

研究札記

把脉、洞察
借鉴、提升

第28期
2019.3

 易居企业集团
商业·研究·中心

关于克而瑞研究中心

专业度

易居企业集团专业研发部门，成立13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11年发布中国房地产企业销售TOP100排行榜，并不断扩容至TOP200，榜单阅读量均破10W+。微信公众号粉丝25万+，涵盖房地产开发企业、基金券商、主流媒体、政府行业协会以及其他业内资深人士。

号召力

连续24次成功举办地产金融论坛，紧扣地产时代脉搏，聚焦行业热点，痛点，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。



此处为折页的
裁剪线

研究札记

第28期

2019.3

克而瑞研究出品

大周期、大循环，房企城市布局再思考

“基于房地产行业内外部变动，房地产企业已经出现新一轮战略性竞争格局与态势”。

年初的时候，房企都做好了非常坏的准备和打算，没想到春节之后市场迅速出现了“回暖”迹象。部分城市出现热销项目，部分项目再度“万人抢房”。一二线城市土地市场也迅速升温，地块溢价快速上扬。

但从整个行业来看，一二月房地产销售面积增速回落到了-3.5%左右，这项指标已掉到0以下，调整并没有完成（2011、2012年下滑极限都在-15%，2014年在-10%），数据尚未见底，还会进一步下调。另按照以往经验判断，一二线城市调整周期一般是1-2年，三四线、四五线会更长，从去年9月到现在只有6个月左右，时间周期也未达到。因此，现在的“回暖”只是局部现象，料二三季度市场还会有反复。但全年市场分化的格局基本可以确定，今年一二线城市会有反弹而三四线将持续调整。

从政策来看，今年“两会”当中对于房地产描述都非常精炼。我判断“房住不炒、因城施策、平稳发展”依然是今年调控的主基调。

企业投资上，2018年下半年，从规模房企开始，投资就偏向保守，整体的拿地规模出现较大的下调。在投资布局上房企也出现明显变化，万科等龙头房企以积极的态度率先出动，以中梁为代表不少想要优化土储架构的企业也抢占先机，纷纷在二线城市有所落子。

房企投资回归一二线，与其防守心态、防波动不无干系。当下，“因城施政、分类调控”突出，不同城市之间的市场分化继续再加剧，在三四线棚改热度衰退、需求被透支的情况下，企业投资出现了全局性的攻防转换趋势亦在情理之中。特别是最近都在维“稳”的大基调下，政策又出现了短时间的真空，如何在未来房地产行业走得更好、更稳健，城市布局和拿地策略是否合理是极其重要的一环。

丁祖昱

易居企业集团 CEO

007 最前研 ————— 壹

015 市场把脉 ————— 贰

2019年一季度房地产行业新变化之思考

“详解”2019年两会中房地产政策六大亮点

2019年重点城市调控政策走向研判

豪宅需求“升级”而产品“降级”，提高产品适配性是关键

079 城市研判 ————— 叁

看“十三五”规划如何助力中小城市房地产发展

2018一、二线城市购房者特征研究

强二线城市人口竞争格局

2019春节三四线城市市场调研纪要

121 特别关注 ————— 肆

粤港澳大湾区规划解读及粤九城楼市发展前景研判

2018年房地产企业粤港澳大湾区土储货值TOP30

存量时代下资产证券化开启万亿市场

147 企业纵深 ————— 伍

2018年单项目销售TOP100深度解读

深度解读房企合作开发

长租公寓花样融资大解析

国家乡村振兴战略与房企参与模式研究

195 年报点评 ————— 陆

2018年度房企年报系列点评

207 更多 ————— 柒

研究预告

专题卡

编委会

Editorial Board

----- 2019年第一期 -----

[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 李恺艳

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

贡显扬 易天宇 吴嘉茗 邱 娟

汪维文 冯 惠 李思潼 洪宇桁

羊代红 李 丹 周 奇 姚郑康

齐瑞琳 汪 慧

美术设计：梵童创意 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：research2@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。



最 前 研



壹

两会 房地产税“箭在弦上”但年内落地几无可能

【事件】3月，两会政府工作报告明确提出稳步推进房地产税立法，全国人大常委会委员长栗战书，在十三届全国人大第二次会议上也表示：集中力量落实好党中央确立的重大立法事项，包括审议民法典，制定房地产税法等立法调研、起草，加紧工作，确保如期完成。

【CRIC点评】鉴于房地产税立法牵扯面颇广，存在着程序繁琐、复杂性等典型特征，调研、起草、审议等一系列工作需要较长的时间周期。当下房地产市场已步入调整期，房价涨幅趋于平缓，此阶段出台房地产税的迫切性不甚强烈。并且，房地产税法并未列入2019年全国人大立法计划，预计2019年房地产税法落地可能性不大。

“两会”政府工作报告：居民住房，夯实地方政府主体责任，弱化棚改目标、货币化安置等内容

【事件】3月5日十三届全国人大二次会议于上午开幕，国务院总理李克强代表国务院作政府工作报告，报告提及，更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。

【CRIC点评】关于居民住房方面，“两会”报告重点突出：一方面夯实地方主体责任必不可少，2019年“因城施政，分类调控”特点将更为突出。另一方面虽然提及保障性住房建设和棚户区改造等相关内容，但是重点也集中在改造，并未有货币化安置、棚改目标等信息披露，由此看出，2019年棚改政策还是会有一定程度的收紧，特别在地方财政相对紧张的背景下，货币化安置等方式也会渐渐退场。



政策 海南：重启个人商贷转公积金，额度上限调至70万元

【事件】3月17日，海南省住房公积金管理局发布通知，明确将重启受理个人商业性住房按揭贷款转住房公积金贷款业务，调整贷款额度上限至70万元。

【CRIC点评】在2017年11月，海南因住房公积金个贷率89.18%超出85%的警戒线宣布停止房贷“商转公”业务。随着个贷率回落，重启业务，此举无疑是对刚需购房者的利好，让公积金贷款惠及更多家庭。但这并不意味着放松楼市，政府对于房地产投资性需求仍然保持较强的管控，金融政策上的变化仅支持了合理的购房需求。

东莞：二手房交易个税可选全额2%征收

【事件】3月12日，市场消息称东莞税务部门确认从3月11日开始，东莞二手房交易个人所得税可选择按差额20%或全额2%征收。

【CRIC点评】目前东莞二手房交易基本上只能选择差额的20%计算个税，导致大量交易不满五年以上且是家庭唯一住宅的二手房税费缴纳过高，一定程度上造成了二手房源成交迅速回落。随着该个税利好政策出台，纠正了东莞现阶段税费征收规则不太合理的问题，将有效降低购房成本，对二手房市场的回暖无疑是一重大利好。

中共中央、国务院：允许承包土地的经营权担保融资

【事件】2月19日，中共中央、国务院发布关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见。《意见》中指出，要全面推开农村土地征收制度改革和农村集体经营性建设用地入市改革，加快建立城乡统一的建设用地市场。加快推进宅基地使用权确权登记颁证工作，力争2020年基本完成。

【CRIC点评】此次中央出台相关政策体现了对“三农”问题的高度关注，是自农民承包地“三权”分置以来，中央在完善农村土地经营制度方面的又一重大举措。此次创新性的提出了允许承包土地的经营权担保融资，体现了土地“确权”后，中央对加快土地流转，盘活农民手中闲置资产的决心。

粤港澳大湾区规划出台，2035年前完成整个湾区建设

【事件】2月18日晚间，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，到2022年前打好连接湾区各市的基础；在2035年前有更多便利大湾区各城及居民流通的措施，并在该年完成整个湾区建设。

【CRIC点评】《粤港澳大湾区发展规划纲要》为大湾区的发展提供了清晰的方向，尤其是为港澳地区经济发展开拓了新空间注入了新动力，有利于港澳长期繁荣稳定，是“一国两制”的伟大新实践；其次可以发挥三地文化、经济优势互补，对中国的高新科技和金融产业发展具有极大的推动作用。

合肥：12家银行房贷利率上浮比例有变，贷款结清可按首套房贷利率执行

【事件】据消息，目前工商、建设、招商、中信、光大、交通、农业、华夏、邮政储蓄、兴业、渤海、广发共12家银行回复最新消息称，贷款结清可以按照首套房利率执行。

【CRIC点评】本次限贷的放松集中在房贷利率方面，适量的放宽房贷利率会在一定程度上刺激合肥房地产市场的成交表现。本次政策并未触及首付款比例，因此对市场的刺激作用有限。但面对当前的市场淡市，本次调整政策将成为合肥市场政策调整的开端，未来陆续或有更具效用的政策发布以提振市场表现。



市场 前2月销售如期负增长，仅投资增速逆势回升

【事件】3月，国家统计局数据显示：前两月商品房销售面积同比下降3.6%，新开工面积与土地购置面积增速也均大幅下滑，仅房地产开发投资额同比上涨11.6%。

【CRIC点评】2019年房地产行业开局不佳，销售、新开工、土地购置等皆降，但房地产投资仍具韧性，加快施工进度以备供应抢跑乃是重要因素。展望未来，2019年将是过去十年调整压力最大的上半年，但也有否极泰来的机会，信贷环境的逐步改善叠加地方调控放松预期，部分城市已然出台刺激购房措施。

70城新房价格涨幅收窄，二手房涨幅环比扩大

【事件】国家统计局数据显示，截止2019年2月底，70城新建商品住宅价格指数连续6个月保持下降趋势，价格环比虽保持上涨，但涨幅收窄，由0.6%降至0.5%。

【CRIC点评】结合今年楼市调控目标——防止市场大涨大跌，预期后续新房价格仍将保持平稳。而从二手房市场来看，因受主要一二线城市交易行情逐渐活跃影响，交易价格波动较大，短期内重点城市的改善型房源房价上涨仍将持续一段时间，但随着与一手房价差的逐渐消融，涨幅也相对有限。

千人抢房、土拍大热再现，市场真的“回暖”了吗？

【事件】开年以来，楼市大事件层出不穷：先是各地调控出现了不同程度的“松绑”，继而全国多城房价继续上涨、苏州土拍大热、南京千人抢房等消息也开始刷屏。

【CRIC点评】当前随着各城市楼市调控的试探性松动，局部土地市场的回暖以及部分项目价格回调，带来部分城市短期升温、部分项目热销的现象，但难改总体市场下行调整大趋势。我们认为：政策面基本维稳，不同城市市场分化继续加剧，供应相对稀缺的、热点板块的高性价比项目，未来依旧会成为购房的热点。

土地 地价回归合理水平，二线城市迎来拿地良机

【事件】3月，房企参与土拍热情比2018年四季度有所改观，据CRIC统计，各能级城市溢价率均有所上扬，尤其是二线城市部分地块溢价率明显上升。

【CRIC点评】从当前土地供应情况来看，三月底大概率将迎来一波集中供应潮，在地价较为合理、楼市频现“回暖”迹象的当前，抓住机会抢夺优质地块是当务之急。尤其人口、产业支撑能力较强的城市可重点考虑，譬如杭州、西安、郑州等人口流入较多的城市。

福州、苏州土地拍火热异常，多家房企激烈竞争

【事件】春节后两周，二线城市土地市场似有回暖态势。2月11日以来CRIC重点监测城市共成交土地仅百余宗，龙头房企表现强势，以积极的态度率先出动，还有部分想要优化土储结构的企业也抢占先机，纷纷在二线城市落子。

【CRIC点评】从近期苏州、福州等城市土拍来看，个别市场的确略有回暖，但还谈不上全面复苏。我们认为2019年地价仍有一定下探空间，因此，对于大部分房企而言，“上半年促销售，下半年加码投资”或是最佳策略。整体来看，在融资依然偏紧、政策尚未转向情况下，谨慎依然是2019年企业拿地的主旋律。

上海：节后宅地低价挂牌与底价成交并行

【事件】2月，上海35亿元挂牌3宗住宅用地，平均楼面价在4万元/平方米以下，1宗位于嘉定区的地块起拍楼面价仅为4万元/平方米；另外2宗奉贤区的宅地起拍楼面价更低，分别仅为2.01万元/平方米和2.68万元/平方米。

【CRIC点评】上海新年成交的优质地块的地价的大幅降低主要两方面原因导致，一方面上海2018年的供地计划未能全部完成，2019年初调整挂牌起价理所当然；另一方面随着国内投资端的收紧以及市场下行压力，各房企所持资金不比往日丰厚，在考虑拿地性价比的同时，面对优质地块也更多地将成本纳入考量范围内。



企业 核心净利大增90%，恒大战略转型实现高质量发展

【事件】3月5日，恒大发布正面盈利预告引发关注。根据公告，2018年中国恒大的净利润和核心业务净利润均实现同比大幅提升，其中核心业务净利润的预期增幅将超过90%。

【CRIC点评】在“规模+效益型”发展模式及“三低一高”经营模式驱动下，恒大正沿着“保持规模适度增长，注重提升增长质量”的高质量发展模式稳步前行。值得一提的是，目前恒大的市盈率相比其他龙头房企较低，估值优势明显，未来仍有巨大上升空间。“新恒大”提出仅一年，恒大就取得了行业内目共睹的佳绩。

银城国际赴港IPO上市

【事件】2019年3月6日，银城国际控股有限公司于深交所敲钟上市，此次银城国际IPO共发行354262000股，每股发售股份2.38港元。

【CRIC点评】银城国际是一家起源于南京，专注于长三角区域发展的房企，公司实行“区域聚焦、深耕都市群”发展战略。截止2018年11月30日，公司在南京、无锡、苏州、杭州、马鞍山以及合肥8个长三角区域城市拥有31个物业项目，占总建面约为343.71万平。此次，银城IPO上市筹得资金主要用于项目开发、偿还借款以及一般营运。

德信中国每股发售价2.8港元，于2月26日开始买卖

【事件】德信中国2月25日发布公告，宣布全球发售约5.32亿股，其中香港发售数目为1690.6万股，国际发售5.15亿股，每股发售价为2.80港元，预计发售所得款项净额为13.73亿港元，于2月26日开始买卖，股票代码02019。

【CRIC点评】德信于1995年在杭州成立，历经23年发展，公司已成为深耕浙江省、布局长三角和国内主要城市的综合性地产开发商。截止2018年11月底，公司已在16个热点城市拥有74个在开发或持作未来开发的物业项目，总土储资源达到693.4万平方米。此次IPO上市，德信将把握这次资本市场机会，迅速提升公司规模与品牌效应。

万科发行20亿元住房租赁专项公司债

【事件】2月20日，万科公告，宣布发行规模不超过20亿元，票面利率未定，询价区间为3%—4.5%。该期债券为万科2019年面向合格投资者公开发行住房租赁专项公司债券（第一期），每张面值为100元，共计不超过2000万张，发行价格为人民币100元/张。

【CRIC点评】此次，万科顺势发行20亿元专项债券筹集住房租赁项目建设及补充营运资金，有利于抓住市场机遇，加快租赁业务布局，形成自身竞争优势，此外对于进一步优化业务结构也有着重要的利好。在龙头房企万科的带动下，越来越多的房企也将相继进入，住房租赁市场或将实现突破性发展。

房企积极参与国家乡村振兴战略，不同经营模式初显

【事件】碧桂园、恒大、万科在内地产开发企业已主动参与到乡村振兴中，房企乡村振兴的不同经营模式也已初步显现。

【CRIC点评】对于房地产行业而言，乡村振兴工作在未来的很长一段时间内是大有可为的发展领域，探索新的参与方式与经营模式也是企业的一大重要任务。根据乡村振兴战略“三步走”时间表，从2018年到2020年需要30余年的规划周期，当前国家乡村振兴战略尚处在政策起步期，对于房企而言，乡村振兴工作任重而道远。

百强房企风投方兴未艾，2018年投资事件同比近乎翻番

【事件】据不完全统计，2018年，百强房企参与的风投资事件达62件，同比2017年近乎翻番，较2014年增长了近20倍。按照目前的速度来看，2019年百强房企投资事件依然维系高位。

【CRIC点评】就百强房企重点投资领域来看，与自身关联度最高的房产服务类项目投资居于首位，占到15%，其次，百强房企投资也十分看重医疗健康、文化娱乐、企业服务等方面，投资项目时间数量份额也均在10%以上，紧跟其后的是物流、汽车交通、金融、硬件等行业。



市场把脉



「整体延续下调，部分一二线 回升能否拉动整体市场回暖？」

——2019年一季度房地产行业新变化之思考

文/克而瑞研究中心

2019年一季度，房地产政策层面热闹纷呈：两会强调“夯实地方主体责任”，部分城市已出现调控局部性松动，央行数次降准信贷层面有所放松，房地产税立法将稳步推进，粤港澳大湾区规划落地……然而政策利好并未完全扭转地产行业“颓势”：1-2月商品房销售面积同比下降3.6%，因传统春节影响，新开工面积与土地购置面积增速也均大幅下滑，仅房地产开发投资额同比上涨11.6%，增速继续提升2个百分点。成交结构性分化加剧：一线和核心二线城市出现“回暖”征兆，而三四线因前期需求透支严重，回调压力巨大。

在当前形势下，2019年调控政策能否“全面松绑”，对行业的刺激性作用能有多大？房地产税立法稳步推进，年内又将有怎样的新进展？价值回归，购房行为趋于理性，三四线城市是否又将进入新一轮的去库存周期？土地市场量缩价涨，未来一年又有哪些城市将成为热门的投资区域？面临低迷的市场，房企在低价走量还是有质量增长间又该如何抉择？一系列问题留待市场给出真正的答案……

核心观点：

观点一：政策层面，两会作为政策风向标，引发市场广泛关注；多省市公布2019年棚改计划开工量，整体有升有降；粤港澳大湾区规划给渐显疲态的中国经济注入一针强心剂，核心引擎在于香港、澳门、深圳和广州4大中心城市；珠海、济南、阜阳等布局松绑“四限”，海口、南京、西



安等调降人才落户门槛，但并不等同于调控政策实质性转向。展望未来，2019年调控政策微调放松已在预期之中，预计上半年整体维稳，因城施策、分类指导，夯实地方政府主体责任；下半年压力城市将逐步放开调控，“四限”政策皆有放松可能性。

观点二：行业层面，步入2019年以来，楼市成交量持续走低，1-2月商品房销售面积同比下降3.6%，因传统春节影响，新开工面积与土地购置面积增速也均大幅下滑，仅房地产开发投资额同比上涨11.6%，增速继续提升2个百分点。2019年无疑将是过去十年调整压力最大的上半年，但也有否极泰来的机会，信贷环境的逐步改善叠加地方调控放松预期，部分城市已然出台刺激购房措施。预计上半年销售规模仍将保持低位，增速下行调整，但在一、二线企稳回升带动下也不会大幅下跌。

观点三：城市供求，一季度新增供应量约为4200万平方米，同比下滑23%，与2018年四季度供应量相比锐减64%。自去年四季度以来市场加速下行回调，叠加春节传统淡季，一线城市供应环比大降而同比回升；二线城市供应持续低迷，同环比皆跌，城市出现分化；三四线大多城市出现同、环比跌幅超过50%的现象，春节返乡置业潮明显失色。供应不济也导致了成交“疲软”，结构性分化加剧：一线和核心二线城市出现“回暖”征兆，而三四线因前期需求透支严重，回调压力巨大。考量到后期供应增加、政策松绑等多重因素，购房行为将逐步回归理性，预判二季度成交也将呈现小幅增加的趋势。

观点四：城市房价，前两月重点城市新建商品住宅成交均价一线城市持续高位运行，二线城市同比持涨但力度平平，三四线城市进入调整期房价涨跌分化显著。预判二季度，新房价格上涨的空间有限，整体仍将保持平稳运行。其中一线城市持续供不应求，在政策严控下预计上半年房价继续趋稳；二线城市政策松绑预期最强烈，预计房价有望保持小幅微增态势；三四线城市仍处调整期，房价结构性分化更为显著。

市场把脉

观点五：库存待售，一季度供求两端不济，市场低迷行情延续，各重点城市库存量同比明显上升，常熟、德清同比增幅分别高达208%和642%，宁波、重庆、南京、惠州等13个城市消化周期同比上涨超100%。全国商品房待售面积降速趋缓，特别是住宅待售面积触底回升，恐将进入新一轮上升周期，未来去化压力不容小觑。

观点六：土地市场，第一季度，土地市场成交量大幅缩减，但成交价格在上海、北京等城市多宗优质土地成功出让的带动下环比上涨13%，溢价率也相比上一季度上浮了3个百分点。预计二季度土地市场政策面仍会“稳”字当头，一、二线城市的溢价率和流拍情况相对上一季度都有较大的改善。

观点七：企业运营，从房企业绩表现看：一季度销售未见明显回暖、房企目标增速放缓。按照可比口径统计TOP100房企整体销售规模较去年同期同比下滑近10%，其中TOP51-TOP100房企降幅最大，环比下滑32.6%；从房企拿地投资看：一季度房企拿地态度仍维持谨慎，但部分企业出于保证业绩规模上升、推进企业战略发展等方面的考虑，在第一季度已经开始积极纳储；从房企营销看：春节之后，由于政府政策松动，营销范围扩大，以恒大为首，宣布全国住宅9折销售，率先开启大范围打折活动，折扣范围从三四线扩大到二线城市。

一、政策：一季度政策依旧维稳，下半年或将逐步放开四限

一季度，房地产政策层面热闹纷呈，两会作为政策风向标，引发市场广泛关注，主要涉及房地产市场形势、调控政策、金融政策、房地产税立法、新型城镇化和居民购房能力等6大方面。多省市公布2019年棚改计划开工量，整体有升有降，结合市场实际情况，不排除“计划减量、实际超量”的可能性。粤港澳大湾区规划给渐显疲态的中国经济注入一针强心剂，核心引擎在于香港、澳门、深圳和广州4大中心城市，前海、南沙和横琴将成改革试验田及发展高地。珠海、济南、阜阳等布局松绑“四



限”，海口、南京、西安等调降人才落户门槛，但并不等同于调控政策实质性转向。

展望未来，为了避免陷入“一降就放、一放就涨”的恶性循环，叠加3月市场回暖，政策宽松预期将有所减弱。不过，2019年调控政策微调放松已在预期之中，预计上半年整体维稳，因城施策、分类指导，夯实地方政府主体责任；下半年压力城市将逐步放开调控，“四限”政策皆有放松可能性。

1. “因城施策”、“平稳发展”仍是2019年调控的主基调

聚焦2019年“两会”，主要涉及房地产市场形势、调控政策、金融政策、房地产税立法、新型城镇化和居民购房能力6大方面。具体而言：

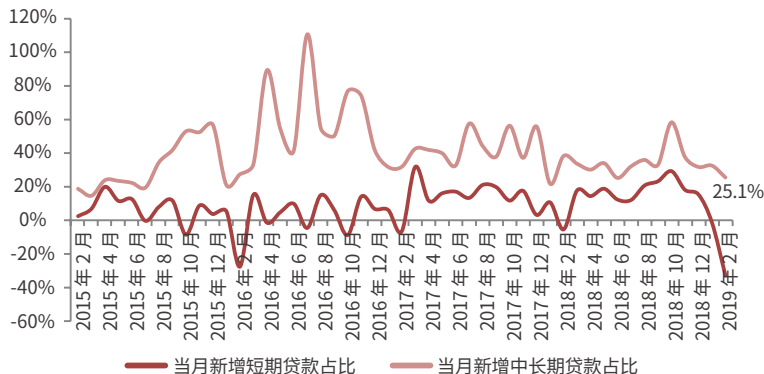
其一，房地产市场形势：从“坚决遏制房价过快上涨”到“防止房市大起大落”。“两会”期间住建部部长王蒙明明确表示，保持政策连续性和稳定性，防止房市大起大落，2019年将继续促进房地产市场平稳健康发展。2018年下半年以来，楼市、地市频现转冷特征，多数城市去化率均有不同程度的回落，部分城市更是以价换量。基于未来楼市预期的转变，房地产行业的调控目标已经由“坚决遏制房价过快上涨”转向“防止房市大起大落”。

其二，房地产调控政策：平衡稳增长与防风险关系，调控强调地方主体责任。“两会”特别提出了“三稳”即稳预期、稳增长、调结构，并要处理好“三重关系”，意即统筹好国内与国际的关系，平衡好稳增长与防风险的关系，处理好政府与市场的关系。就房地产市场而言，“房住不炒、因城施政”的主基调并不会发生根本改变，在支持居民自住以及改善性购房需求的同时，着力打压投资、投机性需求。与此同时，中央会将更多的政策自主权下放给地方政府，根据各城市市场实际情况，地方政府可以及时调整政策走向，以便提高政策的针对性以及有效性。

其三，房地产金融政策：信贷适度宽松纠偏，企业去杠杆居民稳杠杆。2019年将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，与2018年略有不同，今年会适度提升赤字率来满足企业减税和保障民生的双重需求。

区别于大水漫灌式强刺激，未来信贷政策还是要松紧适度，正如政府工作报告所示：不能只顾眼前，采取损害长期发展的短期强刺激政策，产生新的风险隐患；结构性去杠杆的目标要把企业的杠杆率明显降下来，同时要把居民家庭的杠杆率稳住。联系到2019年初央行降准1个百分点，净释放增量信贷资金约8000亿元，意在维持银行间市场流动性合理充裕。预计2019年货币政策中性偏积极，年内再降准可能性颇高，定向降息而非全面性降息，着力缓解小微企业融资难、融资贵的困境。

图：2015年2月-2019年2月居民房贷和消费贷占当月新增贷款比重变化



数据来源：中国人民银行

其四，**房地产税立法：正稳步推进立法，2020年或将提交审议。**房地产税乃是房地产长效机制的重要组成部分，落地执行已是大势所趋。不过，考虑到立法程序的复杂性，预计2020年房地产税法草案将提交审议。尽管房地产税利于增加住房供应，但由于核心一二线城市人口长期净流入，供求不平衡问题难以实质性解决。而在实际征收环节，目前上海、重庆试点房产税两种模式或有一定的借鉴意义，上海对增量房源征税，新购住房应缴纳一定比例的房产税；重庆则对存量房源征税，主要涉及主城九区的高档住房。我们认为未来房地产税征收或将秉持“先易后难、稳步推进”的策略。正基于此，对房地产税立法不该风声鹤唳，作为一项基本制度性、系统性的长效措施，其对市场 and 行业的影响必将长期的。



其五，**新型城镇化：加快农业人口转移，促进京津冀、粤港澳等区域协调发展。**就三农问题，政府工作报告提出全面深化农村改革，抓好农业转移人口落户。一方面，有助于缓解农村“人少地多”的情况，盘活闲置土地，以期增加农民收入；另一方面，有助于提升城镇化发展质量，促进农村多余的人口市民化，从而为城市房地产市场发展提供需求支撑。值得一提的是，粤港澳大湾区、一带一路、京津冀协同发展等这些国家级发展战略的出台，对于区域房地产市场发展无疑是大有裨益，交通、经济、产业等快速发展，高素质人才大量引进，有望给房地产市场提供需求支撑。可以预想，随着同城化建设的逐步加速，未来房地产市场竞争格局将逐步由单一城市向城市群演变，人口流动也将不再局限于小城市向核心一二线单向迁移，更多的将是城市群内部流动和城市群之间的转移。

其六，**居民购房能力：以减税降负、保就业提升收入，增强居民购买力。**减税乃是“两会”政府工作报告的关键词，企业层面普惠性减税与结构性减税并举，个人层面落实好新修订的个人所得税法，使符合减税政策的约8000万纳税人应享尽享。此举对于刺激房企投资积极性，提升居民购买力等都大有裨益。另外，政府积极提出要着力促进就业创业，今年首次将就业优先政策置于宏观政策层面，对就业的重视程度可见一斑。

2. 多省市棚改目标有升有降，“计划减量、实际超量”可能性颇高

多省市陆续公布2019年棚改计划开工量，整体有升有降。广西、陕西等9省市同比持平或增长，福建、安徽等10省市总计划开工量较2018年均有所下滑，其中河南、山西降幅较大，超70%。考虑到2018年全国棚改实际开工量明显超标，2019年下调棚改目标也在意料之中。那些完成率严重超标的城市，后续的棚改计划理应下降更多，难免会对房地产市场造成负面影响。尤其是中西部地区部分二线以及多数三四线城市，一旦棚改所带动的增量需求快速抽离，或将出现需求断层等现象。倘若市场调整幅度超预期，部分省市或将加强棚改项目开工力度来挽救市场颓势，不排除“计划减量、实际超量”的可能性。

表：2018-2019年全国和19个省市棚改开工量变化情况（单位：万套）

区域	2018年计划开工	2019年计划开工	同比
全国	580	460	-21%
广西	9	28.57 (2019-2020年)	59%
辽宁	6.27	7.7	23%
陕西	20.2	44.38 (2019-2020年)	10%
重庆	5.4	11.9 (2019-2020年)	10%
甘肃	23.22	47.72 (2019-2020年)	3%
江苏	21.5	22	2%
江西	27.8	27.79	0%
湖北	24.15	45.57 (2019-2020年)	-6%
河北	23	43 (2019-2020年)	-7%
吉林	9.53	17.123 (2019-2020年)	-10%
福建	4.3	3.7	-14%
安徽	28.18	21.45	-24%
海南	1.36	0.91	-33%
浙江	29.2	18.3	-37%
四川	25.5	15	-41%
西藏	3.5	1.9	-46%
北京	2.36	1.15	-51%
河南	50	15	-70%
山西	12.52	3.26	-74%
总计	326.98	257.29	-21.30%

数据来源：住建部，CRIC整理

3. 粤港澳大湾区“四轮驱动”，或成为长三角一体化等城市群规划模板

毫无疑问粤港澳大湾区是继一带一路、京津冀协同发展和长江经济带之后，又一个国家级发展战略，有望成为中国新的经济增长极。区别于多为单核结构的国际经济湾区，粤港澳大湾区则是“四轮驱动”，核心引擎在于香港、澳门、广州和深圳四大中心城市。其中，深圳前海、广州南沙、珠海横琴有望成为内地对接港澳的窗口，充分发挥前海、南沙和横琴的改革试验田效应，全面融合粤港澳三地不同的社会、法律制度，重点打造内地与港澳深度合作示范区。我们认为粤港澳大湾区发展规划势必给中国经济注入一针强心剂，有望将给粤9城房地产市场提供更为坚实的需求支撑，市场前景长期看好。同时，粤港澳大湾区发展规划有望成为其他城市群未来发展规划重要的参考模板，市场对长三角、成渝、长江中游城市群发展规划颇有期待。



4. 珠海、济南、阜阳等局部松绑四限，但调控政策尚未实质宽松

一季度，调控政策整体有收有放，未见实质性转向的信号。湖北、南京、昆明等省市进一步重申“房住不炒”的基本定位，稳地价、稳房价、稳预期，谨防市场大起大落。杭州、宁波、长沙等市跟进实行“一城一策”，确保房地产市场平稳健康运行。具体而言：

珠海、中山布局松绑限购，典型如珠海，限购政策执行层面转向宽松，大专以上学历即可落户，非户籍家庭只需开无房证明即可购房。受此影响，2019年以来珠海房地产市场明显转暖，外地投资客大量进场，市场热度持续提升。反观，海口升级限购，暂停向企事业单位出售商品房。并且，海南省长沈晓明表示将以壮士断腕的决心减少经济对房地产的依赖，足以看出海南深度调控房地产市场的决心。

限贷政策略有松绑，北京、上海、青岛、合肥等市相继下调房贷利率上浮比例。典型如合肥，二套已结清房贷的家庭，房贷利率参照首套利率执行。佛山下调首付比例，无房无贷家庭在非限购区域购买首套房，最低首付比例降至2成。当然，首付贷仍是重点监管对象，譬如保定严禁首付融资、首付分期等行为。

一二线城市限价政策似有松动的迹象，济南率先取消限价，南京仙林湖、城南、城北等板块新开盘项目售价皆突破所在片区限价上限。预计年内一二线城市将加快预售证审批，新增供应量有望明显回升。三四线城市仍需稳房价，赣州发文停止特价房销售，降价项目暂缓备案。我们认为三四线城市既要限制房价上涨，更要抑制房价下跌，以防房价下跌引发资产泡沫破裂、金融风险共振等极端现象。

5. 多城调降人才落户门槛，购买力透支情况下刺激楼市效果有限

海口、西安、南京等多城纷纷调降人才落户门槛，涉及放宽人才落户的年龄限制，取消购房入户的面积限制，降低落户的社保缴纳门槛，给予高精尖人才生活补助、购房补贴等。不过，人才新政对楼市利好程度有限，市场反转行情较难出现，成交量整体回升幅度有限，尤其是对城市房

价的拉动力将明显减弱，实难重演2017、2018年房价快速上涨行情。主要原因在于多数城市房价升至阶段性高点，市场购买力难免透支，叠加居民高杠杆购房，杠杆率进一步提升空间有限，市场走势难言乐观。

6. 展望：一线回暖使政策宽松预期减弱，但逐步放松“四限”大势不变

3月，北京、南京、苏州、合肥、上海等城市成交量明显回升，对市场预期影响有利有弊。一方面，好处在于市场看到希望，房企在加紧推售、抢收业绩的同时，势必将加大土地投资力度，近期福州、苏州等市土拍转暖即是明证。另一方面，在于政策宽松预期减弱，尤其是一线城市，土地供应长期受限，叠加市场需求依旧坚挺，长期来看房价犹存一定的上涨压力，鉴于政策松绑容易陷入“一放就涨”循环，政策维稳概率上升。

但与此同时，一季度的市场回暖仍仅局限于部分核心一、二线城市，持续时间周期也尚存疑。当前房地产行业整体尚处下行调整期，尤其是三四线城市依旧面临较大的下行压力，2019年调控政策微调放松已在预期之中。

预计2019年上半年调控政策仍将延续整体维稳的主基调，部分压力城市将率先适度微调放松，譬如调降人才落户门槛，支持单身、离婚家庭购房等；下半年厦门、大连、济南、合肥等压力城市将逐步放开调控，“四限”政策皆有放松可能性。当然，倘若2019年市场调整幅度超预期，甚至降价潮、高库存风险等现象重演，届时压力城市有望加快放松调控节奏，时间节点也将大为提前，以期抵御市场下行风险，更好地实现稳房价、稳地价、稳预期的调控目标。



表：2019年一季度重要政策汇总表

日期	出台部委	政策名称	主要内容
1月3日	青岛市国土局高新区分局	暂停执行《青岛市高新区商品房公证摇号售房规则》	鉴于目前高新区商品房销售市场运行情况基本稳定，故决定于2019年1月1日起暂停执行《青岛市高新区商品房公证摇号售房规则》。今后将根据高新区房地产市场变化，适时调整和制定相关政策。
1月4日	央行	下调存款准备金率1个百分点 释放资金约1.5万亿元	为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点。其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。
1月9日	海口市	《关于严格落实琼办[2018]29号文件精神进一步稳定房地产市场的通知》	将暂停向企事业单位、社会组织及个体工商户出售商品住宅（经批准的企业人才周转房除外）。此外，在2018年4月22日20:00后户籍迁入海南省的居民家庭只能购买1套商品住宅（引进人才落户购房除外）。
1月10日	珠海市委	珠海将探索放宽澳门居民在购房等方面的限制	珠海将加快完善覆盖在珠海发展港澳人员的公共就业服务体系，支持澳门青年人才创新创业，探索放宽澳门居民在出入境、停居留、教育、购房等方面限制。
1月11日	东莞市住建局	《东莞市商品房认购书（范本）》	东莞市住房和城乡建设局与东莞市工商行政管理局联合公布，为进一步规范房地产开发企业销售行为和引导受买人理性购房，将自3月1日起在全市推广使用《东莞市商品房认购书（范本）》，并以优惠政策鼓励房地产开发企业自愿使用该认购书范本。认购书的第七条“权利与义务的约定”一项提出了6条约定，其中较为创新的1条约定在上述两家机构发布的政策解读中被称为“两天无理由退定”。
1月14日	福建人大会议	实施“一城一策”方案 稳定房价地价	为健全促进房地产市场平稳健康发展长效机制，夯实城市主体责任，编制实施住房发展规划，福州、厦门编制“一城一策”实施方案，稳地价、稳房价、稳预期。坚持租购并举，推进棚户区改造，加强共有产权住房和租赁住房建设，培育住房租赁市场，完善住房保障体系。
1月14日	湖北省人大会议	以稳地价、稳房价、稳预期为目标 有序推进小镇建设	湖北省人民政府工作报告指出，2018年湖北省完成棚户区住房改造24万套、农村危房改造13万户。2019年，湖北省以稳地价、稳房价、稳预期为目标，支持合理自住需求，促进房地产市场平稳健康发展。

续表：2019年一季度重要政策汇总表

日期	出台部委	政策名称	主要内容
1月18日	中山市住建局	未暂停向港澳台同胞、华侨出售一手房	中山市住房和城乡建设局发布正式声明，表示将不暂停暂停向港澳台同胞、华侨出售一手商品住房，将继续执行《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》(中府办函〔2017〕55号)文件。该通知为实行住房限购及差别化信贷政策，通知明确，对在中山辖区内没有住房的祖籍中山的华侨及港澳台同胞家庭，允许购买1套新建商品住房。
1月18日	浙江省	杭州、宁波两市将研究制订“一城一策”方案	杭州、宁波两市将研究制订“一城一策”方案
1月22日	武汉市房管局	对明显不合理的精装修房，武汉支持购房者解约退房	武汉市房产交易中心22日向各区房管局下发通知，79个涉稳楼盘项目，凡购房人提出解除合同的可以办理备案注销手续，而且不要求购房人提交身份证明、户籍证明、婚姻状况证明之外的其他证明材料。包括融创、保利、金地、恒大、华发、正荣、绿地、碧桂园、金科、旭辉、越秀在内的多个知名开发商的项目均在79个涉稳重点项目名单内。
1月24日	长沙	实行一城一策 去年反炒房政策成功	市住建局坚持多措并举，认真落实“6.25”调控政策，“反炒房”攻坚战取得阶段性胜利。配套出台公证摇号销售、刚需优先选房、鼓励推广全装修等一揽子政策，实行加快审批、跟踪督办等措施加快商品住宅入市销售，全面落实人才购房政策，着力构建租购并举的住房供应体系。同时，大力加强执法监管，重拳打击违规预售、捂盘惜售、哄抬房价、变相涨价等违法违规行为，严肃整治房产中介机构，将8家违规开发企业纳入失信“黑名单”，暂停6家开发企业参与土地招拍挂资格，责令中环、新环境全面关停无营业执照门店，全市房地产市场秩序良好。
2月11日	常州市政府	《常州市户籍准入管理若干规定》	进一步放宽了高校毕业生、高级技师等重点群体的落户条件;降低购房和投靠准入门槛，取消购房迁入房屋面积不小于50平方米，迁入后人均居住面积不小于25平方米的限制;放宽租赁房屋准入门槛;放宽退休人员回原籍的准入门槛。
2月12日	海口市政府	《海口市引进人才住房保障实施细则》	放宽人才落户的学历年龄，全日制本科以上学历或是中级以上专业技术职称或技师以上资格人才从40周岁放宽至55周岁，全日制专科学历或高级工职业资格或执业资格人才从40周岁放宽至45周岁。



续表：2019年一季度重要政策汇总表

日期	出台部委	政策名称	主要内容
2月13日	西安政府	西安市人民政府办公厅关于进一步放宽我市部分户籍准入条件的通知	大幅降低落户门槛，西安对本科(含)以上学历落户的年龄限制已彻底取消，对于本科(不含)以下学历的年龄限制从35周岁(含)以下放宽为45周岁(含)以下。
2月14日	南京	《南京市积分落户实施办法》	在南京买房，面积每满1平米计1分，但加分最高不超过90分。而在修订前，购房加分最高不超过100分。对于落户的社保缴纳门槛有所降低。原来南京的积分落户办法是要求“正在本市合法稳定就业且近2年内连续缴纳社会保险”，如今变为“累计缴纳社保不少于24个月”。
2月18日	中共中央、国务院	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	《规划纲要》明确提出了粤港澳大湾区的发展目标，到2022年前打好连接湾区各市的基础；在2035年前有更多便利大湾区各城及居民流通的措施，并在该年完成整个湾区建设。以极点带动，发挥香港—深圳、广州—佛山、澳门—珠海强强联合的引领带动作用；轴带支撑，则依托以高速铁路、城际铁路和高等级公路为主体的快速交通网络与港口群和机场群，构建区域经济发展轴带；以香港、澳门、广州、深圳四大中心城市作为区域发展的核心引擎。支持珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆等成为重要节点城市。
2月18日	住房和城乡建设部	《住宅项目规范（征求意见稿）》	住宅建筑应以套内使用面积进行交易。
2月19日	青岛	—	大部分银行的首套房利率执行在基准利率基础上上浮10%~15%，较2018年12月的普遍上浮15%，更加松动。在二套房利率的执行上，各家银行也都出现不同幅度的松动，大多数银行目前执行基准利率上浮15%~20%。
2月20日	阜阳市国土资源局	—	自2019年起，土地出让时的限价条款均被取消，这意味着住宅备案价格不受土地出让限制，房企可根据市场价格自行调整。
2月21日	佛山	—	佛山新受理的非限购区房产，最高贷款成数开放为8成，需要客户同时符合：名下没有贷款记录，查册没有房产。
2月21日	北京	—	个别银行首套房贷款利率下调为基准利率上浮5%；同时，去年利率上浮程度较高(40%)的部分银行的首套房贷款利率已经回归的行业主流利率水平。

