

# 研究札記

把脉、洞察  
借鉴、提升

第18期  
2016.6

CRIC 研究中心

## 关于CRIC研究中心

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

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



此处为折裁  
封面的  
剪线

研究札记

第18期

## 因城施策 又一次不敌供求规律



房企不要一味追求获取地王的“一时成功”，只有笑到最后才能笑得最好！”

二三月份两会前后，地方层面出现了新一轮调控潮，其中多数省市为宽松性政策，如沈阳、宁波加强公积金贷款支持力度，南昌、成都响应国家号召降契税，海口、宁波加强货币化安置等，也有少部分城市政策收紧，如上海、深圳的限购升级。

考虑到企业推盘节奏，政策成效一般会在两到三个月的时间内显现出来，因此站在6月末这个时点上，反过来看这些政策的实施效果：宽松性政策成效显著；限制性政策的收效差异较大；房价都在持续上涨；出台限制性政策后，土地市场依旧火爆。

从深层次来讲，政策是市场景气变化的外在诱因，重点还是要看本身的供求状况。光有政策而没有供求在量上的配合，政策效果也会大打折扣，特别是供应影响特别明显。

而目前，就政策角度来说，政府能做的基本都做到位了，接下来要在去库存、控房价上进一步取得效果，关键还是在于调节供应。不管是调整新房上市量，还是调整土地的供应节奏和结构，都应当是目前重中之重！

丁祖昱

易居（中国）控股有限公司 执行总裁  
克而瑞信息集团 董事长

## 目录



本期关注

P41

# 十大热点剖析与预判

火热景象中又看到了2009年、2013年的影子，无数次市场都经历了“市场热-政策出-土地热-市场冷”的周期轮回。

07/ 微言堂

大佬看市  
地产热评

25/ 行业聚焦

中国楼市库存分布全解析  
标杆房企差异化城市投资策略解读

41/ 特别关注

地王风起云涌，市场却将迎来转折

2016年上半年房地产市场十大热点剖析与预判

延伸阅读：

高烧不退的合肥楼市，究竟养肥了哪些房企

地王从成功解套到卖出高价 的七大招数

103/ 企业纵深

超2万亿重压下，房企偿债能力调查  
标杆房企存货调查：规模、变现及去化压力

125/ 营销走势

房地产营销6大趋势解读  
绿地VR+产品定制战略大曝光  
看万达、富力如何用“网红+直播”来卖房

155/ 前沿观察

万达、世茂大手笔 做主题公园前，迪士尼有话说  
从国内外案例 看如何用PPP激活城市更新  
金融大鳄玩转地产：光大安石打造大资管平台  
最近很火的资产证券化，对于房地产有什么用

197/ 更多

研究专题卡  
研究预告  
关于我们

## 编委会

Editorial Board

2016年第二期

总第十八期

出品单位：克而瑞研究中心

总 编：丁祖昱 张 燕

主 编：孟 音 林 波

责任编辑：崔 琳

编 辑：罗 雯 李吉春

撰 稿：杨科伟 朱一鸣 房 玲 沈晓玲

马千里 蔡建林 傅一辰 柳启慧

杨晶晶 谢杨春 陶 媛 尹 鹏

俞倩倩 陈桢颖 孙 月 李姝婧

王晓晨 柏品慧

设计总监：何 玮

媒体支持：新浪乐居 中房网 地产人网

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

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

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

联系电话：021-60867824 021-60867863



扫一扫加入研究微信帮，  
你也是房地产行业的百事通！

### 版权声明

本刊物内容为克而瑞（中国）信息集团所有，未经许可，不得转载！

### 免责声明

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



微言堂

## 聚焦楼市下半场

### 丁祖昱：房地产接下来的关键在于调节供应

今年3月份两会前后，地方层面出现了新一轮调控潮，多数省市为宽松性政策，也有少部分城市政策收紧，如上海、深圳的限购升级。从效果上看，宽松性政策成效显著，限制性政策的收效差异较大。目前政府能做的基本都做到位了，接下来要在去库存、控房价上进一步取得效果，关键还是在于调节供应。不管是调整新房上市量，还是调整土地的供应节奏和结构，都应当是目前重中之重！

