

研究札記

把脉、洞察
借鉴、提升

第 **33** 期
2020. 9

 克而瑞
研究中心

克而瑞研究中心简介

专业度

易居企业集团专业研发部门，成立14年来，一直专注房地产行业和企业课题的深入探究，每年常规和专题成果出品千余份。涵盖十五大研究方向。

影响力

连续12年发布中国房地产企业销售排行榜，从最初的TOP20到TOP50、TOP100、TOP200;再从单一的销售榜，到推出代表企业操盘能力的操盘榜和投资能力的权益榜，我们一直真实、严谨、公正的记录着11年来的行业变化、格局演变和模式创新。

号召力

紧扣地产时代脉搏，聚焦行业热点，痛点，成功举办27届地产金融论坛，从市场、资本、战略等多角度探讨房地产行业，为企业支招献策，参会人员涵盖开发商、证券、基金、媒体等，搭建广泛的交流平台。

此处为封面折裁线
此处为封面折裁线

研究札记

第33期

2020.9

克而瑞研究出品

中央稳地方紧，“三条红线”将加剧行业分化

一晃，2020年只剩下了不到100天。

这一年，中国房地产行业经历了一场史无前例变局与重生。一季度，商品房销售规模创20年来新低，二季度迅速恢复，三季度逐步回归正常水平。8月，全国商品房销售额累计增速首次回正，行业初步走出疫情影响。

与此同时，在行业逐渐恢复的过程中迎来新一轮政策调整周期，2020年三季度，住建部连续两次召开房地产工作座谈会，深圳、杭州等14城参会，重申坚持“房住不炒”的定位，落实稳地价、稳房价、稳预期的长期目标；央行“三条红线”倒逼房企去杠杆、降负债；热点城市如深圳、杭州、宁波、南京、成都、常州等10余城相继升级调控。

复杂多变的2020年前三季度已结束，接下来四季度至关重。

四季度，房企进入业绩冲刺季，新规之下，高杠杆、高负债运营模式无法持续，在行业整体去化承压基本面未得到改善的背景下，行业分化必将加剧，财务稳健、现金充足的房企将会拥有更多的优质资源和机会，抢占更多的市场份额。高财务杠杆，盈利能力较弱的企业则将面临较大的考验。

对于企业来讲，加速去化将是当务之急。尤其是那些触碰红线的房企，更要加紧供货、积极营销、抢收业绩，通过增加销售回款、降低现金支出等方式改善资产负债表。

丁祖昱

易居企业集团 CEO

007 最前研 ————— 壹

013 市场把脉 ————— 贰

2020三季度房地产市场总结与展望

073 城市研判 ————— 叁

以财政负债率视角研判核心城市当前市场特征与未来趋势

高外贸依赖城市收入下降预期对房地产市场影响研判

2020年中国城市房地产市场投资前景

四大维度解析中国TOP50城市房地产市场竞争力

2020年二三线百城土地投资利润空间研究——从行政区视角

183 特别关注 ————— 肆

2020上半年房企盈利能力专题

2020上半年房企偿债能力专题

2020上半年房企库存能力专题

223 企业纵深 伍

从现金流量表看近五年房企发展与分化

房企合作开发趋势深化，平衡规模和增长质量是关键

百强上市房企热点区域城市更新发展探究

房企距离千亿规模还差几座城？

大湾区本土房企与外来房企竞争力比较研究

302 更多 陆

研究预告

专题卡

编委会

Editorial Board

----- 2020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： 杨 婕

编 辑： 杨 燕 凌 曦 石琦峰

撰 稿： 杨科伟 马千里 朱一鸣 沈晓玲

房 玲 谢杨春 柏品慧 俞倩倩

贡昱扬 易天宇 吴嘉茗 邱 娟

汪维文 羊代红 李诗昀 洪宇桁

齐瑞琳 李 丹 周 奇 姚郑康

汪 慧 查明仪 马 娟

美术设计： 陆笑

官方网站： www.cricchina.com/research

官方微信： 克而瑞地产研究（cricyjzx）

邮件地址： research@cric.com

联系电话： 021-60867824 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

本书内容为易居企业集团克而瑞研究中心所有，未经许可，不得转载！本书中部分专家及机构观点，源自公开报道，仅为分享所用，不代表我司观点。

免责声明

本书中的内容和建议仅供参考，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书中内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

壹

最前研

政策

强监管“高进低出”式长租，不如支持自建自营租赁社区

【事件】9月7日，住建部发布《住房租赁条例（征求意见稿）》，意在进一步规范化租赁市场发展，直指近期长租公寓“爆雷”事件。

【CRIC点评】为了更好地实现住房租赁市场平稳健康发展，实现“稳租金”的长期目标，在加强市场监管的同时，还需在租赁住房供应层面予以积极支持。一方面，租赁市场监管制度化、规范化；另一方面，多渠道增加租赁住房供应。

政策

沈阳“八条”如期而至，下一棒将花落谁家？

【事件】9月6日，沈阳出台“沈八条”，提出了管控土地出让价格，加强房地产项目竞配建管理，全面加快项目建设，切实增加市场有效供给，严格执行差别化信贷和税收政策等措施。

【CRIC点评】沈阳此次新政出台释放了地方政府贯彻落实“房住不炒”的坚定决心，其中涉及的二套房升级限贷，个人住房转让增值税免征年限由2年调整到5年等限制性内容对于平抑短期市场热度还是大有裨益

政策

杭州新政“打补丁”，成都、银川等哪个将会“接力”？

【事件】9月4日，杭州再次出台调控新政，新政在限购层面边际收紧，完善了无房家庭倾斜政策，并着重强调要强化住房贷款审查。

【CRIC点评】9月仍有可能再现7月的“调控接力”局面，那些楼市热度居高不下甚至出现投机潮的城市，未来调控加码预期强烈。



市场 商品房销售额率先回正增1.6%，降负债下投资开工增速

【事件】9月15日上午，国家统计局公布了2020年1-8月国民经济运行情况以及房地产行业数据。总体来说，前8月房地产业开发投资额增长4.6%、商品房销售金额增长1.6%体现房地产业于宏观经济中的重要地位。

【CRIC点评】前8月中国经济稳定恢复，生产需求继续回升，就业物价总体稳定，发展动力活力进一步增强，其中商品房销售额增长1.6%。前8月房地产业V型逆转后继续发挥宏观经济稳定器作用。

市场 市场热滞销分化中再现7折，你跟不跟？

【事件】9月7日，网传恒大再次祭出全国楼盘7折的促销活动。疫后房地产市场持续复苏，各线城市成交稳步回升，同比跌幅明显收窄乃至转正。

【CRIC点评】打折降价不啻为房企抢销售、抓回款的重要手段，尤其是那些滞销盘，更要有“壮士断腕”的决心，打折降价或将更为直接有效。

市场 楼地市火热引政策加码，“金九银十”会有吗？

【事件】近日，中央及地方政策热闹纷呈，央行划定“三道红线”严控房企融资，住建部连续两月召开房地产工作座谈会。不过，8月房地产市场淡季不淡，深圳、杭州、南京等热点城市成交持续高位运行。

【CRIC点评】我们认为“房住不炒、因城施策”的政策主基调不变，房企仍要去杠杆、降负债，极大程度避免诱发系统性金融风险。预计9、10月市场行情仍值得期许，部分热点城市或再创年内新高。

市场

长三角一体化发展座谈会召开，释放哪些信号？

【事件】8月20日，扎实推进长三角一体化发展座谈会召开，在肯定了长三角一体化战略实施一年以来取得的积极成效的同时，为长三角未来发展指明了方向。

【CRIC点评】短期来看，居民购买力充裕是长三角楼市疫后迅速复苏的主要原因。中长期来看，长三角一体化进程一定程度上打破了行政管理壁垒，也降低了人口、资金流入壁垒，有利于创造增量购房需求，长三角城市房地产市场前景依旧可期。

土地

多城市土地供应“量减质降”，关注热点城市拿地机会

【事件】地市热度不断走高之下，7月6日宁波收紧了房地产市场调控，提出要加大土地供应、从严核定新出让地块商品住宅的销售价格、严格控制楼面地价等措施来降温市场热度。

【CRIC点评】在政策收紧的大环境之下，土地市场供应端已率先出现变化，近两月土地供应量接连下滑。预计高热地块数量或进一步减少，并进一步向少数热点城市集中。

土地

这些安徽城市土拍热度领跑长三角，盈利预期也更值得看好

【事件】CRIC监测数据显示，自3月份各城市土地供应逐步恢复正常以来的这半年间，长三角三省一市土拍热情高涨，涉宅土地整体溢价率高达22%，其中安徽热度最高，溢价率高达31%，居三省一市之首。

【CRIC点评】考虑到安徽今年大部分城市商品住宅的供地计划都有不同程度的减少，在“僧多粥少”的大格局之下，接下来安徽的土地市场热度还将延续高位。



土地

收紧调控一个月后，宁波地市降温了吗？

【事件】在经历二季度土地市场的狂欢后，近两月土地市场在调控收紧、各城市减缓优质土地供应的影响下表现较为平淡，其中调控政策效果显现的8月份不仅成交量价环比下滑，溢价率也在上月的基础上进一步走低。

【CRIC点评】如宁波这样供地计划完成较少的城市，后续仍会有多宗优质土地入市，可适当将拿地节奏放缓，避免高成本拿地带来的亏损风险。

企业

近30家房企发布销售回款率，平均可达86%！

【事件】上半年在CRIC重点监测的76家房企中，仍有63%的企业实现了现金的增长，现金为王已成为业界的共识。

【CRIC点评】随着“三道红线”政策的逐步落地，房企债务的管控要求提高，现金也就成为了企业运转的生命线。多家房企在年中业绩会上将“抓销售，促回款”作为下半年的工作重点。

企业

房企盈利腰斩，是短期阵痛还是优势已去？

【事件】今年上半年房企盈利能力普降，整体利润规模呈现负增长，利润率也继续下行。甚至一些原本高盈利的房企也难逃困境，利润遭遇腰斩，利润率暴跌。

【CRIC点评】目前房企的盈利能力主要还是受到拿地成本、产品定价以及运营管控的影响。因此，提升盈利能力的关键还是要打造成本、产品和管控优势。



稳增长、去杠杆下房企的“财技”

【事件】受“稳地价、稳房价、稳预期”为目标的调控基调以及去杠杆的双重影响，房地产整体超额收益进一步收窄，合作开发大势所趋，起到有效降低投拓成本、分摊风险、撬动销售规模的作用。

【CRIC点评】不同发展阶段的房企会选择不同的会计处理方式，处于规模扩张期的房企，为获取机构投资者认可来筹集更多的资金，会选择将合作项目出表以实现表内负债隐性化。

貳

市场把脉

2020年三季度中国房地产市场 总结与展望

文/克而瑞研究中心

» 核心观点 «

政策篇：三季度中央稳、热点紧，四季度仍将稳中趋紧

行业篇：预计拿地新开工与投资增速回落，销售规模持平微增

土地篇：三季度成交量缩价跌，预计四季度溢价率将继续走低

业绩篇：市场恢复向好，“三条红线”将加速行业分化

投资篇：“三道红线”下投资积极性放缓，料四季度将更趋谨慎

融资篇：三条红线压顶，后期房企融资压力加大

城市篇：三季度一线坚挺、三线超预期，四季度料将稳中微降

营销篇：部分房企折扣有望下探，营销方式三轨并行



一、政策：三季度中央稳、热点紧，四季度仍将稳中趋紧

2020年上半年，中央政策层面继续坚持“房住不炒”的定位，落实城市主体责任，落实稳地价稳2020年三季度，住建部连续两次召开房地产工作座谈会，深圳、杭州等14城参会，重申坚持“房住不炒”的定位，落实稳地价、稳房价、稳预期的长期目标；央行“三道红线”倒逼房企去杠杆、降负债；热点城市如深圳、杭州、宁波、南京、成都、常州等10余城相继升级调控，其中深圳政策力度最为严苛。与此同时，多城支持刚需优选购房，株洲、郑州购房补贴也相继落地。

展望四季度，对标“三道红线”，房企融资环境整体趋紧。居民部门稳杠杆，热点城市限贷政策将进一步收紧，严防首付贷、消费贷、经营贷等违规流入房地产市场；地方政策整体维稳，银川、唐山、西宁等房价涨幅居前的城市或将升级调控，宁波、南京等热点城市也不排除进一步加码可能。压力城市仍需为市场减压、企业纾困，弱三、四线城市在需求层面予以刺激，购房补贴、税费减免皆是可以操作选项。



总结

1、坚持“房住不炒、因城施策”，落实稳地价稳房价稳预期目标（本节有删减）

7月24日，住建部召开房地产工作座谈会，北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、沈阳、成都、宁波、长沙等10城参会。会议提出，牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策差异化调控，确保房地产市场平稳健康发展。并要实施好房地产金融审慎管理制度，稳住存量、严控增量，防止资金违规流入房地产市场。

7月30日，中央政治局会议部署下半年经济工作，明确提出财政政策要更加积极有为、注重实效，货币政策要更加灵活适度、精准导向，并要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。

8月26日，住建部再次召开房地产工作会商会，沈阳、长春、成都、银川、唐山、常州等6城参会，其中沈阳、成都已是两次参会。会议强调，毫不动摇坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，保持调控政策连续性稳定性，确保房地产市场平稳健康发展。

2、融资“三道红线”严控负债规模，倒逼房企去杠杆降负债（略）

3、杭州、宁波、南京等10城政策加码，深圳政策力度最为严苛

受限於热点城市房地产市场出现过热征兆，多城市项目频现“万人摇”，杭州、宁波、南京等10城相继升级调控，其中深圳政策力度最为严苛。

7月2日，杭州进一步规范高层次人才优先购房，但自网签之日起5年内不得上市交易；补充“无房家庭”认定标准，户籍在本市非限购范围内的家庭，在原有规定基础上，新增在限购范围连续缴满1年社保或个税的要求。

7月6日，宁波限购区域扩容，由原来的老三区扩大至市五区，镇海、北仑纳入限购范围；严格执行差异化个人住房信贷政策，加强对购房人在市五区家庭住房套数、住房贷款等情况的审核认定，严禁信贷资金违规进入房地产市场。

7月15日，深圳调控政策再升级，重点涉及以下四方面内容：其



一，升级限购，深圳户籍家庭、成年单身人士连续缴满3年个税或社保，方可购买商品住房，这在全国尚属首次。其二，升级限贷，调升非普通住房首付比例，无房有贷家庭购买非普通住房首付不低于60%，二套房普通住房首付不低于80%。其三，增加一、二手房交易税，普通住房认定标准进一步收紧，新增实际成交总价低于750万元这一限定条款。另外，个人住房转让增值税征免年限由2年调整到5年。其四，加强市场监管，房屋抵押合同应通过房地产信息平台进行网签，严禁房抵贷等违规信贷资金再次流向房地产市场。

7月24日，南京限购政策“打补丁”，严堵政策监管漏洞，任何一方在夫妻离异2年内购房，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算。

7月25日，东莞限购、限售政策双升级，首次将二手房纳入限购范围，非户籍家庭购房资格仅与社保缴纳年限挂钩，个税证明不再作为审核材料。延长一、二手房限售年限，由原先的2年提升至3年。

8月6日，陕西省咸阳市落地限价、限贷政策，2020年-2022年，主城区新房均价年涨跌幅不超10%，各县市新房均价年涨跌幅控制在25%以内。首次购买普通住房首付比例不低于25%，首套房首付不低于30%，二套房首付不低于40%。

8月18日，南京收紧土拍新政，具体涉及提高准入门槛，宅地竞买人应具备房地产三级及以上开发资质；提高宅地竞买保证金比例，由出让起始价的20%调整为20%-80%，热点区域不低于50%，并在一个月内付清全部土地成交价款；加强资金监管，宅地竞买保证金及后续购地资金须为自有资金；而在同一批次出让公告中，同一竞买人及同一集团成员企业不得竞得两块及以上宅地。

8月30日，无锡完善限购政策，夫妻离异后2年内购房，其拥有住房套数按离异前家庭在市区范围内拥有住房套数计算。升级限贷，二套房

款未结清首付比例由40%调升至60%。增加二手房交易税，市区住房转让增值税征免年限由2年调整到5年。

9月4日，杭州调控政策再升级，住房贷款成重点监管领域，涉及强化借款人资格审查，严格执行收入认定标准和月供收入比要求，严防消费贷、经营贷等违规流入房地产市场。完善限购政策，以父母投靠成年子女方式落户，须满3年方可在限购范围内购房。与此同时，调整无房家庭认定标准，30岁以上未婚单身且在限购范围无房、离异单身满3年且在限购范围无房记录满3年，可认定为无房家庭，以免“误伤”刚需购房。

9月6日，沈阳限贷政策加码，首套房首付比例不低于30%，二套房首付提高到50%，且首付款须一次性支付，禁止分期支付和“首付贷”。个人住房转让增值税免征年限也由2年调整到5年。

9月11日，南京进一步收紧土地竞买政策，同一竞买人及同一集团成员企业在同一批出让公告中不得竞得两块及以上宅地，也不得同时报名竞买同一幅宅地，以期引导土拍市场逐渐回归理性。

9月11日，常州市区（不含金坛区）限贷、限售政策双升级，二套房款未结清首付比例调整为不低于60%，严防居民挪用消费贷、经营贷等购房；新购住房（含二手房）限售年限由原先的2年提升至4年。

9月12日，成都加码调控，涉及严查购房首付资金来源，严防消费贷、经营贷等违规挪用于购房；个人住房转让增值税征免年限也由2年调整到5年。



表：2020年三季度政策加码城市

日期	城市	升级限购	升级限贷	升级限价	升级限售	增加税费
7月2日	杭州	√			√	
7月6日	宁波	√				
7月15日	深圳	√	√			√
7月24日	南京	√				
7月25日	东莞	√			√	
8月6日	咸阳		√	√		
8月30日	无锡	√	√			√
9月4日	杭州	√				
9月6日	沈阳		√			√
9月11日	常州		√		√	
9月12日	成都					√

资料整理：CRIC

4、杭州、宁波等支持刚需优先购房，株洲、郑州落地购房补贴（略）

展望

5、以“三道红线”为房企降负债，热点城市居民购房“限贷”升级

展望未来，四季度货币政策整体仍将保持宽松基调，但边际放松空间有限。房地产信贷政策整体中性偏积极，坚决遏制房地产金融化泡沫化，严防信贷资金违规流向房地产市场。

以“三道红线”为纲，房企融资环境整体趋紧，倒逼房企去杠杆、降负债。预计四季度房企融资将转向去杠杆、降负债，避免房地产行业一家独大、尾大不掉，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

而在实际执行层面，“三道红线”将成为房企融资重要的参照标准。一方面，首批12家试点房企或将进一步扩容，更多房企将依据“三道红线”触线情况，分档设定有息负债规模的增速阈值。另一方面，银行贷款、海外发债、房地产信托等各类房企融资渠道或将适度收紧，参照“三道红线”标准，针对性地调整各类房企授信额度以及融资成本。预计那些暂被划定红档、橙档的房企，为了确保有息负债规模少增长乃至不增长，融资困难程度或将加剧。

居民部门仍需稳杠杆，确保居民杠杆率和负债率不再继续上升。依据各城市房地产市场实际情况，居民限贷政策或将有所分化。

一方面，热点城市限贷政策或将进一步收紧，具体涉及调升二套或非普通住房首付比例以及贷款利率，强化借款人资格审查，严格执行收入认定标准和月供收入比要求，尤其要严防挪用首付贷、经营贷等违规信贷资金购房。

另一方面，部分压力城市或在现有限贷政策框架范围内适度放松限贷，放松公积金贷款、下调房贷利率、调降首付比例皆是可以操作的选项。不过，认房不认贷、二套贷款结清算首套等重磅刺激性政策较难落地。

6、地方“紧多松少”，热点城市调控加码、压力城市刺激减压

地方因城施策、一城一策，调控政策大概率继续维稳，更好地落实稳地价、稳房价、稳预期的长期目标。

热点城市“四限”调控延续更长时间，部分热点城市或将调控再加码。具体而言，房价仍是红线，银川、唐山、西宁等房价涨幅居前的城市，政策加码的可能性颇高。而在调控升级后，宁波、南京等房地产市场依旧火热，未来也不排除政策继续加码的可能性。



限购政策或将进一步升级，涉及限购区域扩容，将二手房纳入限购范围等，严堵通过假离婚等方式获取购房资格。

相较于限购，限售较为温和，出于维稳市场预期的现实需求，预计热点三、四线城市更可能加码限售，涉及延长住房限售年限，将二手房纳入限售范围等。

压力二、三线城市有望从保市场主体出发为市场减压、企业纾困。具体而言，那些人口长期净流出、市场需求相较羸弱乃至房地产库存高企的压力城市，更可能在土地出让以及房地产交易环节给予企业更大力度的支持。

土地供应要有供有限，适度调降土地出让价格。一方面，供地整体过剩的弱三、四线城市要调降供地指标，助力房地产市场逐步恢复至供求平衡。另一方面，增加平价地以及低价地供应，给予企业一定的让利空间。

支持企业促销售、抓回款，弱三、四线城市可能在需求层面予以刺激。一方面，支持刚需购房，调降无房家庭、进城农民等刚需客群置业门槛。另一方面，购房补贴、税费减免仍是可操作的选项，其对市场拉动力也将更为直接有效。

附表：2020年三季度重要政策汇总（略）

二、行业：预计拿地新开工与投资增速回落，销售规模持平微增

2020年第三季中国经济稳定恢复，住建部适时地与热门城市及主要房企座谈，重申了疫后“房住不炒”主基调。十余城市楼市调控政策相继收紧下，商品房销售规模仍强力恢复，前8月销售额同比增1.6%。前8月房地产业开发投资额增长4.6%，但融资“三条红线”明确后房企对资金运用趋于审慎，开工、拿地等增速均会受到一定影响。

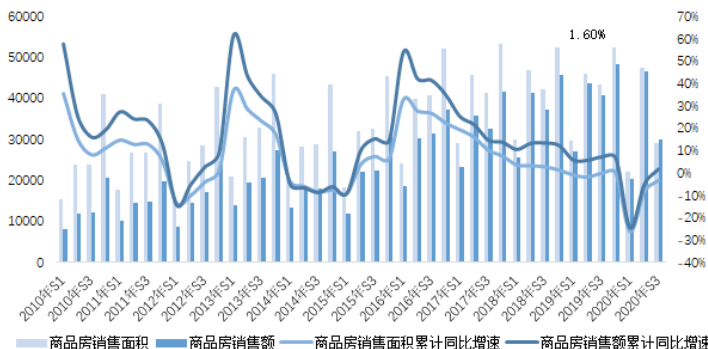
总结

1、前8月销售金额回正增1.6%，全年商品房销售规模大概率创新高（本节有删减）

2020全年行业销售规模从前8月商品房销售体量预计，全年商品房销售金额大概率创新高、销售面积或将微跌。乐观而言，以后续4个月单月同比增速保持与8月一致计算，全年商品房销售面积、金额将增4%和12%。保守而言，假定前8月全国商品房销售规模占全年销售规模比例与2019年一致，预计全年商品房销售面积、金额将分别降3%和微增2%。

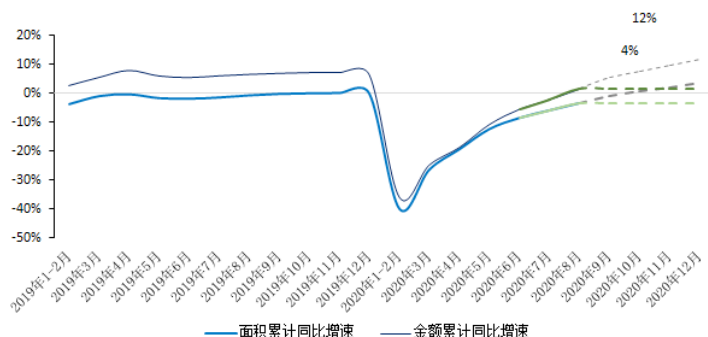


图：全国季度商品房销售面积、销售金额及其累计同比走势（单位：万平方米、亿元）



数据来源：国家统计局

图：全国月度商品房销售面积、销售金额累计同比走势（单位：%）



数据来源：国家统计局

2、新开工面积同比增速冲高回落，土地购置累计降幅连续扩大（略）

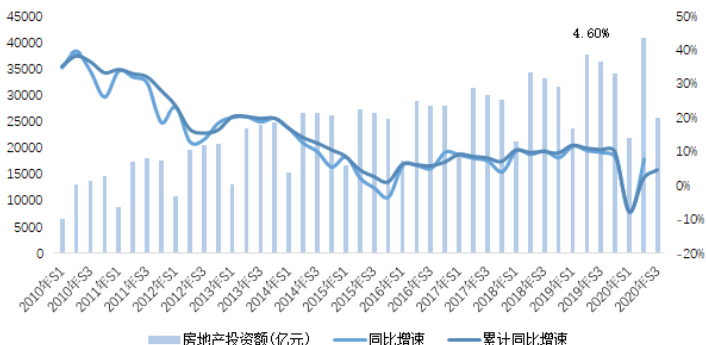
3、建安与土地投资下行使开发投资增长趋缓，预计全年开发投资额增7%（本节有删减）

国家统计局数据显示：前8月，全国房地产开发投资88454亿元，同比增长4.6%，增速比前7月提高1.2个百分点。其中，住宅投资65454亿元，增长5.3%，增速提高1.2个百分点。单月来看，8月全国房地产开发投资13129亿元，同比增长11.77%。

受房屋新开工与土地购置两方面影响，第三季度开发投资额增速增长明显趋平。8月全国房地产开发投资额累计同比增速及同比增速涨幅较7月分别下降0.3个百分点和3个百分点。正如上文所说，开发投资额增速增长放缓主因是房企融资环境预期收紧下新开工与土地购置投资削减。中央放出房企融资“三条红线”门槛后，8月房企房屋新开工同比增速较7月收窄8.9个百分点；土地成交价款累计同比增速回落1个百分点。

从前8月开发投资规模预计，全年行业投资规模预计将增长6%左右。以后续4个月单月开发投资额同比增速较8月略降计算，全年房地产开发投资额同比增长7%。

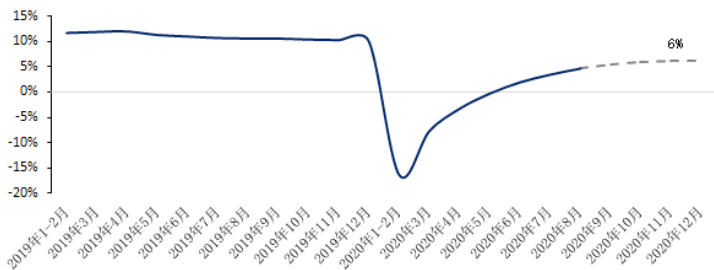
图：全国房地产开发投资额季度走势（单位：亿元）



数据来源：国家统计局



图：全国房地产开发投资额累计同比增速走势



数据来源：国家统计局



展望

4、经济走稳、刺激退出，降负债下投资增速趋缓，行业销售规模料将持平微增

疫情后，国内经济稳定恢复，生产消费需求稳定回升，就业与收入总体稳定，内循环与外循环驱动下发展动力进一步增强，房地产业V型逆转后发挥了宏观经济稳定器作用，一系列对冲疫情影响的宽松措施也将陆续退场，房地产行业也将重回自身运动规律。我们对于后市有如下几点判断：

一是从商品房销售来看，东部地区核心城市商品房销售量价齐升带动全行业强力复苏，2020年全年有望实现销售面积再创新高；同时今年另一个重要特征既是城市分化和区域分化，中部、东北部地区也值得关注，谨防市场下行带来库存压力二次上升。

二是新开工面积增长动力略有不足，一方面融资收紧预期下，受房企融资难，资金面趋紧等因素制约，新开工面积增速也难有亮眼表现。

另一方面即将到来的冬季，许多北方城市会迎来停工期，对新开工等指标会产生一定负面影响。

三是土地购置面积同比增速将显著回落。融资“三条红线”，地方调控持续升级，土地供应节奏、结构变化等因素影响，热点城市供地力度将进一步减弱，成交规模缩减，另一方面去年四季度土地市场成交规模回升使得基数较高。

四是基于对房屋新开工、土地购置、建安投资的判断，房地产开发投资额整体仍将保持增长，但预计增速将趋平。

三、土地：第三季度成交量缩价跌，预计四季度溢价率将继续走低

2020年第三季度，土地市场成交量价齐跌，溢价率也因优质地块的成交占比降低而呈现下行趋势，竞拍热度较上一季度明显回落；而就前三季度同比表现来看，土地成交面积累计同比增速已经回正，金额更是同比增加了11%，土地市场成交已经回到正轨。联系溢价率来看，长三角城市的市场热度仍然居高不下，上海、宁波、徐州等城市地价不断创新高，溢价率也处于相对高位，特别是上海，更是在7月份两度刷新全国土地市场年内成交最高单价，市场热度较高。



总结

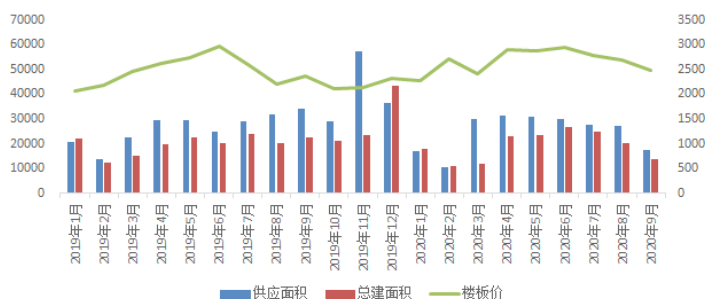
1、第三季度土地市场量价齐跌，“三道红线”新规下9月溢价率显著下滑(部分略)

(1) 土地成交量逐月递减，各能级城市表现均不及二季度。自7月开始，全国336城土地市场成交量由高位逐渐下降至低谷；截止9月20日，第三季度经营性土地成交建面达到58533万平方米，环比第二季度下降20%，同比去年第三季度增加1%。前三季度成交总建筑面积为172426万平方米，同比增加了1%。

分城市能级来看，各能级城市成交表现均不及二季度，尤其是一线城市，三季度成交量环比下滑了34%，但同比却依然上涨23%；二线、三四线城市成交建面也环比分别下降23%和19%，供地量较二季度明显在缩减。前三季度累计来看，一线城市表现较为突出，成交量高达3632万平方米，同比去年同期涨幅高达44%，供地力度明显增大；二、三线城市成交量则与去年同期基本持平，市场相对平稳。

(2) 热点城市调控政策纷纷加码、融资渠道收紧，第三季度平均楼板价高位回落。价格方面，第三季度的土地成交均价主要表现为高位回落，7月份土地成交均价为2789元/平方米，截至数据统计日，9月地价为2492元/平方米。第三季度的整体成交均价为2684元/平方米，环比下降8%，一方面是受到热点城市高价优质地块成交减少、成交结构变动的影响，另一方面则是在“三道红线”融资监管新规之下房企融资有所收紧，拿地积极性也有所降低，底价成交地块比重明显上升，从而使得土地成交均价有所下调。

图：2019年以来全国300城土地成交量价情况月度走势（单位：万平方米，元/平方米）



注：数据统计范围至2020.9.20

数据来源：CRIC

（3）整体溢价率逐月环比下滑，9月降温趋势愈发显著。（略）

2、优质土地增多带动中西部城市地价上涨，长三角市场竞拍热度最高（部分略）

从重点监测城市的土地成交情况来看，中西部省会城市仍是成交主力，成交量TOP5城市有3个位于中西部区域。其中，排名第一的是西安，尤其是6月份以来西安土地供应持续发力，前三季度总成交建筑面积高达2606万平方米，较去年同期成交量增加了近三成，成交价格也比去年同期上涨了2%。事实上，不只是西安，郑州、长沙、成都等中西部城市前三季度的楼板价相比去年同期均有不同程度的上涨，主要是优质地块供应明显增加，尤其是新城核心板块宅地供应明显增加，带动整体地价上涨。



表：2020年前三季度土地成交建面TOP20重点城市（单位：万方，亿元，元/平方米）

排名	城市	建面	总价	楼板价	溢价率
1	西安	2606	813	3119	23%
2	徐州	2241	494	2205	35%
3	青岛	1967	599	3046	0%
4	郑州	1963	600	3058	5%
5	长沙	1910	618	3234	10%
6	武汉	1893	1081	5710	8%
7	成都	1819	835	4591	17%
8	宁波	1683	1340	7960	27%
9	杭州	1576	2072	13144	20%
10	上海	1475	2227	15102	10%
11	长春	1358	439	3231	6%
12	重庆	1320	769	5830	11%
13	南京	1307	1352	10343	13%
14	南通	1243	629	5056	17%
15	广州	1242	1399	11266	6%
16	太原	1228	298	2428	20%
17	温州	1169	836	7156	19%
18	惠州	1138	301	2641	7%
19	佛山	1064	947	8902	24%
20	湖州	1059	261	2465	21%

数据来源：CRIC

3、三季度流拍现象明显好于去年同期，政策收紧下四季度流拍或再度增多（略）



4、四季度溢价率大概率走低，预计全年成交规模将会超过2019年

2020年三季度，受各城市供地节奏调整影响，土地市场成交量较二季度明显下滑，成交价格也因优质地块入市占比减少而下滑，同时溢价率也出现了下滑趋势，土地市场热度相比二季度确实有所降低。结合政策层面来看，7月份以来中央多部委强调“房住不炒”，多个热点城市也相继收紧了调控政策，如南京更是多次修改土拍规则，以控制地价、平稳市场；鉴于当前部分城市地市热度仍在较高水平，预计四季度整体政策面也是以收紧为主。在此影响下，土地市场成交溢价率大概率会进一步走低。

而在价格方面，在各城市供地主力区域由主城区逐渐向郊区转移的影响下，第三季度地价有所回落，各能级城市地价均出现了环比下滑趋势。接下来，随着优质土地入市比例更进一步下滑、热点城市纷纷采取措施控地价等因素的影响，四季度地价将会进一步走低。不过，热点城市优质地块的竞争仍然会更加激烈，如东莞、南京等城市优质地块仍多以最高限价成交，上海多宗外郊环地块更是刷新了片区成交最高单价。

至于成交规模方面，截止9月20号全国土地市场成交量已经超出去年同期水平，在财政压力下，各地也会持续加大土地供应，预计2020年全年全国土地市场成交规模仍然有望超过2019年。



四、业绩：市场恢复向好，“三条红线”将加速行业分化

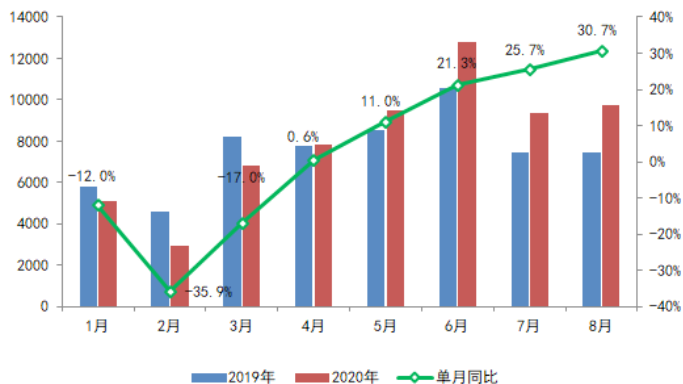
总结

1、总体业绩：市场逐步恢复，单月同比增速稳步走高

今年前三季度，市场销售表现在一定程度受到疫情影响，特别是一季度，TOP100房企的操盘销售规模持续同比负增长，1-3月累计同比下降20.1%。二季度以来，市场逐步恢复，单月业绩同比自4月转正后也稳步走高。

随着项目施工进度加快、市场供货增加，规模房企的去化成效显著。自6月，TOP100房企的操盘销售规模单月同比均维持在20%以上，8月进一步提升至30.7%；此外，7月累计业绩增速也首次回正，并在8月继续提升。整体来说，当前市场销售已经恢复至较高位，且表现趋稳。

图：2020年1-8月百强房企单月操盘金额及同比变动（单位：亿元）



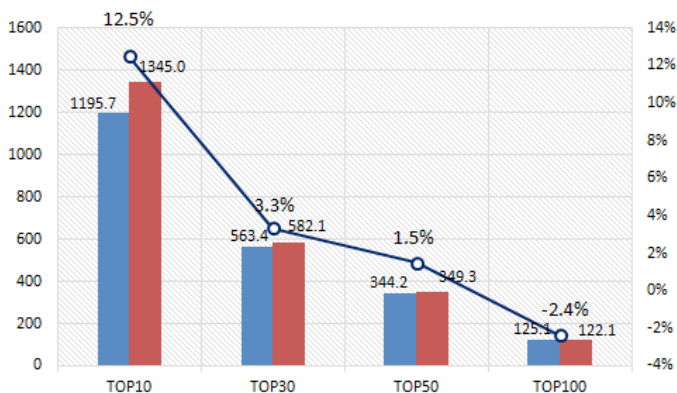
数据来源：CRIC

2、行业格局：TOP30和TOP50房企门槛提升，行业分化持续

今年，在行业增速放缓的背景下，叠加疫情影响，更加考验房企的经营实力，百强各梯队房企业绩表现也呈现差异化。从操盘金额入榜门槛值来看，1-8月，TOP10、TOP30和TOP50房企的门槛较去年同期均有不同程度的提升。其中TOP10房企提升幅度最大，为12.5%；其次为TOP30房企提升3.3%，而与此同时，TOP100房企的入榜门槛值同比下降2.4%。

从行业销售业绩集中来看，1-8月，TOP50房企集中度同比进一步提升，而TOP51-100以及TOP101-200两个梯队房企的集中度较2019年同期分别下降0.5、0.8个百分点。综上可以发现，当前市场环境下，各梯队房企集中度延续了分化格局，规模房企竞争优势凸显，而TOP50之后的房企销售仍面临了较大的增长压力。

图：2020年1-8月百强房企销售操盘金额入榜门槛及同比变动（单位：亿元）



数据来源：CRIC



3、销售目标：首8月近6成房企业绩完成不足60%，四季度需加快去化节奏（略）

4、企业表现：7成房企累计业绩实现同比增长（略）

展望

5、四季度展望：市场供货量加速提升，持续关注销售回款

四季度，房企进入业绩冲刺季，市场供货加速提升，将带动成交增加。但行业整体去化仍承压的基本面未有明显改善，叠加“三条红线”新规试行，高杠杆、高负债运营模式无法持续，倒逼房企加快提升运营管控效率。同时，我们认为新规之下，将加剧行业分化格局，推动集中度加快提升。

（1）“三条红线”启动试行倒逼房企提升运营管控效率

随着9月房地产资管新规“三条红线”启动试行，进一步收紧融资端，高杠杆、高负债运营模式无法持续，行业成本效应凸显出来，倒逼房企加快提升运营管控效率、平衡财务指标。未来，房企站稳市场的核心竞争力将主要依靠运营能力和产品力的提升。

“三条红线”管控之下，房企还是要通过销售回款回补现金流，保证企业资金周转。一方面，继续深化线上线下销售渠道，采取合理的降价措施，把握住中秋国庆假期、双11以及年终三个重要营销节点，提振销售业绩；另一方面，加强回款流程管控，缩短回款周期，提速现金回

流。此外，在推进项目入市进程中，也要更加注重工程质量和施工安全问题，避免负面问题影响销售进度。

(2) 四季度市场供货加速带动业绩增长

今年由于受到疫情冲击，房企整体销售与供货节奏后移，全年业绩目标的实现也主要看四季度表现。从各开发商供货安排来看，下半年供货节奏普遍加快，供货量也显著高于上半年，四季度将是市场供货高峰期。高供货量将会带动成交量的上升，从而作用到销售业绩增长上。但同时随着新项目入市加快，市场竞争也会相应加剧，更加考验开发商产品力与营销能力。

(3) 新规将加速行业分化，推动集中度进一步提升

在行业增速放缓的背景下，叠加疫情冲击，更加考验房企的经营实力。今年TOP30和TOP50房企门槛均有所提升，可以发现规模房企竞争优势更加凸显。规模房企线上渠道建设相对完善，价格策略承受度更高，增强了抗风险性。而TOP50之后的房企，在产品力、营销力提升上都面临了更大的压力。

而新规的颁布，将会进一步拉大差距，财务稳健、现金充足的房企将会拥有更多的优质资源和机会，抢占更多的市场份额。我们预计，新规之下，行业分化格局将加剧，推动集中度加快提升。



五、投资：“三道红线”下投资积极性放缓，料四季度将更趋于谨慎

三季度土地市场量价齐跌，自二季度的投资反弹趋势有所放缓，但溢价率仍然维持在一年以来较高水平，部分核心城市优质地块仍是企业纳储补仓、调结构的主战场。新增土储货值来看，部分房企在二季度积极纳储后，节奏有所放缓，但国企、央企仍然表现相对积极。

企业表现上，销售TOP11-30强房企拿地意愿最为强烈。二季度、三季度拿地销售比远超百强中的其他房企，规模进阶的诉求仍强烈。相比之下，土储较为充裕的龙头房企拿地却愈发谨慎。整体来看，强者恒强的格局未变。

四季度在宏观调控力度不减的情况下，预计企业投资将趋于谨慎，从近期房企释放的投资意愿来看，聚焦和深耕仍是主要战略。未来各城市土地市场将进一步分化，基本面优势较强的一二线和强三线城市将持续受到房企青睐。

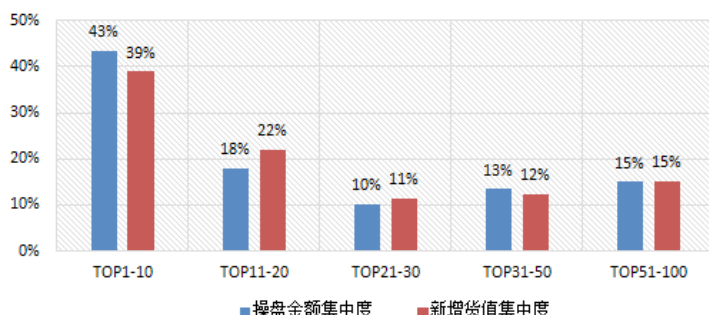
总结

1、前三季度6成新增货值集中于销售TOP20，强者恒强格局未变

截至2020年8月末，新增货值百强门槛达到148.55亿，同比上涨32%，新增土地价值、新增土地建面的百强门槛分别为51.54亿和92.75万平方米，同比涨幅分别为38%和8%，房企拿地虽然在一季度受疫情影响较大，但二季度房企投资快速反弹，补充土储积极性大幅提升。

在新增货值的集中度方面，规模房企延续了“强者恒强”的格局：在TOP10房企拿地态度相对谨慎的情况下，新增货值仍占百强房企的39%，较去年同期仅下降3个百分点，其次TOP11-20房企新增货值占百强的22%。总体而言，销售前20强房企占据了六成新增货值。

图：2020年1-8月销售TOP100各梯队新增货值集中度及销售集中度



备注：新增货值占百强集中度=各梯队新增货值之和/百强新增货值之和
操盘销售占百强集中度=各梯队操盘金额之和/百强操盘金额之和

数据来源：CRIC

2、销售TOP11-30房企拿地最为积极，第三季度拿地节奏有所放缓

虽然2020年一季度受疫情影响，土地市场低位运行，但二季度以来地市明显反弹，企业拿地积极性明显提高，在短期积极补仓后第三季度拿地节奏放缓。从上市公司中期业绩发布会和百强房企的拿地销售可见一斑：截止8月末百强房企拿地销售比达到0.43，较2019全年提升0.09。



分梯队来看，各梯队的拿地销售比较2019年也均有明显提升，企业整体拿地积极性较高。其中仍然以TOP11-30的房企拿地积极性最高，拿地销售比分别达到0.54和0.57，远超百强中的其他房企，规模进阶的诉求仍强烈。如绿城1-8月积极纳储，拿地销售比高达0.68，在土储的支持下销售排名也稳步前进，1-8月操盘金额成功进入TOP10行列。

表：销售TOP100企业各梯队2020年前三季度拿地销售比

拿地销售比	2019年	2020年一季度	2020年二季度	2020年三季度	前三季度合计
TOP1-10	0.31	0.22	0.49	0.34	0.35
TOP11-20	0.43	0.47	0.59	0.53	0.54
TOP21-30	0.28	0.3	0.69	0.61	0.57
TOP31-50	0.34	0.29	0.47	0.43	0.44
TOP51-100	0.36	0.3	0.50	0.36	0.45

数据来源：企业公告、CRIC

3、溢价率冲高后小幅回落，自二季度的投资反弹趋势有所放缓

二季度土地市场在部分热点城市的带动下快速升温以来，整体溢价率居高不下，但三季度重点监测房企拿地高溢价率比例较第二季度已经有所回落，成交溢价率在20%以上的地块占比下降4个百分点，整体市场朝理性方向更进一步。

高溢价地块主要集中于二线省会城市和三四线热点城市：南昌、西安、福州、宁波、合肥等多城有热点区域地块出让，以南昌为例，华润、保利、正荣等规模房企均以超过50%的溢价竞得地块，福州7宗主城区地集中出让，旭辉、正荣、建发等企业拿地溢价率也均在20-30%范围内；三四线城市中则以徐州、绍兴、佛山等城市高溢价地块较为常见。

表：2020年前三季度重点监测房企拿地溢价率分布情况（单位：%）

溢价率	一季度	二季度	三季度	较二季度变化
底价成交	47%	42%	39%	↓3%
0-10%	24%	17%	23%	↑6%
10-20%	7%	10%	12%	↑1%
20-30%	8%	9%	7%	↓2%
30-50%	8%	12%	11%	↓1%
高于50%	6%	10%	9%	↓1%

数据来源：企业公告、CRIC、第三季度数据截至8月底

4、滨江、首开等房企三季度拿地积极，TOP50房企中二成8月末拿地（略）

5、投资聚焦高能级城市，一二线投资占比近五成（略）



预计四季度企业投资将更加趋于理性和谨慎，资金面“三条红线”和城市层面调控收紧成为抑制房企积极拿地的两大因素。

从企业端来看，“三条红线”的出台对未来企业融资产生较大限制作用，大部分房企为维持现金流安全的情况下投资预算预计将有所下调，但国企和央企的优势将进一步凸显。

此外在前三季度不少房企逆市纳储，已经完成了对总土储的补充，从上市房企的中报发布会来看，房企接下来的投资预期以稳健、谨慎为主流态度，中南、大发、华润、绿城等品牌房企均表示了在土地投资方面不会盲目追高、回避高价地块；小部分房企仍持积极态度，如招商、



建发等表示已做好充分的资金准备，如果土地市场有合适的机会仍然会相对积极拿地，大部分房企的总土储能够维持未来3-4年开发，对拿地的“刚需”不算强烈。

表略：部分典型房企2020年下半年拿地态度预期

市场端则有南京、无锡等热点城市在第三季度出台了例如“重启摇号”、增加住宅供应的政策，从供给端调整土地市场的热度，溢价率在第四季度仍有下行的可能。

整体来看，第四季度在投资预期趋于谨慎的氛围下，拿地方式还将继续多样化，旧改、产城结合、TOD模式等多管齐下，是房企增强纳储实力和成本控制的主要方式，也是未来房企拿地的大趋势；而在投资分布上，一二线城市仍是房企投资的首选，三四线城市则面临较大分化，核心三四线城市仍具投资潜力，东莞、佛山、无锡、南通等受红利辐射较多的三四线城市前景更加明朗，未来房企拿地时“价值”将比“价格”更具参考意义。

六、融资篇：三条红线压顶，后期房企融资压力加大

总结

1、融资同比变化不大，今年后期融资环境收紧

(1) 三条红线压顶，降负债成为房企目前首要任务(部分略)

2020年前期由于疫情的原因，虽然政策持续强调“房住不炒”，但宏观上宽松的货币政策带动资金流向房地产行业，带动房地产投资、销售和土地市场回暖，也快速抬升了房地产整体的杠杆，2020上半年179家房企的加权净负债率（永续债作为权益）约为87.86%，较年初提高了4.45个百分点，63.7%的企业净负债率上涨。

进入三季度，上半年房价上涨过快的多个热点城市相继出台限购限贷政策，与此同时，监管进一步收紧融资，信托融资持续受到严格监管，7月住建部座谈会重申行业政策指导思想，防止资金违规流入房地产；8月20日，住建部和央行召开了重点房企座谈会，明确提出要实施好房地产金融审慎管理制度，同时也宣布了房企融资的“三条红线”，意在管控房企有息债务规模和拿地强度，来改善经营性现金流量净额，房地产融资面临收紧。



表：2020年前9月主要房地产融资相关政策

时间	机构	详情
5月8日	银保监	信托新规征求意见稿对信托公司非标比例和集中度都施加了严格限制。要求信托公司管理的全部集合资金信托计划投资于同一融资人及其关联方的非标准化债权类资产的合计金额不得超过信托公司净资产的30%。信托公司管理的全部集合资金信托计划向他人提供贷款或者投资于其他非标准化债权类资产的合计金额在任何时点均不得超过全部集合资金信托计划合计实收信托的50%。
7月30日	政治局会议	再次强调“房住不炒”，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
8月20日	住房城乡建设部&央行	会议指出，为进一步落实房地产长效机制，实施房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规范化和透明度。人民银行、住房城乡建设部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础上，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。此次约谈会议中，传出了房企融资“三道红线”的监管政策。
9月14日	央行	中国人民银行副行长潘功胜在国务院政策例行吹风会上表示，在前期广泛征求意见，与房地产业界、金融业界进行广泛沟通的基础上，人民银行和住建部会同相关部门形成了对重点房地产企业的资金监测和融资管理规则。下一步，央行将会同住建部以及其他的相关管理部门，跟踪评估执行情况，不断完善规则，稳步扩大适用范围。

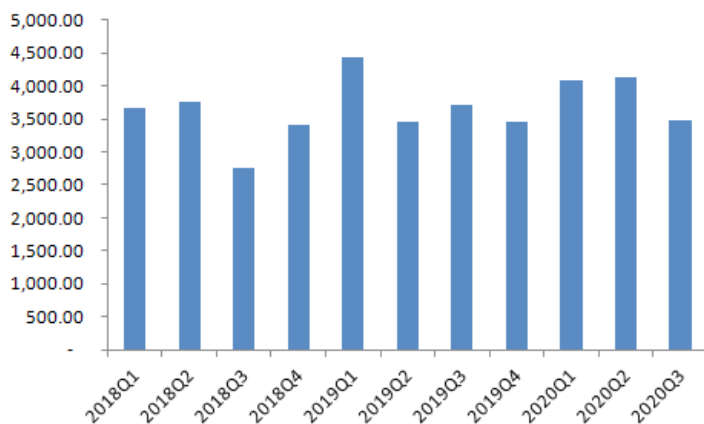
数据来源：CRIC整理

(2) 三季度融资总量同环比下降，降杠杆下未来融资趋紧(部分略)

据不完全统计，2020前9月95家典型房企的融资额为11708.07亿元，同比微涨0.91%，变化不大。就三季度而言，2020年三季度融资额3475.48亿元，同比下降6.2%，环比下降16.1%，相对于2020前两个季

度超过4000亿元的季度表现来看，三季度融资额处于年内融资低位。一方面，主要由于前两个季度因债券到期，以及货币政策宽松原因房企融资量较大；另一方面，由于前期土地过热等原因，后期调控跟进，加上住建部等举行的房企座谈会重点提及降杠杆，在面对未来具体调控措施不明朗方向趋紧的情况下，房企收紧融资。

图：2018年-2020年三季度房企季度融资额情况（单位：亿元）



备注：1、外币融资统一按融资当月月末汇率换算为人民币，监测数据不含开发贷和一般银行贷款；
2、如没有特殊说明，本文所有的2020三季度融资数据统计均截止至2020年9月25日。

数据来源：企业公告、CRIC整理

从各企业来看，约51%的房企的融资规模有所增加，其中有23%房企的融资增幅超过50%，此外，融资总量最高的为阳光城，约有836.2亿元，同时华夏幸福、中南建设、中国恒大、金科股份的融资额也超过500亿元。从梯队来看，中间两个梯队TOP11-30和TOP31-50分别实现同比增长，分别同比增长11.2%和6.8%到4870亿元和2318亿元，而TOP10房



企和TOP51+梯队的房企均同比出现了5%以上的降幅，其中头部房企主要由于自身已经形成较为强大的回款机制，出于自身降负债、稳负债的需求而减少融资。

表：2020年前9月各梯队房企融资规模变化（单位：亿元）

企业梯队	2020年1-9月	同比	平均融资额
TOP10	2,523	-12.3%	252
TOP11-30	4,870	11.2%	243
TOP31-50	2,318	6.8%	116
TOP51+	1,997	-8.3%	57

数据来源：企业公告、CRIC整理

（3）宽松性货币政策影响成本下降，但未来降负债压力下成本有上升趋势(部分略)

而从企业的债券类融资成本来看，2020年前9月房企新增债券类融资成本6.11%，较2019年全年下降0.96个百分点，整体融资成本的下降主要由于一方面境外债券发行的大幅减少，前9月境外/境内债券比0.94，较2019年全年下降0.81，同时，由于全球前期整体货币环境宽松带动整体债券利息成本下降，此外，境内超短融和境外短债发行量的上升也是导致成本下降的重要原因。

表：2016-2020年9月房企境内外债券融资成本

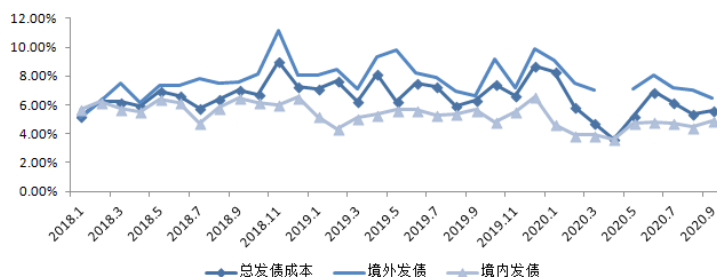
分类	2016	2017	2018年	2019年	2020年前9月
境内发债	4.77%	5.61%	5.92%	5.32%	4.32%
境外发债	5.61%	6.79%	7.27%	8.04%	7.97%
合计	4.86%	6.30%	6.57%	7.07%	6.11%

数据来源：企业公告、CRIC整理

单月来看，2020年前9月房企单月的融资成本分化较大，1月房企发行成本相对较高，2-5月份的发行成本则出现大幅下降，6月开始房企的

成本回升后又经历一波缓慢下降，但是9月房企的单月融资成本止住下降的趋势重新拉升0.25个百分点至5.59%，其中境内融资成本4.97%，是2020年以来单月境内融资成本最高值，主要由于三季度融资环境进一步收紧，特别是8月重点房企座谈会后房企降负债成重要任务，新增融资将会受到进一步监管，境内融资成本进一步上升。

图：2018-2020年9月房企单月融资成本情况



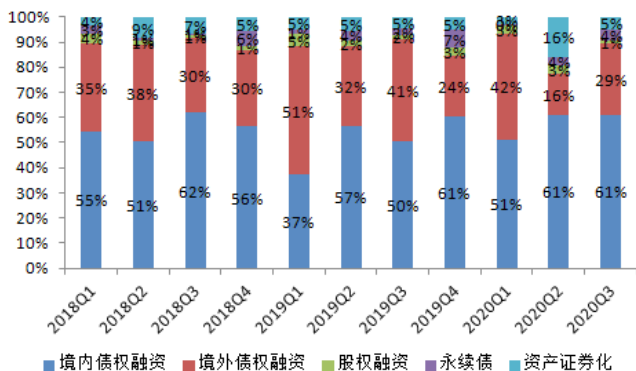
数据来源：企业公告、CRIC整理

(4) 国外环境动荡，境内债权融资占据主位(部分略)