续表：2019年一季度重要政策汇总表

日期	出台部委	政策名称	主要内容
2月21日	上海	—	多家银行下调首套房房贷利率，共有10家银行最低执行基准95折利率，新增江苏银行、中信银行、招商银行、交通银行、上海农商5家银行。
2月21日	南京	—	首套房房贷利率有4家进行了下调：招商银行、农业银行、广发银行、光大银行由11月底的基准上浮25%下调至20%。而在二套房房贷利率方面，数量上相对首套房有所增加，共计6家进行了下调。
2月22日	合肥	—	对于首套房贷款已结清的买家，在购买二套房时仍执行首套利率。
2月22日	武汉市房管局	—	武汉市今年将精准施策调控，稳妥推进“一城一策”试点，防范价高地价、高房价、高杠杆风险，保持房地产市场平稳运行，地价、房价处在合理区间，对市场波动大、未能完成调控目标的区进行约谈问责。
2月26日	昆明住建局	—	昆明市住建部门会坚持“房子是用来住”的定位，稳定地价、稳定房价、稳定市场预期，同时推进住房保障工作，昆明市房地产市场目前处于平稳健康发展的态势。
2月27日	南京市发改委	《南京坚持房价稳控政策不动摇》	南京市将继续贯彻中央关于坚决遏制房价上涨的重要决策，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，坚持房地产市场调控政策不动摇，力度不放松。在房地产市场过热的情况下，根据国家、省和市对房地产市场调控政策规定，南京市在房价过快上涨期间对房价采取一系列稳控措施，防范大起大落风险。
2月28日	广州	—	信用指数是企业信用行为的评价结果，集中反映企业的信用状况和信用等级，信用指数初始值为100分，信用指数（分值）=初始值（100）-不良信用行为累积分值，信用指数为60分以下的企业，处罚期内将难以进入广州市的土地开发市场。
3月1日	保定市住建局	—	规范购房融资行为，严禁房地产开发企业及中介机构违规提供购房首付融资，不得为购房人垫付首付款或采取首付分期等形式变相垫付首付款，不得通过任何平台和机构为购房人提供首付融资，不得以任何形式诱导其通过其他机构融资支付首付款，不得组织“众筹”购房。
3月3日	山东省人民政府	《关于推动“六稳”工作落地见效的若干意见》	以稳地价稳房价为目标，保持房地产市场平稳健康发展，落实房地产调控城市主体责任制，济南、青岛要科学制定“一城一策”实施方案。



续表：2019年一季度重要政策汇总表

日期	出台部委	政策名称	主要内容
3月4日	东莞房地产协会	《东莞市商品房认购书(范本)》	明确买卖双方的权利义务；创新实施“两天无理由退定”；挂钩差异化监管和行业共治。
3月4日	山东省住房和城乡建设厅	《关于开展房地产中介市场专项整治的通知》	为进一步净化房地产中介市场环境、维护群众合法权益，省住房和城乡建设厅研究决定，自2019年3月起，在全省范围内组织开展为期半年的房地产中介市场专项整治活动，重点整治六项违法违规行为。
3月4日	赣州市城乡规划局	《关于赣县区各房地产开发企业特价房销售整顿通知》	停止特价房销售 维持房地产市场稳定发展，所有开发企业立即停止特价房销售，所有特价房销售前必上报住建局和物价部门审批；自3月3日开始同类型住宅成交单价低于该项2月份同类型成交均价的商品房合同暂缓备案；所有开发企业于3月5日前制定降价引起的应急预案措施上报住建局综合股进行备案。
3月11日	芜湖市人民政府	《芜湖市强化创新驱动进一步做好就业创业工作若干政策规定》	对在芜就业创业的人才在市区购买首套自住普通商品房且在本市参加社会保险的，根据工作能力和实绩，给予1万元—2万元一次性安家补助，并按一定比例给予契税补贴。
3月13日	菏泽	《关于成武县鼓励农村居民进城的实施意见(试行)》	农民进城购买首套新建商品房享受每平方米300元的优惠。申请使用商业性个人住房贷款在县城城市规划建成区内购买首套普通自住房的农村居民，首付不超过30%，贷款利率下限为贷款基准利率的0.9倍，上限不超过贷款基准利率的1.25倍。
3月18日	石家庄公安局	《关于全面放开我市城镇落户限制的实施意见》	取消在石家庄城区、城镇落户“稳定住所、稳定就业”迁入条件限制。将户口迁入审批权限直接下放至各城镇户籍派出所，实现城区、城镇户口准迁入业务“一门办、即时办”，户口迁入“零门槛”。
3月22日	济南市建委	—	限价取消，限购仍在实行，坚持房地产调控不动摇，继续严格执行已出台的调控政策

资料整理：CRIC

二、行业：前2月销售如期负增长，仅投资增速逆势回升

步入2019年以来，楼市成交量持续走低，1-2月商品房销售面积同比下降3.6%，因传统春节影响，新开工面积与土地购置面积增速也均大幅下滑，仅房地产开发投资额同比上涨11.6%，增速继续提升2个百分点。具体来看：

1.前2月销售面积同比跌入负增长,延续去年以来下行调整走势

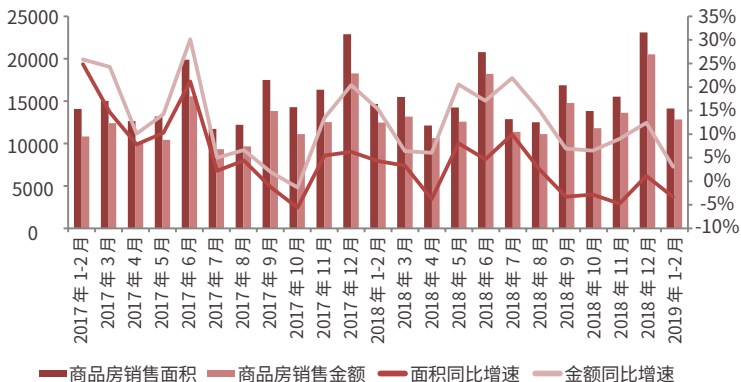
2019年1-2月，全国商品房销售面积为14102万平方米，同比下降3.6%，商品房销售额12803亿元，增长2.8%，增速回落9.4个百分点。以此来看，自去年下半年以来全国市场成交热度持续变冷、行业下行调整的趋势依然延续。前2月重点城市的新盘项目开盘去化情况也足以说明市场真实情况，虽然各房企采用少量推盘、以价换量等营销策略，但成交表现依旧不佳，认筹不足以致开盘去化率降至30%，甚至个位数。两相印证之下，销售回落也在市场普遍预期之中。

从销售区域来看，中部小幅下滑、西部地区依旧增长，成为支撑当前行业销售的主力军，主要是中西部地区由于此前市场升温较慢，故尚存补涨行情，同比增长2.2%，但增速有4.7个百分点的回落，未来增速预计也难以保持；而份额较大的东部地区由于政策相对严苛，调控时间长叠加需求透支，同比降幅最大，达9.7%，降幅扩大4.7个百分点。

我们预计在短期内，市场下行趋势仍将惯性延续。其中，一、二线城市在政策趋缓下成交量基本保持稳定，或者略有回升；受市场购买力透支、棚改开工量高位回调等多方面因素影响，三四线城市依旧面临较大的调整压力。



图：全国月度商品房销售面积、销售金额及其同比走势（单位：万平方米、亿元）



数据来源：国家统计局

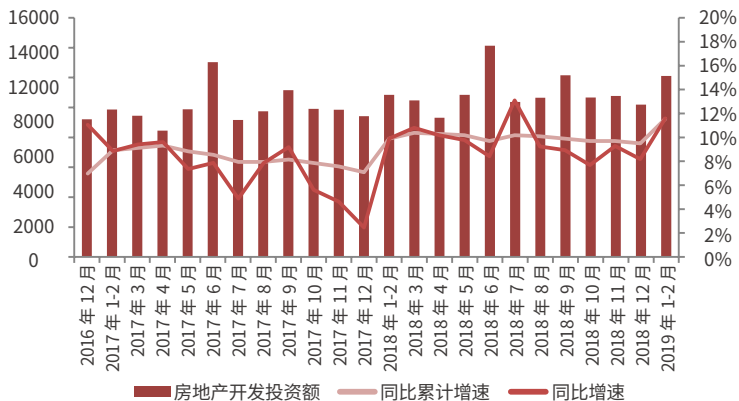
2. 房地产开发投资增速同比增12%，唯一增幅逆市提升指标

2019年1-2月，全国房地产开发投资额为12090亿元，较2018年同期增长11.6%，增速比2018年全年提高2.1个百分点。其中，中部、西部地区投资增速均明显回升，尤其是西部地区房地产投资同比增长16.8%，增速提高7.9个百分点。

鉴于去年同期房地产投资基数并不低，且新开工和土地购置等多项相关指标降幅显著，我们认为投资增速逆市上行主要源于房企为抢跑业绩加紧施工所致。2019年1-2月份房地产开发企业房屋施工面积67.5亿平方米，同比增长6.8%，增速提高1.6个百分点，为开发投资额的增长贡献了巨大比重，因而带动了开发投资额增速的强劲上升。

鉴于房地产销售持续不振，商品房销售面积现已步入负增长区间，在售项目去化率下降、销售周期拉长等一系列负反馈效应将显著抑制企业再投资热情，预计年内房地产投资增速将转升为降，步入下行通道。

图：全国房地产开发投资额月度走势（单位：亿元）



数据来源：国家统计局

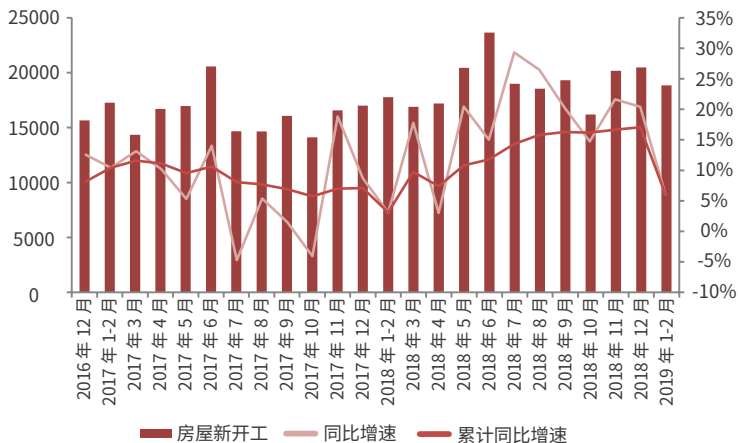
3.新开工面积同比增6%而土地购置面积锐减34.1%，快开工与缓投资格局依旧

从新开工面积增长来看，房企仍普遍积极，2019年1-2月房屋新开工面积18814万平方米，增长6.0%，较2018年全年增速回落11.2个百分点。侧面印证房地产投资增速逆市上行仅是房企加快施工进度以备供应抢跑的短期效应，实难延续较长的时间周期。

鉴于市场下行压力不断积聚，商品房销售面积、土地购置面积双双步入负增长区间，将显著抑制企业新开工意愿，短期内新开工面积仍将延续下行通道，年内不排除步入负增长区间的可能性。



图：房地产开发企业新开工面积月度走势（单位：万平方米）

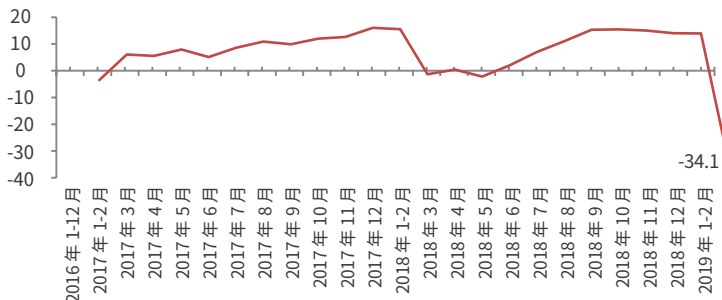


数据来源：国家统计局

从土地购置面积来看，房企拿地意愿断崖式直降，1-2月份，房地产开发企业土地购置面积1545万平方米，同比下降34.1%，2018年全年为增长14.2%；土地成交价款690亿元，下降13.1%，2018年全年为增长18.0%。2018年下半年以来，土拍市场持续转冷，企业拿地态度普遍谨慎，底价成交、流拍已成市场常态。加之1-2月份正值年初，一方面是供应端相对匮乏，另一方面也是房企受资金偏紧和销售预期转差影响投资意愿，所以土地购置面积增速的下降在预期之中。

预计2019年土拍市场难言实质性好转，土地价格犹存一定的下降空间，年内有望迎来较佳的拿地窗口期。联系到春节后苏州、福州等部分城市土拍市场回暖，核心一、二线城市市场前景长期看好，房企可择机在核心一、二线城市拿地补库存，助推企业业绩有质量增长。

图：全国房地产开发企业土地购置面积增速（单位：%）

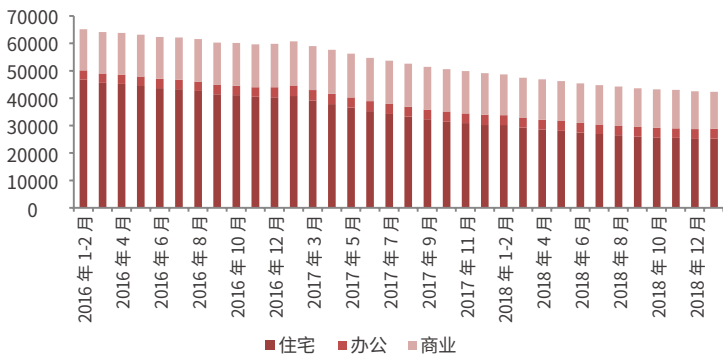


数据来源：国家统计局

4.住宅待售面积增加117万平方米，库存恐将开启上升通道

值得关注的是，商品房待售面积继续减少，但住宅待售面积增加117万平方米。整体来看，2月末商品房待售面积比2018年末仅减少162万平方米，可以说减势逐渐衰弱。尤其是住宅待售面积已然开始上升，需要警惕的在于，随着商品房市场成交热度的持续萎缩，全国住宅待售面积恐将进入新一轮库存上升周期。未来若成交依旧无力回升，由于过去两三年大量开发用地转化为商品房进入新增供应，城市商品房库存尤其是住宅库存还将加速上升。

图：全国月度商品房待售面积构成及走势（单位：万平方米）



数据来源：国家统计局



5.展望：上半年仍将下行调整，信贷改善叠加调控放松亦有否极泰来机会

2019年房地产行业开局不佳，销售、新开工、土地购置等皆降，但房地产投资仍具韧性，加快施工进度以备供应抢跑乃是重要因素。展望未来，2019年将是过去十年调整压力最大的上半年，但也有否极泰来的机会，信贷环境的逐步改善叠加地方调控放松预期，部分城市已然出台刺激购房措施。在这样的情况下，我们对于后市给出如下几点判断：

一是今年上半年销售规模仍将保持低位，增速下行调整，但在一、二线企稳回升带动下也不会大幅下跌；

二是在售项目去化率下降、销售周期拉长等将显著抑制企业再投资热情，预计年内房地产投资增速将转升为降，步入下行通道；

三是土地购置面积增速将低位回升，下行行情下房企普遍调整拿地策略，均衡成本和利润的保守谨慎风格将成为未来房企的主要基调；

四是随着市场成交热度持续萎缩，全国住宅待售面积恐将进入新一轮库存上升周期。

本文为《2019年一季度房地产行业总结与展望》报告节选版，如需查阅更多篇章，请关注克而瑞地产研究公众账号“CRICYJZX”，回复关键词“2019年一季度总结与展望”。

「 目录
导览 」

《2019年一季度房地产行业总结与展望》

一、政策：一季度政策依旧维稳，下半年或将逐步放开“四限”

1. “因城施策”、“平稳发展”仍是2019年调控的主基调
2. 多省市棚改目标有升有降，“计划减量、实际超量”可能性颇高
3. 粤港澳大湾区“四轮驱动”，或成为长三角一体化等城市群规划模板
4. 珠海、济南、阜阳等局部松绑四限，但调控政策尚未实质宽松
5. 多城调降人才落户门槛，购买力透支情况下刺激楼市效果有限
6. 展望：一线回暖使政策宽松预期减弱，但逐步放松“四限”大势不变

二、行业：前2月销售如期负增长，仅投资增速逆势回升

1. 前2月销售面积同比跌入负增长，延续去年以来下行调整走势
2. 房地产开发投资增速同比增12%，唯一增幅逆市提升指标
3. 新开工面积同比增6%而土地购置面积减34.1%，快开工与缓投资格局依旧
4. 住宅待售面积增加117万平方米，库存恐将开启上升通道
5. 展望：上半年仍将下行调整，信贷改善叠加调控放松后亦有否极泰来机会

三、供应：整体同、环比齐跌，预计二季度各线城市将显著回升

1. 一线城市供应量环比锐减七成，二季度有望继续低位回升
2. 二线城市供应同比跌幅最甚，二季度新增供应将显著提升
3. 三四线城市供应同、环比皆跌，新开工加速推动供应将持续高位

四、成交：一线领涨、三四线下行显著，料二季度成交规模将微增

1. 40城成交同环比齐跌、市场降温显著，一线回暖、三四线下调显著
2. 展望：一、二线成交量将企稳回升，料二季度三四线分化持续加剧



五、房价：重点城市房价环比涨幅收窄，整体房价波动趋于稳定

1. 季度新房价格整体涨幅收窄，二手房涨幅环比扩大
2. 半数以上城市房价同比涨幅超10%，但超六成城市房价较上季度末回落
3. 展望：一、二线房价稳中略升，三四线房价结构性分化持续

六、库存：七成城市同比上升，二季度将持续处于上升通道

1. 成交持续低迷致七成城市库存、消化周期同比上升
2. 商品房待售面积降速趋缓，住宅待售面积开始不降反升
3. 展望：一、二线城市库存仍将回落，三四线市场库存压力上升

七、土地：一季度成交规模收窄，一、二线城市溢价率有望持续回升

1. 土地成交量缩价涨，一、二线市场回暖
2. 中西部二线城市是供地主力，合肥、杭州竞拍热度较高
3. 展望：稳定运行基调不变，一二线市场有望继续回暖

八、企业业绩：一季度销售未见明显回暖、房企目标增速放缓

1. 业绩：一季度销售相对低迷，上市房企表现强于行业整体
2. 目标：规模房企目标制定相对谨慎，2019年增长率普遍在20%左右
3. 展望：业绩完成情况或呈现四六开，下半年是关键

九、企业拿地：一季度投资仍偏谨慎，目光重新聚焦二线

1. 百强投资态度谨慎，3成企业仍未拿地
2. 第二梯队企业表现抢眼，部分国企拿地积极
3. 回归二线成主流，中西部核心城市受关注
4. 展望：投资聚焦一二线，行业分化加剧，土地货值集中度升高

十、房企营销：去年以来营销“热潮”分3个阶段，未来聚焦产品力之争

1. 18年“金九银十”：以恒大全国性8.9折优惠为起点，多家房企跟进让利
2. 19年春节前：主要以三四线返乡置业活动为主，折扣力度有限
3. 春节后至今：营销活动范围扩大至二线乃至全国，折扣最高力度9折
4. 展望：短期内抓住小阳春契机、多盘联动，同时关注产品力，提升服务

「详解2019年“两会”中 房地产政策六大亮点」

研究员/杨科伟、俞倩倩

“两会”作为中央政策风向标，一直以来都受到社会各界的高度关注。2019年3月15日，随着李克强总理会见中外记者发布会的结束，今年“两会”也正式落下了帷幕。之所以聚焦“两会”一方面源于房地产是国民经济的压舱石，同时又是较为典型的政策导向性产业，受宏观调控影响较大；另一方面，步入2018年下半年以来，以“四限”为核心的楼市调控效果开始显现，整体成交“由热转淡”，房企和购房者观望浓厚，都热切期盼今年“两会”能拨云见日，希望房地产政策走势明朗化。究竟此次“两会”中涉及房地产行业的政策有哪些，与往年相比有何不同？对后期楼市又有哪些影响？

一、房地产市场形势：从“坚决遏制房价过快上涨”到“防止房市大起大落”

2019年“两会”期间住建部部长王蒙：**保持政策连续性和稳定性，防止房市大起大落**，2019年将继续促进房地产市场平稳健康发展。具体做到五个坚持：第一就是坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位；二是坚持住房市场体系和住房保障体系；三是坚持落实城市主体责任，因城施策、分类指导，把稳低价、稳房价、稳预期责任落到实处；四是调结构、转方式，大力培育租赁市场，重点解决新市民的住房问题；五是保持政策连续性和稳定性，防止房市大起大落。

目前房地产行业的调控目标已经从“坚决遏制房价过快上涨”到“防



止房市大起大落”，这也反映了当前对于楼市预期的转变，事实上，进入2018年下半年以来，楼市整体“凉凉”征兆尽显：核心一二线城市的去化率较前期均有了不同程度的回调，已经出现了打折促销、精装改毛坯、特价房等以价换量的营销模式，根据近期国家统计局公布的2019年前2月全国房地产行业的各项数据显示：商品房销售面积同比下降3.6%，新开工面积与土地购置面积增速也均大幅下滑，仅房地产开发投资额同比上涨11.6%，增速继续提升2个百分点。因成交惨淡，住宅待售面积开始上升，较2018年末增加117万平方米。

结合“两会”中央定调，目前整体楼市行情依旧是“稳”字当头，展望未来，2019年将是过去十年调整压力最大的上半年，但也有否极泰来的机会，信贷环境的逐步改善叠加地方调控放松预期，部分城市已然出台刺激购房措施。在这样的情况下，我们对于后市给出如下几点判断：

一是政策面基本维稳，“房住不炒”仍是主基调，但“因城施政、分类调控”的会更突出，未来财政压力较大的地方政府进一步“松绑”政策的预期相对强烈。二是今年上半年销售规模仍将保持低位，增速下行调整，但在一、二线企稳回升带动下也不会大幅下跌；不同城市市场分化继续加剧：2019年核心一、二线有望低位企稳，市场表现将优于三四线，部分购买力透支、经济基础较差、缺乏人口支撑的弱二线和三四线城市将面临较大的去化风险。三是在整体成交“转淡”的背景下，供应相对稀缺的、热点板块的高性价比项目，未来依旧会成为购房的热点。四是在售项目去化率下降、销售周期拉长等将显著抑制企业再投资热情，预计年内房地产投资增速将转为降，步入下行通道。五是土地购置面积增速将低位回升，下行行情下房企普遍调整拿地策略，均衡成本和利润的保守谨慎风格将成为未来房企的主要基调。六是随着市场成交热度持续萎缩，全国住宅待售面积恐将进入新一轮库存上升周期。

二、房地产调控政策：平衡稳增长与防风险关系，调控强调地方主体责任

房地产行业作为国民经济的压舱石，与宏观经济运行有着千丝万缕的联系。从历史规律来看，调控总体呈现出国民经济表现良好时打压房地产，经济不景气时提振房地产的显著特征。从2019年“两会”报告中也可看出，当面临经济下行压力时，中央开始强调地方主体责任，因城施政特点更为突出，部分城市已然出现了政策的局部性“松动”。

1. “三稳”当头，不会有大水漫灌式的强刺激政策出台（略）

2. 落实城市主体责任，“房住不炒、因城施政”依旧是主基调

关于房地产调控2019年两会提法：要更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场健康发展。

2018年“两会”关于房地产调控政策方面关键点颇多：“房住不炒”、“因城施政”、房地产长效机制、“租售并举”、共有产权房等一度成为搜索热词，而在2019年“两会”中涉及篇幅则较少，关于地产行业仅强调了落实城市主体责任，总体来看，我们认为2019年房地产调控会呈现出如下几点特征：

第一，“房住不炒、因城施政”的主基调并不会发生根本改变，虽然当前各地楼市政策已经出现了不同程度的“松动”，但主要还是因地制宜试探性的放松，多数城市还是以“放宽落户，松绑限购”来刺激短期市场需求，比如海口、广州、大连等6城纷纷调降人才落户门槛，南京积分落户新规提出购房面积满1平方米积1分等，本质仍于优化人口结构，以真实的居住需求带动本地楼市的发展，整体“房住不炒”的基本面并未出现较大变化。

**表：2018年以来各地楼市政策“松绑”情况**

类别	城市	时间	政策内容
放宽落户限购松绑	兰州	2018年1月	取消西固区、九州开发区、高坪偏远地区限购政策。
	杭州	2018年12月	自去年开始针对却因工作调动而造成社保补缴的，累计不超过三个月，则视为符合购房资格。
	珠海	2018年12月	非珠海市户籍居民购房，按个人条件已从此前的需连续5年社保改为只需要缴纳1个月、3个月、12个月不等。
	合肥	2018年12月	部分区域购房可以不需要提供社保证明。
	海口	2019年1月	放宽人才落户学历年龄，本科以上或中级以上专业技术职称或技师以上资格人才从40周岁放宽至55周岁，专科学历或高级工职业或执业资格人才从40周岁放宽至45周岁。
	广州	2019年1月	放宽引进人才落户的年龄限制，学士、硕士和博士分别从35、40、45周岁放宽到40、45、50周岁。
	大连	2019年1月	印发《大连市户籍管理若干规定》，1、取消参与积分落户的房屋办理落户后，3年内不得抵押、转让的规定；2、取消落户新市区满5年可迁主城区的限制，只要在主城区有合法稳定住所即可迁移落户。
	常州	2019年2月	放宽购房落户条件，买房落户再无面积限制。
	西安	2019年2月	取消本科学历落户年龄限制，全日制本科以上学历或中级以上专业技术职称或技师以上资格人才从40周岁放宽至55周岁，全日制专科学历或高级工职业资格或执业资格人才从40周岁放宽至45周岁。
	南京	2019年2月	发布《南京市积分落户实施办法》社保缴纳门槛由“2年内连续缴纳社保”变为“累计缴纳社保不少于24个月”。
	佛山	2019年2月	非限购区域购房首付降至最低2成。
	限售松绑	太原	2018年7月
菏泽		2018年12月	取消新房二手房限制转让措施。
利率调整	合肥	2018年2月	12家银行房贷利率上浮比例有变，贷款结清可按首套房贷利率执行。
	厦门	2019年2月	首套房贷利率由上浮5-20%下调至基准，二套房下调至10%-15%。
	佛山	2019年2月	首套房贷利率上浮比例下调5个百分点左右
	深圳	2019年2月	首套房贷利率已调整为基准利率上浮15%
	广州	2019年2月	中国银行首套房贷利率从上浮15%下调为上浮10%，光大、民生等行也较此前下调了5个百分点。
	杭州	2019年2月	工商银行和中国银行首套和二套房贷款利率上浮比例均下调5个百分点，放款速度也加快。
限价松绑	广州	2018年12月	更改一刀切限价政策为根据周边楼盘价格浮动调整限价。
	衡阳	2018年12月	从2019年1月1日起暂停执行2017年商品房限价政策。
	北京	2019年1月	拟于近期挂牌出让的两块住宅用地不设定住宅销售限价。
	佛山	2019年1月	取消楼市限价，变单合同，多区已实行。
其他	阜阳	2019年2月	国土局官网上挂出的地块信息显示，2019年以来所有挂出地块，限价要求已全面消失。
	青岛	2019年1月	暂停公证摇号，自2019年1月1日起暂停执行，为本轮调控中首例。
	天津	2019年1月	将4宗土地的租赁住宅部分调整为可售，为全国首例。

数据来源：各地官方网站，CRIC整理

市场把脉

此外，考量到稳增长和防风险等问题，政府的支持居民合理自住型需求的同时，也会着力打压投资、投机性需求。随着房地产市场显著降温，2019年调控政策微调也在预期之中。譬如，此前因调控升级从而对部分改善型住房消费的影响，后期可能会有所调整，以保证居民的合理住房消费。

第二，我们认为“落实城市政府主体责任”的提法也意味着2019年中央会将更多的政策自主权下放给地方政府，根据各城市市场实际情况，地方政府可以及时调整政策走向，以便提高政策的针对性以及有效性。而受供求关系、市场购买力等多方面因素影响，各线城市市场周期迥异，未来政策走向也将明显分化：

一线以及核心二线城市市场需求依旧坚挺，供求关系持续偏紧，长期来看房价犹存一定的上涨压力。故而核心一二线城市调控政策仍需从紧执行，且将贯穿更长的时间周期，以便打压投资、投机性需求，缓解房价上涨预期。不过，限价、限售政策将有所调整，核心一二线城市有望加快预售证审批，并开闸网签备案，供求量价也将逐步回归至正常水平。

弱二线以及三四线城市市场下行压力较大，高库存风险不容忽视，预计2019年调控政策将有所松绑。其中，市场显著降温性城市，典型如厦门、福州、句容等；高库存城市，典型如沈阳、大连等，放松调控的可能性更大。

三、金融政策：信贷适度宽松纠偏，企业去杠杆居民稳杠杆

2019年两会提法：积极的财政政策要加力提效。今年赤字率拟按2.8%安排，比去年预算高0.2个百分点。……适度提高赤字率，综合考虑了财政收支、专项债券发行等因素，也考虑为应对今后可能出现的风险留出政策空间。稳健的货币政策要松紧适度。广义货币M2和社会融资规模



增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。在实际执行中，既要把握好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，又要灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。深化利率市场化改革，降低实际利率水平。

郭树清：下一阶段房地产金融政策总方针不会变。结构性去杠杆的目标是要把企业的杠杆率明显降下来，同时要把居民家庭的杠杆率稳住。最近几年居民家庭的杠杆率上升速度较快，这部分杠杆多涉及个人住房贷款，可能与居民买房、炒房有关。

2019年我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，与2018年略有不同，今年会适度提升赤字率来满足企业减税和保障民生的双重需求。

总体来看，当前信贷政策还是有适度放松的趋势，事实上，央行自2018年以来已经降准5次、降低存准率累计3.5个百分点，共计净投放3.35万亿元流动资金。资金流动性逐渐宽松的事实在房地产行业已经兑现，购房信贷支持显著改善，按揭贷款利率连续3个月环比回落且放款速度加快。房企融资持续改善，房企境内外发债放量且成本有所下行。

表：央行自2018年以来降准时间、幅度及释放资金量（单位：亿元）

时间	降准幅度	释放资金量（亿元）
2018年4月	1%	4000
2018年7月	0.5%	7000
2018年10月	1%	7500
2019年1月	0.5%	15000
2019年2月	0.5%	

数据来源：中国人民银行

但值得注意的是，与此前“大水漫灌”的刺激政策有所不同，今年货币政策调整既不是无休止的“松”也并非一味的“紧”，这一点在政府工作报告“同时，也不能只顾眼前，采取损害长期发展的短期强刺激政策，产生新的风险隐患”和郭树清的讲话“结构性去杠杆的目标是要把企业的杠杆率明显降下来，同时要把居民家庭的杠杆率稳住”中都有明确体现。

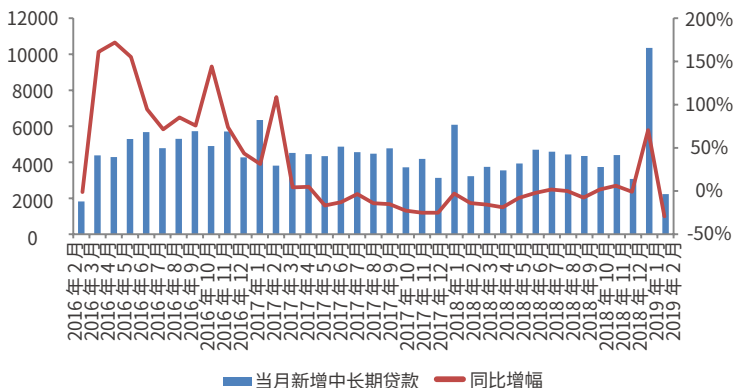
因此，我们认为2019年货币政策继续放松的空间逐渐缩小，对楼市的刺激作用比较有限，加之“房住不炒、因城施政”的调控思路并未发生根本改变，预计短期内楼市由冷转热的反转行情将不会出现。

1. 居民中长期贷款增量下降增幅回升，月新增房贷占比稳定在30%左右

聚焦住户部门新增中长期贷款同比增幅和占比变化来看，2月当月人民币贷款增加8858亿元，同比多增465亿元。分部门看，住户部门贷款减少706亿元，其中，短期贷款减少2932亿元，中长期贷款增加2226亿元。

2月居民新增中长期贷款量显著下滑，同比下降31%，从历史规律来看，2月基本也都是低点。另外由于1月增量创下近4年来同期最高，环比锐减78%。但纵观各月居民新增中长期贷款变化趋势，自2016年冲高回落以来，2017年-2018年一直保持着低位平稳小幅下降的态势。

图：2016年2月-2019年2月居民当月新增中长期贷款及同比增幅变化

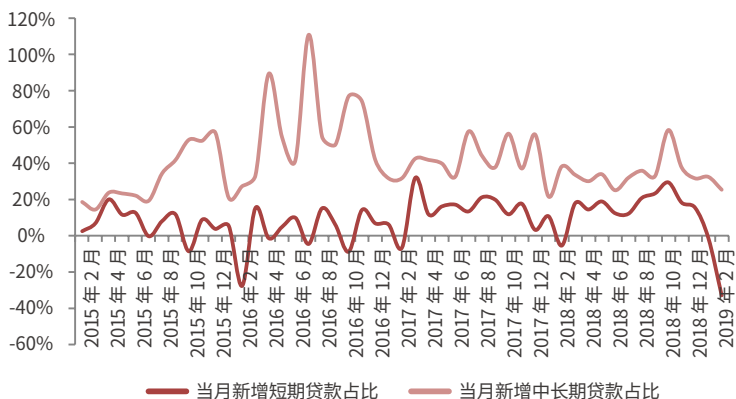


数据来源：中国人民银行



此外，结合居民房贷和消费贷占当月新增贷款的比重变化数据也可看出，最近几年居民新增贷款上升速度较快，这部分多涉及个人住房贷款，也与居民买房、炒房密切相关，故而房贷占比远高于同期消费贷。而自2018年10月以来居民房贷占比有了稳步下滑，由局部高点58.2%降至2019年2月末的25.1%，一方面说明随着楼市交易普遍降温，贷款需求也随之萎缩，另一方面也说明自2017年以来严格“限贷”调控政策在稳定居民信贷杠杆继续攀升、严控资金不合规流入房地产业方面的效果较为显著，预判后期随着调控效应的不断发酵，居民中长期贷款占比也将低位小幅波动。

图：2015年2月-2019年2月居民房贷和消费贷占当月新增贷款比重变化



数据来源：中国人民银行

2. 房企融资环境“回暖”，企业境内发债总量上升且融资成本回落（略）

四、房地产税立法：正稳步推进立法，2020年或将提交审议

2019年两会提法：健全地方税体系，稳步推进房地产税立法。

栗战书：集中力量落实好党中央确立的重大立法事项，包括审议民法典，制定房地产税法等立法调研、起草，加紧工作，确保如期完成。

人大财经委：积极贯彻落实税收法定原则。有关部门要加大工作力度，扎实做好税收立法评估和可行性研究，提高税收立法质量和效率，尽快提出将增值税法、消费税法、关税法、城市维护建设税法、契税法、印花税法、房地产税法和税收征收管理法（修改）等提请全国人大常委会审议的时间安排，按时提交审议，确保完成党中央确定的2020年实现税收法定的任务。

郭玮：稳步推进房地产税立法主要由全国人大负责。在此之前，需要做大量的前期研究，包括对过去一些地方进行的房地产税试点，要进行认真分析总结。对国务院各部门来说，还要进行大量调研，广泛征求意见，制定不同的方案，为立法做好基础性工作，有关部门正有条不紊地推进各项工作。

此次报告中同样提及要健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法。与2018年“两会”报告中的提法并无不同，我们有理由相信短期内房地产税的全面落地的时机尚不成熟，但作为构建长效机制的重要一环，其在丰富地方财政收入来源，盘活存量资产、稳定房价等方面的优势也是十分明显的，未来也将是大势所趋。



1. 房地产税落地是大势所趋，但立法复杂性使其2019年仍难落地

房地产税乃是房地产长效机制的重要组成部分，长期来看房地产税落地执行已是大势所趋，以便落实“房住不炒”的政策主基调。值得一提的是，两会政府工作报告部署2019年减税降费计划，制造业、交通运输业、建筑业等行业税率均有所下调。为了维持财政收支平衡，在上述行业减税的同时，势必要在其他行业扩大替代税源，房地产税也似乎有出台的必要性和迫切性。

事实上，当期各地政府已经开始了一些较为积极的尝试：东莞税务部门确认从3月11日开始，东莞二手房交易个人所得税可选择按差额20%或全额2%征收。此前，东莞二手房交易只能差额的20%计算个税。香港一手房空置税草案4月提交立法会讨论，香港特首林郑月娥宣布，将对空置6个月以上、并未作居住或出租用途的一手私人住宅单位征收“额外差饷”，额外差饷大约相等于楼价的5%。芜湖近期发布的人才新政中也提及购买首套房给予安家、契税补贴等等。

然而鉴于房地产税立法牵扯面颇广，存在着程序繁琐、复杂性等典型特征，调研、起草、审议等一系列工作注定需要经历较长的时间周期。正如国务院参与房地产税法起草的郭玮所言：“需要做大量的前期研究，包括对过去一些地方进行的房地产税试点，要进行认真分析总结。对国务院各部门来说，还要进行大量调研，广泛征求意见，制定不同的方案，为立法做好基础性工作”，以至于房地产税法并未列入2019年全国人大立法计划，就可预见今年房地产税法落地出台可能性不大。

但从全国人大财经委的表态可以看出，要在2020年实现完成党中央确定的税收法定任务，房地产税法也赫然在列，要加快工作进度、提高税收立法工作效率和质量，确保按时进入全国人大审议流程，依次来看，我们预计2020年房地产税法草案或将落地。

2. 房地产税对市场中长期作用效果因城而异，总体对三四线影响更大

房地产税的对市场中长期影响效果因城而异。房地产税是一套有关房地产行业的税法法律体系，而其中最受关注的当属在持有环节开征新税（即狭义的房产税或物业税），无疑这一税种的出台使得房屋持有成本增加，尤其对囤积多套房产的炒房者的影响最大。尤其考虑到房产税实行“累进制”征收，那对持有多个房子的人而言，即便有免征部分，但税负压力也会相当巨大，继而抛售也不是没有可能。

开征房地产税能否如市场预期的那样、起到抑制房价的作用，关键在于其能否改变市场供需关系现实与预期的转变。诚然，从供给端看，房地产税的征收将可能增加存量空置房产入市流通，提高市场有效供给。但从需求端看，总量上，未来中国较大的城镇化提升空间，家庭规模变小和微型家庭增多，房产需求增加，仍将对房价形成需求支撑；空间格局上，以核心城市带动大都市圈一体化发展的新型城镇化建设加速推进，核心一二线城市人口密度还有较大提高空间。

那么，其结果很明显，目前来看对三四线市场影响较大。三四线的城市人口增长动能不强，围绕着什么经济开发区、高新区等等而建设的楼盘，其周围的配套设施并不好，出租较为困难，空置几年也是浪费，升值空间又很小，脱手也比较困难。

开征房地产税对租金的影响也将出现分化：对于人口聚集型城市，租金将呈现整体上涨趋势；而对于人口外流型、经济发展较为薄弱的城市，租金并不会受到很大的影响。

（1）上海、重庆试行房产税与两城房价持续上升的事实与预期大径庭

从目前房产税试点经验看，2011年在重庆、上海开展房产税的试点工作，在试点前三个月，两地住宅成交量分别下滑46%和26%，高于同类城市降幅，但成交均价并没有出现下跌现象，同时在2012年之后成交量又恢复到了原来的水平。从过去的7年上海成交均价来看，早已实现了价格翻番，再看房地产市场相对较为平稳的重庆，近7年成交均价也上涨了近30%。