——易居（中国）控股有限公司执行总裁、克而瑞信息集团董事长 丁祖昱

### 刘爱明：楼市下半场才是真正的黄金时代

我一直不赞成黄金时代和白银时代的说法，我认为下半场才是真正的黄金时代——上半场是傻子时代。没有一个生意是这样的，永远供不应求，楼一出来就抢，下半场才是真正的黄金时代。现在做制造业赚不了多少钱，很多东西想卖也卖不掉，而持有经营做好了一样能赚钱，甚至比卖更赚钱。

——中城新产业控股（深圳）有限公司董事长 刘爱明

### 巴曙松：中国经济将随房地产投资在今年底明年初触底

房地产市场的需求已经从刚需型转为改善型，房价的持续上升会对居民购买力形成不利影响。房地产对经济有着巨大的影响，虽然今年整体销售出现好转，但库存水平依然在持续上升，预计房价仍将维持波动走势。鉴于房地产市场庞大的销售量，中国整体经济触底时机基本上取决于房地产投资何时触底，预计这一现象可能出现在今年年底或明年年初。

——北京大学汇丰商学院金融学教授、中国银行业协会首席经济学家 巴曙松

## 章俊：这一轮热潮已经透支了未来两三年的市场空间

房企扎堆在一二线城市争地，无疑为已经火热的一二线城市房地产市场再添一把火，由此致使的一大负面结果便是使三四线城市的去库存变得愈发难。当然，一二线城市因为存在着巨大的人口导入潜力，将来未必会出现如今天三四线城市这样高库存难以消化的现象。但是房企们到底能不能赚钱？究竟能赚多少？这却很难说。这一轮房地产热潮已经透支了未来两三年的市场空间。

——摩根士丹利华鑫证券首席经济学家 章俊

## 刘元春：政府有所为，房价就不会无限制涨上去

近来房企频频高价竞拍一二线城市土地，一定程度上确实是对一二线城市的房地产市场抱有较高预期，另一大原因则是由于货币供应量的加大、信贷的宽松。现在一些一线城市地价已经接近“疯狂”，而一线城市也有很大的存量，这是萧条性的泡沫。政府有所为，房价就不会无限制涨上去。

——中国人民大学国家发展与战略研究院执行院长 刘元春

## 中金：二季度中国GDP增速预计降至6.6% 地产步入拐点

中国二季度实际GDP增速同比预计将降至6.6%。一季度经济一大亮点是房地产行业的复苏，国内房地产市场数据表现良好，地方政府财政收入也因房地产市场相关税收的增收而增多。但房地产行业在下半年开始步入拐点，因成交同比增速或下降，产业政策收紧，以及货币政策下半年超预期的宽松概率不大。

增强民间投资信心是投资回暖持续性的关键所在，只有市场化改革和协调的政策制定及执行才能重建民间投资的信心，增加民间投资份额，从而提高全社会投资效率。

——中金公司6月报告

## 房价拐点是否已经出现？

### 马光远：房地产总体走势及房价拐点已隐隐出现

从各个指标看，房地产的总体走势，以及房价的暂时拐点都在隐隐出现：首先是一线城市量价都出现疲态；其次，5月份70个大中城市房价数据也出现了阶段性的转折点；第三，前5个月房地产开发投资和销售的数据说明，开发和销售两旺的状况在趋缓；第四，土地市场降温已成必然态势；第五，特别重要的是，5月份金融数据明显收紧；第六，再次提醒市场，一定要重视权威人士关于“房地产泡沫”的警示。房地产政策进一步加码只是时间问题。

——经济学家 马光远

### 李稻葵：房地产库存已回正常水平，房价不会涨那么快了

今年一季度的经济指标出现了一轮反弹，但并不能认为经济已经筑底了。在固定资产投资方面，高投资的恢复恐怕还难以持续。房地产库存量从64个月迅速降到了52个月，已经处于一个比较低、比较正常的水平。很多二线城市和一线城市已经担心房价过快上涨，开始考虑出台限制性措施了。未来一年房地产的价格增幅不会像过去一年如此之快，交易量也会有一定的放缓。

