否的人口数量，而常住人口则反应了城市内包括常住的外来人口，这两个数值的比较即户籍人口与常住人口比，则能衡量城市对于外来人口的吸附能力，通常大于界定值为1，大于1的情况下反应城市属于人口输出型类别，小于1时则反应城市的导入人口数量较多，中长期来看可以凭此衡量城市房地产的可持续发展能力；人口密度则是反应城市区域范围内的人口分布情况，作为房地产最根本的指数，可以通过对该数值的分析决定城市房地产产品的需求及供应结构走向。

## Factor 3 市场供求方面

市场供求方面，主要用来衡量房地产市场未来中长期的潜在供应规模大小，在城市经济和人口两大基本面因素相对确定的情况下，将房地产市场潜在供应规模和潜在购房需求做比较，可以判断市场供求未来的走向。其中主要指标包括商品房用地出让规模、土地消化周期、商品房开发投资、商品房新开工规模、商品房施工规模、商品房销售面积等。

土地消化周期即近三年土地出让面积/近三年商品房销售面积均值，这一指标能很好的揭示市场未来供求风险情况，一般认为，土地消化周期大于3年有风险，大于6年则具有高度风险；开发投资、新开工和施工规模能够最直观的反映城市市场的潜在供应量，通过和当前的商品房销售面积做比较，可以对未来市场供应风险做初步估算。

## 贵阳：省会城市积聚全省人口资源， 房地产市场需求源源不断

外界对于贵阳房地产市场的关注，是从当地几个超级大盘项目开始的：2010年，世纪金源在贵阳的项目贵阳世纪城年销售面积138万平方米，单个项目的销售面积达到甘肃省的省会兰州市全市交易量的1.5倍；2011年，宏立城的花果园项目年销售面积101万平方米，单个项目达到南京全市销售量的22%；2012年，花果园项目再度刷新单盘年销售量的记录，全年销售达到惊世骇俗的550万平方米。有消息认为，贵阳本地的需求在经过2010年和2011年的放量之后，已呈疲软的态势，自身需求已经不能够支撑天量的供应，会成为继鄂尔多斯之后的又一“鬼城”。

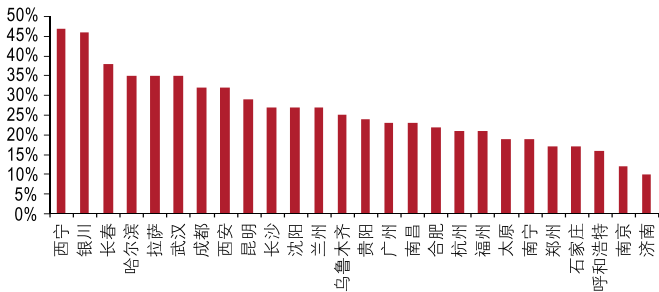
在我们看来，外界诸多媒体在报道贵阳房地产市场时总喜欢用天量供应、需求不足这样的字眼，这种观点是非常不成熟的，事实上，贵阳市场的需求绝不仅仅是贵阳当地人口，他背后站着整个贵州省。贵州省举全省之力发展贵阳，而贵阳凭借其省会城市的资源优势吸附着全省的人口，在新型城镇化发展的背景下，贵阳人口积聚效应明显，需求不单纯来自于贵阳市，更是来自于贵州全省。

### 1、省会城市优势资源集聚，贵阳经济发展水平在省内遥遥领先

改革开放三十年，我国经历了也许是人类历史上速度最快、规模最大的工业化，已经拥有让全世界为之侧目的强悍制造业，国民生产总值已经跃居世界第二的位置，这一点上我们的确有理由感到骄傲，但另一方面，三十年里我们所能够积累的人力、物力、财力其实只够少数中心城市发展而已，简单来讲，一直以来我们所谓的快速工业化，其实质是高度集中一个地区的资源全力发展中心城市，而这样的集中大致是以省为单位的。

在湖北省，省会武汉常住人口占全省的14%，GDP总量却占到全省的35%；在云南省，省会昆明常住人口占全省的14%，GDP总量却占到全省的29%，这样的例子在中华大地上比比皆是，陕西只有一个西安，甘肃只有一个兰州，湖南只有一个长沙，而不客气的讲，在大部分省份中，省会城市对全省资源的劫取甚至该用残酷无情来形容，尤其在经济发展顺位相对靠后的中西部，省会甚至是全省唯一可以被称作是现代化城市的地方，客观上讲，这从区域经济平衡发展的角度来说显然是极不健康的，但如果我们从省会城市本身来看，这样的运作模式无疑给其带来了充足的发展动力。

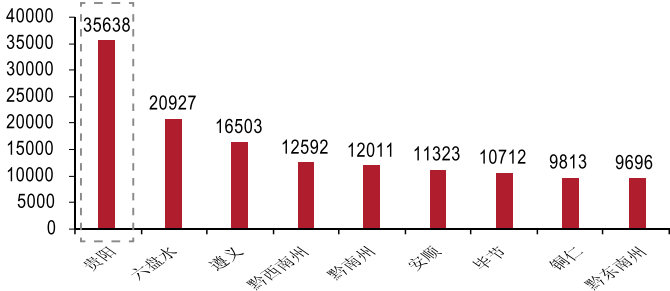
2011年全国各省省会城市GDP占全省比例



数据来源：国家和地方统计年鉴

让我们回到贵阳的话题，其省会城市举足轻重的经济地位无疑成为了其依附省内其他城市人口的前提。在贵州省，省会贵阳常住人口占全省的12%，GDP总量却占到全省的24%。2011年贵州省省会贵阳地区生产总值达1383亿元，是贵州六盘水的2.25倍，是黔东南州的3倍，贵阳的人均GDP也名列贵州省首位，达到了35638元。中西部省会城市绝对的资源优势和经济地位，成为了本省岛状分布的中心。

2011年贵州省各市人均GDP(单位：元)



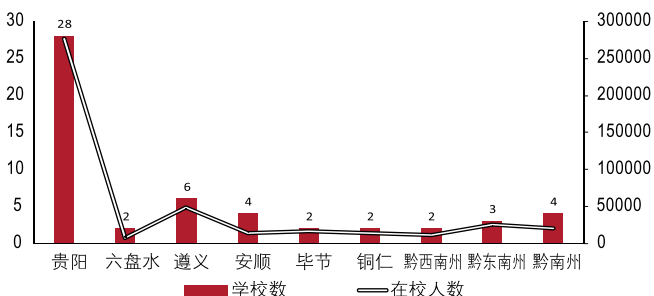
数据来源：贵州统计年鉴

## 2、社会福利、城市基础设施方面贵阳在省内一枝独秀

各能级城市之间社会福利的不同直接导致了人口总是由那些社会福利较差的低能级城市迁往社会福利较优的高能级城市。高能级的城市凭借自身经济实力所映射的社会福利的优势从周边甚至更大范围的相对低能级的城市吸附人口。相较于普通城市，省会城市在教育、就业、医疗、城市设施等等方面的资源条件无异更加优越，随之而来的是，吸引了庞大的外来人口向城市聚集。

首先，从教育方面来看。整个贵州省共计高等教育学府53所，其中有28所在省会贵阳，占全省高等学府的52.83%，其中不乏贵阳一中这类省级示范高级中学。我国执行计划生育政策实施以来，独生子女越来越受到家庭的重视，而让子女接受更好的教育成为了每个家庭的选择。尤其是在中西部地区，优质教学资源较为匮乏，教育水平较好的地方无疑可以吸附更多的外来人口，贵阳则成为了不二的选择。

2011年贵州省各市高等教育学校数量（单位：所）



数据来源：贵州省2012年统计年鉴

然后，从医疗方面来看。医疗是社会福利的一个重要组成部分，而由于我国基础设施建设在不同能级之间的差异，使得目前中国的医疗水平较高的医院主要集中在大城市的大医院，中小城市、特别是县、乡镇的医疗水平还有待提高。而医疗水平无疑又成为了省会城市贵阳吸附省内人口的又一原因，贵阳2011年拥有卫生机构2919个；卫生机构床位24347张；注册护士12284人，药师1336人。2011年每千人口所拥有的职业医师是贵州省其他城市的三倍以上。

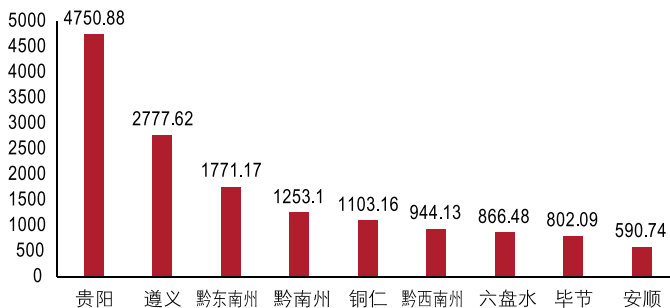
贵州省各市医疗卫生概况（单位：人）

城市	每千人口所拥有卫生技术人员	每千人扣拥有执业（助理）医师
贵阳	7.61	3.01
六盘水	2.90	1.11
遵义	2.66	1.02
黔东南州	2.46	1.02
黔南州	2.40	1.05
黔西南州	2.25	0.83
安顺	2.18	0.90
铜仁	1.81	0.77
毕节	1.49	0.58

数据来源：贵州省2012年统计年鉴

最后，从城市基础设施方面来看。城市道路通达城市的各地区，便于居民生活、工作及文化娱乐活动，为城市提供便捷，同时，便捷的交通也促进着城市经济的发展，更为城市吸附周边的人口提供了先决条件。作为省会城市，贵阳在基础设施建设，尤其是交通方面明显优于贵州省其他城市。其一，贵阳是贵州省目前唯一规划轨道交通的城市，贵阳规划的城市轨道交通线网前期由4条线路组成，线路总长度140公里；其二，从市区公路来看，2010年市区道路总长度达到872公里，道路面积1348万平方米，均遥遥领先于贵州省其他城市，而从有铺装路面（沥青柏油路面）长度来看，2011年贵阳达到4751公里的水平，是贵州省排名第二的遵义的两倍。

贵州省各市有铺装路面公里数（单位：公里）

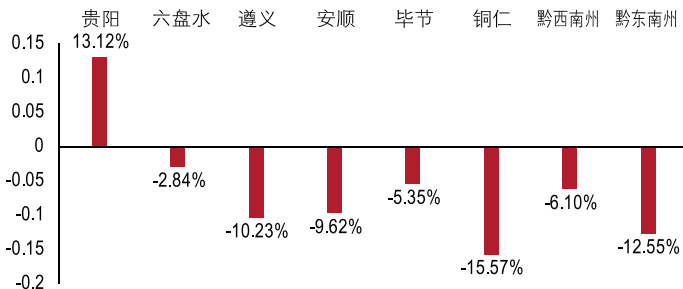


数据来源：贵州省2012年统计年鉴

### 3、人口集聚为贵阳房地产市场提供源源不断的住房需求

正由于贵阳的经济地位举足轻重，社会福利明显优于省内其他城市，所以作为省会城市的贵阳不断从全省吸附人口，其住房需求从目前这个时间段来看几乎是源源不断的。2010年，贵阳城镇化率恰达到30%，正式进入城镇化高增长时期，随着城镇化率不断的提升、城市经济继续发展、基础设计建设不断完善，贵阳吸收省内其他城市人口的能力与日俱增，房地产市场的潜在需求不断增加。2011年，贵阳全市人口数达到了439万人，较2005年增长了13.12%，是贵州省各市中唯一一个人口呈正增长态势的城市，而贵州其他各市人口大多流入贵阳，人口数量均呈现不同程度的下降。

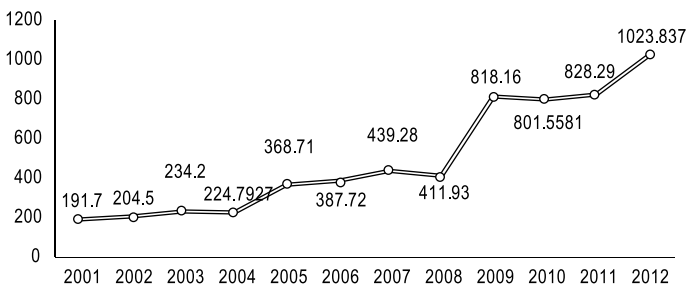
贵州省各市2011年较2005年人口增长幅度



数据来源：贵州省2012年统计年鉴

2012年，贵阳出台的购房落户政策，更起到了加速贵阳集聚省内人口的作用。户籍制度不仅发挥了一般的人口管理和治安功能，更成为了社会稀缺资源的直接分配依据，一纸户口，附着了从社会保障到教育、医疗、就业、各类公共服务等几乎所有的公民权益。正式贵阳市购房落户政策出台的2012年，其商品房成交量在连续三年维持在800万方以上的高位之后，又一次飞跃式的上升到1023.84万方，较2011年上涨了24%，较2008年上涨了149%。

2001年—2012年贵阳市商品房销售面积（单位：万平方米）



数据来源：贵州省统计局

综上所述，正如外界诸多媒体所称的天量供应和需求不足这样的字眼，在我们看来用在贵阳的市场上是过于片面的。作为省会城市的贵阳，在贵州全省需求的支撑下，需求远未枯竭，称其为鬼城多属误读。

## 常州：城市经济发展前景良好， 房地产市场正处于起步期

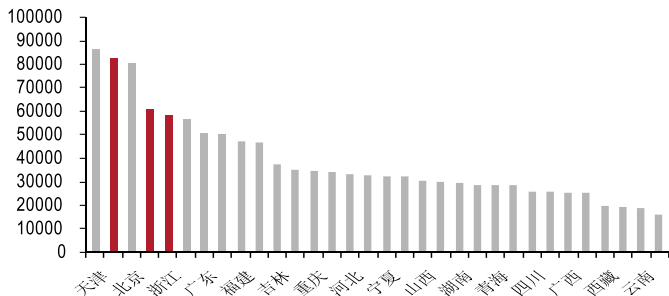
近期，关于常州成为鄂尔多斯之后又一“鬼城”的新闻不胫而走，成为行业内外争相讨论的话题。事情的源头是某财经类报纸记者对常州的一次“调研”，根据记者的描述，贯穿常州东西向所有繁华地带的武进区武宜路上的大批楼盘平均入住率都有限；到了夜晚，有大规模的项目处于一片黑暗当中，有的楼盘一栋楼上只有几盏灯亮起。

在我们看来，常州和鄂尔多斯的情况完全不可同日语，两个城市无论从区域一体化、产业经济发展还是房地产市场成长性需求角度来看，都没有任何可比性，而常州目前个别区域入住率相对较低，和当地市场当前所处的发展阶段有重要关系。

### 1、常州拥有整个中国最发达的长三角经济圈为依托

常州所处的长三角经济圈给其带来得天独厚的发展优势，随着区域一体化格局的形成，常州产业经济将受到越来越大的带动作用，另外，对于房地产市场来说，长三角同城化的发展模式势必将使得区域内人口流动更加常态化，市场规模空间将因此得到新的扩充。

2011年全国各省人均GDP对比（单位：万元/人）



数据来源：统计局

其一，作为我国经济发展的领头羊，长三角城市群GDP总量占全国比例长期保持在20%左右的水平。从人均GDP角度看，2011年上海达到8.25万元，江苏和浙江两省分别达到6.22万元和5.92万元，江浙两省均超过了广东省，从中我们可以清晰地比较出，同为中国经济的领先地位，长三角的平均发展水平更胜珠三角；另外，对比周边省份，领先优势更为显著，长三角的外部四省山东、安徽、江西和福建分别是4.71万元、2.56万元、2.61万元和4.72万元，总体经济发展水平的落差决定了长三角诸城对外部地区，尤其是安徽和江西两省具有强大的资源吸附能力，包括投资资金和优秀人才，而常州南部直接与安徽省接壤，其经济发展对内受到长三角的拉动，对外是吸收外部地区资源的第一站。