可以看出：房地产税实施效果并不明显。究其原因，一方面因为两城市作为试点，实施的力度较弱，设置了相当宽松的免征范围，使其意义大打折扣。比如针对本地户籍，重庆只针对高档住宅征收，普通住宅就是拥有10套，也不再征收之列。至于上海，则不涉及存量住宅，而且对一套全部免征，即使购入两套，如果加起来人均不超过60平，仍旧是免征的；另一方面，从2011年重庆和上海近年来房产税征收的实际情况看，房产税征税额逐年增长，上海2015年、2016年房产税分别为123.8亿元、171亿元，但两城房价还是快速上涨。

长期来看，征收房产税可以增加拥有多套住房居民的房屋持有成本，对支持“房住不炒”有正向推动作用。但从短期来看，房产税的作用显然不如货币政策收紧和楼市加强调控显著。

（2）美国和日本房产税没能抑制房价上扬，也没能阻止房地产泡沫破灭

国外经验同样表明，税制并不是调控房价的最有效措施，开征房产税对房价的直接影响是比较微小的。

日本早在1871年开始对土地所有者征收地租，可谓地价税的雏形，并逐步形成由固定资产税、城市规划税、继承税和赠与税相协调房地产税收体系。但征税并没有阻止日本地价的上涨。1991年日本政府为抑制地价飙升开征的特种地价税，反而加剧了房地产泡沫的破灭，自此日本经济陷入二十年的低增长，1991-2009年GDP年均增速仅为0.8%。

美国在18世纪中期就开征财产税，囊括了住宅、商业和工业各类不动产。在2001年前，美国房价增长较为平稳，年均增幅在3%左右。但2001年网络经济泡沫破灭后，刺激房市成为政府经济刺激的首选。零首付、次贷、再融资、次贷证券化、CDO，CDOs等金融衍生品大行其道。融资便利加之美联储多次降息使越来越多低收入者借助次贷进入住宅市场。扭曲的金融创新和住房需求促使房价快速上涨。2001-2008年间，新建独栋住宅均价从20万美元上升至32万美元；存量住宅均价从14.5万美元上升至22.2万美元，增幅超过50%。房价大幅上涨诱惑使越来越多的美国人通过

房产抵押、房产增值和重新融资获得更多的消费信贷。然而当美国人庆幸美元资产的全球化可以使其债务经济无休止延续下去时，次贷引发了波及全球的金融危机，房价暴跌和金融体系陷入崩溃边缘，居民家庭净资产损失达7万亿美元之巨。

日美两国的房价及地产泡沫破灭显示，房价涨跌主要是实体经济因素所致，开征房地产税抑制房价上涨并不存在“放之四海皆准”影响力和抑制作用。

房价稳定和供需关系有关的，房地产税对投资或者持多套房的行为可能会有约束，但是实际上还要看具体设计情况。所以说现在房地产税被当成了理想化的东西，是否真正对房地产市场起到作用，还需要实践检验。

3. 房地产税可倒逼空置住房流通，难解核心城市人口净流入造成供求失衡

尽管房地产税并非万能药，但它的确在一定范围内、一定程度上对房价有一定的平抑作用，不可否认的是，房地产税落地后，有助于逐步引导闲置存量房上市交易，进而增加住房供应，在一定程度上改善供需结构性失衡的局面。尤其是那些闲置存量房过多的城市，短期内供应显著放量，难免会加剧市场供求压力。

不过，未来城市发展方向是以城市群为中心，核心城市带动周边卫星城市协同发展。长期来看，外来人口仍向核心一、二线城市聚集，将带来不菲的增量购房需求。长期来看，核心城市市场需求依旧坚挺，叠加土地供应长期受限，供求偏紧的市场格局难以扭转，房价犹存一定上涨压力。

综上，房地产税乃是房地产长效机制的重要组成部分，落地执行已是大势所趋。不过，考虑到立法程序的复杂性，2019年房地产税法较难真正落地。尽管房地产税利于增加住房供应，但由于核心一二线城市人口长期净流入，供求不平衡问题难以实质性解决。在实际征收环节，目前上海、重庆试点房产税两种模式或有一定的借鉴意义，上海对增量房源征税，新购住房应缴纳一定比例的房产税；重庆则对存量房源征税，主要涉及主城九区的高档住房。我们认为未来房地产税征收或将秉持“先易后难、稳步



推进”的策略。基于此，对房地产税法立法不该风声鹤唳，作为一项基本制度性、系统性的长效措施，其对市场和行业的影响必将是长期的。

五、新型城镇化：加快农业人口转移，促进京津冀、粤港澳等区域协调发展

关于新型城镇化问题，一方面涉及农村土地制度改革，农业人口转移等诸多内容；另一方面也应关注区域协调发展，尤其是以中心城市引领城市群发展，同时加强京津冀、粤港澳、长三角区域一体化协同发展。

1. 三农问题：全面深化农村改革，加快农业转移人口落户（略）

2. 区域协调发展：加强京津冀、粤港澳、长三角区域一体化协同发展

2019年两会提法：促进区域协调发展，优化区域发展格局。制定西部开发开放新的政策措施，落实和完善促进东北全面振兴、中部地区崛起、东部率先发展的改革创新举措。京津冀协同发展重在疏解北京非首都功能，高标准建设雄安新区。落实粤港澳大湾区建设规划，促进规则衔接，推动生产要素流动和人员往来便利化。将长三角区域一体化发展上升为国家战略，编制实施发展规划纲要。长江经济带发展要坚持上中下游协同，加强生态保护修复和综合交通运输体系建设，打造高质量发展经济带。支持资源型地区经济转型。加快补齐革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区发展短板。深入推进新型城镇化。

此次区域协调发展中特别提及了京津冀、粤港澳、长三角区域一体化、长江经济带发展等内容，发展模式基本都是以核心大中城市核心驱动，辐射周边城镇，周边城市可通过承接技术、人口转移加强自身产业升级。不得不说，这些国家级发展战略的出台，对于区域房地产的发展无疑是利好消息，交通、经济、产业等快速发展，高素质人才大量引进，都有

助于为房地产市场提供源源不断的需求支撑。可以预想，随着同城化建设的逐步加速，未来房地产市场竞争格局也将逐步由单一城市向城市群演变，人口流动也将不再局限于小城市向核心一二线单向迁移，更多的将是城市群内部流动和城市群之间的转移。

事实上，近日，中共中央、国务院正式印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，两万七千余字勾画出未来粤港澳大湾区发展蓝图。粤港澳大湾区远期发展目标分两步走：到2022年，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。届时粤港澳大湾区将形成以创新为主要支撑的经济体系和发展模式，经济实力、科技实力大幅跃升，国际竞争力、影响力进一步增强，力争打造继旧金山湾区、纽约湾区和东京湾区之后的世界第四大经济湾区。

区别于多为单核结构的国际经济湾区，粤港澳大湾区则是“四轮驱动”，核心引擎在于香港、澳门、广州和深圳四大中心城市。其中，香港无疑抢占了“C位”，将在跨境投资、离岸人民币业务、自由贸易协定、亚投行等领域施展拳脚。与此同时，全面提升珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆等7大节点城市综合实力，香港-深圳、广州-佛山、澳门-珠海更要强强联合。受此影响，粤港澳大湾区同城化建设将进一步提速，并将在创新环境、基建交通、产业体系、公共服务等方面融为一个整体，优势互补、互利，进而带动城市交通、经济、产业等领域协同发展。

展望未来，受益于粤港澳大湾区远景规划，释放巨大的改革制度红利，粤港澳大湾区将对标打造成全球第四大经济湾区。湾区交通、经济、产业等快速发展，高素质人才大量引进，有望将给粤9城房地产市场提供更坚实的需求支撑，市场前景长期看好。具体而言：

广州、深圳市场需求基数和购买力都相对坚挺，叠加土地供应有限，



市场将持续供不应求格局。佛山、珠海将分别与广州、澳门强强联合，新一轮发展红利着实可期，叠加核心城市外溢置业需求不断涌入，房地产市场可高看一线。预计佛山成交量将稳步提升，珠海市场有望摆脱盘整，成交将逐步回升。同样受益于香港、深圳、广州等核心城市需求外溢，惠州、中山市场热度将惯性延续，成交量将持续高位运行；东莞市场调整阶段性收尾，成交量将明显回升。预计江门、肇庆市场规模将明显扩容，成交量增长空间可期，后发优势将逐渐显现。鉴于深圳前海、广州南沙、珠海横琴将重点打造内地与港澳深度合作示范区，有望成为大湾区新一轮发展高地，必将成为房企布局投资的沃土，市场前景长期看好。

六、居民购房能力：以减税降负、保就业提升收入，增强居民购买力（略）

七、附表：2017-2019“两会”中房地产行业政策变化对比

表：历年“两会”与房地产行业相关政策说法对比

类别	2019年	2018年	2017年
房地产业	更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。	因城施策去库存。目前三四线城市房地产库存仍然较多，要支持居民自住和进城人员购房需求。坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，以市场为主满足多层次需求，以政府为主提供基本保障。加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为。
保障房	继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。	更好解决群众住房问题。启动新的三年棚改攻坚计划，今年开工580万套。加大公租房保障力度，对低收入住房困难家庭要应保尽保，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围。	今年再完成棚户区住房改造600万套，继续发展公租房，因地制宜提高货币化安置比例，加强配套设施建设和公共服务，让更多住房困难群众在住有所居中创造新生活。
房地产税	健全地方税体系，稳步推进房地产税法立法。	健全地方税体系，稳妥推进房地产税法立法。	/
土地改革	推广农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革试点成果。	探索宅基地所有权、资格权、使用权分置改革。改进耕地占补平衡管理办法，建立新增耕地指标、城乡建设用地增减挂钩节余指标跨省域调剂机制。	稳步推进农村集体产权制度改革，深化农村土地制度改革试点，赋予农民更多财产权利。
新型城镇化	坚持以中心城市引领城市群发展。抓好农业转移人口落户，推动城镇基本公共服务覆盖常住人口。	提高新型城镇化质量。今年再进城落户1300万人，加快农业转移人口市民化。	扎实推进新型城镇化。深化户籍制度改革，今年实现进城落户1300万人以上，加快居住证制度全覆盖。支持中小城市和特色小城镇发展，推动一批具备条件的县和特大型镇有序设市，发挥城市群辐射带动作用。
宏观调控	平衡好稳增长与防风险的关系，确保经济持续健康发展。长期积累的诸多风险隐患必须加以化解，但要遵循规律，讲究方式方法，按照坚定、可控、有序、适度要求，在发展中逐步化解，坚决避免发生系统性、区域性风险。	继续创新和完善宏观调控，把握好宏观调控的度，保持宏观政策连续性稳定性，加强财政、货币、产业、区域等政策协调配合。	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，在区间调控基础上加强定向调控、相机调控，提高预见性、精准性和有效性，注重消费、投资、区域、产业、环保等政策的协调配合，确保经济运行在合理区间。



续表: 历年“两会”与房地产行业相关政策说法对比

类别	2019年	2018年	2017年
货币 政策	稳健的货币政策要松紧适度。广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配,以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。在实际执行中,既要把握好货币供给总闸门,不搞“大水漫灌”,又要灵活运用多种货币政策工具,疏通货币政策传导渠道,保持流动性合理充裕	稳健的货币政策保持中性,要松紧适度。管好货币供给总闸门,保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长,维护流动性合理稳定,提高直接融资特别是股权融资比重。疏通货币政策传导渠道,用好差别化准备金、差异化信贷等政策,引导资金更多投向小微企业、“三农”和贫困地区,更好服务实体经济。	货币政策要保持稳健中性。今年广义货币M2和社会融资规模余额预期增长均为12%左右。要综合运用货币政策工具,维护流动性基本稳定,合理引导市场利率水平,疏通传导机制,促进金融资源更多流向实体经济,特别是支持“三农”和小微企业。
宏观 经济	保持经济运行在合理区间,进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期,提振市场信心,增强人民群众获得感、幸福感、安全感,保持经济持续健康发展和社会大局稳定。	坚持供给侧结构性改革为主线,统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作,大力推进改革开放,创新和完善宏观调控,推动质量变革、效率变革、动力变革,在打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战方面取得扎实进展,引导和稳定预期,加强和改善民生,促进经济社会持续健康发展。	坚持以提高发展质量和效益为中心,坚持宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的政策思路,以推进供给侧结构性改革为主线,适度扩大总需求,加强预期引导,深化创新驱动,全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作,保持经济平稳健康发展和社会和谐稳定。
区域 发展	优化区域发展格局。落实和完善促进东北全面振兴、中部地区崛起、东部率先发展的改革创新举措。京津冀协同发展重在疏解北京非首都功能,高标准建设雄安新区。落实粤港澳大湾区建设规划,促进规则衔接,推动生产要素流动和人员往来便利化。将长三角区域一体化发展上升为国家战略,编制实施发展规划纲要。	以疏解北京非首都功能为重点推进京津冀协同发展,高起点规划、高标准建设雄安新区。以生态优先、绿色发展为引领推进长江经济带发展。出台实施粤港澳大湾区发展规划,全面推进内地同香港、澳门互利合作。制定西部大开发的指导意见,落实东北等老工业基地振兴举措,继续推动中部地区崛起,支持东部地区率先发展。	统筹推进三大战略和“四大板块”发展,实施好相关规划,研究制定新举措。推动国家级新区、开发区、产业园区等创新发展。支持资源枯竭、生态严重退化等地区经济转型发展。

数据来源: 官网, CRIC整理

「 目录
导览 」

《详解2019年“两会”中房地产政策六大亮点》

一、房地产市场形势：从“坚决遏制房价过快上涨”到“防止房市大起大落”

二、房地产调控政策：平衡稳增长与防风险关系，调控强调地方主体责任

1. “三稳”当头，不会有大水漫灌式的强刺激政策出台
2. 落实城市主体责任“房住不炒、因城施政”依旧是主基调

三、房地产金融政策：信贷适度宽松纠偏，企业去杠杆居民稳杠杆

1. 居民中长期贷款增量下降而增幅回升，月度新增房贷占比稳定在30%左右
2. 融资环境“回暖”，企业境内发债总量上升融资成本回落

四、房地产税立法：稳步推进立法，2020年或将提交审议

1. 房地产税落地是大势所趋，立法复杂性使2019年仍难落地
2. 房地产税对市场中长期效果因城而异，对三四线影响更大
3. 房地产税可倒逼空置住房流通，但难解核心城市人口净流入造成供求失衡



五、新型城镇化：加快农业人口转移，促进京津冀、粤港澳协调等发展

1. 三农问题：全面深化农村改革，加快农业转移人口落户
2. 协调发展：加强京津冀、粤港澳、长三角区域一体化

六、居民购房能力：以减税降负、保就业提升收入，增强居民购买力

七、附表：2017-2019“两会”中房地产行业政策变化对比

「2019年重点城市 调控政策走向研判」

研究员/杨科伟、柏品慧、俞倩倩、李思潼、姚郑康

2018年下半年以来楼市、地市明显转冷，联系到近期合肥、厦门等市相继调降房贷利率上浮比例，市场普遍预期2019年调控政策将有所松动。2019年究竟哪些城市将放开调控？时间节点、政策力度又将怎样？

一、2008/2014两次刺激皆主因经济下行、行业调整超预期

综观2008年和2014上两轮房地产刺激调控，我们认为放松调控核心动因有以下三点：

其一，整体经济大环境影响，经济衰退下行预期强烈，托底房地产成交、稳定经济增长。

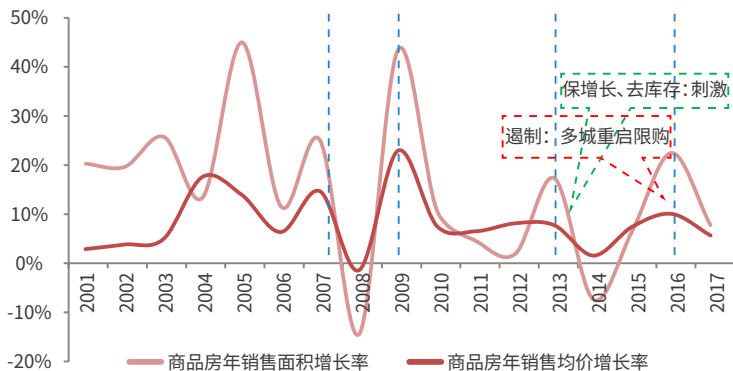
其二，多数城市市场供求关系显著失衡，高库存风险愈演愈烈。

其三，楼市成交量、价调整幅度超预期，降价潮全面蔓延，稳定市场以防失控。

鉴于2019年政策微调放松已是大势所趋，且目前市场行情与2014年最为相似，都处在行业自身调整的重要时期，因此库存和量价调整预期对政策松绑的影响最为关键，预计2019年那些库存压力大、量价调整幅度超预期的城市，更有可能放松调控。



图：过往20年来中国房地产市场运行周期划分及转折点



数据来源：国家统计局、CRIC整理

1. 2008年次贷危机拖累增长，“四万亿”与刺激住房消费以稳定经济（略）

2. 2014年库存风险高企，降价潮蔓延，二线取消限购而三四线大力刺激（略）

二、2019年经济探底叠加楼市降温分化，“四限”政策逐步放松在预期之中（略）

1. 2018年经济增速逐季回落，且普遍预测2019-2020年增速继续下降

2. 2018年下半年以来楼市、地市快速降温，部分城市开始以价换量

3. 历史不会简单重复但演绎相似的故事，2019年调控政策料将松绑

三、三类压力城市料将先后有逐步微调到集中放松，四限调整皆有可能

1. 2019年一线城市政策力度保持，三类压力城市放松调控迫切且必要

依财政依赖度、库存消化周期两大维度交叉分析，我们将31个典型城市划分为以下四大类：

◆ **高财政依赖度、高库存城市**：意即财政依赖度高于45%、消化周期超12个月的城市，市场压力体现于地方财政过于依赖土地出让收入，叠加市场转冷库存压力加剧，去化周期明显拉长。譬如福州、济南两城，2017-2018年财政依赖度均超120%，库存量持续攀升，消化周期皆超12个月，市场下行压力高悬在顶。

◆ **高财政依赖度、低库存城市**：意即财政依赖度高于45%、消化周期不足12个月的城市，市场压力表现于地方财政主要依赖土地出让收入。譬如佛山、合肥两城，2017-2018年财政依赖度都在110%以上，市场下行压力仍需警惕。

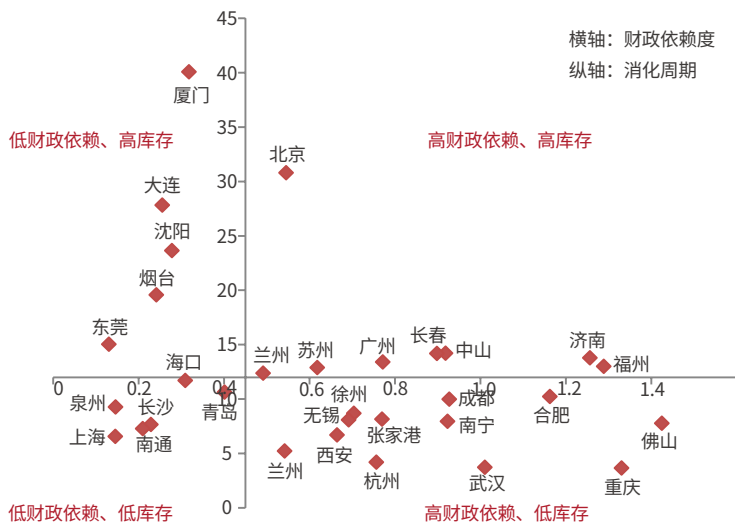
◆ **低财政依赖度、高库存城市**：意即财政依赖度低于45%、消化周期超12个月的城市，市场压力表现于库存风险高企，去化周期明显拉长。譬如厦门、沈阳、大连等，消化周期皆超20个月，面临着较大的去库存压力。

◆ **低财政依赖度、低库存城市**：意即财政依赖度低于45%、消化周期不足12个月的城市，市场整体运行平稳。譬如青岛、长沙、上海等，财政依赖度、库存消化周期皆处较低水平，市场下行压力基本可控。

综合而言，前三类城市乃是典型的压力城市，表征于财政依赖度过高，或者库存压力较大，尤其是福州、济南等高财政依赖度、高库存城市，市场下行压力着实不容小觑。



图：31个典型城市市场风险判断分类



备注：横轴：2017-2018年平均财政依赖度=（2017年财政依赖度+2018年财政依赖度）/2
财政依赖度=土地出让收入/一般公共预算收入
纵轴：库存消化周期（月）=2018年末商品住宅库存面积/近12个月商品住宅月均成交面积

数据来源：CRIC整理

- （1）福州、济南、武汉、厦门等“三类压力”城市松绑，甚至刺激迫切度高（略）
- （2）海口、长沙等低土地财政依赖和低库存城市暂无必要放松调控（略）
- （3）北上广深等一线城市调控政策仍会从紧执行（略）

2. 时间上厦门、大连等迫切度高，随之济南、合肥等料将跟进

观测楼市成交量、库存消化周期、新开盘项目去化率等多方面因素，着重分析上述23个压力城市近期市场变化，可以简单划分为以下几类：

◆ **高压城市：**厦门、大连、沈阳、烟台和福州等，典型特征在于楼市成交量持续低位运行，房地产库存高企，新开盘项目去化表现持续低迷，市场下行压力不容小觑，放松调控的紧迫性最为强烈。譬如，厦门市场异常低迷，成交量持续低位运行，消化周期长达40个月。

◆ **次高压城市：**济南、长春、合肥和张家港等，典型特征在于2018年上半年市场热度惯性延续，但下半年市场明显降温，新开盘项目去化率持续走低，部分城市库存风险开始浮出水面。譬如，合肥2018年下半年市场明显转冷，购房者观望情绪浓重，部分项目率先降价，但去化表现未见实质性好转。

◆ **一般压力城市：**佛山、中山、徐州和无锡等，典型特征在于市场依旧维系较高热度，成交量整体仍处高位，多数项目去化表现尚可，滞销盘仅限于部分高价盘或者远郊区县产品。譬如，成都市场热度惯性延续，成交量持续高位运行，长期来看在售项目成交去化依旧不成问题。

我们认为本轮下行短周期将是一个缓释的过程，市场走势将逐步探底，调整期或将经历相较漫长的时间周期。根据市场压力指数的轻重缓急，各类压力城市或将分批次放松调控。我们倾向性认为厦门、大连等高压城市将率先放开调控，时间节点预计在2019年上半年甚至一季度；随后济南、合肥等次高压城市有望跟进放松调控，时间节点预计在2019年二、三季度；相较而言，佛山、徐州等市场下行风险基本可控，放松调控的紧迫性不甚强烈，时间节点将向后延期，预计在2019年三、四季度。

倘若2019年市场调整幅度超预期，甚至降价潮、高库存风险等现象重演，届时压力城市有望加快放松调控节奏，时间节点也将大为提前，以期抵御市场下行风险，更好地实现稳房价、稳地价、稳预期的长远目标。



表：23个压力城市市场压力指数

压力城市分类	城市	市场压力指数
高压力城市	厦门	☆☆☆☆☆
	大连	☆☆☆☆
	沈阳	☆☆☆☆
	烟台	☆☆☆☆
	福州	☆☆☆☆
次高压力城市	济南	☆☆☆
	长春	☆☆☆
	合肥	☆☆☆
	张家港	☆☆☆
	东莞	☆☆☆
	宁波	☆☆☆
	苏州	☆☆☆
	兰州	☆☆☆
一般压力城市	佛山	☆☆
	中山	☆☆
	徐州	☆☆
	无锡	☆☆
	西安	☆☆
	南宁	☆☆
	武汉	☆
	成都	☆
	杭州	☆
重庆	☆	

资料整理：CRIC

3. 力度上将逐步微调到集中放松，“四限”皆有放松可能

2019年调控政策微调放松已在预期之中，政策松绑难免会扭转市场预期。即使是压力城市，仍需避免陷入“一降就放、一放就涨”的怪圈。类比于2014年，我们认为2019年的放松调控潮仍将是一个逐步微调、加码的过程，意即压力城市将率先适度微调放松，譬如调降人才落户门槛，支持单身、离婚家庭买房等布局松绑“限购”。

此后，倘若市场下行预期并未扭转，甚至有加剧的趋势，届时加码集中放松将是大概率事件，“四限”政策皆有放松可能性。预计压力城市将

局部松绑限购令，涉及调降乃至取消非户籍居民家庭社保缴存年限；分区域执行限购，譬如限购仅限于中心城区，远郊区域并不纳入限购范围；分面积段实行限购，譬如限购仅限于大户型产品，中小面积段产品不限购；分一、二手房实行限购，譬如限购仅限于新建商品住房，二手房并不限购等。其中，那些压力大的城市或将全面取消限购，以期提振刚需以及改善性居住需求，缓解市场下行风险。

全国层面信贷政策难言实质性转向，联系到近期厦门、合肥等市相继调降房贷利率上浮比例，压力城市或将适度微调信贷政策，譬如降低公积金首付比例，房贷利率上浮比例继续向下调整等。预计首套房贷利率将回归至基准利率，部分城市将再现折扣利率，二套房贷利率也将向基准利率靠拢。那些压力大的城市信贷政策或将转向宽松，譬如认房不认贷，二套已结清贷款的家庭参照执行首套房贷款政策；调降首套、二套房商贷首付比例等。鉴于放松限购、限贷难免会刺激居民住房消费，对于购房者心理预期以及市场预期影响颇大。短期内，放松限购、限贷城市房地产市场将有所转暖，成交量有望明显回升，但持续时间周期较难保证，还需结合市场供求关系、居民购买力等多方面因素做具体分析。

压力城市更需稳地价、稳房价、稳预期，确保房地产市场平稳健康发展。一方面，限价政策难言退出，既不让房价涨，更不让房价跌。尤其是那些前期房价上涨过快的压力城市，谨防房价过快下跌带来的资产价格泡沫破灭危险。我们认为2019年压力城市房价将高位盘整，那些压力大的城市房价或将率先向下调整，但整体调整幅度有限。另一方面，土地出让环节压力城市将取消一系列限制性措施，典型如限房价、竞地价或者限地价、竞配建等具体要求，着力提升房企竞拍热情，最大程度保障地方财政收入平稳运行。不过，2019年土拍市场依旧难言乐观，企业拿地态度愈加谨慎，底价成交将是市场常态，土地价格犹存一定的下降空间。



相较于限购、限贷，2019年取消“限售”可能性更大。2018年底菏泽率先取消限售，预计那些压力大的城市将全面取消限售，其余压力城市也将局部松绑限售，涉及缩短限售周期，譬如由原先的3-5年调整为1-2年；分区域执行限售，譬如限售仅限于中心城区，远郊区县不限售；分一、二手房限售，譬如限售仅限于新建商品住房，二手房并不纳入限售范围等。

四、2019年整体走势前低后稳，下半年一二线低位企稳、三四线下行压力犹存（略）

本文为《2019年重点城市调控政策走向研判》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

「 目录
导览 」

《2019年重点城市调控政策走向研判》

一、2008/2014两次刺激皆主因经济下行、行业调整超预期

1. 2008年次贷危机拖累增长，“四万亿”与刺激住房消费以稳定经济
2. 2014库存风险高企，降价潮蔓延，二线取消限购而三四线大力刺激

二、2019年经济探底叠加楼市降温分化，“四限”政策逐步放松在预期之中

1. 2018年经济增速逐季回落，且普遍预测2019-2020年增速继续下降
2. 2018年下半年以来楼市、地市快速降温，部分城市开始以价换量
3. 历史不会简单重复但演绎相似的故事，2019年调控政策料将松

三、三类压力城市将逐步微调到集中放松，四限调整皆有可能

1. 2019年一线城市政策力度保持，三类压力城市放松调控迫切且必要
 - (1) 福州、济南、武汉、厦门等三类压力，城市松绑甚至刺激迫切度高
 - (2) 海口、长沙等低土地财政依赖和低库存城市暂无必要放松调控
 - (3) 北上广深等一线城市调控政策仍会从紧执行
2. 时间上厦门、大连等迫切度高，随之济南、合肥等料将跟进
3. 力度上将逐步微调到集中放松，“四限”皆有放松可能

四、2019年整体走势前低后稳，下半年一二线低位企稳、三四线下行压力犹存



「京沪广深杭豪宅市场特征与购房需求变化研究」

研究员/杨科伟、邱娟、李思潼

自2016年以来房价迎来一波快速上涨，尤其核心一、二线城市房价涨至阶段性高位，居民购买力明显受限。在豪宅门槛大幅提升的背景下，豪宅成交量日渐收窄，尤其是2018年豪宅市场明显降温。传统的以京、沪、深为代表的一线城市豪宅市场日渐萎靡，另一方面，以杭州、南京为代表的热点二线城市豪宅市场持续发力。为进一步提升豪宅产品的适配性，更好地把握产品特点，本文意在通过全面梳理和剖析京沪广深杭5城市豪宅产品的购房需求特点和库存结构特征，希望对豪宅产品开发运行提出了针对性建议。

一、豪宅市场连续降温，上海领跑、杭州逆势上升

2018年北、上、广、深、杭五城豪宅成交总量仅9493套，创下近5年来新低，不足2016年全年豪宅成交总量的四成，豪宅市场明显降温。就区域分布而言，豪宅成交集中在核心一二线城市，并且各城市豪宅市场表现迥异，一方面，以传统京、沪、深为代表的一线城市豪宅市场日渐萎靡，另一方面，以杭州、南京为代表的热点二线城市豪宅市场持续发力，尤其是杭州，2018年成交量超过广州，跃居豪宅成交排行榜第四位。另外，各城市豪宅市场份额来看，杭州也表现十分亮眼，在京、沪、广、深四个一线城市市场份额均缩减的同时，杭州市场份额逆势低位回升。

表：2016-2018年热点城市豪宅入选标准（万元）

年份	北京	上海	广州	深圳	杭州
2016年	1000	1000	1000	1000	1000
2017年	1355	1249	1015	1066	1337
2018年	1445	1396	1238	1036	1578

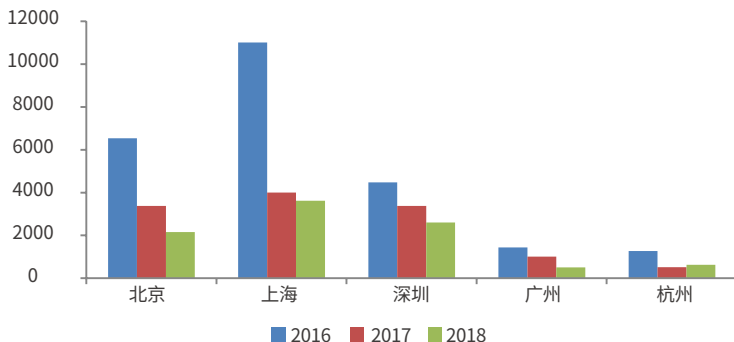
注：为了剔除房价上涨对豪宅市场研究的影响，使数据具有可比性，本文对豪宅进行了统一界定以2016年为基数年，总价1000万为入选标准，其余年份入选标准均根据该城房价涨跌幅的可比价格来计算。

资料来源：CRIC整理

1.成交规模下跌，京、沪、广成交套数均降至2016年三成

就各城市来看，京、沪、广、深四城豪宅成交均创近5年新低，甚至达不到2014年成交水平；四城市中，降幅最为突出的当属京、沪、广三城，三城2018年全年豪宅成交套数分别为2156、3610和503套，约为2016年豪宅成交套数的三成；深圳表现稍好，但依然仅为2016年成交量的54%。只有杭州表现较为突出，2018年豪宅成交保持平稳增长态势，全年成交豪宅623套，较2017年涨21%，但仍不及2016年全年豪宅成交套数的一半，豪宅市场明显缩水。

图:2016-2018年热点城市豪宅成交套数变化情况

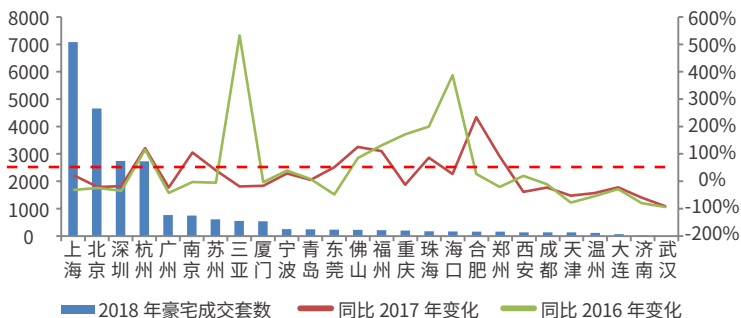


数据来源：CRIC

2.中国豪宅市场高度集中于北上深杭等四城，占比超七成（略）



图：2018年1000万以上豪宅成交套数城市分布情况及其变化情况



数据来源：CRIC

3.京沪深豪宅面积份额占二成，广州、杭州份额相对低位（略）

二、“住好房”的改善需求旺盛，“低”总价、大面积多室户畅销

豪宅市场经历了前两年的火爆发展，价格已经上涨至阶段性高位，尤其进入2018年以来，各个行业“消费降级”之说不绝于耳，豪宅市场却并未迎来消费降级。表现在以下两个方面：其一，1000-2000万内200-250平方米四房和300平方米以上联排别墅畅销；其二，自2016年的三年来，大面积、多室户住宅占比高且在提升，200-300平方米占比超3成，且300平以上明显扩张，2000万-3000万元占比快速上升，叠加别墅、四房、五房以上销售比重持续上升，足以说明高端豪宅市场客群相对稳定。

1.1000-2000万内200-250平方米四房和300平方米以上联排别墅畅销

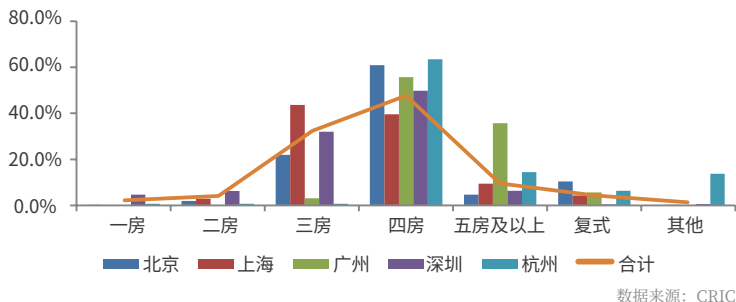
2018年豪宅市场降温态势延续，虽然一线城市以及杭州、南京等强二线城市相较于其他城市而言成交量还是遥遥领先，但受房价持续上涨影响，千万以上豪宅近年来整体走势还是呈回落趋势。我们重点选取北、上、广、深、杭五市对其千万以上普通住宅、公寓及别墅豪宅产品的成交结构分别进行具体分析，大致发现了以下三大特征：一是1000-2000万豪宅占据3/4份额持续热销；二是普通住宅及公寓中200-250平方米四房为绝对成交主力，300平方米以上联排别墅最受市场欢迎；三是考虑到不同城市价格涨幅和人均收入水平不同，各城市千万以上豪宅体量级别和成交单价段差异较大。

(1) 房型：四房、联排为主力户型，整体成交占比近五成稳居首位

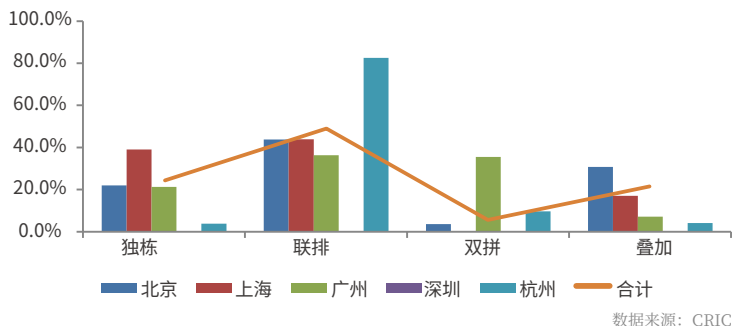
就房型而言，2018年在市场改善需求主流影响下，四房产品持续热销总占比接近五成，分城市看，除上海外其余四市四房占比均高居第一，可见目前普通住宅市场的绝对成交主力是四房，其次三房产品总占比也超30%，同样受到购房者青睐，另外五房及以上和复式产品占比紧随其后，可以看出在二孩政策放开背景下多户型豪宅逐渐受到市场关注；别墅市场中联排别墅占比稳居首位，特别是杭州2018年联排成交套数达282套，占别墅总成交套数的比重高达82.5%，优势十分显著。其次价格相对更高的独栋和双拼别墅成交量也均超两成，表明这些城市还是存在相当一部分人群具有购买顶豪的能力。另外值得关注的是深圳由于受城市特性和土地供应的限制，别墅项目为稀缺产品，现阶段主要以去库存为主，2018年各户型均无成交。



图：2018年北、上、广、深、杭千万以上普通住宅及公寓各户型成交套数占比



图：2018年北、上、广、深、杭千万以上别墅各户型成交套数占比



- (2) 面积段：中、大面积段热销，北、杭300m²以上别墅占比超70% (略)
- (3) 总价段：各总价段成交分化严重，1000-2000万豪宅占比集中 (略)
- (4) 单价段：北、上、深三城单价水平较高，高房价使得“豪宅不豪” (略)

2.趋势变化：大面积、多室户住宅占比高且在提升，独栋别墅日渐滞销

从北、上、广、深、杭5个城市近3年来的成交结构来看，可以发现以下几点变化特征：一是成交总量锐减，连续三年呈下降趋势，其中2018年普通住宅及公寓总成交套数降至2016年的五成以下，别墅产品表现更甚，成交总套数不足2016年的四成；二是明显可见在购买力削弱下豪宅产品小套型化趋势逐渐显现；三是别墅高单价段占比大幅上涨，总价段整体有上移倾向。

(1) 房型：叠加别墅、四房、五房以上销售比重持续上升

整体上普通住宅和公寓四房成交优势明显，占比持续上升，常年占据成交主力地位，五房及以上多户型产品市场关注度有所提升，而一、二房及复式产品成交热度逐渐减弱；别墅市场中经济型别墅产品接受度显著提升，叠加别墅成交持续走高，双拼别墅相对稳定，而价格相对最高的独栋别墅成交比重则持续处在下降通道，另外联排别墅近年来成交虽有小幅降温，但其成交占比仍接近五成，主力户型地位不动摇。

表：北、上、广、深、杭千万以上豪宅产品各户型成交套数占比变化情况

类别	户型	2018年	2017年	2016年
普通住宅及公寓	一房	1.8%	7.0%	4.1%
	二房	3.7%	4.8%	6.5%
	三房	32.4%	29.0%	37.2%
	四房	48.0%	46.9%	38.4%
	五房及以上	9.2%	7.4%	8.1%
	复式	4.0%	4.2%	4.9%
	其他	0.9%	0.7%	0.8%
	合计套数	7277	8969	18039
别墅	独栋	24.2%	25.9%	28.8%
	联排	49.4%	48.8%	52.1%
	双拼	5.1%	5.9%	3.9%
	叠加	21.3%	19.4%	15.2%
	合计套数	2216	3200	6650

数据来源：CRIC

考虑到不同年份和不同城市价格涨幅因素对豪宅成交的影响，这5个城市千万以上豪宅热销的房型结构有所不同。具体来看北京四房比重大幅



激增，连续三年呈上升趋势，2018年成交占比超60%，分别比2016年和2017年提升了7.3个百分点和21.8个百分点；别墅户型中叠加产品增涨最为显著，与2016年相比上升了8个百分点，而联排和独栋产品比重持续减少，尤以联排别墅最为突出，成交量年均下滑近3个百分点。

(2) 面积段：200-300平方米占比超3成，且300平以上明显扩张（略）

(3) 总价段：2000万以下占比超7成，但2000-3000万元占比上升（略）

(4) 单价段：高单价产品需求占比连续三年上涨，普宅及公寓类产品表现更突出（略）

三、库存结构：广180平以上、深100-180产品库存量较大

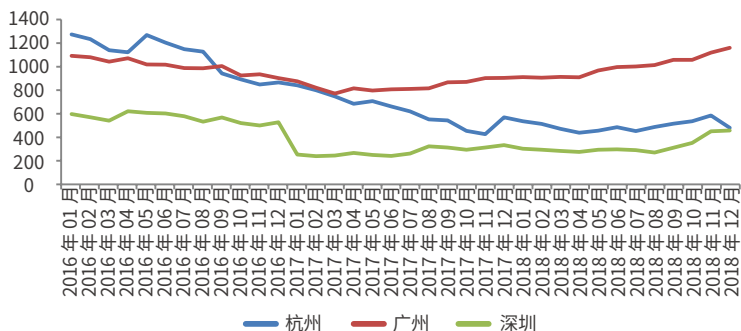
豪宅市场在经历2016年的井喷爆发之后，在需求有所透支和“消费降级”的双重因素叠加之下，市场逐渐转冷。据CRIC统计，2018年京、沪、广、深四城豪宅成交均创近5年新低，甚至达不到2014年成交水平；只有杭州逆势上涨，2018年豪宅成交保持平稳增长态势。成交的变化进一步影响着库存结构的变化。具体来看，表现在以下三个方面：其一，2018年广、深豪宅库存均有上涨，杭州库存相对平稳；其二，广州180平以上户型库存压力显著，杭州各面积段产品均十分畅销；其三，复式产品去化不力，广州独栋尤为滞销，杭州别墅产品整体去化优异。