从融资结构来看，三季度境内债权融资占比最大，且持续维持二季度以来的高位，占比达到61%，环比变化不大，同比上升11个百分点；境外融资占比为29%，环比上升了13个百分点至29%，同比下降12个百分点。截至2020年9月，房企境内债权融资额为6733.30亿元，同比上升23.0%；境外债权融资3410.03亿元，同比下降29.9%。累计股权融资305.63亿元，同比下降20.0%；此外，房企房企3月以来积极申请发行资产证券化产品，如万科、阳光城、中梁、新力等，累计资产证券化融资同比增长59.9%到948.89亿元。



图：2018-2020年三季度95家重点房企季度融资方式比例



数据来源：公司公告、CRIC整理

(5) 房企分拆物业上市热情不减，恒大、融创、华润加入战局（部分略）

据统计，截至2020年9月25日仅有汇景控股、港龙中国成功在港交所IPO上市，而排队上市的房企则多达11家，其中海伦堡、奥山、万创国际以及鹏润控股的招股书已经过期，截止2020年9月25日仍未更新，未来是否继续申请上市仍然有待观察。整体而言，今年房企的上市热情仍然较为积极。

除了寻求集团整体的上市之外，房企在2020年分拆旗下业务板块上市使其成为独立的融资平台掀起了一波新的高潮。截至2020年9月25日，共有3家房企旗下公司成功上市，同时还有13家正在排队中，华润、融创于8月递交物业板块的招股说明书，加入战局。此外，恒大物业于9月25日获得联交所上市批准。房企分拆旗下物业上市不仅仅局限于物

业，绿城代建方面的业务也提交了上市申请书，7月17日绿城管理通过了港交所上市聆讯，成为“代建第一股”；此外，雅居乐园林管理公司雅城也于2020年6月24日提交了上市申请。

表：2020年前9月在港新上市房企（单位：港元、亿港元）

企业名称	股票代码	申请IPO日期	上市时间	发行股份数	发售价	所得款项净额
汇景控股	9968.HK	2019/10/25	2020/1/16	7.881亿股	1.93	13.91
港龙中国地产	6968.HK	2019/10/22	2020/7/15	4亿股	3.93	14.322

资料来源：企业公告、CRIC整理

表：截至2020年9月25日在港排队上市房企

企业名称	申请IPO日期	审批状态
海伦堡中国	2018/10/22	招股书已过期
奥山控股	2018/11/22	招股书已过期
万创国际	2018/11/22	招股书已过期
三巽控股	2019/10/17	审核中
大唐地产	2019/11/29	审核中
鹏润控股	2020/2/28	招股书已过期
上坤地产	2020/3/30	审核中
领地控股	2020/4/9	审核中
实地地产	2020/5/20	审核中
祥生控股	2020/6/3	审核中
金辉控股	2020/9/24	审核中（更新）

数据来源：企业公告、CRIC整理



2、融资环境趋紧，未来房企融资审慎

房企前三季度融资表现较为波折，但整体来看，2020年前9月的融资总量同比变化不大。不过自8月20日重点房企座谈会之后，房企融资环境收紧信号越来越明显，房企融资量也应声下跌，同时融资成本止跌抬



升。展望未来，“730”政治局会议定调：坚持“房住不炒”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。同时，实施好房地产金融审慎管理制度，跟踪评估执行情况，不断完善规则，稳步扩大适用范围。下一步，围绕“三条红线”进行的房地产融资调控将成为主要战场，房企降杠杆将成为房企发展的主旋律。

在此背景下，年内融资环境将进一步收紧，一些非标前融等融资方式预计可能会受到严格监管；在开发贷方面，由于房企整体有息债的增长将受到不同层面的限制，开发贷批准额度可能下行，融资成本或将进一步拉升。而由于融资受控，房地产拿地及开发速度将会受到较大的影响，行业将向平稳运行发展，由过去粗放式的杠杆开发走向未来精细化的运营管理开发，由此对房企的产品力开发升级、运营能力将提出更大的挑战。同时，由于以往通过高周转、高负债实现弯道超车的概率将缩小，而部分净负债率控制较好的规模房企则将迎来发展机会，未来强者恒强的格局将逐步稳固。

在此情况下房企可在多方面进行应对：在销售端，线上线下的多元营销持续发力，保证规模增长，同时加强销售回款，促进现金回流补血；企业内部战略方面，内部变革将行，提升组织效率加快抢跑是必要的举措；在融资端，未上市的房企可以争取上市打开资本市场，降低杠杆率，拓宽企业的融资渠道，已上市的房企积极开展更多元化的融资渠道，同时加强与金融机构的合作。

七、城市：三季度一线坚挺、三线超预期，四季度料将稳中微降

回顾2020年前三季度，开局很“难”，年初受新冠疫情的影响，2月的“断崖式”下跌后，购房需求迎来了一波集中释放期，3月开始攀升、5月同比转增、6月年内新高，7-8月淡季“不淡”，前8月累计跌幅收窄至7%，虽然9月成交略有回调，但同比依旧保持增势，市场惯性延续。

总体来看，不同能级城市呈现出典型的分化行情，一线供需两热，上、广、深均保持着较高的成交热度，主要得益于一方面中央纾困政策不断，LPR中枢下移，实体经济不振都导致了部分资金变相流入地产行业；另一方面，人口持续净流入使得一线刚需、改善需求都相对旺盛，疫后复苏较快。二线城市迎来了需求的集中释放期，7-8月成交维持高位，不过分化持续加剧：杭州、宁波等热点城市调控升级也难抑居民购房热情，二季度同比延续增势；反观苏州、郑州、昆明等楼市下行压力较大，市场行情相对冷淡。三四线城市2020年成交表现显著超过预期，前8月累计降幅仅为3%，市场恢复程度在不同能级中居首。

事实上，央行近期出台的“三道红线”，房企融资环境整体趋紧，倒逼房企去杠杆、降负债。地方层面，因城施策、“紧多松少”，调控政策大概率继续维稳，以求落实“三稳”预期。叠加9月市场行情也出现“转淡”苗头，我们预计四季度成交或将稳中微降，一线需求相对坚挺，成交或将高位维持；热点二线调控预期加强，有望带动成交规模回调；三四线在返乡置业、以价换量双重刺激下，成交热度大概率延续。

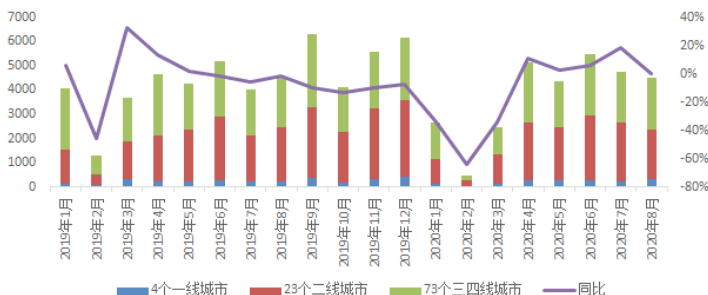


1、新房供应：同比增9%但较上季月均降7%，四季度一二线新增量回升（部分略）

2020年，受新冠肺炎疫情影响，一季度商品住宅供应持续低位运行，4月随着复工复产有序推进，供应探底反弹，同比由负转正，增长11%，5-6月，随着年中业绩冲刺期到来，房企供货节奏加快，供应稳中有升。

进入7、8月，总体供应规模相较于二季度月均稳中有降，但同比仍维持9%的正增长。其中，一线城市供货力度依旧不减，7-8月供应面积同比增长41%，相较二季度月均增长6%；二线城市和三四线城市整体供货力度相较二季度有所回落，但同比仍增7%。

图：2019年1月-2020年8月全国100个重点城市商品住宅供应面积（单位：万平方米）



数据来源：CRIC

（1）7-8月新增供应同比增9%，一线同比大增41%，二线、三四线增长7%（部分略）

7-8月，100个重点城市商品住宅新增供应面积9269万平方米，同比增加9%，相较二季度月均下滑7%。

4个一线城市整体供应600万平方米，同比增长41%。与二季度相比，7-8月月均供应仍保持6%的增长。分城市来看，上海、广州、深圳

放量显著，尤其是深圳，楼市持续高热背景下房企加速推货，7-8月供应同比增长114%，较二季度月均增长265%。反观北京，经历二季度放量后，7、8月供应明显回调，降幅高达48%。

23个二线城市新增供应共计4440万平方米，同比增长7%，但相较于二季度月均下滑8%。同比来看，六成以上二线城市仍持续放量，海口、沈阳等增幅超30%，成都更是实现翻番。相较于二季度，受到季节性因素影响，近七成二线城市月均供应量明显回调，大连、福州等回调幅度超50%，宁波下滑幅度最为显著，达56%。

73个三四线城市新增供应4229万平方米，同比增长7%，相较于二季度月均下降8%。同比来看，三四线城市涨跌参半，东莞、温州等强三线城市新增供应量近200万平方米，增幅超70%，张家港、衢州、晋江等由于低基数效应增幅超100%，而台州、江门等供应明显缩水，同比腰斩。相较于二季度，近七成三四线城市供货力度明显减弱，岳阳、常德、金华等跌幅超60%。

表略：2020年7-8月100个重点城市新建商品住宅新增供应情况（单位：万方）

（2）9月同比持平但环比激增37%，热点一二线城市供应增势最显著（略）

（3）展望：土地成交节点与结构决定四季度迎来供应小高峰，尤其一线和热点二线增量显著

预判后市，考虑到房企面临年终业绩压力，势必加大推货力度，四季度商品住宅整体供应将大幅放量。

一线城市四季度供应将显著放量。主要原因有二：其一，今年以来，一线城市土地供应量大幅增长，1-8月一线城市土地成交金额增长超70%，或在四季度形成有效供应；其二，年终回款压力叠加“三条红



线”制约，房企将在核心城市加速推货。

二线城市供应也将明显放量，但增幅或不及一线城市。一方面，房企为加速回款，也会加大在二线城市的推货力度，但考虑到前8月二线城市土地成交基本与去年持平，预计最终住宅供应增幅也将略小于一线城市。

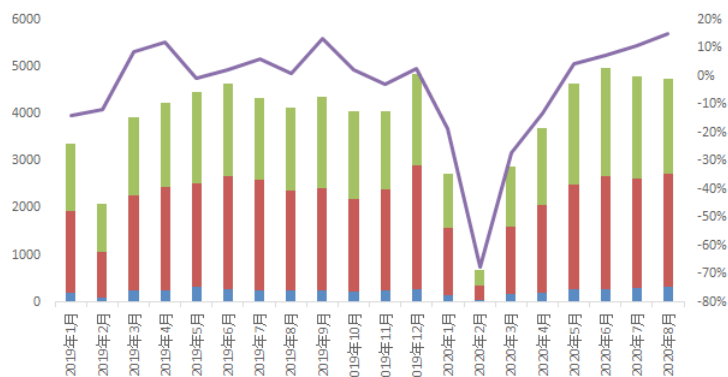
三四线城市四季度整体供应预计基本与去年持平。主要原因在于房企回归核心一二线战略之下，前8月三四线城市土地成交金额同比仅保持小幅微增，因此四季度住宅供应不具备大幅增长空间。

2、新房成交：同、环比分别增13%和8%，四季度整体高位持稳、城市分化加剧（部分略）

2020年1-8月，全国100个重点城市成交整体呈现“先抑后扬”走势。2月受到疫情影响，成交跌至历史低位，3月以来，随着疫情影响逐渐退却，成交稳步回升。进入三季度，7-8月尽管受到季节性因素影响，成交面积环比小幅回调，但同比仍维持10%以上增长，整体来看成交表现淡季不淡。尤其是深圳、杭州、南京、宁波等核心一二线城市，调控加码难改楼市高热，成交高位维持。但进入9月，一线城市成交依旧坚挺，热点二线城市如杭州、成都等成交环比皆有所回调。

预判后市，预计四季度全国商品住宅成交规模大体持稳，一线城市成交面积维持高位，三四线城市以价换量叠加返乡置业需求释放，整体成交仍有回升空间，二线热点城市短期内有所转冷，但后市如何仍有待进一步观察。

图：2019年1月-2020年8月全国100个重点城市商品住宅供应面积（单位：万平方米）



数据来源：CRIC

（1）7-8月成交同比增13%，较二季度月均增8%，一线、三四线增幅超20%（部分略）

7-8月，全国100个重点城市商品住宅成交面积9547万平方米，同比增长13%，相较于二季度月均增长8%。

4个一线城市总计成交620万平方米，同比增长25%，相较于二季度月均增长约22%，整体来看，一线城市7、8月淡季不淡。同比来看，北京、广州、深圳成交表现不俗，增幅在20%左右，上海增幅更为显著，达34%。相较于二季度，上海、深圳楼市热度不减，高基数效应下增幅仍超10%，北京、广州成交明显反弹，增幅分别达到43%和24%。

23个二线城市成交共计4714万平方米，同比增长约6%，较二季度月均增长9%。相较于去年同期，六成以上二线城市成交继续放量，杭州、宁波等热点城市成交持续发力，同比增长超40%，反观苏州、郑州、昆明等楼市仍面临下行压力，成交同比仍下降约20%。相较于二季度，近七成城市成交继续走高，西安、宁波等成交继续放量，增幅超



40%，武汉进一步走出疫情阴霾，成交增幅更是高达81%。

73个三四线城市商品住宅总成交面积4212万平方米，同比增长20%，相较二季度月均增长5%。同比来看，六成以上三四线城市成交实现正增长，东莞、惠州等受到深圳楼市高热辐射，成交继续走高，较去年同期增长超60%，洛阳、丽水等受到供应放量驱动，成交增长超50%。环比来看，五成以上三四线城市月均成交表现好于二季度，典型如惠州、无锡、珠海、东莞等强三线城市，成交增势明显，而梧州、淮南、东营等弱三四线城市，楼市仍面临下行压力，降幅超30%。

表略：2020年7-8月100个城市新建商品住宅新增成交情况（单位：万方）

（2）9月环比微降4%而同比仍增8%，一线城市高位保持，政策从紧后热点二线增幅回落（略）

（3）展望：四季度一线高位维持，二线环比回调，三四线成交好于预期

预计四季度全国商品住宅成交规模大体持稳，一线城市成交面积维持高位，三四线城市整体成交仍有回升空间，二线热点城市短期内有所转冷，但后市如何仍有待进一步观察。

预判后市，一线城市四季度成交面积仍将维持高位。一方面，一线城市7、8月楼市淡季不淡，预计四季度市场热度仍将维持，另一方面，四季度一线城市供货力度或将进一步加大，供给放量驱动下，潜在购房需求或将有序释放。

预计二线城市四季度成交规模较三季度有所回调。一方面，热点如杭州、成都、宁波、南京等，经历调控加码成交环比皆有所回调，但后市如何仍有待进一步观察；另一方面，沈阳、长春等北部二线城市即将步入楼市传统淡季，成交大概率季节性回调，而太原等城市短期内市场

观望情绪仍然浓厚，成交大概率继续维持低位。

预计三四线城市整体仍将好于市场预期。三四线楼市尽管仍面临下行压力，但考虑到临近年终业绩冲刺，房企在三四线城市常态化以价换量，叠加年末返乡置业需求持续释放，三四线行情或将略好于市场预期。

3、二手住房：三季度为近两年新高点，热点从紧调控影响料将逐渐显现（部分略）

三季度，全国主要城市二手住宅市场已基本恢复正常且总量创下近两年新高点，但自7月以来的热点城市调控政策加码还在发酵，深圳、杭州等部分城市成交热度开始有所滑坡。预计政策压力导致市场预期生变，四季度部分重点城市成交规模有可能高位回落。

（1）前8月15城成交金额同比增16%，苏州、成都规模缩量显著近50%（部分略）

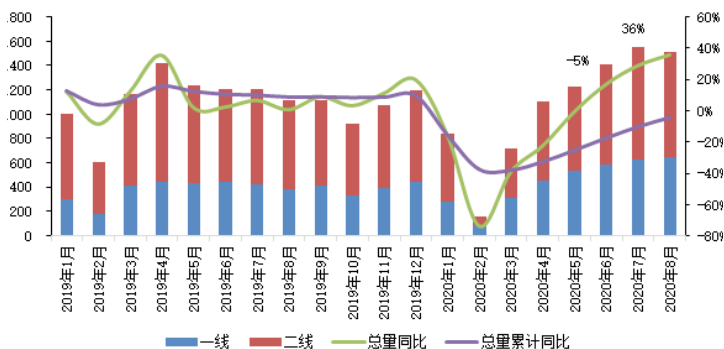
截至第三季度，全国重点城市二手住房市场已修复至疫情水平。15个典型城市2020年前8月二手住房成交金额累计同比已正增16%，可见市场已修复疫情所致空缺。受第一季度疫情影响，前8月二手住房累计成交面积8538万平方米，同比仍降5%，但较前6月已大幅收窄12个百分点。

单月来看则更为显著，7、8月整体成交面积同比涨幅均在30%左右。在以一线及核心二线城市市场为主的支撑下，前8月二手住房成交面积同比增速持续扩大，7月整体体量达到近两年新高，为1557万平方米。后由于深圳、南京、杭州、成都、苏州、天津等相继出台调控政策对疫后市场修正，政策影响下8月整体成交体量环比降3%，但同比仍增36%。



根据前8月累计同比增速判断，我们认为全国二手住宅整体成交规模有望在第四季度内回正，且以后续4个月单月同比增速保持与8月一致计算，15个典型城市全年二手住房成交面积预计同比增9%。

图：2019年-2020年8月一、二线城市二手房月度成交面积（单位：万平方米、%）



注：一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括合肥、重庆、郑州、南京、杭州、青岛、成都、厦门、苏州、武汉、天津

数据来源：CRIC

一线城市成交规模超3500万平方米，广深同比增30%以上。前8月北上广深4城二手住宅累计成交3525万平方米，同比增17%。具体来看，北京、上海疫后新房市场对二手房市场有一定积压影响，但2城前8月二手住宅成交面积也同比增5%，其中上海成交面积更突破千万方达1387万平方米。值得注意的是广州、深圳2城，第二季度“房抵贷”风波后，2城刚需需求继续释放，至8月末累计成交规模双双突破600万平方米，前8月同比分别增33%和61%。当然受新政影响，深圳二手住宅市场成交热度显著向新房转移，8月已较7月环比降11%。我们认为，在充裕的刚需置业与改善置换需求下，一线城市二手住宅市场具有强支撑，全年成交规模创新高无忧；但在调控政策收紧下，第四季度单月成交表

现或将有所回落。

二线城市市场分化明显，南京、郑州、杭州等市场恢复，重庆、成都、苏州等规模仍较低。前8月11个核心城市共成交二手住宅5013万平方米，同比下降15%，降幅比前6月收窄12个百分点。南京、青岛、合肥、郑州、杭州等5城市前8月成交面积同比增速回正，其中南京、青岛、合肥同比均增10%以上，市场已摆脱疫情影响。但由于二线城市购房者受疫情冲击程度各不相同，因此疫后各城市间市场分化情况明显加剧。厦门、天津、武汉、重庆、苏州、成都等城市前8月二手住房成交面积累计同比仍未回正，武汉、重庆、苏州、成都等更是缩量严重，累计同比跌幅超过20%。值得注意的是，武汉、重庆、苏州、成都等新房市场均销售表现优异，如成都前8月新房成交规模已与2019年齐平，但二手住房同比跌幅达48%，这一类市场购房需求由二手房市场流入新房市场的现象明显。鉴于当前除苏州、成都以外其余城市二手住宅单月成交规模均已超过2019年同期，我们认为绝大多数二线城市全年二手住宅成交规模有望同比回正，但苏州、成都等城市市场恢复仍有较大压力。

表略：15个典型城市2020年前8月二手房累计成交情况（单位：万方）

（2）9月成交同比增24%，深、宁、蓉等多城受调控影响成交环比回落（略）

（3）展望：政策压力致预期生变，四季度部分重点城市成交规模可能高位回落

当前全国主要城市二手住宅市场均已正常化，成交大多同比、累计同比增速回正。因此我们预计除苏州、成都以外其余城市全年二手住宅大概率将创新高。但考虑到深圳、杭州、苏州、南京等城市均已出台相关调控收紧政策，对换房、投资等均有一定限制，因此我们预计各热点



城市第四季度成交规模或将环降。

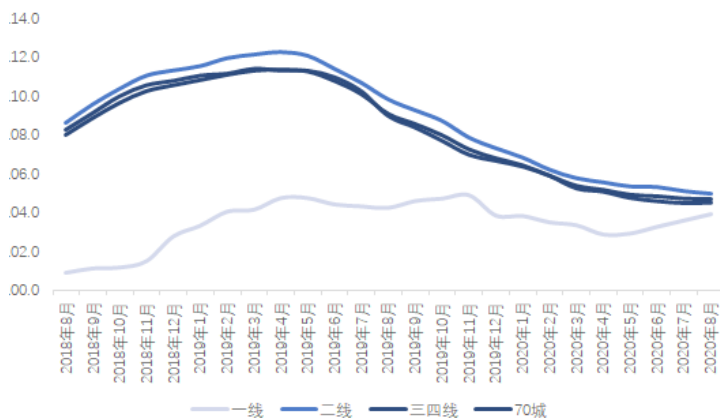
4、房价：整体稳中趋降，一线涨、二线稳、三四线涨跌持续分化（部分略）

三季度全国房价中枢依旧延续逐渐趋稳的态势，“房住不炒”下整体市场一二手房价同比增速均收窄。各能级城市房价走势分化明显，一线城市同、环比齐升表现突出，二线及强三线同、环比涨幅持续收窄，部分弱三四线城市疫后复苏缓慢，城市房价同、环比增速仍下行。

（1）70城新房房价稳中有落，一线一二手房房价上扬，二三线同比涨幅收窄

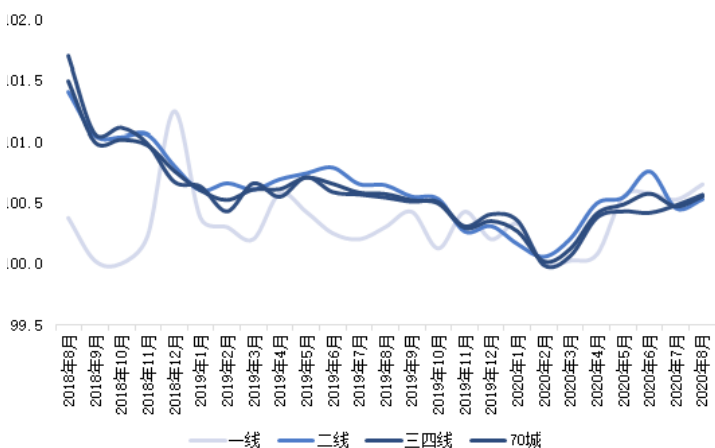
全国商品住宅销售价格遵循“房住不炒”主线，整体稳中趋落。从国家统计局发布的70个大中城市新建商品住宅销售价格变动情况可以看到，截至2020年8月底，一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅有所扩大，二三线城市同环比涨幅持续收窄。具体来看，新房价格同比一线上涨3.9%，增幅扩大0.3pts，二线上涨5.0%，三四线上涨4.5%，涨幅均收窄0.2pts。各省市充分发挥主体责任，确保了疫情期间城市销售价格未出现大涨大跌的现象。新房环比方面，整体呈小幅波动，各能级房价与上月大体持平，环比涨幅变动来看，一线、三四线分别上扬0.1pts和0.3pts，二线则收窄0.3pts。整体来看，全国各能级城市房价稳中有落的趋势延续。

图：2018年8月以来70城及各能级城市新建商品住宅价格指数同比走势



数据来源：国家统计局

图：2018年8月以来70城及各能级城市新建商品住宅价格指数环比走势



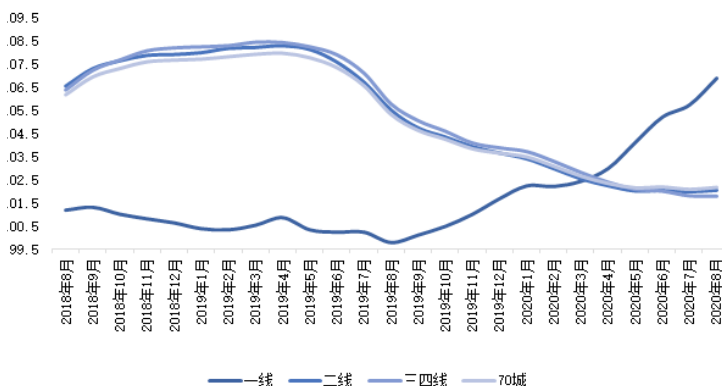
数据来源：国家统计局

相应的，二手房房价在同环比上与新房价趋稳态势一致，但一线城市表现更为突出。整体而言70个大中城市整体价格同比中枢上涨



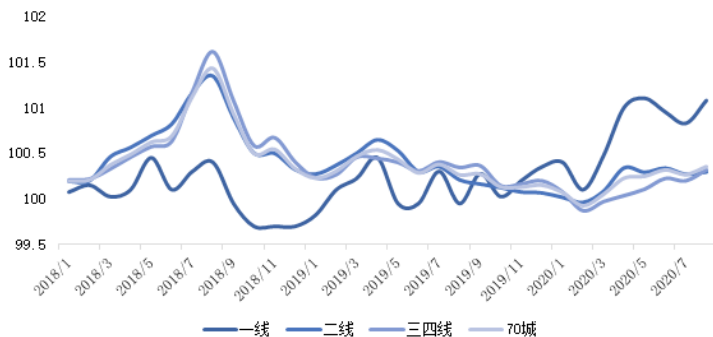
2.2%，二三四线及整体涨幅小幅趋落态势继续保持。环比上各能级城市二手房销售价格稳中微升，房价增速趋于持平或有所回落，延续前两月2个百分点左右增速。值得一提的是，一线城市较2019年年中同、环比涨幅持续扩大，同比涨幅较2019年年底升至5.2pts，环比涨幅1.08pts突破年内高点。

图：2018年8月以来70城及各能级城市二手商品住宅价格指数同比走势



数据来源：国家统计局

图：2018年8月以来70城及各能级城市二手商品住宅价格指数环比走势



数据来源：国家统计局

(2) 北、上、苏、蓉等核心一二线同比领涨，强三线房价“稳健” (本节有删减)

第三季度，各能级城市房价普遍上扬，随着多省市相继收紧调控，同比涨幅有一定收窄。截止至2020年8月末，从CRIC监测的96个重点城市新建商品住宅成交统计均价来看，多数核心城市同、环比稳中有升，受疫后市场火热带动，部分强三四线城市房价也持续走高。局部弱三四线城市受市场下行压力影响叠加疫后市场复苏较慢，新房成交均价仍低于2019年同期水平。

分能级来看，一线城市北京、上海房价同比涨幅较大，新政影响下各城环比略有回落。第三季度北上广深4城整体房价稳中微升，仅深圳同比跌3%，其余3城中广州同比微升0.4%，北京同比涨幅7%，上海涨势最高达10%。这主要是由于疫后上海等豪宅项目频频认筹爆满、开盘售罄等。可以看到一线城市整体房价仍坚挺。值得一提的是，7月起以深圳为首政府紧受调控，4城房价环比第二季度均有1%左右小幅回落。

苏州、成都等房价同比上升显著，长春、昆明等楼市复苏房价缓升。从同比来看苏州、成都、呼和浩特、兰州更是增长20%以上，成都为最涨幅达32%，高价项目相继带动城市房价结构性上扬。其余城市除青岛、南昌、长春外房价较2019年同期也均有上升，但同比涨幅均在20%以内。另外，随着疫情基本缓解，部分弱二线城市如西宁、长春、西安、沈阳、济南等第三季度房价相较第二季度略有上升。同时，天津、海口、苏州、重庆等城市房价回调，多数集中在近期调控加码城市。

三四线城市分化明显，江阴、宜新、淮北等房价同比增20%，部分弱三四线则有所回落。随着国内疫情基本得到控制，房地产市场逐渐正常化。但三四线城市间购房者素质、需求的差异使得城市间复苏速度出



现明显差异。在房价上即表现为，部分江、浙、徽一带强三四线卫星城市受惠快速补涨，桐庐、建德、江阴、台州、宜兴、泉州、淮北等皆同比涨20%以上，淮北涨幅更是高达40%。城市购房需求充足下疫后市场快速回暖，房价坚挺稳健。其余城市房价则均有一定回调，多数在10%以内，整体价格可控。

图略：2020年8月96个重点城市商品住宅成交均价变动情况（单位：元/m²、%）

（3）展望：调控收紧下一二线房价涨幅趋缓，弱三四线或将因以价换量而下行

“房住不炒”主基调不变下，我们预判第四季度全国整体房价水平仍将维持稳中微升态势。且基于“避免房价大涨大跌”的主要目标，我们仍未各能级房价变化也将以稳为主。

第三季度住建部先后发布二次房地产座谈会，多数上半年楼市火热城市也相继加码调控。考虑到政策影响将在第四季度具体显现，部分房价出现跳涨的城市也将寻求“高低配备案”以弥合房价涨幅。因此我们预计一线、核心二线及部分强三线城市第四季度房价同、环比涨幅将稳中微降。同时基于三四线城市楼市加剧分化预判，弱三四线城市房价或将随市场景气度下行、项目普遍以价换量而一并下行。

5、库存：八成城市同比扩容，四季度一二线持稳微增而三四线去化承压（部分略）

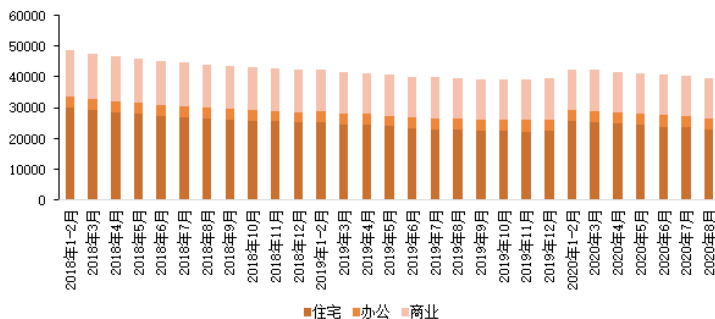
2020年第三季度，八成以上城市库存同比明显扩容，柳州、贺州等城市库存量翻倍增长，三成以上核心城市消化周期同比小幅回落，各能级城市分化加剧，预计四季度一二线城市库存将持稳或小幅增长，三四线市场库存仍将继续扩容，未来去化压力不容小觑。

(1) 8月末商品房待售面积同比增0.5%，第三季度住宅回落显著，商办去化难

据国家统计局数据显示，截至8月末，商品房待售面积达50051万平方米，同比增长0.5%。得益于第三季度新房销售表现亮眼，整体商品房待售面积有序下降，较2020年初减少2953万平方米。

具体而言，住宅物业去化强劲，但商办依旧存在一定库存积压。其中，办公和商业营业用房待售面积分别为3693万平方米和13031万平方米，较第二季度末几乎持平。住宅方面库存量已连续6月负增长，8月末待售面积22834万平方米，较1-2月年内高点下降2863万平方米，或是由于疫后大量积压新房开盘快速去化，整体去库存效果显著。

图：全国商品房待售面积（单位：万平方米）



数据来源：国家统计局

(2) 三成以上核心一二线消化周期收窄，柳州、北海等弱三线库存同比上扬（部分略）

与全国商品房走势相吻合地，疫情影响下商品住宅存量同比上升明显，第二、第三季度楼市陆续复苏后，各能级城市商品住宅库存及消化周期出现明显分化。

截至8月末，63个重点城市商品住宅库存量47450万平方米，同比



2019年8月末增幅高达11%。尽管第二、第三季度全国市场快速复苏，市场持续放量，但仅限于一线及部分二三线核心城市，相较下成交长期处于低位的弱三四线城市仍难去化，整体库存量仍在不断攀升。7月起多地发布新政加码调控，放缓热点城市去化速度，从数据来看，8成城市库存同比有所扩容，重庆、武汉、郑州等热点城市库存量同比涨幅皆在5成以上，柳州、贺州等三四线城市更是库存翻倍。

基于疫后各能级城市经济复苏程度不同，全国市场消化周期出现明显分化。一方面，沿海及江浙一带，受旅游业及电商行业带动下经济及楼市复苏最快，三成以上核心一二线城市消化周期同比下降。另一方面，北海、江门、宜兴等7个城市消化周期已超30个月，另有常熟、柳州、梧州等7城同比翻倍，库存压力不断积聚。由于市场长期低位运行叠加疫情影响，居民购房信心持续低迷，去库存压力仍保持高位运行。

图略：63个重点城市2020年8月末商品住宅库存及消化周期（单位：万方，月）

（3）展望：核心一、二线城市库存持稳微升，三四线市场库存将继续扩容承压

我们认为，基于疫后全国市场复苏表现良好，四季度供应仍将稳步放量，需求也将持续释放，整体库存仍保持稳中有增态势，库存消化周期有望小幅回落。不过城市间分化或将持续加剧，库存压力将主要集中在前期需求透支严重，基本面缺乏支撑的三四线城市，而一线和核心二线城市受政府约束，陆续发布新政加码调控，抑制市场热度。库存量有望持稳或延续小幅增长。

具体而言，一二线城市库存量或将继续持稳乃至小幅增长。基于前期市场热度过高，中央先后召开二次座谈会稳楼市，一二线核心城市相继加码调控，需求端收缩的情况下后期库存去化难度间接升级，整体趋势有望持稳或小幅增长。

而三四线城市四季度库存量仍可能继续扩容，一方面，多数三四线城市市场长期购买力不足，基本面缺乏支撑下难以激发需求；另一方面前期挤压的供应仍在持续放量，非刚需购房者观望情绪加剧，库存压力或将持续放大。

八、营销：部分房企折扣有望下探，营销方式三轨并行



1、三季度营销平稳，房企营销呈三大特点

受到新冠疫情的影响，上半年房企营销呈现阶段性特点，一季度线下售楼被停，房企其中力量转战线上售楼。随着疫情形势好转，3月初线下营销逐步恢复，房企线上线下双管齐下，房企营销逐渐达到高潮，6月中房企业绩进入抢收期。三季度伊始房企营销节奏步入平稳期，前三季度的折扣整体仍在9折以上，特价房折扣保持低位。

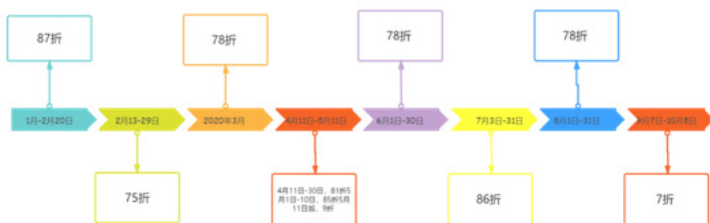
整体来看，三季度的房企营销方面呈现了三个特点：恒大、富力这类房企的折扣营销。恒大继8月打出78折后，9月619盘低至7折，进一步加大营销力度，抢占金九银十黄金季。富力在8月17日与广汽跨界营销，房、车和车位以8.17折扣统一营销。多企业与渠道合作。渠道合作近几年关注度较高，企业考虑到自身利润水平，让利幅度较为有限，房企营销更多从渠道入手，如与贝壳等签订A级代理协议，提高佣金比例等。集团层面造节活动增多，如碧桂园广清区域携手天猫好房“917碧淘好房节”，万科地产上海区域“十全九美好房节”，华润置地全国6大区70+城市“中秋国庆购房节”等。



(1) 恒大、富力等房企直接折扣让利促销售抓回款

由于上半年受到疫情影响，房地产市场的不确定性增大，另外融资环境再度收紧，以恒大、富力为首的头部房企直接折扣让利促销售抓回款。恒大全年多次举办集团折扣营销，9月重回7字头，9月7日至10月8日，全国619个楼盘全线7折，恒大总部与地区公司部门负责人以上领导，公开优惠基础上，拥有额外96折的签批权限；并且未来30天，加推至少40个纯新盘入市。“金九银十”两个月，单月销售目标1000亿元。富力则是在8月17日与广汽集团跨界创新营销，打出购房、购车位和购车三重优惠，以8.17折统一折扣提升影响力。

图：恒大2020年至今集团营销主要折扣



数据来源：CRIC整理

(2) 渠道依赖加深，佣金费率水涨船高

房企对渠道的依赖逐步加深，佣金费率不断上涨。对于房企来说，渠道分销的优势在于节省人力和营销成本，而且渠道分销往往以业绩为导向，效果更为直接。尤其是在市场景气度不高的环境之下，房企为了促进销售也会启用更多的营销手段，不过之前渠道对房企而言是一种锦上添花的营销模式，近年来业内对渠道的关注度和使用率都在走高，甚至产生了依赖。一方面是现在企业折扣力度较大，让利空间已经有限，再持续地降价压缩利润空间收效也并不明显，不如选择将一部分营销成

本拿来支付渠道费用，去化效果更好。另外一方面渠道本身也在不断壮大，像线上的渠道平台贝壳、天猫好房等具有推广能力强，客源规模大的优势，线下一些地方的中介更是直接把持着大量的客源，房企为求业绩也不得不转向渠道合作，但是这种依赖也导致渠道话语权提升，进而不断提高佣金费率。

（3）造节营销声势浩大，活动形式不尽相同（略）

展望

2、部分房企折扣有望下探，渠道营销热度十足

四季度是房企全年营销的重头戏，预期四季度的营销主要围绕中秋国庆假期、双十一以及年终这三大节点来展开，营销活动的规模和折扣的力度均有望扩大，营销方式上也会有所创新，付款方式折扣等加速企业回款的营销举措有望增多。

深耕自有平台，借力渠道营销双向并行。在营销平台选择上，除了企业自有平台之外，借力渠道销售仍是房企一大方向。双十一期间预期将采用自有+电商双平台的推广方式，并且可以期待的是今年双十一的营销规模要明显大于往年。双十一本就是电商营销节点，今年京东、天猫等电商都加大了对售房的投入，特别是天猫和易居强强联合成立“天猫好房”平台，获得了一众房企的支持，甚至部分房企管理层已经明确要拿出批量房源参与双十一活动。想要打响招牌，在成立之后的第一个双十一组织一场规模盛大的营销活动很有必要，而房企也会积借势这一渠道来推广项目，加强销售。

四季度房企优惠力度可能分化，部分触及三条红线或者资金压力较



大的房企折扣力度有望下探。四季度是房企冲刺业绩的关键期，营销节点比较多，全年目标大考来临，加上新出台的三道红线政策对企业的债务提出管控，房企将会更加关注销售回款。因此我们认为部分房企特别是资金压力较大或者触及三条红线的房企，四季度折扣力度有望扩大。9月初，恒大已经推出全国7折的全面折扣，预期其他房企将会跟进，但是难以达到如此的力度。特价房方面折扣力度会大于整体折扣，预期在7-8折区间内的特价房会增多，尤其是双十一期间特价房、秒杀房力度会比较大，少数会低至5折甚至以下。

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。

「 目录 导览 」

一、政策：三季度中央稳、热点紧，四季度仍将稳中趋紧

- 1、坚持“房住不炒、因城施策”，落实稳地价稳房价稳预期目标
- 2、融资“三道红线”严控负债规模，倒逼房企去杠杆降负债
- 3、杭州、宁波、南京等10城政策加码，深圳政策力度最为严苛
- 4、杭州、宁波等支持刚需优先购房，株洲、郑州落地购房补贴
- 5、以“三道红线”为房企降负债，热点城市居民购房“限贷”升级
- 6、地方“紧多松少”，热点城市调控加码、压力城市刺激减压

二、行业：预计拿地新开工与投资增速回落，销售规模持平微增

- 1、前8月销售金额回正增1.6%，全年商品房销售规模大概率创新高
- 2、新开工面积同比增速冲高回落，土地购置累计降幅连续扩大
- 3、建安与土地投资下行使开发投资增长缓，预计全年开发投资额增7%
- 4、经济走稳、刺激退出，降负债下投资增速趋缓，行业销售规模料将持平微增

三、土地：三季度成交量缩价跌，预计四季度溢价率将继续走低

- 1、三季度土地市场量价齐跌，“三道红线”新规下9月溢价率显著下滑
- 2、优质土地增多带动中西部城市地价上涨，长三角市场竞拍热度最高
- 3、三季度流拍明显好于去年同期，政策收紧下四季度流拍或再度增多
- 4、四季度溢价率大概率走低，预计全年成交规模将会超过2019年



四、业绩：市场恢复向好，“三条红线”将加速行业分化

- 1、总体业绩：市场逐步恢复，单月同比增速稳步走高
- 2、行业格局：TOP30和TOP50房企门槛提升，行业分化持续
- 3、销售目标：首8月近6成房企业绩不足60%，四季度需加快去化节奏
- 4、企业表现：7成房企累计业绩实现同比增长
- 5、展望：市场供货量加速提升，持续关注销售回款

五、投资：“三道红线”下投资积极性放缓，料四季度将更趋谨慎

- 1、前三季度6成新增货值集中于销售TOP20，强者恒强格局未变
- 2、销售TOP11-30房企拿地最为积极，第三季度拿地节奏有所放缓
- 3、溢价率冲高后小幅回落，自二季度的投资反弹趋势有所放缓
- 4、滨江、首开等房企三季度拿地积极，TOP50房企中二成8月未拿地
- 5、投资聚焦高能级城市，一二线投资占比近五成

六、融资：三条红线压顶，后期房企融资压力加大

- 1、融资同比变化不大，今年后期融资环境收紧
 - (1) 三条红线压顶，降负债成为房企目前首要任务
 - (2) 三季度融资总量同环比下降，降杠杆下未来融资趋紧
 - (3) 因宽松性货币政策成本下降，未来降负债压力成本有上升趋势
 - (4) 国外环境动荡，境内债权融资占据主位
 - (5) 房企分拆物业上市热情不减，恒大、融创、华润加入战局
- 2、融资环境趋紧，未来房企融资审慎

七、城市：三季度一线坚挺、三线超预期，四季度料将稳中微降

- 1、新房供应：同比增9%较上季月均降7%，四季度一二线新增量回升
 - (1) 7-8月新增供应同比增9%，一线同比增41%，二、三四线增7%

(2) 9月同比持平但环比激增37%，热点一二线城市供应增势最显著

(3) 展望：土地成交节点与结构决定四季度迎来供应小高峰，尤其一线和热点二线增量显著

2、新房成交：同、环比分别增13%和8%，四季度整体高位持稳、城市分化加剧

(1) 7-8月成交同比增13%，较二季度月均增8%，一线、三四线增幅超20%

(2) 9月环比微降4%而同比仍增8%，一线城市高位保持，政策从紧后热点二线增幅回落

(3) 展望：四季度一线高位维持，二线环比回调，三四线成交好于预期

3、二手住房：三季度为近两年新高点，热点从紧调控影响将逐渐显现

(1) 前8月15城成交金额同比增16%，苏州、成都规模缩量近50%

(2) 9月成交同比增24%，深、宁、蓉等受调控影响成交环比回落

(3) 展望：政策压力致预期生变，四季度部分重点城市成交规模可能高位回落

4、房价：整体稳中趋降，一线涨、二线稳、三四线涨跌持续分化 65

(1) 70城新房房价稳中有落，一线二手房房价上扬，二三线同比涨幅收窄

(2) 北、上、苏、蓉等核心一二线领涨，强三线房价“稳健”

(3) 展望：调控收紧下一二线房价涨幅趋缓，弱三四线或将因以价换量而下行

5、库存：八成城市同比扩容，四季度一二线微增而三四线去化承压

(1) 8月末商品房待售面积同比增0.5%，第三季度住宅回落显著，商办去化难



(2) 三成以上核心一二线消化周期收窄，柳州、北海等弱三线库存同比上扬

(3) 展望：核心一、二线城市库存持稳微升，三四线市场库存将继续扩容承压

八、营销：部分房企折扣有望下探，营销方式三轨并行

1、三季度营销平稳，房企营销呈三大特点

- (1) 恒大、富力等房企直接折扣让利促销售抓回款
- (2) 渠道依赖加深，佣金费率水涨船高
- (3) 造节营销声势浩大，活动形式不尽相同

2、部分房企折扣有望下探，渠道营销热度十足

叁

城市 研 判

「以财政负债率视角研判核心城市 当前市场特征与未来趋势」

研究员/杨科伟、俞倩倩、姚郑康

因新冠疫情“黑天鹅”事件来袭拖累国内经济下行，从中央到地方都面临着严峻的财政压力，尤其是对于部分本就“债台高筑”的偏远三四线城市，疫情导致地方财政支出激增，土拍延期又导致政府性基金收入骤减，无论是出于刺激经济增长还是填补财政缺口的需要，提起“房地产夜壶”都对地方政府的诱惑巨大。

究竟哪些城市有望持续加码利好政策刺激楼市、地市成交？后期政策落地之后又会对地方市场产生怎样的影响？

一、静态对比：核心一二线债务规模超千亿但“资可抵债”，北方三四线债务率偏高（本节有删减）

2019年末，横向对比全国185个城市地方政府债务余额及一般预算收入、政府性基金收入两项财政收入，从政府债务规模的绝对量与对比财政收入的相对量两方面分析，可以看到当前多大多数城市债务水平中等，强弱三四线间政府债务绝对规模体量悬殊，内陆三四线城市大多高债务。而强二线城市债务规模超千亿，但自身财政收入已可充分覆盖。



1、2019年政府债务余额：半数以上城市处200-1000亿，北上渝等超千亿（本节有删减）

从2019年末政府债务余额的绝对量情况来看，绝大多数城市当前债务余额量中等。185城中的55%共102城政府债务年末余额体量适中。此外，以强二三线为主的15%城市政府负债余额体量较高，超过1000亿元；以弱三四线为主的30%城市政府负债余额相对较低，不足200亿元。

图：2019年末全国185城政府债务余额分布情况（单位：亿元）



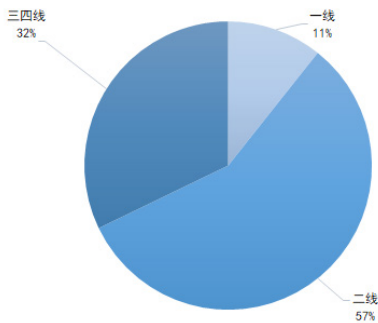
注：绍兴、宜昌、茂名、潮州、四平、重庆数据口径为市本级

数据来源：政府预决算报告，CRIC整理

（1）北、上、渝、禅等核心一二线和强三线2019债务规模超千亿

债务余额超千亿的城市主要以一线及核心二三线城市为主。从数量上来看，至2019年末全国185个城市中共有28个城市政府债务余额超过1000亿元。值得关注的是，除北京、上海、广州3个一线城市以及16个二线城市以外，三四线城市占比达到了3成。

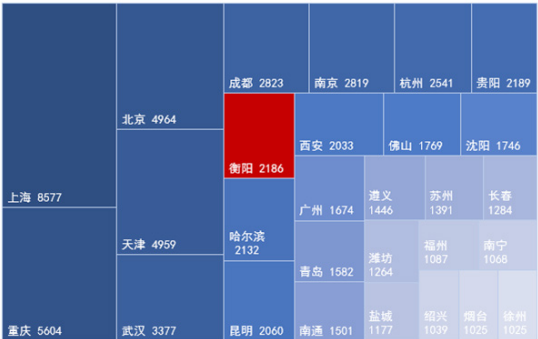
图：2019年末政府债务余额超1000亿元城市能级分布情况（单位：%）



数据来源：政府预决算报告，CRIC整理

具体而言，二线城市中重庆、天津债务规模突出，至2019年末分别达到5604亿元和4959亿元。此外，成都、南京、杭州、贵阳、哈尔滨、昆明、西安等城也均超2000亿元。三四线城市则以地区强市为主，其中至2019年末佛山、南通的债务规模也均在1500亿元以上，此外衡阳债务余额达到2189亿元，超过广州、苏州等一二线城市。

图：2019年末政府债务余额超1000亿元城市情况（亿元）



注：绍兴、重庆数据口径为市本级

数据来源：政府预决算报告，CRIC整理

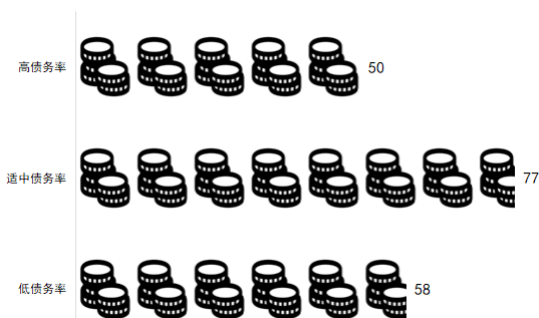


(2) 酒泉、鹤岗、定西等北部欠发达城市债务规模不足200亿（略）

2、2019年债务率：7成城市维持1-2，衡阳、哈尔滨等债务居高，深圳0.04居末（部分略）

综合2019年末城市政府收入与负债情况来看，185个城市中共计50城政府债务余额超过政府年收入2倍以上；约31%的城市政府债务率较低，政府年收入超过年末债务余额。其余城市当前政府债务率处于正常水平。

图：2019年末185个城市政府债务率高低分布情况（单位：个）



注：政府债务率=（一般预算收入+政府性基金收入）/地方政府债务余额
政府债务率高低按照：大于2为高负债，1-2为债务适中，低于1为低负债三个标准划分。

数据来源：政府预决算报告，CRIC整理

(1) 高债务率：以边远三四线为主，固原、安顺等债务率高达6以上（部分略）

高债务率城市在能级分布上以三四线城市为主，在地域分布上以内陆较边远城市为主。这一部分城市普遍由于城市经济发展较缓慢，政府自身年收入规模极低。如2019年末固原债务率达到6.7，为185个城市中最高。而其2019年政府一般预算收入与政府性基金收入总和仅22亿元。

另外值得关注的是，这一类城市地方政府债务余额普遍不高，多数处于300亿元以下。这一类城市债务率较高主要由于一方面城市自身发展需要下政府被动举债；另一方面城市经济发展尚且初步，政府自身年收入无法覆盖当年债务。因此在历年累计下这一类城市政府历史债务远高于其当年收入。

图：2019年末政府高债务率城市分布情况



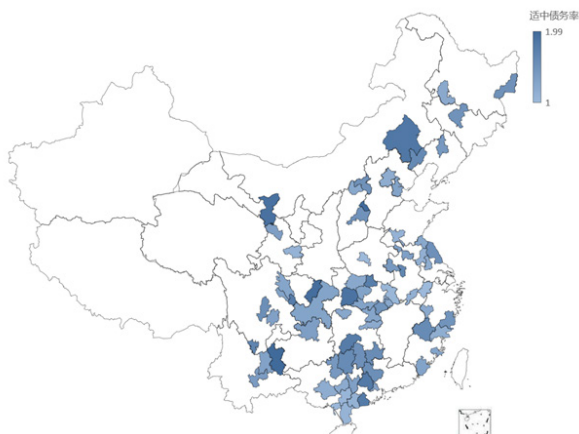
（2）中债务率：重庆、扬州等弱二线和一般三四线等债务水平处1-2（部分略）

广大三四线以及弱二线城市债务率适中，债务情况匹配城市发展需要。从数量上来看，超过四成城市2019年末政府债务余额均处于1倍至2倍当年政府两项收入之间。绝大多数小有发展的三四线城市政府债务规模均处于适中水平。其中未来偿债略有压力的城市是长春、盐城，二城



2019年末地方政府债务余额均超千亿，且超过当年两项政府收入的1.5倍以上。

图：2019年末政府债务率适中城市分布情况



数据来源：政府预决算报告，CRIC整理

（3）低债务率：深圳、合肥等核心城市“高收入高支出”负债率极低（部分略）

核心一二线及强三线城市当前政府负债程度低，以“高收入高支出”为主要特点。在区域分布上以京津冀、长三角、粤港澳以及黄河中游地区城市为主。这一类城市政府当年财政收入已超过地方债务余额，其中深圳、合肥、湖州等城市政府收入更是数倍于债务余额。这一类城市作为区域核心城市，普遍已发展成熟、拥有完备的产业实力，因此部分城市即便债务体量较大，但得益于较高的财政收入，纵使城市高速发展中财政支出较高，但成熟经济体带来的高财政收入使得基本无偿债压力，譬如上海、武汉、成都等。

图：2019年末政府债务率适中城市分布情况



数据来源：政府预决算报告，CRIC整理

附表略：2019年末185个城市地方政府债务余额及债务率（单位：亿元）

二、动态变化：7成城市债务水平持平或稳中有降，高债哈尔滨偿债风险逐年增大（本节有删减）

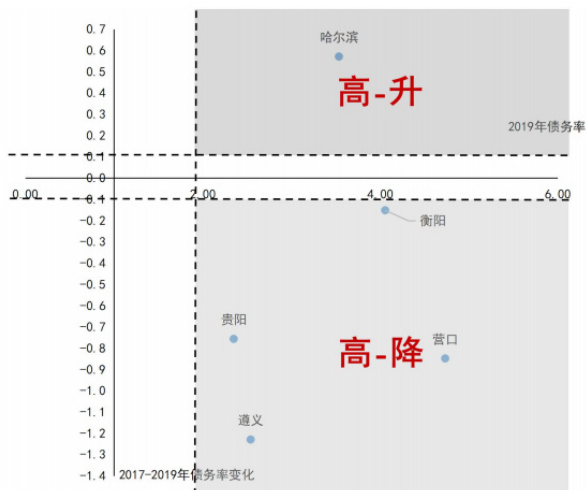
在根据2019年政府债务规模以及债务率高低将185个城市的静态债务水平分为高中低的基础上，以债务体量、负债率、当前楼市成交活跃度等多个维度出发筛选了60个典型城市。按照历年债务率的升降变化规律，将城市政府动态债务风险由“高-升”至“低-降”分为九类。总的来说，7成城市债务水平持平有降，高债城市如哈尔滨偿债风险逐年增大，低债城市财政收入高增逐年稳健。



表：60个典型城市债务风险分类

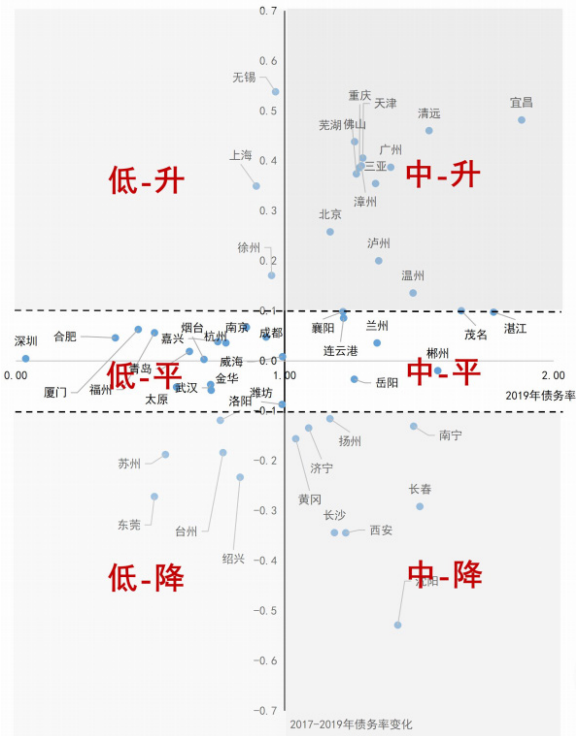
2019年债务率 /债务变化趋势	升	平	降
高	(9) 哈尔滨	(8) /	(7) 营口、衡阳、遵义、 贵阳
中	(6) 宜昌、清远、 温州、广州、泸州、 三亚、天津、漳州、 重庆、芜湖、佛山、 北京	(5) 湛江、茂名、 郴州、兰州、岳阳、 连云港、襄阳	(4) 遂宁、海口、长春、 南宁、沈阳、肇庆、昆 明、西安、长沙、扬州、 淮安、济宁、黄冈
低	(3) 无锡、徐州、 上海	(2) 威海、潍坊、 成都、南京、杭州、 嘉兴、金华、武汉、 烟台、青岛、太原、 福州、厦门、合肥、 深圳	(1) 绍兴、台州、洛阳、 苏州、东莞