——清华大学经济管理学院Freeman经济学讲席教授 李稻葵

### 赵国雄：内地全年房价波动会在10%左右

相比去年的高位，近日楼价已有所回落，开始靠稳，且预期短期内政府也不会有放宽楼市的政策出台。由于仍存在刚性需求，未来市场信心恢复后重新入市可令楼市成交回升，因此，全年楼价波动会在10%左右。

——长实地产执行董事 赵国雄

## 王石：北京上海房价不会降短期内泡沫不会破

目前中国房地产市场确实存在泡沫，而且泡沫不轻，但是短期内泡沫破裂不太可能，尤其是北京和上海等特大型城市的房价不会下降。中国市场非常大，需要分地区来分析，不能一概而论。从大多城市来看，房价收入比尚在可承受范围之内。类似教育、医疗、基础设施等主要集中在中心城市，这在中西部地区尤为明显，中西部省份50%经济资源都集中在省会城市，所以若在中西部地区投资房地产市场，省会城市可能是唯一选择。

——万科集团董事会主席 王石

## 王健林：房价至少还能涨10到15年，泡沫问题被放大

中国房价至少还能涨10年，甚至15年，房地产价格仍然会稳中有升。房价不是靠良好的愿望就能降下来的。近年来，中国楼市调控总是没有走出“房价越调越高”的怪圈，核心原因有三点：一是中国的城市化进程刚刚开始；二是土地成本的增加；三是预期起了主导作用。现在股市下行，经济又不是很好，缺乏吸引资金的渠道，受传统避险心理驱使，很多人会把钱投进楼市里。

——万达集团董事长 王健林

## 周政：过高的房价增速是不可持续的

一线城市的房价仍具有支撑基础，这首先源于这些城市的人才集聚性高；其次从供需角度看，这些城市的供应还是存在倒挂现象；第三，这些城市的需求还多了“投资需求”一项，充裕的流动资金选择到此投资。目前深圳、上海、北京等城市可以支撑起八万十万的房价，而长远看来，过高的房价增速是不可持续的，政府会通过调控来保持房价合理增长。

——中粮地产董事长 周政

## 房企拿地策略与发展方式

### 孙宏斌：热点城市房价没有泡沫，小心地拿价格对的地

我觉得房价跟股市一样，不可能每年都涨，它跳涨一下，或者再落，再跳涨。北京、上海目前的房价我觉得还没有泡沫，或者说我不认为是泡沫，地价一定有泡沫的。我们从来没有高价抢地，因为我看好的时候我认为它便宜，我认为它贵的时候我也不买，所以我们一直非常小心地在拿这些我们认为价格对的地。

——融创中国董事会主席 孙宏斌

### 许世坛：地王是热点一二线城市的最大风险

2014年是内地房地产市场环境最恶劣的时刻，最坏时刻已经过去，去库存的压力已减少，只待时间调整。2015、2016年是调整年，世房有信心在2017、2018年实现增长。对于今年频出地王的一二线城市，最大的风险就是地王。因此，在土地方面可能都要谨慎一点。

——世茂房地产副主席 许世坛

### 李明：中国房地产行业真正缺的是工匠精神

中国这个行业未来真正缺的不是投资，缺的也不是需求，不是中国经济发展，也不是人口，毫无疑问这些都没有问题。人口下降了，可以放开二胎，中国经济有增长不好的，也有增长好的。中国缺的是工匠精神，缺的是自己的专业技能。国家现在过剩的不是简简单单的库存过剩，而是开发能力的过剩，或者说传统开发能力的过剩。

——远洋集团总裁 李明

## 李从瑞：高价拿地与利润之间的平衡在于两方面

2016年房地产行业情况比想象的还要好。现在存在的问题更多在于上涨过快，即销售价格上涨过快，土地价格上涨过快。对于高价地与利润之间的平衡问题，中国金茂在过去每年已售房的平均价格基本排在行业前三，这主要得益于两个方面：一是选择优质的土地打造高端的产品，二是致力于为改善型客群提供目前国内要求的供给侧改革的产品。