1. 规模变化：2018年广、深豪宅库存均有上涨，杭州库存相对平稳

从近3年广、深、杭三城库存情况来看，三城表现迥异，杭州库存在2016、2017年去化速度较快，但2018年库存总量变化不大，基本围绕在500万平方米上下波动，市场表现较为平稳。

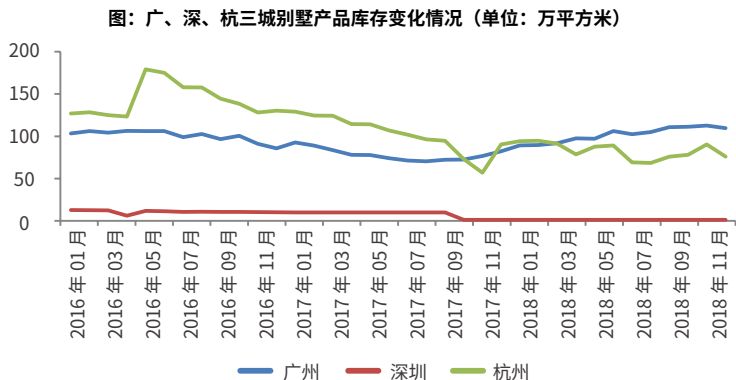
但广州、深圳两个一线城市去化则相对缓慢，导致库存明显上涨。广州库存总量呈现“先降后升”的格局，在2017年3月库存量降至最低点，仅761万平方米，但自该节点开始，库存呈现逐渐上涨的趋势，至2018年12月底库存增至1166万平方米，较低点增长高达53%，较2016年初库存量也有所上涨。深圳上半年受限价因素影响，整体呈现供不应求的局面，库存一直在低位徘徊，2018年4月库存低至269万平方米，“7.31”调控之后，深圳楼市迎来了变革性调整，市场供求关系逆转，库存量也开启了快速攀升，至2018年年底库存升至458万平方米，较4月库存上涨70%。

图：广、深、杭三城库存变化情况（单位：万平方米）



数据来源：CRIC

单就别墅产品库存量变化来看，广州也呈现出“先降后升”的趋势，这与广州市场的萧条有关，而杭州别墅库存量自2016年5月起明显下滑，截止2018年底杭州别墅库存总量仅75万平方米，不及库存高点的一半，究其原因，主要是由于杭州新经济的拉动以及外来人口的持续流入使得需求增加，进而使得别墅产品较为畅销，供应方面也相对不济，两方面因素叠加之下使得库存大幅下滑。至于深圳受其城市特性和土地供应限制，别墅项目已经成为稀缺产品，近2年未有新产品面市，别墅项目以去库存为主，别墅库存量持续下滑。



数据来源：CRIC

2. 广州180平以上库存压力显著，深圳100-180平产品去化缓慢（略）

- (1) 广州：180平以上大户型库存压力显著，80-140平库存压力较小
- (2) 深圳：300平库存告急，80平以下需、100-180平产品去化缓慢

3. 深圳复式、五房产品去化不力，广州独栋、复式尤为滞销（略）

- (1) 深圳复式、五房及以上产品严重滞销
- (2) 广州库存上涨以独栋、复式产品严重滞销

四、需求“升级”而产品“降级”，提升产品力是高地价项目唯一出路

当前种种迹象表明，热点一二线城市豪宅市场规模剧减，成交面积日趋小型化，1000-2000万以内的豪宅占到所有豪宅成交量的75%。究其原因，主要就是由于当前经济下行，居民收入水平增幅放缓，居民购买力不足，部分城市房价收入比已经接近30，豪宅就更加难以企及。由于房价的上涨，用同样的货币买到的房子的面积和品质逐渐降低，导致豪宅市场消费降级。但市场空间尚存，当前国内缺乏好的投资渠道，中产阶级、富豪在没有好的投资项目的情况下，为避免通货膨胀，倾向于购买高端物业，豪宅项目会更容易受宠。针对上述特征和结论，最后我们针对豪宅产品开发运行提出了一些建议：

1. 因城施策，减少复式产品供给，提高产品适配性（略）

2. 控总价，适当降低总价门槛，甚至可以适度多做“经适型”豪宅（略）

本文为《京沪广深杭豪宅市场特征与购房需求变化研究》报告删减版，如需完整版，请联系我们。



「 目录 导览 」

《京沪广深杭豪宅市场特征与购房需求变化研究》

一、豪宅市场连续降温，上海领跑、杭州逆势上升

- 1.成交规模下跌，京、沪、广成交套数均降至2016年三成
- 2.中国豪宅市场高度集中于北上深杭等四城，占比超七成
- 3.京沪深豪宅面积份额占二成，广州、杭州份额相对低位

二、“住好房”的改善需求旺盛，“低”总价、大面积多室户畅销

1.1000-2000万内200-250平方米四房和300平方米以上联排别墅畅销

- (1) 房型：四房、联排为主力户型，整体成交占比近五成稳居首位
- (2) 面积段：中、大面积段热销，北、杭300m²以上别墅占比超70%

- (3) 总价段：各总价段成交分化严重，1000-2000万豪宅占比集中
- (4) 单价段：北上深三城单价水平较高，高房价使得“豪宅不豪”

2.趋势变化：大面积、多室户住宅占比高且在提升，独栋别墅日渐滞销

- (1) 房型：叠加别墅、四房、五房以上销售比重持续上升
- (2) 面积段：200-300平方米占比超3成，且300平以上明显扩张
- (3) 总价段：2000万以下占比超7成，2000-3000万元占比上升
- (4) 单价段：高单价产品需求占比连续三年上涨，公寓类产品表现更突出

市场把脉

三、库存结构：广180平以上、深100-180产品滞销

- 1.规模变化：2018年广、深豪宅库存均有上涨，杭州库存相对平稳
- 2.广州180平以上库存压力显著，深圳100-180平产品去化缓慢
 - (1) 广州：180平以上大户型库存压力显著，80-140平库存压力较小
 - (2) 深圳：300平库存告急，80平以下需、100-180平产品去化缓慢
- 3.深圳复式、五房产品去化不力，广州独栋、复式尤为滞销
 - (1) 深圳：复式、五房及以上产品严重滞销
 - (2) 广州：库存上涨以独栋、复式产品严重滞销

四、需求“升级”而产品“降级”，提升产品力是高地价项目唯一出路

- 1.因城施策，减少复式产品供给，提高产品适配性
- 2.控总价，适当降低总价门槛，甚至可以适度多做“经适型”豪宅



城市 研 判



叁

「看“十三五”规划如何助力中小城市房地产发展」

研究员/ 马千里、吴嘉茗、周奇

作为国家第十三个五年计划，十三五规划规划并指导了国家在2016年-2020年五年间的发展方向，其中新型城镇化的提出对缩小城乡差距、提高农民收入有着重要的意义。随着中小城市城建的进一步完善，城市高速公路、轨道交通等公共配套的进一步提升，众多三线城市的宜居性显著提升。而在十三五规划中“小镇经济”的推广，以及高铁等基础建设的推进建设，也为更多县、镇的房地产市场带来更多发展机遇。着眼于此，本文通过研究“十三五”规划及当前中小城市房地产市场发展现状来看十三五规划能为城镇房地产市场在哪些方面带来发展动力。

一、楼市地市均落后一、二线，土地监管政策相对宽松（节选）

受制于经济实力等方面的差距，三四线城市的房地产市场发展与一、二线城市的差距颇大。本章从住宅成交、土地供应及政策监管等三个方面来看三四线城市目前的发展困境。

1. 量价难保持长时间增长，仅有少数城市成交面积达千万

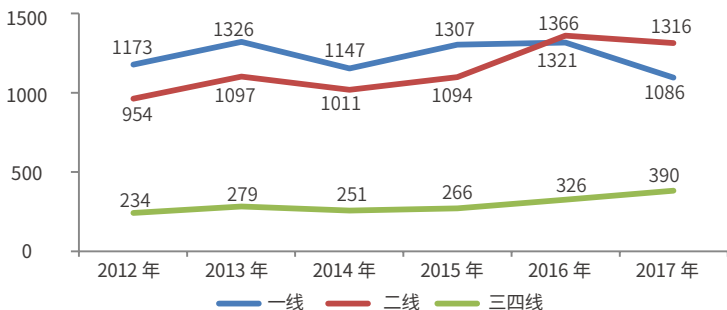
目前超过70%的人口仍然居住在三四线城市，三四线整体的购房需求量要比一、二线城市高出不少，从商品住宅成交总量来看，三四线的商品住宅成交面积相当于一、二线城市总和的1.6倍。但从各能级成交面积的平均值来看，三四线城市仅为一、二线城市均值的四分之一左右，市场规模较小，居民购房倾向也弱于一、二线城市。仅有少数位于一、二线周边



的城市如佛山、廊坊、中山等，受周边大城市溢出需求等利好，商品住宅成交量可以达到1000万平方米以上。

从历年来各城市成交面积的变化趋势来看，对比二线城市近年来市场的快速提升，三四线城市的市场增长较为缓慢，在2016年“去库存”的浪潮下三四线城市的成交量才增长到300万平方米以上，但仍与一、二线城市有较大差距。2017年开始，一、二线城市都经历了较为严格的调控，成交量有所下跌，并且2018年下半年市场整体转凉，也进一步影响了三四线城市的成交，部分城市的存量有所增加，如南通自2018年5月份开始普通住宅去化周期持续变长。

图：分能级各城市商品住宅成交面积均值对比



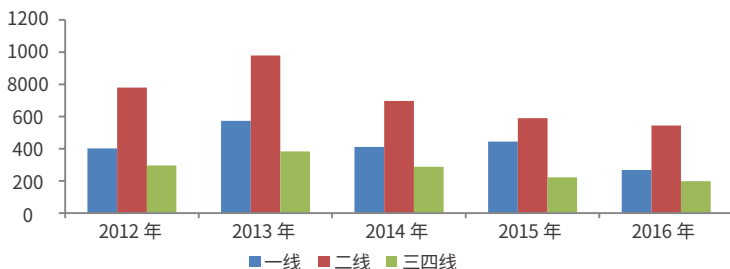
数据来源：CRIC整理

2. 平均土地成交规模小，建设用地指标紧张导致政府监管力度弱

对比各能级的土地成交来看，三四线城市由于住宅需求较少，平均住宅用地成交面积也是三个能级中最低的，2016年的住宅成交土地平均规模仅为198万平方米，是五年中最低值。以洛阳来看，其在2017年土地成交面积为241万平方米，仅比上一年高出不到40万平方米，但在2015年洛阳的出让土地面积达到了343万平方米，供地量明显缩减。相比于洛阳，更多小城市则因为库存高而一年难有土地出让。除因库存过高三四线供地减少的原因外，最重要的是在这些城区面积较小的三四线城市，房企拿地也多集中在城市主城区及近郊区域，因此三四线城市土地成交规模也远小

于一、二线城市。同样以洛阳来看，其在2017年至2018年11月底共出让41宗含宅地块，主要集中在西工区和洛龙区主城区，下辖县市则几乎无土地出让。

图：分能级各城市住宅用地成交均值对比



数据来源：CRIC整理

3. 小结：三四线房地产发展滞后，建设用地不足仅是表面原因

三四线城市由于导致城镇用地指标不足，使得部分城市形成了“经济滞后导致建设用地不足——供地刺激短期经济——供地违规被查——透支长期经济发展潜力”的恶性循环，房地产市场长期处于自住需求不足、市场缺乏有力支撑的窘境。

但事实上，经济发展弱、人口外流才是多数三四线城市房地产发展城市度不足的根本原因。无论从商品住宅成交规模还是土地成交规模，三四线房地产市场活跃度与一、二线城市的差距都比较大，仅有少数经济实力较强的城市能够达到弱二线的水平。只有经济指标发展上去，才能吸引到人口，才能真正增加购房需求。



二、城市基本面多方面落后，限制三四线房地产市场发展

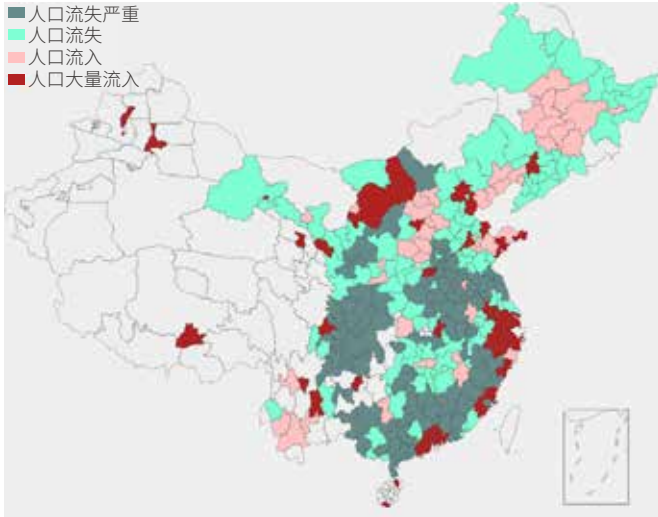
从市场数据来看，三四线城市与一线、二线房地产市场相比显著落后，而城市人口外流导致需求下降、经济实力不足导致购买力无法支撑等原因是区域房地产难以发展的重要原因。

1. 人口外流制约三四线市场发展，老龄化加剧也是推手

对比三四线各城市的人口流出情况，可以看出河南、湖南、四川等地人口外流现象严重，如河南周口、驻马店、商丘等城市的人口净流出量达到了百万以上，占当地户籍总人口的比例超过20%。这些城市出去务工的人口一般以青壮年为主，此类人群同时也是当地市场的购房主力，这些城市的房地产市场规模较难提升。倘若此类城市一直处于人口净流出状态，那么其房地产市场未来发展空间定会持续萎缩。

更值得注意的是，虽然部分三四线城市目前常住人口数量仍与户籍人口数量保持在同一水平，但从长期的人口增长趋势来看，未来很有可能也出现负增长。如东北地区的三四线城市常住人口数量虽仍超过户籍人口数量，但若从人口年龄结构来看，不少城市的老龄人口占比已经达到10%以上，典型如锦州市60岁以上的人口占比在2017年末已经达到25.5%，而0~17岁的人口比重仅为12.7%，人口老龄化现象严重，后续需求动力不足，当地的房地产市场受此影响当然也难发展起来。

图：全国人口流动情况



数据来源：CRIC整理

2. 经济水平落后限制房地产发展，三四线城市购买力待提升（略）
3. 医疗、高校类配套差距显著，三四线医疗资源增速缓慢（略）
4. 城市化进程缓慢，大量农村人口居住环境基础设施落后（略）
5. 小结：基础配套难以支撑房地产发展，但未来三四线还有提升空间（略）

三、十三五规划直击痛点，全面发展助力购房需求落地

从以上多方面数据来看，目前大小城市之间发展不均，中小城市城区和非城区的资源不均衡等情况较为严重，“十三五”规划中强调了推进新型城镇化、城乡发展一体化的目标，主要目的是以城市发展带动农村发



展，改善农村人口的生活水平。本章主要从房地产市场的供给、需求、购买力等基本方面探讨“十三五”规划及近期政策将为中小城市房地产市场发展带来哪些利好。

1.农村土地流转新政推行，三四线城市土地供应同比升高

农村集体用地长期存在监管混乱、土地资源细碎化的问题，且集体用地中宅基地无法转让给同一个经济集体以外的人，还需一宅一户连房转让，整体操作和管理都较为复杂，这也是农村难以进行大面积、统一开发的原因，不仅难以发展房地产市场，也难以发展除农业以外的其他产业。

自2018年年初以来，多省出台了关于农村的土地流转新规，主要加强对农村土地流转市场的管理和规范，大力发展农村经济合作社，通过合作社对农村发展起到组织、引导作用。对于部分城市土地资源紧缺的城市而言，积极推进农村土地流转对城市和农村都有着更加积极的意义：2018年9月份，广州番禺首次出现了“竞返还面积”的土拍形式，番禺石楼镇胜洲村的一宗村集体留用地以商务金融用地性质出让，竞得人珠江投资需返还1300套不低于100平米的物业和2万平方米的综合楼给该村经济社；10月份，上海泗泾镇成交1宗集体建设用地，用于租赁房建设；此外，关于利用农村集体建设用地用于缓解城市土地短缺问题的探索也在其他城市积极推进中。

表：部分城市关于农村土地流转出台新政

部门	文件	主要内容
国务院	《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》	规范引导农村土地经营权有序流转：鼓励创新流转形式、严格规范流转行为、加强土地流转管理和服务等。
海口	《关于完善农村土地所有权承包权经营权分置办法发展农业适度规模经营的实施意见》	明确在2019年年底基本完成市、区、镇、村四级土地流转交易平台建设，实现与省级信息应用平台互联互通，推动土地经营权在公开市场上流转，规范引导土地经营权有序流转。
厦门	《关于进一步促进农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的实施意见》	进一步促进农村土地经营权有序流转：鼓励多主体参与农村土地流转、鼓励承包农户流出土地经营权、支持经营主体开展土地整治等。

数据来源：CRIC

2. 城镇化高速推进期，2020年末新增城镇常住人口4000万（略）
3. 土地流转、旅游业发展提升收入水平（略）
4. 强化中心城市输出服务功能，燕郊成为发展样本（略）
5. 基础设施提升，完善房地产发展硬条件（略）
6. 小结：夯实供求基础，基建、产业转型带动房地产发展（略）

四、总结：建设用地指标不难解决，实现农民进城置业是关键（节选）

十三五规划中关于城镇化、区域发展等重大举措实实在在地利好三四线城市的发展，进而拓宽了这些中小城市的房地产市场的发展空间。三四线城市房地产今后的发展趋势也与这些政策紧密相关：

首先，农村集体建设用地的入市将成为中小城市土地资源的重要补充。随着城镇化的推进，大量农村居民进入城区，原有的城区范围必然会扩大，但规划建设用地指标有限，未来三四线城市很可能以类似于上海、广州等地将集体用地入市的方式，缓解用地紧张。如佛山这种外来务工人员较多的城市，已经通过旧村居改造的方式供应宅地，而像芜湖这种经济发展有潜力的城市，建设用地规模仅为280万平方公里，对比其5988平方公里的市域面积，可见规划用地指标之紧，并且其在2020年底还计划容纳比2017年末多出近120万的人口，城镇化率也会有大的提升，因此通过集体建设用地改造的方式能极大缓和建设用地的紧张，扩大房地产市场的增长空间。

其次，农民的购房需求将成为中小城市的后续主力需求之一。鼓励发展旅游业，通过流转集体建设用地的方式可将闲置的土地资源利用起来或对零散的土地资源规模化经营，增加土地的产出，农民收入进而得到增



加，购买力得到提升。在城乡资源差距短时间难实现平均的情况下，为了给下一代更好的教育，很多城市的农村家庭也主动进城买房，在未来多数农村居民必然也会选择入城，这也是城镇化发展的必然进程。

此外，对于热点一、二线周边的城市来说，投资需求在未来几年依旧存在。城市群使得核心城市的一些产业转移至周边三四线，为三四线城市经济提供了重要的发展动力，当地的房地产市场前景自然也变得更好。尽管中央坚持房住不炒的理念，但由于现下国人投资渠道较少，同时，小城市一般在购房方面限制较少，在新一轮调控背景下，徐州、盐城等市场的火热程度更是说明了投资需求大量的存在，房产投资还会在未来几年占较高的比重。

归根结底，虽然十三五规划中出台的关于振兴乡村经济、推进城镇化、区域发展等等一系列政策的目都是为了促进中小城市的经济发展，但城市的房地产市场是否具有长足发展的动力与城市人口基础、产业基础、周边辐射等因素都有较大的关系。三四线城市目前处于内部分化的阶段，环一、二线城市的三四线城市及乡镇发展前景良好，如北京的香河县等区域经济快速发展，房价也相较其他区域有所提升，同理长三角、珠三角也有这样一些明显受到红利的三四线城市；而中西部的三四线城市及乡镇缺乏强有力的城市辐射，经济发展和房地产市场发展还在起步的阶段，对这些区域来说“十三五”规划更多的是帮助其完善基建、夯实基础，在经济稳步发展的基础之上，房地产市场才会迎来更多的盈利空间。

本文为《看“十三五”规划如何助力中小城市房地产发展》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

「 目录
导览 」

《看“十三五”规划如何助力中小城市房地产发展》

一、楼市地市均落后一、二线，土地监管政策相对宽松

1. 量价难保持长时间增长，仅有少数城市成交面积达千万
2. 平均土地成交规模小，建设用地指标紧张导致政府监管力度弱
3. 小结：三四线房地产发展滞后，建设用地不足仅是表面原因

二、城市基本面多方面落后，限制三四线房地产市场发展

1. 人口外流制约三四线市场发展，老龄化加剧也是推手
2. 经济水平落后限制房地产发展，三四线城市购买力待提升
3. 医疗、高校类配套差距显著，三四线医疗资源增速缓慢
4. 城市化进程缓慢，大量农村人口居住环境基础设施落后
5. 小结：基础配套难以支撑房地产发展，但未来三四线还有提升空间

三、十三五规划直击痛点，全面发展助力购房需求落地

1. 农村土地流转新政推行，三四线城市土地供应同比升高
2. 城镇化高速推进期，2020年末新增城镇常住人口4000万
3. 土地流转、旅游业发展提升收入水平。
4. 强化中心城市输出服务功能，燕郊成为发展样本
5. 基础设施提升，完善房地产发展硬条件
6. 小结：夯实供求基础，基建、产业转型带动房地产发展

四、总结：建设用地指标不难解决，实现农民进城置业是关键



「2018年一、二线城市 购房者特征研究」

研究员/马千里、吴嘉茗、周奇

2018年，在中央“坚决遏制房价上涨”的政策指导下，一、二线调控力度继续从严，投机购房需求更是政策打压的重点。在持续从紧的政策环境中，2018年一、二线城市多表现为“量缩价平”，多数城市房价滞胀，成交量也维持低位。在政策背景趋严，楼市去化速度普遍放缓的情况下，为了保证产品的适销对路，认知客户特征、理解客户偏好就显得更为重要，如客户来源地、购房动机、置业偏好等指标变化更是重中之重。

一、首置首改占比超五成，强二线外来需求较为活跃

为精准把握目标购房客群，本章从购房者年龄段、决策方式、来源地、购房用途及贷款使用等五个方面来分析典型城市的购房客户特征。从分析结果来看，多数城市刚需客户仍是购房主力，不过一些热点城市投资需求仍旧存在。

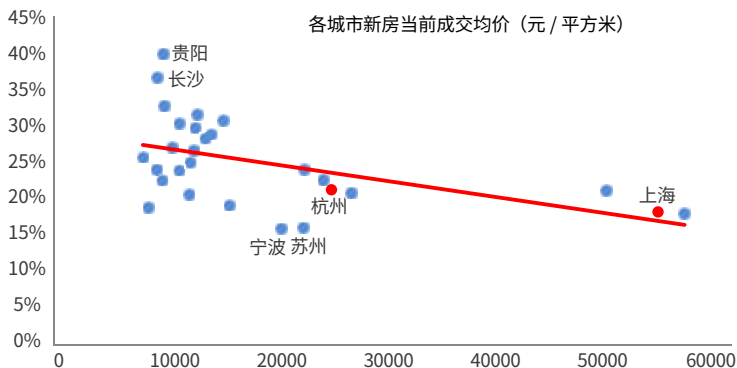
1. 低房价城市年轻群体购房占比更高，贵阳30岁以下客户比例达四成

从整体年龄分布来看，购买力更强的35-50岁年龄段的年长客群是一、二线购房客户的主力，占比高达四成以上。而一、二线城市购房门槛的提高也让年轻客群的比例也进一步下降，25岁以下购房客户比例平均仅为8%。结合各城市的房价来看，房价越高的城市，当地购房客户中年轻群体的占比也就越低。购房门槛较高的一线城市，30岁以下客户平均占比为20%，而二线城市的平均比例则达到了26%，高出了六个百分点。

城市研判

具体到各能级中来看亦是如此。在一线城市中，价格洼地广州30岁以下客户的比例达到了21%，超出房价最高的上海三个百分点。二线城市中，以杭州、苏州为代表的东部二线城市，房价普遍在2万以上，并且调控政策也相对严格如杭州外地人购房需缴纳两年及以上的社保，在购买力及其他因素限制下，年轻群体的购房比例均相对较低；而房价相对较低的贵阳，30岁以下购房客户占比达到40%，较低的购房门槛以及逐渐攀升的市场热度让很多年轻客户提前购房，贵阳也是重点城市中25岁以下客户占比最高的城市，比例达18%。

图：重点一、二线城市2018年房价与30岁以下购房者比例关系



数据来源：CRIC

2. 男性决策仍是主流，杭州、南昌等少数城市女性决策比例更高（略）
3. 二线城市人才引进效果显著，郑州外地客户占比超三成（略）
4. 房住不炒落地，一线城市首置首改比例上升13个百分点（略）
5. 购买力仍旧充足，北京、青岛全款支付超三成（略）
6. 小结：二线城市人口持续流入，外地购房需求活跃（略）



二、三房户型受众广泛，一线城市远郊接受度更高

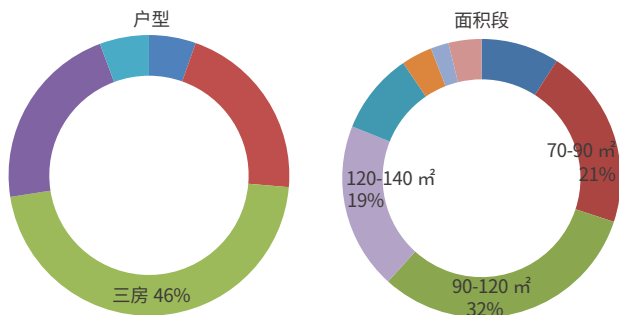
除客户的基本特征外，不同城市的客户对产品类型的取向也是各有差别，以装修风格为例，苏州、上海的客户对精装房的接受度就更高，但在贵阳、长沙等城市接受度就相对比较低。为了进一步了解这些差异，本章从房屋面积、总结接受度、装修风格、区位等四个指标来分析不同城市客户的产品偏好。

1. 大面积住宅更受欢迎，深圳也不例外

一、二线城市对于二套贷款认定的严格让“一步到位”的购房理念也越来越深入，加上二胎的开放也让改善类需求大增，因此可做三房甚至四房的90-120平方米这一面积段的产品受众最广泛，占比达到了32%。

从户型数据上看也是如此，偏爱三房客户的比例平均值达到了46%，而愿意购买两房住宅的客户比例仅有21%。对大面积住宅青睐度的上升不仅体现在房价相对较低的二线城市，一线城市亦是如此。四个城市的客户想购买三房的比例较2017年均有所上升，其中深圳的比例上涨最多，比2017年增加了十个百分点以上。大面积产品被选择比例的上升意味着客户对于小户型的购买意愿正在下降，同以深圳为例，在2018年愿意购买一房的客户比例仅为1%，相比2017年下降了近四个百分点。

图：一、二线城市户型与面积分布



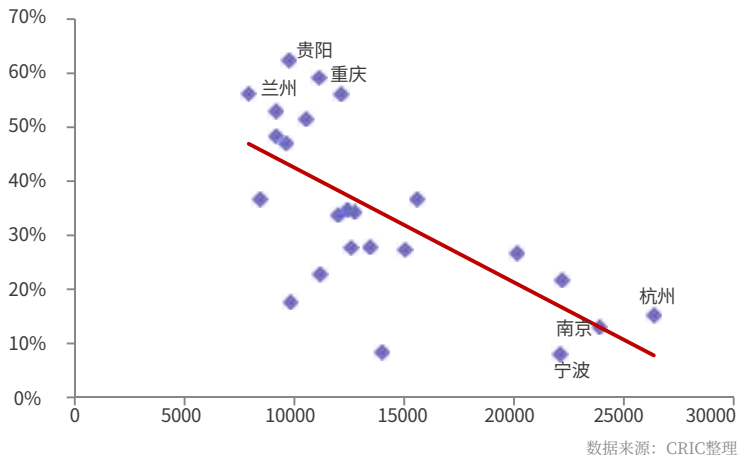
数据来源：CRIC整理

2.发展潜力提高总价承受度，青岛九成客户总价偏好超百万元（节选）

与2017年相比，一、二线城市的购房门槛继续上提，虽然选择购买总价在100万~200万之间的客户仍是最多的，但比例却有所下降，反而是总价在200万以上的产品比例有所上升。

多数二线城市商品住宅的成交均价都在每平方米1万元~1.5万元之间，总价在百万以下的住宅仍是刚需客户选择的主要对象，如贵阳、重庆等城市的比例都在五成以上。而当前房价约为1.4万元/平方米的青岛，想要购买百万以下住宅的客户占比仅为8%，是二线城市中最低的；结合2018年成交情况来看，成交套均价在100万以下的莱西和平度在2018年商品住宅的成交套数仅占当年青岛成交套数的14%，主力成交区域还是集中在当前城市发展重点黄岛区，国家级新区的落地让黄岛区成为置业热点，2018年成交住宅套均价已在150万/套以上，从配套、后续发展等多方面考虑，客户也愿意选择总价更高的住宅。

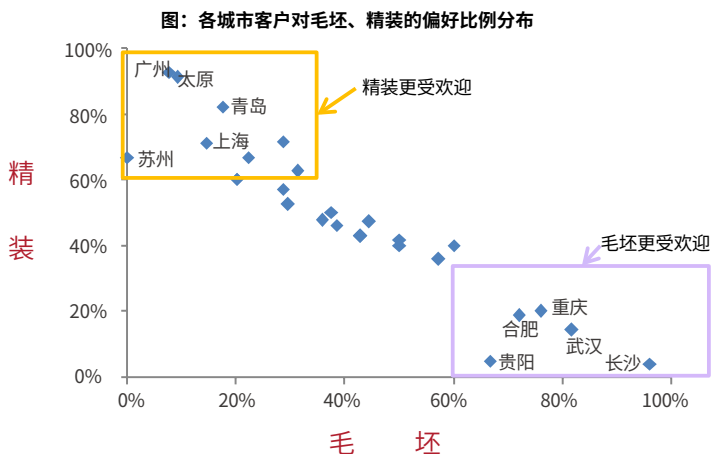
图：重点二线城市总价百万以下的住宅比例与房价关系





3.市场成熟度越高精装房越受欢迎，上海、广州超六成客户偏爱精装

在房屋装修方面，整体来看，有5成左右客户愿意购买精装房。当前多数一、二线城市的新楼盘中已经以精装房为主，对精装房的接受度也比以往更高。但还有39%的客户则青睐自己装修房屋，更愿意购买毛坯房。



注：调研选项包括精装、毛坯和无所谓，因此上图中存在精装+毛坯占比不等100%的情况

数据来源：CRIC整理

就不同城市来看，装修偏好的差异和城市房地产市场所处的发展阶段相关，在东部经济发达地区，房地产市场较为发达的城市，推行精装住宅的时间也比较早，如广州、上海、苏州、青岛等地，其中上海在1999年就已在部分区域试点精装住宅，2008年更是向全市推广，目前市面上产品也多是精装住宅，因此客户对此类住宅的接受意愿更高；而在武汉、贵阳、长沙、重庆等地，近几年才上升的市场热度带动地价上涨促进精装住宅发展，而在此之前毛坯房一直是市面上主推产品，当地客户也更习惯于

买房后自行装修。除因城市发展阶段不同外，政府对精装产品的推行也影响购房客户的选择，如山西省在2018年8月份颁布的《关于加快推进住宅全装修工作的实施意见》，要求太原在2025年之前中心城区新开工全装修住宅占比要达到100%，快速推动了太原精装住宅的发展，客户对精装的认可度也提升了不少，2018年愿意购买精装住宅的客户占比超过8成。

4. 一线城市对区位指标更宽容，上海远郊意向客户占比达到二成

产品所在位置也是客户在购房时考察的重要指标之一。整体来看，位于中心城区的住宅受欢迎度仍旧最高，占比达到48%，而正在快速发展的近郊区域由于价格较城区低也受到众多刚需客户的欢迎，占比为38%。此外，仅有15%的客户愿意购买远郊区域的住宅，受欢迎度最低。

和二线城市相比，一线城市郊区在各项配套上相对更加完善，交通通达性也更好，因此客户在一线城市购房时对区位指标更加宽容，愿意在郊区购房的客户占比高出近9个百分点。此外，就一线城市来看，对比其他城市，上海的远郊区域在商业、教育及交通等购房客户所关心的配套上已经基本能满足需求，因此愿意在远郊购房的客户是四个一线城市中占比最高的，比例达到两成。

5. 小结：总价仍是主要决定因素，客户偏好购房标准也在提升

尽管不同城市的客户在购房时选择会有差异，但从总的方向来看，城市之间也有相同点。比如在房屋面积上，随着改善性和“一步到位”的需求增多，大面积住宅在各个城市间都越来越受欢迎；低总价的产品仍是客户首选，但在区位、配套等多方面因素的影响下，客户也不仅仅只选择价格最低的产品，例如中心城区的房子较以往更受欢迎，更多客户也会考虑价格稍高的精装类住宅。这样看来，随着对于居住要求的提高，客户的购房标准也在慢慢提升中。



三、新一代置业者的购房观：理想和现实的碰撞

为了解目前不同年龄段客户的购房需求，我们也进行了意向购房客户的调研，参与调研的客户以80后、90后和95后三个年龄段为主，也正是目前主力购房人群。刚踏入社会不久的95后作为新一代购房人群，由于经济实力、家庭结构等均与80后、90后处于不同水平，其购房需求与之也有所差异。

- 1、常住城市难扎根，95后回乡置业意愿占比最高（略）
- 2、受制于购买力，超四成年轻客户购房仍需依赖家长决策（略）
- 3、95后客户更青睐精装房，装修标准普遍低于2000元/m²（略）
- 4、置业多考虑自身需求，95后更看重交通和商业配套（略）
- 5、户型偏好较为一致，95后最受欢迎房型仍是三房（略）
- 6、不同城市购房观：重庆更偏好小屋，上海更多人买不起房（略）
- 7、小结：热闹优质社区的小户型，最能赢得95后的心（略）

四、总结：购房偏好标准逐年提升，强二线外来置业需求持续活跃(节选)

对于一、二线城市而言，无论是楼市还是地市，在2018年的表现都比较平淡。在市场热度降温的冲击下，重点城市的购房客群的变化已非常鲜明：政策利好下首置客户占比大幅增加，2018年客户的购房标准也有所提升。

而在2019年，房地产调控政策主基调依旧以“稳”为主，上海住建委在2月会议中更是明确提出要坚决遏制投资投机性购房，在这样的背景下，投资需求在多数一、二线仍会被抑制。为了实现“住有所居”，以北京、上海为代表的一线城市率先增加了保障住宅土地供应，北京在1月份就出让了9宗共有产权住房，南京等二线城市也陆续跟进，刚需客户的上车机会将会更多，就此来看首次购房客户的数量还将继续增加。在一些强二线城市，如成都、武汉、杭州，宽松的落户政策仍会为城市吸引大量年青群体，外来人才带来的购房需求将成为首置群体的重要来源。但是在对新房的需求特征上，产品偏好也会继续向中大户型、中高总价偏移，这主要是来源于平均购买力的升级，一方面，在严苛政策调控管理下，尤其是在限购、限贷等政策的筛选下，购买力不足的改善客群被迫退场，留下的客群会更多地希望一步到位；另一方面，由于一二线城市存量住宅持续增加，更多的中小户型需求转向二手房市场，也会使得新房市场豪宅化的趋势更加明显。

本文为《2018年一、二线城市购房者特征研究》报告删减版，如需完整版，请联系我们。



「 目录 导览 」

《2018年一、二线城市购房者特征研究》

一、首置首改占比超五成，强二线外来需求较为活跃

1. 高房价城市年轻群体购房占比低，贵阳30岁以下客户达四成
2. 男性决仍是主流，杭州、南昌等少数城市女性决策比例更高
3. 二线城市人才引进效果显著，郑州外地客户占比超三成
4. 房住不炒落地，一线城市首置首改比例上升13个百分点
5. 购买力仍旧充足，北京、青岛全款支付超三成
6. 小结：二线城市人口持续流入，外地购房需求活跃

二、三房户型受众广泛，一线城市远郊接受度更高

1. 大面积住宅更受欢迎，深圳也不例外
2. 发展潜力也在提高总价承受度，青岛九成客户总价偏好超百万
3. 市场成熟度越高精装房越受欢迎，武汉、贵阳超六成偏爱毛坯
4. 一线城市对区位指标更宽容，上海远郊意向客户占比达二成
5. 小结：总价仍是主要决定因素，客户偏好购房标准在提升

三、新一代置业者的购房观：理想和现实的碰撞

1. 常住城市难扎根，95后回乡置业意愿占比最高
2. 受制于购买力，超四成年轻客户购房仍需依赖家长决策
3. 95后客户更青睐精装房，装修标准普遍低于2000元/m²
4. 置业多考虑自身需求，95后更看重交通和商业配套
5. 户型偏好较为一致，95后最受欢迎房型仍是三房
6. 不同城市购房观：重庆更偏好小屋，上海更多人买不起房
7. 小结：热闹优质社区的小户型，最能赢得95后的心

四、总结：购房偏好标准逐年提升，强二线外来置业需求持续活跃



「强二线城市人口竞争格局」

——以杭州、西安、重庆、郑州、成都、天津、武汉、南京为例

研究员/马千里、邱娟、周奇

一、各城市竞相出台人才新政，致力扩充人口规模

自2017年以来，强二线城市相继出台了多次人才引进战略，在落户、住房、就业等多方面给予人才便利或帮扶，以吸引更多人口到该城市安居置业，扩充城市人口规模。从八个强二线城市来看，城市人才发展目标差异显著，政策出台的侧重点各也不同。

1. 普遍本科即可落户，郑州、重庆专科即可（略）
2. 西安最为激进偏重“量”，杭州致力于高端人才偏重“质”（略）
3. 公租房、购房补贴“花式引人” 武汉准入门槛低、补贴力度强（略）
4. 小结：各城市多方位保障安居，杭州先一步“瞄准” 高端人才（略）

二、强二线城市人口大跃进，但成都、南京正在透支潜力

在激进的人口增长政策推动下，2017年以来强二线城市的户籍人口普遍大幅增加，如成都、西安2017年人口增长均达到了20万人以上。但

城市研判

进一步分析人口的增长结构可以发现，还是有一些城市人口增长依旧存在隐忧，如重庆户籍人口出现负增长，而南京、成都等城市的户籍人口增长主要因为流动人口落户脚步加快，城市的人口吸引力并没有实质性增强。

1.自然增长：成都、重庆面临人口负增长挑战，更多天津人选择“只结婚不生子”（略）

2.户籍迁徙：成都、西安遥遥领先，天津近乎零增长（略）

3.净流入人口：西安、郑州人口吸纳能力持续增长，成都、南京出现衰退（略）

4.人口溯源：天津、南京迁入来源最为集中，成都、郑州与一线城市来往密切（略）

5.小结：西安、杭州常住人口增长最快，结构性优势同样明显（略）

三、部分城市受发展短板制约，人口增长前景面临挑战

长期来看，人口格局受产业经济、房价水平、区位交通、人口结构、人口素质等诸多方面的综合影响，通过对这些影响因子综合评价，可以发现：首位度较高的杭州、西安、武汉，发展优势最为显著；交通通达性较强的南京和郑州，人均吸附能力居于第二梯队；而重庆、成都、天津三城分别受经济发展不均衡、交通通达性角度、中心性不强等因素，人口增长面临一定挑战。