图：60个典型城市债务风险分类（一）



数据来源：政府预决算报告，CRIC整理

图：60个典型城市债务风险分类（二）



数据来源：政府预决算报告，CRIC整理

1、高债城市：哈尔滨债务率高位递增风险加剧，营口、衡阳等债务情况稳步改善

上文提及的高负债率城市中，政府债务风险最高的城市当以哈尔滨为代表。2017年末其地方政府债务余额为1719亿元，当年债务率已高至2.96。而后随着哈尔滨陆续上马了哈长一体化、发展宾县、阿城等卫星城、扩张铁路公路航运等40个重大项目共64个重点工程，其政府债务逐



年急剧上升，至2019年末已达2132亿元，较2017年末多增413亿元。然后最为突出的偿债风险点在于一系列发展规划的实施并未立竿见影地提升政府财政收入，因此在负债增长大于财政收入增长的情况下，至2019年末哈尔滨年末政府债务余额已达财政收入的3.53倍。

营口、衡阳、遵义、贵阳等高负债率城市则略有改善趋势。这4城尤其是3个三四线城市由于发展经济、产业转型等规划实施近年始终处于政府债务高企状态，其中尤其以2019年末债务率高达4.73的营口最为严重。得益于城市产业升级转型后以土地出让金为主的政府性基金收入显著增加，推动如遵义2019年相比2017政府财政收入多增200亿元。政府财政收入的快速增长一定程度上改善了政府债务情况，但整体仍处于高位，需要一定警惕。

2、中债城市：宜昌、清远等债务率爬升或将趋于高负债，海口、长春等债务率下行（略）

3、低债城市：成都、南京等债务率逐步回落，徐州、无锡等债务率略增风险可控（略）

三、核心60城市场：纾困政策密集，楼、地市稳步复苏，高债务城市供地放量显著（本节有删减）

1、政策：疫后各城“因城施政”，楼市主打人才新政“曲线救国”，地市确保土地供应（略）

(1) 广州、东莞等人才政策与调控放松并行，多数城市优先保障刚需购房者需求（略）

(2) 无锡、青岛、驻马店等对地市供需双补，确保土地供应、支持房企金融并行（略）

2、楼市：杭州等前5月成交超往年，哈尔滨、长春等成交下行城市具备政策宽松预期（部分略）

从当前各城市楼市成交恢复情况来看，受疫情影响较少、内需充足的城市如杭州等新房销售表现已好于2019年同期，而持续受疫打击、需求透支的城市如哈尔滨、衡阳等楼市前景悲观。以2020年前5月商品住宅累计同比增速作为区分，楼市恢复情况不同的城市间，由于政府债务水平的高低，我们认为后续在政府是否救市、市场规模高低方面均有所不同。

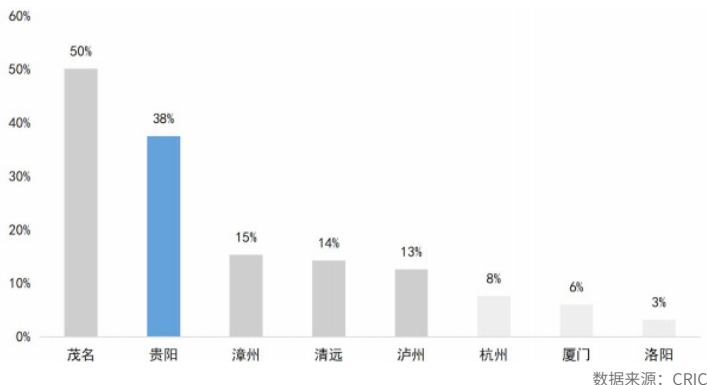
(1) 杭州、贵阳、洛阳等城疫后楼市表现已超去年同期，政策料将稳字当头

新房市场恢复较好的城市负债率多适中偏低，后续楼市政策以稳定现状为主，典型城市如连云港、茂名、贵阳、漳州、清远、泸州、杭州、厦门、洛阳等。这一部分城市2020年前5月商品住宅成交面积已超过2019年同期，当前市场成交火热、需求释放稳定。

可以看到2019年末除贵阳债务率达2.35偏高外，其余城市债务率均低于2以下。因此我们认为，后续调控政策将以维稳现状为主，政府不具备入场救市的动力，此外若市场短期过热，不排除有收紧调控的可能。至于市场后势走向，基本面良好、人口净流入的核心二线、强三线城市如杭州、厦门、连云港、贵阳等市场将持续向好；而诸如茂名、漳州、清远等通过以价换量而形成的热市景象难以长期保持。



图：2020年前5月部分城市商品住宅成交面积累计同比增速（单位：%）

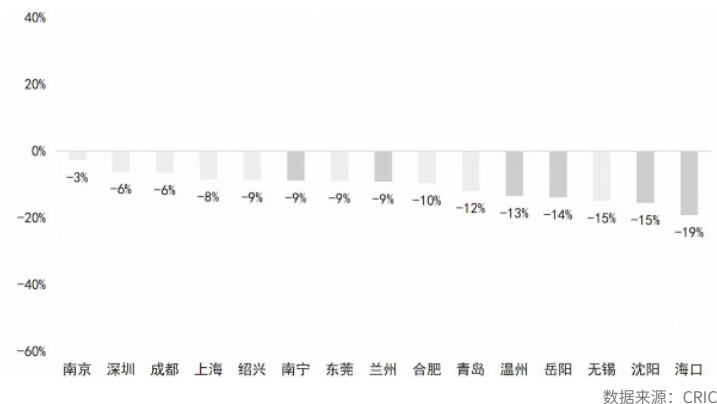


（2）上海、南京、岳阳等楼市前5月成交降幅2成以内，政策放松机会不大

受疫情影响新房市场恢复稍缓，但整体规模未受影响的城市，政府偿债无压力下预计后续出台楼市刺激政策机会不高，典型如南京、深圳、成都、上海、绍兴、南宁、东莞、兰州、合肥、青岛、温州、岳阳、无锡、沈阳、海口等。较为明显的是，这一部分城市均为省会核心二线城市以及环核心的强三线城市，疫情管控下楼市复工受拖延，但在第二季度积压需求的集中释放下，这一部分城市市场规模已基本达到2019年同期水平，前5月成交面积同比降幅均在20%以内。

考虑到绝大多数城市2019年末政府债务余额低于当年财政收入，在几乎没有偿债压力下我们预计，未来政策大体维稳，不会出台大幅度利好房地产交易的政策，人才新增等中长期利好政策将零星出台以增补内需。市场层面，凭借改善需求落地置业、刚需信心恢复下，未来成交规模累计同比大概率将转平微增。

图：2020年前5月新房市场恢复一般城市商品住宅成交面积累计同比增速



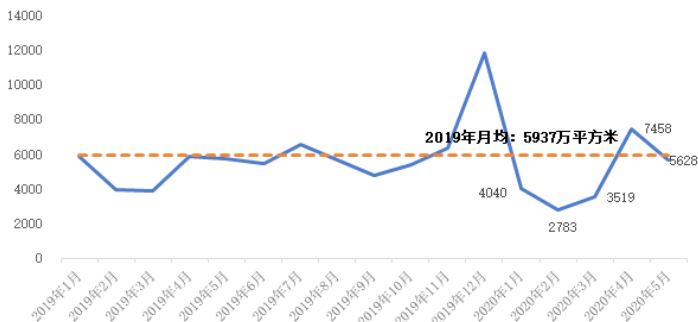
(3) 哈尔滨、衡阳等疫后基本“凉凉”，调控放松难以解决刚需购买力不足（略）

3、地市：稳步恢复，前5月成交同比降8%，核心一二线与中部三四线“冰火两重天”（部分略）

从典型60城2019年以来涉宅用地成交建面的变化趋势来看，2019年月度成交量维稳，基本都在6000万平方米上下波动，2019年年末成交量集中爆发，12月单月冲高至11847万平方米，而后2020年初受春节传统假期和新冠疫情的双重影响，1-3月成交量持续低位徘徊，4月稳步回升至7458万平方米，5月阶段性回调至5628万平方米，略低于2019年月均。而从典型60城1-5月涉宅用地整体成交建面来看，总成交量达23258万平方米，同比下降8%，疫后尚未复苏至去年同期水平。



图：2019年以来60城月度涉宅用地成交总建面变化情况（单位：万平方米）



数据来源：CRIC

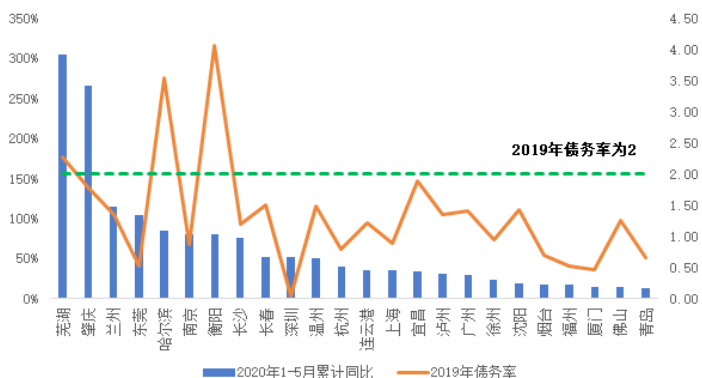
不同城市间的行情相对独立，分化持续加剧。我们依据1-5月涉宅用地成交量同比大小将60城分为以下三大类：一是成交累计同比增幅大于10%的城市，目前地市恢复情况良好，成交相对火爆；二是成交累计同比在-10%到10%之间的城市，当前地市成交不温不火，大体恢复至疫前水平；三是成交累计同比跌幅大于10%的城市，房企拿地积极性不高，地市成交相对惨淡。具体来看，

（1）24城地市恢复良好，芜湖、哈尔滨、衡阳等高债务城市加大供应带动成交回升

60城中有24城目前地市恢复情况良好，成交相对火爆，即芜湖、肇庆、兰州、东莞、哈尔滨、南京、衡阳、长沙、长春、深圳、温州、杭州、连云港、上海、宜昌、泸州、广州、徐州、沈阳、烟台、福州、厦门、佛山、青岛，2020年1-5月涉宅用地成交量已显著高于2019年同期，芜湖、肇庆疫后土地市场强势反弹，前5月涉宅用地成交累计同比涨幅均超200%。

结合不同城市负债率情况综合分析，多数城市基本都处于2以下的健康区间，政府债务适中，仅芜湖、哈尔滨、衡阳属典型的高债务城市，政府在疫后明显加大了土地供应来缓解地方财政压力，从当前地市复苏程度来看，刺激效果还是十分明显的。

图：2020年1-5月涉宅用地成交建面累计同比上涨大于10%城市和其2019年债务率情况



数据来源：CRIC

事实上，已有包括南京、衡阳、深圳、上海、福州、青岛等多个省市出台了地市方面的纾困政策，涵盖了降低土地竞买保证金缴纳比例；分期缴纳土地出让金；加大建设用地供给力度、顺延项目开竣工期限等多个方面，我们认为，基于当前这些城市的土地市场恢复良好，后期利好政策加码的可能性不大，总体基调依旧是“稳”字当头。

而就地市热度的持续性来看，哈尔滨、衡阳、芜湖等高债务城市政府推地积极性依旧偏高，土地市场的成交量有望保持稳中微增态势，但综合考量当前溢价率等指标，房企拿地积极性一般，因而成交量涨幅不会过大。上海、广州、深圳、南京、杭州等核心一二线城市短期内地市内大热，房企资金面相对宽松，投资热情高涨，短期内市场热度还将延



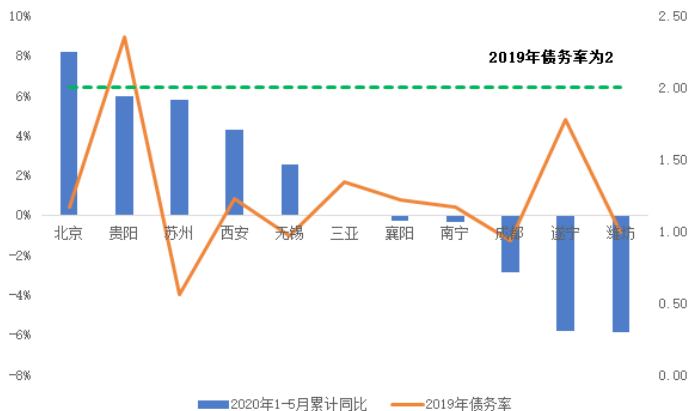
续。而对于肇庆、宜昌、泸州等缺乏基本面支撑的三四线，后期地市持稳或保持稳中微降是大概率事件。

(2) 北京、贵阳、苏州等地市恢复至去年同期水平，政策持续利好可能性不大

第二类城市1-5月涉宅用地成交建面累计同比在-10%到10%之间，以北京、贵阳、苏州、西安、无锡、三亚、襄阳、南宁、成都、遂宁、潍坊为典型代表，当前地市成交不温不火，目前大体恢复至疫前水平，这主要也与地方政府对于地市的纾困政策密切相关：

例如苏州疫后出台了《苏州市自然资源和规划局关于做好土地出让相关工作有效应对疫情的通知》，加快工业用地供应；调整交地及开工竣工等履约要求；延长土地出让金缴纳时限；调整超过市场指导价报价规则等。西安同样发布了《关于有效应对疫情促进经济平稳发展若干措施》，内容包括调整土地公开出让方式；可分期缴纳土地出让金；缴纳50%的土地出让金并签订承诺书后，可预办理不动产登记手续等。无锡政府则规定因疫情影响无法按期签订《成交确认书》或《出让合同》的，竞得人可申请延期签订；无法现场交付土地和按期缴纳出让金的，企业可申请延迟交地和延期缴纳出让金；顺延项目开竣工时间。由此可以看出，各地政府基本都采取了让渡资金时间价值，以时间换空间的方法为房企纾困。

图：2020年1-5月涉宅用地成交建面累计同比-10%到10%城市和其2019年债务率情况



数据来源：CRIC

结合不同城市负债率情况综合分析，除贵阳外，其他政府债务压力均适中，加之目前地市基本恢复至疫情水平，后期政府推地迫切性不高，利好政策加码可能性不大。基于这样的政策预判，我们认为，一线和强二线诸如北京、苏州、西安、成都等城市地市成交仍有望保持稳中有增态势，而遂宁、潍坊1-5月涉宅用地累计成交同比依旧处于负区间，未来上涨动力略有不足。

(3) 弱二线和中部三四线地市恢复较差，营口、遵义等高债务城市推地积极性较高（略）

4、总结：高债务城市哈尔滨、衡阳等政府推地积极性较高，“双低”城市后期政策利好

综上，我们聚焦了核心46城，结合楼市、地市目前的恢复情况，我们可以将其分为以下四个象限：第一象限，“双高”城市，以杭州、泸州、厦门、贵阳为典型代表，目前楼、地市成交累计同比已然回正，好



于去年同期。第二象限和第四象限，“一高一低”城市，其中漳州、清远、洛阳、茂名楼市恢复情况显著好于地市，而芜湖、肇庆、哈尔滨、衡阳、兰州、长沙、长春等城市地市恢复情况显著好于楼市；多数城市属于这一象限，且地市恢复程度好于楼市的城市居多。第三象限，“双低”城市，以海口、昆明、天津、武汉、合肥、岳阳、淮安等弱二线和一般三四线为主，楼、地市整体的恢复情况均不及去年同期。结合不同城市的债务情况综合分析，我们基本可以得到如下结论：

首先，第一象限的“双高”城市诸如杭州、泸州、厦门、贵阳等，因楼、地市恢复情况较好，后期政策以稳为主，预期不会有持续利好的政策出台，其中贵阳为高债务城市且地市成交增幅并不显著，后期政府预计会加大推地力度，激发土地市场活力。

其次，就第三象限的“双低”城市而言，因楼地市恢复情况不佳，各城市负债率基本处于中、低区间，债务风险基本可控，未来不排除地方政府“双管齐下”：一方面实施人才新政、放松限购、限贷等措施来刺激楼市成交，另一方面出台降低土地竞买保证金缴纳比例、分期缴纳土地出让金、加大建设用地供给力度、顺延项目开竣工期限等多重利好地市的政策。

针对漳州、清远、洛阳、茂名等楼市恢复情况显著好于地市的城市，多数是依靠房企自身以价换量来拉动销售，政策助力作用相对有限。考量其政府负债率也处于中、低区间，未来预期政策重点大概率落脚于加快供地，或降低地价，或给予补贴，进而激发房企拿地积极性。

最后，针对于多数城市所处的第二象限，即地市复苏显著好于楼市复苏的城市，未来地方政府或将出台人才新政“曲线救国”，激发成交活力。这其中需要着重关注芜湖、哈尔滨、衡阳等高负债压力的城市，因财政收入相对有限，后续与财政补贴相关的购房补贴、地价下调等利

好政策出台可能性不大，迫于债务压力，政府还将加大推地，土地市场的成交量有望保持稳中微增态势。

图：2020年1-5月核心46城商品住宅成交、涉宅用地成交情况和债务率交叉分析



数据来源：CRIC



表：2020年1-5月核心46城商品住宅成交、涉宅用地成交情况

城市分类	象限分布	城市	商品住宅前5月成交建面同比	涉宅用地前5月成交建面同比
“双高”城市	第一象限	杭州	8%	40%
		泸州	13%	31%
		厦门	6%	14%
		贵阳	38%	6%
“一高一低”城市	第二象限（地市好于楼市）	芜湖	-38%	305%
		肇庆	-32%	265%
		兰州	-9%	114%
		东莞	-9%	103%
		哈尔滨	-57%	85%
		南京	-3%	80%
		衡阳	-46%	80%
		长沙	-30%	76%
		长春	-35%	52%
		深圳	-6%	52%
		温州	-13%	50%
		上海	-8%	36%
		广州	-30%	29%
		徐州	-26%	24%
		沈阳	-15%	19%
		烟台	-42%	18%
		福州	-25%	17%
		佛山	-24%	14%
		青岛	-12%	12%
		北京	-44%	8%
		苏州	-27%	6%
		西安	-46%	4%
		无锡	-15%	3%
		三亚	-44%	0%
	第四象限（楼市好于地市）	漳州	15%	-27%
		清远	14%	-62%
		洛阳	3%	-66%
		茂名	50%	-86%

续表

“双低”城市	第三象限	南宁	-9%	0%
		成都	-6%	-3%
		湛江	-45%	-17%
		重庆	-42%	-19%
		台州	-49%	-24%
		金华	-36%	-31%
		岳阳	-14%	-31%
		淮安	-25%	-32%
		绍兴	-9%	-37%
		合肥	-10%	-42%
		武汉	-50%	-48%
		天津	-24%	-57%
		昆明	-21%	-67%
		海口	-19%	-100%

数据来源：CRIC

四、典型城市：哈尔滨、衡阳等地市复苏快于楼市，清远、岳阳后市增长动力不足（部分略）

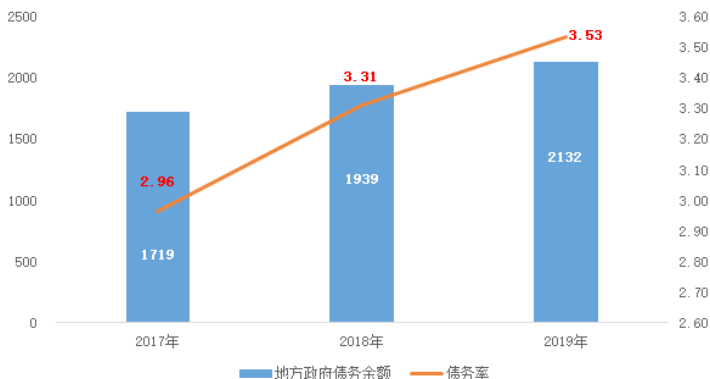
为了更好的解析地方政府负债率与楼市发展的关系，我们在上文提及的第二、三、四象限中选取了部分债务率中等偏高的城市，以当前楼市调控政策松紧程度、房地产市场供求、土地市场成交三个维度切入，分析其当前房地产行业的疫后复苏程度，同时结合其债务率变化情况，对其2020年下半年政策、市场走向给出相应预判。

1、哈尔滨：债务高企且逐年递增，“十三条”新政纾困企业带动地市稳步回暖

哈尔滨是典型的高债务城市，2019年债务余额达到了2132亿元，且自2017年以来一直呈现出逐年递增态势，随之也使得债务率节节攀升，从2017年的2.96上升至2019年的3.53，位列CRIC监测的185城前列，地方政府的债务压力不容小觑。



图：哈尔滨2017年-2019年地方政府债务余额和债务率变化情况



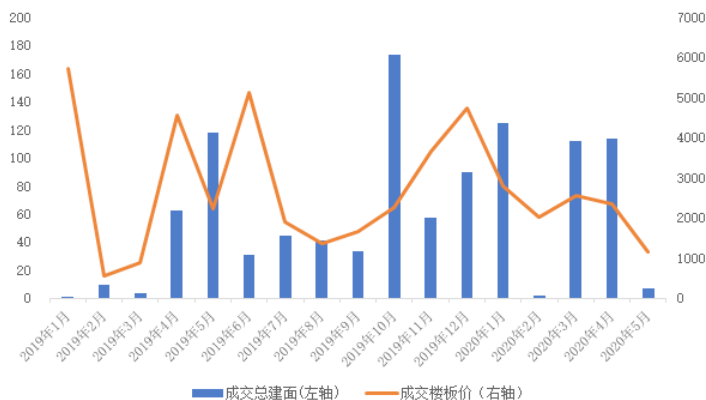
数据来源：CRIC

叠加2020年初新冠肺炎疫情的影响，政府对于楼市的态度也有了明显改变，近日，哈尔滨市住房和城乡建设局、哈尔滨市自然资源和规划局、国家税务总局哈尔滨市税务局、哈尔滨住房公积金管理中心、中国人民银行尔中心支行联合发布了十三条新政，稳定楼市，着力为房企纾困。新政从缓解房企资金压力、放宽商品房预售许可形象标准、调整商品房预售资金监管、住房贷款延后还贷、公积金政策支持、税率调整等方面做出了明确规定。鼓励引导企业通过线上方式销售，对线上销售的商品房，加大网签备案支持力度。

在针对房企资金和施工困难方面，此次出台的十三条新政中出台了降低房企土地竞买保证金比例，暂缓缴存农民工工资保障金，将房企所得税计税毛利率调整至15%的最低标准，房企可申请延期缴纳税款，受疫情影响的中小房地产企业可延期偿还贷款。降低开发企业预售标准，提高已经受监管的预售资金的返还比例等一系列措施，切实缓解房企资金压力，促进房地产行业稳定。

此外，因自身较大的财务压力，近2年来哈尔滨政府也明显加快了推地节奏，2019年涉宅用地成交量达到了665万平方米。步入2020年以来，整体土地成交明显放量，除2月因传统春节假期和新冠疫情影响成交量几近为0，5月略有回调外，1月、3月、4月无一例外，月度成交量均突破了110万平方米，高位波动，前5月累计成交建面同比达到了85%。而从整体的地块成交均价来看，步入2020年以来，下行趋势较为显著，量增加跌，房企对哈尔滨后市的态度难言乐观。

图：哈尔滨2019年来月涉宅用地成交总建面和成交楼面价变动（单位：万方，元/㎡）



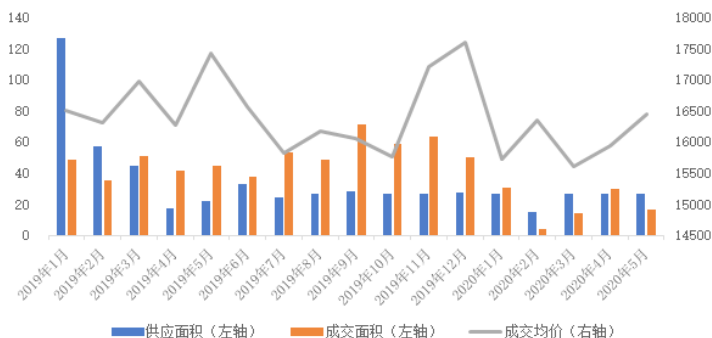
数据来源：CRIC

目前来看，哈尔滨楼市供求也出现疲软态势，虽然政府也着力引导房企线上售房，对线上销售的商品房，加大网签备案支持力度，但是从疫后恢复情况来看，哈尔滨楼市并不乐观，2020年前5月一直处于供过于求，累计成交量仅为95万平方米，同比去年“腰斩”，下降57%。究其原因，主要是一方面哈尔滨房价经过了前一轮大涨，目前需求透支严重；另一方面，疫情将造成低薪群体大幅减收，制约刚性购房需求释放，据CRIC 监测数据，月薪低于5000元的岗位招聘需求明显缩量，



2020年5月岗位数较1月下降27%，较2019年10月下降20%。而对于哈尔滨这样的弱二线城市而言，收入压缩无疑成为制约其成交量上涨的重要因素。

图：哈尔滨2018年来月商品住宅成交总建面和均价变动情况（单位：万方、元/㎡）



数据来源：CRIC

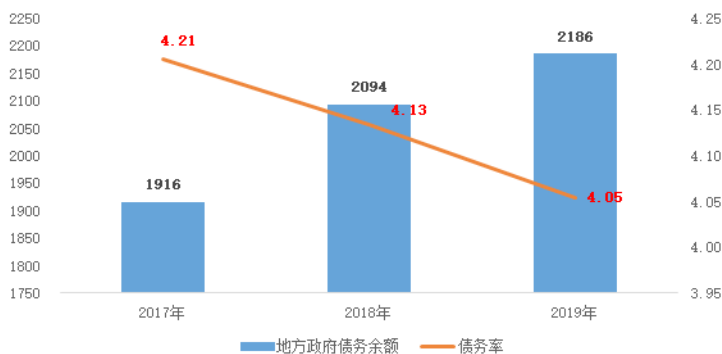
综上，我们认为，哈尔滨后期利好政策持续加码的可能性不大，因财政收入相对有限，与财政补贴相关的购房补贴、地价下调等措施难免“捉襟见肘”，迫于债务压力，政府还将加大推地，土地市场的成交量有望保持稳中微增态势。再看楼市，缺乏了利好政策加持，且考量到刚需购买力不足、人们的收入水平在短期内难以改善等不利因素，后期成交也出现明显的“天花板”效应。

2、衡阳：债务率逐年递减仍超4，地市复苏快于楼市，楼面价递减预期热度难延续

衡阳与哈尔滨情况类似也是典型的高债务城市，2019年债务余额达到了2186亿，自2017年以来一直呈现出逐年递增态势，不过因其近2年的土地出让金收入相对可观，财政收入涨幅显著，故而政府债务率稳步

回落，从2017年的4.21下降至2019年的4.05，虽然地方政府的债务压力有所缓解，但整体债务率仍处高位，衡阳政府仍面临不小的债务风险。

图：衡阳2017年-2019年地方政府债务余额和债务率变化情况



数据来源：CRIC

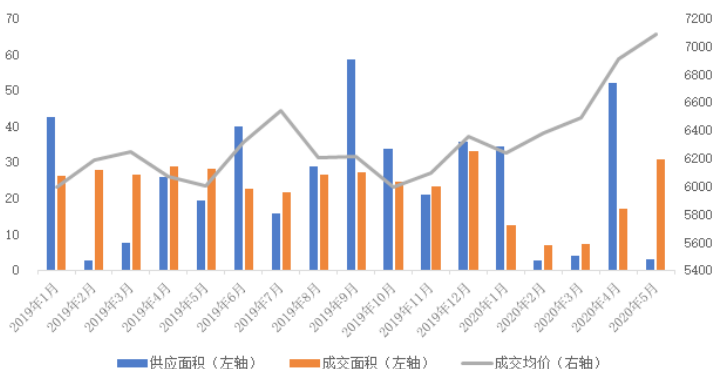
2020年新冠疫情来袭，湖南毗邻湖北，也属重灾区，衡阳政府为了缓解经济下行带来的不良影响，早在2月18日便下发了《关于促进房地产市场平稳健康发展的若干政策》，祭出了购房补贴等“大招”，以期刺激需求、提振楼市。譬如对购买新建商品房和存量住房，签订网签协议并缴纳契税，所缴契税税率为1%的，由市财政按所交契税对购房人予以全额补贴；所缴契税税率为1.5%的，由市财政按所交契税的2/3对购房人予以补贴；所缴契税税率为2%以上（含2%）的，由市财政按所交契税的50%对购房人予以补贴。扩大人才购房补贴对象范围，非“双一流”大学全日制本科生一次性购房补贴5万元。

从政策实施的效果层面来看，衡阳5月成交量的确在短期内有一定的增长，房价也呈现出逐月走高的态势，但从其前5月的成交量来看，总成交建面也仅为74万平方米，同比去年下降了46%，尚未恢复到疫前同期



水平。我们认为，5月成交反弹主要是疫后被压抑的刚性需求迎来了集中释放期，后续的成长动力实则并不持久，同样是受到了购买力不足的制约。

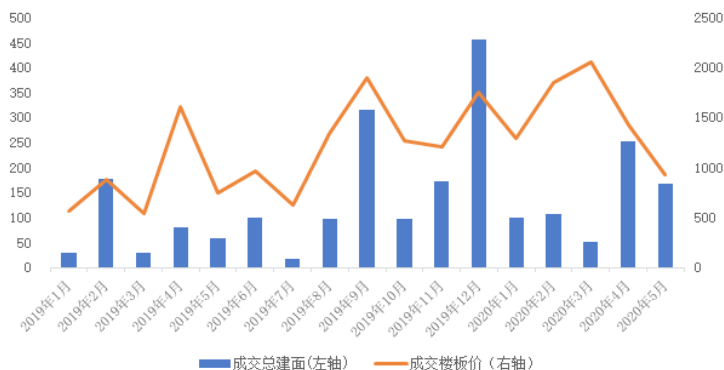
图：衡阳2019年来月商品住宅成交总建面和成交均价变动情况（单位：万方，元/㎡）



数据来源：CRIC

聚焦其地市成交，疫后的复苏程度明显快于楼市，2020年4-5月成交放量还是比较显著，4月达到了阶段性高点252万平方米，5月虽略有回落，但整体也处高位徘徊。考量到当前政府债务压力较大，推地的积极性还是比较高的，值得关注的是，虽然衡阳地市放量显著，但是却和哈尔滨类似，呈现出了量增价跌的趋势，成交楼面价逐月下滑，房企投资态度还是趋于谨慎的，后期地市的成交热度是否能延续依旧存疑。

图：衡阳2019年来月涉宅用地成交总建面和成交楼面价变动（单位：万方，元/m²）



数据来源：CRIC

3、清远：房企以价换量带动5月成交创新高，地市低位徘徊增长动力略有不足（略）

4、岳阳：楼、地市恢复均不及去年同期，政策“失效”，购买力不足制约刚需释放（略）

五、总结：高债务城市将政策维稳但加大土地供应，“双低”城市或政策刺激“失灵”（本节有删减）

因新冠疫情“黑天鹅”事件来袭拖累国内经济下行，从中央到地方都面临着严峻的财政压力，尤其是对于部分本就“债台高筑”的偏远三四线城市，疫情导致地方财政支出激增，土拍延期又导致政府性基金收入骤减，无论是出于刺激经济增长还是填补财政缺口的需要，提起“房地产夜壶”都对地方政府的诱惑巨大。究竟哪些城市有望持续加码利好政策刺激楼市、地市成交？后期政策落地之后又会对市场产生怎样



的影响？综合全篇，我们可以大体得到如下结论：

- 1、核心一二线“债多不压身”，东北和中西部等边远三四线“资不抵债”现象显著（略）
- 2、哈尔滨债务率高且逐年递增，苏州、东莞等政府“控债”有方，债务率不足1（略）
- 3、“双高”城市政策以稳为主，高债务哈尔滨、衡阳等土地供应将维持高位

目前来看，楼、地市恢复较好的“双高”城市，诸如杭州、泸州、厦门等，因债务压力适中，后期政策总基调依旧是“稳字当头”，预期不会有持续利好的政策出台，而贵阳虽为“双高”城市，但同时负债率也达到了2.35，加之地市成交增幅并不显著，后期政府预计会加大推地力度，激发土地市场活力。

对楼、地市恢复情况不佳的“双低”城市诸如合肥、武汉、昆明、岳阳、淮安等，各城市负债率基本处于中、低区间，债务风险基本可控，未来不排除地方政府“双管齐下”：一方面实施人才新政、放松限购、限贷等措施来刺激楼市成交，另一方面出台降低土地竞买保证金缴纳比例、分期缴纳土地出让金、加大建设用地供给力度、顺延项目开工工期等多重利好地市的政策。

针对漳州、清远、洛阳、茂名等楼市恢复情况显著好于地市的城市，多数是依靠房企自身以价换量来拉动销售，政策助力作用相对有限。考量到其政府负债率也处于中、低区间，未来预期政策重点大概率落脚于加快供地，或降低地价，或给予补贴，激发房企拿地积极性。

最后，针对于多数地市复苏显著好于楼市复苏的城市，未来地方政府或将出台人才新政“曲线救国”，激发成交活力。这其中需要着重关注芜湖、哈尔滨、衡阳等高负债压力的城市，因财政收入相对有限，后续与财政补贴相关的购房补贴、地价下调等利好政策出台可能性不大，迫于债务压力，政府还将加大推地，土地市场的成交量有望保持稳中微增态势。

4、核心一、二线下半年热度延续，岳阳、淮安等“双低”城市或将面临政策“失效”

因不同城市当前房地产市场的恢复程度略有不同，各地政府负债率也存在显著差异，导致未来政策调控的方向，重点都将大相径庭。基于此，我们认为，2020年下半年各城市市场分化也将持续加剧。具体来看，

对于核心一二线，诸如上海、南京、杭州等东南沿海发达城市，后期政策以稳为主，楼、地市有望保持稳中微增态势。一方面这些城市政府债务规模虽大，但因经济发达，地方政府收入渠道多元，并不完全依托土地财政，债务率普遍偏低，因而地方财政对房地产市场的依赖度有限，加之楼、地市恢复良好，政府持续出台利好政策的可能性相对较小。另一方面，这些城市作为高净值人群聚集地，购买力相对强劲，这类群体的收入受疫情影响较小，投资意识更强，以购买房产来构筑避险资产的动机仍能促进高档和豪宅类产品在短期内保持不错的成交表现。

对于广大楼、地市恢复均不及预期的三四线城市，诸如岳阳、淮安、金华而言，后期政府还将出台一些利好政策刺激楼、地市，但我们认为，政策效果相对有限，后期成交增长依旧存在“天花板”。对于这类城市而言，债务水平适中，政府有能力也有余力出台一些人才新政、购房补贴、下调地价等利好政策刺激市场恢复，可是真正制约成交增长



的还是刚需购买力不足，这些城市经历了前期房价的大涨，收入增幅远不及房价涨幅，需求透支严重，加之疫情造成了低薪群体大幅减收，据第三方招聘网站数据，月薪低于5000元的岗位招聘需求明显缩量，2020年5月岗位数较1月下降27%，较2019年10月下降20%。对未来收入预期的悲观也将直接制约刚需购买力的释放，2020年下半年整体成交增长动力不足。

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。

「 目录 导览 」

一、静态对比：核心一二线债务规模超千亿但“资可抵债”，北方三四线债务率偏高

1、2019年政府债务余额：半数城市处200-1000亿，北上渝超千亿

(1) 北、上、渝、禅等一二线和强三线2019年债务规模超千亿

(2) 酒泉、鹤岗、定西等北部欠发达城市债务规模不足200亿

2、2019年债务率：7成城市维持1-2，衡阳、哈尔滨等债务居高，深圳

0.04居末

(1) 高债务率：边远三四线为主，固原、安顺等债务率达6以上

(2) 中债务率：重庆、扬州等弱二线和三四线等债务水平处1-2

(3) 低债务率：深圳、合肥城市“高收入高支出”负债率极低

二、动态变化：7成城市债务水平持平或稳中有降，高债哈尔滨偿债风险逐年增大

1、高债城市：哈尔滨债务率高位递增风险加剧，营口、衡阳等债务情况稳步改善

2、中债城市：宜昌、清远等债务率爬升或将趋于高负债，海口、长春等债务率下行

3、低债城市：成都、南京等债务率逐步回落，徐州、无锡等债务率略增风险可控



三、核心60城市场：纾困政策密集，楼、地市稳步复苏，高债务城市供地放量显著

1、政策：疫后各城“因城施政”，楼市主打人才新政“曲线救国”，地市确保土地供应

（1）广州、东莞等人才政策与调控放松并行，多数城市优先保障刚需购房者需求

（2）无锡、青岛、驻马店等对地市供需双补，确保土地供应、支持房企金融并行

2、楼市：杭州等前5月成交超往年，哈尔滨、长春等成交下行城市具备政策宽松预期

（1）杭州、贵阳、洛阳等城疫后楼市表现已超去年同期，政策料将稳字当头

（2）上海、南京、岳阳等楼市前5月成交降幅2成以内，政策放松机会不大

（3）哈尔滨、衡阳等疫后基本“凉凉”，调控放松难以解决刚需购买力不足

3、地市：稳步恢复，前5月成交同比降8%，核心一二线与中部三四线“冰火两重天”

（1）24城地市恢复良好，芜湖、哈尔滨、衡阳等高债务城市加大供应带动成交回升

（2）北京、贵阳、苏州等地市恢复至去年同期水平，政策持续利好可能性不大

（3）弱二线和中部三四线地市恢复较差，营口、遵义等高债务城市推地积极性较高

4、总结：高债务城市哈尔滨、衡阳等政府推地积极性较高，“双低”

城市后期政策利好

四、典型城市：哈尔滨、衡阳等地市复苏快于楼市，清远、岳阳后市增长动力不足

1、哈尔滨：债务高企且逐年递增，“十三条”新政纾困企业带动地市稳步回暖

2、衡阳：债务率逐年递减仍超4，地市复苏快于楼市，楼面价递减预期热度难延续

3、清远：房企以价换量带动5月成交创新高，地市低位徘徊增长动力略有不足

4、岳阳：楼、地市恢复均不及去年同期，政策“失效”，购买力不足制约刚需释放

五、总结：高债务城市将政策维稳但加大土地供应，“双低”城市或政策刺激“失灵”

1、核心一二线“债多不压身”，东北和中西部等边远三四线“资不抵债”现象显著

2、哈尔滨债务率高且逐年递增，苏州、东莞等政府“控债”有方，债务率不足1

3、“双高”城市政策以稳为主，高债务哈尔滨、衡阳等土地供应将维持高位

4、核心一二线下半年热度延续，岳阳、淮安等“双低”城市或将面临政策“失效”



「高外贸依赖城市收入下降预期 对房地产市场影响研判」

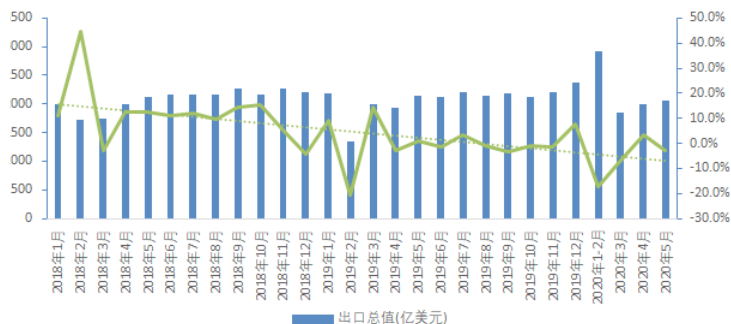
研究员/杨科伟、柏品慧、李诗昀、张家桦

受新冠疫情影响，海外经济体陷入增长困境，需求大幅滑坡，显著拖累我国进出口贸易。基于海外订单需求锐减，高外贸依存度城市产业经济下行压力持续加剧，难免会拖累居民就业以及收入预期，潜在购房需求或将增长乏力。

一、境外疫情拖累国内出口恢复，出口依赖城市楼市易受冲击（本节有删减）

进出口贸易乃是拉动我国经济增长的传统“三驾马车”之一，对于我国经济长期高速增长起到不可忽视的作用。受困于海外经济增长陷入困境，需求大幅滑坡，显著波及我国进出口贸易。2020年前两月，我国出口同比骤降17.2%，这在历史上也并不多见；4月因前期订单集中交付出口增速由负转正，但5月出口再次步入负增长，同比下降3.3%。进口也是持续走低，且有加速下滑的趋势，5月进口同比下降16.7%，跌幅较上月增加2.5个百分点。长期来看，海外经济体复苏进程仍难言乐观，需求或将持续低迷，我国进出口贸易下行压力依旧不容小觑。

图：2018-2020年各月全国出口贸易总值及增速（单位：亿美元）



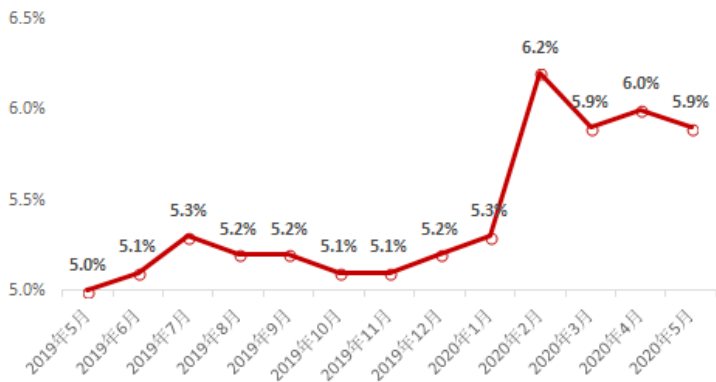
数据来源：海关总署

受限于进出口贸易持续低迷，对我国经济增长已然产生较大负面冲击，一季度经济增速滑下负增长泥潭，同比下降6.8%，这在历史上也并不多见。与此同时，居民失业率高企，且连续数月维持在较高水平。2月，全国城镇调查失业率一度升至6.2%高位，环比大增0.9个百分点，3月以来失业率仍居高不下，依旧维持在6%左右。

联系到“两会”政府工作报告的政策底线是“六稳”、“六保”，城镇调查失业率要控制在6%左右，叠加今年全国普通高校毕业生达874万，创历史新高，同比增加40万人。说明今年最大的压力还是在居民就业层面，部分居民家庭或将面临失业导致收入停摆的隐忧。



图：2019年5月-2020年5月全国城镇调查失业率（%）



数据来源：国家统计局

受困于进出口贸易低迷，高外贸依存度城市更易受负面冲击，经济增长明显受限乃至失速。基于海外订单需求锐减，难免将拖累居民就业以及收入预期，市场购买力或将大不如前。受此影响，高外贸依存度城市房地产市场前景着实不容乐观，潜在购房需求或将增长乏力，购房消费降级乃至延期已是大概率事件。

二、高外贸依存度城市集中于浙苏粤鲁等沿海25城（北节有删减）

1、筛选标准：外贸依存度超全国均值、二产占比相对较高（部分略）

相较而言，加工贸易型主导的城市更易受负面冲击，意即二产占比相对较高的城市，更易受相对较低迷的外贸市场大环境影响。主要原因在

于制造业相对刚性，而在海外订单需求大幅下滑的情况下，加工贸易型企业营收或将明显回落，进而拖累企业员工就业、收入预期。

依照城市外贸依存度超全国水平、二产占比相对较高两大筛选标准，对全国286个地级市进行筛选，最终筛选出以下25个高外贸依赖度城市。

表：25个高外贸依赖度城市进出口总额、外贸依赖度、二三产占比（单位：亿元）

省份	城市	2019年进出口总额	2019年外贸依存度	2019年出口依存度	2019年二产占比	2019年三产占比
广东省	佛山	4828	44.9%	34.7%	56.2%	42.3%
	惠州	3346	81.5%	54.0%	51.9%	43.2%
	中山	2387	77.0%	62.2%	49.1%	48.9%
	汕头	601	22.3%	17.2%	47.5%	48.0%
	江门	1425	45.3%	36.1%	43.0%	48.9%
	珠海	2909	84.7%	48.2%	44.5%	53.8%
广西省	崇左	1476	145.2%	107.5%	44.2%	37.1%
河南省	郑州	4130	35.6%	23.1%	39.8%	58.9%
江苏省	南通	2520	26.9%	18.3%	49.0%	46.4%
	常州	2331	31.5%	23.5%	47.7%	50.2%
	无锡	6376	53.8%	32.3%	47.5%	51.5%
	苏州	22012	114.4%	68.9%	47.5%	51.5%
辽宁省	营口	473	35.6%	16.7%	45.3%	46.6%
山东省	东营	1629	55.9%	11.8%	57.4%	37.6%
	滨州	873	35.5%	12.7%	42.4%	48.3%
	日照	1053	54.0%	20.9%	42.7%	48.7%
	威海	1402	47.3%	31.1%	40.4%	49.9%
	烟台	2907	38.0%	22.7%	41.6%	51.2%
浙江省	嘉兴	2832	52.7%	39.2%	53.9%	43.9%
	湖州	940	30.1%	26.9%	51.1%	44.6%
	绍兴	2459	42.5%	38.9%	47.9%	48.5%
	宁波	9170	76.5%	49.8%	48.3%	49.1%
	台州	1700	33.1%	30.5%	45.6%	48.9%
	温州	1902	28.8%	25.5%	42.6%	55.1%
	金华	4219	92.5%	88.5%	40.2%	56.6%

数据来源：统计公报



2、地域分布：集中在东南沿海地区，浙、苏、粤、鲁多城入围（部分略）

三、疫情前后高外贸依存度城市企业招聘岗位及薪资变化特征 (本节有删减)

1、招聘岗位整体降17%，营口、郑州领跌，湖州、苏州基本恢复至疫前

疫情后高外贸依存度城市招聘需求有序复苏，尽管招聘量仍有所下滑，但并未明显失速。随着疫情后各行业复工复产有序推进，25个高外贸依存度城市企业招聘需求也在逐步复苏，2020年上半年月均招聘岗位总量稳步回升至48.5万个，较2019年月均招聘岗位总量仍下降17%，整体跌幅仅略高于全国15%的平均降幅。

高外贸依存度城市招聘需求复苏步调不一，营口、郑州招聘量领跌，湖州、苏州基本恢复至疫前。截至2020年上半年，9成以上高外贸依存度城市月均招聘岗位均有不同程度的回落，且跌幅都在10%以上。尤其是营口、郑州招聘需求骤减，跌幅多达36%。仅限于湖州、苏州两城招聘需求基本恢复至疫前，2020年上半年月均招聘岗位较2019年月均基本持平。

表：25个高外贸依存度城市月均招聘岗位量变化

城市	2020年上半年月均招聘岗位	2019年月均招聘岗位	2020年月均招聘岗位较2019年月均增减
营口	679	1067	-36%
郑州	46627	73163	-36%
东营	723	973	-26%
威海	1959	2538	-23%
烟台	4127	5317	-22%
日照	937	1191	-21%
金华	5832	7410	-21%
汕头	3917	4974	-21%
惠州	19140	24214	-21%
温州	11097	13899	-20%
滨州	786	971	-19%
中山	17078	21038	-19%
无锡	45354	55748	-19%
崇左	288	352	-18%
珠海	23215	28282	-18%
佛山	59692	72390	-18%
宁波	60312	72519	-17%
常州	27587	32899	-16%
嘉兴	12761	15122	-16%
台州	5179	6049	-14%
江门	8426	9797	-14%
南通	14780	16797	-12%
绍兴	7293	8285	-12%
苏州	100265	100804	-1%
湖州	6975	6863	2%
合计	485029	582662	-17%

数据来源：招聘网站

2、薪资总量整体降20%，郑州领跌，滨州、苏州等跌幅明显收窄（部分略）



3、薪资收入整体偏低，月薪1万以下占比超9成，2万以上不足2%

高外贸依存度城市居民薪资收入整体偏低，月薪1万以下低薪岗占比超9成，2万以上高薪岗占比则不足2%。25个高外贸依存度城市支柱产业大都是加工出口贸易型产业，企业招聘岗位薪资主要集中在月薪1万元以下，2020年上半年月均招聘岗位量占比都在9成以上。并且，近7成高外贸依存度城市月薪5千元的低薪岗占比过半，汕头、威海和营口更是超60%。

反观月薪2万元以上的高薪岗非常有限，2020年上半年月均招聘岗位量占比普遍不足2%。即使苏州、宁波、佛山这类二线以及强三线城市产业经济基本面出众，企业招聘岗位不乏一定数量的月薪2万元以上的高薪岗，但占比明显偏低，皆不足2%。

表：25个高外贸依存度城市2020年上半年月均各档次薪资岗位占比

城市	0.5万以下	0.5万-1万	1万-2万	2万-3万	3万-5万	5万以上
汕头	63.9%	31.1%	3.7%	0.8%	0.3%	0.1%
威海	62.0%	32.5%	4.1%	0.8%	0.4%	0.1%
营口	61.0%	31.4%	4.9%	1.8%	0.6%	0.4%
烟台	58.9%	36.7%	3.5%	0.6%	0.3%	0.1%
江门	55.8%	39.5%	4.1%	0.4%	0.1%	0.1%
崇左	55.3%	34.2%	7.4%	2.4%	0.0%	0.6%
南通	54.8%	39.4%	4.8%	0.6%	0.2%	0.1%
常州	53.8%	41.1%	4.3%	0.7%	0.2%	0.0%
滨州	52.8%	37.4%	7.0%	1.5%	0.9%	0.3%
东营	52.1%	39.1%	5.7%	1.5%	1.1%	0.5%
佛山	51.9%	41.1%	5.8%	0.9%	0.3%	0.1%
中山	51.6%	42.5%	4.9%	0.6%	0.2%	0.1%
无锡	51.4%	43.1%	4.7%	0.6%	0.2%	0.1%
日照	51.0%	40.2%	6.6%	1.1%	0.8%	0.3%
宁波	50.8%	41.4%	6.5%	0.9%	0.3%	0.1%
金华	50.7%	41.8%	6.3%	1.0%	0.2%	0.1%
惠州	50.1%	43.8%	5.1%	0.7%	0.2%	0.1%
温州	49.4%	40.8%	7.6%	1.7%	0.5%	0.1%

续表

台州	48.9%	42.0%	7.3%	1.4%	0.3%	0.1%
湖州	48.5%	45.0%	5.3%	0.8%	0.3%	0.1%
珠海	48.1%	42.9%	7.3%	1.1%	0.5%	0.1%
绍兴	46.9%	43.1%	8.2%	1.3%	0.4%	0.1%
嘉兴	46.1%	46.7%	6.0%	0.9%	0.2%	0.0%
郑州	43.0%	52.7%	3.6%	0.5%	0.1%	0.0%
苏州	40.6%	52.6%	5.7%	0.8%	0.2%	0.0%

数据来源：招聘网站

4、月薪5千以下、3万以上岗位明显缩量，1-3万整体运行平稳

高外贸依存度城市低薪以及高薪岗明显缩量，月薪5千以下低薪岗招聘量全线回落，6成城市3万以上高薪岗皆降，但1-3万中高薪岗整体运行平稳。

在进出口贸易下行压力持续加剧的作用下，25个高外贸依存度城市大幅裁减了月薪5千元以下的低薪岗和3万元以上的高薪岗。相较于2019年月均招聘量，月薪5千元以下低薪岗2020年上半年月均招聘量全线回落，营口、郑州跌幅皆超30%；6成高外贸依存度城市月薪3万元以上高薪岗皆降，金华、南通和烟台显著缩量，整体跌幅超40%。

与此同时，月薪1-3万元中高薪岗整体运行平稳，2020年上半年月均招聘量与2019年月均基本持平，烟台、苏州、无锡等更具韧性，月均招聘量仍有不同程度的增长。源于中高端人才本就是资源稀缺品，也是企业竞相争夺的对象，多数企业仍不惜投入重金，加强人才梯队建设，招聘量自然维持在较高水平。

联系到近7成高外贸依存度城市月薪5千元以下的低薪岗占比过半，叠加2020年上半年低薪岗月均招聘量全线回落，难免将拖累居民就业以及收入水平，失业率高企、收入停摆等问题或将浮现。



表：25个高外贸依存度城市各档次薪资月均招聘岗位变化

城市	0.5万以下	0.5万-1万	1万-2万	2万-3万	3万-5万	5万以上
营口	-37%	-25%	-3%	-16%	-21%	202%
郑州	-32%	-27%	-22%	7%	-20%	-15%
崇左	-29%	3%	-14%	-26%	-100%	268%
惠州	-23%	-8%	-2%	-17%	-22%	-32%
东营	-20%	-14%	41%	-30%	21%	102%
金华	-20%	-9%	-2%	-16%	-35%	-48%
佛山	-20%	-6%	-3%	7%	4%	-18%
威海	-20%	-8%	7%	-12%	59%	-15%
中山	-20%	-5%	-5%	0%	-22%	-43%
珠海	-18%	-7%	1%	13%	-20%	-10%
温州	-18%	-11%	-5%	-1%	-14%	-45%
台州	-18%	0%	1%	-5%	-13%	-12%
汕头	-17%	-5%	-2%	17%	-22%	-5%
嘉兴	-17%	-8%	-2%	-18%	-25%	-49%
宁波	-17%	-5%	2%	-1%	-8%	-22%
烟台	-16%	-13%	19%	16%	-31%	-66%
常州	-16%	-5%	-7%	6%	11%	0%
无锡	-15%	-14%	2%	16%	-3%	9%
绍兴	-15%	0%	0%	-18%	13%	-7%
滨州	-13%	-8%	55%	-30%	20%	219%
江门	-13%	2%	-8%	-10%	3%	-28%
日照	-13%	-23%	15%	-6%	42%	44%
南通	-11%	-1%	-20%	-17%	-52%	5%
苏州	-8%	5%	8%	11%	10%	-21%
湖州	-1%	15%	1%	-1%	-8%	-16%

数据来源：招聘网站

四、25城疫后市场复苏呈现四种分化走势（本节有删减）

依照疫后复苏程度和成交走势大致可以将其分为四类：第一类持续低迷型，疫情后市场持续低迷，即使供应放量成交也难见起色，典型如珠海、日照、台州；第二类回升乏力型，疫情后楼市有所复苏，但

复苏动力逐渐衰退，成交面积逐步走稳，如苏州、崇左；第三类逐步转暖型，疫后市场迅速复苏，且复苏动能不减，成交同比跌幅持续收窄，典型如郑州、佛山等；第四类强劲转暖型，疫后市场快速转暖，且复苏动能强劲，成交面积同比转正，市场热度甚至超越疫前，如宁波、温州等。