——中国金茂首席执行官兼执行董事 李从瑞

## 陈淮：房地产企业是容易生存的，但要适应变化

房地产企业是容易生存的，因为房地产企业最大优势手里的资产几乎永远是优质资产，为什么房地产企业还会死？因为适者生存，房地产企业要适应市场的变化。大的要足够大，但是做大的过程，一夜之间银行所有环节收你的信贷，你必死无疑，而且死会很难看。小的足够小，就在一个城市深耕细作，或者一个大的项目上反复运作，这样也很有价值。

——经济学家、社科院城乡建设经济系主任 陈淮

## 李铁：城市发展方式和地产商均面临转型

房地产在地方政府财政收入中占比往往超过60%，过去地方政府更愿意将精力放在房地产城市建设上，不过现在三四线城市甚至包括二线城市普遍出现住房积压现象。针对这些现象，一是要解决政府转型问题，促进城市发展，实现以人为本的城市化；二是解决房地产商转型问题，如宏观上解决房地产投向、适应互联网发展等。

——国家发改委城市和小城镇中心主任 李铁

## 创新、创新、创新！

### 周忻：开发商需要不断创新产品、突破品质

房地产分三个十年。第一个十年是忧房，第二个十年是有房，第三个十年是优房。现在进入了第三个十年。开发商需要不断创新它的产品，需要增加附加值，让下一个产品比这个产品更好，开发商需要寻找突破。在面粉比面包还要高的时代，地价高了，开发商的空间就少了。开发商要达到好的利润空间，必须要在品质上做突破，做更好的概念叠加、卖点叠加和运营叠加。

——易居（中国）控股有限公司董事局主席 周忻

### 倪建达：做房地产加上金融的力量可以爆发

不要用重资产的模式做房地产。这就牵涉到转型过程当中需要不需要和金融结合，需要不需要让原先很重的资产，变得身段非常灵活。地产人这么多年在这个行业里耕耘，力量已经积聚很长时间了，我认为加上金融这个力量可以爆发！今年房地产老板拿到地纠结，拿不到也纠结，为什么不来做金融？要让自己纠结下去吗？要让自己增加幸福感。

——钜派投资集团联席董事长兼CEO 倪建达

### 卫哲：现在做房地产不仅要好用，还要好玩

做金融和做房地产有一个最大的不一样——房地产在英语当中又叫不动产，金融的本质就是要动，金融如果是不动就完蛋了。以前房产解决刚需的时候首先要好用，商场也好用，办公也好用，但是今天90后、85后给我们的教育是“好玩”比“好用”重要，当年腾讯的QQ和MSN，使用起来MSN好用，但是不好玩，QQ好玩，淘宝和Ebay比，淘宝好玩。

——嘉御基金创始合伙人兼董事长 卫哲

## 毛大庆：共享经济核心的核心是链接的能力

无论是优步、易到用车、飞机上的互联网、租房子，根本不足为奇，恐怕仅仅是刚开始摇来摇去的电话机，仅仅是那个时代，非常值得畅想人类由于技术革命而带来新的链接，才刚刚看见门缝里那一点点光彩，更多的精彩还在后面。最伟大的链接和未来的分享是知识跟智慧的分享，是人的分享，而不是汽车，也不是房子。

——优客工场创始人 毛大庆

## 吴亚军：物业公司必须要通过变革来降低成本

我不认为物业公司现有的模式未来会是一个非常赚钱的模式，我觉得它的问题还是蛮多的。按照物业公司目前的模式，人工成本占到了75%，并且每年的人工都在上涨，但物业费的收入却具有非常大的刚性，很多项目7、8年物业费都涨不了一成。物业公司按照既定的模式往前扩张是危险的，物业公司必须要通过变革来实现成本的降低。