其二，产业错位布局基本形成，长三角经济发展根基稳固。从现代城市发展规律来看，同区域城市群之间的产业分工是大趋势，所有产业部门齐全的城市是不存在的，同时也是不合理的，与中国另两大经济大区珠三角和环渤海相比，长三角当前城市群之间的产业错位发展的格局更加合理。近年以来，随着上海经济发展路径的转变，未来将重点发展新能源等九大高新技术产业，浙江主要覆盖纺织、轻工、装备制造、医药、建材、汽车、船舶、冶金、石化等九大产业；而江苏则主要覆盖纺织、轻工、钢铁、有色金属四大传统产业，深入到江苏省内部，城市之间继续细化，江苏、无锡、南京等发展顺位较早的城市当前正集中面临产业升级，而包括常州在内的诸多后发型城市，在劳动力、资本等比较优势推动下，未来将继续在传统工业的道路上继续深造。在我们看来，产业发展规划成功避免趋同性，使得长三角城市群内部联合多于竞争，整个经济区的发展根基之稳固、质量之高冠绝全国。

其三，长三角路网建设日益完备，使城市之间的联系更加紧密。当前的长三角内部，沪宁线和沪杭线两大交通主轴之间城市连绵而下，当前这两条线路的城际连接已经完成公交化，自上海出发到达长三角任何一个地级城市都在2个小时之内，江苏省境内，更是在高速公路网布局的基础上，沿长江一线规划了多达11个过江通道，进一步拉近省内各城市间的联系。在我们看来，当前的长三角已经逐步实现了区域一体化构架，这势必将继续加强诸城人口的自由流动，我们相信这不仅会仅仅停留在商务层面上，随着产业结构在城市间的不断调整，这样的人口流动甚至将产生新的居住需求，对于常州、对于整个长三角城市群的房地产市场，都意味着新的活力。

## 2、常州拥有坚实的实体经济基础和广阔的城市发展空间

从长三角内部的分布格局来看，客观上讲，常州地理位置不如苏州和无锡，加上一些政治因素干扰，常州其实并未抓住2000年头5年的那轮发展机遇，当苏州和无锡凭借强悍的制造业实力已稳居全国单城市GDP前十位之时，苏锡常城市带的最后一站常州，其经济发展水平却仅仅在长三角诸城中暂居中游，纵观当前沪宁线主轴上的城市，根据2011年的GDP数据，苏州以10717亿元居首，

无锡和南京分别以6880亿元和6146亿元紧随其后，而常州3581亿元的水平甚至不如南通的4080亿元，仅仅比镇江的2311亿元高出一筹。

2011年沪宁线上城市GDP总量对比（单位：亿元）

城市	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
苏州	2802	3450	4027	4820	5701	6701	7740	9229	10717
无锡	1901	2350	2805	3301	3859	4420	4992	5793	6880
南京	1576	1910	2411	2774	3284	3775	4230	5130	6146
南通	1007	1226	1472	1758	2112	2510	2873	3466	4080
常州	901	1101	1303	1570	1881	2202	2520	3045	3581
镇江	641	781	872	1022	1207	1408	1672	1988	2311

数据来源：统计局

然而，尽管错过了前一波机遇，但近些年来随着苏州和无锡的产业升级、以及长三角路网体系的进一步完善，常州正以迅猛的速度补强自身的产业经济，统计数据显示，2009—2011年三年间，常州规模以上工业主营业务收入年均增长速度达到18%，超过苏州、无锡的15%和14%，与2000年头5年的大幅落后形成鲜明对比；更值得一提的是，2011年受劳动力成本上升、人民币升值等因素影响，苏州规模以上工业利润总额自2004年以来首次同比下降12%，而常州该数据却依然走在上升通道内，同比上涨13%，从中可以初步反映出未来长三角产业继续分工的大方向，即苏州、无锡、南京等进入后工业化时代的城市，其传统制造业将逐渐转入常州、南通、镇江等城市，这符合一个地区基础产业不断向外铺开的发展规律，对于常州来说，当前其实已进入高速工业化的轨道中，其后劲正逐渐显露出来，而坚实的实体经济将带来更强大的人口吸附力，对于房地产市场来说，潜在需求也将不断扩张。

苏锡常三市规模以上工业利润总额走势（单位：亿元）

城市	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
苏州	343	310	423	591	796	896	1039	1507	1320
无锡	263	212	255	351	491	528	737	946	1113
常州	114	78	96	142	189	220	277	414	468

数据来源：统计局

### 3、常州房地产市场正为进入持续扩张期作最后的蓄力

从行业经验来看，一个城市房地产市场在原始积累进行到一定程度后，需求会在某一个时间点上突然开始释放，这个契机并无特定规律，有可能是某个宽松性政策、某个大市场氛围，甚至某个引人注目的项目开盘等，而此时间点即可认为是这个城市市场正式进入扩张期的起点。我们可以大致划定长三角诸城房地产市场的发展顺序，以上海1998年为第一波，杭州2002年左右崛起为第二波，南京、苏州、无锡、宁波、温州2004-2005年相继崛起为第三波，之后2009年常州、扬州、徐州、绍兴、嘉兴等即为第四波，如果我们仔细对比各地市场进入扩张期之初的情况，则不难发现，伴随着商品房交易量的高企，政府推地和企业开发的热情也随之高涨，表现在数据上即是房地产开发投资的明显加速。

我们以2004-2005年那波城市为例，苏州2005年商品房销售面积较前一年暴涨60%，一举达到1130万平方米，同年商品房开发投资额也突破400亿元，而在此之前苏州年房地产投资额长期在100亿元上下徘徊；同样的事情也发生在无锡，其商品房销售面积在2004-2005年持续增长35%和46%，市场进入扩张阶段，与此同时当地房地产开发投资额也从每年不足100亿元的水平一跃突破200亿、直逼300亿元；反观常州，自2009年商品房销售面积暴增83%后，开发投资规模也正以每年100亿元的速度攀升。

南京、苏州、无锡、常州商品房销售与投资走势（单位：万平，亿元）

城市	项目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
南京	销售面积	445	608	944	1011	1138	699	1187	823	684
	开发投资	183	292	296	351	445	508	595	748	840
苏州	销售面积	615	707	1129	1391	1914	1007	2346	1514	455
	开发投资	177	334	414	470	601	718	724	935	573
无锡	销售面积	305	410	597	649	768	537	1111	1045	434
	开发投资	101	195	227	276	378	449	463	612	618
常州	销售面积	206	237	423	479	579	504	923	916	538
	开发投资	52	97	114	171	225	308	306	409	507

数据来源：统计局

在我们看来，随着开发投资在短期内的爆发式增长，当然会引发城市商品房市场供应的集中释放，因此在这个时间点上部分区域新建楼盘会出现类似空置的假象，这也正是常州当前被误认为“鬼城”的原因，其实这些所谓的“空置”随着市场需求的逐渐跟进会自然消失。其实不光是苏州、无

锡，即便是北京、上海，在其城市建设重心向外围推进的过程中，局部市场也曾经出现过类似的情况，典型的例子如2004-2005年期间的上海松江新城，同样的新楼林立，同样的居民“稀少”，但之后随着松江产业园区的发展和轨道交通线路的开通，人口开始持续导入，当前松江新城已经成为上海房地产市场交易最活跃的区域之一。

时至今日，苏州和无锡的房价已从2005年时4000元/平上下一路上涨至当前的9000元/平，相比之下，当前常州6500元/平左右的房价水平未来还有充足的提升空间，另外值得一提的是，由于常州城区面积和无锡类似，相对偏小，根据第六次人口普查数据其人口密度达到1223人/公里，远远超过苏州的751人/公里和南京的1159人/公里，在整个江苏省内也仅比无锡和南通略好，这决定了在未来房地产市场的发展过程中，常州市场的供求矛盾将异常激烈。

#### 南京、苏州、无锡、常州商品房销售均价年度走势（单位：元/平）

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
南京	4073	4477	5304	5089	7185	9565	9528
苏州	4430	4591	5146	5692	6423	8243	9065
无锡	3679	4000	4573	5375	5997	7764	8670
常州	3683	3991	3943	4363	4831	6041	6913

数据来源：统计局

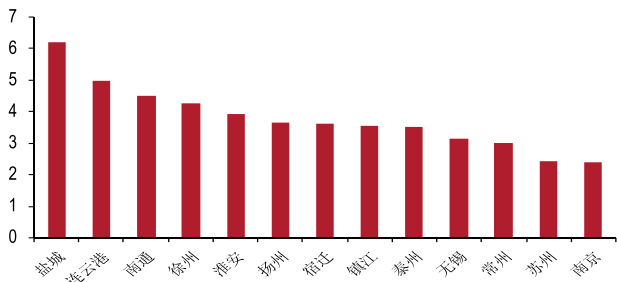
## 连云港：市场阶段性风险突出，未来发展有望化解鬼城尴尬

在最近网络盛传的三四线鬼城名单中，位于江苏省最北端的港口城市连云港赫然在目，被质疑做多的当属于连云港下属县——赣榆的滨海新城，一方面是拔地而起的高楼：赣榆新城创联大厦、三兴大厦、金苑宾馆等10幢标志性建筑已经基本建成，规划馆、博物馆、图书馆、档案馆、文化艺术中心“四馆一中心”、中澳国际广场、体育公园、赣榆县第一中学已竣工投入使用；但是另一方面，楼房空置率高，城区内人气不足。

### 1、土地消化周期接近5年，现阶段土地供应过量问题突出

从数据上看，连云港的土地市场确实已经存在相对严重的供需失衡情况：截止至2010年末，连云港的土地消化周期为4.99年（接近5年），在江苏省13个地级市中仅次于盐城，在全国287个地级市中位列第48位，也就是说进了前20%。对比苏南几个经济相对发达的城市如苏州、无锡和常州，土地消化周期分别为2.41年、3.15年和3.02年，省会城市南京更是只有2.39年。可见，连云港的土地市场确实存在着放量过度的问题。

截止到2010年末江苏省地级市土地消化周期一览（单位：年）



数据来源：CRIC

### 2、地处长三角边缘、港口优势不明显，导致经济发展水平相对落后

为什么连云港的房地产市场的需求无法支撑起政府目前的一个土地放量的节奏？最根本的原因在于其相对落后的经济发展水平。数据显示，2011年连云

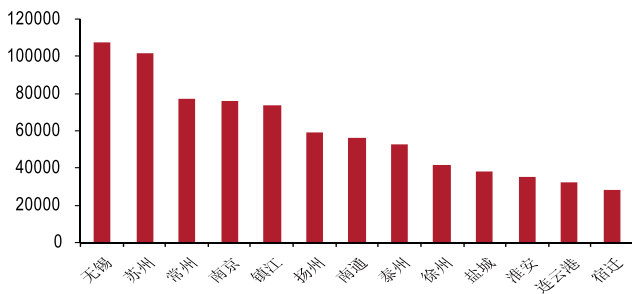
港人均GDP为32119元，在江苏省13个地级市中倒数第二，不足无锡市的1/3，即使在苏北5个城市中甚至不如徐州、盐城和淮安。

之所以会造成这样的现状，我们认为主要有两方面的原因：

一方面，地缘劣势。连云港地处江苏省的最北端，新中国成立之初曾一度划归山东省管辖，1953年始才划入江苏省辖区范围。而从地方政府的政策倾向来说，苏南由于靠近长三角的中心上海，一直是江苏省政府重点发展的地区，在过去的30年中，苏北则几乎成了被遗忘的角落；

另一方面，港口优势不足。作为全国首批沿海14个对外开放的城市之一，加之濒临东海的地理优势，连云港的发展在大多数人的印象中不至如此，但是事实是，连云港并没有从这个港口城市的身份中捞到太多的好处，其中原因主要有两点：第一，港口自然条件欠缺。连云港滩涂众多，不低的维度导致一到冬天就容易结冰，大大降低了港口的货物吞吐量；第二，腹地支撑力不足。作为欧亚大陆桥和陇海线的最东端，连云港本应成为远东地区重要的交通枢纽之一，然而由于陇海沿线的城市，如商丘、郑州、洛阳、西安、天水等，在过去的30年中的发展远远不如长三角、环渤海和珠三角地区，这是造成连云港的港口优势大大不如上海港、天津港、大连港、广州港等的重要原因之一。

2011年江苏省地级市人均GDP一览（单位：元）



数据来源：2011年江苏省统计年鉴

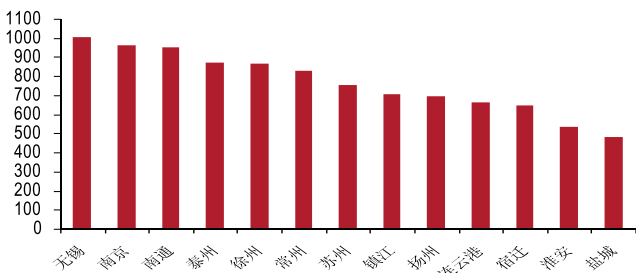
### 3、人口规模不足、居民购买力有限，尚未形成房地产市场有效需求

正是由于连云港并不发达的产业经济，造成了两个直接制约当地房地产市场的关键性因素：一方面，人口规模的不足无法对当地的房地产市场形成数量上的支持；另一方面，居民收入水平的偏低无形中制约了当地的房价的上升空间。

首先，连云港的户籍人口本身就不多，本地人对房地产市场的需求相对不足。通常来说，一个地区的人口密度越高，其当地居民对住房的刚性需求就相应地越强烈。道理很简单，同样是90平方米的房子，住了5口人的家庭肯定要比住了3口人的家庭更容易产生新增的住房需求。数据显示，截止到2011年末，连云

港的户籍人口密度为663人/平方公里，在整个江苏省排名倒数第四，而同期的南京、无锡和苏州分别为966人/平方公里、1011人/平方公里和757人/平方公里。

2011年江苏省地级市户籍人口密度（单位：人/平方公里）



数据来源：2011年江苏省统计年鉴

其次，连云港表现平平的经济发展情况，使得其对外来人口的吸引力非常有限。从户籍常住人口比来看，2011年连云港的这一数据高达1.15，在江苏省13个地级市中仅次于宿迁，也就是说连云港目前还是一个以人口输出为主的城市。本身户籍人口密度就不高，再加上外出工作的人口流出，这就造成了连云港房地产市场的需求量相对有限，起码就现阶段而言，尚且无法形成对当地住房市场的有力支撑。

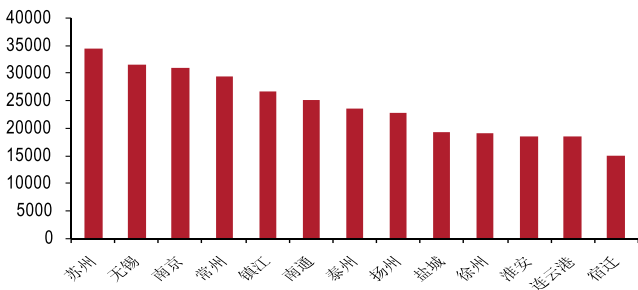
2011年江苏省地级市户籍人口/常住人口比值（单位：万人）

城市	户籍人口	常住人口	户籍人口/常住人口
苏州	642.33	1051.87	0.61
无锡	467.96	643.22	0.73
常州	362.86	464.97	0.78
南京	636.36	810.91	0.78
镇江	271.86	313.43	0.87
扬州	460.05	446.3	1.03
南通	764.88	728.91	1.05
泰州	507.12	462.6	1.10
淮安	543.24	480.34	1.13
盐城	820.69	723.74	1.13
徐州	976.66	857.26	1.14
连云港	505.18	438.61	1.15
宿迁	555.05	476.64	1.16