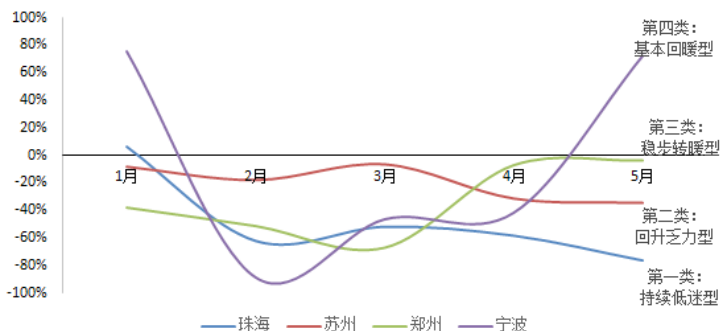
表：18个高外贸依赖度城市2020年1-5月商品住宅成交面积（单位：万平方米）

分类	城市	5月	同比	4月	同比	3月	同比	2月	同比	1月	同比	1-5月	同比
第一类： 持续低密型	珠海	15	-65%	16	-58%	17	-52%	5	-62%	22	6%	84	-44%
	日照	7	-44%	9	-19%	9	-19%	0	-98%	8	-35%	33	-44%
	台州	0	-100%	10	-70%	19	-45%	8	-37%	21	-20%	58	-59%
第二类： 回升乏力型	苏州	69	-34%	71	-31%	60	-7%	25	-18%	62	-8%	288	-21%
	崇左	5	3%	3	25%	4	-2%	1	-92%	6	2%	19	-12%
第三类： 稳步回暖型	郑州	138	-3%	118	-7%	46	-67%	17	-51%	80	-38%	261	-54%
	佛山	130	-4%	123	-10%	96	-38%	17	-65%	64	-26%	430	-24%
	湖州	62	-15%	44	-22%	41	-2%	2	-88%	21	-16%	170	-19%
	惠州	120	-2%	82	-31%	65	-43%	9	-80%	77	-4%	350	-27%
	烟台	32	-17%	29	-34%	19	-29%	1	-95%	14	-57%	95	-42%
第四类： 基本转暖型	宁波	209	73%	87	-41%	78	-46%	5	-88%	125	76%	391	-26%
	常州	74	-8%	81	22%	45	-7%	14	-48%	38	28%	253	0%
	东营	42	141%	24	49%	14	23%	4	17%	14	41%	98	69%
	绍兴	26	8%	20	-10%	17	-25%	5	-48%	10	8%	77	-11%
	温州	125	80%	51	-31%	34	-43%	5	-90%	56	-2%	271	-12%
	无锡	55	5%	52	1%	44	-27%	16	-35%	28	-30%	195	-15%
	中山	52	1%	43	-19%	45	-14%	6	-74%	44	-20%	191	-19%
	金华	23	38%	16	-23%	10	-67%	1	-91%	8	-9%	58	-37%

数据来源：CRIC



图：四个典型城市2020年1-5月商品住宅成交同比增速



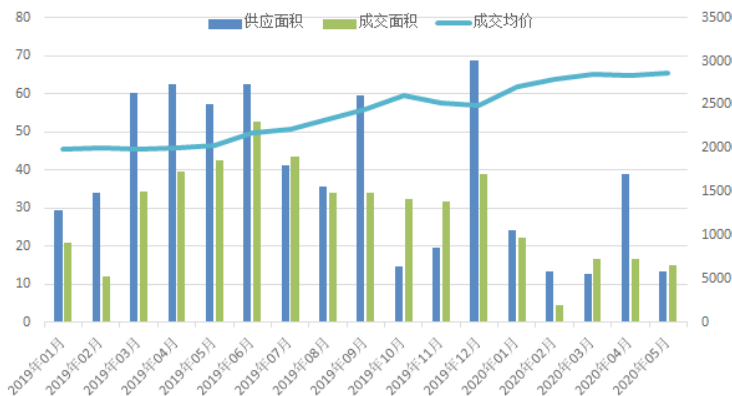
数据来源：CRIC

1、持续低迷型：珠海、台州、日照需求不济，成交同比跌幅仍超40%

珠海、台州、日照等城市受疫情冲击严重，疫后市场自发性修复不足，需求明显不济，商品住宅成交持续低迷，3-5月间成交面积同比跌幅未见收窄趋势甚至进一步走阔，5月同比跌幅仍超40%。

典型如珠海，受疫情影响2月商品住宅成交面积跌破5万平方米，同比跌幅高达62%。3月以来，随着疫情影响持续消散，叠加前期已售房源的集中备案，成交面积回升至17万平方米，但同比仍跌52%。4月供应大幅放量之下，成交仍不见起色，同比跌幅扩大至58%。5月，成交面积仅15万平方米，同、环比齐跌。成交乏力致使库存风险不断累积，5月珠海市商品住宅库存面积达685万平方米，消化周期升至43个月高位。

图：2019年1月-2020年5月年珠海商品住宅供求情况（单位：万平方米、元/平方米）

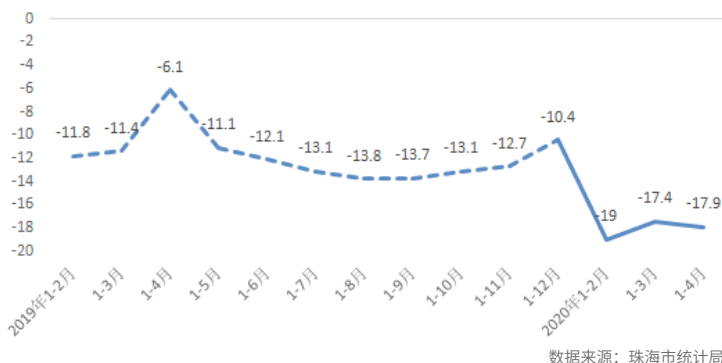


数据来源：CRIC

珠海作为高外贸依存度城市和中国第二大口岸城市，受到国内外疫情持续冲击，2020年1-4月，全市外贸进出口额同比下滑17.9%，降幅较上月进一步扩大，超半数规上工业企业一季度净亏损。与此同时，疫后珠海并未出台任何针对房地产的救市措施，甚至在5月严令叫停“商改住”、政策面边际收紧，叠加2019年三季度松绑限购后需求明显透支，几重因素共同造成疫后市场相对低迷、成交持续低位盘整。



图：2020年4月年珠海进出口贸易总额累计同比增速（单位：%）



2、回升乏力型：苏州、崇左成交回升渐显乏力，市场热度大不如前（略）

3、逐步转暖型：郑州、佛山等疫后市场快速复苏，成交同比跌幅逐月收窄

郑州、佛山、惠州、湖州、烟台等城市疫情后楼市快速复苏，市场需求集中释放，且进入二季度复苏动能未见减弱，商品住宅成交面积持续回升，同比跌幅逐月收窄，郑州、佛山、惠州等同比跌幅现已降至5%以内。

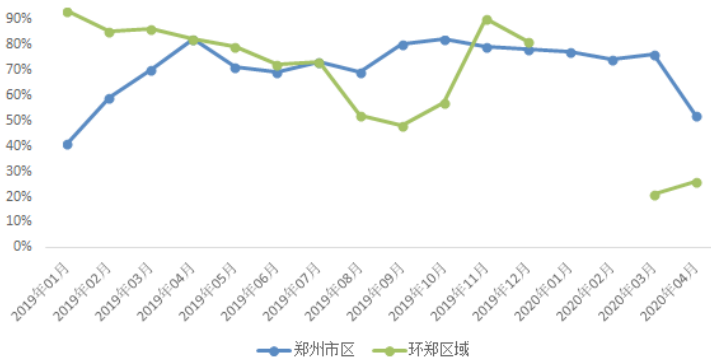
典型如郑州，2月受疫情影响住宅产品供应归零、成交跌至历史低位。3月房企逐步复工、售楼处陆续开放，成交有所回升，但同比仍跌67%。4月房企加速推货，市场热度迅速转暖，成交面积环比翻番，同比跌幅收窄至7%。5月市场情绪持续好转，成交同比跌幅进一步收窄至3%。

图：2019年1月-2020年5月年郑州商品住宅供求情况（单位：万平方米、元/平方米）



值得一提的是，疫情明显加剧了板块、项目之间的分化。举例来说，主城区和环郑区域市场冷热不均，主城区新开盘项目去化问题不大，疫后去化率已明显回升，平均去化率基本能达到70%左右；但供求压力较大的环郑区域依旧面临较大的去化压力，新开盘项目平均去化率仍低于30%。

图：2019年1月-2020年4月年郑州商品住宅项目开盘去化情况



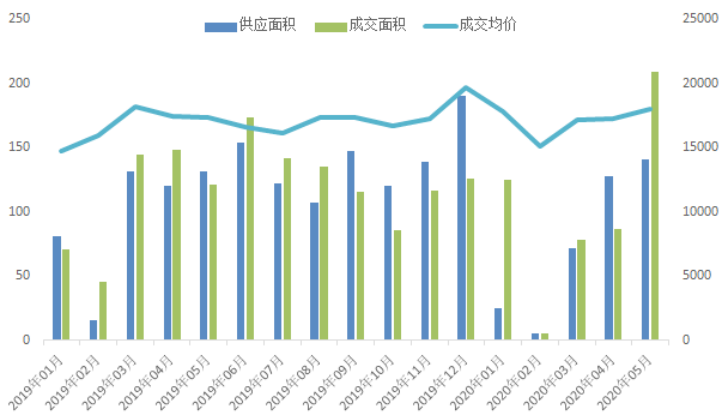


4、强劲转暖型：宁波、常州、温州等疫后市场迅速转暖，成交同比转正

宁波、常州、东营、绍兴、温州、无锡、中山、金华等城市疫情后市场迅速转暖，且市场热度持续回升，3月以来商品住宅成交面积持续走高，同比率先转正。其中，宁波、东营、温州增长最为显著，5月同比涨幅超80%。

典型如宁波，3月、4月楼市逐步转暖，成交面积稳步回升至80万平方米左右。5月政策、供应、地市等多因素驱动下，成交面积显著回升至209万平方米，创近两年来新高，同比增长73%。其中，宁波主城区市场抗性最低，客户认购踊跃，新开盘项目平均去化率都在80%左右，其中富力御官方、中南樾府等高性价比项目开盘当日近乎售罄。豪宅去化速度明显加快，典型如东部江山万里，以49549元/平方米刷新宁波备案价上限，去化率多达76%。

图：2019年1月-2020年5月年宁波商品住宅供求情况（单位：万平方米、元/平方米）



数据来源：CRIC

一方面，作为外贸依赖度较高的城市，宁波外贸企业在疫情后积极展开自救，譬如出口转内销、转产抗疫物资等，1-5月宁波进出口贸易总额同比降幅已收窄至5.9%，其中民营企业进出口额仅下降1.6%，外贸业积极化解疫情冲击一定程度上也为房地产市场回暖提供了支撑。另一方面，5月宁波、舟山户籍同城化意见稿发布，为宁波楼市注入信心。除此之外，楼市也受到地市热度辐射，5月宁波土地端供求两旺，市区核心地块普遍高溢价成交，姜山核心、骆驼等多个板块频频刷新地价上限。

五、人口回流、收入下降将加剧需求规模与结构分化程度 (本节有删减)

1、因信贷资金趋向宽松，短期高外贸依存度城市楼市仍将有序复苏

我们认为疫情后信贷资金整体趋向宽松，仍是房地产市场持续复苏的实质性动因，高外贸依存度城市也是明显受益，7成以上城市成交稳步回升，同比跌幅持续收窄乃至同比转正。

受限於中国经济依旧面临较大的下行压力，预计2020年货币政策整体稳健偏积极，年内再降准、降息预期强烈，房地产信贷政策整体中性偏积极，相较充裕的资金仍将通过各种渠道进入地产领域，在一定程度上有助于提振居民购房消费。

短期内，在信贷资金整体趋向宽松的助力下，高外贸依存度城市房地产市场仍将有序复苏，成交有望稳中有升，同比跌幅或将进一步收窄，且更多城市成交有望同比转正。



2、疫情下警惕外来人口回流、收入预期下滑，潜在购房增长乏力

一旦疫情持续时间过长，全球经济下行风险或将不断加剧，海外市场需求更将持续低迷，叠加欧美海外发达经济体贸易保护主义抬头，势必将拖累我国进出口贸易，高外贸依存度城市更易受负面冲击。

一方面，基于海外订单需求锐减，那些出口导向型的产业或将陷入发展困境，企业将不得不缩减员工薪资、福利等各项成本支出，致使工薪阶层收入预期下滑。部分行业更将出现结构性失业，工薪阶层收入阶段性停摆，届时潜在购房消费降级、延期将是大概率事件。

另一方面，高外贸依存度城市集中分布在东海沿海城市，经济实力、居民收入较高，长期以来人口虹吸效应显著。不过，倘若产业经济陷入困境，居民收入预期有所下滑，甚至就业都成问题，其对外来人口吸附力难免将明显减弱。随着外来人口增长放缓，甚至阶段性回流，潜在购房需求或将增长乏力。

3、城市楼市前景持续分化，相对看好苏州、湖州、郑州、营口仍需谨慎

依据居民就业、收入预期等多方面因素，高外贸依存度城市房地产市场前景或将持续分化：

其一，绍兴、南通、江门等招聘岗位整体下滑幅度有限，2020年上半年月均招聘岗位量较2019年月均下降不足15%，整体跌幅仍低于全国平均降幅。可以期许的是，随着复工复产有序推进，企业招聘岗位仍有进一步提升的空间，绝大多数工薪家庭收入大概率将继续走稳，房地产市场仍有需求支撑。尤其是绍兴，疫情后房地产市场持续复苏，成交稳步回升，5月更是同比转正，预计市场热度有望惯性延续，成交或将保持在较高水平。

其二，截至2020年上半年，苏州、湖州企业招聘需求基本恢复至疫前，月均招聘岗位量较2019年月均基本持平。受此影响，房地产市场有望持续复苏，成交仍有较大的提升空间。譬如，湖州疫情后楼市成交持续回升，同比跌幅明显收窄，预计潜在购房需求仍将有序释放，成交同比跌幅将进一步收窄，乃至实现同比转正。又如苏州，尽管疫情后楼市复苏动能略显羸弱，成交快速回升后阶段性走稳，同比跌幅仍在30%附近，但由于潜在购房需求依旧坚挺，市场前景值得期许，下半年成交仍有望恢复至疫前。

其三，受相较严峻的进出口贸易影响，惠州、温州和中山等企业招聘需求相对较低迷，2020年上半年月均招聘岗位量较2019年月均跌幅都在20%左右，或多或少会对居民就业、收入预期带来较大负面影响。预计房地产市场复苏动能或将有所减弱，成交进一步上行空间着实有限，部分城市成交或将小幅回落。典型如东营，尽管疫情后房地产市场复苏进程好于预期，成交已率先同比转正，但由于企业招聘需求持续低迷，2020年上半年月均招聘岗位量较2019年月均下降26%，居民收入预期或将有所下滑，届时楼市成交或将转升为降。

其四，受困于异常低迷的进出口贸易，郑州、营口产业经济发展形势最为严峻，企业招聘需求锐减，2020年上半年月均招聘岗位较2019年月均减少36%，大量工作岗位就此消失，难免会拖累居民就业，失业率或将明显回升，部分居民更将陷入收入停摆的窘境。典型如郑州，基于贸易保护主义作祟，以富士康为首的进出口代加工企业海外订单需求大幅减少，居民就业、收入预期或将阶段性调整，其对河南省内的外迁人口吸附力或将有所减弱。在外来人口增长陷入瓶颈，叠加居民收入预期适度下移，潜在购房需求或将增长乏力，成交继续上行空间有限，个别月份更将向下调整。



4、各类需求市场持续分化，改善性需求相对坚挺，刚需市场仍不容乐观

依旧居民薪资档次结构性变化，预计各类型需求市场或将进一步分化：

其一，高外贸依存度城市居民薪资收入整体偏低，月薪1万元以下招聘岗位占比超9成。而在异常严峻的疫情以及进出口贸易负面影响下，占据市场主流的低薪岗明显缩量，2020年上半年高外贸依存度城市月薪5千以下的低薪岗月均招聘岗位量较2019年月均全线回落，营口、郑州更是整体跌幅超30%。受此影响，潜在刚需置业群体收入预期或将有所下滑，市场购买力或将明显不济，购房贵且难等问题将愈加突出，预计今年刚需市场仍不容乐观，成交或将持续低迷。

其二，月薪1-3万元中高薪岗整体运行平稳，2020年上半年月均招聘量与2019年月均基本持平，苏州、无锡和烟台等更具韧性，招聘量仍有不同程度的增长。联系到2016年以来，绝大多数城市主力购房诉求已由早先的刚需过渡至改善性需求，三房、四房晋升为成交主力，成交占比也是稳步提升。而在中高薪家庭收入预期继续走稳的情况下，预计改善性需求仍将持续释放，成交有望维持在较高水平。

其三，6成高外贸依存度城市月薪3万元以上的高薪岗明显缩量，2020年上半年月均招聘量明显不及2019年月均，金华、南通和烟台更是显著缩量，整体跌幅超40%。不过，高端收入群体资产配置多元化，薪资收入往往只占据很小的比重，普遍有不菲的财富积累，户均总资产在千万以上的家庭不在少数，市场购买力依旧强劲。因此，豪宅市场仍有强劲的需求支撑，成交有望继续走稳。

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。

「 目录 导览 」

一、境外疫情拖累国内出口恢复，出口依赖城市楼市易受冲击

二、高外贸依赖度城市集中于浙苏粤鲁等沿海25城

- 1、筛选标准：外贸依存度超全国均值、二产占比相对较高
- 2、地域分布：集中在东南沿海地区，浙、苏、粤、鲁多城入围

三、疫情前后高外贸依赖城市企业招聘岗位及薪资变化特征

- 1、招聘岗位降17%，营口、郑州领跌，湖州、苏州基本恢复至疫前
- 2、薪资总量整体降20%，郑州领跌，滨州、苏州等跌幅明显收窄
- 3、薪资收入整体偏低，月薪1万以下占比超9成，2万以上不足2%
- 4、月薪5千以下、3万以上岗位明显缩量，1-3万整体运行平稳

四、25城疫后市场复苏呈现四种分化走势

- 1、持续低迷型：珠海、台州、日照需求不济，成交同比跌幅仍超40%
- 2、回升乏力型：苏州、崇左成交回升渐显乏力，市场热度大不如前
- 3、逐步转暖型：郑州、佛山等疫后市场复苏，成交同比跌幅逐月收窄
- 4、强劲转暖型：宁波、常州、温州等疫后市场转暖，成交同比转正



五、人口回流、收入下降将加剧需求规模与结构分化程度

- 1、因信贷资金趋向宽松，短期高外贸依存度城市楼市仍将有序复苏
- 2、疫情下警惕外来人口回流、收入预期下滑，潜在购房需求增长乏力
- 3、城市楼市前景持续分化，看好苏州、湖州，郑州、营口仍需谨慎
- 4、各类需求市场持续分化，改善性需求坚挺，刚需市场仍不容乐观

「2020年中国城市房地产市场投资前景研究报告」

研究员/马千里、邱娟、周奇

表：中国城市房地产投资前景前50名城市

前景排名	能级	城市	前景排名	能级	城市
1	一线	上海	26	三四线	珠海
2	一线	北京	27	二线	南昌
3	一线	深圳	28	三四线	东莞
4	二线	杭州	29	三四线	常州
5	一线	广州	30	三四线	嘉兴
6	二线	武汉	31	二线	贵阳
7	二线	南京	32	三四线	徐州
8	二线	成都	33	二线	石家庄
9	二线	苏州	34	二线	海口
10	二线	宁波	35	二线	厦门
11	二线	长沙	36	二线	长春
12	二线	合肥	37	二线	乌鲁木齐
13	二线	天津	38	三四线	惠州
14	二线	重庆	39	二线	大连
15	二线	青岛	40	二线	呼和浩特
16	二线	西安	41	三四线	金华
17	三四线	温州	42	二线	太原
18	二线	郑州	43	二线	哈尔滨
19	二线	昆明	44	三四线	绍兴
20	三四线	佛山	45	三四线	泉州
21	二线	南宁	46	三四线	中山
22	二线	福州	47	三四线	台州
23	三四线	无锡	48	三四线	洛阳
24	二线	沈阳	49	二线	西宁
25	二线	济南	50	三四线	淄博



2018年以来，房地产长效调控机制一直在高速推进并不断完善。中央调控层面，“房住不炒”贯穿始终，地方调控因城施策、与时俱进。尤其是进入2020年，在市场下行的背景下，同时又有新冠疫情突发事件的不利影响，各城市房地产市场也发生了新的变化：一线城市依然秉持一贯的相对稳定。二线城市方面，随着“人才争夺战”进入下半场，大部分城市人口增长速度也同步放缓，市场容量扩张速度也有所放缓；不过，对于抗风险能力较强的城市而言，且今年上半年优质地块明显放量，市场关注度也进一步上升，成都、南京、宁波等部分城市房价、地价更是出现了新一轮的上涨，但鉴于中央多次强调“六稳”，热点城市的调控升级的预期也同步到来，这些城市的投资的机会和风险也再一次共同出现。三四线城市方面，受棚改缩量、需求透支的影响，大多数三四线城市销售已回归平淡，只有少数城市市场仍保持较高的热度，因此对于企业而言，在拿地投资时的风险评估也应当更为审慎。

2020年，CRIC研究中心在历年的研究基础之上，继续将研究对象覆盖全国286个地级以上市，并拓宽数据获取渠道，将最新城市数据进一步更新到2019年，同时更完善了分析方法，综合运用因子分析、相关性分析、回归分析、Ahp层次分析、德尔菲法等多种数学工具，对房地产市场前景进行定量化研究，对不同城市能级的前景来源予以剖析，并对前景较优城市的指标特征进行归纳总结。主要结论有以下五点：

一、格局：长三角领跑全国，TOP50市场份额进一步提升

前景排行前10的城市和上年相比变化不大，依旧主要分布在京津冀、长三角、珠三角三大经济圈。其中，杭州市场热度比较高，取代成都成为TOP5中的一员，排在第四位；宁波和苏州市场热度上涨显著，取代天津和郑州首次进入前景排行榜TOP10。此外，四个一线城市中上海依旧领跑，北京和深圳超越广州，均上升一位，分别排在第二、三位，广州退居第五位，排在杭州之后。

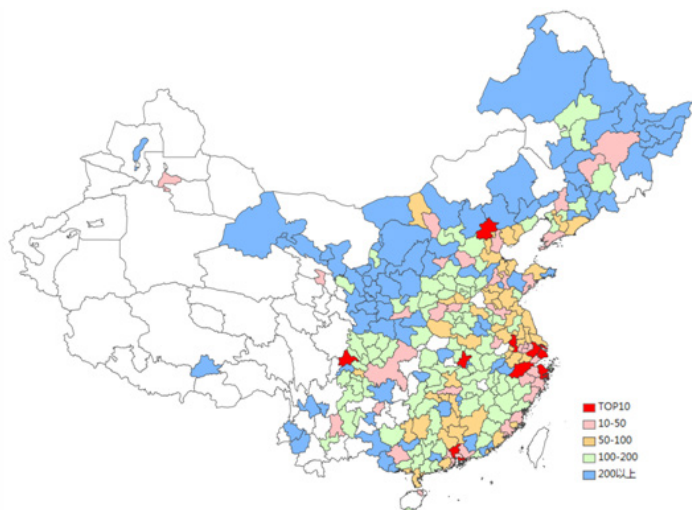
长三角、珠三角和京津冀三大城市圈经济实力雄厚，居民购买力强，在行业中目前仍然保持着领先的状态。作为国内发展较为完备的城市群之一，长三角向来是投资的热门区域，前景排名前10的城市中就有5个来自该区域。并且疫情爆发之初，也是长三角土地市场热度最先恢复，不仅仅是杭州、宁波、南京等一二线，即使是徐州、常州、绍兴、南通、湖州、温州等三四线城市，由于受一体化影响，产业、经济水平相对较高，人均可支配水平遥遥领先，并且近些年城市综合实力都有显著的增强，人口均出现了不同程度的回流，进而引发了土地市场热度的上涨，这些城市的房地产投资前景排名较2019年均有所提升，譬如南通提升39位，徐州提升33位，常州上升26位，嘉兴提升16位，温州提升9位。其中，南通尤为典型，沪苏通铁路于2020年7月1日正式通车，上海至南通铁路出行最短时间将从4小时左右压缩到约1.5小时，这样南通在一定程度上可以承接上海的溢出效应，包括承接上海全球城市非核心功能以及优质产业。这无疑会对当地经济带来有力影响，房地产行业受益良多。



联系最新行业走势来看，近期局部城市显著回暖，6月份全国商品房销售金额创近三年新高。为了防止市场过热，多城加码调控，宁波成为继杭州、东莞之后又一调控升级的城市，并且政策范围覆盖最广，涵盖楼市和地市，涉及限购升级、严控地价等诸多方面；深圳更是执行了最严限购，落户后仍需满三年、社保满36个月方可购房。总的来看，市场处于维稳阶段，下半年房地产市场热度将小幅降温。

从资源集中度情况来看，前景排行TOP50城市中有34个城市是一二线城市，16个三四线城市，这50个城市拥有全国33%的常住人口，集中了52%的GDP，这些城市商品住宅成交金额占总成交的比例达64%，集中度对比2018年明显上升，规模指标在城市前景中的作用进一步提升。

图：2020年286城投资前景排名分布图



注：本示意图非中国全域地图，南海诸岛、钓鱼岛等疆域未显示

二、分化：长三角二三线排名显著提升，中西部三线城市前景堪忧

从各能级城市综合得分来看，各能级城市保持一致，较去年均呈下滑之势。各能级城市的前景平均得分分别为77、45和19，分别较去年下降了3、1和4分，能级之间的差异有扩大的趋势。

受京、沪庞大的人口基数和深、广常住人口保持快速上涨等原因，同时四城在购房需求和购买力等相关指标方面表现也十分突出，加之一线四城在教育、基础设施建设等指标方面具有先天优势，使得一线城市商品房去化速度逐渐加快，值得注意的是，在人口因素上，由于二线城市“抢人大战”不断升级和扩容，加之一线城市典型如北京、上海两城治理大城市病、控制人口容量等因素的影响，一线城市人口增速放缓速度逐渐加剧，使得常住人口平均排名延续下降的趋势，但由于京、沪两城购房需求潜力巨大，人口的适度增减对城市的总排名影响力较小。因此，一线城市的地位依旧不可撼动。

二线城市今年总排名相比上年上升了6个名次，其中19个城市排名呈上升趋势，尤其集中在长三角和中西部区域，其中长三角城市排名总体靠前，市场前景可高看一眼。排名上升比较快的典型城市为宁波，上升位次为10。究其原因，主要是由于抢人大战后，宁波近年来人口导入数量十分突出，以2019年常住人口变动情况来看，宁波常住人口增量高达34万，在国内城市中排在第四位，仅次于杭州、深圳和广州，新增人口带来的潜在购房需求增量显著，使得市场前景大幅提升。

三四线城市今年总排名相比上年下降了1个名次，其中温州表现突出，排名提升9个位次，与佛山一并进入榜单TOP20，究其原因，一方面温州受到长三角一体化的利好，经济近年来一直在快速增长，2019年全



市实现生产总值(GDP)6606.1亿元，按可比价计算，同比增长8.2%，增速居全省第3位，高于全国平均水平2个百分点，强大的经济实力，必然是导致温州房地产市场火热的重要因素，另一方面，温州常住人口高达930万人，本身人口基数大，加之“本科生买房7折等人才新政的利好之下，市场热度明显上升，使得城市前景排行大幅上升，由26位上升至17位，成为三四线前景排名最优城市。

此外，大湾区城市珠海表现也较突出，城市排名较2019年上升15个位次，排在第26位；而无锡则是受良好的产业基础的影响，与其类似的城市还有常州兴、嘉兴、湖州等长三角城市，受近些年产业转移的影响，这些城市人口出现了回流，城市竞争力有了大幅提升。但是相当一部分三四线城市，尤其是中西部三四线城市，受货币化安置离场的影响，发展前景堪忧。

表：各线城市典型参考因素排名

能级	平均常住人口增量		土地消化周期		房价收入比		GDP		总排名	
	平均	最优	平均	最优	平均	最优	平均	最优	平均	最优
一线城市	37	1	25	11	161	48	3	1	3	1
二线城市	53	2	87	12	141	12	49	5	36	4
三线城市	157	9	153	1	144	1	158	13	160	17

三、需求：人才利好显现，杭州、宁波投资前景快速提升

伴随着人口增量的变化，除去一线广、深两城外，以成都、西安、杭州为代表的强二线城市房地产市场迎来了大量的落户购房需求。人口增量在TOP15的二线城市譬如杭州、重庆、宁波、合肥、青岛等城市的综合前景排名都有所上升。其中，杭州由于发达的互联网产业、良好的环

境，成为这一轮抢人大战的最佳受益城市之一，2019年常住人口增量居全国首位，宁波实力也不容小觑，人口增量居于全国第四位，即使剔除自然增长，2019年宁波常住人口机械增量已接近30万，成为浙江省内人口增长的又一极点，加上浙北城市民营企业发达、购买力强，综合投资前景较优，综合排名由20位上升至10位，成为二线城市中最具潜力的黑马。

表：2014年至2019年人口年均增量较高的典型城市（单位：万人）

能级	城市	2019年末常住人口	2014年至2019年 年均人口增量	总排名变化
一线	深圳	1344	53	↑1
一线	广州	1531	45	↓3
二线	成都	1658	43	↓3
二线	西安	1020	32	↓3
二线	杭州	1036	29	↑2
二线	重庆	3124	27	↑5
二线	长沙	839	22	↑1
二线	郑州	1035	19	↓8
二线	武汉	1121	17	↑2
三四线	佛山	816	16	↓9
二线	宁波	854	15	↑10
二线	合肥	819	10	↑3
二线	厦门	429	10	↓14
二线	青岛	950	9	↑3
二线	天津	1562	9	↓4

数据来源：各城市2019年统计公报、2019年城市统计年鉴

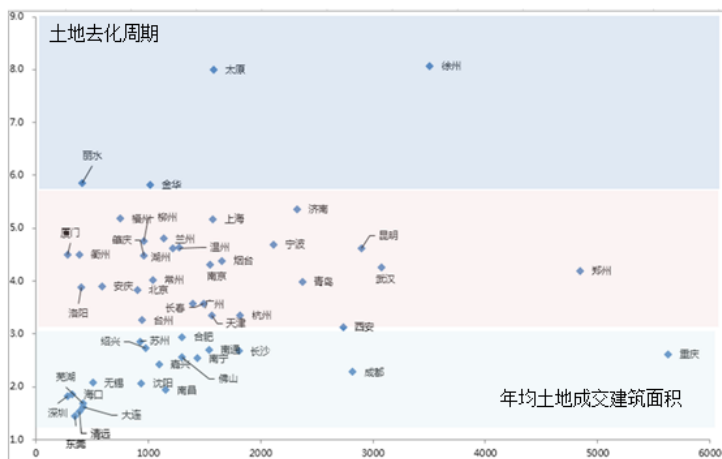


四、库存：长三角核心城市去化无虞，徐州、太原潜在库存量处于高位（本节有删减）

土地成交造成的潜在库存作为衡量城市发展的中长期指标，将直接影响未来城市量价走势和企业的投资策略。对比近三年土地成交量与年均商品房成交来看，50城近三年平均土地成交规模在1500万平方米左右，徐州、郑州、重庆等成交体量较大，超过3000万平方米。而50城潜在库存平均去化周期达3.4年，接近半数城市去化维持均值之下，保持安全区间内，潜在库存风险不大。

典型如太原、徐州、丽水、金华等短期潜在库存积压较大、去化较慢的城市，其中太原、徐州近三年潜在库存去化达到8年以上，远高于其他城市。主要原因是土地供应较多，徐州近三年土地平均成交接近3500万平方米，土地供求比持续大于1，土地成交规模几乎与成渝体量持平，但成交规模仅有成渝的一半。此外，金华、丽水等城市，潜在库存较大的风险主要来自市场内部波动，去化速度风险更值得警惕。对于房企布局而言，土地充足意味着可选地块较多，但同样面临竞争激烈的局面、需求下滑的巨大风险。

图：50城市近三年平均土地成交与土地去化周期（单位：万平方米、年）



数据来源：CRIC

从狭义角度来看，受到新冠肺炎黑天鹅事件影响，2020年一季度全国市场销售受到重创，导致各城市消化周期短期内上涨至高位，但并不能反映市场真实的库存情况，因此我们将对比重点城市在2019年末消化周期，以便真实反映市场变化。截止至2019年末，大部分重点城市的商品住宅去化周期都在18个月以内，消化周期普遍相对健康。消化周期在18个月以上的城市中，除长春、衢州两市2019年4季度商品住宅月销量走低以外，其他城市整体向好，北京、厦门这样的热点城市更是需求动力旺盛，依然可以长期看好。此外，南京、武汉、杭州和南宁四市的消化周期不足6个月，未来市场整体或局部将较大可能面临供不应求情况，一方面是价格上涨动力支撑足，另一方面开发商去化压力风险较小。



表：截止至2019年末重点城市商品房消化周期情况

消化周期	城市
18-36个月	厦门、绍兴、天津、烟台、大连、衢州、北京、长春
12-18个月	金华、安庆、沈阳、台州、福州、佛山、青岛、深圳、成都、广州、郑州、上海
6-12个月	无锡、合肥、苏州、芜湖、南昌、温州、徐州、兰州、东莞、长沙、昆明、西安、常州、济南、柳州、重庆、宁波
6个月以下	南京、武汉、杭州、南宁

数据来源：去化周期按近3个月销量均值计算，CRIC

结合城市的投资前景排行来看，大多数跻身TOP50的城市土地去化周期都在5年以下，去化周期也多在18个月以下。换言之，对于大多数城市而言，适度的库存压力和去化速度，韧性较佳的市场是城市前景排名居于前列的必要条件之一。

具体而言，长三角一体化区域和粤港澳大湾区，其库存压力较轻，可看高一眼，典型如杭州、合肥、长沙、南宁等核心一二线城市。这些城市近三年土地成交量维持在1000-2000万平方米之间，土地供应相较充足，房企拿地的机会较多；且这些城市潜在库存去化周期普遍在3年以下，库存压力明显较轻。

此外，得益于国家发展大战略的支撑，这些城市经济基础好、发展潜力巨大，需求也相对充足。商品住宅去化周期也在50城中位于靠前位置。尤其是长三角的二线城市，在疫情过后，市场的韧性更足，地市、楼市反弹较快，投资前景排名都在50名以内。

值得注意的是，虽然部分长三角的三四线潜在库存压力不大，例如绍兴、台州等均保持在3年以下，但三四线行情衰退和疫情导致的需求不

振，这些城市压力更多的是来自内部市场波动的风险，两城2020年房地产投资前景排行均明显下滑，分别由31、36降至44、47位，下降位次均超10。

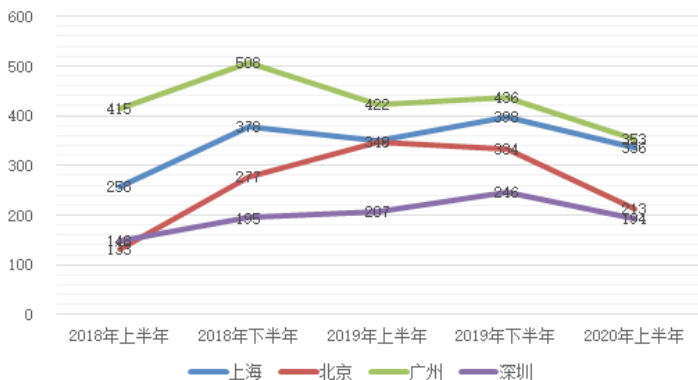
五、各能级城市：人口扩张提升城市核心竞争力，购买力较佳的长三角城市领跑全国

1、一线城市：近年来供地力度明显加大，今年拿地机会相对较多

作为国内经济发展最好的四个城市，一线城市对流动人口的吸引力远超出二三线城市。外来人口的大量涌入也为一线城市带了充足的购房需求，供不应求之下，一线城市的房价持续高企，居民购房压力也一直处于高位。以人均储蓄购房面积这一指标来看，一线城市中供求关系最紧张的深圳，人均储蓄购房面积仅为2.00平方米，几乎是全国人均储蓄可购房面积最少的城市；即使是房价最低的广州，由于近两年来房价上涨幅度较大，当地居民的人均储蓄购房面积也由上年的5.86平方米减少至4.27平方米，居民购房压力明显上涨。居民购房压力明显增加之下，即使2019年末广州多区放松人才政策刺激市场，但2019年其商品住宅成交量同比上一年仍下跌了7%，而与此同时，2019年北京、上海和深圳的商品住宅成交量均较上一年明显上涨，其中北京和深圳的涨幅更是超过了3成。



图：2018年~2020年6月一线城市商品住宅成交面积情况



数据来源：CRIC

综上所述，尽管一线城市调控仍然高度趋严，但其市场容量的增长空间及市场抗风险能力仍然是其他能级城市难以企及的；近年来为了缓解供求不平衡、稳定房价，一线城市土地供应力度不断加强，特别是今年在疫情影响之下，各城市优质土地的供应力度也均超以往，如北京今年上半年供应地块基本为普通商品住宅用地，拿地机会也较以往明显增多。因此，一线城市2020年的投资前景仍是各能级城市中最佳的。不过，需要注意的是，广州在经历了前几年房价的快速上涨后，目前市场处于调整期，因此投资前景排名也较上一年有所下滑。

2、二线城市：产业经济助力杭州、宁波人口增量居前，前景排名显著提升

在人才政策的持续利好下，多数二线城市人口也保持着较快的增长速度，有12个城市的2019年常住人口增量超过10万，其中杭州、宁波的人口增量更是高达30万以上。不过，值得注意的是，2018年人才大战中表现出色的中西部二线城市在2019年的常住人口增量均不敌2018年，典

型如西安，2019年常住人口增量虽仍在20万左右，但较2018年的39万接近腰斩。而与此同时，东部城市2019年明显发力，特别是杭州、宁波，其中杭州更是超越深圳，以55万的高增长位于全国首位，是2019年人才流入最多的城市。当人才大战进入下半场，城市经济产业发展环境才是“引人大战”中最为关键的制胜因素，而杭州、宁波等东部城市在产业发展上无疑是领先于中西部城市的，因此常住人口增长也得以保持较快的增长速度。

二线城市中，人口增量较大的10个城市投资前景排名相比去年仍然有过半城市表现为上涨，其中涨幅最大的就是人口增量十分显著的宁波，排名相比去年提升了10位，升至第20位。宁波在2019年末常住人口增长高达34万，是二线城市中除杭州外常住人口增长最多的城市；在人口的大量涌入下，宁波的楼市表现也比较火热，商品住宅成交量连续四年上涨，2019年商品住宅销售面积更是达到1429万平方米，同比增长15%，超越杭州成为浙江商品住宅成交量最大的城市。排名下跌的有4个城市，其中厦门下降得最多，相比2018年下降了14个名次，主要是因为厦门房价近两年增长较快，房价收入比过高，是购房压力最大的城市；在房价高企下，厦门近年来楼市表现也较为一般，2019年商品住宅成交量仅为2016年高点时的一半，市场下行下，部分区域库存压力高企，因此整体排名较上年有所下滑；郑州则由于土地供应较多而导致整体排名下滑。



表：2019年常住人口增量TOP10二线城市（单位：万人）

城市	常住人口增量（万人）	前景排名	排名较去年变化
杭州	55.4	4	↑2
宁波	34.0	10	↑10
成都	25.1	8	↓3
长沙	23.7	11	↑1
重庆	22.5	14	↑5
郑州	21.6	18	↓8
西安	20.0	16	↓3
厦门	18.0	35	↓14
武汉	13.1	6	↑2
青岛	10.5	15	↑3

数据来源：2019年各城市统计公报

3、三四线城市：能级内部分化加剧，长三角城市投资前景最佳

三四线城市中投资前景较好的城市仍然集中在长三角和大湾区两大城市圈。单从2018年商品房成交金额来看，排名靠前的除泉州和廊坊外，其余均来自大湾区和长三角两大城市群。其中大湾区共有3个城市进入前10，分别是佛山、惠州和东莞，佛山的商品成交金额更是高达2016亿元，是三四线城市中成交金额最高的城市；长三角上榜城市最多，共有5个城市，并且成交金额均超过了1000亿元，且较上一年基本都是上涨的，市场表现较好。

这些三四线城市由于承接了一线城市的外溢红利，经济、人口等各方面宏观指标表现都比较出色，如无锡、佛山等强三线的GDP已经可以比肩多数二线城市，嘉兴、南通、绍兴、温州等城市的居民收入水平位居全国前列。并且，随着区域经济发展的进一步融合，这些城市无疑会受到的辐射带动作用会更大，典型如南通，随着沪通大桥的开通，南通与上海的时间距离进一步被拉近，在核心城市上海的辐射利好下，南通

的市场容量也进一步扩张，2019年商品住宅成交量价同比双双上涨。因此，在2020年上半年，这些城市土地市场成交热度明显要高于其他三四线城市，土地出让特别是住宅用地往往是高溢价成交，南通、无锡等更是频频出现竞拍超百轮的现象，吸引了多家规模房企前来布局。

表：2018年商品房成交金额TOP10三四线城市排名情况（单位：亿元）

大区	城市	商品房成交金额	全国排名
大湾区	佛山	2016	20
大湾区	惠州	1689	38
长三角	无锡	1462	23
长三角	温州	1405	17
长三角	嘉兴	1366	30
长三角	南通	1328	66
长三角	绍兴	1061	44
海西	泉州	1028	45
京津冀	廊坊	1020	53
大湾区	东莞	906	28

数据来源：2019年城市统计年鉴

本文为报告节选版，如需查阅全本报告，请联系我们。



「 目录 导览 」

一、中国城市房地产投资前景排行榜

- 1、中国城市房地产投资前景前50名城市
- 2、中国城市房地产投资前景后50名城市

二、指标解读

- 1、城市房地产市场投资前景指标体系
- 2、指标体系调整：疫情影响三四线去化承压，库存影响投资前景
- 3、城市排名上升主要依靠城市人口扩张及购买力的提升

三、榜单整体解读

- 1、格局：长三角领跑全国，TOP50市场份额进一步提升
- 2、分化：长三角二三线排名显著提升，中西部三线城市前景堪忧
- 3、需求：人才利好逐渐显现，杭州、宁波投资前景快速提升
- 4、供给：稳经济目标下土地计划供应量充裕，三四线表现更甚
- 5、投资：人口增加、盈利空间扩大提升二线排名，杭州超越广州成最

大黑马

- 6、库存：长三角核心城市去化无虞，徐州、太原潜在库存量处于高位

四、各线城市房地产投资前景分析

- 1、一线城市：近年来供地力度明显加大，今年拿地机会相对较多
- 2、二线城市：大部分城市地价明显上涨，企业拿地需谨慎成本过高风险
- 3、三四线城市：能级内部分化加剧，长三角城市投资前景最佳

附：研究方法说明

- 1、城市分类说明
- 2、数据处理和计算



「四大维度解析中国TOP50城市房地产市场竞争力」

研究员/马千里、邱娟、周奇

随着互联网的蓬勃发展，人们的消费和生活方式发生了巨大变化，催生出了数字经济、共享经济等新经济、新业态，成为中国经济的新增长点和新引擎，并对城市竞争格局产生了重大影响，城市房地产发展格局亦随之持续变迁。为了深入评判典型城市的房地产市场发展前景，本文将研究目标聚焦到《2020年中国城市房地产市场投资前景研究报告》中TOP50城市，从资源禀赋、需求发展、房地产基本面、新经济等四个方面切入，对新经济视角之下的房地产竞争力作全面立体式解析研究。

一、资源禀赋：杭州经济形态最佳，东三省二线土壤相对“贫瘠”

一个城市的房地产市场发展与当地的经济发展密切相关。往往经济产业发展比较强的城市，能吸引到更多的人口，市场需求增长也会较为可观，其房地产市场发展空间也更大。除了经济发展外，城市城建配套也是房地产市场发展的重要影响因素；基础设施和教育配套投入力度越大的城市，意味着这些城市新建区的规划能够得到兑现，房价也能较快上涨。同时，房地产市场的发展还受政策面的影响，相对来说，城市经济发展对房地产行业依赖度越高的城市，其调控政策变动带来的风险也

会比较小，对房价上涨的压制几率也会比较小。综合来看，这三个因素决定了城市房地产市场发展的根基和空间，也决定了城市房价上涨动力是否充足。

因此，在资源禀赋维度，我们将以经济发展、城建配套投入以及房地产依赖度等三大指标、GDP总量、三产结构、财政收入等7个子指标来评价各城市的房地产市场发展根基是否牢固、未来发展空间。

1、经济发展：京沪经济规模遥遥领先，深圳三产占比仍有较大提升空间（略）

2、城建配套：厦门、深圳配套投入领先，哈尔滨、大连、沈阳明显落后（略）

3、房地产依赖度：无锡、东莞、泉州等市与房地产关联度较低，地方调控空间更足（略）

4、小结：杭州楼市发展土壤最为“肥沃”，东三省二线排名均处于后列

综合来看，在资源禀赋维度，50城中一二线城市的优势仍旧要强于三四线城市，特别是经济实力上的差距，更决定了一二线在人口导入上强于大部分三四线，需求增长动力也更加充沛，房价上涨动力也更加充足，因此房地产市场发展前景也要好于大部分三四线城市。

就具体城市而言，杭州整体环境最适宜房地产市场发展，一方面当地新兴产业发展蓬勃，经济实力位于二线城市前列，整体城建配套也能跟上发展，因此杭州能引入大量的有购买力的流动人口，为楼市带来了大量的购房需求；另一方面，受人口涌入、新城建设影响，当地财政对房地产的依赖度也比较高，这也意味着杭州供地也会比较多，有较多的



拿地机会，同时城市经济发展也适度依赖房地产，楼市调控高度收紧的风险较小。综上所述，在需求大量涌入同时城市经济又受房地产影响较深，房价上涨动力也明显更为充足，因此杭州楼市发展的土壤最为“肥沃”。

而综合各项指标可以发现，东三省二线如哈尔滨、大连的房地产市场发展根基在50城中却稍显薄弱。无论是经济发展还是城建配套投入，哈尔滨、大连在50城中表现均相对靠后；随着经济发展与南部城市差距越拉越大，当地的人口也会逐步向外流失，如哈尔滨常住人口总量2017年~2019年间减少了16.6万，人口流失意味着需求减少，房价上涨动力自然也不足，利润增长空间也会受限。

表：50城在资源禀赋上的表现评价

城市	经济发展	城建配套	房地产依赖度	最终评价
杭州	√	√	√	★★★★☆
上海	√	√		★★★★★
北京	√	√		★★★★★
南京	√	√	√	★★★★★
武汉	√	√	√	★★★★★
郑州		√	√	★★★★★
深圳	√	√		★★★★☆
天津	√			★★★★☆
广州	√	√		★★★★☆
贵阳		√	√	★★★★☆
青岛	√			★★★★☆
厦门		√		★★★★☆
福州			√	★★★★☆
宁波		√		★★★★☆
成都	√			★★★★
昆明			√	★★★★
苏州	√			★★★★
长沙		√		★★★★
珠海			√	★★★★
温州			√	★★★★
济南				★★★★
合肥			√	★★★★

续表

重庆			√	★★★
西安		○	√	★★★
太原				★★★
南宁		○	√	★★☆
西宁	○	√		★★☆
石家庄				★★☆
无锡			○	★★☆
乌鲁木齐			○	★★☆
海口		○		★★☆
沈阳		○		★★☆
常州				★★☆
南昌	○			★★☆
嘉兴				★★☆
绍兴				★★☆
佛山	○	○	√	★★
惠州	○			★★
徐州	○			★★
台州	○	○		★★
呼和浩特			○	★★
长春	○	○		★★
金华			○	★★
中山	○		○	★★
淄博	○		○	★★
哈尔滨		○	○	★★
泉州	○	○	○	★★
大连		○	○	★★
洛阳	○	○	○	★★
东莞	○	○	○	★★

注：表示领先优势，表示相对落后，★数量越多，表示评价越优

数据来源：CRIC

二、需求发展：高房价压制需求转化，但一线城市需求规模仍大幅领先

和市场最相关的当属城市购房需求总量和未来发展趋势，这决定了房地产市场长期发展空间大小。在这一维度，我们从基数规模、增长趋



势以及支付能力三个方面来探讨各城市长期的需求规模发展。首先，基数规模是指各城市当前的市场容量大小，人口总量、城镇化率以及人均居住面积大小均是影响这一指标的重要因素。而在市场规模的增长上，城市人口增长趋势、作为未来购房主力的大学生规模均是重要影响因素。上述两方面决定了城市购房需求的总规模，而城市居民的购买力水平则决定了购房需求实际转化情况，因此对各城市居民支付能力的分析也至关重要。

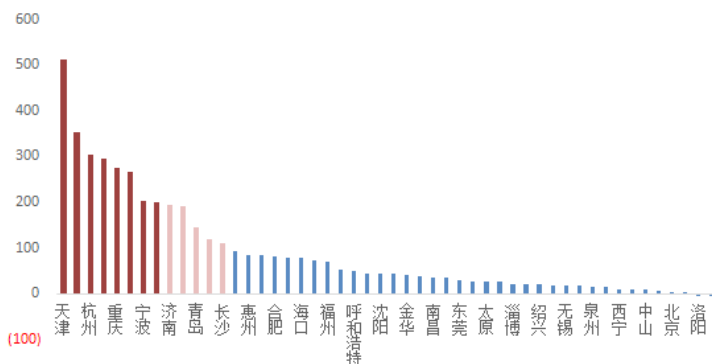
1、基数规模：一线城市人口总量居前，深圳人均居住面积最小（略）

2、增长趋势：珠海、惠州人口增长赶超二线，西安、武汉大学数量全国领先(部分略)

在50城中，近几年人口增长较快的城市多是核心二线城市，譬如天津、杭州、武汉等等。究其原因，主要是由于二线城市自2016年就逐步放松落户门槛，以优渥的条件吸引人才，同时在“省会城市”的优势下，二线城市也汇聚了周边中小城市的人口，因此二线城市，特别是经济产业发展较好的城市，近几年城区人口扩张速度都比较快，如天津、杭州、武汉等城市均在200万以上。

不过，也有部分三四线城市近年来城区人口也明显扩容，典型如珠海、惠州。随着粤港澳大湾区规划的推进，临近澳门的珠海和紧邻深圳的惠州近年来城区快速扩张，助力城区人口总量快速增长。以2014年~2019年五年间城区人口增长总量来看，珠海、惠州的城区人口增长规模甚至超过了南京和合肥。

图：2014年~2019年各城市城区人口增量（单位：万人）

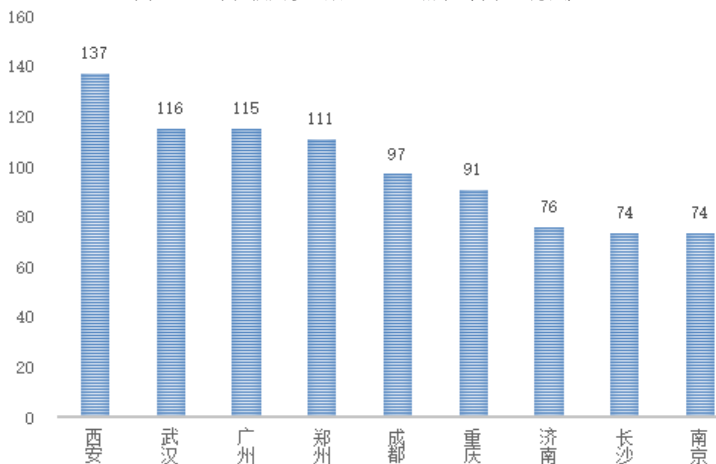


数据来源：CRIC

另一方面，再以大学生数量来看。高校林立的西安、武汉和广州以绝对的优势占优，在校大学生数量均超过了115万人。考虑到绝大多数大学生仍然会留在目前所在城市，因此这些年轻人群未来将是住宅市场上的购房主力，这也意味着未来西安、武汉等城市未来需求增长动力将会比较充足。



图：2019年在校大学生数量TOP10城市（单位：万人）



数据来源：CRIC

3、支付能力：高收入支撑下，佛山等强三线城市居民购房能力均处于前列（略）

4、小结：广州、武汉等“平价”城市需求转化量更大，高房价拉低深圳、杭州需求入市节奏（略）

三、房地产基本面：近年价格快速上涨，致部分城市现投资隐忧

对一个城市的房地产基本面进行“把脉”，分析其规模、供求关系、利润空间等指标，是判断投资窗口期的重要依据。本节我们将从这三个方面对TOP50城市进行系统梳理，以对其投资潜力做出综合预判。

1、市场规模：上海金额居于榜首，嘉兴、绍兴、宁波增势跻身TOP3（略）

2、供求关系：徐州、淄博、济南供给规模过高，杭州、武汉、南京去化无忧（略）

3、利润空间：太原、青岛、南昌盈利空间较佳，佛山、天津、武汉地价已达高位（略）

4、小结：市场规模巨大、供求关系健康，确保沪深杭基本面表现持续领跑

基于城市的人口、经济、产业特性，并结合市场规模、供求关系和利润空间三个角度7个指标综合考虑，TOP50城市房地产基本面各具特色。主要结论有以下三点：

1) 重庆各方面表现均优，综合评分居于榜首，城市潜力表现最佳。受益于人口规模优势，近5年商品住宅成交金额模仅次于上海，供求关系也比较均衡，土地消化周期为2.6年，商品住宅去化周期在6个月左右，地价也比较便宜，地房比仅有0.26，利润空间巨大。

2) 宁波、深圳、成都、西安、杭州、南昌等城市仅次于重庆，处于第二梯队。这些城市在三个角度中均有两个角度表现较优，城市房地产基本面较优。值得注意的是，武汉虽然在市场规模、供求关系两个角度表现不俗，但由于地价相对较高，地房比高达0.44，利润一定程度上被压缩，因而拉低了综合评分。

3) 上海在利润空间和供求关系指标上表现比较中庸，综合评分被拉低。上海土地去化周期2.7年，商品住宅去化周期12.5个月，供求关系比较均衡，但相较于武汉、南宁、杭州等城市来说，供应关系表现不甚突出，加之土地资源的稀缺使得上海地价高昂，利润空间也受到挤压，因



而综合评分相对靠后。

表：TOP50城市房地产基本面各角度评价

城市	市场规模评价	供求关系评价	利润空间评价	房地产基本面
重庆	√	√	√	★★★★
宁波	√			★★★★☆
深圳	√	√		★★★★☆
成都	√		√	★★★★☆
西安		√	√	★★★★☆
杭州	√	√		★★★★☆
南昌		√	√	★★★★☆
武汉	√	√	○	★★★★☆
南宁		√		★★★★☆
上海				★★★★☆
海口	○	√	√	★★★★☆
长沙		√		★★★★
东莞		√		★★★★
昆明				★★★★
哈尔滨	○	√	√	★★★★
佛山	√		○	★★★★
南京		√		★★★★
苏州	√		○	★★★★
温州				★★★★
广州	√			★★★★
郑州	√	○		★★★★
青岛		○	√	★★★★
惠州				★★★★
福州				★★★★
济南				★★★★
洛阳	○	√		★★★☆☆
无锡			○	★★★☆☆
北京	√	○		★★★☆☆
珠海		○		★★★☆☆
合肥			○	★★★☆☆
长春		○		★★★☆☆
泉州				★★★☆☆
徐州		○		★★★☆☆
石家庄	○			★★★☆☆
常州			○	★★★☆☆
嘉兴			○	★★★☆☆
沈阳			○	★★★☆☆
绍兴		○		★★★☆☆

续表

台州	○			★★
天津		○	○	★★
贵阳	○	○	√	★★
太原	○	○	√	★★
乌鲁木齐	○			★★
厦门			○	★★
呼和浩特	○	○		★★
大连	○	○		★★
金华	○	○		★★
西宁	○	○		★★
淄博	○	○		★★
中山	○		○	★★