——龙湖集团董事会主席 吴亚军

## 许华芳：“购租并举”可化解房地产金融风险

从长远来看，“购租并举”新政将适应和推进新型城镇化，满足新市民的巨大住房需求，让新市民在就业的城镇安居乐业。其次，将有效推进房地产去库存，使房地产行业轻装前行，促使房地产市场稳定发展，并为经济增长提供强大动力。此外，把过多的商品房库存转化为可供应的租赁房，及时消化掉这部分库存，可化解其中的金融风险。

——宝龙地产总裁 许华芳

#### 5月50城房价同比上涨，一线城市涨幅首现双收窄

【事件】6月18日，国家统计局数据显示，5月新建商品住宅价格与上月相比，70个大中城市中，价格下降的城市有4个，上涨的城市有60个，持平的城市有6个。

【CRIC点评】5月热门一、二线城市房价上涨过于迅速，远超普通居民现有购买力水平，或多或少存在提前透支的迹象，房价虚高、泡沫风险不容忽视。而且，房价涨幅居前的城市已逼近价格上限，预计热门城市房价增长的拐点将至，涨幅将逐渐趋于平稳。

#### 成交量维持高位，热点城市成交连续下滑

【事件】CRIC数据显示，前5月重点城市商品住宅共成交17359万平方米，同比大涨43%。各线城市成交均同比上升。值得注意的是深圳受新政影响较为严重，前5月成交同比下降11%。

【CRIC点评】从月度来看，多数城市在3月份成交创新高之下，已经开始逐步回落，尤其是出台新政的上海、深圳以及重点城市。而热点城市出台收紧政策、前期需求透支、部分城市供应不足是导致成交高位调整的主因。

#### 开局首季问大事，“权威人士”刊文定调楼市

【事件】5月初，近期人民日报发表《开局首季问大事》，刊登了匿名“权威人士”对当前经济形势五大问题的分析评述。“权威人士”有关房地产的观点，一针见血地指出了当前市场的问题、地方政府“去库存”政策的悖反。

【CRIC点评】具体来看，有三大观点值得我们关注。其一，去杠杆。不仅提出要在信贷层面去杠杆，也要在政策层面去杠杆。其二，长痛不如短痛。即便历史负担较大，也得迈开步子。其三，稳预期。一方面要稳定大政方针不动摇，另一方面要避免不适度，政策要既不过头，也防不及。

**Policy 政策****财政部发文完善营改增试点政策**

**【事件】**6月22日，财政部、国家税务总局发布通知，房地产开发企业中的一般纳税人，出租自行开发的房地产老项目，可以选择适用简易计税方法，按照5%的征收率计算应纳税额。

**【CRIC点评】**本次下调响应国务院要求加快培育和发展住房租赁市场。不过，冀望通过发展住房租赁市场去库存效果存疑，一方面住房需求分布与可租赁房源供应分布严重错位，三四线城市人口持续净流出，租赁需求持续萎靡；另一方面不足2%的投资收益率难以激发房企积极参与的热情。