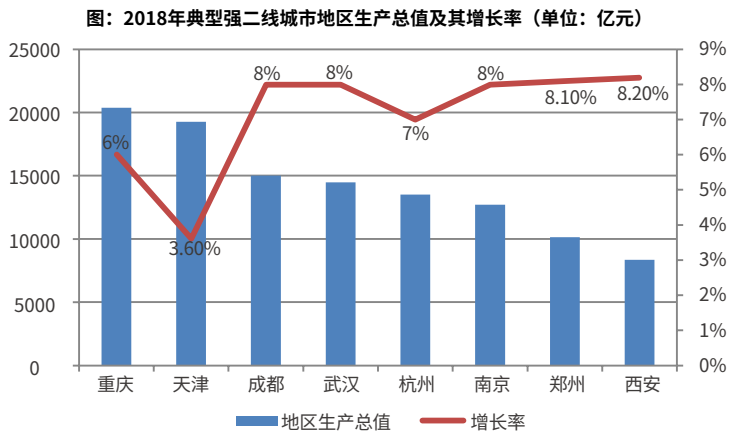
1、产业经济：杭州、西安产业发达、就业弹性较强，人口流入意愿最强

（1）经济增长：天津经济增速仅3.6%，就业岗位增长动力不足

虽然八个强二线城市地区生产总值均处于全国前列，但八个城市的具体经济发展情况却大相径庭。重庆经济总量居于八市之首，2018年地区生产总值突破2万亿元，但就人均GDP来看，却在八城之中“垫底”，仅6.6万元，这一数字甚至低于经济总量处于八城最末位的西安。究其原因，主要是由于重庆人口众多，周边多山地和丘陵，因此拉低了人均经济水平。天津的经济总量与重庆差距不大，但天津人口仅为重庆的一半，人均GDP高出一倍。

当前，八大城市中人均GDP居于最高水平的是南京，高达15万元/人，其次是杭州和武汉，人均GDP在13万元左右，之后是天津和郑州，人均GDP分为在12万、10万元左右，成都、西安、重庆则居于最末等，人均GDP均为10万元以下，尤其是重庆，人均GDP与全国人均GDP6.5万元基本持平，经济活力较低。

另外，这八个强二线城市经济总量的增速也存在较大差异，重庆、天津增速相对滞缓，尤其是天津，2017、2018连续两年地区生产总值增速仅3.6%，尤其是天津引以为傲的工业增长十分缓慢，再加上雄安新区的崛起，导致天津的战略地位逐渐下滑，人口吸引力也逐渐下滑。而重庆经济总量的滞缓主要是由于周边广大县市的拖累，经济发展不均衡，加之工业经济低位运行、投资增长后劲不足、实体经济困难增多。成都、武汉、南京、郑州和西安5城经济增速均在8%以上，经济增速处于前列，人口吸引力也处于相对高位。



(2) 产业结构：杭州、西安三产占比突破六成，就业弹性最强（略）

(3) 居民收入：南京、杭州遥遥领先，置业压力同样最高（略）

2、区位优势：“国家中心城市”郑州颇具后发优势，人口增长空间可期

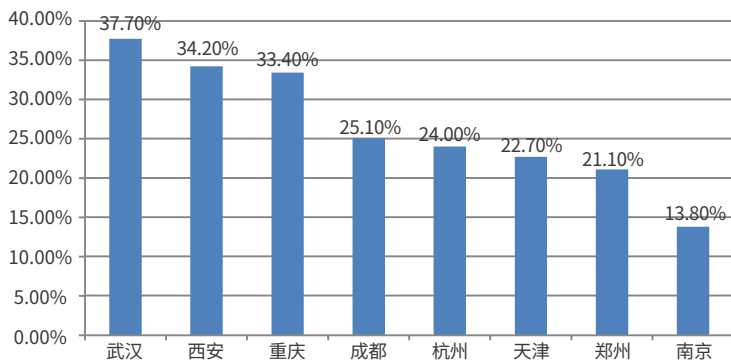
(1) 经济首位度：成都、武汉、西安优势最明显，南京难超苏州（节选）

总的来看，从各城市首位度来看，武汉、西安、重庆经济辐射能力较强，在省内人口吸纳力明显居于高位，杭州和郑州人口吸引力一定程度上受宁波、洛阳等城市的影响，但其核心地位则无法撼动，人口势必呈现明显的净流入状态，尤其是郑州，后发优势颇强；成都和天津由于处于“千



年老二”的地位，经济辐射能力稍差，尤其是天津，在雄安新区的影响下，有可能会更加边缘化。而南京则受苏州、无锡的前后夹击，本身人口就容易被分流，加之外部高端产业引入不足，内部创新创业有待进一步发展，缺乏类似杭州的阿里巴巴、网易等互联网经济的带动，城市活力不足，长期来看人口前景堪忧。

图：2018年典型强二线城市经济首位度



注：天津、重庆、成都经济首位度是通过计算其经济总量与其所在的京津冀、成渝城市群的经济总量占比所得。

数据来源：根据各省人民政府网站公布数据整理

（2）交通通达性：西安、成都高铁发展滞后，对周边城市人口吸附受影响

交通是连接城市的重要纽带，也是为城市发展运送人流、物流的重要通道，作为城市发展的主要动力，交通对生产要素的流动、城镇体系的发展有着决定性的影响。这其中高铁动车以及城际列车的发展无疑使各城市之间的联结更为紧密，人们往来各城市也将更为快速便捷，由这些强二线城市与周边三四线城市之间高铁动车班次数量，我们可以推断核心城市的人口吸纳力和发展潜力。

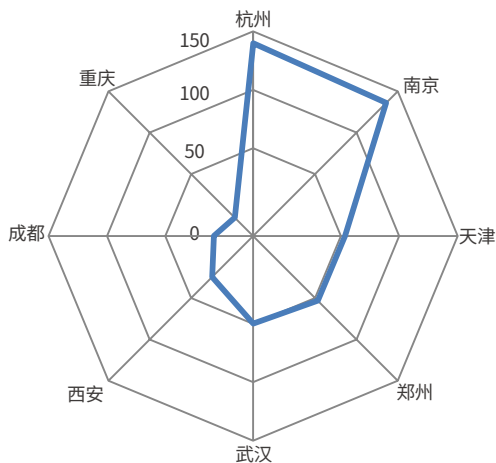
通过对六个省会城市的高铁通达性对比发现：杭州、南京两城市的高铁通达性最强，居于第一梯队，省内平均通达指数均在130左右，但两城市却有各自更为鲜明的特征：南京所在的江苏表现出严重的不均衡特征，苏南地区，无论是交通还是经济，均明显优于苏北。以高铁通达性为例，南京与苏北的淮安、宿迁、连云港等城市均无高铁连接，而与苏州、无锡、常州等城市连通性均在300以上。杭州所在的浙江，高铁网则相对均衡，除地理位置偏远的舟山与杭州没有高铁直接连通，其余城市与杭州的高铁连通性均较强。

通达度居于第二梯队的则是天津、郑州和武汉，省（城市群）内平均通达指数均在60以上。郑州和武汉两城均为中西部的国家中心城市，高铁建设进程明显加快，与周边三四线城市的联系明显增强，人口吸附能力也明显上升，以郑州为例，近些年对半小时高铁圈内的许昌、新乡等城市吸引力大大增强。至于天津，尽管通达指数均处于相对高位，但由于北京对于天津的辐射作用十分强大，加之雄安新区规划对天津的分流影响十分强大，明显削弱了其人口吸附力。

西安、成都、重庆三城与其省（城市群）内三四线城市通达性最弱，省内平均通达指数均在40以下（包含40）。以西安为例，其与省内其余10地级市中的5个地级市（榆林、安康、商洛、铜川）尚无高铁连通。而通高铁的部分城市如延安，往来也只有8个班次，通达性较弱，与宝鸡、渭南、汉中、咸阳等城市连通性相对较强，人口吸附能力也处于较高水平。而重庆虽然交通通达度较弱，但其作为中西部唯一的直辖市，辐射带动力有所提升，无形之中也提升了其人口吸附力。



图：2018年典型强二线城市经济首位度



数据来源：根据12306网站公布数据整理

3.人口结构：武汉、郑州年龄结构低龄化趋势显著，长期人口规模增长无虞（略）

（1）高校资源：武汉、西安、南京优质高校资源丰富，人口增长潜力巨大（略）

（2）中小學生数量：郑州等城市年轻家庭众多，人口增长更具潜力（略）

4.人口素质：杭州高素质人才吸纳力突出，对北京、上海人才虹吸效应最强（节选）

杭州之所以取得这些成绩，与其自身在经济、产业、交通、环境等方面的优势离不开。杭州互联网经济发达，尤其在国内互联网巨头企业阿里巴巴的带动下，杭州的互联网产业发展更为迅猛。进一步对杭州人口增长的热点区域进行分析，可以发现，人口增长较多的余杭区、滨江区等区域恰恰是互联网企业、创新创业园区聚集的区域，可以看出，杭州的新经济、新产业成为杭州吸引人口的“催化剂”。另外，G20峰会召开之后，杭州的影响力得到了极大提升，城市的人口吸附力大大增强，2018年净迁入人口量27.6万，较2016年已经实现了翻番，这一系列数据可以看出，杭州的综合实力逐步增强，即将成长为长三角经济发展新的增长极，未来杭州的人口吸附能力会越来越强。

表：2013-2018年杭州常住人口增量、自然增长增量和机械增长量（万人）

年份	常住人口增量	自然增长率（‰）	自然增长增量	机械增长量
2013年	4.2	4.1	3.6	0.6
2014年	4.8	5.1	4.5	0.3
2015年	12.6	5.4	4.8	7.8
2016年	17.0	6.0	5.5	11.5
2017年	28.0	7.4	6.9	21.1
2018年	33.8	6.2	6.2	27.6

数据来源：杭州统计局



就这些城市新落户人才的来源来看，也各不相同，杭州除去一部分海归人才外，相当一部分人才来源于北京、上海，他们之所以选择杭州，一是由于受宽松的落户环境、优美的自然环境、良好地经济发展态势，加之互联网等新经济带来的就业机会等“拉力”影响，另一方面则是因为京、沪两市落户门槛较高、房价居高不下带来的“推力”影响，在这一推一拉双重影响之下，相当一部分京、沪高素质人才分流至杭州。

5.综合评价：产业经济决定核心竞争力，提高首位度是重中之重（略）

四、总结：杭州、西安、武汉人口增长潜力最大，杭州优势最为均衡（节选）

总的来看，城市要提升人口的吸引力，关键还是要依靠城市自身在产业发展、就业机会等方面实实在在的优势，不可能仅依靠出台一个简单的人才落户新政，就能改变当前的人口竞争格局。近年各城市出台人才新政之后的效果，也是各城市综合实力的体现。

具体来看，样本城市人口增长潜力可分为三个梯队：第一梯队为杭州、西安、武汉，人口增长潜力最大，这三个城市的共性是产业结构较为合理、经济首位度均处于较高水平，使得城市辐射带动能力较强；第二梯队是南京和郑州，人口吸附能力处于中等水平，两城突出的特点就是交通通达性较强，但也都有一些无法忽视的问题，南京的劣势在于产业创新性不足，城市活力不够，加之置业难度较大，使得人口滞涨，而郑州的劣势在于经济基础薄弱、起步晚，相信假以时日，人口吸附力会有快速上升；

城市研判

第三梯队是重庆、成都、天津，人口增长面临一定挑战，重庆的劣势在于经济发展不均衡，成都的短板在于交通通达性较弱，而天津受北京、雄安新区的分流作用影响，中心性和辐射能力大大被削减。

表：八个强二线城市人口竞争潜力评价

城市	产业与经济			区域与交通		人口结构		人口素质	综合评价
	人均GDP	产业结构	房价收入比	经济首位度	交通通达性	双一流高校数量	中小學生占比		
杭州	4	5	2	4	4	3	4	5	3.75
西安	2	4	3	5	2	5	4	4	3.75
武汉	4	3	4	4	3	5	3	3	3.7
郑州	3	3	3	5	3	3	5	3	3.6
南京	5	4	1	3	5	5	2	5	3.55
重庆	1	3	3	3	5	3	4	3	3.2
成都	2	3	4	4	1	3	4	4	3.25
天津	3	3	3	2	3	3	3	4	3.00

注：综合评分由各因子加权累计获得。

数据来源：CRIC整理

本文为《强二线城市人口竞争格局——以杭州、西安、重庆、郑州、成都、天津、武汉、南京为例》报告删减版，如需完整版，请联系我们。



「 目录 导览 」

《强二线城市人口竞争格局——以杭州、西安、重庆、郑州、成都、天津、武汉、南京为例》

一、各城市竞相出台人才新政，致力扩充人口规模

1. 普遍本科即可落户，郑州、重庆专科即可
2. 西安最为激进偏重“量”，杭州致力于高端人才偏重“质”
3. 公租房、购房补贴“花式引人”，武汉准入门槛低、补贴力度强
4. 小结：各城市多方位保障安居，杭州先一步“瞄准”高端人才

二、强二线城市人口大跃进，但成都、南京正在透支潜力

1. 自然增长：成都、重庆面临人口负增长挑战，更多天津人选择“只结婚不生子”
2. 户籍迁徙：成都、西安遥遥领先，天津近乎零增长
3. 净流入人口：西安、郑州吸纳能力持续增长，成都、南京出现衰退
4. 人口溯源：天津、南京迁入来源最为集中，成都、郑州与一线城市来往密切
5. 小结：西安、杭州常住人口增长最快，结构性优势同样明显

三、部分城市受发展短板制约，人口增长前景面临挑战

1.产业经济：杭州、西安产业发达、就业弹性较强，人口流入意愿最强

(1) 经济增长：天津经济增速仅3.6%，就业岗位增长动力不足

(2) 产业结构：杭州、西安三产占比突破六成，就业弹性最强

(3) 居民收入：南京、杭州遥遥领先，置业压力同样最高

2.区位交通：“国家中心城市”郑州颇具后发优势，人口增长空间可期

(1) 经济首位度：成都、武汉、西安优势最为明显，南京仍难超越苏州

(2) 交通通达性：西安、成都高铁发展滞后，对周边城市人口吸附受到影响

3.人口结构：武汉、郑州年龄结构低龄化趋势显著，长期人口规模增长无虞

(1) 高校资源：武汉、西安、南京优质高校资源丰富，人口增长潜力巨大

(2) 中小學生数量：郑州等城市年轻家庭众多，人口增长更具潜力

4.人口素质：杭州高素质人才吸纳力突出，对北京、上海人才虹吸效应最强

5.综合评价：产业经济决定核心竞争力，提高首位度是重中之重

四、总结：杭州、西安、武汉人口增长潜力最大，杭州优势最为均衡



「2019年春节三四线城市市场调研纪要」

文/克而瑞研究中心

长期以来，春节都是三四线城市返乡置业高峰期，也是定调当年三四线市场变化晴雨表。2019年春节我们研究中心密集调研8个三四线城市，并下沉至河南禹州、安徽枞阳这类县级市，现总结出以下特征：

第一章、数读春节楼市（略）

第二章、调研总结：返乡置业爽约叠加货币化安置离场，三四线城市持续转冷

一、市场持续转冷，返乡置业潮爽约，赣州、淮北率先调整

2019年春节市场热度明显不及去年同期，济宁、常州、禹州等多项目案场进入“休假”模式，营销拓客不甚积极，仅安排数人值班。案场实际到访量更是寥寥无几，赣州、常州等市日均到访量低至个位数，淮北略高日均15-20组。市场观望情绪浓重，新开盘项目去化率明显回落，譬如常州去化率下跌10%-20%不等。另外，诸如徐州这类返乡置业型城市，市场预期中的返乡置业潮爽约，房价上涨过快、市场购买力透支或是重要因素，高价盘去化普遍不畅。

值得一提的是，随着2018年下半年三四线城市市场降温，部分城市案场营销活动明显增多，部分项目售价较前期略有下调。典型如绍兴，购房送车位暗地降价，但整体收效甚微，成交量提升幅度有限。淮北、赣州

城市研判

等市场显著降温，同质化竞争激烈，部分项目去化困难。尤其是赣州，非限购区域市场率先调整，成交量价齐跌。受制于成交量持续走低，枞阳县库存消化周期明显拉长，高库存风险仍需警惕。

二、调控政策未见实质松动，淮北购房奖励支持居民自住需求

济宁、禹州等政策相较宽松，首套房首付比例30%，利率上浮15%-30%。对于赣州、常州、徐州这类限购、限售城市，调控政策未见实质性松动迹象。部分城市落地利好政策，重点支持居民自住以及改善性购房消费，譬如绍兴购房即可落户，淮北给予退宅进城农民、外来务工人员购房奖励。

三、棚改实物安置逐渐取代货币化安置，赣州棚改客户占比由30%降至5%

2019年全国棚改开工量明显回落已是不争的事实，淮北、禹州、绍兴等棚改市场阶段性收尾，棚改开工量显著回落。并且，更多三四线城市将采用实物安置，逐渐取代货币化安置。典型如济宁，棚改市场规模长期位居全国前列，2019年棚改市场规模将明显回落，更多采用实物安置。受制于棚改货币化安置离场，增量置业需求大幅减少，赣州棚改客户成交占比由30%降至5%。



四、土拍市场降温，企业拿地态度谨慎，合作操盘、流拍等现象明显增多

2018年下半年以来，三四线城市土拍市场明显降温，房企拿地态度愈加谨慎，土地流拍、合作操盘等案例明显增多。典型如禹州，2018年上半年房企拿地热情高涨，土拍竞争异常激烈，下半年市场回归理性，底价成交已成常态，土地流拍现象时有发生。各城市乃至区域市场明显分化，相较而言，主城区以及重点规划片区房企拿地积极性颇高，土拍市场依旧延续一定热度。

五、本地客户超8成，投资需求离场，90-120平三房最畅销

三四线城市置业群体以本地客户居多，常州、禹州等市成交占比超8成。而在买涨不买跌的心理作用下，市场观望情绪浓重，投资性需求离场。譬如，2018年下半年随着绍兴市场持续降温，杭州外溢投资客明显减少。当下三四线城市改善性需求持续释放，90-120平方米三房最为畅销。以禹州为代表的部分三四线城市精装修市场有抗性，毛坯产品总价较低更利于成交去化，去化率明显高于同品质的精装修产品。

综上，春节假期三四线城市房地产市场持续转冷，返乡置业潮爽约，案场到访量、新开盘项目去化率均明显回落。受市场购买力透支，叠加棚改市场规模缩量等多方面因素影响，2019年三四线城市依旧面临较大的调整压力，部分三四线高库存风险仍需警惕。

第三章、调研城市：以外出务工人员较多的东中部三四线为主

一、山东省济宁市：棚改货币化安置离场市场回归理性，2019年调整压力较大（节选）

2. 春节市场：营销拓客呈“休假”模式，春节到访量、去化率明显降低

受制于市场转冷，春节期间房企入市积极性不高，案场到访量更是寥寥无几。本地常住客群由于对当地市场较为了解，部分楼盘春节期间虽有优惠，但细算下来与前期房价基本无差异。由于担忧后市房价下跌，购房群体观望情绪较重，仅限于走马观花、打发时间。因此项目去化较差，营销拓客也并不积极，基本处于“休假”模式。

5. 棚改市场：规模仅次于菏泽、潍坊，实物安置逐渐取代货币化安置

济宁作为山东省内的棚改重点城市，棚改市场规模一直处于前列，2017年棚改开工量居于全国第七位，在山东省内仅次于棚改大户菏泽和潍坊。济宁不仅仅棚改规模体量巨大，货币安置比重也十分高。在过去的几年间，大规模的货币安置为济宁楼市注入大量需求，推动了济宁房地产市场的发展。2018年济宁全市开工计划5.83万套，截止2018年11月末，开工套数就达6.3万套，开工率达108.1%。考虑到当前棚户区改造货币化安置政策逐渐离开舞台中心，客群陷入冷静期。即使存在部分棚改居民，现在也多是实物安置。因此，济宁楼市将逐渐回归理性，量价短期难再出现大幅增长。



二、江苏省常州市：春节市场持续转冷，预计2019年量跌价稳（节选）

2. 春节市场：去化率跌10%-20%，部分项目以价换量

自2018年9月以来，常州市场明显降温，成交量逐月下行，房价小幅微降，去化率由年中高点88%降至年末36%。鉴于常州并非典型的返乡置业型城市，外来务工人员偏多，春节楼市成交行情明显转冷，主要体现在以下几方面：

其一，随着棚改货币化安置政策的逐步收缩，目前主要以实物安置为主，加之房价上涨基本已逼近居民的购买力极限，成交热情并不高涨。其二，春节期间折扣力度有限，多数项目案场3-5人值班，无明显的让利促销活动，整体折扣力度维持在9折左右。其三，新开盘项目去化率较前期下滑明显，降幅在10%-20%不等，部分加推房源售价较前期明显下调，诸如碧桂园壹号天玺等项目均采用“以价换量”营销策略，以期加快成交去化，争取年内清盘。其四，二手房市场热度明显遇冷，热点区域、板块一、二手房价格倒挂渐有缓解迹象，价差在逐步缩小弥合，二手房高价成交的案例寥寥。

三、河南省禹州市：春节市场冷淡，但内生需求仍能支撑短期市场热度延续（节选）

3. 市场综述：规划利好推动房价翻倍，内生需求释放支撑短期市场热度

自2017年以来，受郑州限购、许昌被正式纳入中原城市群核心发展区以及“郑许一体化”发展战略等一系列政策利好影响，禹州市房价上涨近一倍，甚至出现部分楼盘供不应求的情况。随着新区开发、城内改造、城外拆迁以及郑万高铁禹州东站的建设，禹州房地产内生需求持续释放，

目前房价涨幅趋于稳定，短期内市场的热度还在延续。

4. 棚改市场：货币补偿标准低至700元/平方米，棚改开工量将大幅回落

因城东新区和颍北新区的开发，2018年禹州棚改片区主要集中在这两个区域，尤以颍北大道沿线的村庄居多。拆迁补偿有货币安置和等价实物安置两种补偿方式，其中货币补偿标准低至700元/平方米，多数人更愿意实物安置。目前禹州的棚改工作已经接近尾声，预计2019年棚改量将大幅缩水。

四、江西省赣州市：非限购区域量价齐跌，房价存看跌预期（节选）

2. 春节市场：所访项目日均到访量低于5组，普遍预期房价将回调

春节期间全市约60余个商品住宅项目在售或形象中，售楼处普遍为初二、初三开始上班，部分销售情况不佳的项目每天都有人值班，众多楼盘“不打烊”但到访客户寥寥无几。据年前大年29、30和年后初三、初四调研楼盘客户量来看，年前年后并无差异，所访项目均低于5组，客户到访量明显不如去年同期，市场观望情绪非常浓重。

基本在2018年三季度之后，项目开盘前蓄客期时均明显感到市场冷淡，但到访项目价格基本均无松动，未有下调价格情况出现，尤其为章江新区和蓉江新区楼盘，相比年初项目均价还是在稳中小幅上涨，基本上春节期间最多提供返乡置业千元礼包活动，或以极少量特价房等活动来吸引客群，活动力度很小。赣县区楼盘营销活动相对较多，多以刚需刚改项目多推出返乡置业的活动的，例如云星公园大第项目每日都有一口价特价房上线并且均价基本能优惠每平米1000元，总价最高优惠能达10万元，活动诚意十足，甚至在首付上还能做一定“手脚”。同板块内嘉福原山著项目亦使用差异化推售营销打法，付款方式享受阶梯性优惠，力度着实不小。



4. 棚改市场：货币化安置离场、需求大幅减少，棚改占比由30%降至5%

得益于2015-2017年棚改货币化安置加速推进，滋生了大量的购房需求一定程度上推高了楼市成交量价。2015、2016年中心城区的棚改货币化程度均高达90%多，补偿标准也不断提高，补偿标准因区域而异但均明显超过周边的均价，造就了一大批拆迁土豪。而自2018年下半年赣州市取消棚改货币化补偿后，需求大幅减少，此类客群基本上低于5%，而在此前棚改客户多为新房购房的主力，多的能达到30%。

五、安徽省淮北市：部分项目去化困难，2019年棚改退出，调整压力较大（略）

六、浙江省绍兴市：春节市场降温特征明显，部分项目暗地降价购房送车位（略）

七、江苏省徐州市：返乡置业潮爽约，棚改客户占比持续走低（略）

八、安徽省枞阳县：下半年市场降温，高库存风险仍需警惕（略）

本文为《2019年春节三四线城市市场调研纪要》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

「 目录
导览 」

《2019年春节三四线城市市场调研纪要》

第一章 数读春节楼市：供求同比降29%和14%，百城大定量同比跌60%

- 一、备案数据：44城供求同比双降，三四线成交量跌幅居前
- 二、大定数据：新开盘项目去化率再创新低，百城大定量同比跌60%

第二章 调研总结：返乡置业爽约叠加货币化安置离场，三四线持续转冷

- 一、市场持续转冷，返乡置业潮爽约，赣州、淮北等市场率先调整
- 二、调控政策未见实质性松动，淮北购房奖励支持居民自住性需求
- 三、棚改实物安置逐渐取代货币化安置，赣州棚改客户占比由30%降至5%
- 四、土拍市场降温，企业拿地态度谨慎，合作操盘、流拍等现象明显增多
- 五、本地客户占比超8成，投资性需求离场，90-120平三房最为畅销

第三章 调研城市：以外出务工人员较多的东中部省份三四线城市为主

一、山东省济宁市：棚改货币化安置离场市场回归理性，2019年调整压力较大

1. 城市综述：常住838万人，以资源城市向装备制造、信息产业转型
2. 春节市场：营销拓客呈“休假”模式，春节到访量、去化率明显降低
3. 市场综述：棚改缩量、观望情绪浓重，市场成交乏力去化率明显回落
4. 区域市场：老城区供地少市场饱和，高新区市场持续升温
5. 棚改市场：规模仅次于菏泽、潍坊，实物安置逐渐取代货币化安置
6. 政策环境：政策相较宽松，首套房首付30%，利率上浮15-20%
7. 客户结构：自住居多，返乡置业、投资需求偏低且观望情绪浓重
8. 土地市场：供地充裕、品牌房企扎堆进驻，主城区土拍市场延续高热度
9. 调研项目：城投碧桂园·天绘售价微降200元/平方米，去化表现尚可
10. 调研项目：鸿顺温泉小镇售价上涨约30%，春节销售放缓到访量不佳



二、江苏省常州市：春节市场持续转冷，预计2019年量跌价稳

1. 城市综述：常住人口471.7万人，城镇居民人均可支配收入约5万元
2. 春节市场：去化率跌10%-20%，部分项目以价换量
3. 区域市场：主城区钟楼、天宁乃全市价格高地，新北是当下热点区域
4. 调控政策：不限购、限售2年，首套、二套首付30%，三套停贷
5. 客户结构：地缘性客户占比超80%，小企业主购买力强劲
6. 土地市场：土拍市场降温，品牌房企谨慎拿地，合作操盘项目明显增多
7. 调研项目：佳源悦府地处常州核心区位、性价比颇高，但春节销售低迷
8. 调研项目：碧桂园·壹号天禧区位、交通是卖点，售价、去化率皆有下调

三、河南省禹州市：春节市场冷淡，但内生需求仍能支撑短期市场热度延续

1. 城市综述：常住130万人，经济、产业在许昌市排名前列
2. 春节市场：案场进入“休假”模式，到访量寥寥无几
3. 市场综述：规划利好推动房价翻倍，内生需求释放支撑短期市场热度
4. 棚改市场：货币补偿标准低至700元/平方米，棚改开工量将大幅回落
5. 政策环境：首套、二套首付分别为三成、四成，利率上浮20%-30%
6. 客户结构：本地客群占比超九成，100-120平方米毛坯产品最为畅销
7. 土地市场：2018年下半年回归理性，土地流拍时有发生
8. 调研项目：万丰铂金翰宫区位优势显著，售价上涨约1000元/平方米
9. 调研项目：阳光城·文澜府地缘客户多，售价较周边高500元/平方米

四、江西省赣州市：非限购区域量价齐跌，房价存看跌预期

1. 城市综述：强大的人口红利，对辖区内县市辐射力极强
2. 春节市场：所访项目日均到访量低于5组，普遍预期房价将回调
3. 区域市场：限购区域房价运行平稳，非限购区域市场率先调整量价齐跌
4. 棚改市场：货币化安置离场、需求大幅减少，棚改客户占比由30%降至5%
5. 调研项目：嘉福原山著去化率降30个点，周边县市、本地占比分别为40%和30%
6. 调研项目：绿地国际博览城体量庞大，后期去化前景不容乐观

五、安徽省淮北市：部分项目去化困难，2019年棚改退出，调整压力较大

1. 城市综述：常住222.8万人，城镇居民人均可支配收入约3.2万元

城市研判

- 2.市场综述：改善需求持续释放，因同质化竞争激烈部分项目去化困难
- 3.棚改市场：2018年开工量、货币安置比例升至高位，2019年开工量陡降
- 4.政策环境：给予退宅进城农民、外来务工人员购房奖励
- 5.春节市场：日均到访量10-15组，低总价的小户型产品更受欢迎
- 6.土地市场：品牌房企相继进驻，后期供地集中在东部新城及滩溪县县城
- 7.调研项目：万孚·玖珑府售价略低于周边，本地客占75%、乡镇占20%
- 8.调研项目：港利上城国际去化率超80%，四期售价或将小幅下调

六、浙江省绍兴市：春节市场降温特征明显，部分项目暗地降价购房送车位

- 1.城市综述：常住人口501万人，主导产业为纺织业，第三产业增长提速
- 2.春节市场：营销活动增多但收效甚微，市场热度不及去年同期
- 3.区域市场：镜湖新区为重点，越城区城南板块对接杭州、宁波同城化发展
- 4.政策环境：不限购、限售2年、全面限价，首套首付30%，利率上浮15-30%
- 5.棚改市场：阶段性收尾，楼市成交量或将步入下行通道
- 6.客户结构：本地自住性需求居多，2018年下半年杭州外溢投资客明显减少
- 7.调研项目：大家·映江南去化率由售罄降至5成，营销活动明显增多

七、江苏省徐州市：返乡置业潮爽约，棚改客户占比持续走低

- 1.城市综述：常住人口876万人，居民人均收入4-5千元/月
- 2.春节市场：返乡置业潮明显失色，棚改客户占比持续走低
- 3.调控政策：不限购限售2年，各区域、板块皆有隐形的房价监管红线
- 4.调研项目：绿城·运河小镇轨道交通、生态环境是卖点，但本地居民有抗性
- 5.调研项目：弘阳·凤鸣府贾汪地缘性客户居多，成交去化上佳去化率约80%

八、安徽省枞阳县：下半年市场降温，高库存风险仍需警惕

- 1.城市综述：常住85.9万人，城镇居民人均可支配收入2.4万元
- 2.市场综述：2018年供求皆增，下半年市场降温，高库存风险浮出水面
- 3.政策环境：房价管控严苛，售价不得高于备案价
- 4.棚改市场：2018年棚改超额完成目标，且以货币化安置为主
- 5.客户结构：置业客群全部来自于城区，成交主力为90-120平方米三房
- 6.调研项目：森韵·滨江华府去化率约70%，购房者观望情绪浓重



特别关注



「粤港澳大湾区规划解读及 粤九城楼市发展前景研判」

研究员/杨科伟、柏品慧

近日，中共中央、国务院正式印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，两万七千余字勾画出未来粤港澳大湾区发展蓝图。粤港澳大湾区规划哪些城市将显著受益？房地产市场又将如何演变？

一、粤港澳大湾区“四轮驱动”，前海、南沙和横琴成试验田及发展高地

毫无疑问粤港澳大湾区是继一带一路、京津冀协同发展和长江经济带之后，又一个国家级发展战略，有望成为中国新的经济增长极。

粤港澳大湾区远期发展目标分两步走：到2022年，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。届时粤港澳大湾区将形成以创新为主要支撑的经济体系和发展模式，经济实力、科技实力大幅跃升，国际竞争力、影响力进一步增强，力争打造继旧金山湾区、纽约湾区和东京湾区之后的世界第四大经济湾区。

区别于多为单核结构的国际经济湾区，粤港澳大湾区则是“四轮驱动”，核心引擎在于香港、澳门、广州和深圳四大中心城市。其中，香港无疑抢占了“C位”，将在跨境投资、离岸人民币业务、自由贸易协定、亚投行等领域施展拳脚。与此同时，全面提升珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆等7大节点城市综合实力，香港-深圳、广州-佛山、澳门-珠海更要强强联合。受此影响，粤港澳大湾区同城化建设将进一步提



速，并将在创新环境、基建交通、产业体系、公共服务等方面融为一个整体，以优势互补、互利，进而带动城市交通、经济、产业等领域协同发展。

粤港澳大湾区重点建设领域涉及科技创新、基础设施、现代产业、生态文明、金融服务等，并在教育、文化、旅游、社会保障等领域深度合作，共同打造宜居宜业宜游的优质生活圈。其中，“广州-深圳-香港-澳门”科技创新走廊备受市场关注，我们认为深圳以互联网为代表的科创产业将与香港高校、科研院所强强合作，全面推动科技成果转化。鉴于科创人才乃是科技创新的血脉，预计广、深两市将进一步降低人才落户门槛，对于高端人才更将提供诸如人才公寓、购房补贴、生活补助等福利，以期吸引更多高素质人才落户就业，助推城市经济、产业更好、更快发展，房地产市场也将明显受益。值得关注的是，深圳前海、广州南沙、珠海横琴有望成为内地对接港澳的窗口，充分发挥前海、南沙、横琴等改革试验田效应，全面融合粤港澳三地不同的社会、法律制度，重点打造内地与港澳深度合作示范区。我们认为前海、南沙、横琴有望成为大湾区新一轮发展高地，房地产市场前景着实可期。

当下世界正面临百年未见之大变局，中美贸易战、英国脱欧等黑天鹅事件时有发生，“后金融危机”时期注定全球经济复苏的过程漫长且曲折，中国经济长期面临较大下行压力。我们认为粤港澳大湾区发展规划势必给渐显疲态的中国经济注入一针强心剂，更为中华民族实现伟大复兴、经济再崛起提供有力支撑。鉴于同城化建设本是城市群发展的题中之义，粤港澳大湾区同城化建设早已走在市场前列，广佛同城堪称典型代表。大湾区发展规划有望成为其他城市群未来发展规划重要的参考模板，市场对长三角、成渝、长江中游城市群发展规划颇有期待。

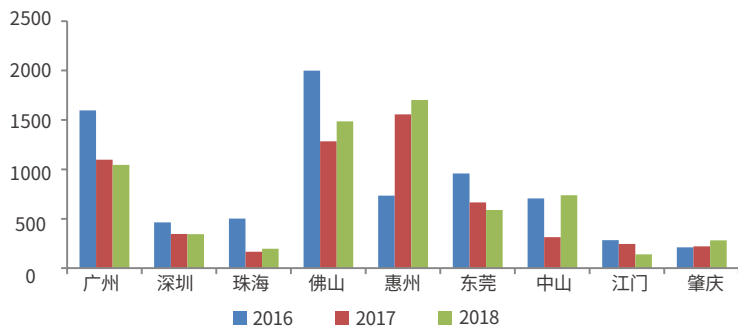
二、粤九城楼市对政策敏感性高，城市间广泛渗透、购房需求多向外溢

特别关注

1. 纵观近年来湾区粤9城房地产市场变化，不乏以下共同特征：

其一，广东9城房地产市场对调控政策敏感度高、受其影响大。2016年3月深圳率先升级限购，2017年3月广州跟进升级限购，随后广、深两市房地产市场明显降温，投资性需求梯次离场。而从市场走势来看，深圳、广州成交量分别于2015年、2016年创历史新高，随后成交量均高位回落。近年来，深圳、广州成交量仍处下行通道，但同比跌幅明显收窄，2018年深圳、广州成交量同比分别微降0.4%和4.8%。另外，2016年国庆期间东莞、珠海和佛山重启限购令，核心城市投资性需求被迫离场，成交量皆高位回落。相较而言，珠海市场对政策敏感性颇高，因政策严厉打压，珠海市场步入调整期，成交量连续两年低位运行。鉴于粤港澳大湾区规划释放巨大改革红利，叠加2019年市场普遍预期调控政策将有所松动，粤9城房地产市场将显著受益，市场前景可高看一线。

图：2016-2018年粤9城商品住宅成交面积（单位：万平方米）



注：惠州、肇庆分别与2017年、2018年调整数据统计口径，新增下辖县级市

数据来源：CRIC

其二，粤9城房地产市场规模呈现不同的城市梯队。具体而言：受制于调控政策持续高压，核心城市成交量连续两年低位运行，广州略超1000万平方米，深圳则不足350万平方米。惠州、佛山堪称“超大卫星城市”，2018年惠州、佛山双双跻身成交面积TOP10城市，市场热度可见一斑。东莞、中山可谓“中等卫星城市”，近两年成交量皆不足惠州、东



莞的一半。江门、肇庆房地产市场相较封闭，成交主力皆为本地居民自住以及改善性需求，核心城市外溢置业需求成交占比寥寥。因此，江门、肇庆堪称“小型卫星城市”，市场规模暂居末位，多数年份成交量均在200-300万平方米区间范围窄幅波动。珠海市场率先调整，近两年成交量皆不足200万平方米。

其三，因地理位置临近深圳，长期以来东莞承接了大量的深圳外溢置业需求，市场高热阶段成交异常活跃，全年成交量接近1000万平方米。而在东莞限购后，深圳外溢客群由东莞分流至惠州，市场热度持续提升，近两年惠州成交量迭创新高，2018年升至1700万平方米高位，仅次于重庆，位列城市成交面积榜第二名。反观，佛山限购后，市场虽有降温特征，但成交量依旧维持在较高水平。中山、江门、肇庆等对佛山的分流作用并不明显，成交量整体提升幅度有限。一方面，广佛同城化建设成效显著，现已在基建交通、产业体系、公共服务等领域深度融合。因此，广州外溢客群更为青睐佛山，优先级明显高于中山、江门、肇庆等市。另一方面，深圳乃是典型的移民城市，本地居民对周边卫星城市并不排斥，更无明显的地域鄙视链。另外，深圳供地长期受限，房价持续高位运行，很大程度挤压大量刚需客群外溢至周边卫星城市，东莞、惠州显著受益，已然成为深圳刚需客群的第一居所。

其四，核心城市与三四线城市市场轮动特征明显。广州、深圳房地产市场分别于2016年、2017年开始调整，市场调整周期相较漫长，现已基本调整到位。相较而言，湾区三四线城市市场调整周期较短，2018年下半年以来，湾区三四线城市房地产市场明显降温，市场观望情绪再起，新开盘项目去化率均有不同程度的回落。主要原因在于房价现已升至阶段性高点，市场购买力难免透支，成交明显减速也属正常现象。与此同时，

特别关注

湾区三四线城市房地产库存小幅回升，但库存风险整体可控，截止2018年12月中山、东莞、佛山等市消化周期皆在12个月以内。因2018年底中山、佛山集中网签备案，去化周期明显回落，环比跌幅都在10%以上。

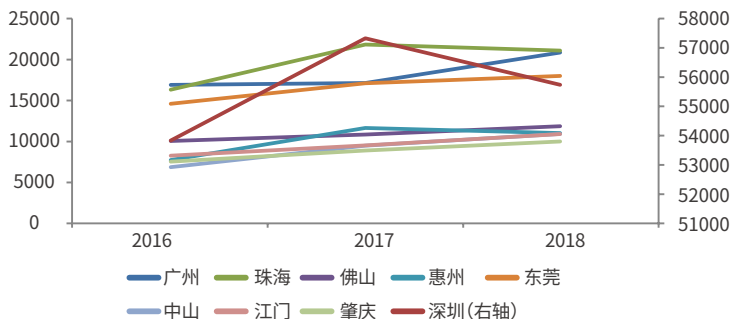
表：2018年12月粤5城商品住宅库存量及消化周期（单位：万平方米）

城市	库存量	环比	同比	消化周期	环比	同比
广州	1166	4%	30%	12.0	-2%	23%
深圳	458	1%	39%	14.1	-18%	64%
中山	876	-4%	7%	6.8	-19%	-74%
东莞	735	1%	-6%	11.3	-22%	8%
佛山	1654	-2%	3%	10.8	-15%	-29%

数据来源：CRIC

其五，粤九城房价涨幅趋缓，深圳、珠海房价高位盘整，部分城市滞销盘打折降价，但整体折扣力度有限。2018年四季度广州限价政策有所松绑，市场盛行的“阴阳合同”逐渐规范化，叠加年底已售未备案的高价盘集中网签备案，广州房价结构性拉升，2018年同比上涨23.7%，涨幅明显高于湾区其他城市。鉴于核心城市现已基本调整到位，而在粤港澳大湾区规划强刺激下，房地产市场有望步入上行通道，进而带动湾区三四线城市市场热度，预计湾区三四线本轮调整周期将明显缩短。