注：表示领先优势，表示相对落后，★数量越多，表示评价越优

数据来源：CRIC整理

四、新经济发展：部分强三线抓住赶超机会，东莞、无锡表现突出

我国经济正处在新旧产业与发展动能转换的关键期，随着“互联网+”在各领域持续发酵，诸多新业态也在蓬勃兴起，成为推动经济结构转型升级的新兴力量，成为新经济的重要组成部分，为城市发展注入新的活力。新经济、新业态发展程度在一定程度上也表示这些城市的创新能力，尤其是新经济、新业态的主要目标人群是年轻人，这类人群同样也是房地产市场的主要目标客群。为了对从新经济角度对TOP50城市房地产潜力进行综合评判，本节我们将从新业态、新经济角度分别对其进行系统梳理，找出潜力城市。

1、新业态现状：北京、深圳表现不及杭州、成都，无锡跻身TOP15

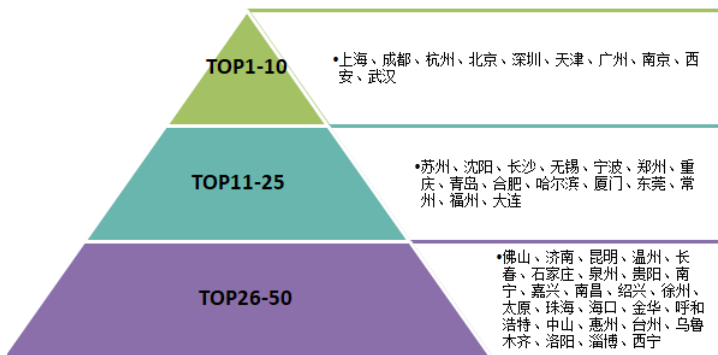
随着时代的发展和进步，新兴业态不断涌现，并且这些新业态繁荣程度一定程度上代表了城市的创新能力、经济活力。本节我们选取了宠



物服务、外卖服务、咖啡店、各类培训机构四类新业态，对TOP50城市的创新能力进行综合评价。

毫无疑问的，上海在这些新业态表现均比较突出，除了在外卖指标上稍弱于成都，屈居第二，其余指标均排第一，因此上海也成为新业态发展最佳的城市，其次是外卖表现尤其突出的成都，排在第三位的则是“新一线”城市杭州，因互联网经济发达，高学历的年轻人占比高，其在星巴克、宠物和培训指标方面表现均比较突出；北京和深圳由于外卖指标表现不佳，整体表现不及成都和杭州，分别居于第四、五位。

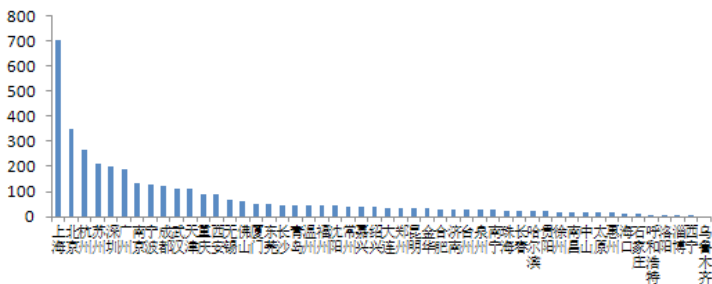
图：TOP50城市典型新业态综合评价梯队划分



数据来源：CRIC整理

总的来看，新业态发展较佳的城市多是一线城市、东部强二线省会和位于西部的国家中心城市。另外，长三角和粤港澳区域经济发展的强三线城市譬如无锡、常州、温州、嘉兴、东莞、佛山等城市表现也比较突出，尤其是无锡，外卖繁荣度指标排在第4位，星巴克门店有69家，排在第14位，宠物服务和培训机构也均在20位以内，综合下来，新业态总评分排在第14位，是三四线城市中排位最靠前的城市。

图：TOP50城市入驻星巴克店铺数量



数据来源：CRIC整理

造成这种情况的原因很大程度上与城市经济、产业综合实力有极大关联，只有城市综合实力强的城市能够吸引高学历、高素质人口，提供更多的就业岗位，这类城市新经济发展迅猛也是意料之中。典型如杭州，受益于互联网经济的发展，杭州迅速跻身新一线城市。2019年常住人口增量居于前10位的城市，除了佛山因外卖相对落后导致新业态指标综合评价不高外，其余城市新兴业态均表现突出，排名大都在TOP15之内。

2、新经济发展：杭州紧随一线，佛山、东莞赶超苏州、成都（略）

3、小结：上海创新动能大幅领先，福州、南昌创新动力亟待提升

结合新业态和新经济指标综合来看，上海表现最优，在新经济和新业态两个方面均排第一，创新动能大幅领先；其次是深圳、杭州和北京等城市表现也较佳，在新业态和新经济两个指标均入榜TOP5，广州由于新业态表现稍逊，综合排名则相对落后，排在第5位。

成都、南京、武汉、苏州、宁波等城市处于第二梯度。值得注意的是，成都新业态表现尤为突出，仅次于上海，其中外卖繁荣度超越上



海，居于首位，另外，其宠物服务表现也较佳。

东莞、佛山、无锡等三四线城市表现也较佳。其中无锡在新业态上表现突出，外卖繁荣度尤为发达，星巴克店铺数量高达69家，在全国排14位；而制造业强市佛山和东莞新经济指标表现则十分突出，以东莞为例，其电子商务招聘数量排在第九位，排在苏州、西安、郑州很多强二线城市之前。

相比之下，福州、南昌与其他同类城市表现稍逊，创新动能亟待提升。尤其是南昌，宠物服务、星巴克等新业态发展缓慢，在二线城市处于垫底位置，甚至落后于徐州、常州、珠海等三四线城市。

表：TOP50城市新经济综合评价

城市	新业态现状	新经济发展	新经济综合评价
上海	√	√	★★★★★
深圳	√	√	★★★★☆
杭州	√	√	★★★★☆
北京	√	√	★★★★☆
广州	√	√	★★★★☆
成都	√		★★★★☆
南京	√	√	★★★★
武汉	√	√	★★★★
苏州	√		★★★★
宁波		√	★★★★
长沙	√		★★★☆☆
西安	√		★★★☆☆
东莞		√	★★★★☆
郑州			★★★☆☆
佛山		√	★★★☆☆
重庆			★★★☆☆
无锡	√		★★★☆☆
天津	√		★★★★
合肥			★★★
福州			★★★
厦门			★★★
沈阳	√		★★★
青岛			★★★
常州			★★★

续表

昆明			★★☆
哈尔滨			★★☆
济南			★★☆
温州			★★☆
珠海	○		★★☆
大连		○	★★☆
南昌	○		★★
中山	○		★★
金华	○	○	★★
长春		○	★★
泉州	○		★★
惠州			★★
嘉兴			★★
绍兴	○		★★
徐州	○		★★
石家庄		○	★★
南宁		○	★★
台州	○		★★
贵阳		○	★★
海口	○	○	★★
乌鲁木齐	○	○	★★
淄博	○		★★
太原	○	○	★★
呼和浩特	○	○	★★
洛阳	○	○	★★
西宁	○	○	★★

注：表示领先优势，表示相对落后，★数量越多，表示评价越优

数据来源：CRIC整理

五、综评：创新动能强劲城市，未来楼市发展更值得期待

通过资源禀赋、需求发展、房地产基本面、创新能力四个维度对典型城市进行分析可以发现，新经济发展成为决定城市房地产市场前景的关键性因素。新经济发展较好的城市，在其他维度的表现也基本好于其余城市，市场韧性也更强，其房地产市场发展也更值得看好。



一方面，新经济发展动能强劲的城市往往对人才的吸引力也更强，如深圳、广州和杭州，互联网、人工智能等相关产业发展十分活跃，吸引了大量的年轻人才前往，在2019年，这些城市的常住人口规模均超过了40万，近四年人口净流入量也都在25万以上；同时，新经济产业的薪资水平也会相对较高，深圳、杭州等城市的薪资水平均位于典型城市前列，这意味着这些城市流入的人口中有很大一部分是购买力强劲的高净值人群，其住房需求能较大概率地转化为购房需求，因此长期需求发展趋势向好。另一方面，活跃的新经济产业对城市经济的拉动作用也比较强，财政收入也会比较高；充裕的财政让城市更有余力完善城建配套，利好房价上涨。综合来看，新经济发展较好的城市在“人才引入”上也往往更胜一筹，购房需求长期发展无虞，房价上涨动力也比较充足，房地产市场发展前景也更好。

表：典型城市房地产前景分类

前景类别	涉及城市
领先型城市	北京、上海、广州、深圳、杭州、武汉
均优型城市	南京、成都、苏州、宁波、长沙、重庆、西安
创新型城市	东莞、郑州、佛山、无锡、天津、合肥、福州、厦门
短板型城市	台州、贵阳、海口、乌鲁木齐、淄博、太原、呼和浩特、洛阳、 西宁、温州、金华、泉州、惠州、绍兴、石家庄、哈尔滨、中山、大连

数据来源：CRIC整理

- 1、领先型：杭州、武汉与一线城市并列，资源禀赋、创新能力优势领先（略）
- 2、均优型：各项指标无明显短板，南京资源禀赋表现突出（略）
- 3、创新型：经济创新动能优势显著，郑州、佛山发展前景较佳（略）

4、短板型：海口、洛阳等市创新动能一般，楼市基本面亦存在一定隐忧（部分略）

抛开上述三类表现不同、但市场整体表现相对较佳的潜力城市，还有部分城市在某一个或多个方面存在明显短板，譬如资源禀赋欠佳的哈尔滨和泉州，需求基数较低的温州、金华、泉州、惠州、绍兴、石家庄，还有房地产基本面不佳的中山、淄博、大连、西宁、金华、呼和浩特、乌鲁木齐、太原、贵阳等城市，这类城市或是供求关系不佳，或是需求欠缺、房价较低，或是在利润空间上存在短板，市场存在一定的投资风险。

此外，还有一类创新动能乏力的城市，包含台州、贵阳、海口、乌鲁木齐、淄博、太原、呼和浩特、洛阳、西宁。这类城市通常新经济、新业态发展不佳，导致常住人口增量缓慢、甚至负增长，新增就业岗位相对较少。典型如淄博，2019年淄博常住人口469.7万人，较2018年还减少了0.5万人，这是TOP50城市中仅有的3个常住人口减少的城市之一，另外两个分别是严控人口规模的北京和处于产业转型升级中的哈尔滨。淄博在山东省内经济排名靠前，但在新经济发展方面指标再TOP50城中确处于垫底位置，这与山东乃至北方城市的大环境有关，目前新经济的北强南弱格局越发凸显，北方城市除了省会和计划单列城市的新经济发现较好外，其余城市的新经济发现均不佳，更谈不上创新能力有多强。

值得注意的是，虽然海口、洛阳等城市虽然目前基本面尚可，但由于其宠物服务、生活消费等新业态发展缓慢，城市创新动能较弱，人口增长较慢，尤其是洛阳，其是典型城市中为数不多的人口净流出城市，虽然短期内城市人口向城区聚集仍然能支撑当地的购房需求，但长期来看并不利于房地产市场发展。



表：典型“短版型”城市

城市	资源禀赋	需求发展	基本面	新经济发展
温州	√	○	√	
贵阳			○	○
海口			√	○
哈尔滨	○		√	
太原		√	○	○
乌鲁木齐		√	○	○
大连	○		○	
惠州		○	√	
呼和浩特		√	○	○
石家庄		○		
泉州	○			
绍兴		○		
金华			○	
中山			○	
淄博			○	○
洛阳			√	○
西宁		○	○	○
台州		○		○

注：表示具有领先优势，表示相对落后

数据来源：CRIC整理

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。

「 目录 导览 」

一、资源禀赋：杭州经济形态最佳，东三省二线土壤相对“贫瘠”

- 1、经济发展：京沪经济规模遥遥领先，深圳三产占比有较大提升空间
- 2、城建配套：厦门、深圳配套投入领先，哈尔滨、大连、沈阳较落后
- 3、房地产依赖度：无锡、东莞、泉州等市与房地产关联度较低，地方调控空间更足
- 4、小结：杭州楼市发展土壤最为“肥沃”，东三省二线排名均处后列

二、需求发展：高房价压制需求转化，但一线城市需求规模仍大幅领先

- 1、基数规模：一线城市人口总量居前，深圳人均居住面积最小
- 2、增长趋势：珠海、惠州人口增长赶超二线，西安、武汉大学生数量全国领先
- 3、支付能力：高收入支撑下，佛山等强三线城市居民购房能力均处于前列
- 4、小结：广州、武汉等“平价”城市需求转化量更大，高房价拉低深圳、杭州需求入市节奏



三、房地产基本面：近年价格快速上涨，致部分城市现投资隐忧

- 1、市场规模：上海金额居于榜首，嘉兴、绍兴、宁波增势跻身TOP3
- 2、供求关系：徐州、淄博、济南供给规模过高，杭州、武汉、南京去化无忧
- 3、利润空间：太原、青岛、南昌盈利空间较佳，佛山、天津、武汉地价已达高位
- 4、小结：市场规模巨大、供求关系健康，确保沪深杭基本面表现持续领跑

四、新经济发展：部分强三线抓住赶超机会，东莞、无锡表现突出

- 1、新业态现状：北京、深圳表现不及杭州、成都，无锡跻身TOP15
- 2、新经济发展：杭州紧随一线，佛山、东莞赶超苏州、成都
- 3、小结：上海创新动能大幅领先，福州、南昌创新动力亟待提升

五、综评：创新动能强劲城市，未来楼市发展更值得期待

- 1、领先型：杭州、武汉与一线城市并列，资源禀赋、创新能力领先
- 2、均优型：各项指标无明显短板，南京资源禀赋表现突出
- 3、创新型：经济创新动能优势显著，郑州、佛山发展前景较佳
- 4、短板型：海口、洛阳等市创新动能一般，楼市基本面存在一定隐忧

「2020年二三线百城土地投资利润空间研究——从行政区视角」

研究员/马千里、邱娟、周奇

今年二季度以来土地市场迅速升温，拿地成本明显上升，而房价增幅依然处于低位，以致大部分城市利润空间逐渐收窄。但考虑到目前城市建成区面积较大，尤其是城市中心和远郊的地价、房价价格差异巨大，城市内部差异很容易被平均，部分城市具有投资潜力的优势板块很容易被忽略。因此，本文将城市研究下沉到了行政区层面，从地房比和房地差两个维度综合评判各区域的利润空间，并结合区域人口规模、产业、配套等因素，进一步挖掘优势区域。

一、地价攀升拉近房地价差，挖潜优势区域愈发必要

尽管受疫情影响，2020年初多城市土地出让一度中止，土地市场成交热度也跌至低谷，但随着疫情逐渐得到控制，以北京、上海、福州等为代表的热点城市率先供应了多宗优质土地，刺激市场热度上升，与此同时大部分城市地价也有了明显上涨，拿地成本明显上升，而房价却在进一步来延续低位增长，因此大部分城市利润空间逐渐收窄，典型如福州、宁波、绍兴房地价差快速拉近，房企投资机会逐渐减少，但考虑到城市内部房价、地价存在较大差异，部分具有投资潜力的优势板块很容易被忽略，因此挖掘城市内部利润空间较大的典型区域逐渐成为房企关



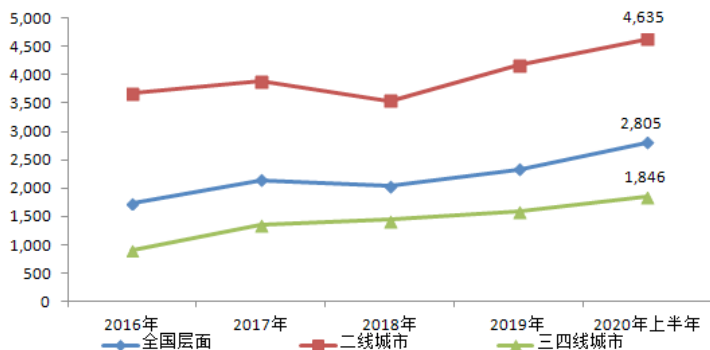
注的焦点。

1、地价加快上涨、房价增幅低位，大多数城市利润空间出现收窄

尽管受疫情影响，2月份土地市场受到一定的影响，但随着“缓缴土地出让金、延长开竣工日期”等救市政策的出台，房企融资环境也得到了适度宽松。在此影响之下，土地市场热度明显提升，溢价率明显上扬，尤其是一体化进程较快的长三角城市优质地块供应力度明显加强，2020年上半年土地市场热度居于高位。

地价方面，2020年上半年地价延续2019年的涨势。全国层面，2020年上半年全国土地成交楼板价为2805元/平方米，较2019年全年上涨了20%。各能级城市保持一致，上半年地价较2019年均有显著上涨，涨幅均在10%以上，尤其是三四线，上半年楼板价增至1846元/平方米，较2019年增加了16%，涨幅最为突出。究其原因，首先是中央关于“土地要素市场化”提法，大大有利于城建的快速推进，也给了房地产行业一颗“定心丸”；其次，是由于优质地块供应明显增加，推高了企业拿地热情；最后，也是由于信贷政策也逐渐宽松，房企融资压力减轻，土地市场在此利好下热度一路走高。

图：2016年以来全国及二、三线城市经营性土地成交价格走势（单位：元/m²）

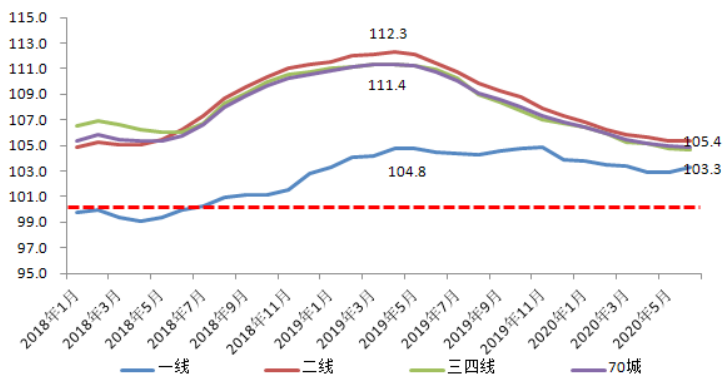


数据来源：CRIC2016

国家统计局公布的70个大中城市房价指数显示：在各能级城市地价显著升温的同时，大部分城市房价同比指数自2019年4月以后趋于走缓，70城房价同比增幅由11.4%降至4.9%；尤其是二三线城市，房价同比增幅与70城市走势保持高度一致，均由11%以上降至5%左右，房价逐渐趋于稳定。尤其是2020年春节以后，三四线城市受棚改退场和需求透支等因素的影响，房价同比增幅一度下滑，5、6月份同比指数均降至5%以下。值得注意的是，得益于人口增长战略的支持，自2018年6月起，二线城市房价同比增速开始超过三线城市，成为支撑70城房价继续上涨的主要动力。



图：2018年以来70城房价指数同比走势



数据来源：国家统计局

总的来看，与一线城市相比，近期二三线城市地价上涨突出，房价涨势趋缓，使得房地价差“剪刀差”逐渐缩小，大多数城市利润空间出现收窄的迹象，因此势必要对加强对于二三线盈利空间的研究，接下来就这一点详细展开论述。

2、热点城市地价快速上涨，福州、宁波、绍兴房地价差快速拉近（略）

3、城市内部各区域差异较大，判断投资价值应进一步细化（略）

二、近二成区域面临盈利风险，多数区域投资安全边际较高

在行政区层面，考虑到目前一些城市土地出让、房产销售是按功能区管理的，且功能区往往会有特殊的规划发展方向，因此本文研究对象不仅仅包含行政区，还涉及部分功能区。（便于行文，下文将行政区

和功能区分称为区域)。

基于此标准，我们搜集到100个典型城市484个区域的相关指标。为了研究对象聚焦到有一定投资价值的行政区，我们以2019年供求比 <1.5 ，住宅成交面积 $>40\text{万m}^2$ 为筛选条件，再缩减研究样本范围，最终将研究区域数量聚焦到293个。

在本章节研究中，将对符合上述条件的293个区域的地房比和房地价差进行梯度分析，之后还将从地房比（地价/房价）和房地价差（房价-地价）两个维度，综合评判各区域的利润率和利润空间，以期为房企拿地提供参考。

1、近六成区域地价房价比上升，南京、苏州核心区域地房比超0.8（节选）

尽管近六成区域地房比较2019年有所提升，尤其是珠江斗门、福州晋安、郑州经开区、宁波宁海、南京浦口等区域地房比增量均超0.2，地房比显著上升；但总体来看，目前仍有73%的区域地房比不足0.5，房企的盈利空间依然巨大。

（1）超七成区域地房比不足0.5，利润空间依然较佳（略）

（2）经济活力欠佳的西部二三线城市部分区域地房比较低，但要警惕需求不足风险（略）

（3）少数区域利润率处于较低水平，但并非均无投资价值（略）



2、房地价差涨跌参半，约二成区域房地价差下跌超过20%（节选）

总的来看，293个区域中，房地价差上涨和下降的区域占比半数。但值得注意的是，有近两成区域2020年上半年房地价差较2019年下跌了超20%，盈利空间明显收窄，这些区域多位于二线城市的中心或近郊，上半年地价涨势突出，使得房企盈利空间明显收窄；但总体来看，目前仍有四成区域房地价差超过8000元/平方米，房企的盈利空间依然丰厚。

（1）近四成区域房地价差超8000元/m²，投资利润空间丰厚（略）

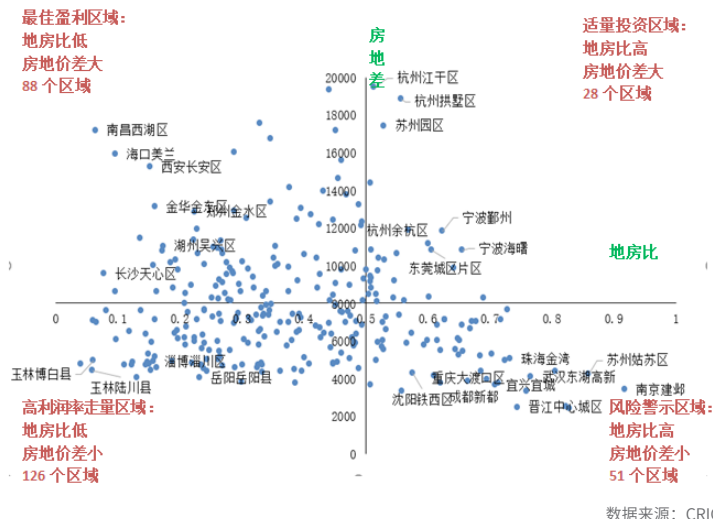
（2）杭州、南京等近郊区域房地价差超15000元/平方米，利润预期与竞争、调控风险并存（略）

（3）两成区域房地价差低于5000元/m²，盈利空间微乎其微，应审慎进入（略）

3、近四分之一区域利润空间承压，南京、成都热点板块亦在此列（节选）

上文通过房地价差、地房比两方面进行梯度分析，探明了293个典型区域的盈利情况，但是单一指标研究具有一定的局限性。为对这些区域的影响空间有一个更为公允的评价，我们从房地价差和地房比两个维度综合考量，利用四象限法对各区域的投资前景予以区分，以期对房企未来的投资和布局策略提供参考。

图：293个典型区域四象限分类图（单位：元/平方米）



293个区域可以分为四类：其中以宁波慈溪、西安长安为代表的低地房比、高房地价差区域投资价值较高；而地房比低、房地价差小和地房比高、房地价差高的两类区域机遇与风险共存，具体风险方面，前者是由于房价水平处于低位使得盈利空间受限，而后者风险主要来自市场过热、土地过度竞争等现象；另外，以南京建邺、苏州姑苏为典型的部分区域投资价值处于较低水平，是典型的风险区域。联系各类区域数量分布来看：

（1）三成区域为最佳盈利区域（地房比较低、房地价差大）

宁波慈溪、西安长安、南昌西湖等88个区域地房比小于0.5、房地价差大于8000元/㎡，投资价值较高，典型如西安长安区，2020年上半年房价上涨同时，地价却在下降，房地价差高达15225元/㎡，较2019年增加



了50%，地房比也降至0.15，属于典型“双优区域”，利润空间巨大。

与此类似的区域还有宁波慈溪、郑州金水等，这些区域多处于近郊区，有一定的规划利好，房价涨至一定的高位，但由于土地资源丰富，地价较为便宜，因此利润空间巨大，但这类区域的购房需求量很容易受所在城市中心城区溢出效应的影响，存在需求的不确定性，未来要警惕政策调整带来的风险。

表：2020年上半年典型盈利最佳区域（单位：元/平方米）

区域	地房比	房地价差	区域	地房比	房地价差
南京江宁区	0.33	17541	湖州吴兴区	0.17	11014
青岛市北区	0.35	16742	青岛高新区	0.25	10973
东莞松山湖片区	0.29	16009	徐州泉山区	0.26	10884
西安长安区	0.15	15225	惠州大亚湾	0.27	10827
合肥庐阳区	0.35	13365	哈尔滨松北区	0.17	10748
金华金东区	0.16	13126	惠州惠阳区	0.23	10633
西安城南区	0.29	12855	烟台莱山区	0.27	10626
郑州金水区	0.22	12843	青岛即墨区	0.19	10280
德清武康镇	0.31	12498	西安城东区	0.30	10185
青岛黄岛区	0.23	11906	昆明盘龙区	0.28	10154
昆明五华区	0.14	11426	福清中心城区	0.19	10149
青岛城阳区	0.22	11349	宁波慈溪	0.24	10052
台州路桥区	0.27	11268	镇江京口	0.16	10016

数据来源：CRIC

（2）超四成区域地房比较低，但盈利空间被建安成本分割（地房比低、房地价差小）（略）

（3）极少数区域房地价差大，但地房比高，税费压力大（地房比高、房地价差大）（略）

(4) 近两成区域投资价值较低（地房比高、房地价差小）（略）

三、核心区域地价快涨下，近郊地块值得更多关注

为深入剖析各类区域的投资盈利空间特征，我们进一步从上文四个类型中分别选出具有代表性的区域，结合各区域供求关系、政策背景、需求空间等因素进行分析。通过研究可见：高投资价值区域多是重点二三线城市当前发展的主力区域，集中位于城市外环附近，有诸多规划利好；需求方面，人口导入数量大多居于前列，区域商品住宅供求关系基本均衡或偏紧、产品供应多以改善为主；而那些市场竞争已经十分充分、地价已经涨至高位的区域，如南京建邺、苏州姑苏等，当前地价上涨过快，拿地成本偏高，因此进入风险也比较大。

1、利润指标最优：重点关注二线城市“外环”，宁波慈溪、西安长安跻身第一梯队

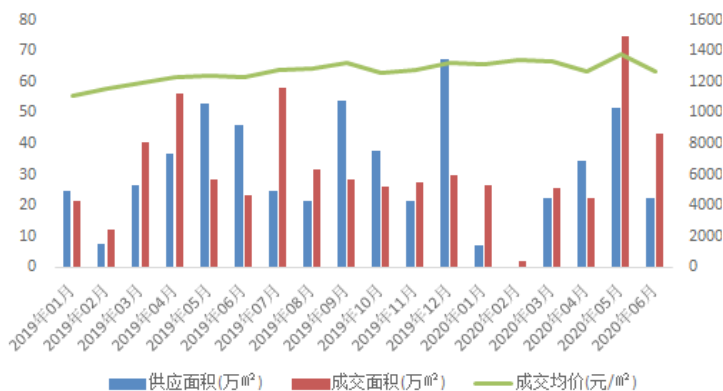
首先关注地房比低、房地价差也比较大的区域。从区位分布来看，这些利润指标较好的区域主要集中在二线城市“外环”区域，属于城市近来主力发展的近郊，有诸多规划利好，大量的投资客及主城区外溢需求涌入抬升房价至较高水平，但由于配套不成熟、市场降温等原因区域地价还处于较低水平，整体盈利空间较大。

结合供求比及商品住宅成交量来看，多数区域的投资前景较佳，如宁波慈溪、西安长安等。以宁波慈溪为例，作为宁波对接上海的桥头堡，工业基础深厚的慈溪所在的宁波北部区域被规划为杭州湾新区，成为宁波当前主力发展的重点区域，其中核心区滨海启动区更是几乎全位于慈溪市境内；重磅规划之下，宁波二院杭州湾医院、浙江省重点中学



镇海中学、图书馆等各项配套也在逐渐落地中，通苏嘉甬铁路线路等交通配套也在规划建设中；在此利好下，慈溪也吸引了大量的人口流入，据官方数据统计，2019年末全市拥有登记在册流动人口113.24万人；人口的流入和规划的利好，为慈溪带来了大量的购房需求，2019年慈溪市商品房成交量达到465.57万平方米，较上年增加26.2%，其商品住宅去化周期在2019年底仅为5.5个月，处于明显的供不应求状态。

图：宁波慈溪2019年1月以来商品住宅量价走势

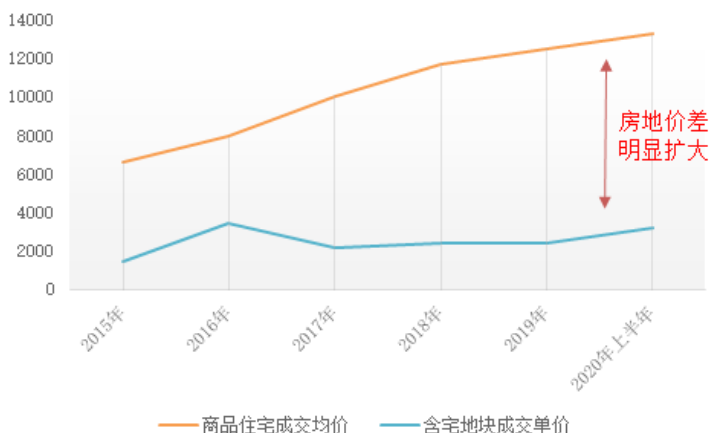


数据来源：CRIC

由于慈溪居民购买力水平较高，同时在规划利好下，大量的购房需求涌入市场，慈溪的房价也在2016年后明显上涨，截止2020年上半年当地商品住宅成交均价已经达到13246元/平方米；而与此同时，慈溪的地价在经历2016年的高涨后反而呈现出下滑趋势，2020年上半年地价虽有回升，但仍未回到最高点，房价地价差仍然维持在万元以上，盈利空间仍然十分充裕。并且结合慈溪近来的商品住宅成交量价走势来看，尽管受疫情影响慈溪的成交量在一季度有所回落，但二季度慈溪的楼市成交量呈现放量式的增长，带动上半年成交量同比增速转正，楼市韧性较

强。就此来看，慈溪的土地市场投资前景较为可观。

图：宁波慈溪2015年以来地价与房价变化情况（单位：元/平方米）



数据来源：CRIC

值得注意的是，上半年受疫情影响，抗风险能力较强的二线城市已成为房企鏖战的主战场，部分热门区域的拿地成本明显上升。从2020年上半年土地市场成交情况来看，二线城市热度明显上升，成都、南京、宁波、杭州、南宁等多个城市高溢价、最高限价成交的现象频频发生，成都、宁波等更是有单价地王出现。这样的背景下，盈利空间较大区域的土地市场热度很有可能快速上升，如宁波江北今年6月成交的江北核心地块，即是一宗限价地，但经过224轮激烈的竞拍才被滨江拿下，最终溢价率达到37.5%。当进入这些区域时，需要注意地价快速回升而导致盈利空间被压缩的可能。



表：土拍热度上升可能性较大的区域（单位：元/平方米）

城市	区域	地房比	房地价差
宁波	江北	0.50	12283
苏州	相城区	0.47	13743
合肥	高新区	0.42	10376
昆明	西山区	0.40	10571
青岛	李沧区	0.40	12997
郑州	金水区	0.22	12843
青岛	城阳区	0.22	11349

数据来源：CRIC

2、高利润率走量：大部分强三线仍在城建快速发展期，惠州、湖州去化前景较佳（略）

3、可适量投资：改善类需求快速增长，杭州江干等区域可适量布局（略）

4、风险警示：南京建邺等中心区地价上涨过快，较现有地块成本劣势突出（略）

四、核心区域利润空间普遍收窄，建议重点关注强二三线新城、产业新区（本节有删减）

对于接下来的市场走向，鉴于强二三线城市受益于人才战略、城市新区建设、一线城市高房价导致的人才溢出等利好，房地产市场需求可持续看好，并且在“六稳”要求下，高热城市已有政策出台限制地价过快上涨，并且在财政压力下这些城市在接下来的土地供应仍会继续维持高位；就此来看，地价涨幅也有望被继续限制在合理范围内，大多数区域的土地投资利润空间依然值得期待。因此对于规模化房企而言，对于

少部分热点地块的争夺不必过多在意，放眼全局反而能发现更多适宜的投资机会。

从城市视角来看，这些城市在人口规模、产业、配套、房价等方面存在诸多差异，投资前景预期也各不相同。总的来看，杭州、宁波、苏州、东莞等人口导入较多、规模相对较大的强二三线城市投资价值区域更多，不过今年上半年较热的成都、无锡、常州等城市的多个区域因地价上涨较快则面临着成本性风险。而就区域角度而言，高投资价值区域多集中在强二三线城市目前主力开发如城市副中心类的新区，例如宁波慈溪、西安长安等，都是投资价值较高的区域。

1、上半年中心城区土拍热度高涨，核心区域利润空间普遍收窄

从上半年地市动向来看，为了尽快从疫情的影响中恢复，3月以来各地开启了一轮“量大质优”的供地潮，特别是热点城市核心区域的土地供应力度明显上升。融资环境宽松下，企业拿地意愿也明显提升，强二三线城市的中心城区土拍热度随之高涨。在此影响下，大部分城市的地价也回升至近三年来较高水平。就区域视角来看，无论是二线还是三四线城市，有需求保障的中心城区地价基本均是上涨趋势，如成都、宁波、徐州、常州、无锡等强二三线城市中心区域的地价甚至创下历史新高。

地价上涨之下，这些土拍热度高涨的核心区域房价却并未也能保持同样的高增长，因此中心城区的投资利润空间普遍呈现收窄趋势。以南京建邺为例，上半年成交的5宗地均受到了房企的热烈追捧，平均溢价率超过了30%，成交楼板价平均为38274元/平方米，较上年上涨了8000元/平方米，但建邺的房价却因为南京严格的限价政策影响上涨并不多，涨幅仅为10%，已不能覆盖地价上涨带来的增加成本，地房比已逼近0.9的

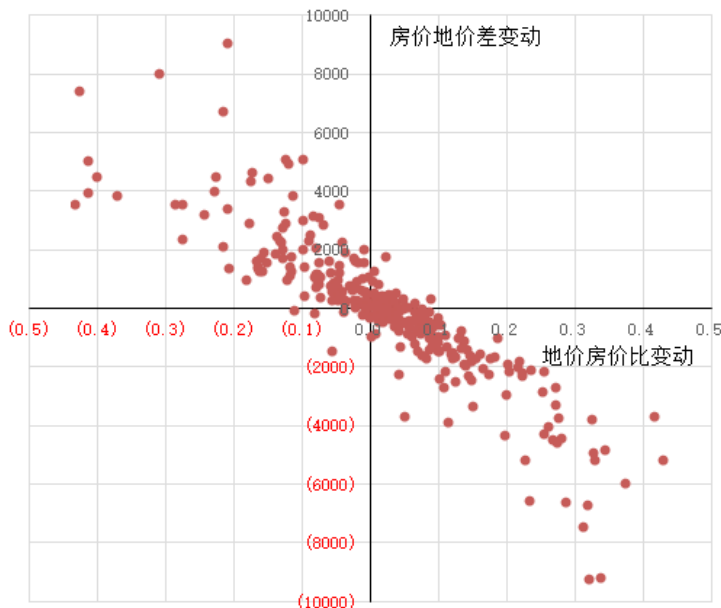


高位，单位利润空间较上年明显减少。

不过，并不是所有城市的中心区域投资利润空间均有所收窄。以地价涨幅较高的东莞城区片区为例，2020年上半年东莞城区片区成交地价达到16725元/平方米，较上一年大涨46%，价差超过5000元/平方米，但2020年上半年东莞城区片区的房价上涨了5600元/平方米，已经覆盖地价涨幅，房地价差仍在万元之上，区域投资利润空间依旧丰厚，拿地仍然处于安全边际。因此，对于这些区域的优质土地，未来仍然值得一争。

纵观全局而言，293个区域在2020年上半年的拿地利润空间变化还是涨跌参半，并没有出现投资利润空间普遍收窄的情况。联系房价、地价变动结果来看，在293个样本区域中，2019年有230个区域地价房价比低于0.5，而在2020年上半年仍有213个的区域地价房价比低于0.5，2020年上半年房价地价差超过8000元/平方米的区域仅较2019年减少6个。就此来看，虽然上半年各城市地价有所上涨致少部分区域利润空间收窄，但就整体来说，各区域的投资利润分布梯度并未较上年发生明显的改变。

图：2020年上半年293个区域投资利润空间变化涨跌参半



注：地价房价比变化=2020年上半年地房比-2019年地房比
房价地价价差变化=2020年上半年房地价差-2019年房地价差

数据来源：CRIC

2、少数区域地价波动剧烈，无锡滨湖、徐州云龙盈利风险明显增大（略）

3、二线外环、强三线利润空间仍较丰厚，拿地机会值得关注（略）

4、下半年核心区域供地力度下降，建议重点关注强二三线新城、产业新区

结合近期市场动向来看，中央近来多次强调“房住不炒”，上半年土地市场火热的城市如杭州、宁波、南京、东莞等多个城市也纷纷收紧



调控，以降低市场热度，稳定房地产市场运行。政策收紧的同时，各城市也转变了供地策略，从7月份已经入市土地来看，热点城市核心区域的土地供应力度明显下滑，譬如南京近期几场土拍中出让地块多是位于浦口、江宁等郊区，宁波近期出让地块也以慈溪、余姚、奉化等郊区为主，这一趋势预计在接下来还将持续。

虽然主力供地区域在向城市外圈扩张，但结合上文分析来看，当前城市主力供地区域的投资价值并不弱于核心区域。就区域利润指标而言，大部分强二三线城市的近郊区利润指标多处于最优区域，同时这些区域的定位往往是城市新中心或产业新区，有诸多规划利好，因此投资潜力较大。譬如杭州余杭区、宁波慈溪等，这些区域多处于城市发展黄金期、土地供应充裕、地房比处于较低位，加之产业基础好，城市经济活力强，就业岗位多，人口吸附能力居于前列，区域投资前景同样值得期待。

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。

「 目录 导览 」

一、地价攀升拉近房地价差，挖潜优势区域愈发必要

- 1、地价加快上涨、房价增幅低位，大多数城市利润空间出现收窄
- 2、热点城市地价快速上涨，福州、宁波、绍兴房地价差快速拉近
- 3、城市内部各区域差异较大，判断投资价值应进一步细化

二、近二成区域面临盈利风险，多数区域投资安全边际较高

- 1、近六成区域地价房价比上升，南京、苏州核心区域地房比超0.8
- 2、房地价差涨跌参半，约二成区域房地价差下跌超过20%
- 3、近四分之一区域利润空间承压，南京、成都热点板块亦在此列

三、核心区域地价快涨下，近郊地块值得更多关注

- 1、利润指标最优：重点关注二线城市“外环”，宁波慈溪、西安长安跻身第一梯队
- 2、高利润率走量：大部分强三线仍在城建快速发展期，惠州、湖州去化前景较佳
- 3、可适量投资：改善类需求快速增长，杭州江干等区域可适量布局
- 4、风险警示：南京建邺等中心区地价上涨过快，较现有地块成本劣势突出



四、核心区域利润空间普遍收窄，建议重点关注强二三线新城、产业新区

- 1、上半年中心城区土拍热度高涨，核心区域利润空间普遍收窄
- 2、少数区域地价波动剧烈，无锡滨湖、徐州云龙盈利风险明显增大
- 3、二线外环、强三线利润空间仍较丰厚，下半年拿地机会值得关注
- 4、下半年核心区域供地力度下降，建议重点关注强二三线新城、产业新区

肆

特别关注

「六成房企利润负增长，盈利能力将延续下行？」

研究员/朱一鸣、贡显扬、汪慧、李丹

自2019年行业利润增速拐点得到确认，叠加2020年上半年疫情对房企竣工、交付节奏的影响，给企业的经营和结算带来较大压力。2020年上半年，行业整体营收增速显著放缓，利润规模出现负增长。同时，目前政策调控持续，行业盈利空间持续受到挤压；伴随着前期高地价项目进入结算，也进一步推高了营业成本、压缩了利润空间。2020年上半年，房企各项盈利指标均延续了近年来的下行趋势，且利润率降幅进一步扩大。

整体而言，疫情下营收增速的显著放缓及利润规模负增长大概率是阶段性的，随着下半年市场进一步恢复，房企加快竣工、交付及结算节奏，全年的利润增长预期仍然向好。但从长期盈利预期来看，在地价上升和政策调控背景下，行业利润空间将持续面临下行压力，盈利指标将呈现下降趋势。未来将更考验房企的运营管理效率和产品打造能力。

一、行业整体营收增速显著放缓，盈利指标延续下行趋势

1、疫情影响下营收增速创历年最低，利润规模负增长

自2019年利润增速拐点得到确认，标志着房企盈利进入瓶颈期，



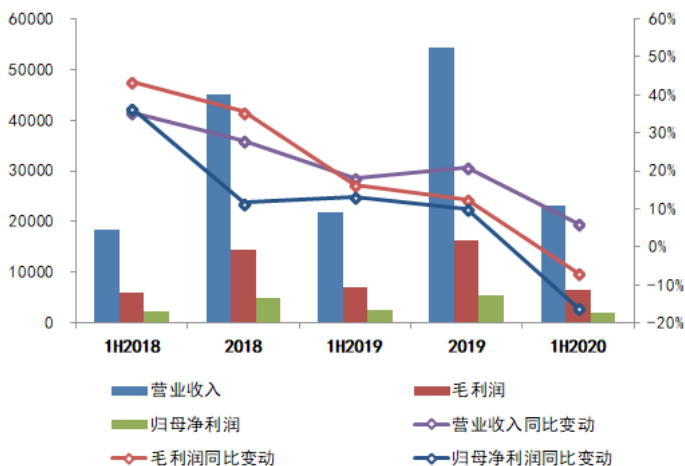
行业增速放缓为房企带来了诸多挑战。同时，叠加2020年上半年疫情影响，给房企经营带来了更为严峻的冲击，营收和利润压力倍增。

上半年受疫情影响，房企项目竣工及交付结转进度普遍延缓，收入无法如期确认，营业收入增速较去年同期进一步明显放缓。行业179家样本房企整体营业收入为23056亿元，较2019年同期仅增长6.2%，创历来最低。其中，部分规模房企如碧桂园、华润置地、中国金茂等，营收规模均出现不同程度的同比下滑。与此同时，行业整体营业成本增速也相应放缓，179家样本房企整体营业成本达16600 亿元，同比增长12.4%，增速放缓6.8个百分点。

在营业收入增速大幅放缓，同时营收增速放缓幅度高于营业成本的双重作用下，2020年上半年房企利润空间大幅收缩，行业整体利润规模出现负增长，继2019年利润增速拐点确认后增速继续明显下行。2020年上半年，179家样本房企实现毛利润6456 亿元、归母净利润2116 亿元，分别同比下降7.0%、16.0%。

总体来说，今年上半年行业整体营收与利润规模增长受疫情冲击较大，但营收增速大幅放缓以及利润规模负增长的走势大概率是阶段性的。随着下半年疫情稳定、市场逐步恢复，房企势必会加快施工进度、抓紧结算，力争全年利润规模的实现，整体利润增长预期向好。对于房企来说，一方面，营收规模是利润规模实现的保障，在增速放缓的市场背景下，更应提高抗风险能力、增加收入增长的确定性，减少阶段波动性，保证企业的稳定经营；另一方面，市场困境下，更加考验企业成本管控能力的提升，房企应双管齐下，保障利润的实现。

图：行业179家样本上市房企营收、利润规模及增速（单位：亿元）



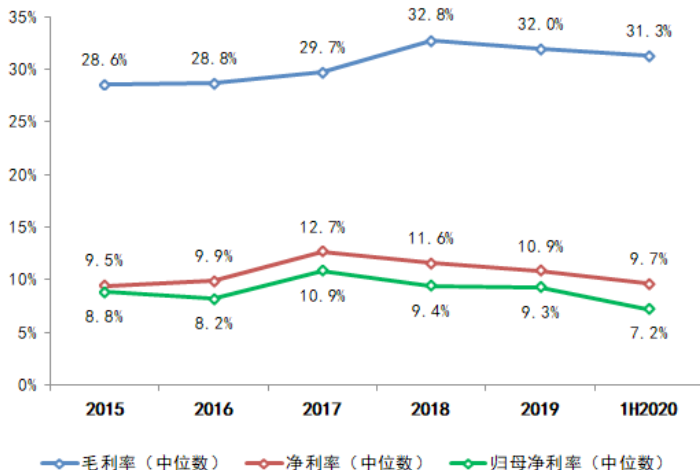
数据来源：企业公告、CRIC

2、盈利指标全面下行，毛利率、净利率降至2015年水平

从利润率指标来看，2020年上半年房企整体的毛利率、净利率及归母净利率水平均延续近年来的下行趋势，且降幅进一步扩大。上半年，行业179家样本房企毛利率中位数为31.3%，同比下滑2.4个百分点；净利率中位数为9.7%，同比下滑2.6个百分点，且与历年相比，净利率中位数降至2015、2016年水平。此外，归母净利率中位数达到历年新低点，为7.2%。



图：2015-2020年上半年179家典型上市房企利润率中位数



数据来源：企业公告、CRIC

整体来看，近年来行业盈利指标的持续下行，主要还是要归因于政策持续调控和高地价项目结转影响。一方面，从目前政策环境来看，调控基调仍以企稳为主，局部地区政策调控持续趋紧，特别是一二线城市限价政策难放松，存在地价房价比率高的问题，企业的盈利空间受限。房企在区域布局上，要充分考虑当地政策调控力度，积极采取措施，减少政策因素对于结转利润的影响。

另一方面，上半年不少房企前期获取的高地价项目进入结算，压缩了利润空间，也是导致企业盈利指标下降的重要原因。同时我们也发现今年二季度以来，土地市场火热，高溢价土地成交不断，这些项目将在未来一到两年陆续体现在企业营收和盈利上，继续对企业利润率实现产生影响，企业应更加关注如何提升自身的产品打造能力，以提升高地价项目的产品溢价。

3、房企普遍认同毛利率下行趋势，未来更加考验经营能力

由于今年上半年行业整体盈利表现不佳，引发投资者对房企利润率的高度关注。从各大房企对行业毛利趋势的预期来看，大部分认为在地价上升和限价政策调控背景下，长期来看行业利润将持续面临下行压力，毛利率将呈现下降趋势。其中，万科表示中长期毛利率下降是一个趋势，但企业可以通过运营管理效率与效益的提升对冲下行影响。而短期来看，就今年而言多数企业表示全年毛利率仍会维持在合理、稳定的水平。

我们认为，在行业盈利下行趋势下，房企“稳利润”主要还是要从运营管理以及产品品质方面着手。提升运营管理效率和产品品质及溢价率是实现盈利的有效突破口。其中，经营管理中最重要的一环即成本管控，特别是土地成本控制，在土地市场火爆期，适当减少招拍挂拿地，以多元化方式获取地块，谨慎获取高价地，同时也要更科学地评估地块价值，测算地价房价比，保证预期收益。产品方面，持续优化产品结构、提高产品溢价，实现项目增值。总结来说，未来房企盈利主要依靠提质增效。

表：2020年中期部分典型上市房企盈利预期

房企简称	盈利预期
碧桂园	未来项目毛利率向22%-24%之间靠近，毛利润和毛利率慢慢维持稳定，可能会有反弹机会
万科地产	毛利率下降长期来看是一个趋势，目前销售的毛利率比已结转毛利率更低一些，预计年底会小幅回落，集团会坚持稳健的投资和精益运营，把毛利率控制在合理水平
融创中国	行业利润率在往下走，企业有信心让盈利水平保持在稳定状态
华润置地	行业的毛利率呈下降的趋势，未来希望通过加强管理、提质增效，在毛利上保持一个高毛利率的水平



续表

龙湖集团	未来随着行业的增速放缓，会回归正常，龙湖今年坚持20%的目标，未来追求2位数的增长，保持毛利率在25-30%
中国金茂	今年毛利率受到各影响比较大，是一个低点，估计可以达到去年的毛利率，随着今后城市运营项目进入结算，毛利率会恢复
中梁控股	毛利率下跌是预期上的，主要由于过去两年地价上升和限价的结果，未来毛利率将稳定在22%-25%左右，未来市场不会火爆，限价不会放松，毛利率会稳定
佳兆业	毛利率维持在往常水准，在30%左右
美的置业	接下来，公司利润率会回归到正常水平，预计未来合理毛利在20-25%，利润在10%
建业地产	随着整个市场往后发展，房地产本身的暴利的年代早已经过去，后面看的就是企业的本身的经营能力，毛利率维持在20%-25%应该是一个合理的区间，企业将力争维持在22%-24%之间
保利置业	随着开发节奏的加快，预期整个毛利率的说也会慢慢出现下降趋势，行业毛利率水平可能会回落在30%左右，集团将保持在行业水平左右
德信中国	受房地产调控政策、土地成本以及建安成本提高等因素的影响，行业利润将面临下行的压力，预期企业毛利率会维持在行业正常水平

数据来源：企业公告、CRIC

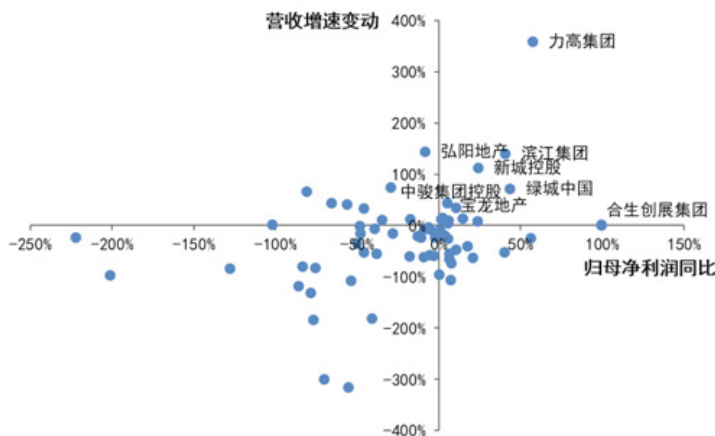
二、近半数房企利润增速、利润率双降，少数企业逆市提升

2020年，在行业利润增速拐点确认、叠加疫情影响下，上半年多数房企营收增速显著放缓、利润规模负增长，盈利指标延续近年趋势继续下行。但同时，在行业整体盈利面临下行压力的大背景下，2020年上半年仍有部分房企实现了利润规模同比增长，利润率水平也保持行业领先。其中以中海、龙湖、旭辉、龙光、雅居乐、宝龙、中骏、合生创展等规模房企为代表的企业盈利表现相对突出。

1、部分房企受益业绩释放，利润规模实现逆势增长（部分略）

2020年上半年，在行业增速放缓、叠加疫情影响下房企竣工、结算延迟，76家行业典型上市房企整体利润规模负增长。整体实现毛利润5769.4亿元，同比下降5.8%；净利润和归母净利润为2551.2亿元和1941.7亿元，分别同比下降12.2%和14.4%。从增速变动情况来看，上半年76家^①典型房企中近七成房企营收增速放缓，近六成房企归母净利润规模同比下行，仅有力高、新城、滨江等16家房企在实现营收增速提升的同时，归母净利润规模实现同比增长。

图：2020年上半年76家典型房企营收增速与归母净利润同比变动



数据来源：公司公告、CRIC

^① 76家典型上市房企证券简称：万科A、大悦城、金融街、金科股份、阳光城、泰禾集团、中南建设、招商蛇口、荣盛发展、滨江集团、保利地产、城建发展、华发股份、华夏幸福、首开股份、金地集团、蓝光发展、绿地控股、信达地产、光明地产、新城控股、北辰实业、金隅集团、迪马股份、中国恒大、碧桂园、融创中国、中国海外发展、华润置地、龙湖集团、世茂集团、中国金茂、旭辉控股集团、正荣地产、中梁控股、富力地产、融信中国、绿城中国、龙光集团、雅居乐集团、远洋集团、佳兆业集团、美的置业、中国奥园、新力控股集团、合景泰富集团、时代中国控股、中骏集团控股、路劲、禹洲集团、建业地产、越秀地产、建发国际集团、宝龙地产、首创置业、弘阳地产、保利置业集团、德信中国、当代置业、花样年控股、景瑞控股、力高集团、瑞安房地产、天誉置业、国瑞置业、朗诗地产、大发地产、合生创展集团、银城国际控股、阳光100中国、港龙集团、正恒国际、三盛控股、佳源国际、北大资源、仁恒置地



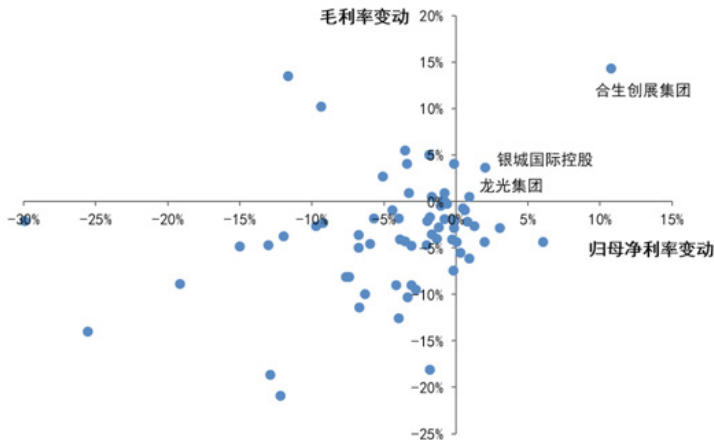
虽然受疫情影响，大部分房企上半年竣工、交付结算规模受限，从而影响到结算收入及利润规模，但76家行业典型房企的具体表现来看，仍有部分房企的结算利润实现同比增长。其中，中南、新城基于高增长长期的业绩开始释放，竣工结算面积的大幅增长带动上半年营业收入同比大幅增长，上半年归母净利润分别同比增长56.2%和23.6%至20.5亿元和32亿元。力高集团、弘阳地产和滨江集团得益于上半年结算收入的量级的跨越，毛利润同比增幅超过100%。

（表略）2020年上半年76家典型房企毛利润及归母净利润TOP10

2、近八成典型房企盈利指标下行，少数企业利润率维持行业高位（部分略）

2020年上半年，在76家行业典型上市房企中，近八成企业利润率呈不同程度下行，其中毛利率、归母净利率下行的房企分别达到55、58家。整体来看，76家典型房企中，净利率中位数10.2%，较去年同期下降4.8个百分点；归母净利率中位数7.2%，同比下降4.2个百分点。

图：2020年上半年76家典型房企毛利率与归母净利率变动



数据来源：企业公告、CRIC

特别关注

虽然总体盈利指标呈下行趋势，但76家典型房企中仍有超半数房企的净利率超过行业平均水平，部分房企毛利率、利润率保持在较高水平。其中，华润置地基于多年来立足一、二线高能级城市的发展战略，资源优质叠加良好的成本管控，尽管上半年净利率较去年同期小幅下滑2.4个百分点至29.5%，但依然维持在行业较高水平。中国金茂凭借城市运营模式获取优质且低价土储，以及健康科技住宅带来的较高产品市场溢价，上半年净利率和归母净利率分别同比提升5.8和6.1个百分点至38.3%和31.2%。