**成都发布“51条”楼市新政**

**【事件】**6月21日，成都市政府发布楼市新政“51条”，目标仍是“去库存”，核心原则是“管控增量、消化存量、提升质量、因地施策”，这是综合近期房地产市场各类政策的集大成“新政”。

**【CRIC点评】**整体来看，成都的这次“51条”新政可谓大而全，对供应、需求、价格、企业成本、区域结构、产品结构各方面都给出了调整意见。但从具体条例来看，大多数政策仍在市场意料之内，且“分区施策”去库存，实际执行有技术性阻力。

**农地入市需征20%-50%调节金**

**【事件】**6月初，财政部、国土资源部联合印发《农村集体经营性建设用地土地增值收益调节金征收使用管理暂行办法》，对农村集体经营性建设用地土地增值收益管理做出规范，农地入市或再转让需按土地增值收益的20%-50%征收调节金。

**【CRIC点评】**上缴地方国库的调节金，作为政府的收益，无疑将填补公共设施的投入。而现金留足集体成员公平分配也将维护和保障农民权益，这也与鼓励农民进城购房“去库存”的政策一脉相承。

## 央企都不来了，上海还是拍出了新地王

**【事件】**6月17日上海公开出让位于嘉定的两宗纯住宅用地，先有新城+中垠+市北联合体以溢价率201.30%竞得徐行地块，而后建发地产又以总价41.98亿斩获新城地块，成为嘉定新地王。

**【CRIC点评】**对于地王频出的一线城市，房企对于地价的承受力在逐步提升，大型房企拼资金，中小房企抱团取暖，本着“再不拿地就晚了”的心态，地价也被“哄抬”得越来越高，南汇周浦一地块近期成交楼板价也成功突破了40000元/平米。从根源处加大土地供应才应是标本兼治之策。

## 合肥再掀土拍“高潮”，12宗地收金96亿

**【事件】**5月30日，合肥掀土拍“高潮”，建发两度以溢价率超340%竞得土地。6月29日，合肥市国土资源局再次集中拍卖23幅地，总出让面积2172.9亩地，参考总价高达69.3亿。

**【CRIC点评】**22个热点一二线城市已拍出超过一百余宗高价地块，土拍市场毫无疑问成为当下热门话题。除了融资带动了企业资金增长之外，多数房企销售大幅增长，部分房企采用了降价等促销手段大力去库存，加强销售回款，有的房企投资力度相对较小，最终也促使房企持有的现金量增幅更为明显，进而成就了一个个的地王。

## 土拍溢价率持续飙升，成交规模迎来年内高点

**【事件】**5月，全国经营性土地成交建筑面积为2733万平方米，环比上涨12%；成交金额1686亿元，环比大涨52%，平均溢价率连续第三个月创下历史新高，达到78.22%。

**【CRIC点评】**二季度以来，各线城市土地市场分化愈发显著，苏州、南京、合肥等个别城市的土拍市场更是吸引了业内外高度关注，但热点城市数量毕竟有限，地王的击鼓传花也终有停下的一天。企业不仅需要热点二线城市保持冷静克制，也应当在三四线城市寻找更多机会。

## City 城市

## 深圳廉租房与公租房并轨

**【事件】**6月23日，深圳公租房和廉租房并轨将于7月1日起实行，公租房和廉租房并轨后，仍将坚持“以货币补贴为主、实物配租为辅”的政策导向，也将维持其现有保障待遇不降低。

**【CRIC点评】**将廉租房与公租房并轨，不再建廉租房本质上是针对租赁保障房的一种创新的运行管理模式，完善了租赁保障市场体系。从深圳此次并轨来看，其亮点是依然强调以货币补贴为主、实物配租为辅的思路，在维护和保障夹心层以及困难家庭住房问题的同时，提供了更多的选择。

## 上海将搭建房产交易资金监管平台

**【事件】**6月12日消息，针对购房者遭遇中介卷款潜逃、房东将房屋多次抵押等问题，上海市将出台相应的管理办法，即搭建房地产交易资金监管平台，目前这一监管平台已经在上海松江区进行试点。

**【CRIC点评】**搭建交易资金监管平台与此前上海强调加强中介市场监管一脉相承。其目的方面是有效保护购房者权益，防止卖房随意跳价等行为，此前上海就有过二手房卖主一天跳价百万情况发生；另一方面，过去对于资金监管的不透明、不公开，滋生不少中介挪用资金等问题，构建房产交易资金监管平台能约束市场，更加规范中介行为。

## 杭州主城区全面实施不动产统一登记

**【事件】**从5月30日起，杭州主城区房屋交易与登记正式分开，房屋登记统一整合到不动产登记机构，房屋交易管理则继续由杭州市住房保障局负责。

**【CRIC点评】**目前，实施不动产登记的城市明显增多，北京、广州、深圳等多市已经启动，预计不动产登记将在全国范围内全面铺开。不过，如果将不动产登记与房产税挂钩恐将言过其实。短期内，房产税没有出台的可能性。

## 典型房企销售额同比增83%，万科恒大均销售破1000亿

【事件】数据显示，1-5月39家典型房企累计销售10101.61亿，同比上升72%。截止到6月8日碧桂园也公布其销售业绩已超过1000亿元，2016年虽未过半，千亿房企已有三家：万科、恒大、碧桂园。