图：2016-2018年粤9城商品住宅成交均价（单位：元/平方米）



注：惠州、肇庆分别与2017年、2018年调整数据统计口径，新增下辖县级市

数据来源：CRIC



三、看好中长期大湾区市场前景，购房需求多向流动将强化城市梯度发展

展望未来，受益于粤港澳大湾区远景规划，释放巨大的改革制度红利，粤港澳大湾区将对标打造成全球第四大经济湾区。湾区交通、经济、产业等快速发展，高素质人才大量引进，有望将给粤9城房地产市场提供更为坚实的需求支撑，市场前景长期看好。具体而言：

广州、深圳市场需求基数和购买力都相对坚挺，叠加土地供应有限，市场将持续供不应求格局。

佛山、珠海将分别与广州、澳门强强联合，新一轮发展红利着实可期，叠加核心城市外溢置业需求不断涌入，房地产市场可高看一线。预计佛山成交量将稳步提升，珠海市场有望摆脱盘整，成交将逐步回升。

同样受益于香港、深圳、广州等核心城市需求外溢，惠州、中山市场热度将惯性延续，成交量将持续高位运行；东莞市场调整阶段性收尾，成交量将明显回升。

预计江门、肇庆市场规模将明显扩容，成交量增长空间可期，后发优势将逐渐显现。

鉴于深圳前海、广州南沙、珠海横琴将重点打造内地与港澳深度合作示范区，有望成为大湾区新一轮发展高地，必将成为房企布局投资的沃土，市场前景长期看好。

「2018年房地产企业 粤港澳大湾区土储货值TOP30」

文/克而瑞研究中心

一、榜单发布

2018年粤港澳大湾区房地产企业土储货值TOP30(单位:亿元)

排名	企业简称	货值
1	碧桂园	5713.4
2	中国恒大	3820.8
3	中海地产	2990.7
4	保利发展	2788.6
5	招商蛇口	2642.5
6	龙光集团	2612.1
7	佳兆业	2594.7
8	福晟集团	2581.0
9	深业集团	2570.6
10	万科地产	2486.6
11	合生创展	2266.0
12	融创中国	1846.2
13	越秀地产	1734.6
14	敏捷集团	1717.8
15	华润置地	1652.4
16	合景泰富	1608.0
17	时代中国	1486.3
18	世茂房地产	1249.4
19	卓越集团	1225.7
20	金地集团	1191.0
21	阳光城	1143.1
22	远洋集团	1131.6
23	新力地产	1108.9
24	奥园集团	1108.2
25	华发股份	1097.9
26	雅居乐	1058.0
27	海伦堡	1017.4
28	绿地控股	996.4
29	美的置业	990.1
30	泰禾集团	868.0



2018年粤港澳大湾区房地产企业土储建面TOP30（单位：万平方米）

排名	企业简称	土储建面
1	碧桂园	5629.0
2	中国恒大	2143.8
3	保利发展	1853.4
4	龙光集团	1757.0
5	合生创展	1461.0
6	中海地产	1291.9
7	融创中国	1189.2
8	佳兆业	1063.4
9	敏捷集团	1056.8
10	时代中国	1006.2
11	万科地产	1002.7
12	雅居乐	978.8
13	越秀地产	905.1
14	新力地产	883.7
15	合景泰富	879.4
16	福晟集团	830.0
17	海伦堡	823.6
18	美的置业	813.0
19	华润置地	753.8
20	招商蛇口	724.0
21	奥园集团	705.1
22	阳光城	624.7
23	绿地控股	618.9
24	深业集团	611.2
25	华发股份	606.6
26	远洋集团	536.2
27	金地集团	516.9
28	富力地产	490.9
29	卓越集团	452.3
30	新城控股	410.0

数据说明：

- 1、企业范畴：以房地产开发为主营业务的企业，位于粤港澳大湾区内的未售土地储备面积（因华夏幸福、华侨城等企业的土地储备中还有大量产业和文旅用地，暂不计入）
- 2、项目属性：包含所有招拍挂和收购项目；包含住宅、商业、办公等经营性用地，而一级开发、未确权土地不予计入；不含投资性物业
- 3、指标解释：货值计算中参考的项目市场价值以报告当期时点为准，不对未来价格做预测
- 4、时间节点：没有特殊说明，所有数据截止2018年12月31日
- 5、数据来源：公司公告，CRIC系统

特别关注

二、榜单解读

近日，中共中央、国务院正式印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，两万七千余字勾画出未来粤港澳大湾区发展蓝图。规划要求发挥香港-深圳、广州-佛山、澳门-珠海强强联合的引领带动作用，以香港、澳门、广州、深圳等4大中心城市作为区域发展的核心引擎，全面提升珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆等7大节点城市综合实力。受此影响，珠三角房地产市场将明显受益，提前布局粤港澳大湾区的房企也能更好的享受政策红利。

1.TOP30房企大湾区总货值达5.73万亿元

2018年底，TOP30企业于粤港澳大湾区的土地储备货值和建面总量分别达5.73万亿元和3.26亿平方米，其中TOP10房企土储货值和建面总量分别达3.08万亿元和1.85亿平方米，占比超过50%。而根据统计局数据显示，大湾区9座内地城市2017年商品房销售额和面积分别为1.5万亿元和1.0亿平方米，按此来看，TOP30企业货值可支撑大湾区约3.5年销售。

此外，从大湾区（不含港澳）2016至2018年的招拍挂土地成交情况来看，TOP30房企的新增土地储备总量达到了0.8亿平方米，而9个城市的招拍挂土地成交建面总量则为1.7亿平方米，TOP30房企拿地占比达48.7%，包揽了近一半的成交土地。可见，TOP30房企凭借提前布局和持续深耕，已掌握了湾区大量的优质资源。在充足的货源支撑下，TOP30房企未来在粤港澳大湾区的发展优势显著。

表：各梯队房企大湾区总货值及土储建面情况（单位：万亿元，亿平方米）

房企规模	货值总量	货值占比	土储建面	建面占比
TOP1-10	3.08	53.76%	1.85	56.57%
TOP11-20	1.60	27.88%	0.86	26.35%
TOP21-30	1.05	18.36%	0.56	17.08%
合计	5.73	/	3.26	/

数据来源：企业公布、CRIC整理



2. 碧桂园位列第一是粤港澳大湾区最大受益者

从货值排行榜上榜的企业来看，大多都为规模房企。2018年流量销售金额排名在TOP30内的房企数量多达15家，占据货值榜单的半壁江山，其中销售TOP10的房企达到了8家；此外销售TOP30-50的房企也占到了10席。

在众多房企中，碧桂园无疑成为了最大受益者，其在粤港澳大湾区的土地储备超过5000万方，远远超过其他企业；拥有大湾区的土储货值5713.4亿元，占到了30家房企总量的10%。由于在大湾区拥有充足且优质的土地储备，碧桂园近年来于该地区的销售成绩也十分可观。2018年碧桂园国内权益合约销售前十城市中，就包括粤港澳城市惠州、佛山、东莞及广州，其中惠州更是位居各城市销售魁首，2018年权益合约销售达210亿元，占到了总权益销售占比的4%，市场占有率排名第一。

表：18年碧桂园国内权益合约销售额贡献前十大湾区城市（单位：亿元，万平方米，元/m²）

城市	销售贡献排名	权益合同销售金额	权益合同销售面积	权益合同销售均价
惠州	1	210	169	12408
佛山	2	170	135	12862
东莞	7	100	57	18137
广州	10	90	50	17716

数据来源：企业公布、CRIC整理

3. 恒大、保利等老牌广东起家的龙头房企占据先发优势

大湾区所涵盖的深圳、广州、佛山等城市恰好也是众多老牌龙头企业的发源地，这类企业以大湾区为原点，开启了全国化的规模扩张，其中包括从广州起家的企业如恒大、保利等；从深圳走出的招商、万科、金地等等。从货值排行来看，老牌广东起家的龙头房企强势占领了大湾区货值前五，在TOP10中占据了六席。

以保利为例，自1992年于广州成立以来，截止2018年上半年其已覆盖了全国99个城市，其中在粤港澳地区，保利发展更是已实现了除澳

特别关注

门、香港外的湾区城市全覆盖。2018年末，保利发展于大湾区拥有总货值2788.6亿元，土地储备建面1853.4万平方米，皆位于货值榜及土储建面榜的5强之内。

表：老牌广东起家的房企大湾区土储和占比情况（单位：万平方米）

企业简称	大本营	2018年土储建面	集团总土储占比
碧桂园	佛山	5629.0	15.46%
中国恒大	广州	2143.8	6.61%
保利发展	广州	1853.4	20.08%
中海地产	香港	1291.9	12.66%
万科地产	深圳	1002.7	6.68%
招商蛇口	深圳	724.0	21.82%
金地集团	深圳	516.9	15.70%

备注：不做说明，所有集团总土储占比均为2018年中期数据

数据来源：企业公布、CRIC整理

4. 龙光、佳兆业等本土企业深耕布局辐射发展

除老牌广东起家的龙头房企外，还有许多扎根于本土深耕的当地开发商，实力也不容小觑，在粤港澳大湾区崛起的过程中充分享受政策红利。货值榜单中，本土企业的数量最多，达到了13家，拥有的货值总量占比达到了38%。这些房企凭借地缘优势，以大本营为核心，在深耕布局的同时向周边城市辐射发展，典型如龙光、佳兆业、合生创展、越秀地产、奥园集团等等。

其中龙光集团2018年底在粤港澳大湾区的货值约为2612.1亿元，在本土企业中遥遥领先。此外，奥园集团立足于大本营广州，近些年来向周边城市延展的步伐明显加快，2014年首入佛山、2015年进驻深圳，2016年布局惠州，截止目前已实现了粤港澳大湾区9+2城市的全覆盖。



表：大湾区本土房企于湾区土储和占比情况（单位：万平方米）

企业简称	2018年土地储备建面	集团总土储占比
龙光集团	1757.0	52.7%
合生创展	1461.0	49.8%
佳兆业	1063.4	57.0%
时代地产	1006.2	58.5%
越秀地产	905.1	49.3%
合景泰富	879.4	37.8%
奥园集团	705.1	24.6%

数据来源：企业公布、CRIC整理

5. 融创、福晟等全国化房企提前布局大湾区享受规划红利

值得注意的是，作为中国经济活力最强的区域之一的粤港澳大湾区，也成为了众多外来全国化房企的必争之地。在全国化扩张需求推动下，加上看好湾区未来的发展机遇，这类企业包括融创、世茂、福晟等，积极地在广州、深圳、佛山等地频频落子。

以发家于天津的融创中国为例，此前其计划收购佳兆业已经露出了布局华南的目的，收购失败后，融创于2015年3月成立了广深区域公司。2016年初，融创董事长孙宏斌正式对外透露将布局穗深。接着2016年1月，融创就两度在佛山拿地，成功进驻佛山，从而跨出了在珠三角布局的第一步。此后在短短一年多的时间内，融创接连布局粤港澳其他城市，包括东莞、惠州、珠海、中山、江门及肇庆等。

展望未来，受益于粤港澳大湾区远景规划，释放巨大的改革制度红利，湾区交通、经济、产业等快速发展，高素质人才大量引进，有望将给珠三角9城房地产市场提供更为坚实的需求支撑，市场前景长期看好。具体而言，广州、深圳市场需求依旧坚挺，叠加土地供应长期受限，房价看涨预期强烈。佛山、珠海将分别与广州、澳门强强联合，新一轮发展红

特别关注

利着实可期，叠加核心城市外溢置业需求不断涌入，房地产市场可高看一线。预计佛山成交量将稳步提升，房价犹存较大的上涨压力。珠海市场有望摆脱调整期，成交量将显著回升。惠州、中山市场热度将惯性延续，成交量将持续高位运行，房价犹存一定的上涨压力。东莞市场调整阶段性收尾，成交量将明显回升。江门、肇庆市场规模将明显扩容，成交量增长空间可期。

对于提前布局了粤港澳大湾区的房企而言，可以更好的享受政策所带来的红利，推动企业规模更上一层楼。此外值得注意的是，《粤港澳大湾区发展规划纲要》中还提到了金融、旅游产业、城市更新、科技产业、教育、生态等各方面的发展规划，这也为房企提供了绝佳的多元化业务拓展机遇。从传统住宅到创新业务，如医疗健康、海洋经济、产业小镇、特色小镇等，房企可以通过多元化的布局，创造新的利润增长点，增强企业竞争能力。



「存量时代下资产证券化 开启万亿市场」

研究员/房玲、易天宇、羊代红、洪宇桁

一、资产证券化的定义与发展背景

1. 资产证券化的定义和特征

(1) 资产证券化的基本定义

资产证券化，是指具有可预期的、稳定的未来现金流的资产进行组合、风险隔离和信用增级，以资产所产生的未来现金流为偿付支持，发行可以流通的有价证券的结构化融资活动。

从定义来看，可以归纳出资产证券化的三个关键特征，而这也是判断资产证券化产品是否符合标准的关键。

首先，资产证券化的本质是出售资产未来的现金流。理论上说，能够产生可预期、稳定的未来现金流的资产，都可以成为资产证券化的对象。

其次，转化的证券是可以流通的有价证券。资产证券化是一种结构化的融资活动，但其本质依然是有价证券，可以在二级市场进行流通。

最后，风险隔离是判断资产证券化的标准。一般来说，基础资产的原始持有人要把资产进行“真实出售”后才可以进行资产证券化。所谓的真实出售，即原始权益人真正把证券化基础资产的收益和风险转让给了特别目的载体（Special Purpose Vehicle，简称SPV）。其目的是将基础资产与资产原始持有人进行风险隔离，令资产证券化的信用基础变为基础资产或者资产池所构成的现金流，而非原始持有人，从而降低证券的信用风险，提高信用等级，降低融资成本。

特别关注

从另一方面来说，由于资产证券化的“真实出售”，也为资产的“会计出表”提供了可能，使得企业在获得融资补充资金的同时，也能够改善财务结构，在报表上起到降低负债率的作用。尤其是在融资环境不断收紧的当下，一份漂亮的报表不仅能够提升企业形象，增加投资者信心；此外在传统融资领域也能更具优势，为企业带来更多间接经济收益。

图：资产证券化的简要结构



资料来源：CRIC整理

(2) 资产证券化的主要参与主体（略）

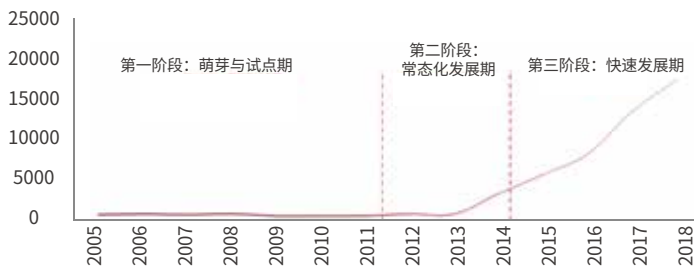
(3) 资产证券化与传统融资方式的比较（略）

2. 我国资产证券化政策与发展历程

从资产证券化在我国的发展来看，可以大概分为三个主要的历史阶段。在第一阶段中，随着资产证券化在全球范围内的引进以及2004年我国第一轮试点，我国资产证券化相关实操制度开始建立，我国也迎来了资产证券化的萌芽期。在第二阶段中，随着美国次贷危机的结束，我国资产证券化业务重新启动，资产证券化进入到了常态化发展。第三阶段中随着审批制改为备案制，资产证券化规模突飞猛进，至此我国的资产证券化也进入到了快速发展期。



图：我国资产证券化发展的三大阶段及历年融资规模（亿元）



资料来源：CNABS、CRIC整理

- (1) 2010年之前：资产证券化的萌芽与试点（略）
- (2) 2011-2014年：资产证券化进入常态化发展（略）
- (3) 2015至今：资产证券化迎来快速发展期（略）

二、房企布局资产证券化现状

自2014年底我国企业资产证券化业务备案制在实操层面上落地后，房地产企业也开始尝试使用资产证券化进行融资，其中世茂于2015年8月成功发行了全国首单物业费ABS，2015年11月又发行了全国首单购房尾款ABS，此后房企使用资产证券化融资的规模不断扩大。

从目前房企发行的资产证券化来看，可以主要分为ABS/ABN、CMBS以及类REITs三种形式，其中CMBS作为MBS（不动产抵押支持债券）中的一种，通过将多种商业不动产的抵押贷款重新包装，透过证券化过程，以债券形式向投资者发行。而ABS则是指将企业应收账款等有可预期稳定现金流的资产打包成资产池后向投资者发行债券的一种融资工具。类REITs产品则指以发行股票或收益凭证的方式汇集众多投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。

特别关注

表：三种资产证券化方式具体区别

类别	ABS/ABN	CMBS	类REITs
底层资产	企业应收账款等	商业地产抵押贷款	物业产权和现金流收益
收益保障	现金流收益	现金流收益	物业增值、现金流收益等
原始权益人是否需拥有物业产权	无	有	有
专项计划是否间接拥有物业产权	无	无	有

资料来源：CRIC整理

1. 资产证券化规模逐年上升

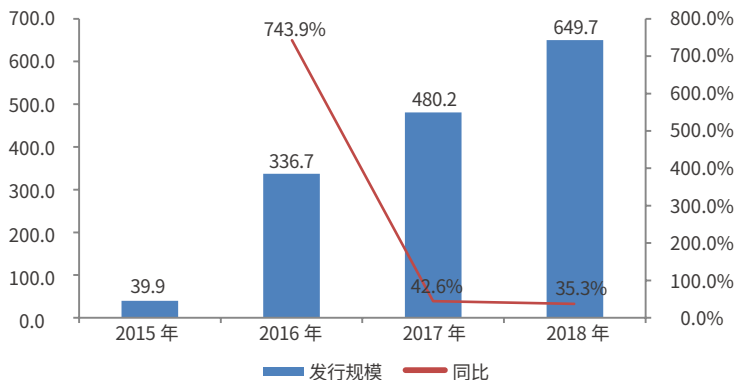
(1) 在政策扶持下资产证券化规模总量井喷

据不完全统计，2015年85家典型房企通过资产证券化募集资金总额为39.9亿元。2016年发行金额同比暴增743.9%到达336.7亿元，主要由于2015年下半年房企完成资产证券化试水后，越来越多的房企开始尝试利用资产证券化进行融资。2017年起，资产证券化的融资额增幅虽然逐年下降，但总体来看融资额呈现逐年上升的趋势，到2018年融资额同比增长35.3%达到649.7亿元，2015到2018年复合增长率达153%，增幅巨大。2019年1-2月，房企进行资产证券化融资较少，募集资金共计41.63亿元，同比减少51.2%，主要由于国内的融资环境自2018年11月以来“回暖”，房企放缓资产证券化的融资计划。

房企争相发行资产证券化产品的原因，一方面源于国内资产证券化的发行制度的逐渐完善以及政策的支持，另一方面也在于随着存量时代的到来，房企可以进行资产证化的产品类型以及规模变得更加丰富且多元化，同时企业开展资产证券化“出表”既可以满足盘活资产用以融资需求，又可以满足优化财务报表的目的，降低企业的负债率，从而吸引到更多的融资机会。



图：85家典型房企历年资产证券化发行情况（单位：亿元）



数据来源：CRIC整理

此外，自2017年起，随着租赁住房领域受政策的关注以及政策支持，与住房租赁相关的资产证券化产品规模也在快速提升。2017年12月25日招商蛇口发行了一笔40亿元的长租公寓ABN产品，利率5.00%，到2018年，共有保利发展、碧桂园等9家房企发行了共计107.21亿元租赁住房相关的资产证券化产品，占85家房企资产证券化融资额16.5%，未来，随着住房租赁领域的逐渐成熟与发展，该领域的资产证券化产品发行规模也将进一步得到提升。

- (2) ABS发行门槛低，是主流的融资方式（略）
- (3) TOP11-30房企累计融资规模最大（略）
- (4) 碧桂园累计融资规模最大（略）

特别关注

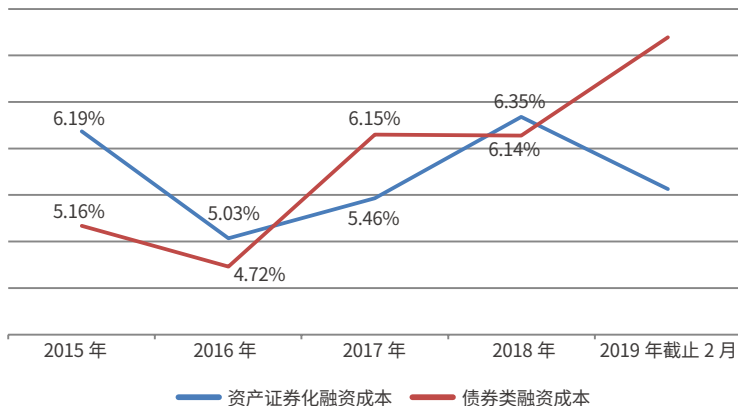
2. 2018年融资成本达历史顶峰

(1) 2018年资产证券化融资成本6.35%

从85家房企的资产证券化融资成本来看，2018融资成本为6.35%，同比增长0.89个百分点，可以看到，2016年融资成本仅为5.03%，为历年最低，随着2016年下半年融资环境收紧以来，各种融资渠道募集资金审核逐渐加难，加上随着越来越多的中小企业进场，从另一方面也导致了资产证券化融资成本上升；2015年到2017年，资产证券化融资相对于资产债券类融资成本来看，有成本优势，但到2018年，融资环境全面收紧的情况下，房企通过资产证券化融资的成本优势不再，甚至超过了债券类融资成本，但从另一方面来看，由于进行资产证券化融资可以“出表”，有利于房企改善自身的负债率，在成本优势不再的情况下房企还是热衷于进行资产证券化融资。

2019年前2月的融资成本为5.65%，主要由于前2月的企业，历年发行资产证券化产品融资成本较低，结构性拉低了整体的融资成本。

图：房企2015-2018年总体融资成本



数据来源：CRIC整理



- (2) ABS/ABN融资成本2015-2018年逐年上涨（略）
- (3) TOP10房企2018年融资成本最低（略）
- (4) 2018年融资成本达7.00%以上的房企有11家（略）

三、各类产品类型满足房企多样发展

从房地产开展资产证券化的底层资产类型来看，资产证券化又可以细分为以下几类：物业费资产证券化、购房尾款资产证券化、供应链资产证券化、租金收益权资产证券化以及类REITs等等，其中租金收益权资产证券化及类REITs更多出现在商业项目中，而物业费、购房尾款、供应链则更多与住宅销售息息相关。接下来我们将具体分析一下各种资产证券化产品的特点。

表：各种类型资产证券化产品优缺点

融资类型	优点	缺点
购房尾款ABS	基础资产最贴近房企，减小企业回款压力	发行资质要求较高，存续期间有多种风险
物业费ABS	基础资产现金流稳定，利用房企主体高信用评级	产品存续期间需注意多种物业费相关影响因素
供应链ABS	方便房企管理巨额应付账款，可节约土增税	成本较高，操作冗余，透明度较低
租金收益权ABS	盘活存量资产、相对收益较高	操作较为复杂、对于底层资产质量有一定要求
CMBS	发行成本低、融资期限长、流动性强、融资额大	对于发债主体的信用评级和底层资产要求高
类REITs	注重长期运营，实现物业增值及轻资产运作	税收政策缺失、法律法规不健全、监管不明确、市场准入门槛高

数据来源：CRIC整理

特别关注

1. 购房尾款ABS：最适合房企的资产证券化方式（略）
2. 物业费ABS：依靠母公司实力实现增信（略）
3. 供应链ABS：帮助房企管理其应付账款（略）
4. 租金收益权ABS及CMBS：拥有优质商业资产的房企的优良选择（略）
5. 类REITs：仍待制度进一步健全（略）

四、总结：我国资产证券化进程或将步入崭新时代（节选）

从2004年的第一批试点，到2014年底备案制改革后的蓬勃发展，资产证券化的出现为我国经济的腾飞做出了巨大贡献。对于房企而言，在传统融资渠道受阻的情况下，布局资产证券化更有助于企业融资渠道的拓宽。据不完全统计，85家典型房企2015年至2018年的资产证券化规模复合增长率达到153%，截止2018年资产证券化的融资规模已达到了649.7亿元，同比上升35%。



整体来看，房企之所以青睐于布局资产证券化，一方面是由于近年来传统融资渠道受限，资产证券化的出现开拓了房企的融资渠道，为房企扩张带来所需的资金支持。此外随着存量时代的到来，房企持有投资物业占比加大。相比销售物业，存量资产在流动性上问题更加突出，而资产证券化则将不动产转换为了流通的证券，很好解决了不动产流动性问题。另一方面，由于资产证券化具有风险隔离等特点，资产证券化还可以起到突破主体信用制约；信息披露要求不高；资产实现“财务出表”等优势。

当然相比于国外，我国的资产证券化仍只能算是刚刚起步，相关法律法规仍有需进一步完善，尤其是在REITs方面，正是由于税收制度的问题，我国仍未出现真正意义上的REITs产品。此外在二级市场的流动性方面，资产证券化相比与股票的成交量仍然较低，这也限制了资产的流动性。但相信随着我国相关制度法规的不断完善以及市场的逐渐成熟，特别是在2019年1月，上交所明确表示将推动公募REITs试点后，预计不久的未来我国的资产证券化发展进程也将会进入到一个新的阶段。

本文为《存量时代下资产证券化开启万亿市场》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

「 目录
导览 」

《存量时代下资产证券化开启万亿市场》

一、资产证券化的定义与发展背景

1. 资产证券化的定义和特征

- (1) 资产证券化的基本定义
- (2) 资产证券化的主要参与主体
- (3) 资产证券化与传统融资方式的比较

2. 我国资产证券化政策与发展历程

- (1) 2010年之前：资产证券化的萌芽与试点
- (2) 2011-2014年：资产证券化进入常态化发展
- (3) 2015至今：资产证券化迎来快速发展期

二、房企布局资产证券化现状

1. 资产证券化规模逐年上升

- (1) 在政策扶持下资产证券化规模总量井喷
- (2) ABS发行门槛低，是主流的融资方式
- (3) TOP11-30房企累计融资规模最大
- (4) 碧桂园累计融资规模最大

2. 2018年融资成本达历史顶峰

- (1) 2018年资产证券化融资成本6.35%
- (2) ABS/ABN融资成本2015-2018年逐年上涨
- (3) TOP10房企2018年融资成本最低
- (4) 2018年融资成本达7.00%以上的房企有11家



三、各类产品类型满足房企多样发展

1. 购房尾款ABS：最适合房企的资产证券化方式
2. 物业费ABS：依靠母公司实力实现增信
3. 供应链ABS：帮助房企管理其应付账款
4. 租金收益权ABS及CMBS：拥有优质商业资产的房企的优良选择
5. 类REITs：仍待制度进一步健全

四、总结：我国资产证券化进程或将步入崭新时代



企业纵深



伍

「2018年单项目销售TOP100深度解读」

研究员/沈晓玲、冯惠、杨燕、汪维文

2018年，房地产市场一波三折，市场分化明显，临近年底多数城市呈现销售低迷的态势。从2018年项目销售情况来看，虽然全国楼市调控政策整体趋严，但仍然有许多项目实现了热销。其中，华润置地的深圳华润城以168.4亿元总销金额位列榜首，西安阳光城壹号则以104.5万平的成绩夺得销售面积榜桂冠。从整体来看，我们发现不管市场如何变化，其门槛值却能保持在稳定的区间内，项目榜的竞争度并不受制于市场的变化。那么除了这样的特点之外，18年的百强项目还有怎样的特征呢？

于是，我们从2018年入榜项目的规模、数量、项目类型、城市分布、定价、去化率、入榜项目所属的房企类型等维度去分析，并总结出10大共同特征，从而为房企提升单盘贡献力提供参考。

一、项目榜门槛值无明显变化

研究项目榜竞争度，我们从门槛、百亿或百万方大盘的数量两个维度来分析。通过2016-2018年三年的项目榜数据来看，这两个维度的数据并没有出现很大的波动，均维持在固定的范围内。

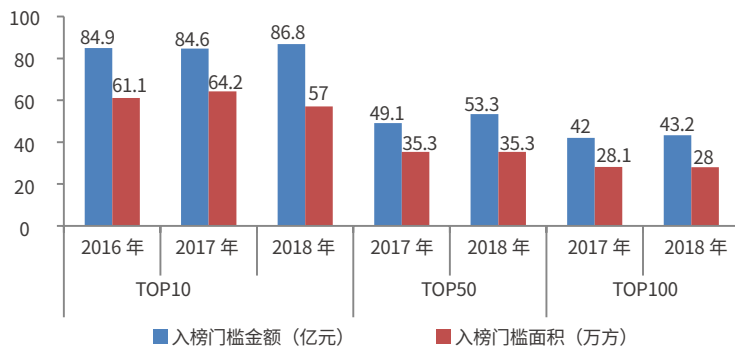
十强门槛85亿，百强门槛42亿，近三年的门槛变动均在该值上下变动。从单项目金额榜来看，不管是10强、50强还是100强门槛，其均在固定值上下浮动。近三年10强入榜门槛均在85亿元左右，其中2016、2017、2018年入榜门槛分别为84.9亿元、84.6亿元、86.8亿元。2017、2018年50强入榜门槛为50亿元左右，百强入榜门槛在42亿元左右。且单



项目面积榜也呈现同样的特征，近三年10强入榜门槛均在60万方左右，50强的入榜门槛在35.3万方，100强入榜门槛在28万方。

百亿盘在5-6个，百万方项目1-3个，数量基本保持在个位数。对比2016-2018年单项目榜单，近几年百亿项目入榜个数差别也不大，其中2016、2018年上榜的百亿元项目都为5个，2017年为6个，面积方面，2016年上榜的百万平方米项目有3个，2017、2018年均均为1个。

图：近三年单项目排行榜TOP10、TOP50、TOP100入榜门槛



数据来源：CRIC

二、重庆、郑州等中西部城市入榜项目多

从高产百强项目的城市来看，销售金额入榜项目较多的为一二线城市，销售面积入榜项目较多的为三四线城市。2018年项目TOP100中金额榜上榜项目最多的城市主要是上海、深圳、广州、杭州等一、二线城市，上海以14个项目领先于其他城市，这主要是由于上海入榜的项目销售单价较高，普遍在7万元/平米以上。面积榜上榜项目较多的为重庆、济南、郑州等二、三四线城市，重庆以10个项目领先与其他城市，在2018年重庆整体楼市调控政策相比全国其他热点城市相对温和，全年商品房成交3500多万方，成交量稳步上升，市场容量扩大，位居全国第一。

中西部更易孕育百强项目，重庆、郑州、成都、西安、武汉表现积

企业纵深

极。金额、面积榜中百强项目个数同时进入城市排名前十的有重庆、济南、郑州、成都、西安、广州、武汉7个城市，其中5个城市位于中西部。中西部的热销和近两年中西部市场发展有一定的关系，当前一线城市土地资源越来越稀少，拥有多个核心发展都市圈如武汉、成都、重庆、西安等城市的中西部区域受到房企青睐，在2018年成交热点区域中，郑州、成都成交热度保持高位，市场较为坚挺。

表：18年项目排行榜TOP100城市销售金额、面积百强分布个数（单位：亿元，万方）

城市	城市能级	区域	入榜个数	销售金额	城市	城市能级	区域	入榜个数	销售面积
上海	一线	长三角	14	778.6	重庆	二线	中西部	10	354.8
深圳	一线	珠三角	12	908.9	济南	二线	环渤海	8	401.0
广州	一线	珠三角	8	524.5	郑州	二线	中西部	7	279.2
杭州	二线	长三角	6	351.3	成都	二线	中西部	6	256.0
南京	二线	长三角	6	280.6	西安	二线	中西部	5	315.7
武汉	二线	中西部	6	306.8	广州	一线	珠三角	4	155.3
济南	二线	环渤海	5	410.0	泉州	三四线	珠三角	4	151.5
西安	二线	中西部	5	358.6	合肥	二线	长三角	3	104.5
成都	二线	中西部	4	288.8	廊坊	三四线	环渤海	3	131.9
郑州	二线	中西部	4	222.1	沈阳	二线	环渤海	3	104.3
重庆	二线	中西部	4	193.5	武汉	二线	中西部	3	93.2
					中山	三四线	珠三角	3	129.9

数据来源：CRIC

三、改善住宅更受市场青睐（略）

四、超50万方大盘上榜居多

近三年地方性大盘项目在全国热销项目榜中优势十分明显。根据热销项目规模来看，销售金额TOP10热销项目中，项目总建面大于50万平的大盘项目有9个，相比2017年增加了3个，TOP100中占比达到6成；而面积榜中大盘项目优势更加明显，TOP100热销项目中50万平以上项目占比将近8成。大盘项目的热销原因有两方面，一则在于体量过大，项目建设



相当于造城，当地政策支持，如深圳华润城、济南万达城、济南中海·华山珑城，项目具有广泛的客户影响力；一则是多年的开发建设后，后续房源坐享前期建设过程中不断完善的基础配套设施，随着时间推移，未来入市产品将拥有越来越好的社区服务，对客户吸附力也逐渐强化。

表：2018年热销项目TOP100强按总建面分类统计上榜个数情况

项目总建面	金额榜	面积榜	金额、面积同时上榜
≥50万m ²	59	78	33
<50万m ²	42	23	9

数据来源：CRIC

连续两年进入销售金额及面积榜单的8大项目均为大盘项目。2017-2018年，共有8个项目连续两年同时进入热销项目金额榜及面积榜单且排名均相对靠前，这些项目均是百万平以上的超大盘项目，从销售业绩来看，项目规模效应显著。以济南中海·华山珑城为例，主要有两方面因素推动了项目连续两年获得热销项目金额榜及面积榜前5的成绩。一方面，项目总占地面积14.6平方公里，总规划建面超1000万平，大规模的规划建面以便于项目的造城计划；另一方面，项目周边配套设施也比较齐全，规划有两条交通线路和环湖交通网以及多条轨道交通和公交线路，同时周边还规划拥有17所名校教育。

表：连续两年进入销售金额及面积榜单的8大项目情况（单位：亿元、万方）

城市	项目名称	总建面	2018年		2017年	
			销售额	销售面积	销售额	销售面积
济南	中海·华山珑城	1020.0	120.0	85.0	142.1	119.8
西安	碧桂园凤凰城	182.6	103.1	76.8	47.5	50.3
广州	广州亚运城	438.0	98.9	39.9	58.9	34.2
西安	阳光城壹号	600.0	88.0	104.5	44.3	60.8
郑州	鑫苑国际新城	420.0	58.7	47.9	46.5	36.6
郑州	正商智慧城	280.0	58.6	56.1	66.7	64.2
昆明	生态半岛	535.2	54.0	31.3	43.2	33.8
长沙	北辰三角洲	600.0	52.7	43.4	44.8	30.0

数据来源：CRIC

五、老项目入榜数量占比达8成

开盘时间较早的老项目销售业绩较好。其中，在热销项目销售金额TOP100榜单中，2018年以前开盘的热销项目数量超过8成，且普遍是大盘项目。而于2018年内开盘的项目入榜数量较少，仅16个，其中11个项目是50万平以下的小盘项目，这些项目销售金额排名普遍相对靠后，主要是因为新项目多为短平快项目，开发商为了快速回笼资金整体规划面积偏小，多数项目即使售罄，整体销售规模也不大；而剩余5个2018年内开盘项目，均为50万平以上的大盘项目，其依靠周边配套、基础设施、大体量规划建设面积等条件产生规模效应推动项目取得了较为不错的成绩，未来有望持续热销，如济南万达城。

六、国企参与开发的项目占比过半（略）

七、千亿房企入围项目占半壁江山

从参与开发项目数量来看，千亿房企打造热销项目能力更为突出。以CRIC《2018年中国房地产企业销售TOP200排行榜》上榜企业流量销售金额划分，分别统计30家1000亿以上，76家200亿~1000亿以及200亿元以下流量销售额企业参与开发项目数量。单项目成交金额TOP100中销售额超千亿房企参与开发的项目数量达到63个，超过非千亿房企数量总和；而面积榜中千亿房企参与开发数量同样达到63个，但是由于合作项目较少的原因，非千亿房企参与开发数量总和仅为40个，不足千亿房企的三分之二。更值得注意的是，单项目成交面积TOP10开发商均为千亿房企，成交



金额TOP10中仅有龙光集团的龙光玖钻项目位列其中，而龙光集团2018年的流量销售额也达到了915亿。首先千亿房企在资金筹措和开发运营上具备更大优势，因此在大盘打造方面更得心应手，而近年来政府土地出让条件的升高也致使房企在获取大面积地块中处于劣势，从而进一步阻碍了房企开发大型项目。

表：各规模房企参与百强项目开发数量情况

房企销售规模	金额榜		面积榜	
	参与TOP100开发	参与TOP10开发	参与TOP100开发	参与TOP10开发
1000亿以上	63	9	63	10
200~1000亿	31	1	20	0
200亿以下	20	0	20	0

备注：部分项目存在合作开发的情况，若项目开发商为同一梯队，则参与数量计为1；若开发商属不同梯队，则分别计数

数据来源：CRIC

八、地域优势助力房企开发热销项目

除千亿房企得宠之外，受到城市优势支撑的房企也在热销项目打造上取得了不俗的成绩。一线城市本地部分房企虽然项目数量较少，但凭借城市优势，深耕单区域或仅拼单个项目，同样能够充分帮助企业规模增长。譬如深圳鸿荣源的壹城中心旧改项目，该项目总建面达到320万平且位于深圳龙华老城区，巨大的项目体量和优异的区位优势不仅助力项目连续多年登上单项目销售金额榜单，也成为企业业绩的有力支撑，单项目就占到了鸿荣源全年业绩的73.91%。本土企业在旧改拿地等土地储备扩张方面具备一定的优势，同时多年的深耕也使得企业在对消费者需求，项目市场判断方面拥有丰富经验。

企业纵深

表：部分布局一线城市房企上榜销售金额TOP100情况（单位：亿元）

排名	城市	项目名称	开发商	销售金额	项目占企业业绩比重
11	深圳	壹城中心	鸿荣源	83.5	73.91%
20	上海	宝华城市之星	宝华集团	70.7	86.35%
33	上海	翠湖天地隽荟都	瑞安房地产	60.0	30.38%
44	上海	大华碧云天	大华集团	54.0	55.12%
76	上海	大华锦绣华城		47.4	

数据来源：CRIC

市场容量和土地价格使得豫系房企在大面积热销项目开发上优势明显。根据CRIC数据，2018年郑州在全国商品住宅销售排名中位列第12位，市场容量相对充足。且在郑州土地价格相对较低的情况下，正商智慧城、鑫苑国际新城等又均为旧改项目，进一步降低了企业的开发成本，因此豫系房企在单项目销售面积排行中成绩斐然也就不难理解。非千亿房企开发的40个销售面积TOP100上榜项目中，豫系房企占据了其中的6席，其中正商智慧城项目更是夺得了第11名的成绩。

表：豫系房企上榜销售面积TOP100情况（单位：万方）

排名	城市	项目名称	开发商	销售面积
11	郑州	正商智慧城	正商地产	56.1
20	郑州	鑫苑国际新城	鑫苑中国	47.9
33	郑州	正弘中央公园	正弘置业	38.7
35	郑州	名门翠园	名门地产	38.2
65	郑州	汇泉西悦城	福晟集团汇泉置业	31.8
82	郑州（登封）	登封正商城	正商地产	29.8

数据来源：CRIC

九、热销项目定位与当地市场形势相契合（略）

十、项目去化受市场影响较大（略）



表：典型城市入榜项目去化率情况

城市	平均去化率	城市	平均去化率
昆明	≥100%	南宁	60%
杭州	99%	上海	68%
合肥	98%	深圳	71%
成都	98%	长沙	80%

备注：去化率=榜单销售面积/供应面积，但可能与实际去化率存在一定差距

数据来源：CRIC

十一、总结与建议：城市、产品、定价、资源是提升单项目效能的关键

TOP100房企单项目产能同比持平。2018年，房企各梯队销售金额门槛进一步提升，其中TOP3房企门槛超5500亿元，TOP20、TOP30和TOP50房企的门槛增幅都在44%左右。且2018年房企TOP10门槛超2000亿元、TOP30门槛已达千亿。而对比单项目产能来看，我们却发现不一样的现象。TOP100房企业绩虽然走高，但是在售项目个数也达到了11425个，同比增加38%，按此计算后的平均单项目产能为8.76亿，与17年的8.75亿基本持平。

TOP100项目门槛值无显著变化。而与TOP100房企单项目产能持平的观点保持一致的是，TOP100项目的门槛值近三年也基本未变。其中TOP10项目金额门槛均在85亿元左右，TOP50项目金额门槛为50亿元左右，TOP100项目门槛在42亿元上下。