数据来源：2011年江苏省统计年鉴

此外，从城市购买力水平来看，当地居民的购买力尚且无法支撑一个可以带来开发商更多收益的价格水平。正如我们此前一直强调的，判断一个城市当地的房地产市场需求，不仅要看量的指标，更要看质的指标。也就是说，我们更关心的是，在当地所有产生购房需要的家庭中，有多少家庭是能够真正转化成实际成交的有效需求。数据显示，2011年连云港全市的人均可支配收入为18483元，这个成绩在江苏省再次排到了倒数第二的位置，几乎只有苏州同期水平的一半，而无锡、南京和常州的人均可支配收入也几乎都达到了30000元以上的水平。可见，就现阶段而言，连云港当地的购买力水平在整个江苏省内处于明显偏低的水平。

2011年江苏省地级市人均可支配收入一览（单位：元）



数据来源：2011年江苏省统计年鉴

#### 4、房地产市场阶段性风险能否化解，将取决于其未来经济发展前景

观察整个江苏省经济的发展版图，我们不难发现：地区的经济发展水平几乎和其距离上海的空间距离成正比相关。另外一个非常有意思的现象是，苏南的几个重要的工业城市，如苏州、无锡和常州，其产业园区均位于城市的东南角，也就是靠近宁沪线的一端。上海1小时经济圈内的苏州、无锡，在21世纪的头5年就已经进入到了一个加速发展的通道，截止至2011年末，无锡的工业增加值突破3000万元，苏州更是达到了5555万元；而位于2小时圈内的常州、南通和扬州，其工业增加值也在2007年以后依次突破1000万元的大关。毫无疑问，作为泛长三角经济圈的一员，随着产业转移的逐步推进，诸如盐城、淮安、连云港这样的苏北城市必然会在未来的某一个时间点承接下来从苏南，苏中转移出去的基础工业。从这个角度来说，连云港地区产业经济的崛起仅仅是时间的问题。

此外，作为一个典型的港口城市，连云港未来港口产业的发展前景也非常可观。正如前面提到的，前面30年连云港的港口优势之所以很好的没有发挥出来，其中最重要的原因之一就是受所连接的腹地城市的经济发展水平不济所拖累。但是放在30年后的今天，我们看到陇海铁路沿线的几座中西部的城市已经在承接从东部沿海地区转移的基础制造业。其中最典型的莫过于中部大省河南

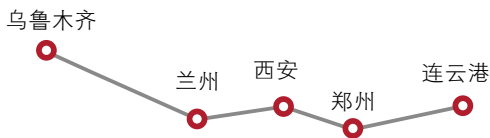
2005—2011年江苏省主要城市工业增加值一览表（单位：亿元）

城市	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
苏州	2520	2979	3442	4025	4265	4916	5555
无锡	1593	1861	2154	2428	2652	2987	3463
常州	720	875	1048	1209	1302	1531	1769
南通	677	821	1022	1220	1319	1568	1840
扬州	470	555	682	822	914	1075	1241
镇江	482	580	688	809	897	1040	1176
泰州	406	502	602	723	825	981	1132
盐城	393	476	577	700	790	936	1112
淮安	216	259	322	340	450	537	661
连云港	167	212	259	304	342	432	518
宿迁	126	163	211	265	305	386	503

数据来源：2011年江苏省统计年鉴

省会郑州，截止至2012年年末，郑州全市GDP总值达到5547亿元，而相邻的山西省会太原仅为1610亿元，这一数字甚至高出了合肥、南昌这两个从物理距离上更贴近长三角地区的省会城市。因此我们认为，伴随着欧亚大陆桥沿线几个中西部重镇，如郑州、西安这样城市的逐步崛起，势必会进一步增加对连云港货运能力的需求，届时连云港作为陇海线的起点的交通枢纽优势将会逐渐凸显。

## 第二欧亚大陆桥中国境内沿途主要城市



总而言之，在我们看来，一方面，现阶段连云港的明显偏低的经济水平导致的人口集聚规模和购买力的相对不足，确实还不能支撑起当地政府现在的土地供应规模；但是另外一方面，由于连云港毕竟还是处于长三角经济圈内，势必将在不远的未来承接从上海、苏南等地区转移出去的产业，而作为一个典型的港口城市，伴随着中西部几个典型工业重镇的逐渐崛起，如果当地政府抓住这一历史机遇，改造滩涂深挖河道，尽可能提高港口的运输能力，那么在可以看到的将来，连云港的产业经济一定会像当年的苏州、无锡，现在的常州、南通一样，逐渐步入一个高速增长的时代，届时现在的“鬼城”自然会被不断增长的人口规模逐渐消化。

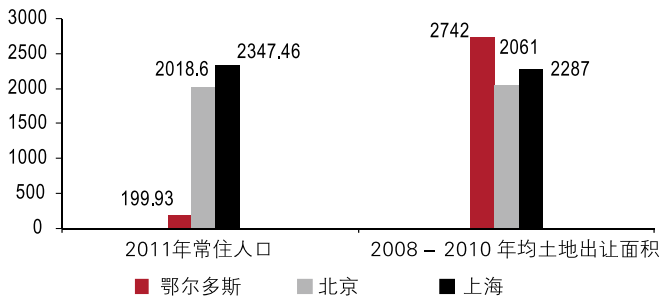
## 鄂尔多斯：凭资源产业实现暴富， 房地产需求稳定性严重缺乏

说起鬼城，人们第一个想到的或许就是鄂尔多斯——空荡荡的大街、空置的房屋、大量停建的工程，这些直观的感受都跟鄂尔多斯联系在一起，特别是在康巴什，一座投资50亿元打造的面积达32平方公里的新城，最初是为100万人居住、生活和娱乐而设计，而如今这个地方却几乎没有人居住，人口仅有2.86万人，康巴什这座空城似乎已经成为中国房地产泡沫的“最佳展品”。细细探究一番，我们不难发现，造成这一现象的根源无疑是来自鄂尔多斯不健康的“造城运动”。

### 1、鄂尔多斯惊人土地供应规模催生住宅市场投资过热

据鄂尔多斯统计局公布的数据显示，截止到2011年底，鄂尔多斯的常住人口为199.93万人，在一个人口约为200万的城市里，它的土地供应量却是异常惊人。数据显示，2008-2010年，鄂尔多斯的土地出让面积平均达到了2742万平方米，甚至远超北京、上海等一线城市。这种大规模的土地开发明显已经超出了鄂尔多斯实际的需求，后果可想而知。

鄂尔多斯与北京、上海常住人口及土地出让面积比较（单位：万人，万平方米）

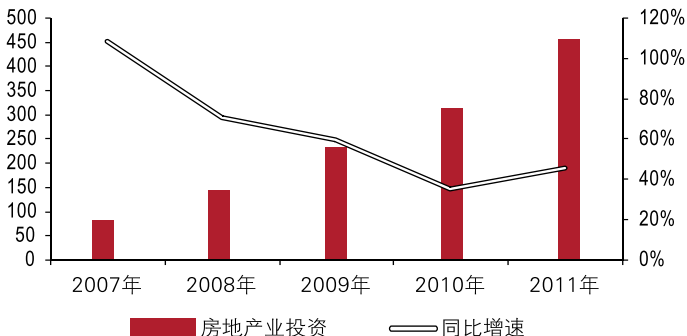


数据来源：企业年报、CRIC研究中心

巨量的土地供应催生了鄂尔多斯房地产投资的不断攀升，据统计，从2007-2011年，鄂尔多斯房地产业的投资额年平均增速超过了60%。而2011年

底，鄂尔多斯商品房的施工面积也已经达到了4122.4万平方米，较2007年增长了6倍之多，这种超常规的开发投资活动显然给市场的去化能力带来的巨大的压力。

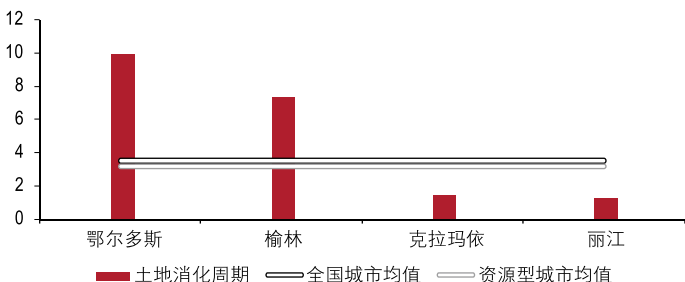
2007-2011年鄂尔多斯房地产业投资额及其增速（单位：亿元）



数据来源：统计局

据CRIC发布的《中国城市房地产市场投资风险研究报告》显示，作为资源型城市的鄂尔多斯，以其2008-2010年的土地出让面积和商品房成交面积计算，鄂尔多斯的土地消化周期达到了9.7年（一般认为，土地消化周期大于3年有风险，大于6年则具有高度风险），在全国288个地级市中高居第五位，也远超全国3.5年的均值，这个数据显然已经揭示了鄂尔多斯的土地供应已经严重过剩，未来市场供应将面临较大的风险。

资源型城市土地消化周期均值



数据来源：统计局

除了巨量的土地供应难以消化之外，鄂尔多斯大量停建、缓建的在建工程也是其“鬼城”迹象的主要标志，这一点，在商品房竣工面积这一数据上也能很好的得以体现。2011年，与鄂尔多斯4122.4万平方米的施工面积相比，其竣工面积却仅有60.2万平方米，仅为施工面积的1.5%，这一比值在2010年也仅有6.9%，而在2007-2008年，这一比值平均在70%左右，可见自2010年以来，鄂尔多斯已有大量工程处于停工状态。

2007-2011年鄂尔多斯商品房施工面积及竣工面积比较（单位：万平方米）

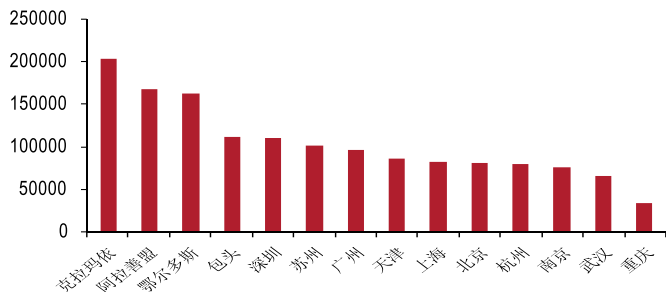
	2007	2008	2010	2011
施工面积	584.5	535.6	3158.3	4122.4
竣工面积	392.2	386.5	217.36	60.2
竣工面积/施工面积	67.1%	72.2%	6.9%	1.5%

数据来源：统计局

## 2、依靠资源优势实现经济腾飞，但产业结构极为单一

鄂尔多斯为何能在这些年搞如此大的“造城运动”，其背后必然是有强大的经济发展作为支撑。鄂尔多斯因为“羊、煤、土、气”而扬眉吐气。据统计，2007-2011年，鄂尔多斯的GDP增速年均保持在20%以上，发展速度着实惊人。而从人均GDP的角度来看，早在2007年鄂尔多斯的人均GDP就超过了北京、上海。2011年，鄂尔多斯的人均GDP达到了163014元，位居全国第三；另一个让人惊讶的数据是，鄂尔多斯每百户城镇居民拥有家用汽车54辆，而上海则仅为18辆。可见，随着鄂尔多斯居民财富的不断增加，为其投资购房奠定了基础。

2007-2011年鄂尔多斯商品房施工面积及竣工面积比较（单位：万平方米）



数据来源：统计局

但鄂尔多斯的结构极为单一，社会财富的积累更像是一个“暴发户”。鄂尔多斯是个典型的资源型城市，在“羊、煤、土、气”中，鄂尔多斯的原煤生产可谓是其经济的支柱。2011年，鄂尔多斯的原煤产量达到了58793.75万吨，是全国总产量的1/6。而2012年，其煤炭产量更是达到了6.3亿吨，煤炭产业增加值占到工业增加值的60%多，非煤产业只占30%左右，产业结构单一，产业层次低，这样一种工业经济结构成为了其可持续发展的障碍。

除原煤之外，鄂尔多斯还有约占中国1/3的羊绒产量，约占全国探明储量的1/3的天然气资源，还有非常适合建立特大型风场、实施光伏发电项目的风能 and 太阳能资源，鄂尔多斯是个不折不扣的资源富集区。

但是这种纯粹靠自然资源带动经济发展的发展模式现如今正逐渐成为阻碍其经济继续腾飞的掣肘。尽管2007年以来，鄂尔多斯的GDP增速年平均依然保持在20%以上，但是其增速却在不断的下降，2012年，鄂尔多斯的GDP增长率仅为13%，较2007年已经几乎下降了近一半。从三次产业结构来看，其增速均在持续下滑，GDP的增长仅依靠以煤炭为主的第二产业来拉动。

### 3、人口吸附能力不强、市场缺乏稳定需求，“鬼城”现象短期内恐将持续

依靠资源优势，鄂尔多斯实现了经济的腾飞，人民财富得以迅速积累，而大量的房地产开发投资和其相对应的高空置率，也使得鄂尔多斯逐渐被认为是“鬼城”。现在回过头来看看，究竟是什么原因让鄂尔多斯沦为人们眼中的“鬼城”，事实上，归纳起来，关键还是在于两点。

一方面是由于鄂尔多斯的产业结构极为单一，主要还是依靠以煤炭为主的第二产业来拉动经济增长，这种粗放的重工业对于外来人口的吸引力显然十分有限，而房地产市场的需求是需要人口的流动和聚集来支撑的。据统计，2011年鄂尔多斯199.93万的常住人口中，户籍人口就达到了154.2万人，占到了77%。以此来看，鄂尔多斯对外并不具有强大的人口吸附能力，其市场需求绝大多数还是来自于本地，市场容量和潜力显得不足。

另一方面，鄂尔多斯居民“暴发户式”的财富积累使得其拥有大量闲散的资金，而落后的城市基础设施建设（包括休闲娱乐设施）使得当地资金除了房地产市场之外缺乏更多释放途径。从这个角度说，鄂尔多斯的房地产市场不是由需求支持，而是由资金支持，大量资金的涌入使得鄂尔多斯的房地产市场更多的是一种投资投机性的市场，而缺乏一个稳定的市场所需要的刚需支撑，这样的市场结构容易导致楼市泡沫的产生。一个典型的例子就是鄂尔多斯星河湾项目，其2011年9月份开始认购以来，1900余套房源仅消化不到十分之一，房价更是从一开始的3万多降到2万多，最后直到15000左右。