表略：2020年上半年典型76家房企毛利率及净利率TOP10

3、龙光、奥园、中梁等房企ROE水平保持行业领先（略）

三、疫情下多数房企投资物业租金收入降低、销管费率提升

1、合营联营收入：碧桂园、中海合营联营收入最高（略）

2、投资物业重估收益：中海、华润投资物业重估收益规模领先（略）

3、投资物业租金收入：6成房企租金及酒店运营收入同比降低

2020年初，疫情的爆发对房企商业及酒店运营板块影响较为显著。同时，多数房企疫情期间实行部分免租抗疫，也导致了板块收入的同比降低。上半年，典型房企中近6成企业的投资物业租金及酒店运营收入同比降低，同比变动中位数近-5.8%。



其中，华润置地上半年受疫情影响，投资物业租金及酒店运营收入同比下降18.7%至42亿元。大悦城上半年投资物业租金及酒店运营收入也分别同比下降24%和60.7%至20.3亿元和1.7亿元。不过同时，上半年也有部分房企如龙湖、万科、新城，投资物业租金及酒店运营收入实现增长，同比增幅均在25%以上。其中，龙湖上半年在进行租户租金补贴的前提下，投资性物业收入33.6亿元，同比增长30.8%。截至上半年末，龙湖商场已开业商场达到40个，累计开业面积达到387万平方米，整体出租率95%，出租率较期初下降4个百分点但仍属高位。

表：2020年上半年典型房企投资物业租金及酒店运营收入TOP10（亿元）

房企简称	投资物业租金及酒店运营			租金收入/营业收入		毛利率	归母净利率
	1H2019	1H2020	同比变动	1H2019	1H2020		
华润置地	51.7	42.0	-18.7%	11.3%	9.4%	33.5%	25.7%
龙湖集团	25.8	33.6	30.4%	6.7%	6.6%	30.8%	12.4%
万科A	20.9	26.2	25.2%	1.5%	1.8%	31.8%	8.5%
大悦城	31.0	22.0	-29.1%	17.0%	18.0%	44.9%	4.6%
新城控股	17.1	21.7	27.0%	10.0%	5.8%	26.1%	8.5%
中国海外发展	18.1	19.2	6.2%	2.2%	2.2%	30.6%	23.2%
富力地产	39.1	18.6	-52.3%	11.1%	5.5%	29.6%	11.3%
碧桂园	18.7	17.9	-4.3%	0.9%	1.0%	24.3%	7.6%
合生创展集团	13.2	13.3	1.0%	20.7%	13.6%	66.6%	47.5%
世茂房地产	17.2	11.9	-30.9%	3.0%	1.8%	30.2%	8.2%

数据来源：企业公告、CRIC

4、销管费用：45家典型房企销管费率同比提升

销售和管理费用作为房企期间费用的组成部分，直接影响企业当期损益。对应的，我们将销管费率定义为销售及管理费用与期内房企销售操盘金额的比值。销管费率是房企运营成本管控能力的重要体现，销管费用管控能力越强、销管费率越低。

特别关注

2020年受疫情影响房企去化压力较大，二季度线下营销活动增多、企业销售力度加大，76家典型房企中有45家企业的销管费率同比提升，整体销管费率的中位数为4.0%，较去年同期略有提升。从企业来看，2020年上半年房企销管费率继续保持分化。一方面，部分房企如滨江、建发、中海等在规模增长的同时，销管费率保持在行业低位，整体经营成本管控能力较强。另一方面，随着行业竞争加剧叠加疫情影响，中小规模房企面临着更大的项目推广、销售去化压力，上半年销售及运营管控成本也有一定提升。房企如瑞安房地产、北辰、阳光100、合生创展等上半年销管费率较高，达到10%以上。其中，北辰、合生创展的销管费率较去年同期分别明显提升4.4和3.2个百分点。

表：2020年上半年部分典型房企销管费用率

上市公司简称	销管费用		销管费率		同比变动	毛利率	归母净利率
	1H2019	1H2020	1H2019	1H2020			
滨江集团	4.1	5.4	1.01%	1.3%	0.3 pts	36.4%	8.4%
建发国际集团	2.4	4.9	0.94%	1.4%	0.4 pts	21.9%	2.4%
中国海外发展	25.4	26.6	1.57%	1.7%	0.1 pts	30.6%	23.2%
新力控股集团	6.1	6.1	1.80%	1.7%	-0.1 pts	30.2%	9.4%
禹洲集团	5.0	5.7	2.32%	1.9%	-0.5 pts	23.4%	6.9%
招商蛇口	12.1	15.4	1.72%	1.9%	0.2 pts	23.9%	3.8%
保利地产	37.8	37.4	1.84%	1.9%	0.1 pts	35.7%	13.7%
阳光城	18.5	16.5	2.39%	2.1%	-0.3 pts	26.5%	7.1%
正荣地产	8.8	10.0	2.30%	2.1%	-0.2 pts	20.3%	6.0%
绿城中国	20.7	20.7	2.79%	2.3%	-0.5 pts	25.9%	8.8%

注：销管费用率=销售及管理费用/报告期内操盘销售金额

数据来源：CRIC，企业公告



总体来看，2020年上半年，行业整体利润空间持续受到挤压，营收增速显著放缓、利润规模负增长、各项利润率指标进一步下行。当前，在行业增速放缓以及政策调控下，房企在拿地以及融资端的成本压力持续，经营利润空间长期来看仍然承压。这样的背景下，如何提升成本控制能力、经营管理效率、加强自身的产品打造实力，提质增效成为行业共识。

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。

「 目录
导览 」

一、行业整体营收增速显著放缓，盈利指标延续下行趋势

- 1、疫情影响下营收增速创历年最低，利润规模负增长
- 2、盈利指标全面下行，毛利率、净利率降至2015年水平
- 3、房企普遍认同毛利率下行趋势，未来更加考验经营能力

二、近半数房企利润增速、利润率双降，少数企业逆市提升

- 1、部分房企受益业绩释放，利润规模实现逆势增长
- 2、近8成典型房企盈利指标下行，少数企业利润率维持行业高位
- 3、龙光、奥园、中梁等房企ROE水平保持行业领先

三、疫情下多数房企投资物业租金收入降低、销管费率提升

- 1、合营联营收入：碧桂园、中海合营联营收入最高
- 2、投资物业重估收益：中海、华润投资物业重估收益规模领先
- 3、投资物业租金收入：6成房企租金及酒店运营收入同比降低
- 4、销管费用：45家典型房企销管费率同比提升



「净负债率反弹，三条红线加大房企融资压力」

研究员/房玲、易天宇、洪宇桁

由于偿债潮的到来以及疫情对销售回款的影响，上半年末179家上市房企整体现金持有量较年初增长了2.31%至33218亿元，增速达到了近五年最低；同时总有息负债较年初则增加了6.64%至84165亿元，净负债率较年初提高了4.45个百分点至87.86%，结束了连续三年的下降趋势。各企业之间表现不一，超过六成企业的净负债率有所上升，也有部分高杠杆房企在降杠杆、优化财务结构方面的取得了一定的效果。

为了控制房地产企业有息债务增长，8月20日，住房和城乡建设部、人民银行召开了重点房地产企业座谈会，提出了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，即之前传出的“三条红线”，包括剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、现金短债比小于1倍。根据“三条红线”触线情况的不同，将房地产企业分为“红、橙、黄、绿”四档，限制其有息负债增速。从2020中报数据来看，76家重点上市房企中触及三条红线的红档企业有16家，未来这些企业降负债的压力较大。

而在融资成本方面，由于整体融资环境持续保持收紧态势，2020上半年房企的平均融资成本继续上升。76家典型上市房企的平均融资成本相较于年初提高了0.21个百分点至7.27%。这主要是由于境内外的融资环境都持续收紧，同时疫情对资金链的影响也迫使部分企业加大融资，因此上半年虽然超过50%的企业融资成本有所下降，但是由于部分中小

特别关注

企业融资成本基本保持在高位，再加上原有低成本的公司债在上半年陆续到期，因而整体的融资成本也只能水涨船高。

表：2018-2020上半年179家房企整体财务指标（单位：亿元）

财务指标	2018年	2019年	1H2020	较期初变动
现金	29152	32466	33218	2.31%
总有息负债	69463	78923	84165	6.64%
净负债率（永续 债作权益）	87.91%	83.41%	87.86%	4.45pts
现金短债比	1.28	1.19	1.11	-0.07
长短期债务比	2.05	1.88	1.82	-0.06
融资成本*	6.77%	7.06%	7.27%	0.21pts

数据来源：企业业绩报告，CRIC整理

注：2020年港币统一以0.9134进行换算，融资成本为76家典型上市房企数据算数平均

一、现金持有量增幅近五年来最低，近半房企现金减少

2019年上半年末，179家上市房企的现金持有量为33218亿元，较期初增长2.31%。其中76家重点房企的现金持有量为29437亿元，较期初增长2.13%，增速均为近五年来最低。76家房企的现金总量占比88.62%，较期初略微降低了0.18个百分点。截至2020年中，现金持有量超500亿元的有17家，相比于年初增加1家。整体来看，规模房企在持有现金方面有依然有较大优势。



表：2020上半年179家房企持有现金超过500亿的企业（单位：亿元）

企业	1H2020现金	2019年现金	较期初变动
碧桂园	2055	2683	-23.41%
中国恒大	2046	2288	-10.55%
万科地产	1943	1662	16.91%
保利发展	1257	1394	-9.82%
融创中国	1209	1257	-3.88%
中海地产	1114	954	16.70%
绿地控股	873	889	-1.85%
龙湖集团	784	610	28.62%
世茂房地产	699	596	17.27%
中国奥园	694	681	2.03%
新城控股	650	639	1.65%
招商蛇口	648	753	-13.93%
绿城中国	628	519	21.11%
华润置地	609	637	-4.35%
旭辉集团	594	576	3.00%
合景泰富	544	567	-4.04%
金地集团	501	451	10.91%

数据来源：企业业绩报告，CRIC整理

1、疫情影响下仍有55%房企现金增长

从各梯队看，持有现金量跟房企规模大体成正比，TOP10房企仍拥有着绝对的领先地位。从增速来看，TOP10房企的现金持有量相比于年初减少了4.2%，是唯一一个现金减少的梯队。此外，TOP51-100的房企现金增幅最为显著达到11.49%。在房企更加重视“现金为王”加大回款力度的背景下，增加持有现金维持资金链稳定成为了行业共识，上半年虽然受疫情影响，但是仍然有近55%的房企持有现金有不同程度的增加；76家重点企业中现金增长的企业占比更高，达63.2%，然而仅有4家持有现金的增幅大于50%。随着行业进入存量时代，房企之间的竞争加剧，持有更多的现金对于企业而言也就意味着更多的机会以及空间。

表：2020上半年各梯队房企现金变化

2019企业排名	2019	1H2020	较期初变动
TOP10	13001	12455	-4.20%
TOP11-30	8064	8678	7.61%
TOP31-50	4164	4302	3.31%
TOP51-100	3469	3868	11.49%
TOP101-200	1778	1787	0.51%
TOP200+	1990	2128	6.93%
合计	32466	33218	2.31%

数据来源：企业业绩报告，CRIC整理

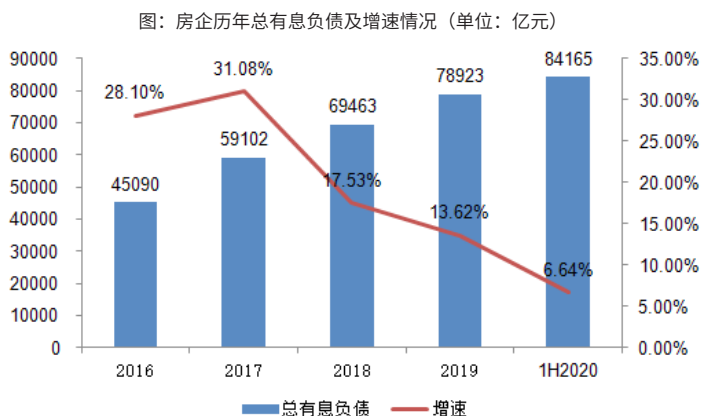
2、中小规模重点房企现金增幅较大（略）

3、碧桂园、保利等规模房企持有现金减少（略）

二、房企总有息债增长6.64%，短期偿债压力加大

截至2020年中，179家房企总有息负债规模为84165亿元，较期初增长了6.64%。其中，76家重点房企总有息负债72913亿元，较期初增长6.18%，占比则相较期初降低了0.38个百分点至86.63%。

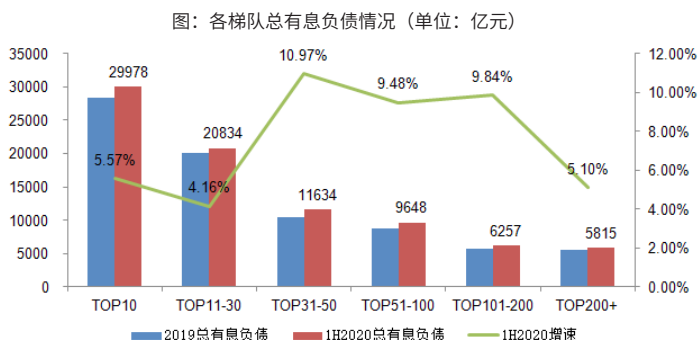
整体来看，上半年房企总有息负债增长的主要原因在于一月份房企由于融资额度较多而加大了融资力度，此后随着疫情的到来给房企的资金链带来了压力，因此继续增加短期融资成为部分房企的选择。然而由于政府对于房企的融资环境继续维持着较严的监管力度，因此大部分房企有意控制负债、降低杠杆，因此总有息负债的增速继续有所下降。在8月份政府提出房企融资“三个红线”提出之后，预计未来的负债增速仍0将低位运行。



数据来源：企业业绩报告，CRIC整理

4、各梯队房企总有息负债增幅基本都在10%以下

从房企各梯队的表现来看，上半年各个梯队的总有息负债相对于年初的增幅都相对较低且较为均衡，最高的是TOP31-50房企的10.97%，最低的是TOP11-30房企的4.16%。可以看出，上半年各梯队房企都没有大举增加负债，但是由于疫情停工给房企的资金链带来了较大的压力，因此为了企业的平稳发展各梯队房企都略微增加了负债规模，增幅不大且较为均衡。



5、83%重点上市房企总有息负债有所增加（略）

6、偿债潮+疫情影响回款令房企现金短债比略有下降（部分略）

从负债期限的结构来看，2020年中179家房企的短期有息负债为29873亿元，同比增长9.15%，其中76家重点房企为25528亿元，较期初增长8.84%；179家房企长期有息负债为54292亿元，同比增长5.31%，其中76家重点房企为47385亿元，较期初增长4.8%。短期债务增长速度明显较高，主要原因除了偿债潮的到来之外，上半年疫情影响回款促使企业增加短期融资也是一个原因。由于短期负债的增幅大大高过现金增幅，因此2020年中179家房企现金短债比的加权平均值相较于年初下降了0.07至1.11。但是整体来看，房企持有现金仍能覆盖短债，流动性以及短期偿债压力还在可控范围内，偿债风险仍然不是很大。

从企业梯队来看，除了TOP11-30房企之外各梯队房企的现金短债比都有不同程度的降低，可见疫情及偿债潮带来的影响基本波及了所有房企。而由于TOP11-30房企中部分企业大幅优化了财务状况，因此该梯队房企的现金短债比反而有所提升。值得注意的是，TOP100以外的企业的



现金短债比在低于1的情况下还在继续降低，未来有可能爆发债务危机。

表：各梯队现金短债比情况

梯队	2019年	1H2020	较期初变动
TOP10	1.27	1.16	-0.11
TOP11-30	1.21	1.22	0.01
TOP31-50	1.23	1.05	-0.18
TOP51-100	1.19	1.19	-0.003
TOP101-200	0.97	0.83	-0.14
TOP200+	0.85	0.84	-0.01
整体平均	1.19	1.11	-0.07

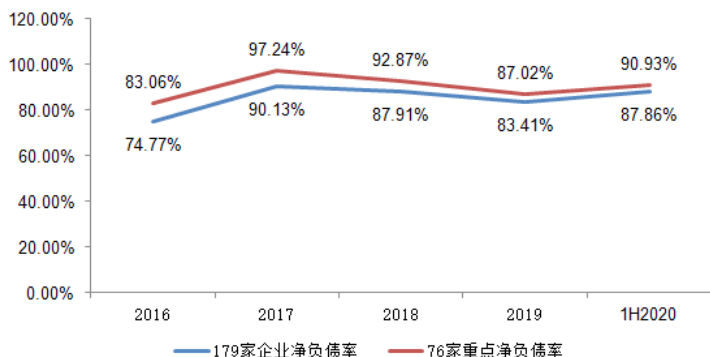
数据来源：企业业绩报告，CRIC整理

三、整体净负债率反弹，超六成企业净负债率有所上升

1、净负债率连续三年下降后再次反弹

2020年中179家房企的加权净负债率（永续债作为权益）约为87.86%，较年初提高了4.45个百分点，63.7%的企业净负债率上涨。其中76家重点房企的加权净负债率为90.93%，较年初提高了3.91个百分点，两个指标均结束了连续三年的下降趋势，净负债率上涨的企业占比为63.2%。主要是由于2020年中179家房企的总有息负债规模相比于年初增长了6.64%，而2020上半年房企总权益仅增长了4.11%，同时由于上半年疫情+偿债潮的影响令房企现金仅增长了2.31%，因此总有息负债的规模增长相对而言更加显著，从而令净负债率相对于年初有所提高。

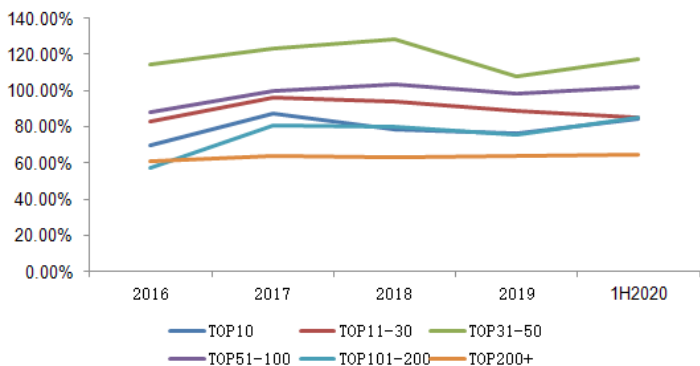
图：179家上市房企和76家重点房企历年净负债率



数据来源：企业业绩报告，CRIC整理

从各梯队的企业表现来看，2020年中TOP11-30的房企净负债率（加权平均）为85.48%，相比于年初降低了3.37个百分点，是唯一一个净负债率降低的梯队，主要是因为处于该梯队的传统高杠杆企业积极调整负债水平、降杠杆，从而使得整个梯队的净负债率有所降低。

图：各梯队房企2016-2020上半年平均净负债率情况



数据来源：企业业绩报告，CRIC整理



2、部分龙头房企尤其是央企的净负债率保持较低水平（略）

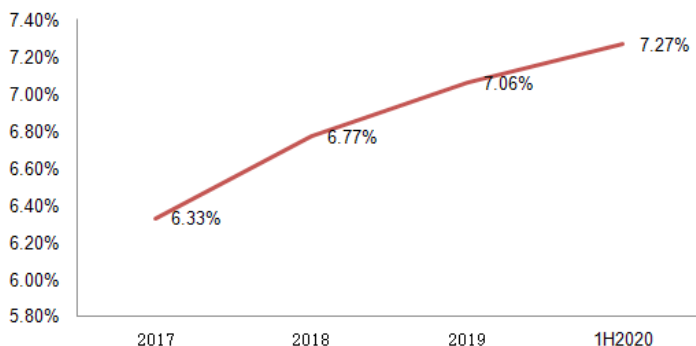
3、超过六成房企净负债率有所上升（略）

四、融资成本持续涨至7.27%，企业分化更加明显

2020年上半年，房企融资环境整体仍未出现放松，76家重点房企的融资成本较年初增长了0.21个百分点至7.27%。与此同时，房企两极分化现象明显，部分中小房企的融资成本水涨船高，然而还有一半的房企的融资成本出现了同比下降，这类企业多为规模房企。

上半年在新冠肺炎疫情以及中美贸易战加剧等因素之下，国家加大了宏观调节力度；强调积极的财政政策，提出适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模；并指出稳健的货币政策要更加灵活适度，要运用降准、降息、再贷款等手段，强化预期引导，提供充足流动性，引导市场利率下行。下半年，房企更应抓住货币政策逆周期调节窗口，积极展开债务置换，挖掘融资渠道，从而使融资成本得到进一步下降。

图：2017-1H2020年76家典型房企平均融资成本



数据来源：企业业绩报告，CRIC整理

1、国企央企及龙头民企成本持续维持低位（略）

2、企业分化，积极扩张房企成本增幅最大

五、三条红线下91%房企需改善负债，16家红档企业压力加大

2020年8月13日，有相关报道称，对于房企债务的融资管理政策，将以“三条红线”为标准，包含的三条红线分别为：红线1剔除预收款后的资产负债率大于70%；红线2净负债率大于100%；红线3现金短债比小于1倍。根据三条红线触线情况的不同，将房地产企业分为“红、橙、黄、绿”四档：其中红档企业（三项指标全部过线），其有息负债不得增加；橙档企业（两项指标过线），有息负债规模年增速不得超过5%；黄档企业（只有一项指标过线），有息负债规模年增速可放宽至10%；



绿档企业（全部指标符合监管层要求），则有息负债规模年增速可放宽至15%。

此后8月20日，住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，再度强化了融资政策收紧的预期，尽管公布的相关信息较为有限，但对融资实施强监管的信号十分明确，从侧面也相对印证了此前的“三条红线”政策。

我们对76家重点上市房企数据进行梳理，整体来看，76家房企现金短债比的算数平均值为1.44，中位数为1.29，均能达标；但从净负债率和剔除预收款后的资产负债率来看，76家净负债率的算数平均值达到了128%，而资产负债率无论是算术平均还是中位数都均超70%。

表：2020年上半年76家房企三个红线指标情况

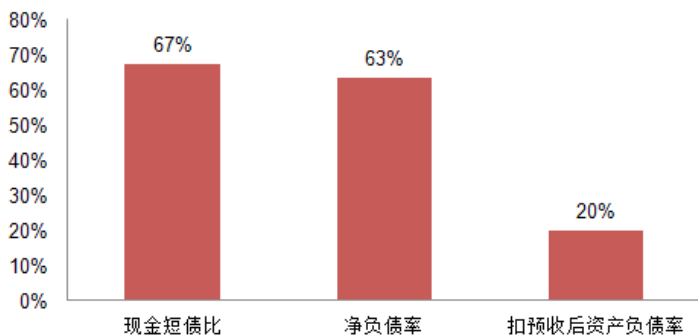
指标	现金短债比	净负债率	扣预收后资产负债率
76家平均值	1.44	127.82%	75.13%
76家中位数	1.29	85.06%	75.08%
红线指标	1.00	100.00%	70.00%

注：扣预收后资产负债率=（总负债-预收款）/（总资产-预收款）

数据来源：企业业绩报告，CRIC整理

从76家房企在三个指标上的通过率来看，现金短债比的通过率最高，达到了67%，有51家房企顺利达标；此外净负债率也同样较高，通过率达到了63%。值得警惕的是，剔除预收款后的资产负债率，通过率仅有20%，即15家企业通过。相信随着三大红线政策指标的提出，剔除预收款后资产负债率指标将得到足够重视，该指标未来的通过率或有望提升。

图：2020年上半年76家房企三个红线指标通过率情况



数据来源：企业业绩报告，CRIC整理

从不同的颜色档次来看，超过一半的房企集中在黄档，即仅有一项指标过线，部分企业仅仅是踩线，年前调整压力不大；而绿档房企仅有7家，多为央企国企及优质民企；此外红档企业也到了16家，占比21%，对于这类企业而言，年前要全部达标压力较大，建议逐步改善财务指标，向绿档靠拢。

- 1、绿档企业仅7家，主要以央企国企为主（略）
- 2、黄档企业占比过半，多数房企指标压力不大（略）
- 3、橙档企业共有13家，年前达标具有一定压力（略）
- 4、红档企业共有16家，有待多管齐下逐步改善（略）



六、总结

总的来看，2020年上半年房企整体偿债指标都在走弱，虽然整体风险可控，但是偿债压力和融资成本都在加大，三条红线政策虽然还未正式落地，但由于其对房企融资规模进行直接限制，可谓是对房地产行业融资模式的一种颠覆。

在本次新规之下，上半年76家房企中约有91%房企未能达标，尤其是剔除预收款后的资产负债率通过率仅达20%，这也意味着下半年将有更多房企将重视起其资产负债率指标，预计截至2020年底多数房企都能顺利达标。但对于橙档或是红档房企而言，要在年前达标挑战较大，而这次新规的颁布无疑将会进一步拉大差距，高杠杆高负债的运作模式将无法持续。在此背景下，对于那些财务健康、现金充足的房企而言，将拥有更多购地机遇，兼并收购也将愈加激烈。

在三条红线政策下，预计下半年房企联合开发力度更加加大，更多房企将通过增加少数股东权益的方式通过红线指标；与此同时明股实债、增发配股、永续债发行等现象也会增多。但通过增加权益并不能真正降低控制负债规模，未来房企还得从加强销售回款出发，不断提升运营效率，提高盈利水平，以加强自身回血能力。

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。

「 目录 导览 」

一、现金持有量增幅近五年来最低，近半房企现金减少

- 1、疫情影响下仍有55%房企现金增长
- 2、中小规模重点房企现金增幅较大
- 3、碧桂园、保利等规模房企持有现金减少

二、房企总有息债增长6.64%，短期偿债压力加大

- 1、各梯队房企总有息负债增幅基本都在10%以下
- 2、83%重点上市房企总有息负债有所增加
- 3、偿债潮+疫情影响回款令房企现金短债比略有下降

三、整体净负债率反弹，超六成企业净负债率有所上升

- 1、净负债率连续三年下降后再次反弹
- 2、部分龙头房企尤其是央企的净负债率保持较低水平
- 3、超过六成房企净负债率有所上升

四、融资成本持续涨至7.27%，企业分化更加明显

- 1、国企央企及龙头民企成本持续维持低位
- 2、企业分化，积极扩张房企成本增幅最大



五、三条红线下91%房企需改善负债，16家红档企业压力加大

- 1、绿档企业仅7家，主要以央企国企为主
- 2、黄档企业占比过半，多数房企指标压力不大
- 3、橙档企业共有13家，年前达标具有一定压力
- 4、红档企业共有16家，有待多管齐下逐步改善

六、总结

「存货周转率下滑，现房去化持续收效」

研究员/沈晓玲、汪维文、齐瑞琳、查明仪

一、存货增速持续三年收窄，36家存货规模超千亿

1、存货规模持续提升，但增速仍在收窄

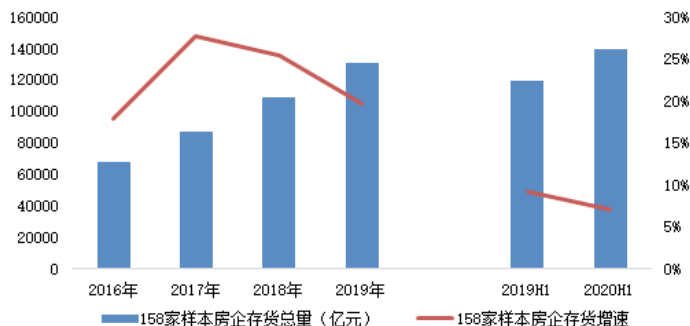
房企存货一般按地产相关存货、非地产存货分类，其中地产相关存货包括已完工开发产品、在建开发产品和拟开发产品，房企的存货规模能够直观反映出目前可供企业发展的资源。其中已完工开发产品是指已建成、待出售的物业；在建开发产品是指尚未建成、以出售为目的的物业；拟开发产品是指所购入、已决定将之发展为地产开发产品的土地。存货按照成本进行初始计量，地产相关存货成本含土地成本、建安成本和其他成本，符合资本化条件的借款费用，计入房地产开发产品成本。

房企存货规模提升，但近三年增速持续收窄。截至2020年上半年末，179家样本房企的存货规模达14.5万亿元，较年初上涨7.3%，比上年同期增幅下降1.5个百分点。其中76家重点监测房企存货规模较年初上涨7.5%，增幅较去年同期下降1.9个百分点。从占比来看，76家重点监测房企存货总量占179家房企存货总量的88.9%，集中度高。从单房企的存货规模来看，上半年36家房企存货规模超过1000亿元，较年初增加了4家。一季度疫情带来的不确定性及近期融资环境的收紧，房企拿地普遍



较为谨慎，且开、竣工进度受到一定程度的影响，房企的存货规模虽仍有所上升，但存货增速进一步收窄。

图：样本房企2016-2020上半年存货总量及存货增速



注：179家重点监测房企中共有158家2016年-2020上半年都有存货总量数据

数据来源：企业年报、CRIC

强者恒强在存货中同样体现，梯队内竞争激烈。179家样本房企平均增速为7.3%，我们以百强为分界点，百强内房企存货总量增速更快，而TOP100开外的房企获取资源的能力较差，上半年存货总量增速较期初仅上升3.0%。从百强内各梯队来看，除TOP10增速不及均值，其他各梯队均保持较高的增速。主要是TOP房企本身存货规模体量较大，且头部房企有意调整结构，如TOP3中恒大和万科的存货总量增幅都较上年同期有所下降。其他梯队百强房企则呈现增速的轮动效果，TOP11-30强和TOP31-50强房企前两年存货增速较快，而TOP50-100的房企今年增速达到11.1%。综上可以看出总体来看房企存货规模方面也存在“强者恒强”的局面，但是梯队内仍你追我赶积极补仓扩规模。

TOP3房企存货规模绝对领先，格局将持续维持。存货规模TOP3房企仍为恒大、碧桂园、万科三家，TOP3房企的存货规模较年初增长了7.2%，较去年同期上升了1个百分点。其中第三名万科的存货规模已经

特别关注

超过9000亿元，3家房企的存货总额就占了179家房企整体22.8%，接近四分之一的体量。综上可以看出，TOP3和TOP20的存货规模门槛和集中度仍在进一步升高，尤其是TOP3房企，第三名的万科存货总量超第四名绿地接近3000亿元，规模优势凸显，碧恒万三家稳居前3的态势将仍持续一段时间。

表：2018-2020上半年各梯队房企存货总量及变动情况（单位：亿元）

2020H1 企业排名	2020H1 存货总量	2019H1存 货总量	2019年 存货总量	2018年 存货总量	2020H1 较期初增长	与2019H1 增幅变化
TOP10	66280	54633	62204	50319	6.6%	-2.0pts
TOP11-30	30043	24898	27615	21758	8.8%	-5.6pts
TOP31-50	17155	15294	15648	13547	9.6%	-3.3pts
TOP51-100	13496	11424	12145	10595	11.1%	3.3pts
TOP101+	17554	16412	17040	15998	3.0%	0.4pts
76家典型企业	129061	107998	120008	98683	7.5%	-1.9pts
179家样本企业	145171	122713	135296	112761	7.3%	-1.5pts

数据来源：企业年报、CRIC

2、拓展土储支撑销售规模是企业存货上涨的主因（略）

3、土储充裕或控杠杆调结构，近三成房企存货微降（略）

二、疫情影响开竣工节奏，存货周转率阶段性下降

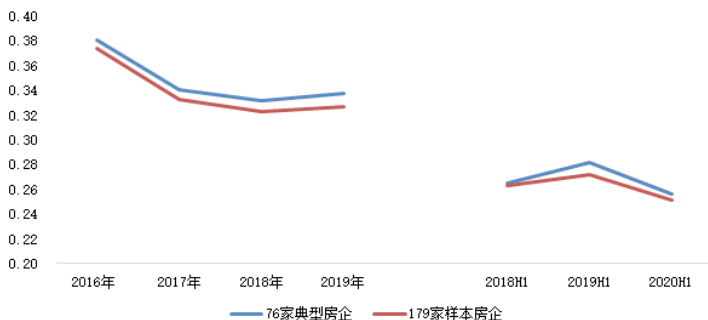
1、周转率同比下降0.02，TOP10房企运营效率最佳

截止至2020年上半年底，179家样本房企的存货总量达14.5亿元，较年初增长7.3%；存货周转次数为0.25次，同比下降0.02次，降幅明显。其中，76家重点监测房企的存货总额达到12.9亿元，较年初增长7.5%；存货周转次数为0.26次，同比下降0.02次。为了方便对比，我们统一将半年度存货周转率年化处理。



房企上半年竣工交付力度普遍较小，叠加疫情影响使得房企上半年存货周转率有明显下降。对于房地产行业而言，多数房企在上半年的结转交付都比较慢，因此以半年度的视角来看，出现存货周转率相较于去年全年下降的情况较为普遍。为了排除这种结转节奏的影响，我们将20年上半年数据与19年和18年同期进行同比，可以发现，由于疫情原因，房企的开工与施工进度被推迟，尽管经济生活逐步恢复以后，企业开始追赶工期，但是整体来看房企的存货周转率仍出现了较为明显下滑。2020年上半年76家重点房企的存货周转率为0.26，相较于2019年上半年下降0.02。

图：2016-2020H1 76家典型房企及179家样本企业平均存货周转次数



注：因部分房企缺少数据，典型企业2016年为66家平均，2017年为74家，2018年至2020H1为76家。样本企业2016年为158家平均，2017年为174家，2018年为176家，2019年至2020年上半年为179家

数据来源：企业年报、CRIC

房企的存货周转速度和规模呈正相关，TOP10房企优势明显。根据克而瑞《2020上半年中国房地产企业销售TOP200排行榜》的全口径排名数据，我们对各个梯队房企以及76家典型房企、179家样本房企的情况作了对比，可以很直观的看到，各梯队之间呈现和规模正相关的分化，规模越大的房企，存货周转率越高，TOP10房企的存货周转率处于行业领先地位。由于TOP10房企存货周转率下滑较多，这一优势有所缩

特别关注

小，我们认为这一缩小主要是由于上半年工期受疫情影响而缩短，因此为阶段性表现，全年来看规模房企在存货周转上仍会有较大领先。

表：房企分梯队存货周转率及变动

2020H1企业排名	20H1存货周转率	19H1存货周转率	较19H1变化
top10	0.28	0.31	-0.03
top11-30	0.26	0.26	-0.01
top31-50	0.24	0.24	0.01
top50-100	0.22	0.22	-0.01
top101-200	0.15	0.19	-0.04
top200+	0.20	0.24	-0.04
76家典型企业	0.26	0.28	-0.02
179家样本企业	0.25	0.27	-0.02

备注：全口径金额数据来自克而瑞《2020上半年中国房地产企业销售TOP200排行榜》

数据来源：企业年报、CRIC

2、控存货赶工期，恒大、佳兆业表现优异（略）

3、工期受阻竣工减少，合生创展等依然面临挑战（略）

三、营销端持续发力，现房库存占比持续走低

1、管控效果持续显现，现房库存占比连续4年下降

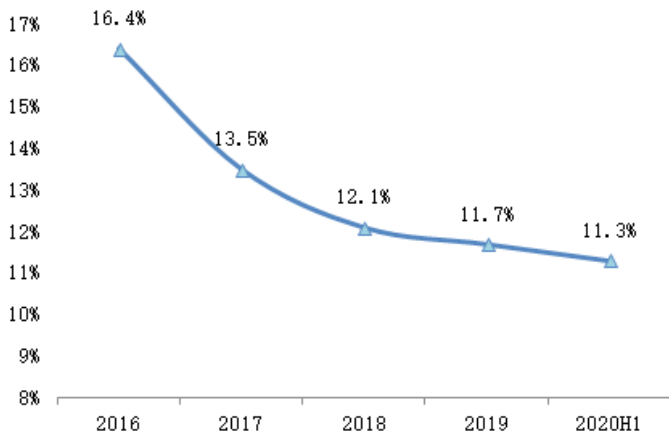
由于房地产销售有其特殊的预售制度，所以一般项目在未竣工之前均已进入销售且陆续实现售罄，在竣工后再进行交付结转。疫情之下，房企为了保证经营数据的稳定性，相比以往更加注重竣工与交付的连续性，意味着现房中的已售未结部分影响变小，大部分现房是仍未形成合约的、去化存在困难的物业。这部分现房占用着部分无法及时变现的资



金，影响资金周转同时加重了去化压力。故我们通过研究现房库存占比，来了解企业面临的去化压力，同时分析背后的销售结构和运营模式以提出建议。

现房库存占比连续4年下降，企业库存去化压力进一步减小。截止目前，重点监测的76家房企中，共有65家房企披露了2020年上半年存货明细。这65家重点监测房企的现房库存总量为1.3万亿元，相比2019年的1.21万亿元上升了3.6%。现房存货总量增长幅度小于存货总量增长幅度，因此平均现房存货占比进一步下降0.4个百分点至11.3%。虽现房存货占比降幅有所缩窄，但延续了近几年下降的趋势。整体来看，企业的去化能力得到提升，库存压力得到缓解。

图：2016-2020上半年65家重点监测房企现房存货占比



数据来源：企业年报、CRIC

TOP10房企去库存效果最明显，TOP30房企现房占比均值低于重点监测房企平均水平。分房企梯队来看，各梯队的现房占比均值都实现了

特别关注

不同程度的下降，其中TOP10房企降幅最明显，达0.7个百分点，高于65家重点监测房企0.3个百分点的降幅。除此之外，TOP30房企现房占比均值低于重点监测房企平均水平，且以排名30的房企为分界线，现房占比梯队均值出现了明显的上涨，从约10%跳到了14%-16%。这说明尽管TOP30的规模房企依然通过招拍挂、收并购等方式积极补充库存，但是凭借存货周转次数的提高，区域结构的优化以及有效消化了较多的现房，更加明显地减缓了库存压力。比如，2019年现房库存占比高于重点监测房企均值的旭辉在2020年上半年库存消化明显，现房库存总量较期初下降28.8%，现房占比下降至均值之下。

表：房企分梯队现房库存占比及变动

2020H1企业排名	2020H1	2019	较期初变动
TOP10	9.9%	10.6%	-0.7pts
TOP11-30	10.0%	10.1%	-0.1pts
TOP31-50	14.2%	14.3%	-0.1pts
TOP50+	15.5%	15.8%	-0.3pts
65家重点监测房企均值	11.3%	11.7%	-0.4pts

备注：76家重点监测房企中，65家公布存货明细

数据来源：企业公布、CRIC

2、去化承压或结转延迟，15%房企现房占比仍超二成（略）

3、把控交付节奏、积极营销，金茂、旭辉现房去化效果好（略）

四、积极赶工，但追平去年仍需努力

总体来说，上半年疫情对房地产市场造成了短期的影响，主要是在周转方面。179家样本房企存货总量虽然仍然保持上涨趋势但是增速再度



收窄约1.5个百分点；现房库存情况持续优化，76家典型企业现房库存占比连续四年保持下降趋势；存货周转率受到工期影响出现下滑。目前房企仍在赶工，积极应对这一问题，拉长至全年来看，疫情影响会持续减弱。

结合政策环境以及市场走势，我们对2020下半年房企存货管控提出展望：

1) “三道红线”政策逐步出台，叠加土地市场政策调控升级，拿地放缓将带动存货总量增速放缓。下半年最受市场关注的热点之一当属“三道红线”政策，这一政策主要是加强对融资和债务的管控，在新的政策框架下，部分债务压力较大房企将会持续加强库存去化，同时缩减投资力度。而针对上半年土地市场较热的情况，南京，广州南沙等多地已出台政策加强管控，从CRIC检测的土地市场数据来看，典型房企在7-8月的投资出现了明显的收缩，预期下半年房企土地投资也将保持审慎态度。因此在土地投资放缓和房企债务管控升级的大环境下，我们预期全年房企存货总量增速相比2019年会有明显下滑。

2) 房企下半年将积极赶工提升交付，全年来看存货周转率要达到去年水平难度不小。虽然从上半年来看，房企的存货周转率出现了明显的下降，但是全年来看，通过下半年追赶工期，房企仍有望达到去年同期的存货周转水平。首先，下半年本就为房地产行业预售和竣工的高峰期，如果说上半年不足以完全追回疫情影响的工期，那么拉长至全年来看疫情对工期的影响进一步减小，随着企业竣工量的上升，下半年交付结转速度将会加快。第二，按照房企存货总量增速今年三年持续下降的趋势及变动幅度，我们预估20年179家样本房企的存货总量增速大约在16%左右，若要达到19年的0.33的库存周转水平，全年房企营业成本增速需达到17.0%。而上半年房企营业成本增速为12.4%，所以全年来看

如果积极赶工存货周转率会有修复，但想要追平2019年的周转水平还是存在一定的难度。

3) 企业去库存效果显现，现房库存占比持续优化，全年将维持在这一水平。从年中数据来看，房企现房库存占比相较期初再度下降0.4个百分点至11.3%，这是连续第四年房企现房库存占比下降，企业去库存效果持续显现。这一数据的改善得益于房企流畅的结转以及持续扩大的营销力度，上半年房企通过打折去化，特价房，直播带货等多种方式持续在营销端发力。不过房企项目竣工和取得交付许可之间存在一定的时间差，因此11%左右的现房占比已经属于较优水准。展望全年我们认为企业现房库存占比将维持在这一的水平。

本文为报告节选版，如需查阅全本报告，请联系我们。



「 目录 导览 」

一、存货增速持续三年收窄，36家存货规模超千亿

- 1、存货规模持续提升，但增速仍在收窄
- 2、拓展土储支撑销售规模是企业存货上涨的主因
- 3、土储充裕或控杠杆调结构，近三成房企存货微降

二、疫情影响开竣工节奏，存货周转率阶段性下降

- 1、周转率同比下降0.02，TOP10房企营运效率最佳
- 2、控存货赶工期，恒大、佳兆业表现优异
- 3、工期受阻竣工减少，合生创展等依然面临挑战

三、营销端持续发力，现房库存占比持续走低

- 1、管控效果持续显现，现房库存占比连续4年下降
- 2、去化承压或结转延迟，15%房企现房占比仍超二成
- 3、把控交付节奏、积极营销，金茂、旭辉现房去化效果好

四、总结：积极赶工，但追平去年仍需努力

伍

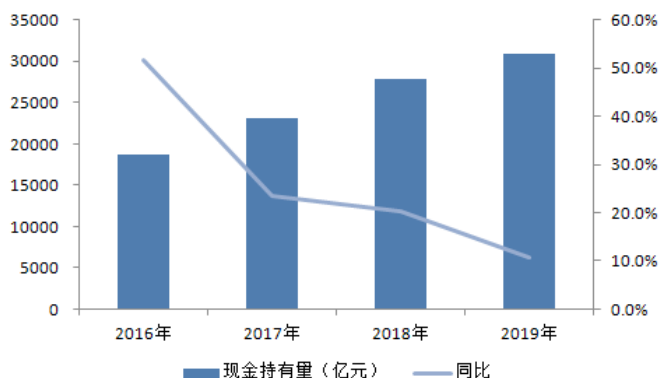
企业纵深

「从现金流量表看近五年房企发展与分化」

研究员/房玲、羊代红、洪宇桁

2019年末105家典型房企的现金持有量为30913亿元，同比增长10.8%，持续创历史新高，主要由于房企规模的持续增大使得现金存量仍实现较大的增长。但值得注意的是，随着近几年但由于行业增速放缓，房企的现金持有量的增速正逐年下降。房企期内现金的变化，主要受以下三个指标变化的影响：经营性现金流、投资性现金流、筹资性现金流。

图：105家典型房企2016-2019年现金持有量及同比情况

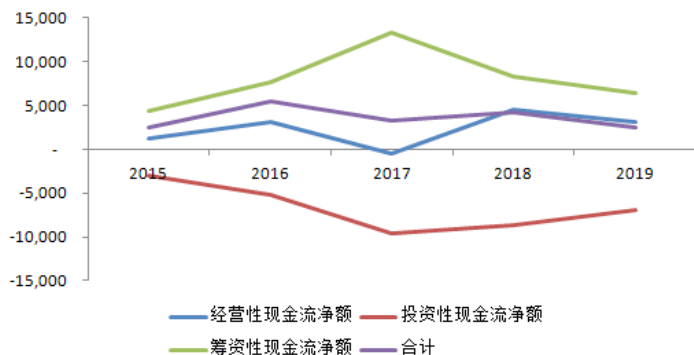


数据来源：企业公告、CRIC整理



2019年现金存量增速下降，主要在于经营性现金流减少，投资性现金流净流出收窄，筹资性现金流下降。受全国棚改化的影响，房企自2016年开始发展迅速，房企间的合作现象也越来越频繁，现金流量表三项指标出现较大的增长，到2017年的时候迎来了增长高峰，2017年经营性现金流净额出现负值，2017年房地产投资开发进入白热化阶段，房企拿地投资力度大于其销售回款力度，同时投资性现金流净额及筹资性现金流净额均达到历史高峰，房企合作现象持续增多，房企筹资性现金流净额首次超过万亿元。2018年随着调控效果的显现，加上房地产增速放缓，房企的发展逐步回归理性，加上房企偿债潮的到来，为防风险房企筹资性现金流净额逐年减少，投资性现金流净额绝对值也收窄。

图：房企现金流量表三大板块指标历年表现



数据来源：公司公告、CRIC整理

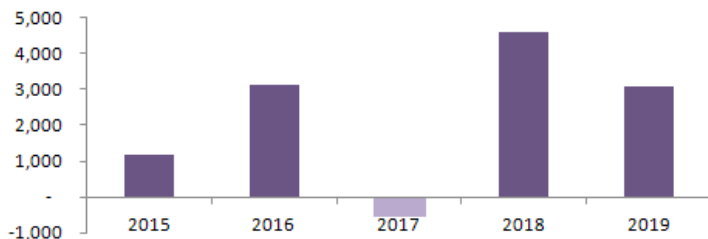
一、调控下房企强抓销售回款，促经营性现金流回正抵御风险

1、调控结果逐步显现，房企加大经营性现金流回正

我们可以通过经营性现金流窥探房企的业务经营的状况及质量，但目前港股和A股房企的经营性现金流净额记录方法有所不同，A股主要按实际发生项记录，而港股采取间接法，通过合并利润表和资产负债表之间的勾结关系进行调整得出。综合来看，销售回款及投资开发是衡量房企的经营性现金流净额变化重要组成部分。

由房企的历年的经营性现金流净额来看，随着房企2016年销售规模的飞速发展，2016年房企经营性现金流净额同比大幅增长166%，2017年为-510亿元，彼时房企在销售持续增长的同时，由于前期棚改化消化了部分内存，土储减少加上房企资金流动性增强，投资力度空前，经营性现金流流出大于流入。2018年流入出现较大的反弹，主要在于前期房地产调控效果开始显现，房企通过加大销售回款力度等促进经营性现金流回正。从房企的经营性现金流净额梯队表现情况来看，TOP10房企的经营性现金流是唯一五年为正的梯队，且近两年手握大量经营性现金流结余的现金。

图：房企经营性现金流历年表现（单位：亿元）



数据来源：企业公告、CRIC整理



- 2、经营性现金流净额为负企业下降，12家房企连续三年为负需警惕（略）
- 3、投资开发增速或因表外投资增多而下降，促进经营性现金流回正（略）

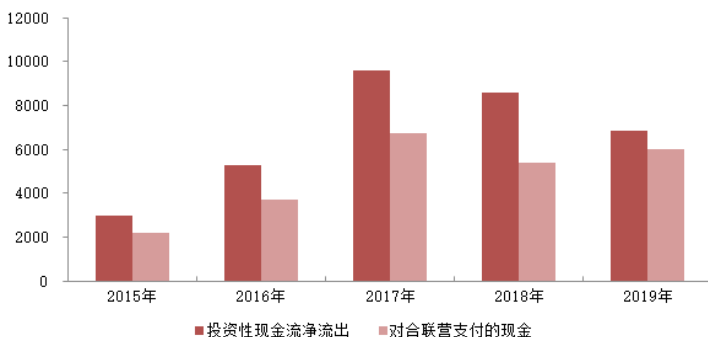
二、房企自2017年起逐年减少投资性现金流净流出

1、合作项目产生收益是投资性现金流净流出逐年减少主要原因

由于近年来房企规模扩张的加速，房企之间的合作变得越来越频繁，因此带来了大量的合联营非并表项目，这就使得房企的经营性现金流中有部分投资开发的支出转移至投资性现金流中对合联营企业的投资。近年来对合联营项目企业的投资以及所得是房企投资性现金流的主要组成部分。

从105家典型房企历年来的投资性现金流净额来看，净额流出自从2017年之后2018年和2019年都呈现逐年递减的趋势。然而值得注意的是，在对合联营企业支付的现金方面，在2017年的峰值之后2019年的数额相较于2018年还有所增加。出现这种现象说明目前房企在项目合作上的力度依然较大，投资性现金流净流出减少的主要原因也许并不是房企减少了投资开发力度。（有删减）

图：历年105家典型房企投资性现金流净流出以及对合联营支付的现金（单位：亿元）



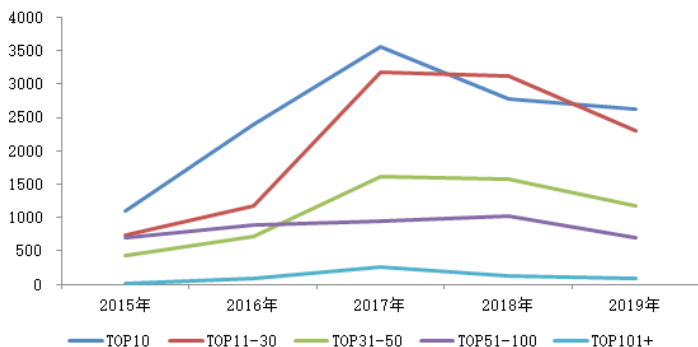
数据来源：企业公告、CRIC整理

2、头部房企的投资性现金流净流出相对较多

从各梯队房企的投资性现金流净流出情况来看，可以发现各梯队房企的投资性现金流变化的趋势基本一致，都是在2017年达到了最高之后在2018年基本持平或有所减少，2019年同步收缩。值得注意的是2018年部分TOP11-30房企的投资现金净流出曾经短暂反超了TOP10房企，这主要是因为头部房企中融创在2018年投资支出减少幅度较大，同比减少了860亿元的净流出，从而使得TOP10房企在2018年的投资性现金净流出在各梯队房企中减少最大，让TOP11-30梯队完成了短暂的“反超”。



图：历年各梯队上市房企投资性现金流净流出情况（单位：亿元）



数据来源：企业公告、CRIC整理

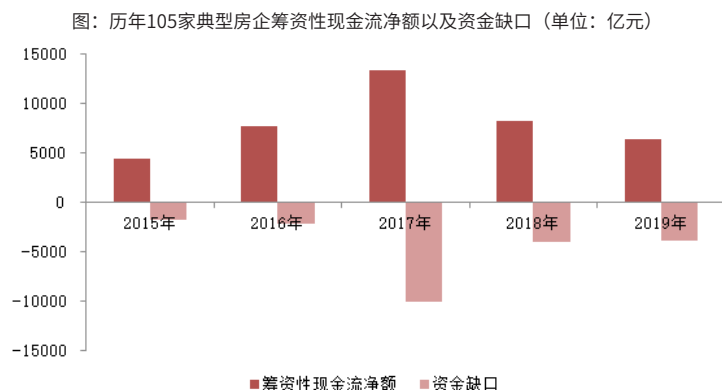
3、持续投入多元化和合作较多的企业投资性现金流净流出较多（略）

三、融资环境收紧+偿债潮令筹资性现金流净额收缩

1、经营和投资活动产生缺口较大的房企对融资依赖度较大

综合房企的经营性现金流净额和投资性现金流净额，我们可以通过资金缺口（经营性现金流净额+投资性现金流净额）这一指标表示房企所有投资经营性活动现金流的净额，由于房地产为资金密集型行业，房企发展主要来自于债务的推动，因此这一指标一般表现为负值。通过将这一指标与筹资性现金流比较，可以看出房企对融资的依赖程度。

而房企的筹资现金流主要来自于两个方面，一方面是通过债务融资所得的现金以及为此支付的利息，另一方面则是来自于股东或者第三方注资以及为此分配的股利。从105家典型房企历年来的筹资性现金流净额来看，房企的筹资性现金流净额在2017年达到了顶峰的13391亿元，此后在2018和2019年都持续同比减少，2019年的筹资性现金流净额甚至不及2017年的一半。



数据来源：企业公告、CRIC整理

2、偿债潮到来及融资环境趋紧，导致有息债务所得净额逐年减少（略）

3、因融资力度较大，TOP11-30房企近年来筹资性现金流净额保持最高（略）



四、强抓销售回款仍是主位，优势企业可抓紧窗口扩张

1、部分企业形成较为良好的内生资金，资金链充裕有较大优势（略）

2、部分房企应警惕经营及负债风险，加强销售回款力度

值得注意的是，部分房企的经营性现金流净额连续多年表现为负，这可能意味着这些企业的经营模式及投资布局略显激进，或者资金回笼出现了停滞，未来如果企业没有形成良好的资金循环机制以保证偿债，或者令偿债期限保持在较为安全的范围内，就比较容易爆发企业的经营危机以及债务兑付危机，需要警惕。与此同时，部分企业虽然在经营性现金流等方面表现较为优秀，但仍有大量债务隐患。

对于部分资金缺口表现为正的企业，其经营状况也可能存在较大的问题及危机。资金缺口为正，主要表现为经营性现金流及投资性现金流净额带来现金的流入，但值得注意的是，他们的负债率居高不下，同时遭遇现金流危机，甚至债务兑付出现问题，在此情况下房企在减少拿地甚至不拿地，加上处置自有资产的情况下，资金缺口表现为正，但仍具有一定的风险。

此外，由资金覆盖倍数较低房企，一部分为积极上市的小型房企力在上市募集资金及打开融资渠道，疏解企业的资金困难；另一部分企业则因对规模发展的要求导致投资开发力度较大，而企业的持有现金相对较少。由于通过杠杆促进企业发展是一把双刃剑，在加速企业扩张的同时也会为企业增添一份风险，因此需要这些企业小心使用。

总的来看，在行业增速放缓，调控持续不放松，外加偿债潮来临的情况下，房企的现金增长增速放缓，房企降杠杆的主旋律仍有一段路要走。在此情况下，持续加强房企销售回款成为加快经营性现金流回流的有利武器，在投资开发方面，房企更加注重房企间的合作以规避风险，也将成为业内常态，此外有部分房企回归主业以筑起现金流高墙。而在筹资性现金流净额下降的趋势中，如何在更好的置换偿还债务之余，有余力实现经营性现金流和投资性现金流流入的增长是企业需要思考的重要命题。

本文为报告节选版，如需查阅全本报告，请联系我们。



「 目录 导览 」

一、调控下房企强抓销售回款，促经营性现金流回正抵御风险

- 1、调控结果逐步显现，房企加大经营性现金流回正
- 2、经营性现金流净额为负企业下降，12家房企连续三年为负需警惕
- 3、投资开发增速或因表外投资增多而下降，促进经营性现金流回正

二、房企自2017年起逐年减少投资性现金流净流出

- 1、合作项目产生收益是投资性现金流净流出逐年减少主要原因
- 2、头部房企的投资性现金流净流出相对较多
- 3、持续投入多元化和合作较多的企业投资性现金流净流出较多

三、融资环境收紧+偿债潮令筹资性现金流净额收缩

- 1、经营和投资活动产生缺口较大的房企对融资依赖度较大
- 2、偿债潮到来及融资环境趋紧，导致有息债务所得净额逐年减少
- 3、因融资力度较大，TOP11-30房企近年来筹资性现金流净额保持最高