城市、产品、定价、资源是提升单项目效能的关键。虽然TOP100项目门槛变动不大，但是其入榜项目也呈现了明显的特征优势，即：入榜的项目多为大盘，或成交均价较高的项目；入榜项目类型多以改善型户型为主；入榜项目定价和去化率呈城市分化现象。根据以上特征，我们总结出以下四点建议，以便企业能够更好的提升单项目产能推动集团销售业绩；

企业纵深

- 1.从城市选择上来看，房企可以选择市场容量较大的城市布局大盘，如重庆、成都、西安、郑州等，或选择在成交均价普遍较高的一、二线城市打造高端住宅项目，如上海、深圳、广州、杭州等；
- 2.从产品打造上来看，推出以改善型户型为主的项目，提升项目去化率；
- 3.从项目价格制定上来看，开发商应因地制宜定位项目均价更有助于高产能项目的打造，可以选择在郑州、重庆、成都、西安等市城市打造平价项目，在上海、深圳、杭州等城市打造高端项目；
- 4.从资源整合、开发建设来看，尽可能选择与千亿规模房企或国企背书企业合作开发，利用其丰富的资源优势、城市运营经验提升单项目竞争力。

本文为《2018年单项目销售TOP100深度解读》报告删减版，如需完整版，请联系我们。



「 目录 导览 」

《2018年单项目销售TOP100深度解读》

- 一、项目榜门槛值无明显变化
- 二、重庆、郑州等中西部城市入榜项目多
- 三、改善住宅更受市场青睐
- 四、超50万方大盘上榜居多
- 五、老项目入榜数量占比达8成
- 六、国企参与开发的项目占比过半
- 七、千亿房企入围项目占半壁江山
- 八、地域优势助力房企开发热销项目
- 九、热销项目定位与当地市场形势相契合
- 十、项目去化受市场影响较大
- 十一、总结与建议

「深度解读房企合作开发」

研究员/朱一鸣、贡显扬

近年来，中国房地产行业整体项目合作增多，房企之间的合作开发成为常态。本文我们将通过专题研究的形式梳理房企合作开发中常见的五种模式。并从股权、治理结构、操盘权、并表权入手，对房企在合作开发中扮演的角色以及合作开发对企业发展的作用和意义进行解读。最后也对房企合作开发中可能产生的问题加以分析。

一、房企合作开发的主要模式

1. 合作已成常态，房企权益比呈下降趋势

合作开发，顾名思义是指两家或多家房企共同完成项目开发，并按照股权比例和合作协议履行投资义务并享有项目公司权益。合作开发对于房企而言主要有两层意义：

◆ 从项目股权划分上，合作开发中各房企可以根据股东的数量和参股情况对持有的项目开发公司进行股权分配，形成51%:49%，34%:33%:33%，各25%或者各20%等形式的股权比例。

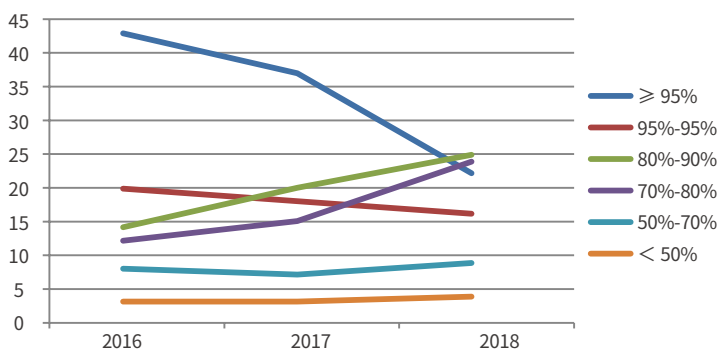
◆ 从开发职能划分上，各房企一般会根据不同的合作模式，协商负责房地产项目整体开发流程中的各个职能，涵盖了从投资拿地、规划设计、工程建设、成本核算到营销推广等。

近年来，房企之间合作开发成为常态，行业整体合作项目增多，且已在房企销售权益比的变化中得以体现。一方面，TOP100房企整体的销售



金额权益比已从2016年的85%逐年下降至2018年的80%。另一方面，从TOP100各权益段房企的数量分布来看，权益比在90%以上的房企数量明显减少，占比从2016年的超6成降低至2018年的不足4成。而相应的，权益比在70%-80%、80%-90%之间的房企数量则逐年提升，目前已在百强房企中占到近半数。

图：2016-2018年TOP100房企各权益段数量分布（单位：个）



数据来源：CRIC

2. 房企合作开发中常见的五种模式

房企合作开发的方式多种多样，但目前常见的主要有以下五大模式：

（1）合资成立项目公司获取土地

在目前行业整体融资成本提升、资金趋紧的环境下，房企首先会倾向于选择在项目层面达成合作，通过合作拿地的模式开展合作开发。

一方面，目前对于房企而言，热点城市高单价大体量的地块在招拍挂市场中需要的资金量极大。合资成立项目公司合作拿地，可以使各方分摊投资资金，降低投资风险。

另一方面，在目前大部分一二线城市土地招拍挂市场竞价、竞自持、竞配建的背景下，房企通过联合体“抱团”联合竞标的形式，可以避免各方因土地资源紧张而引发的非理性竞争，合作拿地可以让房企以更合理的溢价获取土地，显著降低拿地成本。

(2) 与土地持有方进行股权合作

同样为了降低获取土地资源成本、减少资金压力，部分规模较大的品牌房企还可以选择与拥有优质土地的公司，以入股项目公司的模式开展合作开发。通过股权合作最大化发挥项目的品牌价值，达到双赢的效果。

例如，对于碧桂园而言，通过与拥有优质土地资源的中小房企或有局部区域资源的区域型房企合作，可以更高效地获取土地。而中小房企作为土地提供方，则可以借助碧桂园的品牌优势和营销资源，使产品溢价得到大幅提升，进而获得更高的项目利润率和资金回报。

(3) 集团层面的战略合作

近年来，房企在更上层的集团战略层面达成合作的现象增多，如万科与深铁、华润与华发、华夏幸福与新城、旭辉和卓越等。集团战略层面的合作可以理解为更为稳固的联合开发模式。参与合作开发的房企可以通过项目各开发职能专业层面的优势互补，降低开发成本并增强项目抵御风险的能力。

具体而言，合作开发中房企可以发挥各自的开发优势、管理优势、资金优势、融资渠道优势、资源优势等，降低管理成本、融资成本以及整体的项目开发成本，以提升项目整个的产品竞争力以及抗风险能力。

(4) 小股操盘

目前房企对于小股操盘模式的应用也越来越多。小股操盘的模式要求房企具有较强的管理体系、金融及品牌输出能力。首先，房企会寻求资金方进行合作开发，操盘方的持股比例通常远小于50%，但全权操盘。其次，操盘方会先按照销售收入收取一定比例的管理费，然后按照股权比例进行利益分配，分配比例与持股比例往往不同。

例如，万科凭借较强的品牌影响力，尝试小股操盘模式，通过轻资产运作改善ROE水平。近年来朗诗的小股操盘项目也较多，其绿色节能建筑的打造能力和服务为朗诗带来了多样化的投资收益，操盘项目的股权权益也持续下降至20-30%之间。



(5) 代建

代建业务作为房企轻资产输出的主要模式之一，目前也已成为部分房企的重要竞争力。代建业务更倾向于是一种企业的发展战略，而其他合作方则会更多地扮演土地提供方或财务投资方的角色。其中如绿城、滨江、朗诗、建业等典型房企利用较强的操盘能力和项目管理能力，多年来通过代建业务在项目拓展和品牌传播上获取了深厚的积累。如2018年上半年，绿城以品牌输出、管理输出的代建管理项目累计取得合同销售金额约人民币280亿元，绿城管理集团总体管控项目合计达250个。

二、房企在合作开发中扮演的角色

1. 项目的独立操盘与联合操盘

在地产项目合作开发中，操盘方指的是实际主导项目规划、开发、建筑、销售等主要运营职能的主体，并对项目开发的关键环节负责。对于房企而言，在参与项目合作开发运营的过程中，根据项目的治理结构及房企负责的职能，可以分为独立操盘和联合操盘：

(1) 独立操盘

在项目合作开发中，如果各合作方中有一家房企在品牌、管理方面优势突出，通常会采用一家房企独立操盘的模式。在一家房企独立操盘的合作开发模式中，项目公司的总经理及主要运营职能的管理和执行人员通常都由操盘方出任，同时项目公司在实际运营中也会优先采用操盘方的经营管理体系。

目前项目合作开发中，大部分大型房企都很强调操盘，至少要对项目开发中的大部分职能有控制权。也有部分房企对合作项目要求绝对操盘，如碧桂园此前就提出合作项目要求全权操盘。我们认为，房企对操盘权的要求主要有以下几方面原因：

企业纵深

◆ 独立操盘项目开发周期可控，适用于对开发速度要求较高的高周转企业

◆ 有利于提升操盘方自身的项目覆盖以及品牌影响力

◆ 团队有充足的项目可操盘，有利于团队稳定性，并提升运营能力

(2) 联合操盘

区别于一家房企独立操盘，另一种比较常见的则是多家房企联合操盘的合作开发模式。通常如果各参与合作的房企实力相当且参与开发经营的积极性都很高，那么就会采用组建团队共同管理、联合操盘的模式。

联合操盘模式下，各合作方会通过协商分别负责项目开发的不同职能，发挥各自的优势、增强项目整体的市场竞争力。如在由世茂和碧桂园联合操盘、四家房企共同合作开发的广州亚运城项目中，世茂承建、碧桂园负责营销，而另外两大合作方中海、雅居乐则分别负责财务和物业。四家千亿房企通过股权合作，发挥各自在建筑、营销、财务、商业运营及物业服务上的优势，提升了项目整体的竞争力。

2. 项目的并表选择

并表权即是将项目公司纳入母公司合并财务报表范围的权利，且只能选择一方合并报表。在企业会计准则中也对合并财务报表有规定，“合并财务报表的范围应当以控制为基础予以确定”。我们认为，合作项目的财务并表主要遵循以下三个原则：

(1) 上市房企优先并表

在上市房企与非上市房企的合作中，一般都会由上市公司的合作方优先并表。从对母公司报表影响的角度考虑，并表后会显著提升上市公司的营收规模

(2) 实际控制方优先并表

对于多家房企合作开发的项目而言，一般优先由绝对控股或相对控股的房企进行财务并表，拥有项目绝对控制意味着可以直接进行财务并表。



(3) 股权一致则协商并表

合作开发项目中在各房企股权比例一致的情况下，通常会根据各方的利益通过协商一致决定并表方。比如对于部分利润水平较低的合作开发项目，对企业整体毛利率有一定要求的房企可能会放弃并表。

三、合作开发对企业发展的作用及意义

1. 合作开发撬动房企规模增长（略）

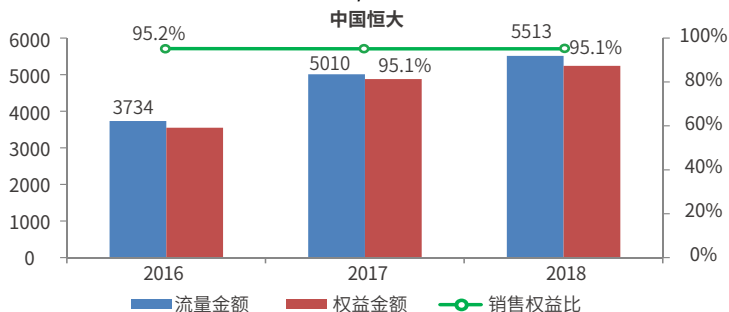
2. 不同类型房企的发展模式

从合作开发角度，看不同类型房企规模发展的四种模式：

(1) 独立操盘能力强、项目权益高的房企

首先，是独立操盘能力较强、在项目获取和资金上都有较高实力的房企，如恒大、绿地、中海等。这类房企更倾向通过独资实现规模发展，合作开发较少，绝大部分项目权益为100%。如恒大2017年末超8成的土地储备权益占比为100%，占到其项目总数的81.4%。同时，也有一些全国化程度不高的区域型龙头房企，如融侨、龙光等，受自身发展战略影响整体项目开发的合作比例较低。

图：中国恒大2016-2018年销售流量/权益金额及销售权益比（单位：亿元）



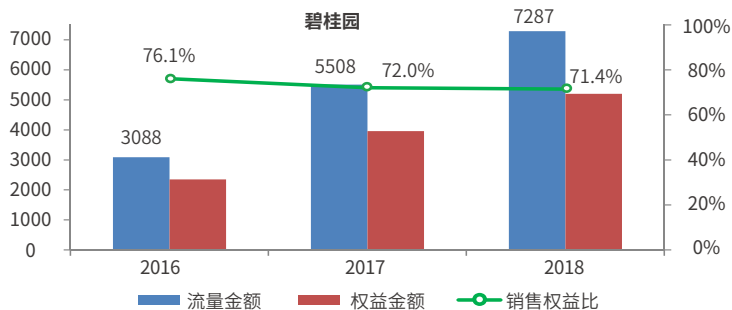
数据来源：CRIC

(2) 品牌能力强、项目合作较多的大型房企

第二类是自身品牌能力较强、项目合作较多的大型房企。这类房企凭借在规模房企中较强的品牌影响力，更倾向于通过收购、股权合作的方式以更低成本获取项目、进入新的城市。如碧桂园随着业绩规模的高速扩张，总土储权益从2015年的86.1%下降到了2017年的66.9%。万科近年来调整运营战略，尝试小股操盘模式，轻资产运作。保利面对一二线城市高企的拿地成本，也较多采用合作开发模式联合拿地。

值得注意的是，虽然合作开发可以用更少的资金撬动更多优质资源、实现规模的快速扩张，但也一定程度地削弱了企业对项目的管控力度。因此这类房企绝大部分的合作开发项目都要求以独立操盘为主，整体权益比例控制在70%之间。

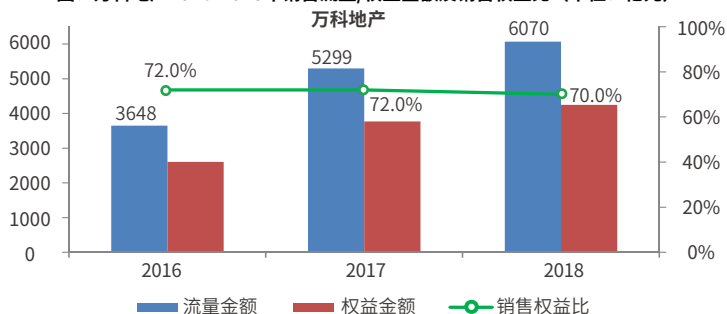
图：碧桂园2016-2018年销售流量/权益金额及销售权益比（单位：亿元）



数据来源：CRIC



图：万科地产2016-2018年销售流量/权益金额及销售权益比（单位：亿元）

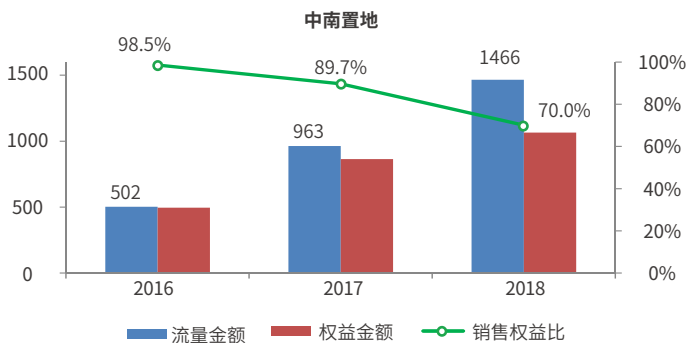


数据来源：CRIC

(3) 通过合作开发推进全国化扩张的房企

第三类是通过合作开发推进全国化扩张的房企，如中南、正荣、融信等。这类房企近年来在区域深耕的同时，通过合作开发推进全国化投资布局，实现了整体销售规模的高速增长，并降低了扩张风险。其中，中南、正荣、融信这三家房企自2016年以来合作开发显著增加，销售权益比均从2016年的90%以上逐年下降到70%左右，从而实现了2016年至2018年超60%的销售业绩复合增长。

图：中南置地2016-2018年销售流量/权益金额及销售权益比（单位：亿元）

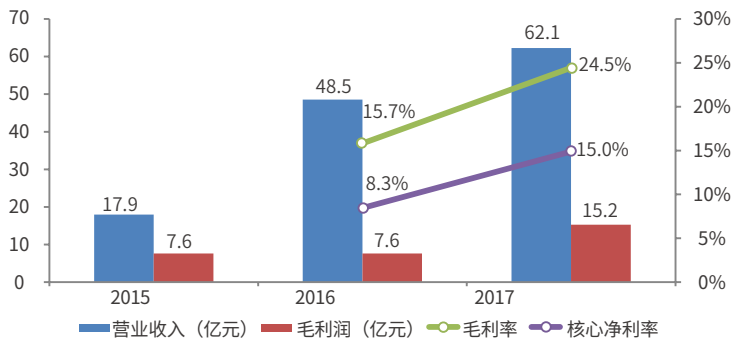


数据来源：CRIC

(4) 操盘及项目管理能力较强的房企

第四类是操盘能力、项目管理能力较强的房企。这类房企具备较为成熟的品牌输出体系，且资金运用能力较强。在代建、小股操盘的轻资产输出模式下，这类房企发挥自身的优势以满足规模扩张和盈利增长的需求。如朗诗近年来通过扩大品牌输出的规模以摊低成本，实现了营收规模和盈利能力的持续增长。

图：朗诗绿色集团2015-2017年盈利指标



数据来源：CRIC、公司公告

四、总结

虽然近年来中国房地产行业整体的项目合作开发已成为常态，各种合作模式也日渐成熟。但项目合作开发在为房企创造诸多价值的同时，实际合作运营也同样会存在一些潜在的问题。

首先，在多房企合作特别是联合操盘的项目中，由于不同房企的开发要求、测算标准、对项目定位的判断不同，甚至是企业文化存在差异。都会不可避免地提高沟通成本、降低合作效率、进而拖延项目进度，在增加财务成本的同时也平添了风险。



另外，由于合作开发项目涉及的企业主体较多，在项目后期竣工交房以及物业等问题上可能会存在的责任界定问题，也是不容忽视的。

我们认为，房企在参与项目合作开发的前期，应该做到以下几点以规避潜在的风险。首先，各合作方需要明确各自在项目开发中的职能和责任，以高效推进项目的有序开发。其次，是需要做好财务核算和工程进度的管理。地产开发作为资金占用大、开发流程复杂、周期较长的系统工程，潜在的风险可能会带来较大的负面效果。最后，是需要建立高效的沟通和决策机制，以降低因合作开发带来的沟通成本。

本文为《深度解读房企合作开发》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

「 目录
导览 」

《深度解读房企合作开发》

一、房企合作开发的主要模式

- 1、合作已成常态，房企权益比呈下降趋势
- 2、房企合作开发中常见的五种模式
 - (1) 合资成立项目公司获取土地
 - (2) 与土地持有方进行股权合作
 - (3) 集团层面的战略合作
 - (4) 小股操盘
 - (5) 代建

二、房企在合作开发中扮演的角色

- 1、项目的独立操盘与联合操盘
 - (1) 独立操盘
 - (2) 联合操盘
- 2、项目的并表选择
 - (1) 上市房企优先并表
 - (2) 实际控制方优先并表
 - (3) 股权一致则协商并表



三、合作开发对企业发展的作用及意义

1、合作开发撬动房企规模增长

2、不同类型房企的发展模式

- (1) 独立操盘能力强、项目权益高的房企
- (2) 品牌能力强、项目合作较多的大型房企
- (3) 通过合作开发推进全国化扩张的房企
- (4) 操盘及项目管理能力较强的房企

四、总结

「长租公寓花样融资大解析」

研究员/房玲、易天宇、羊代红、洪宇桁

一、长租公寓融资背景及现状

自2015年起，中央多部门出台多项政策加快培育住房租赁市场，到2017年广东首次提出“租购同权”，而后全国12城市试点住房租赁制度，长租公寓迎来长足的发展。在新的盈利点与转型需求的情况下，房地产企业、中介公司、酒店集团、创业公司等纷纷抢占长租公寓市场。如中介巨头链家2011年成立“自如”品牌，目前已成为国内最大的长租公寓品牌之一。此外还有包括华住集团的城家、布丁酒店的漫果、魔方公寓等等。房企方面，据不完全统计目前TOP30房企中，已进军或表示将布局长租公寓的房企已达到了近20家，万科、龙湖、旭辉、碧桂园都已形成了一定的规模。

长租公寓规模的急速扩张，离不开资本的支持。在此背景下，政府也先后出台了一系列的支持政策，为我国的长租公寓长足发展培养了有力的融资环境。

1. 政策春风支撑长租公寓融资

长租公寓作为国家在房地产领域积极推动的重点发展方向，相关的红利政策早在2015年就已经开始。2015年1月6日，住建部就发布了《住房城乡建设部关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，提出要积极推进房地产投资信托基金（REITs）试点。



此后国务院在2016年6月3日发布的《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》中，明确提出要鼓励金融机构向住房租赁企业提供金融支持，同时也支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品，稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。除此之外，国家发改委还在2017年8月15日发布的《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》中，明确表明相关部门可以积极组织符合条件的企业发行债券专门用于发展住房租赁业务。而除了全国性的政策，截至2017年12月，共有28个省级地方政府先后发布了关于培育和发展住房租赁市场的指导文件，主要涉及的关键政策包括允许商改住、鼓励个人出租住房、提供金融支持等方面，以促进地区住房租赁市场发展。

进入2018年，中央继续保持了支持住房租赁发展的基调，出台了多项政策确立及强化住房租赁市场的发展目标，在多方面给予支持和鼓励。在资金支持方面，政府在今年4月份发布的《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》中表达了对于房企进行住房租赁资产证券化的鼓励。此外，银保监会在6月份发布的《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》中也允许险资进入长租市场，为市场引入更多优质资本。由此可见，作为长效机制建设的重要一环，住房租赁市场的建设在2018年继续受到了政府的高度重视，为刺激市场良性发展提供了环境上的支持。

表：2018年部分住房租赁相关政策

日期	出台部委/会议	政策名称	主要内容
2018年3月	全国两会	政府工作报告	建立健全长效机制，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018年3月	国家发改委	《关于实施2018年推进新型城镇化建设重点任务的通知》	要全面放宽城市落户条件，探索租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户。
2018年4月	证监会&住建部	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	鼓励专业化、机构化住房租赁企业开展资产证券化；支持住房租赁企业建设和运营租赁住房，并通过资产证券化方式盘活资产；支持住房租赁企业依法依规将闲置的商业办公用房等改建为租赁住房并开展资产证券化融资；重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品，试点发行房地产投资信托基金（REITs）
2018年5月	住建部&财政部&央行&公安部	《关于开展治理违规提取住房公积金工作的通知》	优先支持提取住房公积金支付房租，提取额度要根据当地租金水平合理确定并及时调整。
2018年6月	银保监会	《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	允许保险公司通过直接投资、保险资产管理机构通过发起设立债权投资计划、股权投资计划等方式间接参与长租市场
2018年8月	住建部	部分城市房地产工作座谈会	各地要加快制定住房发展规划，大力发展住房租赁市场。
2018年9月	国务院	《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》	总结推广住房租赁试点经验，在人口净流入的大中城市加快培育和发展住房租赁市场。加快推进住房租赁立法，保护租赁利益相关方合法权益。
2018年10月	住建部	《中共住房城乡建设部党组关于巡视整改进展情况的通报》	加快建立和完善房地产市场平稳健康发展长效机制，推进形成租购并举的住房制度。

数据来源：CRIC整理



2. 股权融资为早期主要融资方式（略）

3. 资产证券化、债权融资突飞猛进（节选）

整体来看，长租公寓企业的融资方式形式多样，涵盖了资产证券化、债权融资、股权融资等，此外还包括有并购基金、众筹、P2P、租金贷、保理等等。

表：长租公寓企业主要融资方式

类别	融资方式
资产证券化	ABS&ABN
	CMBS
	类REITS
债权融资	专项债券
	中期票据
	银行贷款
股权融资	股权融资
其他	并购基金
	众筹产品
	P2P理财
	租金贷
	保理

数据来源：CRIC整理

二、资产证券化：产品多样适合各类长租公寓企业

对于规模较大的长租公寓企业而言，由于其融资信用较高，因而可以选择风险较低的融资方式，比如发行资产证券化产品，与银行等金融机构成立并购基金。这些融资方式的共同点在于融资成本较低，但是对于发行企业的要求较高，因而适合拥有一定规模，且在稳定运营的企业。

长租公寓的资产证券化主要有ABS/ABN、CMBS以及类REITs三种形式，其操作方式和对企业的要求均有差异。其中，由于ABS/ABN的底层资产为租金收益权，其原始权益人无需拥有物业产权，故而该模式门槛较低，可以供二房东类、分散式的轻资产类长租公寓企业使用。而由于

CMBS及类REITs则需要原始权益人拥有物业产权，故而仅有房企等重资产类长租公寓企业能够操作，具体区别可见下表。

表：三种资产证券化方式具体区别

类别	ABS/ABN	CMBS	类REITs
底层资产	租金收益权	商业地产抵押贷款	商业地产产权和租金收益权
收益保障	租金及管理费等	租金及管理费等	物业增值、租金及管理费等
原始权益人是否需拥有物业产权	无	有	有
专项计划是否间接拥有物业产权	无	无	有

资料来源：CRIC整理

1.ABS&ABN：门槛较低、适用范围最广（节选）

◆ 租金ABS提高资产利用效率

长租公寓的ABS或ABN，是房企、中介或运营商以公寓产权、预期租金或租房贷款作为底层资产，在市场上公开募资的一种融资方式。最早出现于2017年1月，当时魔方公寓发行了3.5亿元魔方公寓信托受益权资产支持专项计划，从而成为了中国长租公寓领域的首单ABS。长租公寓ABS的出现，解决了长租公寓市场长期以来传统融资渠道单一的问题，有效降低了融资成本，提高了融资效率。据统计，2017-2018年，市场上共发行了86.1亿元的长租公寓ABS或ABN，平均融资成本为5.6%，有力地推动了长租公寓市场的发展。



表：近期已发行的长租公寓ABS/ABN产品（单位：亿元、年）

发行人	债券全称	发行时间	发行规模	发行期限	优先级发行利率
魔方公寓	魔方公寓信托受益权资产支持专项计划	2017/1/10	3.5	1-3	4.8%-5.4%
自如	中信证券-自如1号房租分期信托受益权资产支持专项计划	2017/8/10	5	2	5.4%
招商蛇口	飞驰-建融招商长租公寓系列2017年度第一期定向资产支持票据	2017/12/25	40	15	5.0%
自如	中信证券-自如2号第1期房租分期信托受益权资产支持专项计划	2018/3/15	2.6	2	6.47%-7.6%
自如	中信证券-自如2号第2期房租分期信托受益权资产支持专项计划	2018/5/3	3	2	6.29%-7.6%
世茂房地产	世茂-华能-开源住房租赁信托受益权资产支持专项计划	2018/7/6	5	20	5.6%
自如	中信证券-自如2号第3期房租分期信托受益权资产支持专项计划	2018/7/24	3	2	5.81%-7.5%
泰禾集团	中信证券-泰禾集团鼎盛长租公寓1号资产支持专项计划	2018/9/7	8.11	18	7.5%-9%
武汉地产	长江资管-武汉地产公租房资产支持专项计划	2018/11/8	8.92	1-18	4.8%-5.5%
世茂房地产	世茂-华能-开源住房租赁信托受益权第二期资产支持专项计划	2018/12/14	5	20	7.0%
世茂房地产	华能信托-开源-世茂住房租赁资产支持专项计划	2018/12/27	2	20	5.6%

资料来源：CRIC整理

◆ ABS无需业权门槛相对较低

2. CMBS：只适合重资产运营的企业（略）

3. 类REITs：政策支持未来大有可期（略）

三、债权融资：规模企业颇具优势的融资方式

1. 专项债券：规模快速增长、资金用途是监管重点（节选）

◆ 专项债券未来发行规模可期

发改委于2017年8月15日发布《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》中，明确表明相关部门可以积极组织符合条件的企业发行债券专门用于发展住房租赁业务，住房租赁专项债券开始步入房企融资的舞台。专项债券发行方式分为面向合格投资者公开发行与非公开发行两种。从上交所审核意见看，专项债券是否批准发行根据两个交易所的反馈，监管层的关注点集中在募集资金用途、是否存在重复融资、租赁住房性质三个主要方面。

2017年12月28日，龙湖获批发行50亿元租赁住房公司债，为国内首单住房租赁专项债券，实现了国内住房租赁融资方面的新突破。截至2018年年底，据不完全统计，共有7家房企发行了住房租赁专项债券，金额共计135.28亿元。与此同时，有意向发行住房租赁专项债券的房企也不在少数。根据上交所公开信息以及其他交易所部分消息，截至2018年底，除了已发行专项债券的房企外，还有10家房企的住房租赁专项债券获得了交易所批准，若加上2019年1月部分获批发行的债券，未发行的住房租赁专项债券起码达到484.12亿元。



表：2018年以来部分房企发行住房租赁专项债券相关情况（单位：亿元，年，%）

发行方	获批时间	额度	发行起始日	已发行规模	发行期限	票面利率
龙湖集团	2017-12-28	50	2018-03-19	30.00	5	5.60
			2018-08-15	20.00	5	4.98
海伦堡	2017-12-28	10	2018-6-22	10	5	7.9
绿城集团	2018-03-12	40	/	/	/	/
首创置业	2018-05-24	50	/	/	/	/
万科集团	2018-06-11	80	2018-08-07	15.00	5	4.05
			2018-10-25	20.00	5	4.18
保利置业	2018-06-29	20	2018-08-08	7.00	3	5.28
保利地产	2018-07-25	31.4	/	/	/	/
宋都基业	2018-08-28	10.00	/	/	/	/
中骏集团	2018-08-30	20.00	/	/	/	/
龙光集团	2018-09-07	35.00	2018-12-05	10.00	4	7.00
融信集团	2018-09-13	50.00	2018-11-27	20.00	3	7.28
葛洲坝	2018-10-25	28.00	/	/	/	/
正荣集团	2018-12-03	40.00	/	/	/	/
广州城建	2018-12-07	20.00	/	/	/	/
泰禾集团	2018-12-20	30.00	/	/	/	/
碧桂园	2018年下半年	25.00	2018-11-15	3.28	3	6.60
龙湖集团	2019-01-07	50	/	/	/	/
荣盛发展	2019-01-21	30.00	/	/	/	/
合计		619.40		135.28		

备注：保利发展2018年7月25日获批发行150亿元公司债，其中31.4亿元用于住房租赁。

资料来源：上交所、深交所、CRIC整理

◆ 长租公寓暴雷后资金用途遭严格审查

2. 中期票据：多次小额方式更为灵活（略）

3. 银行贷款：更青睐开发商及政府背景企业（略）

四、其他中小长租企业融资方式（略）

1. 风投、私募股权融资：初创公司的主要融资方式

2. 理财产品：众筹、P2P为项目输血造血

3. 租金贷：租金贷乱象更是信用问题

五、总结：形成良性循环才是明智之举

从2015年至今，我国长租公寓在政策的支持下，从野蛮生长到乱象丛生，从自检自查再到综合治理，长租公寓的融资环境也发生了较大的变化：资产证券化继续受到政策支持；长租专项债券监管趋严；网贷及租金贷乱象接连整治等等。

对于规模较大的长租公寓品牌而言，长租公寓的融资渠道无疑更为广阔，方式包括有资产证券化、专项债券、中期票据等等。但对于规模较小，甚至是初创的长租品牌而言，则能通过股权融资、众筹、P2P、租金贷等方式进行。事实上不管是债权融资也好，网络贷款也罢，不变的是提高企业的资金使用效率，支持企业的进一步发展。长租公寓企业在加大杠杆的同时，也切记不可图快图大，一味将融到的钱用于扩大规模，可以将部分的资金用于房租偿还及现有项目的装修改造，提升租客租住体验，并使股东权益得到增长才是明智之举。此外长租公寓企业也更应从运营着手，增加物业附加价值，提升利润空间，从而让长租公寓企业更快地走上良性循环的轨道。



表：长租公寓企业各融资方式对比

类别	融资方式	主要适合范围	优势	劣势
资产 证券 化	ABS&ABN	规模企业	租金收益权为底层资产，无需企业拥有物权，适用范围广	操作较为复杂，对于底层资产的质量有一定要求
	CMBS	重资产企业	发行价格低、流动性强、放贷人多元化、对母公司无追索权、保持资产控制权、资产负债表表外融资	对于发债主体的信用评级和底层资产要求较高
	类REITS	重资产企业	以较大规模的融资额通过一次审批多次发行	我国对REITs的配套制度仍有待完善，尤其是税收方面
债权 融资	专项债券	规模企业（上市企业为主）	属于事前融资工具，在项目建设前就可通过发债融资	对于公司财务要求较高，资金用途限制不断加强
	中期票据	规模企业（上市企业为主）	规定期限内分多次小额发行，较为灵活；且发行单位和投资者可以自由协商条款部分内容	不能满足长租公寓长期的资金支持
	银行贷款	大型开发商或政府背景企业	可以获得银行的低息信用贷款	限制较高，规模较小的企业难以贷款
股权 融资	风投、私募等股权融资	初创企业	在企业发展的各个阶段提供融资，具有持续性	单纯股权稀释无法支撑持续发展，甚至失去控制权
其他	并购基金	规模品牌企业	跟金融机构合作，以较少资金撬动较大规模基金推进业务扩张	长租盈利前景不够明朗，回报周期长，使用范围较小
	众筹产品	中小企业为主	有效和低成本的融资渠道，也是极好的宣传手段和市场调研	投资者无法给予统一且富有建设性的意见，且关注度不够持续
	P2P理财	中小企业为主	融资规模小且融资期限十分灵活	目前国内P2P政策干预为主要风险
	租金贷	中小企业为主	提高初始资本的使用效率，租客与企业实现双赢	租金贷乱象下，政策监管力度不断趋严
	保理	大中型企业为主	相比租金贷，一次性回收大批次的公寓租金，在融资规模上更大	要求上较为严苛，对象多是大型企业；而商业保理利率较高，保理业务往往限制于特定行业

数据来源：CRIC整理

本文为《长租公寓花样融资大解析》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

「 目录
导览 」

《长租公寓花样融资大解析》

一、长租公寓融资背景及现状

- 1、政策春风支撑长租公寓融资
- 2、股权融资为早期主要融资方式
- 3、资产证券化、债权融资突飞猛进

二、资产证券化：产品多样适合各类长租公寓企业

- 1、ABS&ABN：门槛较低、适用范围最广
- 2、CMBS：只适合重资产运营的企业
- 3、类REITs：政策支持未来大有可期

三、债权融资：规模企业颇具优势的融资方式

- 1、专项债券：规模快速增长、资金用途是监管重点
- 2、中期票据：多次小额方式更为灵活
- 3、银行贷款：更青睐开发商及政府背景企业

四、其他中小长租企业融资方式

- 1、风投、私募股权融资：初创公司的主要融资方式
- 2、理财产品：众筹、P2P为项目输资造血
- 3、租金贷：租金贷乱象更是信用问题

五、总结：形成良性循环才是明智之举



「国家乡村振兴战略与房企参与模式研究」

研究员/朱一鸣、贡显扬、齐瑞琳、汪慧、李丹

十九大报告提出，实施乡村振兴战略、加快推进农业农村现代化是化解目前社会不平衡不充分发展主要矛盾的必然选择。国家战略背景下，包含碧桂园、恒大、万科在内，部分传统地产开发企业都已主动参与到乡村振兴中。根据各自企业发展战略和侧重点的不同，房企乡村振兴的不同经营模式也已初步显现。本文我们将通过专题的形式对房企落地国家乡村振兴战略的具体模式及发展现状进行分析，并对未来提出展望。

一、乡村振兴是目前国家的发展战略需要

我国自古以农为本，农业在国民经济中占据着基础性地位。改革开放以来，我国为追求经济的高速增长，大力推动工业化和城镇化进程，以实现经济快速扩张。而长期以来，我国乡村发展相对缓慢和滞后，造成城乡物质、精神文明落差巨大，社会发展表现不平衡不充分。因此，乡村振兴上升到国家战略层面有其时代发展阶段的必要性。

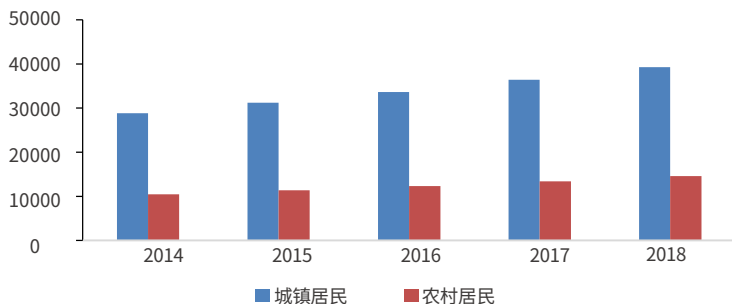
1. 乡村振兴战略的城乡经济及农业发展背景

(1) 城乡收入差距大，社会发展不平衡不充分

收入水平决定了居民的生活水平，是衡量城乡经济发展程度的主要指标之一。从近5年的数据来看，我国城镇居民人均可支配收入是农村居民的2.7倍左右，差距明显。2017年城镇居民人均可支配收入为36396元，而农村居民可支配收入仅为13432元。缩小城乡贫富差距是促进城乡协调发展

展的关键，也是现阶段实现我国城乡经济平衡发展的重中之重。

图：2014-2018年我国城乡居民人均收入情况（单位：元）

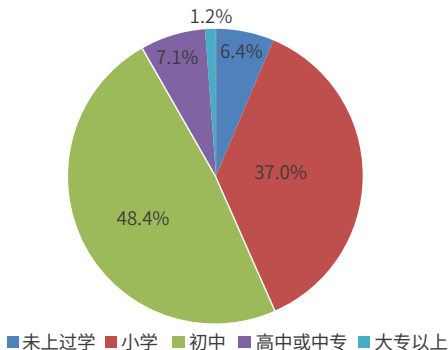


数据来源：统计局，CRIC整理

(2) 人才与劳动力流失加剧城乡不平衡发展

在工业化和城镇化进程中，由于收入水平、发展机会等诸多方面的差距悬殊，农村高素质、高技能人口不断流出。人才的缺失和劳动力质量普遍不高进一步制约了乡村发展，加剧了城乡发展的不平衡。根据第三次全国农业普查数据，截至2016年末我国农业生产经营人员达3.14亿人，但教育程度普遍偏低。其中，小学及初中教育程度的占比合计达85.4%，而高中及以上仅有8.3%。

图：2016年我国农业生产经营人员教育程度构成



数据来源：统计局、《第三次全国农业普查》、CRIC整理



(3) 农业生产效率较低，与发达国家有一定差距（略）

2.国家乡村振兴战略的政策支持及对经济发展的影响

(1) 国家乡村振兴战略的提出和主要政策梳理

2017年10月18日，十九大报告首次提出乡村振兴战略，将解决好“三农”问题，促进乡村全面发展提升至国家发展的战略高度。十九大报告提出，要坚持农业农村优先发展，按照产业兴旺、生态宜居、乡风文明、治理有效、生活富裕的总要求，建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系，加快推进农业农村现代化。

图：国家实施乡村振兴战略“三步走”时间表



数据来源：CRIC整理

2018年2月4日，中央一号文件进一步聚焦乡村振兴实施问题。随后，《国家乡村振兴战略规划（2018-2022年）》明确了乡村振兴是一项长期且稳定的工作。乡村战略的提出与实施进一步表明了国家对乡村发展的重视程度。2019年指导“三农”工作的中央一号文件也指出，今明两年是全面建成小康社会的决胜期，“三农”领域有不少必须完成的硬任务，必须坚持把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重不动摇。

此外，为推动乡村规范高效发展，我国针对农村土地、产业、生态等问题先后出台多个相关政策文件，这些政策文件将助力乡村振兴的实施。

表：2016年末以来我国乡村发展主要政策文件梳理

时间	政策文件
土地	2017/7 《农村土地经营权流转交易市场运行规范(试行)》
	2018/1 《省级政府耕地保护责任目标考核办法》
	2018/3 《关于严格核定土地整治和高标准农田建设项目新增耕地的通知》
产业	2016/8 《“十三五”全国农业农村信息化发展规划》
	2016/11 《全国农产品加工业与农村一二三产业融合发展规划（2016—2020）》
	2017/1 《“十三五”渔业科技发展规划》
	2017/10 《关于促进农业产业化联合体发展的指导意见》
	2017/8 《种养结合循环农业示范工程建设规划（2017-2020）》
人才	2018/2 《2018年农产品质量安全工作要点》
	2018/1 《现代农业人才支撑计划项目资金管理办法》
环境	2018/2 《农村人居环境整治三年行动方案》