## 鹤壁：经济落后的人口输出型城市， 房地产投资盲目扩张

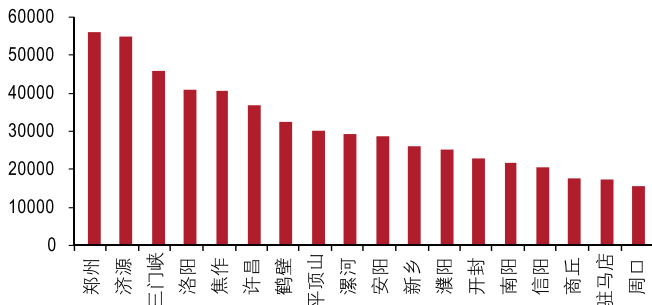
近两年三四线城市中“鬼城”现象频现，鹤壁连同十堰、常州等城市一同被列入“鬼城”行列。而鹤壁的房地产发展的核心问题则有别于其他城市，宏观上来看，鹤壁城市发展成都缓慢，人口及城市居民经济水平偏低；而相对而言，鹤壁城市房地产发展增速过快，造成了市内商品房消化不良的现状；同时，政府为追求政绩，采取过于激进的新城区扩建规划使得鹤壁进一步巩固了“鬼城”的地位。

### 1、经济发展仅处于河南省中游水平，为典型的人口输出型城市

截止到2011年年底，鹤壁市辖4个市辖区、2个县，包括浚县、淇县、淇滨区、山城区、鹤山区和鹤壁经济开发区，城镇和乡村人口数量几乎持平，城镇化水平达到49.8%。4个市辖区中山城区和鹤山区是老城区，而新城区是淇滨区，而人口主要集中在鹤壁市区以及浚县两个区域。

鹤壁市整体经济发展较缓，2011年，鹤壁全市常住人口的人均生产总值为32544元，位于原本经济水平便处于全国中低水平的河南省的中等水平；2011年鹤壁全市生产总值为510.93亿元，同比上升19%，城市GDP从2009年开始增速明显放缓，连续三年增幅明显低于2008年之前的平均增幅，可以看出城市近年来经济创收出现瓶颈，导致经济发展减慢步伐。

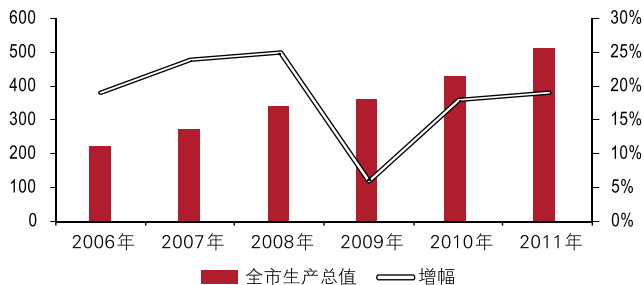
2011年河南省各省辖市常住人口人均生产总值表现（单位：元）



数据来源：各地统计局

城镇居民人均可支配收入为17255元，较河南省平均水平低940.26元，虽然同比上升14.6%，但自从2008年金融危机之后，经济输出严重以来煤矿业的鹤壁受打击较大，近五年本地居民可支配收入水平增速缓慢，而对于商品房的购买力也相对较弱。

2006-2011年鹤壁全市生产总值走势（单位：亿元，%）

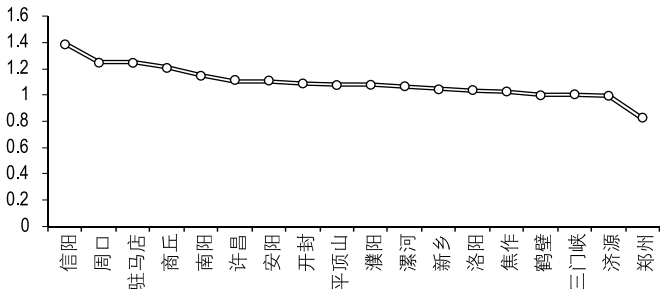


数据来源：各地统计局

2011年城市统计公报显示，鹤壁三产比重为11%、71.5%和17.5%，其工业占GDP比重高达71.5%，增幅15.6%为三产中最高，而直接影响城市城市化水平的第三产业占比则仅为17.5%，同比增长8.2%，第三产业增至低于河南省8.4%的平均水平。

以煤炭化工为支柱产业的鹤壁，产业结构单一，商业发展迟缓，经济难以出现快速增长，导致城市人口呈流出态势。截止2011年年底，鹤壁人口总数仅为159万人，常住人口158万人，户籍人口和常住人口比值为1.01，在整体人口输出较大的河南省城市中位于平均水准，同样也反映出城市对于外来人口吸引力较为不足。人口输出型的鹤壁，在整体城市人口基数较低的基础上，无法吸引外来人口导入，同时人口输出逐年增加，导致城市人口发展缓慢，这也为鹤壁房地产存量正常消化奠定了基础。

2011年各省辖市户籍人口与常住人口比值



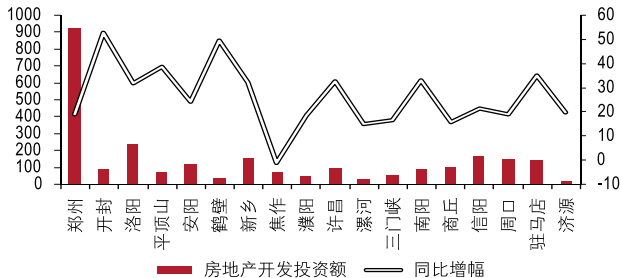
数据来源：各地统计局

## 2、近两年来当地政府大力发展房地产业，投资、新开工规模井喷

与鹤壁市城市经济发展速度缓慢相矛盾的是，近两年来鹤壁市房地产业发展速度迅猛，2011年鹤壁市房地产投资额为36.65亿元，同比增长49.8%，增长幅度位于河南省所有省辖市的第二位，仅次于开封的52.8%，而2010年鹤壁市房地产投资额增幅则达到60.5%，位于全省第三。

纵观近十年鹤壁房地产投资的走势可以发现，由于鹤壁房地产行业起步较晚，同时投资基本依靠本地开发商，虽然房地产投资总量不高，但其实鹤壁房地产开发规模在2006年便已开始处于逐年高速增长的状态，近五年平均增幅达到43.5%。特别是2010年后，房地产投资规模陡然上升，其中，新开工面积增幅连续两年处于90%的增幅高位，房地产销售面积则保持年均三成左右的稳健涨幅，在房地产投资速度明显高于消化速度的情况下，直接反应鹤壁市房地产市场出现大量滞销的情况，进一步将鹤壁推进“鬼城”深渊。

2002—2011年鹤壁市房地产开发投资额走势（单位：亿元）



数据来源：各地统计局

鹤壁激进的房地产投资规模增幅固然未来可以带动城市实体经济的上扬，但是城市房地产发展缺乏经济和人口支持，本地经济落后且发展缓慢导致大量本地人口流出的同时，无法吸引外来人口导入，同时依赖单一产业的本地居民经济水平较差，购买力不足，无法消化市场堆积的商品房数量，导致鹤壁房地产市场消化进入死循环。

2010、2011年鹤壁市房地产开发投资及销售情况（单位：万元，平方米，%）

	2010年	涨幅(%)	2011年	涨幅(%)
房地产开发投资额	244699	60.5	366500	49.8
商品房新开工面积	1270238	93.5	2384059	87.7
商品房销售面积	779157	30.8	1037299	33.1

数据来源：各地统计局

### 3、地方政府政绩观促使三四线城市房地产市场盲目扩张，空城由此而生

在三四线城市中普遍出现一种现象，便是政府领导为追求政绩，在城市建设上面大写文章，所谓为加强城市现代化和城镇化程度出谋划策，希望以此展现政府官员的能力。

政府官员追求政绩使得国内各地出现的“鬼城”其发展模式均相对雷同，即通过政府部门从老城区迁至新城区的举措，带动新城区的区域发展。由于政府部门土地是划拨的，使得政府在在这一举措中赢得的是低买高卖的金额数据，亮眼的GDP数据以及光鲜的城市形象。房地产投机者也簇拥而至，特别是二三线城市，在拥有一定配套基础的情况下，投资者的投入也变得义无反顾，长久下来可能造成大批量的“空置”；相对而言，鹤壁则缺乏投资这部分需求，本地购买力不强和外来人口导入无力，使得鹤壁更容易出现滞销的“鬼城”模式。

但是，这样的城市发展模式有其致命的弊端，便是缺乏产业支撑，也是导致“鬼城”出现的最大原因。政府在规划新城的时候并不会仔细考虑产业的导入，致使区域内就业机会较少，进而导致导入的人群只能选择远离住所的工作，因此在新城导入人口时便会出现阻碍，居民在购买新城区域楼盘的时候存在抗性，便会出现滞销的现象，大面积的房屋剪完后只能空置于此。

鹤壁便是这样的典型案例，鹤壁政府早在1992年便在老城区40公里外建立新区，便是现在的淇滨区，但是由于新城区缺乏产业基础，导致20年之后区域商业配套仍然极为匮乏，新城区的住户只能每天跋涉到老城区上班，区域内几乎没有任何产业在内，清一色是地产和相关专业生活配套项目。硕大的一个新城至今人口仅仅27万，城区发展既得不到经济扶持，也没有人口的支撑。然而，政府的扩张决策仍未停息，根据河南省委、省政府最新批复的《鹤壁新区建设总体方案》，鹤壁新区规划面积约130平方公里。

很多地方政府错误的把城市化看做是促进经济发展的手段，没意识到城市化却是经济发展的自然结果，导致政府单纯地获得了华丽的GDP数字和城市外表，却因无产业支持浪费了社会资源。

“鬼城”在全国范围的蔓延，根源在于政府对于土地财政的过度依赖，利用城市开发优化政府业绩表现，使得诸如鹤壁这样的城市出现政府扶持下的大规模投资建设甚至重复建设，以极端方式拉动经济增长，我们认为这也是全国范围内三四线城市成为“鬼城”的主要原因。

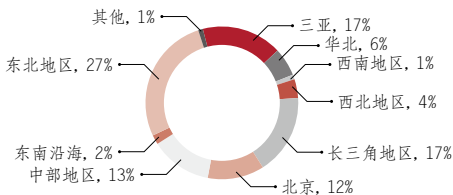
## 三亚：旅游房地产市场发展空间有限， 房价偏离本地刚需购买力

三亚城市房地产定位即为旅游地产，长期以来，行业内外一直有观点认为：三亚楼市空置率极高、开发速度过快、且有“豪宅化”倾向，在一年之中除了旅游旺季，其他时间多数楼盘内居住人口寥寥无几，几乎成为一座“鬼城”。在我们看来，三亚的旅游地产确实存在一定的投资风险和泡沫。

### 1、旅游地产的项目定位决定三亚市场高空置率

首先，旅游地产的性质导致三亚旅游地产的空置率较高。三亚旅游地产的产品线一般都是依托三亚的海景资源临海而建的集旅游、休闲、度假、居住为一体的置业项目。既然是休闲度假的产品，其客户定位一定不在三亚市区本身的客群。一般，三亚的市场定位多定位于有旅游度假需求兼具投资需求的高端外地客户，长三角、东北地区客户占很大比例，这类客户的聚集主要是因为三亚美丽的海景资源对其而言具有稀缺性，而三亚本市的客户则较少成为旅游地产的客户群。

三亚商品房成交结构客户来源分析



数据来源：中国旅游地产服务集团营销统计

我国法定节假日

节假日	放假天数	连休天数
周六/周日	104	2天
元旦	1	3天
春节	3	7天
清明	1	3天
五一	1	3天
端午	1	3天
中秋	1	3天
国庆	3	7天

然后，国内对旅游地产的需求其实有限，主要是基于以下两个原因：第一，我国实行的假期制度以短假为主，这决定了我国很难有真正意义上的度假需求，而对于两三天的短途旅行，此类旅行住酒店的成本会远远低于购买旅游地产的成本。第二，我国居民普遍还没有度假式第二居所这样的观念，即便是对生活品质有较高追求的城市富豪阶层，大多也还没有类似在第二个

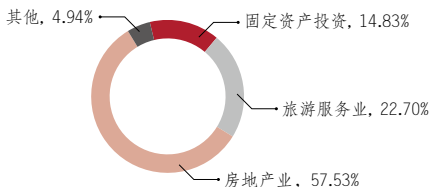
城市小住度假这样的习惯。从这两方面出发，事实上在我国开发旅游地产产品，这样的意识是略有超前的，这对于三亚这样大规模投资旅游地产的城市而言显然也是不利的。

最后，我国三亚的旅游地产在产品开发商存在一定的缺陷，配套设施和基础设施建设较不完善。三亚的旅游地产多为高端项目，多配备五星级酒店、高尔夫球场等高端休闲度假配套，但是此类配套的消费水平普遍较高，而且此类配套运营成本较高，并不可能全年开放。其实，多数旅游地产项目的配套是为酒店客人准备，而不是为所住居民配备，所以基本都不配备最常见的设施，例如：菜场等，甚至有些项目做的金碧辉煌，但基础的道路配套还未建设完全。所以三亚旅游地产并不适合旅游者长期居住，这必然又反过来导致空置率不断上升。

## 2、全城发展旅游地产推高三亚房价，严重偏离本地刚性需求购买力

三亚政府过度依赖三亚的旅游地产，甚至财政收入中税收收入的五成以上来自于房地产行业，政府的过度依赖必然会导致旅游地产供给居高不下。三亚2011年旅游总收入157亿元，成为三亚政府财政收入、居民收入的主要来源。在三亚地方一般预算收入中，税收收入完成44.5亿元，其中2011年三亚旅游服务业提供地方税收10.1亿元，同比增收1.8亿元，增长21.7%，成为三亚市财政收入增长最可靠的来源。由于三亚房地产市场定位旅游地产，所以在旅游业的带动下，三亚的房地产业提供地方税收25.6亿元，同比增收1.4亿元，增长5.8%，占整体税收收入57.5%，占财政收入51.2%。

2011年三亚财政收入中税收收入组成



数据来源：三亚统计局

由于三亚全城聚焦发展旅游地产，而这类产品档次普遍偏中高档，加上近几年以来旅游地产概念的逐渐火热，导致三亚土地价格持续上涨，从数据上看，2008年时三亚市经营性用地成交均价还仅仅只有3058元/平，时隔4年之后的2012年已经达到6185元/平，地价已然翻番，近几年以来加入到三亚市场的全国品牌企业诸多，而这些企业的加入使得三亚土地市场的竞争更加激烈，对地价的上涨起到推波助澜的作用。

不断上涨的地价对房价起到强大的推动作用，到目前为止，不仅位于海岸线边上的海景旅游地产项目均价高企，连三亚市区不少区域的普通商品住宅均价也已接近万元，这对于三亚本地刚性需求居民来说，无疑是很难承受的，站在这个角度说，过度聚焦旅游地产市场已经导致房价严重偏离了当地购买力水平，这对于三亚市场的未来发展来说将是不小的隐患。

历年三亚经营性用地成交均价走势（元/平方米）



数据来源：三亚统计局

## ◎ CASE 小结

### 一二线几无鬼城，个别三四线城市确有较大风险

总体来说，从当前我国房地产市场发展现状来看，一二线城市（省会级以上城市）由于经济发展水平相对较高，除城市本身人口规模较大、购买力较强之外，对区域人口的吸附能力也通常较强，因此对于这类城市，我们认为只要供应不出现“天量”规模，则市场短期内的风险都可以被逐渐化解，典型的案例如2004—2005年期间的上海松江新城，在松江产业园区和大学城两大区域利好因素的带动下，大批开发商进入松江开发项目，由于时逢国家第一轮房地产宏观调控，加上松江新城当时生活配套设施仍在建设中，因此当地一度也成为外界调侃的鬼城，但时至今日，随着上海市区人口的持续导入，当前的松江新城已经成为上海房地产市场交易最活跃的区域之一，当时的鬼城之说自然也就成为了笑谈。综观当前一些被称为鬼城的一二线城市，在我们看来其中大多是类似当年松江新城境遇的城市。