四、强抓销售回款仍是主位，优势企业可抓紧窗口扩张

- 1、部分企业形成较为良好的内生资金，资金链充裕有较大优势
- 2、房企应警惕经营及负债风险，加强销售回款力度

「房企合作开发趋势深化，平衡规模 and 增长质量是关键」

研究员/朱一鸣、贡显扬、汪慧、李丹

近年来，中国房地产行业整体规模增速放缓、步入调整期，房企生存及发展环境发生转变。企业在自身布局拓展以及规模扩张需求下，纷纷寻求合作开发，项目合作开发占比不断提升。在当前融资及市场环境下，房企资金压力仍然较大。通过合作开发，房企可以用相对较少的资金撬动更高的销售业绩和利润规模。从企业经营角度，合作开发也有助于房企高效获取土地、分散风险、在项目开发中优势互补。

另一方面，虽然目前行业整体的项目合作开发已成为趋势，各种合作模式也日渐成熟。但同时，合作开发对房企的增长质量和母公司股东权益也会有有一定程度的稀释，其背后潜在的经营风险不应忽视。本文，我们将从企业经营及财务表现的角度对房企合作开发的得失进行解析。

一、年内部分房企发布寻地合作计划，合作开发趋势深化

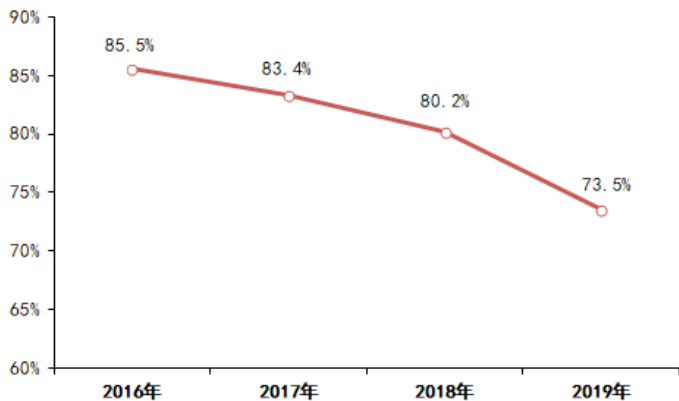
1、百强房企销售权益降幅明显，TOP30之后房企更为显著

合作开发必然就会涉及到项目权益的分配，销售权益占比的降低是房企合作项目增加的主要表现之一。我们通过对房企销售数据统计分析发现，2016-2019年TOP100房企加权平均销售权益持续走低，2019年仅



为73.5%，较2018年下降6.8个百分点。降幅也达到近三年的最高，呈现持续扩大的趋势，可见市场环境的变化倒逼房企加强合作。

图：2016-2019年百强房企平均销售权益

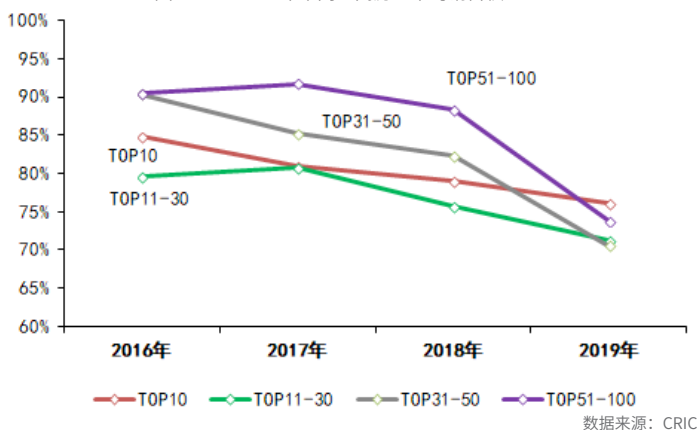


数据来源：CRIC

考虑到不同规模房企发展特征、合作开发需求存在差异，我们将TOP100房企分为TOP10、TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100四个区间，观察趋势的异同。从数据表现来看，加权平均销售权益下降趋势仍然得证，但是不同区间房企的趋势变化各有特点。

其中，TOP10房企规模实力雄厚，拥有较强的操盘能力，一般在合作开发中权益占比较高。2019年，TOP10房企加权平均权益最高，同时降幅也最为平缓。而TOP31-50、TOP51-100两个区间的房企2019年加权平均权益降幅最显著，TOP30之外的房企由于规模增长空间受到挤压，生存压力更大，通过增加合作开发扩大规模是当前主要战略路径。

图：2016-2019年不同区间房企平均销售权益



2、少数股东权益占比整体提升，同比提高3.6个百分点（略）

3、华润、中海、中梁等房企相继发布寻地合作计划

今年以来，中海地产、华润置地、中梁控股相继发布2020寻地合作计划，此外，实地集团、中交地产、信友集团、金沙集团等房企也公开寻找土地合作伙伴。从具体寻地合作计划来看，合作方式整体呈现多样化，包括战略合作、股权合作、联合拿地、收并购、代建、城市更新等等，区域范围主要集中在潜力城市或热点城市，多为一二线和强三线城市。未来，规模房企之间合作开发的趋势将进一步加强。

例如，中海3月13日通过官方公众号宣布寻地合作计划，就股权收购、资产转让、国企混改、城市更新、联合开发等业务范畴展开全面合作，城市范围包括但不限于全国一二线城市及强三线城市，这一计划涵盖了中海地产旗下华东、北方、华南、华北和西部区域，以及专攻二线以下城市的中海宏洋。整体来看，中海各个区域在选择合作城市，偏向



于潜力型城市和高能级城市。

表：2020年部分房企寻地合作计划

房企简称	启动日期	合作方式	寻地范围
中海地产	2020/3/13	股权收购、资产转让、国企混改、城市更新、联合开发等	包括但不限于全国一二线城市及强三线城市
华润置地	2020/3/17	股权收购、资产转让（含在建工程转让）、城市更新及旧城改造、国企混改、联合开发等	一二线及强三线城市
中交地产	2020/3/17	联合拿地、片区开发、股权收购、国企混改、代建、城市更新	一二线及强三线城市
中梁控股	2020/3/23	战略合作、股权合作、联合拿地、并购合作、资产收购、城市更新、代建	浙江、福建、广东、广西、重庆等地区
实地集团	/	一手勾地、二手地合作、品牌代建、股权收购、国企合作、旧城改造	中一区域

数据来源：CRIC

二、房企合作开发撬动规模增长，三大模式成为主流

1、合作开发撬动更多优质资源，助力全口径销售规模增长

近年来，在资金压力和土地市场土地获取难度增加的背景下，房企纷纷寻求合作开发以满足自身的规模发展需求。从上述规模房企2020年以来发布的寻地计划也可以看出，合作开发正成为房企获取优质资源、谋求规模提升的主要途径之一。

通过分析规模房企业绩增速与销售权益变动的关系，我们发现，在近年来全口径业绩增速较高的房企中有不少房企的销售权益比都有较为明显的下降。在我们研究的这70家典型上市房企中，2016年以来均保持了业绩规模的增长，其中有超8成房企的销售权益占比呈不同幅度的下

降。具体而言，在2016-2019年三年全口径业绩复合增长率高于30%的房企中，有超6成房企自2016年以来的销售权益比降幅较为明显，大于10%。

特别是对于中小规模的房企而言，在面对市场以及其他房企带来的生存竞争压力前面，其自身的规模诉求也相对更高。这部分房企中，以中梁、正荣、美的置业、弘阳、德信、力高、银城等为代表的新上市房企就表现得较为突出，在销售业绩复合增长率高于40%、优于规模房企整体的同时，销售权益占比的降幅也高于行业其他房企。

图：全口径业绩增速与销售权益占比变动散点图



数据来源：CRIC

2、高效获取土地、拓展全国化布局，开发职能层面优势互补（略）

3、通过联合拿地分摊资金压力，获取土地同时控制拿地成本

通过联合拿地展开合作开发是目前最为常见的一种合作模式。房企通过成立项目公司合作拿地，一方面，可以分摊投资资金压力，目前在



政策持续调控下，行业整体融资渠道收紧和融资成本上扬的现状为房企融资带来相当的压力，流动性风险成为房企普遍关注的问题，联合拿地有助于企业分摊成本、控制投资支出。

另一方面，联合竞标土地的形式也在相当程度有效避免非理性竞争，当前，高溢价拿地现象频现，特别一线城市和热点二线城市，土地资源供应有限，竞拍者众多，且多数地块采取竞价方式，竞争尤为激烈，合作拿地可以让房企以更合理的溢价获取土地，有效控制拿地成本。

在2019年度业绩发布会上，越秀地产、融信中国、首创置业、中国奥园、弘阳地产、正荣地产等多家房企均表示，在2020年还将继续增加土地联合获取开发、增强合作。目前通过联合拿地展开合作开发的模式已经较为成熟，并为多数房企所接受，未来仍将是主流模式，成为越来越多房企寻求合作开发的路径。

4、入股项目公司进行合作开发，通过股权合作获取优质地块

通过入股项目公司进行合作开发也是重要的合作模式之一。当前，招拍挂市场优质地块难寻，并且起拍价普遍较高。房企通过入股项目公司获取项目权益，进行股权合作，可以更加高效得获取优质地块，控制拿地成本。目前来说，规模性房企在股权合作上的优势更加突出，如融创收购总金额连续三年在行业领先。同时，地方性中小房企与规模性房企合作开发也有助于提升项目的品牌知名度，进而提高产品溢价，获得更高的收益。

收并购是进行股权合作常见的路径。今年，收并购作为行业关键词之一，市场机会受到大多房企关注。2019年度业绩发布会上，华润置地、绿城中国都认为今年收并购机会多，公司将加大收并购力度，扩充

土地储备；正荣地产也认为今年是收并购的好时机；此外，龙光地产表示将积极把握土地收购机遇，同时寻求更多并购目标。由此，我们可以预期，收并购市场的热潮会促进更多房企之间的合作开发，合作开发也将更加趋向成熟化。

5、以小股操盘或代建参与开发，轻资产运营模式逐步成熟（略）

三、股权合作影响利润表现，房企平衡规模和效益是关键

1、项目合作并表，增厚房企营收及毛利润规模

（1）少数股东损益占比提升，反映房企并表合作增加（略）

（2）项目合作并表增厚营收规模，稀释控股股东净利占比

房企合作开发的并表，一方面会带动营收规模及毛利润的提升。诸如中梁、当代置业、越秀等房企，2019年通过并表合作的增加，实现营业收入和毛利润规模的大幅提升。其中，中梁的少数股东权益占比连续两年持续快速增长，合作力度加码，营业收入和毛利润分别同比提升87.5%和90.7%至566.4亿元和131.8亿元。基于合作并表项目的利润水平在一定程度上影响到房企整体的利润表现，通常来说，房企更倾向于选择高利润水平的合作开发项目并表，同时对合作开发项目进行操盘运营，在推动规模增长的同时提升整体利润率水平。

另一方面，归母净利润占比则被稀释。随着并表合作带来少数股东权益占比的增加，在一定程度会侵蚀上市房企股东的利润，2019年少数股东损益占比增长的典型上市房企中，近三成房企归母净利润占比下降幅度超过10个百分点，其中银城国际的归母净利润占比同比下降46.8个



百分点至42.5%。因此，需谨慎关注合作并表项目数量增长后“增收不增利”的情况，以及并表高杠杆项目公司带来的资金风险。

表：部分典型房企2019年少数股东损益占比变动及相应利润指标变动（单位：亿元）

房企简称	少数股东损益占比		营业收入		毛利润		归母净利润占比	
	2018年	2019年	2018年	2019年	2018年	2019年	2018年	2019年
银城国际	20.9%	82.9%	50.7	90.1	14.7	14.4	89.3%	42.5%
当代置业	33.7%	55.4%	93.4	145.5	21.7	37.1	79.2%	69.3%
宝龙地产	36.6%	54.1%	195.9	260.4	75.5	94.8	77.8%	67.2%
首开股份	18.8%	48.5%	397.4	476.5	130.1	179.1	79.5%	48.9%
大悦城	46.7%	48.3%	141.2	337.9	60.0	139.2	69.3%	64.2%
融信中国	38.1%	48.1%	343.7	514.6	80.6	124.8	61.9%	53.5%
中梁控股	23.2%	38.8%	302.1	566.4	69.1	131.8	76.4%	61.3%
景瑞控股	30.5%	36.6%	112.7	132.9	25.5	26.9	79.2%	70.3%
碧桂园	30.5%	35.7%	3790.8	4859.1	1024.8	1266.4	71.3%	64.6%
龙湖集团	28.4%	35.4%	1158.0	1510.3	395.3	508.0	77.7%	69.1%
世茂房地产	27.5%	35.1%	855.1	1115.2	269.5	341.3	71.8%	66.5%
旭辉控股集团	31.1%	33.3%	423.7	547.7	106.1	137.5	76.0%	71.2%
绿地控股	29.1%	33.2%	3484.3	4278.2	534.9	661.6	71.0%	70.4%
越秀地产	12.6%	30.2%	264.3	383.4	83.9	131.2	89.7%	73.6%

注：少数股东损益占比=少数股东利润/核心净利润；归母净利润占比=归母净利润/净利润

数据来源：企业年报、CRIC

2、非并表项目通过投资收益带动归母净利率提升

（1）投资收益占比提升反映房企非并表合作比例增加

对于合作开发的非并表参股房企而言，项目的结算收益会更多的通过权益法进行核算，最终以对联营及合营企业投资收益的形式反应在这些企业的当期利润中。我们将投资收益占比定义为投资收益与核心税前净利润的比值，用该指标反映房企非并表合作情况。2019年70家典型

上市房企中，近七成房企投资收益占比提升。其中，首创置业、城建发展、德信中国等房企的投资收益占比居高，非并表合作比例较高。

(2) 非并表合作带动房企净利率水平提升（略）

3、合作开发提升ROE水平，优化房企显性债务指标

除了对利润指标的优化，部分房企通过合作开发还能在一定程度上提升ROE水平，同时也有助于优化企业的杠杆情况。一方面，通过合作开发，房企凭借较少的资金占用撬动了更高的净利润规模，提升ROE水平；另一方面，房企合作开发过程中，通过引入项目合作方的资金减轻外部融资压力，从而优化显性债务指标。如滨江、宝龙、融信等上市房企2019年合作力度加码，盈利能力均同比显著提升，净负债率得到改善。（表略）

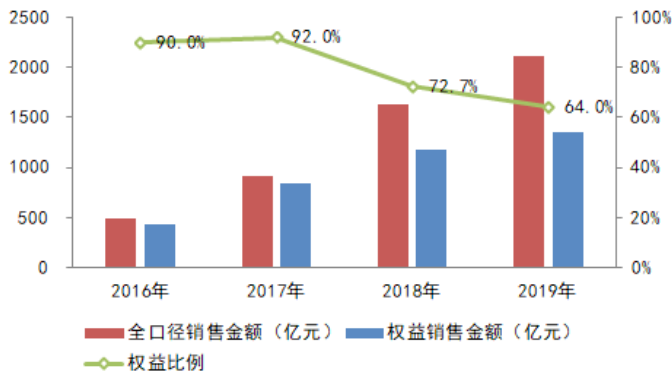
四、案例解析：合作开发对房企发展的影响

1、阳光城

阳光城在2016-2019年短短四年间，全口径销售规模由487.2亿元增长至2110.3亿元，平均复合增长率达63%。规模的迅速增长除了得益于阳光城的区域及城市深耕策略及营销管理体系的不断优化，合作开发撬动也是其关键之一。自2018年开始，阳光城便加码合作力度，通过合作加速项目的拓展，2019年权益比重进一步下降至64%。



图：阳光城2016-2019年销售金额及权益变动情况

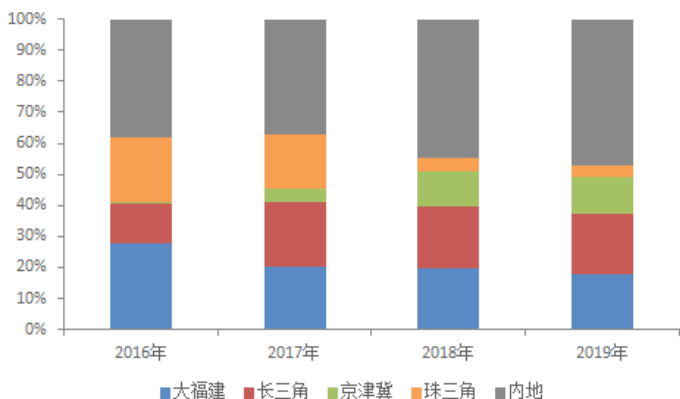


数据来源：企业年报、CRIC

从投资角度来看，近年来阳光城随着收并购及合作拿地的加码，全国化布局逐步完善。2018年，阳光城在整体拿地趋谨慎的步调下，合作拿地却持续发力。当年新增土地的建筑面积权益占比仅58%，同比下降13个百分点，单地块权益在50%及以下的地块建面占比由上年的35.6%增长至53.7%。2019年，通过合作及收并购和获取的土地中，仍有近一半权益占比小于50%。

通过合作纳储，阳光城进一步扩展对于长三角、京津冀及内地战略城市的布局。2016-2019年间，大福建土储占比由28%下降至18.1%，长三角、京津冀和内地战略城市土储占比分别提升6.9、10.8和9.2个百分点。整体来看全国化布局更趋均衡与完善，成为突破千亿及后续持续快速发展的重要基础支撑。

图：阳光城2016-2019年土地储备区域结构

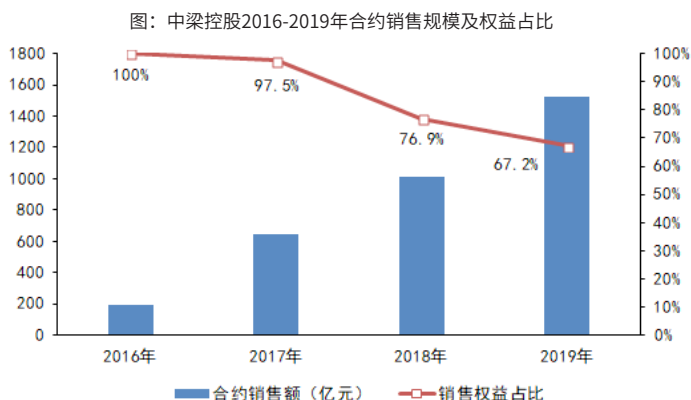


数据来源：企业年报、CRIC

2、中梁控股（部分略）

2019年7月，中梁在香港联交所主板成功挂牌上市，是近年来新上市房企中规模最大的房企。2016-2018年，仅用两年时间中梁成功从190亿元跃升至千亿阵营，2019年达到1525亿元，同比增长50.2%，在整个行业规模增速放缓的背景下，依然保持了很高的增速。2016-2019年，中梁的合约销售金额年均复合增长率达100.2%。

但销售规模高速增长的同时，我们发现中梁的销售权益占比也在持续下滑，2019年仅为67%。由此可见，中梁通过牺牲权益、加大合作力度，从而达成了规模的快速进阶。与此同时，近年来中梁的少数股东权益也在急速扩张，2019年同比增长190.8%，达到近三年来最高，少数股东权益占比也超过半数达58.3%，这进一步印证了中梁项目中合作开发力度之大。



数据来源：公司公告、CRIC

在合作开发模式下，除了销售规模急剧扩张，同时也带动利润规模的持续增长。一是合作开发的并表部分增加，使得毛利润大幅增长，2019年中梁毛利润131.82亿元，同比增长90.7%；其次合作开发中非并表部分会体现在投资收益上，从而带动净利润规模、归母净利润增长。总的来看，2019年中梁净利润达62.56亿元，其中归母净利润为38.34亿元，同比增长98.5%。但随着合作项目的增加，也可以发现中梁归母净利润占比也在不断被稀释，2019年仅为61.3%，相较2018年76.4%进一步收缩，显然从这一角度来讲，合作开发也在一定程度对母公司损益产生影响。

2020年，中梁提出“开放合伙、开创平台、九全破局、共识共创”的年度主题，并在此指引下，寻求更多合作，2020年3月23日启动寻地合作计划，通过战略合作、股权合作、联合拿地、并购合作、资产收购、城市更新、代建等模式进行全面合作，继续强化合作开发力度。

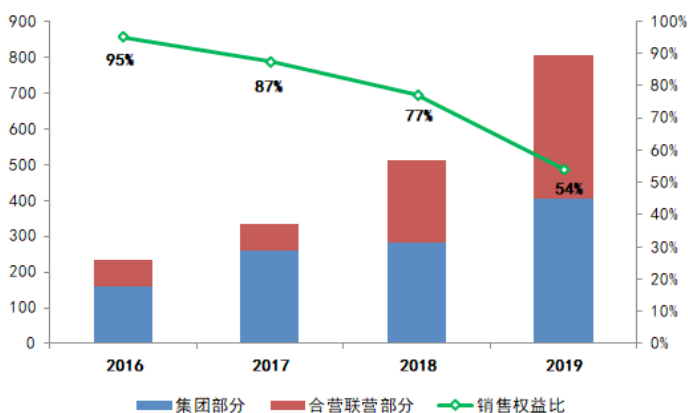
3、美的置业（略）

4、中骏集团

中骏近年来销售业绩规模增长较为显著，2019年中骏集团实现全口径销售金额805亿元，全口径销售面积632.5万平方米，分别同比增长56.7%和52.4%。2016年至2019年额度合同销售复合增长率达44%，在规模房企达到较高水平。

销售规模的高增长，一方面得益于中骏以加速去化、回笼资金为目标，在二线及强三四线城市推出新盘，2019年内在售项目超过150个，其中46个为新推项目。另一方面，也主要是由于中骏集团近年来持续加大项目合作力度。2019年全年，中骏集团合营联营部分的销售额达401亿元，在2017年的基础上复合增长134%。其销售权益比从2016年的95%降低近41个百分点至2019年的54%，全口径销售金额增速明显高于权益金额增速。

图：中骏集团2016-2019年合约销售金额结构及权益占比（单位：亿元）

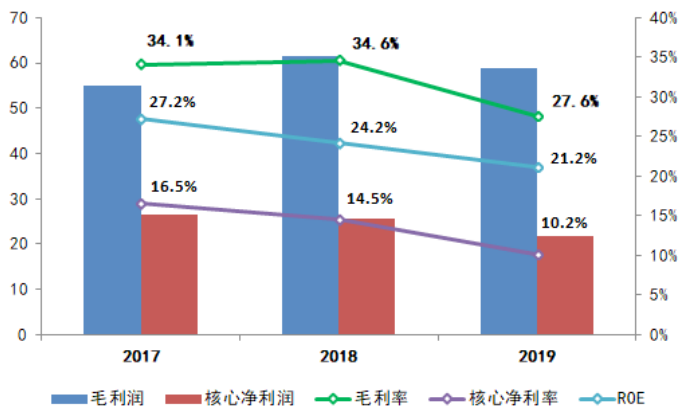


数据来源：企业业绩公告、CRIC



加大合作开发项目的拓展力度，虽然可以在短期内对全口径业绩规模起到较为明显的推动作用，但对企业利润和盈利水平的贡献却相对有限。受合营联营项目中部分项目非并表的影响，近年来中骏的营收规模增速不及销售增速，2019年中骏集团实现毛利润58.9亿元，核心净利润21.7亿元，（扣除投资物业公允价值变动及其他收入影响后）利润规模较去年同期均有所下降。相应的，其毛利率和核心净利率的降幅也较为明显，合同销售的快速增长并未能为公司带来盈利水平的提升。

图：中骏集团2017-2019年利润表现及盈利水平（单位：亿元）



数据来源：企业业绩公告、CRIC

5、德信地产（略）

总体而言，在行业整体合作开发趋势加剧的背景下，合作开发已成为房企获取优质资源、谋求规模提升的重要途径。近年已有部分房企通过项目合作开发实现了业绩规模的增长。2020年以来也有不少规模房企积极发布寻地合作计划，旨在通过项目合作拓展更多潜在资源。但同时，合作开发背后潜藏的风险也不同忽视。

一方面，从合约销售业绩的角度来看，近年来部分规模房企在全口径业绩规模高速增长的同时，销售权益占比大幅降低。通过低股权、非操盘项目的增长“注水”业绩规模，导致权益销售增速显著低于全口径销售增速，实际增长质量有待考量。

另一方面，从房企财务表现的角度来看，合并报表中母公司合作项目数量的增加，在增厚营收规模的同时也会稀释母公司股东损益占比，在少数股东损益及其占比提升的同时，部分房企的归母净利率可能会出现增速放缓或下滑。

在行业竞争压力以及业绩规模诉求面前，对于房企而言，如何平衡规模和效益同步发展是关键。更多地关注自身的操盘及权益口径业绩，在一定程度上更有助于房企提高自身的增长质量。

本文为报告节选版，如需查阅全本报告，请联系我们。



「 目录 导览 」

一、年内部分房企发布寻地合作计划，合作开发趋势深化

- 1、百强房企销售权益降幅明显，TOP30之后房企更为显著
- 2、少数股东权益占比整体提升，同比提高3.6个百分点
- 3、华润、中海、中梁等房企相继发布寻地合作计划

二、房企合作开发撬动规模增长，三大模式成为主流

- 1、合作开发撬动更多优质资源，助力全口径销售规模增长
- 2、高效获取土地、拓展全国化布局，开发职能层面优势互补
- 3、通过联合拿地分摊资金压力，获取土地同时控制拿地成本
- 4、入股项目公司进行合作开发，通过股权合作获取优质地块
- 5、以小股操盘或代建参与开发，轻资产运营模式逐步成熟

三、股权合作影响利润表现，房企平衡规模和效益是关键

- 1、项目合作并表，增厚房企营收及毛利润规模
- 2、非并表项目通过投资收益带动归母净利润率提升
- 3、合作开发提升ROE水平，优化房企显性债务指标

四、案例解析：合作开发对房企发展的影响

- 1、阳光城
- 2、中梁控股
- 3、美的置业
- 4、中骏集团
- 5、德信地产



「百强上市房企热点区域城市更新发展探究」

研究员/沈晓玲、查明仪、万任澄

伴随城镇化进程的不断推进，近年来房地产的销售规模也在不断增长。与此同时，随着城镇化率的快速提升以及人口的持续流入，部分一线以及热点二线城市土地供应日渐稀缺。根据住建部统计数据，全国共有老旧小区约有17万个，涉及居民超过4200万户，建筑面积约为40亿平方米，初步估算的投资额将高达4万亿，集中分布于上海、北京、广州、深圳为首的一线城市以及西安、武汉、天津等二线城市，城市发展迈入存量时代，产业发展面临新诉求，城市建设和房地产发展需要寻找新的空间。

核心城市土地供应的紧缺加上大量亟需更新的旧厂、旧村庄、旧城镇，催生出了城市更新的热潮。根据企业年报及相关资讯披露，百强上市房企中已有47%进入城市更新领域，房企城市更新现状值得探究。

那么，百强上市房企目前参与情况如何？他们的城市更新的潜在土储规模有多少？主要布局在哪些城市？这些城市的城市更新政策又如何？有哪些标杆案例值得借鉴？我们以广东、上海、北京为研究蓝本，以参与城市更新的典型企业和典型项目为研究对象，针对上述疑问展开分析。

一、近半百强上市房企参与城市更新，三梯队规模跨度大

47%百强上市房企涉足城市更新，50强房企参与度更高。随着房地产增量市场天花板的见顶，借道城市更新业务寻找新的业绩增长点，已成为大部分房地产企业的共识。根据企业年报和公开信息，梳理房企参与城市更新的情况，可以看出在百强上市房企中，约有47%的企业涉足了城市更新领域。若把目光聚焦到TOP50上市房企，这一数值更是达到了61%。房企纷纷加入城市更新的赛道，有三个原因：首先，一二线城市土地供应趋紧，通过对旧区的整治改造和再开发，可以有效补充一二线城市土储；其次，对比竞争激烈的招拍挂拿地方式，参与城市更新能以更低的地价获取土地，这意味着企业能实现更高的利润率；最后，城市更新改造的对象往往是城中村和城区的老小区，这些项目一般布局在较为为中心的核心地带，若再改造后入市，有较好的市场预期。

百强上市房企城市更新面积跨度大，大致分为三个梯度。虽大部分房企已布局城市更新业务，但基于入局时间、资金投入和运营经验等因素的影响，涉及的规模也有较大差距。我们用房企通过城市更新业务获取、但未转化成土地储备的那部分建面，即“城市更新潜在建筑总建面”来衡量企业参与度，可以把房企分为三个梯度。根据企业披露和搜集到的公开信息，可以发现房企通过城市更新渠道获取的建面跨度十分大，规模小的只参与了1个项目，建面只有不到10万方，但规模大的涉及100多个项目，总建面逾7000万方。

第一梯度包括恒大、融创、佳兆业、富力、时代这5家房企，他们参与城市更新部分的建筑面积大于4000万平方米。其中恒大、融创和佳兆业更是拥有超出7000万平的旧改建面。在这5家房企中，恒大和融创主要靠收并购夺得前两位。其中恒大位居榜首，2018年报显示未纳入土地储备的旧改等项目总规划建筑面积约7777万平方米，其中仅是在总部深

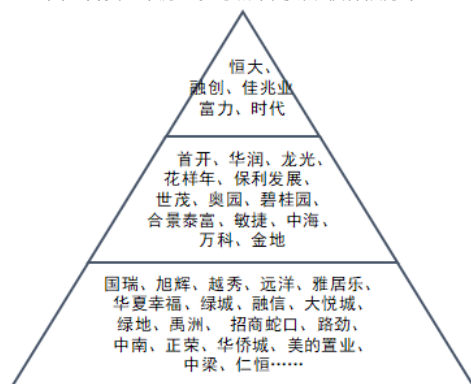


圳就有45个项目，规划建筑面积达2903万平方米。其余三家则均是起家于大湾区的粤系房企，带着天然的城市更新基因。佳兆业以改造烂尾楼起家，凭借丰富的本土资源和开发经验被誉为“旧改之王”，2019年报披露旧改占地面积达近4000万方，其中深圳及广州各占约27%及36%，项目总个数达147个。同样以旧改起家的富力地产，截至2019年6月30日，城市更新板块签约合作城市更新项目已超过60个，规划总建筑面积超6000万平米。时代地产也曾表示旧改是公司的重要业务，2019年底城市更新项目总数已超过120个，潜在总建筑面积约4300万平方米。

第二梯队与第一梯队有明显断层，房企城市更新建筑面积段为600-3000万平。总体来看，城市更新改造多在广东省内大湾区九市进行，这得益于该区域较为成熟完善的城市更新政策，比如龙光和奥园就分别披露旧改业务在大湾区的占比为95%和89%。从房企类别来看，既包括首开、华润、保利等资金雄厚的国企，能抵抗城市更新引发的开发周期长、占用资金久的问题，同时也有强大的操盘运营能力；也包括经验丰富的区域民企，包括龙光、花样年、敏捷等，他们往往有专业团队运营城市更新，比如花样年在2019年还成立了城市更新公司，单独划分业务板块。第二梯队排名靠前的是首开股份，2019年年报公布旧改用地面积为1589万方，虽换算成建面与第一梯队有一定的距离，但由于这些项目主要分布在北京，货值不容小觑。

第三梯队参与城市更新部分的建筑面积小于600万平方，大部分房企位于这个梯队，他们暂时可能并没有把城市更新作为主要业务发展，但仍把这作为一种有效的拿地方式。这个梯队的房企城市更新项目涉及到的地域除湾区城市外，也包括济南、太原、烟台、南昌等二三线城市。

图：百强上市房企参与城市更新规模梯队分布



数据来源：企业年报、CRIC整理

二、广东省：本土房企在规模及经验方面明显领先

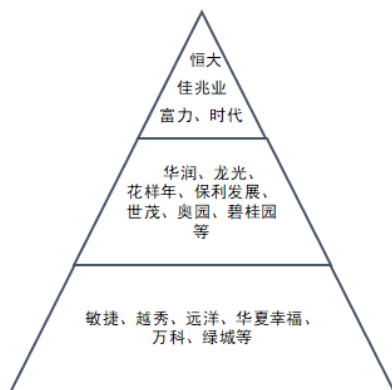
1、恒大、佳兆业等领衔城市更新土储总量，本土房企具备先发优势

百强上市房企中，多达27家房企城市更新业务涉足广东省，热点城市如广州、佛山、深圳等，成为各大房企必争之地。结合企业近期年报及业绩发布会披露情况，参与城市更新房企潜在土储规模可以分为三个梯队：第一梯队以恒大、佳兆业、富力、时代为首，潜在土储建筑面积在3000万平方米之上。四大房企均发家于广东，其中佳兆业、富力、时代均拥有较为丰富的“三旧”改造经验，如佳兆业早在1999年就已涉足参与改造深圳烂尾楼“桂芳园”项目，富力也以涉足城市更新领域二十载，于2007年打造了标志性项目——猎德村，开启了“猎德模式”。其次以华润、碧桂园、龙光、花样年、保利等房企构成第二梯队，潜在土储建面在1000-3000万平方米，打造了诸如华润万象城、保利琶洲等



项目。第三梯队房企潜在土储规模在1000万平方米之下，包含敏捷、越秀等规模相对较小的本土房企以及远洋、华夏幸福等外来房企。整体上看，由于城市更新项目周期长、难度大、涉及多方利益等因素，具备较高的进入门槛，本土房企无论是在规模还是经验方面均具备明显的领先优势。

图：广东省房企城市更新规模梯队



数据来源：企业年报、CRIC整理

2、广佛深莞城市更新开展最火热，湾区九市为“三旧”改造主力（略）

3、广、深两城最早参与城市更新试点，政策相对完善（略）

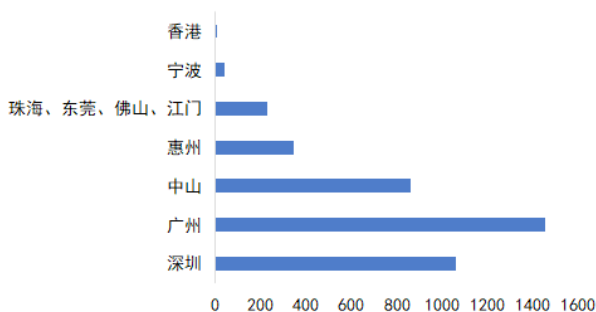
4、佳兆业：涉足城市更新二十载，参与打造盐田最大旧改项目

佳兆业城市更新业务最早起步于1999年，于当年拿下深圳布吉龙泉别墅烂尾楼项目——“桂芳园”。作为佳兆业涉足城市更新的首个项目，占地接近16万平方米，总建面达58万平方米，分为八期进行开发。佳兆业将原先建至一半的烂尾楼连同地基一并清除，并聘请香港知名的

设计公司做出全新的规划设计，项目主打欧路风情以及生态园林社区。新颖的设计理念及外观吸引了购房者的目光，首期入市20天即售罄，为佳兆业在城市更新领域奠定了良好基础。随后的若干年间，佳兆业又陆续打造了佳兆业·可园、深圳佳兆业中心、深圳佳兆业中央广场等20余个城市更新项目，并设立城市更新集团。如今，城市更新集团拥有投资测算、规划设计、政策研究和商务谈判等专业技能的员工超过700人，业务涉及旧城镇、旧村庄、旧厂房以及烂尾楼改造，积累了丰富的“三旧”改造经验。

截至2019年底，佳兆业未纳入土储城市更新项目占地面积约4000万平方米，共计147个项目。从分布上看，除宁波外，其余项目均位于广东省内。广州、深圳、中山三城“三旧”改造项目占地面积占比分别为36.4%、26.6%、21.6%，合计超八成，是佳兆业城市更新的绝对重心，余下少数项目主要分布于惠州、珠海、东莞等城市。

图：佳兆业2019年城市更新潜在土储分部情况（单位：万平方米）



数据来源：企业年报



案例分析：“双轮驱动”战略，加快进程

盐田项目位于深圳市盐田区后方陆域，北靠东海道，东接洪安三街，南临明珠道，西连盐田北四街，整体地理位置优越。但由于盐田三村、四村和西山吓村等13个自然村散落分布在盐田港后方陆域，长期以来维持“村中有港、港中有村”的现象，环境脏乱差，村集体经济发展较为落后，且随着港口发展的需要，日益紧张的土地资源也制约着盐田港后方陆域港口物流行业的发展。因此盐田整体搬迁项目自03年被首次提出，经过多年的孕育，直到2011年才由佳兆业完成项目招标，是深圳首个公开招标的城市更新异地安置项目，也是盐田区有史以来最大规模的旧村改造项目。

图：盐田项目主要拆迁村庄及安置区区位图



数据来源：企业年报

项目拆迁共涉及4个股份公司和13个自然村。包含原居民1035户，需拆除建筑1632栋，拆迁用地的占地面积为43.5万平方米，安置区开发建设占地面积为26.6万平方米，规划总建筑面积达到107万平方米。项目共分为12个地块开发建设，其中1-7以及8-1号地块优先用于村民回迁

（佳兆业山海城项目），8-2及9-11号地块用于对外销售（佳兆业盐田城市广场项目）。整个项目由购物中心、高端住宅、甲级写字楼、高端公寓等综合业态组成，集一站式购物、休闲娱乐、商务办公和高端住宅于一体，并配有2.27万平方米公共配套设施，规划有社区公园、两个幼儿园和一个小学、三个社区文化活动室、两个社康中心、两个邮政所、肉菜市场等生活配套。佳兆业根据安置区特点，在2号及11号地块打造了两大商业中心及滨海风情商业街，并通过近一公里长的天街相连，形成两大商圈联动发展。

表：盐田整体搬迁项目规划情况（单位：万平方米）

项目类别		建筑面积
拆迁占地面积		43.52
开发建设占地面积		26.56
计容积率总建筑面积		107.09
其中	住宅	84.97
	商业	13.59
	办公	4.88
	公寓	1.37
	公共配套设施	2.25

数据来源：CRIC整理

图：盐田整体搬迁项目规划情况



数据来源：CRIC整理



通过“双轮驱动”战略，以回迁促签约、以建设促回迁，依靠“回迁”和“建设”两个轮子推动促进签约。与村民洽谈并促进签约一直是城市更新项目的重难点，佳兆业在获取项目后花费接近一年半时间与村股份公司及村民进行沟通，并依据村民意愿对项目进行调整。与原地拆除重建项目相比，盐田项目作为异地安置项目，使得回迁物业的建设能够与业主签约同步进行，项目刚刚开始签约就已经可以看到样板房。并且区政府根据项目情况提出“双轮驱动”的实施战略，鼓励先签约、先回迁，如果某个地块建成后并具备了回迁条件，假如原来确定回迁到这个地块的村，村民签约面积达不到，那么将由已经签约的其他村民先回迁，该方案显著提升了村民的签约热情，17年10月，回迁房山海城一期搬迁完成，816户村民回迁入伙，8-1号地块也于18年2月主体封顶。

拆迁与销售同步进行，缓解现金流压力。与普通商品住宅开发相比，城市更新项目具备高投入、长周期、回报不确定等特点，十分考验房企的运营管控能力。佳兆业通过村民回迁地块与销售地块同步开发的方式，于2018年10月开盘销售盐田城市广场项目，项目一经推出即获得热销，并于2019年实现约73亿的销售额，位列《2019年单项目销售排行榜TOP100》26位，较好的缓解了现金流压力。

5、华润置地：02年进入城市更新领域，大冲旧改项目成南山标杆（略）

三、上海：城市更新进入快车道，地方性国企占优

1、万科、中海抢滩上海，地方性国企优势明显（略）

2、05年政策逐步完善规范，近两年超额完成旧改目标（略）

3、瑞安房地产：上海城市更新标杆企业，“新天地”模式缔造者

上海是瑞安房地产在内地业务的核心区域。瑞安房地产为香港瑞安集团在中国内地的房地产公司，于2006年在香港联合交易所上市，至2019年底在上海、武汉、重庆及佛山的中心地段共拥有11个发展项目。其中，上海作为公司的总部所在地，占了其中7个项目，在其发展进程中起到了举足轻重的作用。

“上海新天地”奠定企业城市更新领域标杆地位。企业最早参与的项目主要集中在上海，且均为城市更新项目，包括上海新天地、翠湖天地、瑞虹新城、瑞虹天地等。“上海新天地”成为上海新地标之一后，有效提振了企业知名度和专业度，同时也提升了瑞安在获取城市更新项目的议价能力，之后便陆续成功签约了多个城市的旧改项目。值得注意的是，企业在2019年接连拿下上海青浦区蟠龙城中村和普陀区鸿寿坊旧改地块，一方面证明政府肯定瑞安在上海城市更新领域的标杆地位，另一方面也体现了企业在上海加强城市更新业务的决心。

案例分析：商业先行住宅交叉，保障太平桥项目现金流

三大亮点成就旧改范本“太平桥项目”。最负盛名的上海新天地实际上是原卢湾区城市更新工程“太平桥项目”的一部分，作为历史建筑重建区位于西部。此外太平桥项目还包括北部的甲级办公楼区企业天地、南部的高档住宅区翠湖天地、东部的综合性购物娱乐商业中心以及



中心人工湖绿地。项目整体毗邻繁华的淮海中路商业区、黄陂南路地铁站以及东西、南北主干高架车道的交汇点，地理位置优越。1996年瑞安针对该城市更新项目的整体规划方案得到政府认可，于是两者签订了开发意向书，由瑞房全盘负责拆迁和开发改造。该项目之所以一战成名，有以下三方面原因：

项目总体定位规划合理，保留了原有建筑风格

太平桥项目规划建筑面积逾110万平方米，瑞安将其定位为集商业、办公、文化娱乐、居住等功能为一体的现代化商住综合区。具体来看，整片区域主要可分为：一个中心、两大功能区、两条商业轴和三条绿轴。由示意图可以看出，业态组合做到了错落有致、动静结合，既能满足舒适的居住需求，也能享受到商业配套带来的便捷。

除分区合理外，建筑体现了当地文化风貌也是一大亮点。改造方式采取了拆除重建与功能改变相结合的方式，很大程度地保留了中共一大会议址以及石库门里弄外貌，而在内部则设有中央空调、自动电梯、宽频互联网，改造成全新概念的经营消费场所，以配合新的商业功能使用。

图：上海太平桥项目规划示意图



数据来源：CRIC整理

表：上海太平桥项目规划具体内容

规划	内容
一个中心	中心的人工湖（表面积1.2万平）及公园（占地约4.4万平）
两大功能区	商住分离：北部（商业、娱乐、办公综合区）和南部（居住及相关配套设施区）
两条商业轴	东西两侧：西部（上海新天地）和东部（零售商铺及剧院）
三条绿轴	绿化带：两条南北走向，一条东西走向

数据来源：CRIC整理

商业先开发，住宅交叉进行

开发时序是多业态大型项目不得不考虑的问题，住宅和商业地产在开发进程上各有利弊：商业地产开发时间短、收益成稳定增长，但商业地产重资产运营、占用资金时间长；住宅销售回款快，但开发周期较长。鉴于项目地域特性，企业最终决定先开发商业，并与住宅开发交叉进行，既保证了资金的周转和平衡，也能在市场维持曝光度。在开发时间上主要分为四个阶段：

第一阶段，2001-2003年，以商办为主，先期推出新天地商业和人工湖绿地(公益部分)以及企业天地；



第二阶段，2003-2008年，主推住宅，推出翠湖天地一二三期、五星级酒店；

第三阶段，2010-2015年，主推商办，新天地三期——新天地时尚购物中心开业，推出企业天地二、三期；

第四阶段，2016-2020年，主推住宅，推出翠湖天地四期，五期则预计在2020年下半年开盘；

第五阶段，瑞安、太平洋人寿和上海永业在原先板块东面新打造的太平洋新天地综合体项目计划在2023年面世，意味重心又将回归商办。

图：上海太平桥项目开发时间轴



数据来源：CRIC整理

审时度势调整商业定位，招商方案助快速聚集人气

根据2002年规划，项目内的商业地产占整个项目建面48.5%，因此商业地产的盈利模式至关重要。其商业模式特色主要体现在两个方面：

一是不断调整定位，根据不同阶段打造商业主题。第一阶段强调定位的综合性，集餐饮、娱乐、购物、旅游和文化为一体；第二阶段，打造为上海市中心具有历史特色的都市旅游景点；第三阶段，为时尚的国际交流和聚会地。

二是引入知名品牌和大量餐饮。初期招商时，对优质商户给予较长的免租政策。在业态上，引入超过70%的体量引入餐饮和休闲业态。这样的目的在于快速集聚城市潜在消费客群，提高项目的知名度。

四、北京：国资房企活跃，政府主导城市更新

1、首开、北京城建等本土国企领衔，资源优势明显

百强房企中，以首开、北京城建、中海、首创等为首的本土国资背景房企，凭借资源优势，成为北京城市更新领域主要参与者。由于深耕北京多年，这类房企对于市场、政策非常熟悉，加上国资背景助力，更易获得城市更新项目的开发建设权。如首开股份自2015年提出“城市复兴官”概念后，开始在棚改项目上频频发力，截至2019年底，首开股份在北京正在实施城市更新项目6个，后续项目5个，占地面积共1091万方，在城市更新领域积累了丰富经验。北京城建则参与打造了北京市核心区体量最大的棚改项目——望坛棚改，并在为期120天的棚改签约征收工作中，实现98.45%的签约率，成为北京市棚改征收标志项目。中海则参与过北京最大的棚户区改造项目——北辛安项目，投资额达500亿元，总占地147公顷，可建计容面积约218万平方米。

除本土百强房企外，部分外来百强房企借道合作开发进入城市更新领域。鉴于北京的城市角色与旧改模式，目前外来房企整体参与较少，主要借助于与当地国企合作开展项目，如融创、远洋、龙湖、奥园等。



表：北京市百强房企参与城市更新主要项目情况

房企名称	主要参与项目
首开股份	顺义区西丰乐棚改项目、延庆区大榆树镇棚项目、昌平区东小口镇小辛庄组团棚户区改造项目、顺义新城仁和镇庄头、太平村、南彩镇棚户区改造项目
北京城建	延庆康庄旧改项目、怀柔新城03街区棚改回迁安置房项目、张仪村路东侧棚户区改造项目
中海地产	石景山区北辛安棚户区改造A区项目
首创置业	北京昌平旧改项目
万科地产	大都会79号、万科时代中心
远洋集团	远洋天地项目
龙湖集团	北京龙湖关庄项目
国瑞置业	北京崇文区旧城改建项目

数据来源：企业年报、CRIC整理

2、城市更新逐步有序，仍以政府主导为主（略）

3、首开股份：参与大量棚户区改造项目，做北京“城市复兴官”（略）

五、房企抢驻城市更新赛道，需全方位考虑

近年来，中国城市化进程不断加快，城市发展布局 and 结构日趋合理，但同时也面临着城市开发渐趋饱和、土地资源日益稀缺的现状。此背景下，中国城市开始从增量时代进入存量时代，城市更新成为中国经济新风口和未来城市发展的新增长极。梳理房企参与城市更新的情况，可以看出在百强上市房企中，约有47%的企业涉足了城市更新领域。

1、广东为城市更新主战场，地方国企为城市更新主力军

从城市布局来看，由于政策利好、市场较为开放，多达29家上市房企在该区域布局城市更新项目。除该区域外，房企也在其余一二线城市积极参与，我们选取了上海和北京进行重点研究，发现在企业参与度上，均是地方性国企占绝对优势。一方面他们承接良好的政府资源，在项目获取和土地获取上有较强的议价能力，往往是政府直接授权的对象；另一方面，除了需要巨额的前期投入，区别于传统的高周转开发模式，城市更新项目还会长时间沉淀资金，而地方性国企在融资成本和渠道上表现更为突出，能够抵抗住资金压力。

表：2020年各省市城市更新计划情况

时间	省/市	计划改造主要内容
2020.01	济南	2020年计划改造老旧小区6万余户
2020.03	南宁	2020年计划改造老旧小区240个
2020.03	江西	2020年计划开工改造棚户区20.42万套、新建公共租赁住房8088套、发放城镇住房保障家庭租赁补贴7.5万户等任务；改造老旧小区1506个共33.1万户，确保6月底前完成改造任务
2020.03	山东	2020年底基本完成1995年前老旧小区整治改造
2020.03	杭州	截至2020年3月，全市老旧小区17个续建项目已全面恢复施工，70余个项目正在组织招投标，即将进入施工阶段。150余个项目完成了方案联审
2020.04	中央	2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务
2020.04	西安	2020年计划改造老旧小区1100个，改造面积为1900万平方米
2020.04	河北	2020年计划改造老旧小区1369个，7月底前全开工
2020.04	广西	2020年全区城镇老旧小区改造任务为1363个小区、7726栋楼、16.7万套，总建筑面积1236万平方米
2020.04	重庆	2020年计划改造100万平方米老旧小区
2020.05	哈尔滨	2020年计划改造老旧小区1500万平方米，涉及居民23万户。截至目前，首批21个改造项目已全部进入施工阶段
2020.05	保定	2020年计划全年完成改造164个，惠及居民3.1万户，改造面积达272万平方米



续表

2020.05	长沙	2020年计划改造老旧小区123个，涉及房屋约700栋、居民约2.03万户、改造面积约172万平方米
2020.05	兰州	2020年6月底前，全市老旧小区改造工作要全部开工
2020.05	新疆	2020年老旧小区改造续建项目788个小区，11.63万户；新建项目1090个小区，19.34万户。改造项目计划于6月前全部开工建设
2020.05	内蒙古	2020年全面落实城镇老旧小区专项行动计划确定的20.5万户年度改造任务
2020.05	唐山	2020年计划改造老旧小区215个，总面积788万平方米，涉及3982栋住宅楼、居民13万户
2020.05	南昌	2020年计划对247个老旧小区进行改造，涉及户数10万户，惠及市民32万余人
2020.05	大连	2020年全市计划改造老旧小区共计76个，改造总面积204万平方米，涉及663栋楼，惠及3.49万户，总投资约4.29亿
2020.05	青海	2020年计划共改造老旧小区450个，改造面积425万平方米。
2020.06	黑龙江	黑龙江省列入2020年国家改造计划项目（小区）1147个，涉及75市（地）、县（市），计划投资120亿元
2020.06	吉林	加快建立老旧小区改造项目管理体系
2020.06	呼和浩特	2020年计划改造93个老旧小区，总面积226.62万平方米

数据来源：CRIC整理

表：2020年各省市城市更新政策颁布情况

时间	省/市	老旧小区计划	主要内容
2020.01	河南	《关于推进城镇老旧小区改造提质的指导意见》	明确到2021年6月底前完成城镇老旧小区改造提质工作
2020.01	佛山	《佛山市人民政府关于深化改革加快推动城市更新（“三旧”改造）促进高质量发展的实施意见》	创新规划管理制度、审查报批机制、降低用地成本、优化利益分配
2020.01	上海	《上海市政府工作报告》	2020年上海计划完成55万平方米、2.8万户中心城区成片二级旧里以下房屋改造
2020.02	云南	《关于加快推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》	从2019年起至2021年，基本完成云南全省城镇老旧小区改造提升工作。

续表

2020.03	银川	《银川市城区老旧小区改造工作实施方案》	2020年计划改造小区429个，其中金凤区、西夏区全部完成改造任务
2020.03	海南	《海南省城镇老旧小区改造指导意见（试行）》	2020年，海南省还计划完成153个老旧小区、893栋住宅楼、建筑面积247万平方米，惠及20000户以上居民的改造工作
2020.04	辽宁	《辽宁省城镇老旧小区改造技术导则》	对2000年前建成的894个老旧小区进行全方位改造，共涉及6708栋楼、面积达2619万平方米
2020.05	北京	《2020年老旧小区综合整治工作方案》	年内开工老旧小区综合整治项目80个，完成50个老旧小区综合整治项目
2020.05	顺德	《顺德村级工业园改造总体规划》	构建一本台账、一张蓝图、一套指引、一个计划“四个一”成果体系
2020.06	梅州	《梅州市“三旧”改造实施办法》	进一步健全“三旧”改造管理机制和政策体系，政策优惠力度更大、覆盖面更广

数据来源：CRIC整理

2、考验运营经验和资金实力，房企参与城市更新需谨慎（略）

本文为报告节选版，如需查阅全本报告，请联系我们。



「 目录 导览 」

一、近半百强上市房企参与城市更新，三梯队规模跨度大

二、广东省：本土房企在规模及经验方面明显领先

- 1、恒大、佳兆业等领衔城市更新土储总量，本土房企具备先发优势
- 2、广佛深莞城市更新开展最火热，湾区九市为“三旧”改造主力
- 3、广、深两城最早参与城市更新试点，政策相对完善
- 4、佳兆业：涉足城市更新二十载，参与打造盐田最大旧改项目

案例分析：“双轮驱动”战略，加快进程

- 5、华润置地：02年进入城市更新领域，大冲旧改项目成为南山标杆

案例分析：改造广东最大城中村项目，树城市地标

三、上海：城市更新进入快车道，地方性国企占优

- 1、万科、中海抢滩上海，地方性国企优势明显
- 2、05年政策逐步完善规范，近两年超额完成旧改目标
- 3、瑞安房地产：上海城市更新标杆企业，“新天地”模式缔造者

案例分析：商业先行住宅交叉，保障太平桥项目现金流

四、北京：国资房企活跃，政府主导城市更新

- 1、首开、北京城建等本土国企领衔，资源优势明显
- 2、城市更新逐步有序，仍以政府主导为主
- 3、首开股份：参与大量棚户区改造项目，做北京“城市复兴官”

案例分析：合作入主万泉寺棚改，资金保障项目进程

五、房企抢驻城市更新赛道，需全方位考虑

- 1、广东为城市更新主战场，地方国企为城市更新主力军
- 2、考验运营经验和资金实力，房企参与城市更新需慎重



「房企距离千亿规模还差几座城？」

研究员/沈晓玲、汪维文、查明仪、齐瑞琳

2019年全国商品房销售面积仅实现0.1%的增长，行业见顶的信号开始显现，业内的竞争也在进一步加剧，各梯队房企发展出现分化，集中度持续升高，规模成为了房企最大的护城河。千亿房企在融资、拿地等资源的获取上优势更加明显，因此持续抢占市场份额，追逐千亿也成为房企的共同诉求。但粗犷的拿地扩张实现业绩增长的时代已成过去式，想要突破千亿，需要更加有针对性的城市布局策略。

一、竞争加剧，千亿房企数量逆势增长

1、行业探顶，企业间竞争加剧（略）

2、阵容逐渐稳定，千亿房企地位难撼动

行业排名发生跨梯队变动的企业数量及其对应的同比变动率可以反映各梯队阵容的稳定性，若同比变动率小说明企业相对上期更迭少，少有企业掉出阵营，同时少有企业能冲入该阵营，所以该梯队阵容就更稳定。

各梯队名单逐步成型，三十强房企阵营最稳固。从时间来看，2015年至2019年，头部房企变动幅度不大，碧桂园、万科、恒大等7家房企已连续5年占据榜单TOP10。此外，以30强、40强、50强和100强划分

的阵营，变动率也呈现了减小的趋势。对比2018年和2019年百强房企，仅有11家不同，相比2016年的变动减少了近半。各梯队房企名单逐步成型，也与市场逐步成熟的情况相符，预计随着市场进一步发展，行业结构将更加稳定。从梯队阵营来看，2019年TOP30房企阵营最为稳固，同比变动率仅为6.7%，即使内部竞争激烈、你追我赶，但对外形成了一道难以突破的天然屏障。同时，覆盖了2019年全部千亿房企的TOP40队伍排名同比变动率也不大，这从另一个角度说明了超千亿销售的房企能够较为安全地维持40强的行业地位。