数据来源：公开资料，CRIC整理

（2）国家乡村振兴战略对国家经济发展的影响（略）

二、房企参与国家乡村振兴的四大主要途径

随着城市建设发展的不断成熟，房企在城市的发展局限性也越来越大。对于房企而言，乡村振兴战略规划可以说是为房企开拓了一片新的发展领域，顺应了房企突破瓶颈、提高自身多元业务竞争力的战略需求。在乡村振兴导入社会资本的过程中，房企作为城市建设的重要主体，凭借自身积累的资源以及建设运营经验具备一定优势。

目前，房企参与国家乡村振兴主要有以下四大途径：

（1）政企合作推进产业扶贫：在目前社会不平衡不充分发展的背景下，产业扶贫在国家乡村振兴中具有重大的战略意义。在房企参与乡村振兴的各种途径中，产业扶贫要求房企更为深入贫困地区，组织团队并投资帮扶产业化运营，通过构建稳定产业链最终实现当地产业的健康发展、保证脱贫的可持续性。



(2) **投资发展农业现代化建设**：农业在国民经济中占据着基础性地位，重要性不言而喻。发展现代农业要求房企投入资金并更依赖技术及人才引进，以现代化规模化实现农业生产效率的提升，最终通过构建产业链、建立销售渠道实现农产品的增值和盈利。

(3) **特色田园乡村建设**：特色田园乡村建设可重塑城乡关系，在目前房企参与乡村振兴战略的四种途径中相对而言准入门槛较低，且具有较强可复制性。房企通过与政府及村集体合作，通过乡村保护性改造改善乡村发展滞后的现状，并结合当地特色探索融合文化、旅游等运营模式。

(4) **田园综合体运营项目**：田园综合体项目是一种将农业生产与乡村旅游、文化创意、康体养身深度融合的项目。从房企实际运营的角度，田园综合体项目可以理解为是以乡村及农业生产为特色的特色小镇项目，更倾向于是国家乡村振兴战略背景下房企的一种多元发展模式。

表：目前房企参与乡村振兴的四大主要途径

主要模式	产业扶贫	农业现代化	特色田园乡村	田园综合体
核心切入点	产业帮扶、造血式扶贫	农业生产、现代农业技术	乡村保护性改造	融合乡村农业、多业态
特点	周期较长、高投入	周期较长、高投入高风险	投入较低、可复制	分阶段投入、持续运营
土地获取	政府协商、企业援建	农民所有	村集体所有	企业协议购买或租赁
运营主体	政企合作 设立专业扶贫团队	企业 成立农业分管公司	政企合作 搭建乡村改造平台	企业、运营商 综合体开发运营企业
参与对象	政府+企业+产业基地	企业+合作社+农户	政府+企业+村集体	企业独立运营
侧重点	产业脱贫、可持续发展	技术及人才引进、全产业链	当地特色、人口回流	当地特色、文化基础
盈利模式	非盈利	农产品、下游产业链运营	旅游收入、产业收益	旅游收入、产业收益

数据来源：CRIC整理

1. 政企合作推进产业扶贫

社会的不平衡不充分发展是国家乡村振兴战略的重要背景。

(1) 房企投身产业扶贫的关键是产业化。产业扶贫是指以市场和经济效益为导向，是促进贫困地区发展、增加贫困户收入的有效途径。更着重帮扶当地特色农业产业发展，引进上下游龙头企业，旨在形成稳定的产业链并有效带动广大农民增收。

(2) 产业扶贫应不以企业自身盈利为主要目的。同时，产业扶贫和农业现代化建设一样，也需要高投入和长期实地运营。但产业扶贫作目前“精准扶贫”主要模式，更侧重通过产业运营的模式帮助贫困地区脱贫。

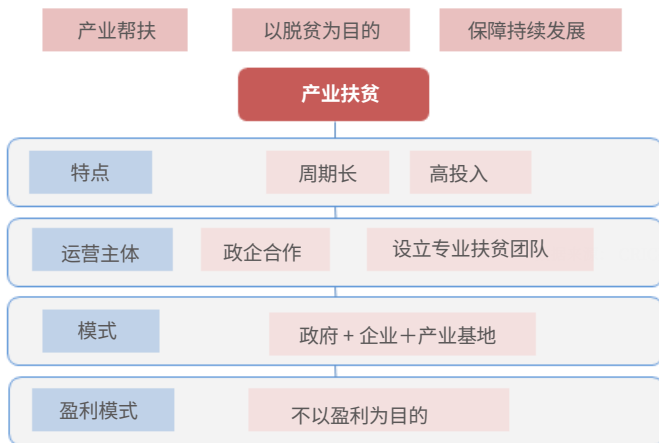
(3) 产业扶贫更侧重政企合作、“政府+企业+产业基地”的模式。在政府统筹发展的背景下，房企通过投入专业运营团队、成立扶贫管理公司，选派管理骨干与当地政府人员一起深入到贫困地区乡村地带，通过设立产业基地长时间、分阶段的推进当地扶贫工作。

(4) 产业扶贫是可持续发展的“造血式”扶贫。在社会资本特别是房企切入扶贫的过程中，区别于资金捐赠、易地搬迁等“输血式”扶贫，以产业为核心的“造血式”扶贫，确保脱贫的持续性、可以更长远地解决可持续发展问题。

(5) 产业扶贫中还会综合基础设施建设、教育扶贫等措施。在对贫困地区产业扶贫的前期，企业一般需要对贫困地区提供“输血式”的无偿投入，以改善当地的基础设施建设水平。产业扶贫的过程中，企业还可因地制宜综合教育扶贫、就业扶贫等一揽子扶贫计划。



图：政企合作推进产业扶贫概况



数据来源：CRIC整理

2.投资发展农业现代化建设（略）

3.特色田园乡村建设（略）

4.田园综合体运营项目

田园综合体是国家乡村振兴战略背景下房企的一种多元发展模式。

（1）田园综合体可以理解为以乡村及农业生产为特色的特色小镇项目。田园综合体的概念源于在无锡落地的田园东方项目，是一种将农业生产与乡村旅游、文化创意、康养养生深度融合的项目。其模式得到中央农民办领导的高度认可，并于2017年2月被正式写入中央一号文件，视为当前乡村发展新型产业的亮点举措。

（2）田园综合体是一项持续运营的多元产业，可以分阶段投入。资金运作上，可以通过产业基金、PPP融资、合资入股等形式获取建设资金的来源。通过后期的运营实现盈利，分阶段建设并实现可持续发展。

（3）田园综合体运营商通过与政府协议购买或租赁建设用地的土地使

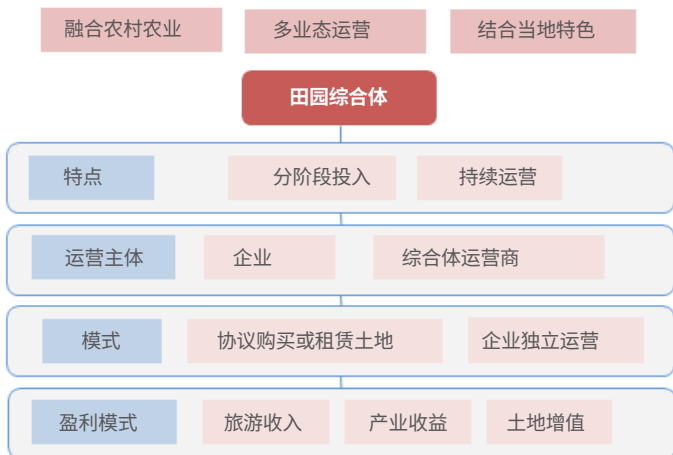
企业纵深

用权。一般来说，田园综合体秉承政府统筹规划，运营商与政府签约并投资征集农村集体建设用地，获取该区域的整体规划、开发、运营权，农民可自愿以自有农村土地入股并成为企业员工，后期可同时获得劳动报酬以及分红收益。

(4) 田园综合体注重打造多产业、多板块、多功能复合的业态，同时结合当地特色。在传承保留当地文化的基础上，利用当地资源打造集农业、科技、文旅、地产等多业态于一体的区域化社群。在产业链延伸的基础上，充分挖掘其融合渗透效应。

(5) 田园综合体项目的整体收益主要来自以下三方面。一方面，通过文化创意、农业生产与乡村旅游的融合运营，可以带来门票、酒店的旅游收益。第二，地产+以及相关产业引入也可以带来产业收益。另外，基础设施和配套建设的完善还会带来地块增值收益。

图：田园综合体运营项目概况



数据来源：CRIC整理



三、房企落地乡村振兴项目发展案例及现状

乡村振兴项目一般要求房企有持续运营的能力，不以盈利为目的或盈利所需的周期较长，因此对房企资金投入的门槛要求较高。目前在投资参与国家乡村振兴战略的房企中以规模房企居多，如碧桂园和恒大以产业扶贫和农业现代化建设相结合、辅以教育扶贫，旨在保证乡村扶贫脱贫的长效与稳定。而其他的规模房企参与乡村振兴的模式则主要以田园综合体、农业特色小镇居多，以农业产业、文化旅游等获取收益，保证项目运营。

表：房企落地乡村振兴项目的发展案例

房企简称	主要发展模式及项目案例
碧桂园	英德西牛镇树山村开展绿色产业扶贫
	自2018年初进军现代农业，布局农业现代化
	以“碧乡”和“凤凰优选”拓展农业全产业链
恒大	教育扶贫基金、捐资兴办慈善学校
	贵州省毕节市精准产业扶贫
	易地搬迁、就业扶贫、教育扶贫等全方位的帮扶
万科	2018年4月恒大高科农业集团正式揭牌
	主导江苏兴化东罗村特色田园乡村试点改造
融创	优化农业产业布局，推动特色农产品IP的形成
绿地	从文旅切入、产业落地结对帮扶贵州龙塘精准脱贫
华夏幸福	贵州桐梓·绿地官仓康养旅游小镇项目
	以产业为核心联合地方政府打造昌黎葡萄小镇
正荣	以农业科技产业为核心与中国农业大学签署战略合作
美的置业	与西藏利农田园农业签署股权合作协议
佳兆业	出资成立韶关市乡村振兴公益基金会
雅居乐	成立扶贫公司并派驻专职团队进驻惠州市龙门县
	与田园东方签署合作，开展田园综合体的开发及运营

数据来源：CRIC整理

1. 碧桂园：精准扶贫结合现代农业，拓展农业全产业链

碧桂园自2010年就在广东清远的英德西牛镇树山村启动“绿色产业扶贫”，以苗木种植为支柱，在树山村发展绿色产业。并将树山村的优势产业与自身业务结合，苗木直供碧桂园项目的园林。2017年，碧桂园再次捐资约5亿元在英德市开展精准扶贫，帮扶78个省定贫困村脱贫摘帽、创建新农村示范村。

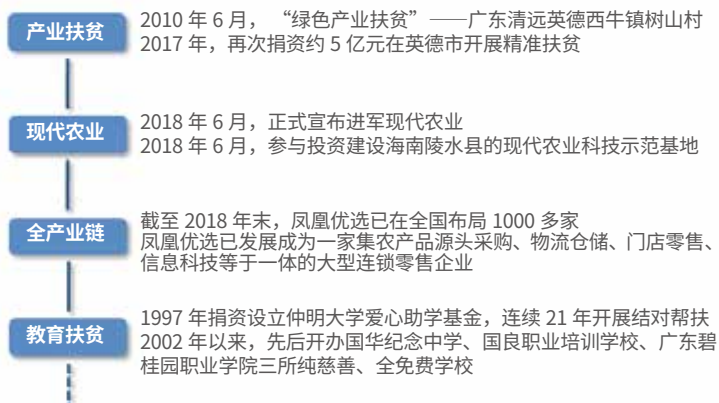
企业纵深

除了产业扶贫之外，碧桂园自2018年初着手布局农业现代化。2018年6月，碧桂园宣布成立碧桂园农业控股有限公司，正式进军现代农业。碧桂园农业与地方政府及科研单位合作，签订现代农业战略合作框架协议。通过引进现代化农业科技、农业生产管理模式、储备农业人才，探索现代化农业机械和现代化种业。

同时，碧桂园积极拓展农业全产业链。通过其现代农业、扶贫自有品牌“碧乡”和碧桂园社区生活服务零售品牌“凤凰优选”，实现从生产到销售的全产业链一体化。碧桂园期望以现代科技农业作为切入口，带动农民增收致富，努力探索一条可造血、可复制、可持续的乡村振兴道路。

除此之外，碧桂园还设立教育扶贫基金、捐资兴办慈善学校。在2002年和2014年碧桂园分别捐资兴办了全免费、纯慈善的国华纪念中学和广东碧桂园职业学院。通过教育扶贫在全国结对帮扶县推广教育助学，有效避免贫困家庭返贫。

图：碧桂园产业扶贫及现代农业发展案例及现况



数据来源：CRIC整理



2.恒大：以产业为核心帮扶贵州毕节脱贫，进军高科技农业

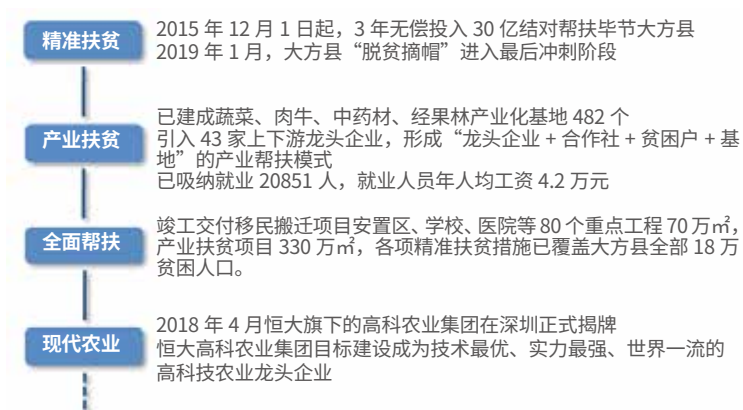
恒大自2015年12月部署贵州省毕节市的精准扶贫行动，目标五年无偿投入110亿，帮扶贫困人口最多、贫困程度最深、贫困面最大的贵州省毕节市一百多万贫困人口到2020年全部稳定脱贫。2019年1月2日，毕节市政府正式公示大方县符合国家贫困县退出标准，拟退出贫困县，正按程序向上级申请评估验收。

恒大以产业扶贫为核心，并引进43家上下游企业，实现了供产销一体的农业生产产业链。通过在贫困县因地制宜地设立蔬菜育苗中心、肉牛养殖基地、蔬菜大棚、中药材等特色产业基地。建立起长效持久的扶贫、脱贫机制，确保贫困户持续增收、就地脱贫。

恒大还通过易地搬迁、就业扶贫、教育扶贫等多种形式实现全方位的帮扶。截至2019年2月，毕节全市9个移民搬迁社区及50个新农村已陆续搬迁入住，已搬迁10.7万人。就业扶贫方面，恒大已通过培训推荐到当地产业就业和异地就业75222人，人均年收入4.2万元，实现了“一人就业、全家脱贫”。此外，恒大集团在大方县还新建11所小学、13所幼儿园、1所完全中学和1所职业学院并投入使用。

除此之外，2018年4月恒大旗下的高科农业集团在深圳正式揭牌。作为恒大宣布进入高科技产业之后首个面世的板块，恒大高科农业集团将运用全球顶级的高新农业技术、高端农业装备和现代管理经验，采用国际最先进的全智能精准环境控制技术，大数据、物联网和智能机械自动化等，全季节、全天候生产，全过程集约化、标准化、智能化，全方位打造绿色优质、高产高效的高科技农业。

图：中国恒大乡村振兴相关项目发展案例及现况



3. 万科：东罗村特色田园乡村试点，定位城乡建设与生活服务商（略）

4. 其他房企：乡村振兴项目以各自的模式纷纷落地（略）

四、总结

2019年中央一号文件指出，今明两年是全面建成小康社会的决胜期。目前，乡村振兴已上升至国家战略层面。实施乡村振兴战略可以加快推进农业农村现代化建设，化解社会不平衡不充分发展的主要矛盾。乡村振兴战略作为我国现阶段经济发展由量到质的转变，对我国整体社会经济发展以及处于发展薄弱端的乡村都有着重大的积极影响。

在乡村振兴导入社会资本的过程中，以恒大、碧桂园、万科、融创、绿地为代表的部分规模房企都已率先投身到乡村振兴的工作中。结合这些



房企参与乡村振兴的不同切入角度，其具体的运作模式和未来的发展空间也各有不同。

其中，产业扶贫需要高投入和长期实地运营，不以盈利为目的且更侧重通过产业运营帮助贫困地区脱贫。随着近两年在现行标准下农村贫困人口实现脱贫、贫困县全部摘帽、区域性整体贫困的解决，未来的工作重点或将从扶贫脱贫转向更长效的产业发展。

对于农业现代化而言，其风险较高、投入资金较大、周期更长，且需要通过构建全产业链的运营才能实现农产品的销售及盈利。因此，现代农业准入门槛较高，对房企而言并不是一个可以快速变现、获取高利润的行业，未来仍将以目前几家龙头房企参与的格局为主。

同时，我们认为特色田园乡村建设和田园综合体这两大模式，未来对于规模房企整体而言会有更大的参与和发展空间。其中，特色田园乡村建设以乡村保护性改造为基础，融入生态农业、文化、旅游等多重产业，运营模式可持续、对于房企而言可复制性较强，未来将有较大的发展成熟空间。而田园综合体也被视为乡村发展新型产业的亮点举措，门票、酒店收益以及地产+及相关产业收益也可以支撑其长期可持续运营。

综上，对于整体房地产行业而言，乡村振兴工作在未来的很长一段时间内将是大有可为的发展领域，探索新的参与方式与经营模式也是企业的一大重要任务。根据乡村振兴战略“三步走”时间表，从2018年战略实施到2020年实现乡村全面振兴，农村强、农村美、农村富的全面实现需要30余年的规划周期。当前国家乡村振兴战略尚处在政策起步期，对于房企而言，乡村振兴工作任重而道远。

本文为《国家乡村振兴战略与房企参与模式研究》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

「 目录
导览 」

《国家乡村振兴战略与房企参与模式研究》

一、乡村振兴是目前国家的发展战略需要

1. 乡村振兴战略的城乡经济及农业发展背景
 - (1) 城乡收入差距大，社会发展不平衡不充分
 - (2) 人才与劳动力流失加剧城乡不平衡发展
 - (3) 农业生产效率较低，与发达国家有一定差距
2. 国家乡村振兴战略的政策支持及对经济发展的影响
 - (1) 国家乡村振兴战略的提出和主要政策梳理
 - (2) 国家乡村振兴战略对国家经济发展的影响

二、房企参与国家乡村振兴的四大主要途径

1. 政企合作推进产业扶贫
2. 投资发展农业现代化建设
3. 特色田园乡村建设
4. 田园综合体运营项目

三、房企落地乡村振兴项目发展案例及现状

1. 碧桂园：精准扶贫结合现代农业，拓展农业全产业链
2. 恒大：以产业为核心帮扶贵州毕节脱贫，进军高科技农业
3. 万科：东罗村特色田园乡村试点，定位城乡建设与生活服务商
4. 其他房企：乡村振兴项目以各自的模式纷纷落地

四、总结



年报 点评



陆

「2018年度房企 年报系列点评」

【01】首创置业：负债压力大增，未来取决于一二线城市回暖速度

概要 首创置业2018年未完成全年750亿销售目标。企业债务压力进一步增加，持续保持“强投资”策略，开始布局粤港澳和长三角区域，但总土储目前依然还是以核心城市为主，企业未来销售受一二线城市影响较大。

- ◆ 业绩：未完成全年销售目标
- ◆ 投资：拿地速度加快
- ◆ 财务：债务压力较大，现金不足以覆盖短期债
- ◆ 商业：奥特莱斯规模持续扩张
- ◆ 多元化：首金资本正式起航

【02】新城发展：奔跑的骆驼，最稳健的黑马

概要 三年平均复合增长率90.6%，18年顺利跻身行业前十，众人眼中的黑马，却能维持稳健的财务水平。但三四线土储占比较高，建议适当增加一二线城市的布局。且考虑到新开业的吾悦广场需要一定的布局周期，能否在19年实现40亿收入还有待观察。

- ◆ 销售：销售金额突破二千亿，顺利跻身十强
- ◆ 投资：区域布局更加均衡，三四线纳储力度偏大
- ◆ 财务：盈利持续提升，财务趋于稳健
- ◆ 商业：吾悦广场累计开业42座，租金及管理收入超20亿



【03】越秀地产：大湾区仍是核心发展区域

概要 大湾区即将进入主导地位，融资成本略有上升，净借贷比率有所下降，财务相对稳健安全。

- ◆ 销售：完成去年目标的105%，2019年目标680亿
- ◆ 投资：积极布局大湾区，深化区域优势
- ◆ 财务：营收以及利润稳步上升，净负债率下降
- ◆ 多元化：养老地产与住房租赁项目均在积极拓展中

【04】旭辉集团：扩土储、增权益仍是企业未来发展的重点

概要 2019年目标1900亿相对谨慎，扩土储、增权益仍是企业未来发展的重点。

- ◆ 销售：城市扩张推动规模增长，2019年1900亿目标相对谨慎
- ◆ 投资：三四线拿地远超过去五年，结构调整略显滞后
- ◆ 土储：增权益、扩土储依然是企业未来发展的重点
- ◆ 财务：融资能力较强，财务积极稳健
- ◆ 多元化：物业成功分拆上市，长租公寓稳居行业前三

【05】时代中国：前瞻布局粤港澳旧改，业绩进入收获期

概要 销售稳步提升，财务稳健，城市更新进入收获期，但时代中国单项目产能有所下降，且旧改项目转化节奏存在不可控性，建议关注单项目营销，适当加大公开土地市场的投资。

- ◆ 销售：连续5年超额完成销售目标
- ◆ 投资：土储基本能够支持企业2020年实现千亿
- ◆ 财务：盈利水平稳步提升，财务风险控制较好
- ◆ 城市更新：旧改将为公司带来更高的利润空间

年报点评

【06】蓝光发展：新增土储同比增长155%，五大战略推动主业稳步增长

概要 销售业绩与利润同步增长，全国化布局进入深耕阶段，五大核心战略保驾护航。

- ◆ 销售：房地产主业稳步增长，“东进南下”战略成果显现
- ◆ 投资：新增土储建面同比增长155.3%，累计进驻城市达60个
- ◆ 财务：归母净利润同比增长62.9%，杠杆风险总体可控
- ◆ 战略展望：五大核心战略构建蓝光发展蓝图

【07】碧桂园：主业提质控速、深化三四线城市布局

概要 主业提质控速，速度和效益让位安全 and 质量；深度布局粤港澳大湾区，土地储备充裕；三四线城市布局继续深化，仍是未来发展重点，未来发展或有挑战；重点发展地产、机器人、农业，提升全周期竞争力。

- ◆ 销售业绩：提质控速，速度和效益让位安全和质量
- ◆ 土地储备：深度布局粤港澳大湾区，土地储备充裕
- ◆ 投资布局：三四线城市布局继续深化，仍是未来发展重点
- ◆ 财务表现：盈利能力进一步增长，借贷杠杆下降
- ◆ 战略方向：重点发展地产、机器人、农业，提升全周期竞争力



【08】阳光城：提利润、降负债是未来发展重点

概要 2019年销售目标1800亿元，营业收入与归母净利润也要达到公司制定的股权激励标准；净负债率降低70个百分点至182%，降负债仍是未来发展重点。

- ◆ 销售：千亿之后，规模与利润增长并进
- ◆ 投资：趋于谨慎，未来销售回款的50-55%投入拿地
- ◆ 财务：2020年结算额达千亿、净负债率控制在100%以内
- ◆ 管理：钱、人双管齐下提升效率助力规模增长

【09】奥园集团：销售业绩增长100%，盈利能力略有下降

概要 奥园集团全年销售额同比增长100%，盈利能力略有下降，债务结构有待优化。

- ◆ 销售：大湾区业绩出色，2019年业绩预期增速放缓
- ◆ 投资：总土储略显不足，旧改项目有助于补充土储
- ◆ 财务：运营成本较高，利润率下降，债务结构有待优化

【10】中国金茂：成功进军千亿，城市运营已进入规模复制

概要 业绩同比增长85%，财务状况表现良好，城市运营已进入规模复制期并成功为企业提供土储资源，但金茂在产品结构、城市深耕方面仍需关注。

- ◆ 销售：业绩首破千亿
- ◆ 投资：土储可支持企业完成2000亿目标
- ◆ 城市运营：将为企业带来更多土储资源
- ◆ 财务：依然维持高盈利水平
- ◆ 持有物业：营收稳定但规模有待扩大

年报点评

【11】龙光地产：盈利能力行业领先，大湾区发展潜力突显

概要 规模与利润并进，实现有质量的增长，大湾区土地储备价值突显，增长潜力巨大。

- ◆ 销售：业绩增长65.4%，2019年目标实现权益合约销售850亿元
- ◆ 投资：持续深耕大湾区，协同发展环沪一小时生活圈
- ◆ 财务：盈利能力行业领先，财务持续表现稳健
- ◆ 战略：聚焦粤港澳大湾区，巩固市场领导地位

【12】中海地产：利润王多元维新谋突围

概要 2018年销售规模增速达五年最高，但仍低于百强平均水平；财务指标表现优异，但杠杆利用有待提高。

- ◆ 销售：增速达5年最高，但仍低于百强平均水平
- ◆ 投资：连年扩大合作力度，19年计划拿地1350亿
- ◆ 财务：各指标领先行业，杠杆利用有待提高
- ◆ 多元化：布局三大产业群，多元业务反哺主业

【13】雅居乐：地产销售目标增速放缓，多元化业务加速

概要 19年地产销售目标增速放缓，盈利能力卓越，多元化业务已有成效且仍有增长空间，但需调整永续债规模。

- ◆ 销售：业绩1026.7亿不及预期
- ◆ 投资：据守湾区同时加大外拓
- ◆ 财务：毛利率处于行业领先水准，负债结构改善
- ◆ 战略：多元业务小有成效，但不及预期



【14】中骏集团：城市扩张规模大增，长租力争明年5万间

概要 销售规模大增突破500亿，未来城市深耕也要加强；主要财务指标持续改善，净负债率下降11个点。

- ◆ 销售：规模大幅增长54%，2019年目标700亿
- ◆ 投资：持续加大拿地新进10城，重点布局西南区域
- ◆ 财务：主要财务指标持续改善，净负债率下降11个点
- ◆ 多元化：业务协同发展，方隅计划五年10万间

【15】招商蛇口：巩固现有优势，多产业业务转型初见成效

概要 盈利能力、融资成本、土地资源优势明显；长期负债比重持续下降，需关注融资方式。

- ◆ 销售：2019年目标2000亿元，预期规模适度增长
- ◆ 投资：拿地销售比降低，土地投资节奏放缓
- ◆ 财务：盈利能力行业领先，财务稳健杠杆降低
- ◆ 战略：新业态多点开花，齐头并进

【16】弘阳地产：业绩增长强劲，地产商业双轮驱动助力全国化布局

概要 销售业绩增幅明显，初步形成“做透大江苏、深耕长三角、布局都市圈”全国化布局战略，营业收入也实现大幅增长。但在项目权益比例调整、行政费用管控、债务结构优化3方面还有进一步提升空间。

- ◆ 销售：行业排名提升至58位
- ◆ 投资：全国化布局战略已初步形成
- ◆ 财务：盈利、风险管控有优化空间
- ◆ 商业：物业投资及经营收入稳步增长

年报点评

【17】远洋集团：千亿之后提振财务水平是关键

概要 2018年全年远洋集团销售破千亿，同比上涨55.2%，但排名仍在30名附近。虽然销售规模增长，但其在营收规模、盈利水平方面却出现“双降”。净负债率上升，债务水平增高，财务风险仍需关注。

- ◆ 销售：实现业绩1095.1亿，需关注行业排名
- ◆ 投资：环渤海区域土储占比较高
- ◆ 财务：营收和利润皆下降，负债规模需关注
- ◆ 战略：聚焦主营业务，加速商业地产轻资产化

【18】融信中国：净负债率下降54个百分点，今年降至80%

概要 合约销售大涨76%，但个别城市依赖度较高；降杠杆效果明显；利润率有待进一步提高。

- ◆ 销售：规模大幅增长76%，2019年目标1400亿相对保守
- ◆ 投资：合作力度加大，深耕一二线
- ◆ 财务：净负债下降54个点，盈利能力有待提升

【19】景瑞控股：保持高效益增长将成其未来发展重点

概要 销售金额突破250亿元，依然聚焦长三角核心一二线城市。但土地成本高企、融资利率较高等问题压缩利润率，多元化业务布局还未见明显收益。

- ◆ 业绩：18年突破250亿，杭州、宁波等城市持续发力
- ◆ 投资：拿地规模维持较高水平，新增土地成本有所上升
- ◆ 财务：盈利能力上升但仍处行业低位



【20】绿城中国：代建引领业绩增长，盈利能力有待加强

概要 销售排名连续两年大幅下滑，代建是推动业绩的主力，盈利能力有待加强。

- ◆ 销售：增长乏力，代建是主要增长点
- ◆ 投资：拿地成本较高，合作拿地大幅增加
- ◆ 财务：融资能力较强，盈利能力有待提高

【21】富力地产：销售规模重回20强

概要 2018年富力地产销售增速较高，同比增长达60%。富力提出19年实现1600亿，同比增长22%的销售目标。酒店业务营业额增加但盈利亏损，净负债率高企，债务压力较大。

- ◆ 业绩：重回行业20强
- ◆ 投资：拿地速度有所放缓
- ◆ 盈利：需关注财务费用
- ◆ 资本运营：净负债率攀升

【22】碧桂园服务：外拓加速，规模与收入增长前景可期

概要 庞大的合约项目储备管理规模和增长趋势行业领先地位，收入增长前景可期。

- ◆ 业绩：合同管理面积大幅增加53.3%，规模迅速扩张
- ◆ 财务：三大业务收入齐增，毛利率增至37.7%
- ◆ 战略：试水三供一业改革，发力城市服务元年

年报点评

【23】中国恒大：不止是地产“利润王” 还要做全球新能源汽车龙头

概要 “都挺好”恒大稳坐“利润王”，多元产业将成业绩新“引擎”。

- ◆ 稳坐“利润王”，各项核心指标位居行业首位
- ◆ 恒大高质量发展背后的原因
- ◆ 多元产业齐头并进，新能源汽车成最强引擎

【24】万科：土地投资审慎、多业务板块收敛聚焦

概要 业绩增速放缓、土地投资审慎；强调回款、稳字当头；收敛聚焦，巩固提升基本盘。

- ◆ 业绩：销售金额6069.5亿元，2018年规模增速大幅下降
- ◆ 投资：新增权益金额同比下降38%，积极拓展合作开发
- ◆ 财务：盈利能力稳步提升，净负债率始终保持行业低位
- ◆ 多元化：收敛聚焦，巩固提升基本盘

【25】龙湖集团：新拓11城、对未来谨慎乐观

概要 销售增长稳定，2019年销售目标2200亿元；财务结构健康，多元化业务稳步发展。

- ◆ 销售：增长稳定，2019年目标2200亿元
- ◆ 投资：新拓11城，全国布局版图进一步扩大
- ◆ 财务：融资成本保持行业低水平仅为4.55%
- ◆ 多元化：冠寓预计2020年实现盈利



【26】正荣地产：规模大增，净负债率大幅改善

概要 合作推动规模迈入千亿；增权益是未来重点工作；净利率以及负债结构有待优化。

- ◆ 销售：合作促增长，2019年目标1300亿
- ◆ 投资：首进大湾区，未来要提升权益比例
- ◆ 财务：净利率落后于行业平均，债务结构有待优化

【27】佳兆业：抢先布局粤港澳大湾区旧改，利好规模增长

概要 佳兆业销售规模扩张迅速，2019年将有1580亿货值入市，土储充裕，但企业在提升盈利水平、降低财务杠杆、提升三费管控效率方面仍需要改进。

- ◆ 销售：业绩同比上升56.7%
- ◆ 投资：继续聚焦大湾区及湾区外延城市
- ◆ 盈利：公司需提升净利率水平和三费管控率
- ◆ 财务：短期内基本无偿债压力
- ◆ 物业：佳兆业物业成功分拆上市
- ◆ 战略：多元化业务营收占比较低

【28】华润置地：逆周期拿地大增84.9%，租金收入持续增长

概要 开发物业与投资物并驾齐驱，双双超额完成目标，2019年持续向城市综合投资开发商转型。

- ◆ 销售：超额完成1830亿销售目标，业绩分布更趋均衡
- ◆ 投资：逆向拿地增幅84.9%总土储覆盖全球70个城市
- ◆ 财务：稳健财务结构下盈利指标全面提升，汇兑风险需谨慎关注
- ◆ 商业：超额完成100亿收入目标，商业蓝图持续推进

【29】世茂房地产：换了双翼的旭辉？

概要 合作推动规模增长、权益比例持续下降、滞后重仓三四线、财务优势突出都透露着旭辉的影子；不同的是，旭辉着重发展长租与物业，而世茂在多元化上则偏重比较成熟的商业和酒店运营。

- ◆ 销售：同比增长74.8%，三年掉队之后再次勃发
- ◆ 投资：三四线拿地远超过去四年，布局调整略显滞后
- ◆ 财务：负债结构健康，净负债率连续7年保持60%以下
- ◆ 多元化：酒店、物业未来三年计划分拆上市

【30】合景泰富：增长还需有质量，经营性物业步入成熟期

概要 销售规模大幅增长72.2%，完成全年销售目标，营收略有下降，但经营性物业步入成熟期。

- ◆ 业绩：销售大幅增长72.2%，完成全年销售目标
- ◆ 投资：深耕粤港澳大湾区及长三角区域，收并购为主要方式
- ◆ 财务：债务结构有所优化，负债率维持行业低位
- ◆ 战略：完成更多业态板块协同并进

查阅更多全版2018年房企年报点评，请关注克而瑞地产研究公众账号“CRICYJZX”，回复关键词“2018年房企年报点评”

NO1 粤港澳大湾区规划落地对粤西五城房地产市场影响实证研究

粤港澳大湾区是继一带一路、京津冀协同发展和长江经济带之后，又一个国家级发展战略，有望成为中国新的经济增长极。哪些城市将显著受益？房地产市场又将如何演变？在理想主义的喧嚣过后，我们深入到肇庆、江门、珠海、中山、佛山等五个城市、深入市场一线调研，结合近年来湾区粤9城房地产市场变化和特征，重新审视大湾区规划将会对当地房地产市场究竟会带来什么改变？会有多大程度的变化？城市梯度发展将会如何演变？

NO2 长三角一体化面临的机遇与挑战

2018年末召开的进博会上，中央宣布长三角一体化将被上升为国家战略。在2019年两会的政府工作报告中，再一次提及要继续推进长三角一体化发展战略。相比京津冀、粤港澳而言，长三角一体化覆盖行政面积更广，整体经济体量更大，并已经形成了上海、杭州、苏南、南京、合肥、宁波等多个经济增长点，发展优势十分明显；但同样的，长三角一体化也面临着众多挑战，如中心城市重点产业发展趋同，苏北居民收入偏低、安徽人口仍在持续流出等等。为此，本文将分别从区域发展的均衡性、连通性及人口流动等发展现状出发，分析长三角一体化发展中的长板和短板，并由此分析各城市的发展机遇和挑战。

NO3 长三角一体化发展对城市群三四线楼市利弊研究

继去年进博会上首次提出，到今年“两会”报告中，长三角一体化发展将上升为国家战略，被一再提及，这也将是中国第五个国家战略规划，比照已经出台的京津冀协同发展、粤港澳大湾区之后在扶持政策、破除体制壁垒、促进产业、人才等资源要素在各城市间流动的举措、医保养老等生活配套设施建设等方面，长三角一体化发展将对上海、杭州、南京等核心城市周边的三四线城市而言，一体化建设对各城市中长期楼市究竟有哪些利或弊？

NO4 / 一二线城市房地价差分布研究

2017-2018年一二线房地产市场热度下降，流拍地块数量持续攀升，房价、地价增速双双放缓，各城市房地比的空间格局出现了新的变化。为此，本文将以区为单位，对于重点二线城市2017-2018年成交土地均价和商品房均价差进行研究，看看哪些区域仍有较大获利空间，以及房价地价差较大和较小区域在区位、配套方面的异同。

NO5 / 重点二线城市住房供应区域分布、产品档次研判

2016年来二线城市加快供地节奏，不完全统计产生了250宗地王，占比超7成，且整体地价大幅攀升，而需求端，2018年行业销售规模创新高，但各线城市市场持续分化，高价低项目更面临更大的去化压力。为更好地预判重点二线城市未来市场前景，首先要厘清这些城市未来商品住房潜在供应规模，具体落实到各区域市场、各区间价格段等结构性因素，重点分析典型城市结构性供应情况，进而对房企投资布局和市场前景预判提供参考。

NO6 / 租赁住房试点城市薪资与租金水平研究

随着住房租赁试点的快速推进，与之相关的租户支付能力及市场租金价格也更为业内所关注。本文将通过分析典型城市重点就业商圈（区域）的平均工资水平，结合租金分布情况测算各商圈员工可负担承租范围/承租房型/承租面积等情况，从而分析各城市热点商圈从业者的租金支付能力和选择范围差异。

NO7 / 2019年重点城市土地供应动向研究

三四线市场的长期走弱已成为越来越多房企的共识，多数房企重回一二线拿地。随着新一轮城市规划及供地计划的公布，2019年一二线城市在供给侧的调整动向也逐步展露出来。本文将典型一二线城市作为样本，对城市的土地供应结构及今后的供应趋势进行研究。

NO8 / 多指标看二线城市投资策略

在一线无地可拍、三四线市场衰退风险加大的背景下，越来越多的企业把目光集中在已经调整多时的二线城市上，抄底二线、重回二线成为多数房企的战略意向。如何在二线城市进行投资？可以从多个维度来分析，第一，房价地价比，第二，土地去化周期，第三，TOP5爆量，第五房价同比增速，第六，住宅去化周期等。

NO9 / 2018年上市房企总土储大盘点

通过上市房企年报数据，盘点企业总土储情况。从货值表现、去化周期、拿地态度、投资策略、热门城市等角度切入。

No10 热度衰退，还有哪些三四线值得房企布局？

三四线热度衰退是不争事实，但并非所有三四线市场都差。把三四线城市分为环核心城市周边、自住型、投资性三四线，通过宏观经济、人口、以及调研数据进行梳理。

No11 年报专题——2018年房企存货研究

18年楼市可以用“冰火两重天”来形容，上半年虽然调控政策层面持续“高压”，但销售惯性维持，可步入下半年情况急转直下，市场下调。于是，房企在推货节奏和营销力度上均开始加大，那么在被动的市场和主动的营销策略下，房企目前的存货压力到底如何？于是，我们将挑选百余家典型房企为研究样本，以多项指标数据——“存货总额、已竣工存货、营业成本、总土地储备建面、新增土地建面”等为研究基础，分析存货规模较为合理、存货周转效率较好、去化能力较强的典型企业，同时也给指标相对不如人意的企业一些提醒。

No12 房企三四线城市布局差异研究

随着宏观经济结构的调整，各城市间分化加剧，为房企的布局策略带来了压力。一线和重点二线城市土地竞争激烈；三四线城市的分化情况更为严重，意味着风险和机遇并存。本专题通过总结不同三四线城市市场在发展阶段、客群、城市类型、政策等方面的特征，哪类三四线城市更有机会。同时，分析和总结不同类型的主要深耕三四线城市的房地产企业，并通过比较2017和2018年的拿地情况，研究房企的三四线城市选择偏好是否改变。

NO13 典型房企合作扩张模式与效果解读

随着行业集中度的不断提升，房企竞争压力越来越大，合纵连横是大多数企业的选择，很多以往独立运作的企业也慢慢加入合作的阵营中，比如华夏幸福等。在合作方式上，企业也是花样百出，有项目层面的合作，有企业层面的战略合作；有横向项目拓展与开发层面的合作，也有贯通上下游产业链的合作，如旭辉等。企业合作有哪些模式？效果如何？

NO14 房企更名潮背后的战略变化

2018年以来，时代、龙湖、中骏、保利等10多家企业宣布更名，在这场房企扎堆更名“去地产业化”的浪潮中，究竟是房企们的产业升级？还是与地产业务的渐行渐远呢？更名房企新的战略方向是哪些？

2019 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





研究札記

 易居企业集团

联系地址：上海市静安区广中路788号秋实楼9楼

联系电话：021-60867863

传真号码：021-60867392

E-mail: research2@cric.com