对于三四线城市，客观上讲，我们确实有所担忧。自2010年本轮房地产调控正式拉开帷幕以来，一二线城市市场一度跌入历史最低谷，这直接导致房地产企业越来越多地将目光集中到三四线城市，使在房地产行业黄金十年中始终处于配角地位的三四线城市一下子跃入舞台中央；而站在地方政府的角度来看，房地产市场的兴盛无疑对其财政收入的提升将起到极大推动作用，因此三四线城市显然也乐于看到更多房地产企业进入当地开发项目。正是在政企两方共同的热情推动下，确有一部分三四线城市房地产市场出现了投资过快的问题，而这些城市确实有可能在未来一段时间内成为鬼城。

全文概要

## 全国真假“鬼城”巡礼

### 一、鬼城传闻多有偏颇，三大因素决定城市市场中长期发展

- 1、去年以来鬼城传闻不绝于耳，主观感受、静态分析造成颇多误读
- 2、三大方面要素决定城市房地产市场中长期发展空间

### 二、贵阳：省会城市积聚全省人口资源，市场需求源源不断

- 1、省会城市优势资源集聚，贵阳经济发展水平在省内遥遥领先
- 2、社会福利、城市基础设施方面贵阳在省内一枝独秀
- 3、人口集聚为贵阳房地产市场提供源源不断的住房需求

### 三、常州：城市经济发展前景良好，房地产市场正处于起步期

- 1、常州拥有整个中国最发达的长三角经济圈为依托
- 2、常州拥有坚实的实体经济基础和广阔的城市发展空间
- 3、常州房地产市场正为进入持续扩张期作最后的蓄力

### 四、连云港：阶段性风险突出，经济发展有望化解鬼城尴尬

- 1、土地消化周期接近5年，现阶段土地供应过量问题突出
- 2、地处长三角边缘、港口优势不明显，导致经济发展水平相对落后
- 3、人口规模不足、居民购买力有限，尚未形成房地产市场有效需求
- 4、房地产市场阶段性风险能否化解，将取决于其未来经济发展前景

### 五、鄂尔多斯：资源产业实现暴富，市场需求稳定性严重缺乏

- 1、鄂尔多斯惊人土地供应规模催生住宅市场投资过热
- 2、依靠资源优势实现经济腾飞，但产业结构极为单一
- 3、人口吸附能力不强，“鬼城”现象短期内恐将持续

### 六、鹤壁：人口输出型城市，房地产投资盲目扩张

- 1、经济发展仅处于河南省中游水平，为典型的人口输出型城市
- 2、近两年来当地政府大力发展房地产业，投资、新开工规模井喷
- 3、地方政府政绩观促使三四线城市房地产市场盲目扩张，空城产生

### 七、三亚：旅游地产市场空间有限，房价严重偏离刚需购买力

- 1、旅游地产的项目定位决定三亚市场高空置率
- 2、全城发展旅游地产推高三亚房价，严重偏离本地刚性需求购买力

### 八、结语：一二线城市几无鬼城，个别三四线确实有较大风险





**企业之道**



## 合生创展： 持续发展还需三方面优化

在市场环境不断变幻过程中，合生创展坚持自身的慢速周转模式，想继续依靠土地升值来获得溢价，这样的模式在现在的市场环境下已经很难生存，企业战略应时而变迫不及待。

昔日“华南五虎”之一的合生创展，自1998年上市以来发展较为稳健，凭借大盘开发和高端精品模式，北京珠江帝景、天津京津新城等大盘项目销售情况优异，在2004年销售额已经突破100亿元，成为首家业绩突破百亿的内地房企。

然而对低速周转模式的固守、内部架构僵硬、应变能力欠缺等因素使得合生创展近几年业绩增长缓慢。2010年之后，市场进入深度调控阶段，一线城市需求受到政策打压，拥有大量一线城市项目和土地储备的合生创展业绩开始下滑。

一方面，合生创展原本寄予厚望、投入巨大的天津京津新城项目，由于所在地区发展低于预期，开发后期的销售速度较慢，合生创展的大盘模式宣告失败。

另一方面，家族化企业运营能力欠佳的弱点也充分暴露出来，老板对职业经理人的不信任，导致总裁职位数次易主。人员的不稳定直接影响企业的运营能力。

事实上，拥有大量一线城市土地资源的合生创展，依然有其反扑的实力。合生创展一线城市土地资源价值在上市企业中名列前茅，今年销售目标上调至170亿元，一旦房地产市场形势转暖，土地价值便能转换成销售业绩的贡献。不过，集团要真正重返开发商强手之列，还需要拓展拿地渠道、丰富产品线布局、拓展商业项目运作等三方面的改变来实现。

## 应变能力欠缺，三大模式拖累集团发展

合生创展作为“华南五虎”之一，企业在发展模式上具有其独特的特点。但是，合生创展从辉煌到没落，受到诟病的是其开发模式的不合时宜：企业一直以来通过低价收并购土地，捂盘，依靠土地上涨，来实现企业高利润的回报，在企业的发展模式上可以看到，企业的项目档次过高，且集中在一线城市使企业的整体模式过于高端，企业的发展大多依靠超大盘，资金投入量过高，而土地升值模式使土地开发缓慢，总资产周转率低下。

**大盘开发模式牵扯企业精力财力。**合生创展惯用大盘模式，通过在一、二线城市购入大型地块进行综合性开发。大盘开发模式固然有其优点，销售效率较高，营销成本相对较低，但是一旦出现类似选址失误等情况发生，那么超大的投入就会造成企业资金周转方面出现瓶颈。

**高端精品模式阻碍企业业绩增长。**合生创展一直以来都是以开发高端豪宅为主，企业在发展初期得益于其高端定位，在市场上树立了良好的口碑和品牌效应，随着政府市场调控开始，限价，限购政策的实施也使房地产业受到了很大的打压，尤其是高端项目严重受到挤压。企业的布局主要集中在一线城市，这样的布局本身有一定的局限性。由于一线城市处于政策调控的中心点，加上企业项目主要集中在高端豪宅项目，项目销售不畅将加大企业资金周转的压力。

**土地升值模式降低企业周转效率。**黄金十年，依靠土地的自然升值，开发商赚得盆满钵满，合生创展就是这样一家依靠土地升值发家的典型企业。然而在调控的重压之下，土地升值模式不可持续，仍然坚持土地升值模式而直接带来的后果是企业资金链的风险和周转率的降低。

在市场环境受到调控影响的今天，多数企业都通过大幅度降价促销来改善现金流，而合生创展依然坚持利润导向，势必使企业处在竞争的劣势，在弱市环境下，将严重影响企业的周转情况。不愿降低利润率使合生创展出现项目的大面积滞销。

## 总裁职位数次易主，家族化企业运营能力欠佳

除了发展模式上存在一定弊端外，合生创展的家族化企业运营模式也制约其运营能力的提升。截止目前，合生创展连续9年业绩停滞不前甚至持续下滑，已逐渐淡出了国内顶级地产企业行列，也从曾经的地产界“华南五虎”之首退至最末，其中一个主要原因普遍认为是家族化管理模式的缺陷所造成，主要体现在家族化管理模式与职业经理人之间逐渐恶化的矛盾，家族化管理模式导致专业运营能力欠缺，以及家族化管理模式容易导致决策失误三方面。

**家族化管理模式与职业经理人之间矛盾恶化。**2012年3月14日，合生创展发布公告，宣布接受原执行董事兼总裁薛虎辞去集团总裁一切职务，自3月1日起生效。在此之前，从2003年开始合生创展已经在8年内共更换了4任总裁，“走马灯”式的企业高层更替使得业内对合生创展及朱氏家族的家族化管理模式提出众多质疑（图1）。

早在2003年，合生创展第一任总裁谢世东辞职。谢世东之后，合生创展的行政总裁职位长时间空缺，直至2005年4月，时任广东省省长助理的武捷思辞官下海，被朱老板以数百万的高薪聘请成为合生创展新任行政总裁。武捷思的履历是历任总裁内最为光鲜的，但仅仅3年，武捷思便以身体健康原因辞职，但究其辞职原因还是就公司管理理念上存在分歧。

2008年2月，朱孟依提拔公司华北总经理陈长缨为集团新任行政总裁，陈长缨之前是中海地产高管，2003年进入合生创展担任董事等职务。2010年1月21日，陈长缨以希望“投放更多时间于其个人事务”为由辞去企业总裁一职，与合生创展友好分手。尽管如此，“家族企业和职业经理人之间存在着一定的权益不相匹配”的观点还是被一再提起作为陈长缨辞职的真正原因。

陈长缨辞职之后，薛虎立刻走马上任。2010年初，合生创展在新总裁薛虎的带领下，高调启动高端产品战略，宣布高端物业、高档住宅、高级商业将成为合生创展未来发展的三大支柱，打造高端产品五大体系。但是在其出任行政总裁以来，合生创展经营状况没

有摆脱长期低迷走势。而薛虎，也如历任一样在合同未到期之际选择了离开。据一位已离职的原合生创展职业经理人透露，薛虎辞职同样也是因为他与董事局经营理念不同而产生分歧，老板不放手，但是薛虎身在其位又要承担相应的责任。

图1：合生创展历任总裁更替：

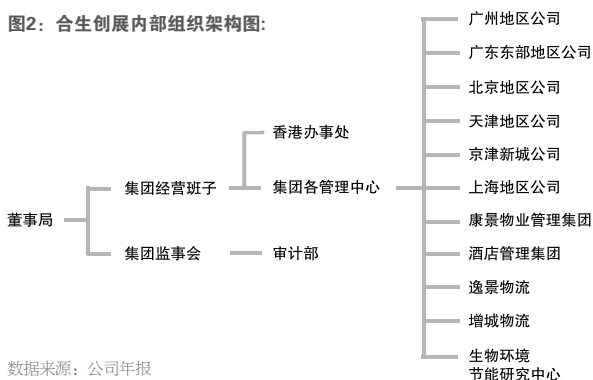


不得不承认，合生创展的频繁换帅，业内普遍认为与朱孟依老板的“不信任、不放手”或许存在一定关系。而管理层发生频繁变动，一方面是由于朱孟依亲力亲为、强势的性格导致；但也不能排除是为了给其家族式管理铺路的原因。其实，从朱老板女儿朱桔榕担任集团常务副总裁便可看出，但这并非是朱孟依家族化运作的开端。

截至最近一次公布日期，合生创展集团董事会组成包括：

六名执行董事：朱孟依（主席）、张懿、项斌（副主席）、欧伟健、廖若清以及朱桔榕；三名独立非执行董事：朱颂熹、黄承基以及陈龙清。从董事会成员中可以看到，年纪轻轻的朱桔榕借助家族直系关系担任企业高管职位，考虑到其行业资历略浅与其高管职位有所不符，一定程度上也使得企业内部特别是来自职业经理

图2：合生创展内部组织架构图：



数据来源：公司年报

人们产生心理上的变化。除此之外，长子朱一航担任珠江商贸董事长，二公子朱伟航进入珠江投资工作，这一系列举措均能看出朱孟依执行其家族化运作的决心（图2）。

当企业发展到一定规模时，家族化管理模式很容易出现问题，首先，家族管理层的成员往往受到自身能力限制，从而影响企业发展，这个现象在国内的家族化企业中非常普遍，也往往会引发与职业经理人之间的矛盾，进而影响公司在业绩上面和整体运营的表现，而如果年轻的家族管理者们能充分利用职业经理人在专业能力上的优势博采众长，避免企业内部矛盾，那么“家族兴盛”也未尝不可，但如今朱氏家族在这方面还需要进一步改善。

**家族化管理模式容易导致决策失误。**早年朱孟依凭借其超前的眼光发展壮大珠江合生创展，但随着其年龄的增大，眼光和决策力逐渐跟不上节奏，家族集权式管理的弊端便越来越明显。朱孟依的坚持及屡次对职业经理人意见的不采纳直接导致了合生创展在多项决策上出现的重大失误。

其中，商业地产定位上的错误是导致近年来大举投资商业地产的合生创展无法获得业绩上突破的重要原因。回顾企业历史，其在2009年开始转战商业地产界，但是因为管理处于困局而陷入发展受阻甚至停滞不前的态势。而按照合生创展企业战略规划，2012年开始企业将在保证高品质住宅项目开发的同时，继续加大商业地产和产业地产的投资开发力度，同时合生创展期望，近年来企业大量投入使用的商业地产能够对企业未来几年的业绩和财务产生明显的补充。然而事实上合生创展的商业地产计划2007年中旬便已成立，经历了武捷思、陈长缨两个时期，动作幅度都不大，直到2010年薛虎上任，企业在商业地产方面的定位才逐渐清晰。

长达5年在商业地产方面的酝酿期期间，合生创展管理层出现频繁变动，可以看出，朱氏家族或者是朱孟依本人对于商业地产的要求苛刻而历任的决策均无法满足其胃口。而另一方面，朱孟依在商业地产方面的心急导致合生创展在开发商业地产时过早地追求大体量，这与朱孟依在住宅定位方面的大盘策略相似，但显然不适用于商业地产，大体量商业地产最多只能为合生创展再融资方面赢得一些优势，但从长远发展考虑是极为不利的。

此外，公司内部对商业地产的概念定位以及发展战略也出现分

歧，特别是在管理层出现频繁更迭之后，以朱氏家族成员为主在决策上的失误频繁发生。业内盛传，因朱家某位公子拍板失策，导致合生创展在广州郊区所持有的某宗项目恰与政府规划背道而驰，但碍于各种因素，高层只好一直用大量的资金填补这宗仍未开发的项目，这恰恰与早些年的“京津新城”的区位决策错误相类似。可以比较清晰地看出，合生创展企业决策层浓厚的家族化管理气息导致的决策失误一直存在，并持续影响着企业发展进程。

## 土地储备价值突出，一线城市土储同行中领先

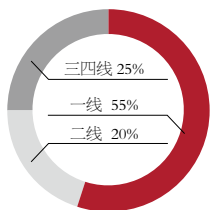
虽然合生创展在企业运营上存在一定的问题，并且家族化企业运营能力欠佳，但是其土地储备资源价值突出，企业在未来仍然拥有强大的潜力。

从合生创展的发展模式来看，合生创展将自己定义为“优质资产驱动型发展商”，企业通过在内地深耕城市，依靠核心项目长期开发，从而获得土地增值，这种运营方式已经被众多港资房企实践和证明过，目前在内地房企中，合生创展是最为典型的代表。

黄金十年中，地价上涨的幅度远远大于房价。合生创展放弃在销售额排行榜上的追求，转而追求附加价值和优质资产驱动。在优质资产驱动的道路上，合生创展与香港老牌地产商长江实业的价值深耕精神不谋而合。合生创展的做法是，在保持适度销售规模下，聚焦珠三角、环渤海和长三角三大核心区域，在核心地段，追求在一定体量规模的项目上，进行价值深耕。

在这种战略引导下，合生创展在一线城市的土地储备在行业中保持领先地位，其在北京、上海、广州拥有的土地储备合计约1769万平方米，在土地储备总值中的比例高达近55%。其3185万平方米的土地储备总面积也在房企同行中名列前茅。其中，一线城市地价最为刚性，购买力最为旺盛；因此，在剧烈的市场波动下，其资产质量最值得信赖。同时，