表：2015-2019年TOP100房企分梯度行业排名同比变动率

同比变动率	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
TOP10	10.0%	10.0%	20.0%	10.0%	10.0%
TOP20	10.0%	20.0%	20.0%	5.0%	15.0%
TOP30	16.7%	10.0%	10.0%	10.0%	6.7%
TOP40	17.5%	12.5%	10.0%	7.5%	7.5%
TOP50	16.0%	10.0%	18.0%	10.0%	10.0%
TOP100	18.0%	20.0%	15.0%	13.0%	11.0%

数据来源：CRIC整理

3、规模仍是诉求，千亿房企增至35家（略）

二、深耕或拓展两大布局策略，均可助推千亿

1、高增速冲击千亿，突破后适当休整

10年间千亿房企增长至35家。从2010年万科达千亿以来，截止2019年末达到的千亿共有35家，其中2010-2017年实现千亿的房企有16家，而2018年和2019年这两年期间达到千亿的房企共有19家，近两年达千亿



的房企数量飞速增长，虽说更多房企比之前更加注重发展质量，但对于接近千亿的房企来说，进入千亿行列仍为其重要目标之一。

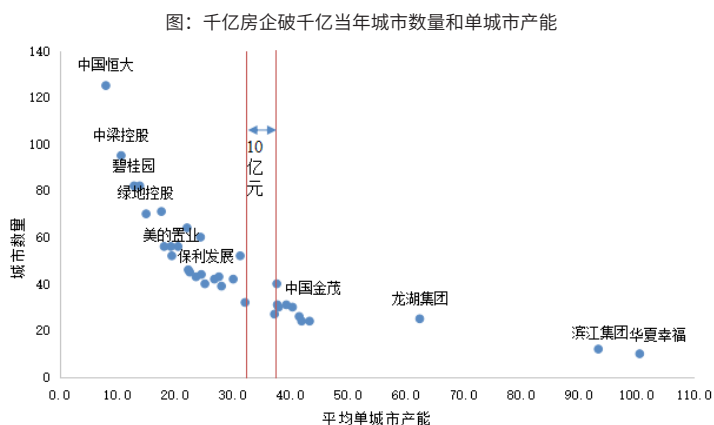
千亿前高速增长临门一脚，千亿后稳定持续增长。从企业实现千亿的增速来看，2017年及以前进入千亿行列的企业，在实现千亿前的复合增长率总体高于实现千亿后两年的复合增长率，16家房企在达千亿前两年的平均复合增长率达到43%，达千亿后两年的复合增长率为33%。其中2018年达到千亿的房企，其达千亿当年的同比增速也是都高于千亿后一年的增长率。另外2019年新增千亿企业的当年平均增长率为28%，高于TOP100的行业平均增长率6.5%。可以说，房企在冲刺千亿的前一两年普遍执行高速扩张的方式促规模，达到较高的规模后开始寻求更稳定的增长保持行业地位是一个趋势。

龙头房企较早提高业绩增速，注重保持行业领先地位。虽然大部分企业是在达千亿前一两年甚至当年才开始发力，但万科、保利、中海、恒大和碧桂园，在达到千亿前提前3年已经开始提高业绩增速。另外也是龙头房企，绿地、恒大、华润、融创和世茂房地产这5家房企的千亿后两年的复合增长率仍高于前两年，这五家房企保持高速增长主要是由于其战略目标并非只是千亿，而是保持行业地位，或者进入行业前十的位置，因此多年保持高速增长。

2、深耕或拓展，单城产能差近10亿/城/年

从房企的平均单城市产能来看，35家房企在达到千亿当年的平均的单城市产能为31.7亿元。我们可以发现，实现千亿房企的布局策略有显著的差异，可以简单总结为拓展型和深耕型，且两大布局策略的企业单城市产能存在近10亿/城/年的差距。当年平均产能高于40亿的12家房企划分为深耕型企业，如华夏幸福和滨江集团千亿当年的平均单城产能在

百亿左右，两家企业的进驻城市分别只有10城和12城，为典型的深耕型企业。而平均单城市产能低于30亿元的23家房企可以定义为拓展型企业，恒大集团布局范围广，以量取胜，千亿当年的城市数量达到125家，平均单城产能为8亿元，为典型的拓展型企业。



数据来源：企业年报，CRIC数据

3、深耕型企业基本可率先于2-3城破百亿

深耕型企业多选择首先扎根起家地。平均单城产能超过40亿的房企，进驻城市数量较少，平均为26个城市，且在达到千亿当年平均有3个城市单城产能率先突破百亿。其中首开和华夏幸福凭借在1座城市的绝对领先，仅1城就贡献约8成业绩。首开起家北京，在北京率先突破百亿单城产能达到约800亿元；华夏幸福则凭借固安产业新城，在廊坊单城产能高达835.8亿元，一己之力带动了华夏幸福整体业绩腾飞。此类深耕企业先在本地扎根达到一定的规模之后，再慢慢对外扩展。

一二线机会型城市更易单城产能破百亿助力房企销售进阶。市场容量大，从深耕型房企的城市共性来看，除去房企起家的城市，如龙湖起



家重庆，华夏幸福起家廊坊，首开起家北京等，大多数单城破百亿的城市都为一二线城市，且房企单城业绩破百亿的研究表明，这市场容量整体较大，同时房企竞争较为温和的城市很有潜力，房企进驻后快速实现单城破百亿目标的机会较大。这类城市在市场容量方面表现突出，商品住宅成交量大，有较广的购房客群基础，同时近些年表现为人口流入和城镇化规模扩大，人口持续增带来持续的购房需求；另一方面房企竞争压力相对较小，市场开放程度更高，头部房企势力不是很强且未形成大型的本土势力，进驻风险较小。成都、上海、西安、杭州、重庆、青岛等均属于这一类城市。

表：深耕型房企千亿当年产能破百亿城市

企业简称	千亿当年产能破百亿城市
融创中国	北京、天津、上海、杭州
中海地产	上海、北京
祥生集团	绍兴、衢州、台州
绿城中国	杭州、天津
融信集团	杭州、上海、福州
中国金茂	上海、北京、青岛
正荣集团	合肥、南京、苏州
首开股份	北京、福州
旭辉集团	杭州、合肥、苏州、上海
龙湖集团	重庆、杭州、北京、成都、济南
华夏幸福	廊坊、廊坊（固安）
滨江集团	杭州、温州
金地集团	上海、武汉

备注：祥生衢州、台州接近百亿；金地上海、武汉接近百亿

数据来源：企业年报，CRIC数据

4、拓展型企业为实现规模普遍布局超40城

拓展型企业基本布局超40城，非省会地级三四线城市成其扩张主力。21家拓展型房企基本布局均超40城，如果计算平均数的话，其平均进驻城市数量达到60城，布局城市数量是深耕型企业的3倍。平均布局数量较高，主要是由于超过80城的房企有4家，分别为恒大、碧桂园、中梁和奥园，这四家房企布局广泛，平均单城市产能不到15亿元。根据这四家典型房企的城市布局可以看出，企业主要通过大量进驻三四线城市扩张。拓展型企业可以分为两类，第一类是碧桂园和恒大这些龙头房企，碧桂园和恒大在2013年达到千亿，这类走全国化路线的房企由于一二线城市市场竞争激烈以及政策压力，提前布局三四线市场，受益于三四线城市的成交放量，凭借抢先布局均衡发展的优势取得了不错的业绩。第二类中梁这类后起之秀则是通过快速扩张城市，小体量项目快周转来达到业绩扩张。其从2016年开始走出浙江大本营，多布局环一二线的三四线城市，且其2017年多数项目占地面积都在10万平方米以下，所以这些项目能够快速投入开发建设并推出，也为中梁“快进快出”的战略提供了支持。奥园也是近年来执行“布局”-“聚焦”-“深耕”三步走的全国化战略布局，三四线城市持续扩张，如开发县域综合体项目等，土储充足为销售业绩的提速提供有力保障。

表：典型拓展型房企三四线城市布局情况

企业简称	平均单城市产能	城市数量	三四线城市数占比
中国恒大	8.0	125	80%
碧桂园	12.9	82	82%
中梁控股	10.7	95	88%
奥园集团	13.9	82	66%

数据来源：企业年报，CRIC数据



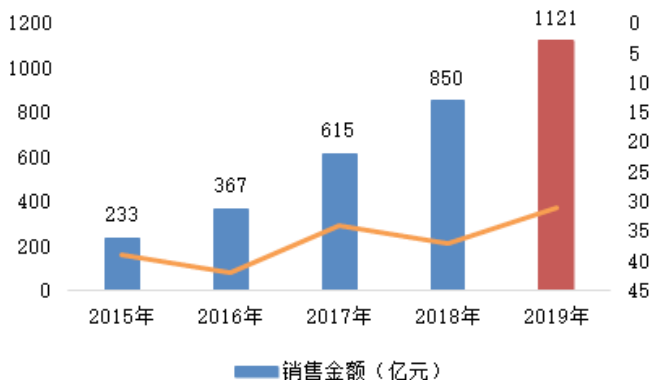
三、布局逻辑各有不同，合作最能扩大规模

1、中国金茂：产品指导布局策略，股权合作平衡业绩与负债（略）

2、滨江集团：聚焦杭州深耕浙江，合作开发促规模增长

成长迅速，2019年破千亿。滨江集团2008年在深交所上市，在2015年实现销售额破200亿元。2014-2019年间保持高速增长，5年的复合增长率高达48%。至2019年，滨江集团实现合约销售金额1120.6亿元，同比增长31.8%，虽同比增速有所下滑，但仍高于行业平均水平。这也是滨江首次跨入千亿房企阵营，同时行业排名上升6位至第31名。由于破千亿当年房企销售仅来自于全国12座城市，平均单城产能达93亿，属于当之无愧的深耕型房企。

图：滨江集团2015年-2019年销售额及排名情况

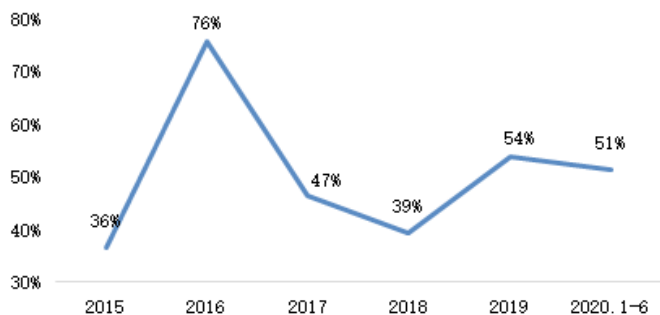


数据来源：CRIC整理

(1) 20余载聚焦杭州，打造千亿业绩

千亿成就与杭州密不可分。滨江集团成立于1996年，发家于杭州，是一家老牌浙系房企。2007年以前，滨江一直在大本营杭州开展业务，早期打造了高端精装修标杆项目金色海岸、热带景观园林小区金色家园等优质项目，在当地立下了良好的口碑，定下了品牌基调，市区优质的土地资源也为后期大规模发展奠定了厚实的基础。上市之后，虽企业也在浙江省其他城市以及外省有所拓展，但就销售数据来看，2019年滨江合约销售破千亿，其中约60%都来自杭州，且据年报披露的主要项目明细，就有28个项目位于杭州，分布密度较大。另外，就2015年以来新增土储建面城市占比来看，杭州始终是企业的重仓之地，2016年一度高达76%，为企业在杭州的发展提供了充分的储备资源。显然，滨江的千亿成就与杭州密不可分，究其原因，部分得益于城市较为充盈的市场容量，也源于产品与当地市场有较高的契合度。

图：2015-2020.6滨江集团新增土储建面杭州占比



数据来源：CRIC整理



杭州作为核心二线城市，经济基本面出众，房地产市场前景长期看好。首先，购房人口需求有保障，从2013-2018年平均人口增量来看，数值达19.24万人每年，表现为人口净流入，在全国排前十；其次，居民购买力强，从2018年人均可支配收入来看，达6.1万元，仅次于北京、上海和苏州。购房人口数量和能力推高了商品住宅成交额，2014-2018年均约为2553亿元，位列全国第四。市场有潜力和发展空间只是搭建了稳固的平台，对滨江而言，产品也是致胜关键，集团建立了产品标准化体系，涵盖“A+、A、B+、B、C”五大产品类型，主打高端高品质项目，在细分领域形成错位竞争，迎合了市场需求。比如，上榜2019年单项目销售金额TOP100的澄品、杭州壹号院和上品的销售均价都在5万元/平方米左右，高于杭州均价，却取得了单年单盘销售超60亿元的成绩。

(2) 灵活布局策略，谨慎拓展后仍选择深耕浙江

2007年，绍兴金色家园落地，滨江正式踏出了异地发展的第一步，提出把发展重心放在以杭州为中心的长三角地区，实施以浙、沪、江为核心的全国战略，之后陆续在上虞、金华、衢州、平湖等附近省内城市布局。2015年才走出浙江省，进军上海，虽然企业在2016年年报中再表决心，提出“三点一面一拓展”战术，即重点布局杭州、上海、深圳、长三角富裕县，并拓展北京，但就新增土储来看，2017年和2018年只新拓展了深圳、南通和上饶三座省外城市。2019年则无省外拓展土储，再度回归浙江，就破千亿元业绩贡献而言，浙江省占比高达94.2%，也说明省外单城30-40亿元的销售对业绩的支撑作用并不大。可见，滨江并没有拘泥于扩张以扩规模的模式，而是灵活调整自身战略，谨慎控制管理半径，选择继续在熟悉的区域做大做强。

(3) 合作开发，撬动规模快速增长

2017年滨江入驻温州，2019年就实现了单城销售额破百亿，贡献了约14%的业绩，助力企业破千亿。企业之所以在短时间内有这样的成绩，就是得益于合作开发策略，加速了规模扩张。从2019年温州在售项目来看，除早期独自拿地建成的万家花城外，其他项目的权益比例均不大于50%，珑悦、TOD国际新城和鹿城金茂府的权益甚至低于15%。温州虽是三四线城市，但2019年该城房地产市场较为火热，成交额达1625亿元，不输部分二线城市。比如，滨江参与的鹿城金茂府2018年12月开盘，次月便实现了76%的去化率，之后在2019年3月和6月又两度开盘，均实现了月销50-60套，做到了三开三捷，也使得滨江在温州的销售金额冲高。

表：滨江2019于温州在售项目情况

项目名称	权益	拿地时间	合作企业
万家花城	51%	2017	非房企
珑悦	10%	2017	碧桂园
TOD国际新城	14%	2017	融创，旭辉，万科，碧桂园、金茂
鹿城金茂府	15%	2018	绿城，金茂，滨江
东潮府	24%	2018	中梁
金色家园	45%	2018	碧桂园
乐清乐虹湾	50%	2019	世茂

数据来源：CRIC整理

整体来看，滨江实现千亿的布局路径有以下特点：一是在发家城市打造符合市场需求的优质产品，塑造品牌辨识度并立下良好口碑，稳打基础；二是准确预判城市前景，保持拿地节奏持续深耕，保证供货量以维持市占率；三是灵活调整策略，控制管理半径，在熟悉的优势区域有选择地适当外拓；四是在潜力大的新市场积极寻求合作机会，小股占比

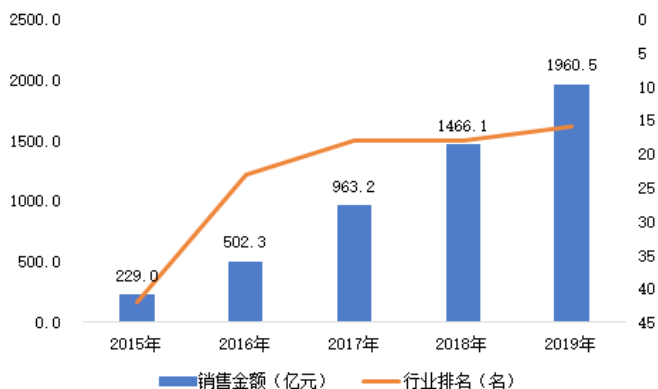


撬动大规模增长。

3、中南置地：由近及远层层介入，以点带面逐步发散

仅用了3年的时间，中南置地就完成了从2015年的229.0亿元到2018年1466.1亿元的销售跨越，成功跻身千亿房企，企业三年的复合增长率高达85.7%，接近一倍。同时中南置地行业排名也持续突破，从2015年的第42名成功上升至2018年的第18名，2019年则更进一步，全口径排名上升至第16位。

图：中南置地2015年-2019年销售额及行业排名



数据来源：CRIC整理

(1) 长三角为主要粮仓，由近及远向全国扩张

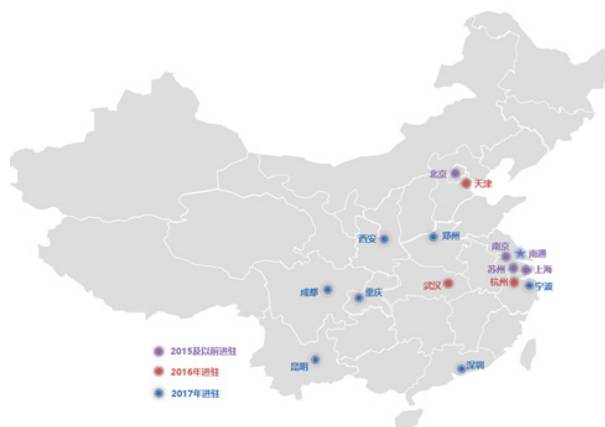
回顾中南置地高速增长之路可以发现，企业之所以能突破千亿，持续深耕长三角是核心的战略因素之一。2018年长三角地区销售占比达到了944.5亿元，贡献占比接近64.4%，而作为起家南通的地方性房企，持续深耕的本土市场南通一城就贡献了261.6亿元的销售额。致力拓宽全国化布局，升级城市能级也是关键的一步，通过对企业的进驻路线及节点

研究我们发现中南置地的布局逻辑主要有两个：第一是以总部区域为核心由近及远逐步向外扩张，第二是优先向市场容量充足的二线城市寻求扩张。

首先在2015年中南率先确立了由三四线进军一二线的全新布局策略，接连布局了北京、上海两大一线城市，但是北京仅一个规模较小的收并购项目，可以看出由于北京距离总部南通距离较远，企业的布局还是比较谨慎。在2016年中南置地迈出重要一步，将总部迁至上海，借助上海的金融便利开启了大刀阔斧的全国化之路。同年中南新进天津、武汉、杭州等热点二线城市，还尝试了入驻宁波，然而最终未能斩获标的地块而落空，这时企业的布局还是在围绕总部周边区域以及早有落子的北京，管理半径相对较小。2017年中南置地再度提出“走出长三角”策略，此时企业的布局范围更加开阔，从地图上可以看出，除了宁波之外，当年新进入的西安、郑州、成都、重庆、昆明以及深圳等热点一二线城市距离总部区域都有着一定的距离，至此企业全国化布局全面铺开，为突破千亿打下了基础。



图：中南置地进驻新城时间分布



数据来源：CRIC整理

(2) 第一逻辑是距离，第二逻辑是容量

除了距离之外，市场容量也是企业进驻的一个重要考量因素。以2016年企业选择布局的武汉、天津和杭州为例，在商品住宅成交面积上，武汉全国商品住宅成交面积仅次于重庆、成都，天津和杭州成交面积都位居全国前列；像成都、重庆以及长沙虽然市场容量都比较大，但相对企业的大本营距离也都比较远，所以在暂未进驻。商品住宅成交金额上，天津、杭州两市成交金额都突破了3000亿元，武汉也达到了2878亿之高，其他成交金额位次居前的上海、苏州等企业早已进驻。因此2016年企业的布局逻辑是距离大本营更近且市场容量充足的二线城市布局，在打通了上海、杭州等地之后中南开始辐射周边的嘉兴等三四线卫星城市。之后在2017年随着企业规模的扩张，全国化更进一步，距离不再成为限制企业布局的因素，中南进一步向市场容量广阔的成都、重庆等地进发。

表：2016年全国商品住宅成交面积及金额（单位：万方、亿元）

城市	商品住宅成交面积	城市	商品住宅成交金额
重庆	5105.5	上海	5233.3
成都	3285.8	天津	3245.6
武汉	2931.1	苏州	3070.7
郑州	2571.4	杭州	3059.6
天津	2521.9	深圳	3003.2
长沙	2291.8	武汉	2878.1
苏州	2258.6	北京	2795.8
上海	2019.8	广州	2654.6
杭州	1887.1	重庆	2635.6
西安	1877.8	南京	2515.0

数据来源：《中国城市统计年鉴》CRIC整理

（3）高溢价拿地打标杆，多样合作拓新城

从中南的布局方式我们可以发现，企业布局时主要有两种手段，第一是强势进驻高溢价拿下优质热门地块打造标杆项目，第二是通过合作模式来拓土新城。

企业高溢价拿热门地块模式的代表城市主要有杭州、武汉、成都、昆明，尤其是在2016年最为激进，新进武汉时一举拿下三幅土地全部触及最高熔断竞价，新进杭州首幅地块溢价率高达155%，第二块溢价率高达323%，之后17年新进昆明、成都等城市溢价率也都在50%以上。而从这些热门高价地块的项目可以发现，杭州科技城地块、昆明方旺片区地块以及成都的回天镇地块均用于打造了企业的标杆项目樾府。



表：中南置地2016-2017年进驻新城首拍地块溢价情况

城市	地块名称	拿地时间	溢价率
杭州	未来科技城198号A地块	2016-06-27	155%
杭州	萧山区24号地块	2016-09-20	323%
武汉	P（2016）106号	2016-11-24	49%
武汉	P（2016）108号	2016-11-24	100%
武汉	P（2016）109号	2016-11-24	100%
昆明	官渡区方旺片区宅地	2017-10-23	53%
成都	天回镇地块	2017-04-06	57%
成都	回镇街道万圣社区居委会3、4、7组	2017-04-06	88%
成都	建设南路地块	2017-04-06	61%

数据来源：CRIC整理

合作拓土模式代表城市有宁波、西安、深圳、天津、郑州等，从其合作模式上来看，中南合作的方式非常多样：像企业新进宁波时是通过与德信合作斩获一块司法拍卖土地；新进西安、天津是通过收并购项目股权，之后在西安还通过与当地政府签约合作进一步扩大业务，涉及特色小镇、城市更新以及PPP项目合作等多种类型，通过大规模合作，进驻西安第二年中南销售额即突破百亿；而新进郑州则是通过与本土房企合作设立合资公司；新进深圳则是通过与地方性房企合作城市更新项目。另外值得一提的是，其实2016年中南曾尝试以拿下热门地块的门市进驻宁波，但是后来参拍的地块竞价十分激烈，成为当时的总价和单价双料地王，因此通过拿下热门地块的希望落空，最终选择了合作进军宁波。

总体来讲，中南置地布局逻辑是首先打通一二线，然后逐步布局周边卫星城市，挖掘市场潜力。在实际操作方面，规模有限时缩小管理半径，优先考虑距离以及市场容量因素，随着规模的增长，布局范围再逐步向外围拓展，以市场容量为布局的核心因素。拿地时一方面积极参拍

热门地块，同时关注多样化的合作机会，通过合作方式来降低新城的进驻门槛。

4、美的置业：循高铁布局，区位选择有前瞻性(略)

四、千亿阵营持续扩容，合理布局抢占席位

1、千亿房企数量持续增加，7家房企20年有望冲击千亿

从近年的行业发展趋势来看，目前国内房地产行业规模顶部正在逐步显现，行业增长的红利逐步弱化，企业规模已然是企业最稳固的护城河。行业资源逐步向千亿房企集中，与中小规模房企之间的差距也在逐步加大，冲击千亿是当下房企的核心诉求之一。

根据CRIC《2020年上半年中国房地产企业销售TOP200排行榜》数据，我们对新晋千亿房企做一个简单的预测。预测的依据主要有三个：第一是通过假设房企上下半年企业销售金额相同来判断全年可能冲击千亿的房企；第二是假设企业全年的业绩增速与上半年销售增速相同，来判断全年能否冲击千亿；第三是根据企业业绩会上披露的全年可售货值数据，按照60%的去化率推算企业全年业绩能否突破千亿。经过筛选我们判断2020年，龙光集团、新力地产、禹洲集团、中骏集团、卓越集团、建发房产、以及合景泰富均有希望在20年冲击千亿。



表：2020年有望新晋千亿房企（单位：亿元）

房企简称	2020H1全口径销售额	预估全年销售额（根据H1业绩）	2020H1销售增速（全口径）	预估全年销售额（据H1增速）	全年可售货值	按去化率60%推算销售额
龙光集团	571.8	1143.6	24%	1230.4	1800	1080
新力地产	435.4	870.0	-6%	927.6	1567-1828	940-1097
禹洲集团	428.5	857.0	51%	1130.4	1800	1080
中骏集团	400.8	801.6	8%	872.0	1700	1020
卓越集团	399.1	798.2	14%	1083.6	/	/
建发房产	380.0	760.0	36%	1006.9	/	/
合景泰富	367.6	735.2	2%	878.3	1700	1020

备注：龙光集团、新力地产、建发房产及卓越集团采用CRIC《中国房地产企业销售TOP200排行榜》

数据，其他均为公司公告

数据来源：CRIC整理

2、关注合作契机，打造标杆产品挖掘增量市场（略）

3、机会型城市做深耕，三四线拓展看区位（略）

4、千亿规模后，梯队内依然挑战重重（略）

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。

「 目录 导览 」

一、竞争加剧，千亿房企数量逆势增长

- 1、行业探顶，企业间竞争加剧
- 2、阵容逐渐稳定，千亿房企地位难撼动
- 3、规模仍是诉求，千亿房企增至35家

二、深耕或拓展两大布局策略，均可助推千亿

- 1、高增速冲击千亿，突破后适当休整
- 2、深耕或拓展，单城产能差近10亿/城/年
- 3、深耕型企业基本可率先于2-3城破百亿
- 4、拓展型企业为实现规模普遍布局超40城

三、布局逻辑各有不同，合作最能扩大规模

- 1、中国金茂：产品指导布局策略，股权合作平衡业绩与负债
- 2、滨江集团：聚焦杭州深耕浙江，合作开发促规模增长
- 3、中南置地：由近及远层层介入，以点带面逐步发散
- 4、美的置业：循高铁布局，区位选择有前瞻性

四、千亿阵营持续扩容，合理布局抢占席位

- 1、千亿房企数量持续增加，7家房企20年有望冲击千亿
- 2、关注合作契机，打造标杆产品挖掘增量市场
- 3、机会型城市做深耕，三四线拓展看区位
- 4、千亿规模后，梯队内依然挑战重重



「大湾区本土房企VS外来房企， 你pick谁」

研究员/朱一鸣、贡显扬、汪慧、李丹

自2019年《粤港澳大湾区发展规划纲要》以及《关于支持深圳建设中国特色社会主义之一先行示范区的意见》相继发布，在双重政策利好叠加下，大湾区的投资价值跃升，为房地产行业带来历史性发展机遇，成为各大房企战略布局要地。

当前，大湾区已经形成本土起家的全国化规模房企、本土深耕型房企以及外来房企三足鼎立的局面。在日趋加剧的竞争态势下，无论是本土房企还是外来房企，都是机遇与挑战并存。本文将结合大湾区本土房企与外来房企的发展现状，对其竞争力进行比较分析，一方面为外来房企如何抓住机遇抢占大湾区提出一些建议，另一方面具体分析外来房企的进驻对本土房企市场环境的影响。

一、粤港澳大湾区投资价值凸显，房企加速区域城市覆盖

1、大湾区市场迎来发展机遇，房企积极加码投资布局

自深圳市政府工作报告首次提出“湾区经济”，到2019年2月《粤港澳大湾区发展规划纲要》正式公布，在巨大的市场规模和政策利好下，粤港澳大湾区市场布局的房企迎来发展机遇。据CRIC统计，截至目前

TOP50房企中已有超9成的企业布局大湾区。其中，除了在大湾区发展起来的粤系房企，进一步积极投资、加码货值储备外。粤港澳大湾区的规划及发展前景也吸引越来越多的外来房企加入到华南区域市场的竞争中。

近年来，在规模房企中，有诸如融创、新城、世茂、龙湖、阳光城、旭辉、金科、金茂、远洋、禹洲、首创等多家外来房企积极进入粤港澳大湾区市场，将大湾区提升为全国化战略布局的重要板块。其中，世茂于2017年首入佛山、惠州、中山；2018年和2019年又分别进入广州、东莞和肇庆。龙湖于2017和2018年分别进入珠海和东莞、深圳；2019年首入中山。据统计，截至2019年末，行业TOP30房企位于粤港澳大湾区的土地储备货值和建面总量已达到6.1万亿元和2.9亿平方米。

表：近年来部分外来规模房企在大湾区九城的进入情况

城市	2017年首进房企	2018年首进房企	2019年首进房企	2020年首进房企
广州	融信、泰禾、新力	绿城、金科	北辰	俊发
深圳	绿地、龙湖、 首创	阳光城	电建、五矿	/
珠海	龙湖	/	金茂、宝龙	绿地、旭辉
佛山	世茂、绿城、中 南、金科	中梁、远洋、 禹洲、首创	荣盛、蓝光、 俊发、中骏、 东原、德信	/
惠州	新城、世茂、泰 禾、禹洲	阳光城	旭辉	绿地、德商
东莞	新城、旭辉	世茂、龙湖	首创	远洋
中山	世茂、旭辉	新城、阳光城、泰 禾、新力、禹洲	龙湖、朗诗	/
江门	/	新城、阳光城、 旭辉	/	/
肇庆	融创、新城、泰 禾、新力	绿地、中梁	世茂、阳光城	龙湖、东原

数据来源：CRIC整理

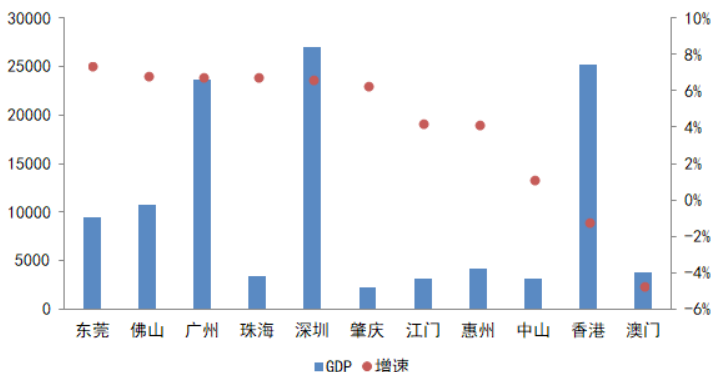


2、区域政策利好相继出台，带动湾区城市经济增长

粤港澳大湾区规划囊括香港、澳门特别行政区以及广东9城，总面积5.6万平方公里。在香港、澳门、广州、深圳4个中心城市的基础上，形成广州—佛山、深圳—香港、澳门—珠海三个城市群极点，通过极点带动湾区内11个城市的整体发展。自2014年深圳政府工作报告中首次提出湾区经济概念，近年来粤港澳大湾区相关政策陆续出台，推进粤港澳大湾区建设上升为国家级重要发展战略。

2017年，《深化粤港澳合作、推进大湾区建设框架协议》在香港签署，2019年2月，中共中央、国务院正式印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，根据《纲要》，到2022年，粤港澳大湾区作为国际一流湾区和世界级城市群框架基本形成；到2035年，全面建成宜居宜业宜游的国际一流湾区。随着湾区政策红利的逐步释放，大湾区经济实现跃升，2019年大湾区贡献GDP11.59万亿元，同比增长6.65%，超过全国整体经济增速，深圳、广州、佛山、东莞、珠海等城市经济增长表现突出。

图：2019年粤港澳大湾区各城市GDP及增速（单位：亿元）



数据来源：CRIC整理

3、产业融合叠加人才引进，支撑湾区中长期楼市发展（略）

二、粤港澳大湾区本土、外来房企发展现状及竞争格局

1、本土房企具备先发优势，区域深耕房企深化湾区布局

（1）已完成全国布局的粤系龙头房企，区域优势地位稳固（略）

（2）区域深耕型房企，深化大湾区全覆盖、拓展全国布局（略）

2、部分早期布局的外来房企，大湾区货值储备已初具规模

（1）早期布局型外来房企，开拓大湾区市场进行全国化布局

除了本土房企，近年来在粤港澳大湾区规划及发展前景的吸引下，有越来越多的外来房企也积极投资、加入到大湾区的市场竞争中。其中以融创、新城、世茂、龙湖、阳光城、旭辉、金科、远洋、新力等为代表的外来房企，较早开拓大湾区市场、积极布局，将大湾区提升为全国化布局的方向之一。

这类房企主要在2014-2016年期间拿地首入大湾区，选择的城市以广州、佛山、深圳居多，在之后的几年再不断加码投资、落子其他城市进行补仓，完善大湾区布局。目前，多数早期进入华南市场开拓全国布局的规模房企，都已经形成了自身的大湾区区域公司。如融创、新城、世茂、龙湖、阳光城、旭辉等外来房企都在2016年前后于广州、深圳设立自己的区域公司。其中，世茂于2019年11月也拆分华南区域，设立世茂海峡湾区运营中心，金科也于2019年末将华南区域与深惠区域进行合并，进一步聚焦对粤港澳大湾区的区域战略布局。



表：早期布局型外来房企在粤港澳大湾区的区域公司布局情（略）

（2）世茂、融创、远洋等外来房企，大湾区储备初具规模（略）

3、近两年新进驻的外来房企，布局大湾区战略意义更强

而在2019年2月《粤港澳大湾区发展规划纲要》正式公布之后，也有部分外来房企加大了对大湾区的关注，并于年内新增投资、首次进入大湾区市场。对于这部分房企而言，开启在粤港澳大湾区的投资，对其自身项目布局及规模发展有更强的战略意义，也势必会择机加码在大湾区的布局。

如朗诗……（部分略）

4、本土房企市占率领先，外来房企突围面临阻力

总体来看，大湾区本土房企凭借先发优势占据大本营城市核心区位，在销售市场占有率上占据绝对优势。TOP10的房企，本土房企如碧桂园、万科、恒大、保利、中海和华润在多个湾区主要城市中销售排名领先。其中，保利发展2019年于佛山的销售额超200亿元，于广州的销售额超420亿元，领衔当地房地产市场。

TOP30-50本土房企虽然整体规模和全国化布局相对受限，但立足于本土化深耕优势，在部分大湾区核心城市占据领先的市场份额。从2019年全年销售情况来看，龙光于惠州、肇庆的排名均位居第二；雅居乐、华发、越秀分别于中山、珠海、广州的销售业绩排名位列前三。

表：2019年主要本土房企湾区重要城市销售流量金额排名（略）

而就外来房企而言，一方面，经过近几年布局已经成功进入大湾区市场，无论在项目销售还是土地储备上都达到了一定规模。根据克而瑞

2019年城市销售排行榜，广州、佛山、中山、肇庆四城的外来房企在大湾区销售排名相对靠前。如融创2019年在中山、肇庆两城的销售业绩规模都跻身城市TOP10，在广州、佛山也在TOP20之内。

但另一方面，相较本土房企，多数外来房企在大湾区的单城市销售排名仍处在相对靠后的位置。比如在佛山，2019年企业销售排行榜TOP30中外来房企数量相对较多，但排名集中在第15名以外，仅阳光城一家位列前十。而诸如金茂、金科、新城、中南置地等房企均位居TOP20-30名，市场份额不及时代、华侨城、合景泰富等整体规模相对较小的本土房企。总体而言，外来房企想要在粤港澳大湾区占据一席之地面临更大的阻力。未来还需通过不断深拓市场，适时调整市场策略，找到适合自己的路径。

表：2019年主要外来房企湾区重要城市销售流量金额排名

城市排名 房企简称	广州	佛山	中山	肇庆
融创中国	18	16	10	10
绿地控股	5	15		
新城控股		23		7
世茂房地产		18		
绿城中国				
龙湖集团	9			
阳光城	23	8		
旭辉集团		12		
中南置地		28		
金科集团		25		
中国金茂	16	20		
远洋集团			19	
泰禾集团		13		
中骏集团				
福晟集团			17	
首创置业				
弘阳地产				

注：广州、佛山排至TOP30；中山排至TOP20；肇庆排至TOP10

数据来源：CRIC



三、外来房企大湾区市场布局战略与竞争力分析

面对大湾区巨大的市场规模和增长潜力，本土房企与外来房企同场竞争，抢占市场空间。在日趋加剧的竞争态势下，本土房企占据着先发优势，外来房企也发力赶超，我们从投资和销售两个角度对这两大类房企在大湾区市场的布局战略与竞争力进行具体分析。

1、城市选择：外来房企侧重布局大湾区核心及外溢热点城市（部分略）

大湾区城市能级相差较大，不同城市的市场成熟度也有所差别。本土房企的发展路径一般从大本营城市出发，率先占据大湾区核心城市发展，再逐步形成全覆盖。

外来房企由于缺乏大本营的地域优势，在进驻大湾区城市选择方面更加考虑市场进驻门槛、市场表现以及市场拓展潜力等方面因素。当前，深圳、广州仍作为外来房企主要战略布局，这些城市发展成熟、投资价值突出。以深圳为例，作为先行示范区，在大湾区的战略地位不言而喻，但由于土地供应有限，且土地成本高，外来房企的布局门槛较高，因此外来房企进驻更加要注重投资与收益的权衡。

在广佛同城发展外溢效应下，佛山的发展潜力大，市场热度高，且相较广州、深圳，投资选择空间更大，门槛和风险都较小，成为众多房企选择佛山的重要原因，融创、新城、俊发、德信等均选择佛山作为大湾区首入城市。此外，深惠莞一体化的推进，惠州、东莞的发展也受到

外来房企的关注。

表：部分外来房企首入大湾区情况

房企简称	首进大湾区时间	首入城市	项目
融创中国	2016/1	佛山	佛山绿岛湖融创湖滨世家
新城控股	2016/12	佛山	新城·璟城
首创置业	2017/6	深圳	首创·龙华中心
俊发集团	2018/11	佛山	勒流三元村旧改项目
德信中国	2019/7	佛山	德信禹洲·曦悦（与禹洲合作）
中建信和	2020/6	广州	花都区镜湖大道J11-XH02地块

信息来源：CRIC

2、进入模式：多数外来房企通过收并购或合作布局大湾区

本土房企由于在大湾区起步较早，早期土地获取主要以独立拿地、开发的模式进行。近年，由于竞争加剧加上土地成本跃升，合作项目也逐步增加。目前来看，外来房企主要通过招拍挂、联合拿地、收并购、城市更新等模式布局大湾区城市，模式呈现多元化。相比本土房企，外来房企面临着新进市场不确定性风险，借助合作模式打开大湾区市场的案例并不少见。

以世茂为例……（部分略）

3、旧改市场：外来房企项目获取门槛较高，但也在积极参与（略）

4、产品打造：凭借自身较强产品力，外来房企占得一席之地

尽管本土房企具备先发优势，但外来房企凭借全国化拓展积累的经验、多元产业优势、凸显的品牌价值、卓越的产品力、市场定价策略等方面的深造，后来者居上的潜力也不容小觑。



(1) 融创：多元业态融合、叠加地域特色立足大湾区

融创自天津起家，截至2012年已形成“京、津、沪、渝、杭”五大核心城市的战略布局。凭借全国化布局经验，2015年成立广深区域公司，2016年新进了广州、惠州、珠海、江门等大湾区城市，为大湾区的深耕奠基。2017年，融创的物业已覆盖大湾区内地9城，实现湾区销售金额194.5亿元。截至2019年年末，融创于大湾区的可售及可租建筑面积合计超过1200万平方米。

尽管融创在大湾区的市场份额有限，但基于品牌价值、产品打造方面的影响力已经铺开，在大湾区推出了涵盖高端精品住宅、文旅、城市综合体等多种类型的产品。此外，融创基于大湾区独有的岭南地域特色，凭借成熟的产品体系与营造能力，于2019年引入桃源系和粤府系两大产品系，将地产与文旅及当地文化相融合。

其中，广州融创文旅城凭借380万平方米的大体量、融合了乐园、体育、酒店、剧院等八大文旅复合业态，以及TOP系产品——壹号院系团队的精心设计，住宅产品2019年以来销售金额62.05亿元，位居融创在大湾区项目中的榜首，且均价高于周边项目。

而东莞的融创云玺湾作为融创在东莞的粤府系首作，广受客户认可与青睐，首开即售罄。其热销因素除了区位核心、交通便利、周边配套优质，还与产品的底蕴与品质紧密相关。立足于岭南传统与国际审美的平衡点，融创借鉴岭南“凹斗门”的空间意向，传承融创一贯的“大面宽、玻璃阳台、三段式立面”外立面结构，同时将“园林日常功用+赏心悦目”结合在一起，打造“生活+游憩”相互渗透的社区空间；户型类型明晰，”高层+小高层“组合，实现大多数户型同一朝向，注重南北通透与居住舒适度打造，与传统小高层拉开了距离。

(2) 阳光城：高端与高性价比产品组合打开湾区市场（略）

(3) 新城：商业品牌影响力带动湾区住宅项目热销（略）

四、粤港澳大湾区外来房企的进入对本土房企的影响

尽管凭借先发优势和深耕积累，本土房企在土储、销售等方面整体表现更加突出，但是外来房企聚集大湾区发力布局，确实也给本土房企带来了相当的挑战。

1、外来房企抢占市场份额，本土小型房企增长空间受到挤压

大湾区外来房企众多，在资产规模，产品力打造以及管理服务实力都表现出较强的竞争性，很多外来房企市场适应性和渗透能力都不容小觑。随着外来房企进驻、项目入市，本土房企的市场份额势必将被稀释。大湾区本土房企中，除了本土起家的全国化规模房企，本土深耕型房企均以中小房型企业为主。特别是本土小型房企，市场依赖较为单一，在外来房企冲击下，增长空间受到挤压。

在此趋势下，本土房企分化趋势或加剧，大中型本土房企凭借规模实力和资源优势，继续分享大湾区红利，而部分小型房企可能由于资金、项目、市场受限，受市场波动和外来冲击影响更大，最终可能由于竞争力不足而被兼并或破产。



2、土地市场竞争加剧，本土房企“重利润”经营模式受到挑战

本土房企由于在大湾区布局早，掌握较多低成本旧改项目，成本优势是其竞争力的一大体现。然而近年来，大湾区高起拍价、高溢价项目频现，尤其是核心城市项目有限，竞争尤为激烈，地价高企。外来房企聚集抢占市场，显然是推高地价、门槛抬升的一大动因。由于高价补仓，本土房企拿地成本普遍走高，盈利空间被压缩。并且外来房企通常以牺牲部分利润的方式谋求快速进驻和市场扩张，高价拿地、折让销售的现象较为普遍，在这场的市场环境下，本土房企“重利润”的经营模式受到严重挑战。

表略：大湾区部分城市典型高价成交地块（单位：元/平方米）

五、总结

近年来，大湾区投资价值凸显，在巨大的市场规模和政策红利吸引下，外来房企大举进驻，加速城市布局。当前，大湾区聚集了本土起家的全国化规模房企、本土深耕型房企以及外来房企三类房企，市场竞争激烈。从本地房企与外来房企竞争力分析来看，本土房企凭借地域优势，无论在土地储备、拿地成本或是市场占有率上整体表现更加突出，但外来房企也发力追赶，在大湾区战略布局成效明显，表现出较强的竞争力。

城市选择方面：相较本土房企较早布局，且多数已基本形成全覆盖，外来房企由于缺乏大本营地缘优势，因此更加考虑市场进驻门槛、

市场表现以及市场拓展潜力等方面因素。当前，深圳、广州仍作为外来房企主要战略布局城市，而在外溢效应下，以佛山为代表的热点城市也是外来房企进驻的热门选择。

进入模式方面：目前外来房企主要通过招拍挂、收并购、合作开发等多元化方式布局大湾区。相比本土房企，外来房企由于缺乏经验，更面临着新进市场不确定性风险，在大湾区布局模式上，借助合作、收并购模式曲线布局，更利于打开市场局面，进行市场渗透。

城市更新方面：大湾区旧改起步早，目前已经进入快速发展期，投资价值潜力巨大，也是各大房企角逐的关键领域。由于旧改项目地域属性较强，本土房企在规模和经验方面都处于领先地位；尽管面临较高阻力，外来房企也以不同的模式参与其中，目前发展模式主要还是依赖与本土房企的合作。

总体而言，尽管本土房企在投资、销售等方面表现突出，但外来房企的进驻与拓展确实给本土房企也带来了相当的挑战。一方面，市场份额被稀释，增长空间受到挤压，特别是本土小型房企，面对外来房企的市场冲击，可能面临风险；另一方面，市场竞争加剧，推高土地价格，利润空间被压缩，本土房企“重利润”的经营模式难以维系。因此，对于本土房企来说，要充分发挥和强化本土优势，既要守住阵营，也要乘风破浪。而对于外来房企来说，在大湾区发展选对模式、选好城市、选对项目、做好产品，是实现突围的关键。

本文为报告节选版，如需查阅全本报告，请联系我们。



「 目录 导览 」

一、粤港澳大湾区投资价值凸显，房企加速区域城市覆盖

- 1、大湾区市场迎来发展机遇，房企积极加码投资布局
- 2、区域政策利好相继出台，带动湾区城市经济增长
- 3、产业融合叠加人才引进，支撑湾区中长期楼市发展

二、粤港澳大湾区本土、外来房企发展现状及竞争格局

- 1、本土房企具备先发优势，区域深耕房企深化湾区布局
- 2、部分早期布局的外来房企，大湾区货值储备已初具规模
- 3、近两年新进驻的外来房企，布局大湾区战略意义更强
- 4、本土房企市占率领先，外来房企突围面临阻力

三、外来房企大湾区市场布局战略与竞争力分析

- 1、城市选择：外来房企侧重布局大湾区核心及外溢热点城市
- 2、进入模式：多数外来房企通过收并购或合作布局大湾区
- 3、旧改市场：外来房企项目获取门槛较高，但也在积极参与
- 4、产品打造：凭借自身较强产品力，外来房企占得一席之地

四、粤港澳大湾区外来房企的进入对本土房企的影响

- 1、外来房企抢占市场份额，本土小型房企增长空间受到挤压
- 2、土地市场竞争加剧，本土房企“重利润”经营模式受到挑战

五、总结

杠杆率低于55%的人口500万以上内生型三线城市市场研究

从房地产市场基本面（商品房成交面积、土地去化周期），潜在购房需求（常住人口、户籍人口、常住户籍人口比、城镇化率、城镇居民人均居住面积），市场购买力（城镇居民人均可支配收入、房价收入比、杠杆率、人均存款余额）这三大维度分析杠杆率低于全国平均水平且人口规模较大的内生型三线城市房地产市场前景？未来有没有继续加杠杆的空间？

黄河流域城市房地产市场发展阶段特征及前景研判

“黄河流域生态保护和高质量发展”上升为第七个国家战略，西宁、兰州、银川、西安、郑州等为代表的黄河流域核心城市房地产市场异军突起、供求两旺而房价上涨压力突出。2020年疫后黄河中游房地产市场“几家欢喜几家愁”：西安省会、临汾等内生型城市受限于供应整体表现为供不应求，与之形成鲜明对比的是太原、郑州等市场下行压力巨大。本专题以聚焦黄河流域汾渭平原4个单核城市及10个省内份额10%以上三四线城市，兰州、西安、太原、郑州、临汾、洛阳、宝鸡等城市，结合调研情况，通过城市经济基本面、房地产市场、土地市场等多维度横向比较分析这些城市房地产市场发展阶段特征及前景空间。

加速融入长三角，苏北、皖北和豫南人口流出城市房地产市场机遇与挑战

在长三角一体化发展成为国家战略后，各项具体措施相继落地，作为农业人口聚集区和传统人口流出区域，如阜阳、亳州、淮北、南阳、周口、信阳、驻马店、徐州、宿迁、盐城等近年来在交通一体化加速带动下，返乡置业和本地改善需求叠加，房地产市场持续火热，但同时购买力天花板也时隐时现，市场分化格局愈加明显，将结合实地调研，以微观补充宏观的视角，通过城市经济基本面、房地产市场、土地市场等多维度分析这些城市房地产市场发展空间和面临的短板问题。

人口和需求

小学生数量与三四线房地产市场发展的关联性研究

房地产市场需求和人口结构质量高度相关。在三四线老龄化、空巢化日益突出的背景下，三四线城市人口结构变化值得特别关注。在三四线城市人口结构数据大多不披露的情况下，学生人数成为了值得重点关注的人口发展指标。为此，我们从小学生这一指标切入，在小学生总量比较大、增长比较快的城市中，找出适龄购房人口更多的城市，并结合房地产市场发展指标，以此研究小学生数量与楼市发展的关联性。

大学生规模对一二线城市人口发展和购房需求的推动研究

近年来一二线城市的产业迁徙、以及三四线城市新型城镇化建设的推动下，不少一二线城市迎来了产业发展、城市建设的“腾笼换鸟”，对于高素质人才的需求规模也不断增加。在各地的引才政策中，也可以看到关于大学生的优惠政策均是重中之重，典型如武汉等更是开启了“百万大学生留汉”计划。为此，我们从一二线大学生人数这一指标切入，联系常住人口规模、人口增速等指标，分析各城市高素质人才的增长速度与潜力，并在此基础上，结合房地产市场发展指标，研究城市大学生规模对购房需求的推动作用。

人口增长“归零”的沈阳，如何走出楼市回升之路

对于房地产市场而言，人口始终是影响住房需求最根本、最重要的指标。但是对于辽宁省会而言，在近五年常住人口增长率不足1‰、GDP一度倒退的情况下，这一规律却似乎“失效”：近年来沈阳不仅供求关系趋于平衡，市场规模增长也持续处于大中城市前列（2019年1400亿元，2015年来复合增长率25%）。为探寻这一现象背后的原因，本文将东北地区的经济发展格局切入，从沈阳的经济首位度、人口发展、楼市供求等角度进行分析，研究这一现象的成因、持续性，以及是否可能与其他城市重复出现，并由此为企业投资布局提供新的参考方向。

千亿房企近两年新进入哪些城市？

经历17年土地市场火爆，18年后土地市场整体逐步降温，企业拿地及新进城市相对谨慎。但即使如此，依然能够监测到部分房企新进城，那么这都是哪些城市？是基于什么原因选择了进驻？我们将以千亿房企为研究样本，统计近两年新进入城市，并结合城市企业竞争格局及城市竞争力，来分析原因，已给准备拓展疆土的房企提供参考。

谁是旧改之王？富力VS佳兆业

行业见顶，市场逐步迈入存量房市场。城市更新成为各大房企新一轮风口。虽然通过城市更新能够以较低的成本锁定大量优质土储，回报可观。但由于投资周期长、利益主体间关系处理复杂、风险高等特点，城市更新往往具备较高的壁垒，对于想进入的房企来说具备较大挑战。因此，本文以目前涉足城市更新领域20载、城市更新土储规模的相似的富力与佳兆业进行对比，分析两家企业城市更新业务的发展脉络，对典型案例进行分析，从而给其他房企提供借鉴意义。

起底商业轻资产化的新玩法

商业地产轻资产化已形成行业共识，而国内商业轻资产化的短板，一定程度上，导致国内自持商业变现难，容易过度挤压资金，成为商业发展的一大痛点。他山之石，可以攻玉，国内外有几种主流玩法？第一类，以万达为代表的管理输出，也是国内主流玩法，后起之秀新城、宝龙之流；第二类，以铁狮门、西蒙为代表的基金模式，第三类，以凯德为代表的PE+REITS模式。

不良资产管理公司的地产发展道路

作为地产行业而言，希望更多元且更低价的土地获取方式；作为AMC而言，希望更优质且更大资金量的投资标的，二者实际上需求吻合，遥相呼应。房企与AMC公司的契机已出现。近期地方AMC数量增加，在地方AMC悄然扩容同时，越来越多房地产企业正“隐身其中”。比如长沙湘江资产管理有限公司的股东方——长沙南润投资公司旗下拥有秀龙地产，万科则直接担任深圳资产管理有限公司的第二大股东。

基于供应商应付款角度分析房企经营杠杆风险

作为地产行业而言，希望更多元且更低价的土地获取方式；作为AMC而言，希望更优质且更大资金量的投资标的，二者实际上需求吻合，遥相呼应。房企与AMC公司的契机已出现。近期地方AMC数量增加，在地方AMC悄然扩容同时，越来越多房地产企业正“隐身其中”。比如长沙湘江资产管理有限公司的股东方——长沙南润投资公司旗下拥有秀龙地产，万科则直接担任深圳资产管理有限公司的第二大股东。

准千亿地方国企系列研究——华发股份

华发股份作为珠海龙头国企，早年间逆周期囤地、实行慢周转开发模式，与华润、中海、招商、保利等相比，规模发展显然掉队，但自2018年开始提速扩张，销售规模高速扩张，成为千亿后备军。在当前行业增速放缓、政策持续调控以及市场不确定性积聚的背景下，华发股份的国企属性和中型规模，在市场竞争中具备一定的优势，同时也面临挑战。本专题就华发股份的规模发展特点进行梳理总结，并对其成长空间进一步评估。

准千亿地方国企系列研究——建发房产

建发房产是厦门建发集团旗下房地产开发企业。在2017年前经营稳健，在2018-2019年房地产行业增长放缓的背景下规模快速增长。建发以新中式住宅作为产品核心，建筑风格迎合主流市场需求、项目开发因地制宜、品牌优势积累增加项目溢价，这些都是建发的核心竞争力。在经营方面，建发有着国企背景带来的融资优势和拿地优势，也通过多元化布局、多模式合作等增强实力。未来，建发有望通过双上市平台的优势，充分利用国企的资源，保持新中式产品力方面的特点，加入千亿规模的房企队列。

准千亿地方国企系列研究——越秀地产

越秀地产是国企越秀集团旗下的综合性房地产开发企业。其地产业务主要集中在广州地区，目前已逐步拓展至珠三角、长三角、环渤海及中西部地区。近年来越秀发展加速，销售复合增长率超30%、略高于行业平均水平，已经成为准千亿房企，将成为千亿梯队有力竞争者。本文，我们将从越秀的规模发展、投资布局、各区域业绩贡献、资本运营、财务表现以及国企合作模式、多元业务等角度，对越秀地产的发展战略及业务前景进行探究。

典型房企代建业务优劣势比较研究

在轻资产运营模式下，房企代建业务的发展受到关注，目前除了规模型房企积极开展代建业务的探索和实践，一些特色房企也加入其中。本专题将围绕房企代建业务的发展展开，一方面对当前发展现状和未来发展趋势进行分析和总结，另一方面通过对典型房企代建业务发展特色、模式、成效进行比较，分析优劣势与适用性，为不同房企提供一些价值参考。

社区设施新趋势研究

社区设施的打造已经成为衡量产品品质的重要指标，也成为购房者选择产品的重要参考因素。本专题重点关注产品社区设施在适幼、宠物、健康、适老等方面的新变化新趋势。

智能化的新变化、新突破（智能化白皮书）

随着科技的进一步发展，今年房企在住宅智能化方面有哪些新方向和新突破？

2020 研究专题卡

系统化的房企情报定制方案

预测走势

预警风险

提供借鉴

» 白金卡

自选专题报告50份（包含白皮书系列）

» 金 卡

自选专题报告20份（不包含白皮书系列）

» 普 卡

自选专题报告5份（不包含白皮书系列）

自选专题

根据企业自身需求 从十大类50个精选专题列表中进行选择

宏观研究 | 市场研究 | 企业管控 | 项目借鉴 | 营销案例

产品案例 | 运营模式 | 企业深度 | 企业融资 | 盈利模式

TEL 021 6086 7863



10大类别

50余个精选专题量

量身定制的专业服务

 克而瑞
研究中心



联系地址：上海市静安区广中路788号秋实楼5楼
联系电话：021-60867863
传真号码：021-60867392
E-mail: research@cric.com