图3：2012合生创展土地储备分布：



数据来源：企业年报；CRIC研究中心整理

部分经济活跃度较高的二线城市，土地储备的含金量也受到投资者的信赖（图3）。

目前各大券商机构普遍认为，近期一线城市土地市场回暖，而合生创展在北京、上海、广州拥有优质且成本较低的土储，相信将是最大受惠者，这也将推动其资产流转加快；企业将2013年目标业绩调高至170亿元，较今年的业绩提高了70亿元，这样间接反映了集团对市场未来的预期较高，由于企业拿地成本较低，平均土地成本仅每平米1700多元，企业今年的利润收益也将十分可观。

与此同时，合生创展的土地储备资源主要依靠早期通过收购和关联交易获得的大量地块，土地成本较低。这些地块主要位于一线城市，企业通过其兄弟企业和旗下附属子公司交易获得，地块普遍偏大。霄云路8号、京津新城等项目地块体量都较大，合生创展通过这些土地的开发在未来几年可以获得几倍的受益。随着房价的水涨船高，土地储备的升值潜力巨大，尤其是一线城市的地块，由于刚性需求旺盛，房价不断推高。

以霄云路8号为例，该总建筑面积达71.89万平方米，本期开发建筑面积为20.36万平方米，于2008年开盘，目前依然在销售中。从项目的土地存量来看，土地开发总量仅占项目总建筑面积的28%左右，未达到开发总量的一半。该地块地价为4万每平米，而销售价格平均在每平米80000元，按总建筑面积71.89万方计算，其权益估值在288亿元左右。可以看到，合生创展的霄云路8号地块总价值较拿地时翻了一番，而企业在其他一线城市土地储备均有类似的情况。因此，从企业土地储备的总货值来看，企业仍有大约1500亿左右的货值。合生创展较高的土地货值在未来的销售中将是强有力的保证。

## 积极应对市场，三方面优化促进企业持续发展

尽管合生创展的土地价值突出，今年业绩增长势头受到普遍看好，但若是希望在未来达成业绩的强势反弹，使企业重新走入可持续发展的轨道，首先在市场方面势必不能遭遇如2011年那样的阻

碍，其中最主要的便是国家限购政策的一再从紧；然而进入2012年，国家政策放缓带动全国市场的逐渐回暖，去年年底之前，一线城市的高端需求更是处于加速释放的阶段，这恰恰契合合生创展多年来始终驻守一线城市，坚持优质地产的经营理念。企业产品的大批量入市带来资金的迅速回收也变得指日可待，但是除此之外，在未来市场被普遍看好的大环境下，合生创展还需要究其自身做出相应的应对策略。

而从合生创展自身来看，企业需要作出相应的积极改变来进一步迎合全国整体的市场环境，可从拓展拿地方式的选择、优化产品线布局及适当改变企业内部管理模式三个方面，从自身出发改善企业运营状况，从而达到企业的可持续发展。

**避免关联交易，拓展拿地新渠道。**在土地市场公开化的趋势下，合生创展过往的拿地方式已经不支持其可持续发展。土地市场公开化意味着企业拿地行为将受到跟多的社会监督、而非正规购地方式行为将跟多的暴露在阳光之下，无处遁形。所以，合生创展需要通过拓展新渠道来扩大企业的拿地。

在过去的近10年内，企业的多数地块都是通过家族企业之间的关联交易获得。企业通过关联交易收购地块，收购价格相比原价折价率较高，并且净资产估值折让价格均小于30%的港股平均水平，导致股东的权益价值受损，股票在资本市场上受到质疑，产生对其核心价值的怀疑。另外尽管这种方法的拿地成本较招拍挂拿地低很多，但是可收购的土地资源总量有限，无法做到可持续发展，而且很难受到投资者认可。

近些年，合生创展已经在拿地方式方面做出优化及改善，近年来的拿地基本以招拍挂方式为主，虽然土地成本较原先内部关联交易的方式所拿地块价格高出了不少，但是招拍挂拿地方式的选择优化了企业发展区域的拓展选择，也有助于合生获得相对健康的可持续发展。

**加码二三线城市，丰富产品线布局。**合生创展需要做出优化其产品线的布局。目前，企业拿地的区域十分有限，主要都集中在一线城市

市，二线城市总量较少。随着限购令和限价令的政策持续，合生创展主要以中高端精品化为主的发展模式，风险还是较大的。而且合生创展在一线城市大体量地块上的总投入也较高，从目前来看，势必影响企业全国范围的销售业绩和资金运作。

在行业高周转的大趋势下，企业于一线城市布局过多，周转率低的情况下，需要适度在拿地成本较低的二三线城市进行拓展，特别是选择那些经济活跃度较高的二三线城市，其土地储备的含金量也相对较高。这样的布局选择能够帮助合生降低政策风险，通过快速周转改善企业的资金压力。同时还要适当调整产品线的布局，有利于企业稳定现金流、平衡利润率和周转率。

**优化管理机制，助力商业项目运作。**合生创展需要加大商业项目的运作能力，同时也需要改善商业项目相应的人才管理模式。合生创展在北上广等一线城市核心地段已逐渐形成相当规模商业地产布局，这些商业项目不仅为集团提供了稳定的现金流和合理的资产负债状况，也在未来行业调整深化过程中，为合生创展保持了稳定的盈利能力水平和风险抵抗能力。但目前，合生创展商业项目整体收入不到集团总收入的5%，未来建议可以通过加大商业运作来提高企业整体收益。

**另外，对商业地产人才的适当管理也是助力商业地产成功运作、增加商业地产收入的关键因素。**商业地产的成功需要人才的积累，就如同企业要成功关键在于用人一样。合生创展管理模式中存在浓烈的家族色彩，进而使得总裁职位上的职业经理人数次易主，所以，总结过去，合生创展应适当对职业经理人进行放权，在管理机制的进行适当优化，平衡家族与职业经理人的权利，促进企业人才在商业地产运作方面带来“正能量”。

全文概要

## 合生创展：持续发展还需三方面优化

### 一、三大模式拖累集团发展

- 1、大盘开发模式牵扯企业精力财力
- 2、高端精品模式阻碍企业业绩增长
- 3、土地升值模式降低企业周转效率

### 二、家族化企业运营能力欠佳

- 1、家族化管理模式与职业经理人之间矛盾恶化
- 2、家族化管理模式容易导致决策失误

### 三、土地资源价值仍然突出

- 1、市场逐渐回暖，一线城市资源价值突出
- 2、每股净资产价值较高，今年股价飙升

### 四、三方面优化促进企业可持续发展

- 1、避免关联交易，拓展拿地新渠道
- 2、加码二三线城市，丰富产品线布局
- 3、优化管理机制，助力商业项目运作



## 富力地产： 发展节奏失准，商业助其走出低谷

受困于一二线城市及持有型商办发展战略，近年来富力地产周转速度相对较低，商品房销售规模的增长亦较为有限，2007年至今企业销售规模仅增长了1.12倍，远远落后于保利、绿城等业绩原本相差不大的企业，并且也在被融创、佳兆业等行业新贵逐渐赶上。

昔日“华南五虎”之一的富力地产，自上市以来销售业绩增长情况良好，2007年富力凭借销售额161亿元排行全国第四，并且位列“华南五虎”之首。然而对商业的地产的巨大投入，以及调控对行业的巨大影响，使得集团对商业地产的投入与产出严重失衡，资金链受到极大挑战。富力不得不采取战略收缩，减少拿地来降低净负债率。到了2012年销售额仅排名第15位，5年时间富力地产快速掉出全国房地产企业第一集团。

### 发展节奏失准，脱离第一集团

2012年富力地产业绩出现下降。集团上半年实现净利润13亿元人民币，同比下滑35%，总营业额84.4亿元，同比下降了23%，企业2012年末销售金额为322亿元，净利润55.02亿元，虽然较2011年分别有13%和14%的增幅，但排除2011年因为市场环境限制导致企业业绩下降因素，企业销售业绩同比2010年增速仍然较为缓慢。

对于2012年企业业绩下降，富力方面表示，企业纯利下降的主要原因是企业于其间向买家支付的总建筑楼面面积及交付物业的毛利较2011年同期减少，同时，2011年同期较高的盈利水平也加速了2012年上半年盈利同比下降的结果。

然而，深究企业本身因素，富力地产的对于企业发展节奏上的策略把控有失水准，主要体现在企业的发展节奏与楼市的发展周期

不吻合上面，企业选择旺季集中拿地来拉高企业库存，反而到了淡季则无力拿地，另外企业坚持以一二线城市为发展重心使得业绩易受调控影响，这些均为导致企业业绩出现降低的原因。

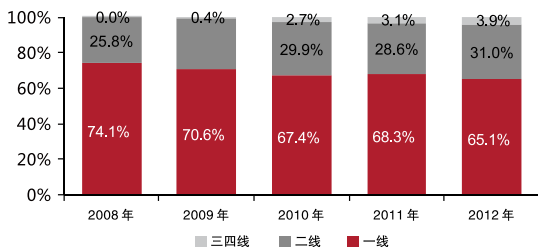
### 1. 坚持走一二线战略，受到调控影响严重

富力地产起步于广州，其业绩来源向来主要依靠广州、北京和天津市场，是一个名符其实的以一线城市特别是一线城市老城改造发家的房地产企业。企业从2004年开始在北京、广州等一线城市积极开发城市综合商住项目；到2006年下半年，企业开始着力在二线城市挖掘资源，打造数个以商业地产为主的50万平米以上的标志性项目。由此，富力地产建立了以一线城市市场为核心，二线城市为开拓点的区域开发战略，而这种严重依赖一二线市场表现的战略，在2005年国家政策逐渐从严之后，开始出现明显的弊端，也是造成企业业绩下滑的核心原因之一。

倚重一二线城市的富力地产，受限购政策影响极为显著。特别是2011年，市场环境紧绷的一年，由于限购政策陆续出台，富力地产在一季度的销售额便出现40%以上的巨大跌幅，为此企业不得不将原先400亿元的当年销售目标调低到了320亿元。

而一线城市业务为核心的结构短时间很难出现改变，2012年，富力地产销售表现中，一线城市销售金额占比为65.1%，销售面积

图1：富力地产2008-2012年销售金额城市能级分布变化



数据来源：CRIC

占比为48.4%，一线城市的两项数据仍然是占最大比例。纵观2008年至今的企业销售城市能级分布，一线城市占比呈现明显的下降趋势，而二线城市占比则显著增加，但是三四线城市的销售却依然屈指可数（图1）。

可以看到，企业对城市分布的合理性正在谋求改变，希望摆脱完全依赖于一线城市表现的态势，但是富力地产并没有随恒大、万科等大型房企一样，从2007年开始纷纷将发展重心转移到二三线乃至四线城市，而是坚持发展一二线城市的核心区域，之后受限购打压的结果已总所周知。

## 2. 旺季囤地急速扩张，库存高企风险加大

近几年，富力地产为了得到全国范围的急速扩张，进行了大面积的囤积土地。富力地产疯狂囤地行为开始于2007年，仅仅在2007年一年内，富力地产的土地储备增加幅度便达到46%，土储总建筑面积达到2617万平方米，当时这样一个土地储备量足够富力地产未来5年的开发建设。

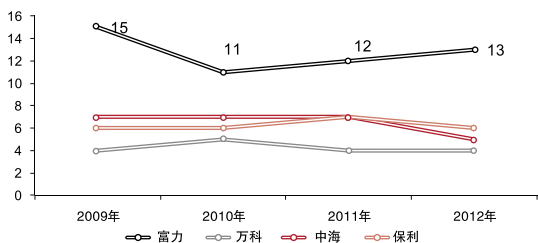
值得注意的是，房地产市场经过前两年的严厉调控之后，2007年的政策相对有所放缓，也使得这一年成为众多房地产企业捷报连连的一年，万科凭借当年541亿元的销售额领先于全行业，而富力地产也表现不俗，销售额达到161亿元，位列企业排行榜的第四。

富力在这一年的表现是极为活跃的，表现在业绩和拿地规模两方面。而再看富力2007年所拿地块的属性可以发现，这一年富力有效地将全国化版图扩展到了北上广及天津之外的成都、重庆、西安等10个城市。其中也不乏高价购入的区域“地王”。2007年下半年，富力拍的天津、佛山及广州三幅“地王”，合计总地价达到112亿元，其中天津津门湖单个地块的土地成本便也达到50亿元，成为当时土地成本最高的地块。富力地产如此不惜成本的激进拿地，使得企业库存出现高速增长。

回过头再看富力地产的土地存量，2012年企业年报显示，富力地产年底土地储备总建筑面积达到2861.6万平方米，可售面积为2742万平方米。企业土地储备总量从2009年开始持续增长，截止到2012年，土地储备量增幅达到19.3%，这反应了企业囤地行为效果明显，而同时入市项目又逐年减缓。

企业多年项目入市缓慢导致企业库存逐年垒高，进而使得富

图2：富力地产2009-2012年企业土地消化周期



数据来源：CRIC

力未来经营风险加大。从富力历年土地存量消化周期可以看到，2009至2012年土地消化周期保持在11年以上，2012年土储消化周期达到13年；对比行业标杆企业万科、中海和保利，其历年土储消化周期均保持在7年以内，其中万科仅为4.3年，富力过高的土储消化周期，耗费过多企业资金和资源，影响企业未来策略调整方面的空间和灵活度，企业经营势必面临巨大风险（图2）。

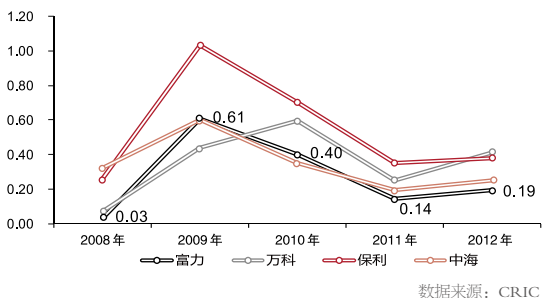
富力地产在市场旺季时候疯狂购地的同时，在市场相对淡市，企业本应该加大拿地数量的时候，富力却削减了拿地支出，据统计2011年富力地产仅新增了3宗地块，建筑面积仅136万平方米，耗资不足50亿元；2012年，企业年报显示也仅新增4宗地块，总建面仅153.2万平方米。在万科、恒大等房企大鳄纷纷拿地之际，富力地产却选择了观望，因此，企业业绩下滑在所难免。

### 3. 淡季拿地过度谨慎，业绩跌出第一集团

企业业绩下降的另外一大原因是由于企业在旺季拿地投入过大，导致到了政策从紧、房地产销售淡季的时候，企业无力与其他开放商竞争而选择谨慎拿地，造成旺季时企业在市场上缺乏竞争力。

纵观富力地产近几年的拿地节奏可以发现，企业挑选地块开始专注于具备购入至销售的周期较短的地块，从2010年开始拿地投入金额有大幅度缩减，而2011、2012年两年企业拿地规模更出现明显缩水，特别是2011年企业拿地较前一年下降了77.9%，而这一年恰恰是全国限购政策最严厉的一年，市场处于众人观望的态势，而富力在这一年也仅仅购入六批地块，其中集中在惠州、香河和文昌三

图3：富力地产2008-2012年购地、销售金额比走势比较

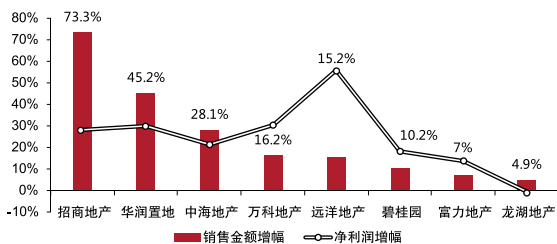


比，均呈现巨大下降态势。

从企业年度购地与销售金额比走势可以看出，富力地产该比值始终不高，从2011年开始全面低于行业内三大标杆企业万科、保利和中海，并且近两年该比值处于行业内偏低水平，企业在购地投资方面十分谨慎，还是因为企业囤地策略，导致的周转资金困难，进而企业无力拿地，这一些列因果关系的最后便是导致企业业绩下降（图3）。

企业淡季无力拿地，致使旺季销售乏力直接表现在企业销售业绩增长速度缓慢方面，进而直接导致富力迅速跌出房企销售第一集团。从2012年各大标杆企业销售额增幅排行来看，富力地产销售额增幅仅为7%，而且是在2011年企业销售金额下降7%的情况下完成，同比2010年的322.46亿元几乎毫无增长，而该增幅在远低于第一集团的招商、华润、中海和万科，甚至低于第二集团的远洋、碧桂园等企业；而从企业净利润增幅来看，富力地产增幅为13.6%，仅仅比龙

图4：标杆企业2012年销售额及净利润排列对比



湖地产的-0.4%略高，同样低于其他标杆企业。业绩增长表现无力，主要是企业对于发展节奏方面把握失准所造成，包括旺季集中囤地以及其关联的淡季拿地乏力，均是企业发展策略的问题所在（图4）。

## 资金沉淀商业，弱市周转不灵

商业地产的前期投入以及调控的不断深入使得企业资金周转出现了问题，负债率水平不断提高。与此同时，富力地产A股上市的计划也因为政策的收紧而泡汤，富力地产不得不通过努力削减拿地开支，来降低负债水平。

### 1. 资金沉淀商业地产，无力抽身驰援销售

富力地产从2004年开始进入商业地产领域，2003年，富力率先在珠江新城拿下了四块地块，开始了其商业地产的开发筹备。

商业地产有三个阶段：拿地，开发，运营，恰恰第三个才是最主要的创造价值的形式。商业地产在开发周期上需要花大量的时间和财力，作为一个投入周期长，收效慢，资金需求量较大的工程，企业对于商业地产的开发一般处于比较谨慎的态度，而富力地产在商业地产发展初期就大面积投入商业地产中；这是由于企业看中运营期后，商业地产产生的持续不断的收益。自从2004年富力地产涉足商业地产后，2005-2007年间，企业不惜耗费大量资金在广州、重庆、北京等地区拍得大量优质潜力商业地块，企业在当时，如此不惜重金拿地行为，在当时是比较少见的。特别是富力地产在珠江新城地区的大面积拿地在当时是不被看好的，但是随着这一地区被规划成为中国的第三个CBD地区后，发展潜力有很大改变（表1）。

在商业地产疯狂拿地的同时，富力地产在商品住宅开发投入的资金则捉襟见肘，这也间接导致了集团后几年中销售业绩的不振。企业早期以旧城改造为主，逐渐发展成为华南地区的优秀房企，这一方法使企业在拿地成本上压力较小，同时也可以快速拓展企业的品牌，但是企业在商业地产中较大资金投入，影响到企业的运营，而企业在2004年转型之后，资金的周转每况愈下，都是由于在商业地产的初期开发建设资金投入较高，且没有支柱产业来维持资金链。

表1：富力地产2006-2008年拿地信息

土地名称	城市	用途	出让时间	建筑面积 (万㎡)	成交价 (亿元)	楼盘价 (元/㎡)
富力盈凯广场	广州	商办	2006.4	14.30	6.16	4308
富力盈尊广场	广州	商办	2006.4	13.20	5.20	3945
富力盈泰广场	广州	办公	2006.4	10.10	4.60	4566
富力国际公馆	广州	商办	2006.5	8.10	3.60	4463
富力盈丰广场	广州	商住	2006.9	6.20	1.49	2380
富力盈信广场	广州	商办	2006.9	9.40	3.00	3173
富力现代广场	重庆	商住	2006.1	23.30	1.60	688
富力海洋广场	重庆	商住	2006.12	32.10	—	—
富力现代广场2期	广州	商住	2007.1	2.80	0.50	162
天津富力城	天津	商住办	2007.2	15.00	5.41	3608
富力熊猫城1期	成都	商住	2007.10	22.9	—	—
富力熊猫城2期	成都	商住	2007.10	24	—	—
富力现代广场	太原	商住	2007.12	30.40	2.51	822
富力广东大厦	天津	办公	2008-01-24	25.43	0.64	252
富力广东大厦	天津	办公	2008-01-22	12.06	0.36	299

数据来源：CRIC

## 2. 货币政策持续收紧，资金链危机终爆发

富力地产自2004年投身于商业地产后，其投资需求总量一直处于较高水平，商业地产的初期开发对资本总量的要求较高，且开发周期较长，而富力地产本不丰富的融资渠道更是雪上加霜。企业主要通过银行贷款融资等方式募集资金。企业2005年在港股上市后拥有了海外融资渠道，而2007年金融危机使企业在金融市场的融资能力出现显著下降，企业开始寻求商业地产A股上市途径来拓展内地融资渠道。

对于商业地产来说最重要的租户问题在金融危机期间出现严重的问题，金融危机的产生使得办公楼和商业设施的需求量持续下降，富力地产在此期间的商业地产的开发比例较高，2007年广州珠

江新城地区有7个重大项目在开发中。金融危机使得企业对于办公楼和商业设施的需求量出现明显下降，富力地产的投资项目无法快速回补资金，使得企业的债务压力剧增，富力地产2007年的净负债率达到140%，严重影响到了企业资金安全和发展。

从2007年富力地产的现金短债比来看，企业的现金短债比仅为0.31，严重低于行业中的其他典型企业。2008年更是降为0.22，达到历史最低点。富力地产从2006年开始疯狂拿地的行为导致了企业的投资量过大，过多的资金用于拿地行为，而企业在商品住宅这类资金回笼较快的项目上投入较少，金融危机爆发后，给企业的资金链带来了巨大的风险。

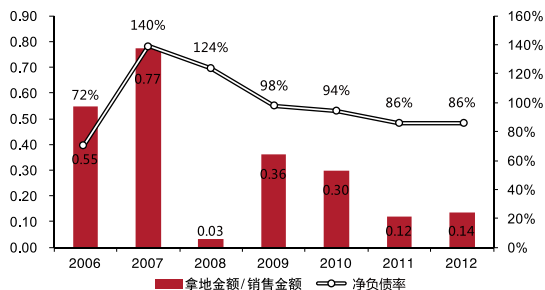
另外我们通过现金比率来衡量企业当期偿付短期负债的能力。从表2中可以看到，企业2007,2008两年的现金比率都为0.08。企业现金周转上的问题在金融危机中凸显，企业在过去的几年中大量的融资使企业的累计债务量较高，短期内还款压力一直高于其他典型企业，因此，造成企业的现金比率严重低于其他企业，负债压力短期内无法缓解。在2009年企业开始减少拿地，资金周转出现转机，现金比率回升至0.26，同比上升225%。

表2：2007-2009年富力地产与典型企业负债比较

时间	现金比率				现金短债比			
	富力地产	碧桂园	万科集团	保利地产	富力地产	碧桂园	万科集团	保利地产
2007	0.08	0.64	0.35	0.24	0.31	3.44	1.98	1.48
2008	0.08	0.28	0.31	0.28	0.22	2.03	1.12	1.27
2009	0.26	0.32	0.34	0.40	1.15	2.59	2.67	3.81

数据来源：企业年报、CRIC

图5：2006年-2012年富力地产负债与拿地数据比较



数据来源：企业年报、CRIC

### 3. 努力削减拿地开支， 净负债率大幅下降

2007年金融危机之后，富力地产的商业模式受到严重的考验，由于企业在商业地产开发初期无节制的拿地动作，给企业的资金安全性蒙上阴影，企业的现金流严重低于安全线以下，企业为了保证

商业地产的顺利发展，通过减少新拿地投资，减少企业融资及成本开支，进一步降低企业负债水平，引导企业走向合理轨迹。

从富力地产2006年至2012年的企业拿地情况可以看到，过于激进的拿地方式使企业的净负债率从2006年的72%飙升至140%，虽然2008年的拿地有大幅下降，但是净负债率依然高达124%。为此企业在2009年后开始决定通过减少拿地方式，降低企业的融资总量，削减投资支出，以此来降低沉重负债对企业运营带来的影响。这一企业战略实施后，企业2009年的净负债率降为98%，同比下降26个百分点。在2012年时已经降至86%，低于100%的安全线内。

2009年富力地产的拿地金额与销售金额比降至0.61，较2007年，下降了26%，随后几年中，企业拿地节奏开始明显放缓，企业拿地开始更重视必要性和选择性，拿地的总数和成交总价较往年下降很多。2012年拿地金额与销售金额比仅为0.19。在拿地数量下降的同时，企业的债务风险也随之降低（图5）。

## 渐入收获时期，商业价值显现

受困于一二线城市及持有型商办发展战略，近年来富力地产周转速度相对较低，商品房销售规模的增长亦较为有限，2007年至今企业销售规模仅增长了1.12倍，远远落后于保利、绿城等业绩

原本相差不大的企业，并且也在被融创、佳兆业等行业新贵逐渐赶上。

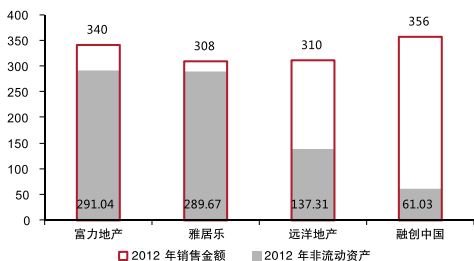
### 1.销售业绩保持稳定，住宅商业齐头并进

虽然，富力地产的行业地位受到了极大的挑战，但是毕竟富力地产拥有一二线城市优质的土地储备，在住宅销售方面仍然拥有较大的优势，在市场回暖的背景下，住宅销售业绩还将会保持较高水平。

得益于谨慎的拿地战略以及在商业地产持有项目的上持续投入，近年来富力地产资金面情况持续改善，抗风险能力亦逐

渐增加。不考虑新上市融资的龙湖、融创等企业，在香港上市的内地房企中，富力地产是2007年2011年净负债率下降最快的企业，企业净负债率下降达到53.6%。而在同等销售规模的房地产企业中，由于持有更多的商办项目，其接近300亿的非流动资产亦为最高（图6）。

图6：2012年富力与部分房企非流动资产对比

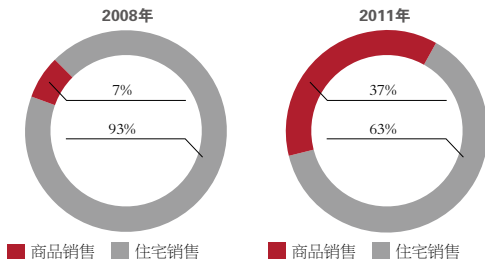


数据来源：企业年报

数据显示，2008年，富力地产仅有一个商办地产项目在售，全年销售金额近10.7亿元，占企业销售总额比例不足7%，而到了2011年，其商办在售项目已经遍布北京、广州、成都、惠州等

地，销售规模也已突破百亿元，年均复合增长率超过100%，为企业整体业绩的提升提供了强而有力的支持。尤其是富力地产的写字楼项目，经过2005年以来的长期孵化，企业的精耕细作，使得众多办公

图7：2008-2011富力商业销售占比变化



数据来源：企业年报

**表3：珠江新城富力持有项目一览**

地块	拿地时间	项目名称	总建筑面积 ( $m^2$ )	拿地均价 (元/ $m^2$ )	租售单价 (元/ $m^2$ )
I5-1	——	富力爱丁堡国际公寓	50000	——	——
M1-1	——	富力科讯大厦	61320	——	4.1元/天/平方米
A3-1	2006-8-31	富力威尔斯国际公寓	62460.9	2380	22,000-24,000元/ $m^2$
M1-9	2006-5-19	富力国际公寓	80660.3	4463	20,000-20,000元/ $m^2$
B1-3	2009-11-26	未定	91502.5	11038	——
B1-5	2006-08-31	富力盈信大厦	94556.6	3173	4-6元/天/平方米
J2-7	2005-10-14	富力丽思·卡尔顿酒店	100400	2380	——
D1-1	2006-04-27	富力盈泰广场	100735	4566	3.6-5元/天/平方米
F1-2	——	富力君悦大酒店	115000	——	——
A2-2、 A2-3	——	富力盈力大厦	95,799	——	3.3-4元/天/平方米
J2-5	2005-10-14	未定	110000	2380	——
B2-2	——	富力盈隆广场	87946	——	3-5元/天/平方米
J1-1	2006-4-1	富力盈凯广场	142990	4,308	
J1-4	2003-9-30	富力中心	160000	4271	5.5-7
M1-4	2007-9-29	富力盈尊广场	131816	3945	23000元/平米
猎德地块	2007-7-26	猎德地块	568230	8095	——

数据来源：CRIC

类项目实现了土地溢价和产品溢价的双重收益，也为业绩稳步增长提供有力支持（图7）。

## 2. 珠江新城价值凸显，加速推动业绩上行

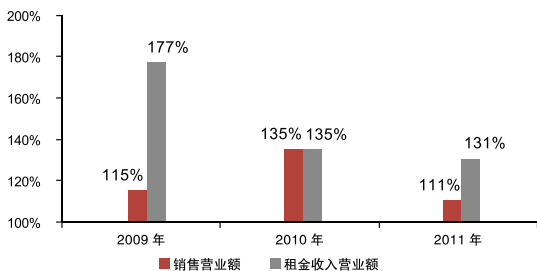
富力地产的，在珠江新城板块拥有大量的土地储备，商业地产价巨大。作为广州的新CBD，珠江新城已经显露出突出的价值，富力作为已在该区域开发商办项目达到16个之多深耕房企，必然将在未来更多地享受到区域经济发展带来的物业价值增长。项目密集可让企业通过内部项目的合理组合，多盘联动销售、多项目各业态组团服务等更为多变的产品构建模式，实现项目价值的二次提升（表3）。

### 3. 投资物业步入正轨，业务未来规模可期

除销售方面的良好表现外，近年来标杆房企商办项目的租金收入水平亦有较快发展。这主要还是由于重点城市健康良好的经济基本面，使得购物中心、中高端写字楼等大型商办的需求持续高涨，而在充足的需求保障下，近年来各大重点城市商办项目的租金收入持续上升，房地产企业的租金收入也自然也水涨船高，如龙湖地产在2009至2011两年间年全年租金收入复合年增长率即高达4成，至2011年期末企业的毛利率亦超过8成。招商地产亦预计旗下持有型项目的租金收入将以每年5%~10%的速度持续增长。

而富力地产作为主要布局于一二线城市的房地产企业，其持有型物业的收入发展更是如此，2008年-2012年三年间，企业商办类物业租金收入增长速度持续稳定在30%以上，四年的复合增长速度更是达到了44.3%，大大领先于销售类收入17.5%的复合增长

图8：2009-2012富力租金收入与销售收入发展速度对比

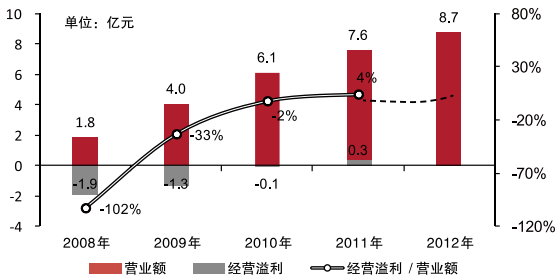


数据来源：企业年报

长速度。可以预见的是，虽然目前企业租金的在集团的整体收入中占比仍然不高，但是伴随着企业后续持有类商办项目的持续入市，以及旧有项目的继续发展，富力地产的持有型物业租金收入将会在集团营收中扮演越来越重要的角色，并会在最终成为企业稳定的主要收入来源（图8）。

而在酒店业务上，富力集团亦在较短的时间内实现了扭亏为盈。2008年，富力地产营业收入为1.8亿元，虽然高于持有型物业1.57亿元的租金收入，但是受困于产业的盈利模式，较高的销售成本及行政支出成本使得酒店项目入不敷出。年内企业高达1.53亿元的销售及行政支出及2.18亿元的销售成本使得年内酒店出现了-1.9亿元亏损。而到了2011年年末，受益于企业对自身经营模

图9：2008—2012富力酒店项目经营情况



数据来源：企业年报

式的调整，酒店业务首次出现经营盈利，年内经营溢利达到人民币3350万元。2012年，企业酒店项目经营规模亦持续上行，营业额达到8.7亿元，经营情况改善亦为可期（图9）。

富力地产之所以能够在短短的三年间实现扭亏为盈，这主要是得益于富力地产酒店管理能力的提升，2008年后，与万豪国际集团和凯悦酒店集团的深化合作大大提升了富力酒店业务的运营管理水平，三年间富力地产酒店营收规模增长3倍有余，但销售及行政费用仅为3年前的1.2倍，高效的运营团队为企业的盈利提供了坚实保障。

而另一方面则是由于在产业发展的刺激下，商办类项目的发展使得城市经济获得了更快地发展，并带来了更为频繁的城间商务往来业务及旅游出行需求，从而给酒店带来了充足的客源。在旺盛的需求保障下，一二线城市作为商务及旅游的热点区域，酒店也自然得以维持较高的人住率，从而进一步扩大项目的经营规模。

第三，在商办类项目租金持续上升的带领以及旺盛的需求竞争下，近年来重点城市的酒店客房租金亦相应上升，更高的单客消费额提供了更大的可盈利空间，从而使得企业能够更为轻松地实现项目盈利。

全文概要

## 富力地产： 踏错节奏致发展失速,商业成熟助走出低谷

### 一、发展节奏失准，脱离第一集团

- 1、坚持走一二线战略，受到调控影响严重
- 2、旺季囤地急速扩张，库存高企风险加大
- 3、淡季拿地过度谨慎，业绩跌出第一集团

### 二、资金沉淀商业，弱市周转不灵

- 1、资金沉淀商业地产，无力抽身驰援销售
- 2、货币政策持续收紧，资金链危机终爆发
- 3、努力削减拿地开支，净负债率大幅下降

### 三、渐入收获时期，商业价值显现

- 1、销售业绩保持稳定，住宅商业齐头并进
- 2、珠江新城价值凸显，加速推动业绩上行
- 3、投资物业步入正轨，业务未来规模可期

**[事实与观点]**

## 22城出台地方版“国五条”，调控力度被明显弱化

从3月30号至今，北京、上海、重庆、合肥、大连、厦门、济南、广州、深圳等22个城市陆续出台地方版细则。主要针对房价控制目标做出限定，大部分表述为“房价增幅不超过当地居民可支配收入的增幅”，意义并不大。对限购、限贷和个税政策则只字未提；尤其是代表性的京、沪、渝的细则，预期产生的调控效果同样明显偏弱，体现在三个方面：其一，政策着眼于细部调整，整体影响预计不大；其二，存量房交易个税调整对市场的影响力被严重高估；其三，二套房贷将作为储备政策，视调控效果而行。我们认为：新政效果比此前预期将更加有限，对于行业来说未必是一件好事。过快上涨行情必将引发中央政府更加严厉的打压，二套房贷、房产税等后备政策或许将提前被提前逼出。

## 百亿房企数量剧增，国企及均衡布局企业增长更快

3月31日，CRIC研究中心发布2013年一季度中国房地产企业TOP50销售排行榜，房企一季度业绩飘红，万科、中海、保利分列榜单前3名。房企集中度提升、业绩高速增长，销售金额、销售面积方面与去年同期相比显著提升，百亿级房企的数量在2013年出现大幅度增长，今年一季度销售业绩超过百亿的房企共计14家，强者恒强的局面再度被证实，百亿企业和50亿企业的业绩增长依然全面领先，尤其像碧桂园、保利、华润等。另外，在行业长期调控的背景下，国企及全国化布局房企增长能力凸显出来，这类企业对市场环境变化的应对更为灵活。

## 标杆房企价格营销动力不足，刚需户型仍获市场认可

近期随着“国五条”细则的公布，二手房市场异常火热，买卖双方成交活跃。相对于二手房的热火朝天，房企在新盘上的动作显得冷静了很多。根据近期房企公布的业绩看，对比去年同期，标杆房企都取得了不俗的成绩。在市场回暖，业绩提升的大背景下，房企也一改

去年的“价格营销”策略，价格优惠大幅缩水，9折已基本成为最大的折扣。而在成交方面，刚需及首改类产品依然受到市场的追捧，热销类户型依然集中在80-110平米的区间内。

### 底特律式警示：产业升级才能推动房地产业的长期发展

如果处理不好这一转型时期的关键问题，在我国出现一个“底特律”也不是没有可能。一个典型的例子就是东莞，90年代中后期东莞依靠廉价的劳动力优势承接了大量的低端制造业，如服装、玩具、制鞋等，东莞也因此飞速发展起来，集聚了大量人口。但近年来东莞劳动力成本不断增加，近十年来东莞城镇职工工资平均每年以13%的增速在增加，人力成本优势已经逐渐缩小。伴随着制造业大规模转移，东莞的人口已经出现流失迹象，东莞如果不加速产业升级，那么未来也很有可能沦为了一座空城，当然这并不是我们想看到的。

### 海外拓展潮来临，内地房企多业态进军海外市场

3月20日，保利置业召开2012年度业绩发布会，公司主席兼董事总经理雪明在会上不仅公布了企业今年的销售目标，更指出如果海外有合适的机会，公司不排除发展海外市场。联想近期市场，我们发现有不少内资房企巨头进军海外地产，最为瞩目的莫过于万科宣布联合铁狮门，高调进军美国旧金山市场。我们认为最近1-2年，是内资房企集体进军海外的“试水期”，项目是否被市场认同，将直接决定未来房企投资海外项目的规模。

- 合作开发模式仍是未来企业的长期战略
- 业绩目标折射策略分化，企业中期业绩更可期
- 全国住房信息联网意义重大，但各地推进仍缓慢
- 企业调整拿地结构，一线城市土地市场近期成交火热
- 末班车效应致二手房交易暴增，长期看20%个税作用仍有限
- 大连放宽购房落户条件，旨在加快城乡统筹而非救市

……

更多观点请登录 <http://yanjiu.cric.com>

**【研究预告】**

## NO1 由万通台北2011项目看海外地产拓展攻略

自2011年以来,越来越多的内资房企开始涉足海外地产,万科也在年初高调进军美国市场。据我们了解的一份调研报告显示,中国房企半数以上都有拓展海外项目的意向,其中近八成都有相关经验。

就目前而言,国内房企投资的海外项目,大多处于项目开发初期阶段,其海外合作模式、前期项目定位、营销策划都处于摸索阶段,未来是否增加海外的投资,完全取决于试水项目的销售情况和市场反应。万通台北2011项目作为国内房企进军海外的先行者,项目无论在营销、推广、客户定位及最终销售上都有不错的表现。我们将以万通台北2011项目为主线,就其开发模式、项目定位、客户定位、营销推广进行分析,同时我们将会结合其它海外项目的案例进行比较,对内资房企进军海外进行一个全面分析。

## NO2 房企转型商业地产的运营模式探析

2月28日,龙湖地产有限公司在重庆公布将整合地产开发、商业运营、物业服务“三大业务板块”资源,正式推出为销售型商业物业客户提供持续服务平台的“金苹果计划”,曾被万科称为“可怕的企业”的龙湖再度夺人眼球。据了解,龙湖第一个商业项目于2003年开业,时隔十年,龙湖商业地产将在2013年进入快速扩张时期,企业在未来几年将进一步加大对商业地产的投入力度。

近几年来,越来越多的房地产商将商业地产纳入到运营范畴中,比如万科、保利、金地等等,相继公布其商业计划和目标。房企纷纷转型商业地产的背景是什么?这些企业各自的商业地产盈利模式、运营手段是什么?企业在发展商业过程中遇到何种问题或困境?聚焦龙湖来,该公司的商业地产板块一路走来经历了哪几个阶段?开发模式是怎么样的?目前运营状况如何?未来盈利是否可期?

本报告将对上述问题进行深入讨论分析,并将全方位地总结目前我国商业地产发展状况,进而对未来商业地产的发展空间进行预

测，同时，我们将分析在我国房地产市场的大形势下，什么样的企业能在商业地产的道路上越走越远。

### NO3 百亿级重大项目的运营与管控研究

近几年来开发企业对百亿级以上的重大项目投资热情有增未减，投资额动辄过百亿的重大房地产项目，不仅给企业带来丰厚的回报，也有利于提升企业形象。但与此同时，重大项目的开发也面临着巨大难题，主要是由于重大地产项目还存在规模巨大，投资额高，开发周期长等特征，其开发运营难度极大，因此其投资运营的风险也较高。

那么企业怎么样运营重大项目才能获得成功？投资百亿级重大项目的思路是什么？应该设立什么样的投资标准？如何解决资金问题的？如何通过合理的开发节奏、运营管控进行大项目的操控的？如何对大型项目进行精准定位，突出项目的优势？如何进行营销、导入有效客户解决大盘的销售难题？

解决这一连串的问题是成功运营重大项目的关键，因此本文将通过万科、恒大、保利、绿地、龙湖、瑞安、凯德等七大典型企业大投资项目的运营与管控模式的研究，总结大投资项目运营中的经验和教训，给房企的投资和运营提供借鉴。

### NO4 新型城镇化下高铁对城市楼市的影响研究

新型城镇化将是人口、产业、技术和资本的全面推进，而从经济发展地缘因素来看，城市间路网是诸多要素流动的重要依托，而未来我国城际交通网络的建设主体正是高铁，根据铁道部规划，至2015年底中国将有42条高铁线路，在我们看来，这必将对未来城镇化推进起到关键性作用，而从房地产业发展的角度出发，是否占据高铁资源也将决定未来潜在住房需求的规模。

随着经济快速发展、城镇化率显著提高与居民收入水平的逐步提升，高速铁路的不断完善，城市与城市的空间距离缩小，人们的生活半径变大，旅游、商务、探亲等消费将呈快速增长态势，客货运输需求还将大幅增加。据预测，2015年全社会旅客运输量将达到430亿人次，其中铁路客运量将达到30亿人次，是2009年铁路客运量的近2倍。高铁建成通车后，必将对加快沿线人流、物流、信息流、资金流沟通交流，对促进沿线工业化、城市化进程，促进沿线区域经济社会协调发展都具有重要的意义。

## NO5 新型城镇化下产业升级 与转移将促成城市房地产市场的新高峰

改革开放以来，中国凭借着低廉的劳动力价格和优惠的政策而迅速成为国际产业转移的主要目的地，在地缘优势的推动下，东部沿海地区的产业体系首先建立，在这个过程中，大量人口向东部地区集聚，住房需求迅速增加，这便刺激着房地产市场的发展。

经过三十年的快速发展，东部沿海地区要素成本迅速上升，传统产业的发展优势持续减弱，外延型经济发展方式难以为继，转型发展成了东部沿海地区的共识，所以东部地区正在将附加值较低的传统产业转移到中西部等欠发达地区。

当前我国的大势是：经济转型已经成为东部地区发展的关键词，而转型的主要方式是产业的高端化，高端制造业、现代商业和生产性服务业将成为东部地区重点发展对象，其带来的衍生品是就业人口高级化，所以东部住宅市场将会进入一个产品不断丰富甚至是更新换代的时期；而反观中西部，其目前正在迎来承接产业转移浪潮，其工业化进程必然会加快速度，广阔中西部城市中，谁能抢先占领传统产业，谁就将迎来房地产市场的第一波高峰。

更多专题

## 企业管控

从100亿到300亿，企业如何进行战略调整

二线房企扩张效率对比研究

产品标准化探究——高周转战略的前提

高端房企的生存之道

## 企业融资

新城地产资金安全及融资研究报告

房企资金状况与政策相关性研究

## 市场营销

2013年春季房展会专题

“客户会”在营销过程中作用

上半年全国热销项目研究报告

## 企业布局

二线，还是四线，房企新五年区域布局

从投入与产出看三四线城市投资

## 盈利模式

不同发展模式下房地产企业利润率和周转率研究

养老地产项目盈利及运营模式解读

破解产业地产盈利模式

## 市场调研

2013年2季度百城千企调研报告

2013年2季度消费者信心指数调研报告



## 关于CRIC研究中心

**克**而瑞·研究中心，是易居中国旗下克而瑞信息集团的专业研发部门。组建十年以来，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，我们已经连续五年成功发布中国房地产企业销售TOP50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。

**4**大基础研究领域，**6**大研发方向，**百**余研究成果，**千**家房企服务经验

### CRIC研究中心主要研究成果一览

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	对业内的重大政策、事件进行及时的分析和深入点评	不定期
	宏观月报	对宏观经济、政策走势进行盘点和分析，包括国家和地方政策分析与预测、国内外经济走势、经济指标分析判断。	每月25日

类别	成果	简介	出品时间
市场	市场日报	以日为维度，实时监测房地产市场、土地成交和政策方面的变化。	每日17:30
	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
	月度快报	每月第一个工作日发布，对上月重点城市成交情况提供最及时的数据及分析。	每月1日
	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5日
	全国市场月报	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
	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
	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
土地	土地日报	包括每日的政策要闻、房企拿地、全国土地市场走势等内容，对土地供应、成交数据进行分析。	每日17:30
	土地周报	每周土地市场数据、政策、动态等进行的监测和分析	每周一
	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。总结年度全国及重点城市土地市场发展情况，对供应、成交、价格、结构等数据进行的全面盘点和深入研究。	每月20日
	土地年报		1月
企业	企业每日资讯	对房地产企业拿地、营销、融资、收并购、公司经营等资讯的汇总	每日17:30
	企业周报	一周内企业拿地、营销、融资、收并购、公司经营等资讯汇总。	每周一
	企业研究月报	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
	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
	百城千企报告	通过对100个城市中近千个开发企业中，经理级以上的高级管理人员的调研，从房地产开发的第一线，及时反馈企业决策者们对包括近期热点、政策执行、整体市场、土地交易等在内的预测判断。	每季度首月中旬
	企业销售TOP50排行榜	每季度对全国TOP50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	每月度首月上旬
	企业财务季报点评	对上市房企发布的财务报告进行专业点评分析	每季度末出上季度点评
营销	营销周报	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
	营销半月报	对半个月全国重点城市降价项目进行的排行和深度分析	每月1日、16日



研究札記

 **CRIC** 研究中心

联系地址：上海市闸北区广延路383号文武大楼6楼

联系电话：021-60867863

传真号码：021-60867877

E-mail: [research2@cric.com](mailto:research2@cric.com)