【CRIC点评】随着限制性政策的推出，房企业绩的环比增速出现了一定的放缓甚至下滑。与此同时，企业业绩及目标完成率开始分化，随着三四线城市去库存的持续以及热点一二线城市调控政策的降临，“聪明”的企业总能更聪明的应对市场与大环境，但是有的企业可能就不那么乐观了。

## 房企纷纷迁总部至上海

【事件】6月12日，东原地产正式将总部搬迁至上海。2009年起，新城、阳光城、旭辉、宝龙等纷纷将总部迁至上海，2016年，福建房企正荣和温州房企中梁也选择了上海。

【CRIC点评】总部在房企布局中占据了最重要的地位，是房企进行转型、扩张、创新等战略变化的的基地和后盾。总部的选址是将自身特点与城市特点进行匹配后的双向选择。城市自有的优势和资源能带动企业更快成长，但更好的产品才能让企业在城市中立足。

## 信达掷350亿抢地为金融护航

【事件】5月27日之后的一周内，信达地产连下杭州、上海两大地王。自去年下半年以来，信达地产先后在合肥滨湖区、上海新江湾城、深圳坪山、杭州钱江新城、杭州滨江奥体、上海宝山顾村六幅地块的围抢战中高价胜出，总耗资高达352亿元。

【CRIC点评】信达地产优化布局、改变了产品结构和定位，中国信达也加大了对信达地产业务的资金支持。信达地产如此“疯狂”夺地王，无论最后能否赚到钱，已经完成了母公司中国信达的资产配置需要，某种程度上这比单纯盈利更为重要。因此，信达最终只是满足主业资产配置需求的工具，始终还是为金融主业护航而生的。

## 蓝光拟组建嘉兴安蓝一号投资合伙企业

**【事件】**6月16日，蓝光与深圳鑫橙投资公司设立了合资公司嘉兴安蓝股权投资基金管理有限公司。

**【CRIC点评】**嘉兴安蓝一号投资合伙企业由2个以上50个以下的合伙人组成，总认缴出资为10.01亿。项目投资收入、投资运营收入、其他现金收入会在每季度结束后10个工作日内，在支付当期管理费、托管费和合伙企业运营费用后，全部配发给有限合伙人。筹资目的为支持公司并购、拿地及项目开发，但具体流入标的暂未公布。

## 万达私有化要约定价

**【事件】**5月30日，大连万达商业地产股份有限公司公告宣布，其将于联合要约人以每股H股52.8港元的价格全面回购已发行的H股，较IPO定价48港元上浮10%，总代价约344.55亿港元。

**【CRIC点评】**本次最终私有化定价比最初万达宣布将进行私有化时多了31亿，如最终成功登陆A股，可以说还是划算的。A股上市房企相对海外市场不仅有着明显的估值优势。目前来看，海外企业回归A股是一个大势所趋的事情。

## 保利地产闪电参股粤港证券

**【事件】**5月24日，保利地产宣布因重大事项未公告停牌，并于晚间公告宣布，子公司保利物业与广东粤财投资等6家发起人共同协议，拟以现金认购股份方式共同发起设立粤港证券。其中，保利物业拟出资3.5亿元认购3.5亿股，占粤港证券10%股权。

**【CRIC点评】**但从战略角度深入分析，保利地产此笔投资绝不仅仅是为了增加收益。除了保利地产外，共同参与发起粤港证券的包括粤财投资、深圳鸿景投资和三家香港券商。其中，广东国资委旗下粤财投资为大股东，地方国资委在该笔投资中起到主导作用，其在保利系整合中的立场也引人遐想。

Merge 并购

## 恒大全面要约收购嘉凯城

【事件】6月19日，嘉凯城集团股份有限公司宣布，恒大地产集团有限公司因受让嘉凯城原国有股东52.78%股权成为嘉凯城控股股东而触发恒大地产对嘉凯城其余股东的全面要约收购，要约对价为4.21元/股。

【CRIC点评】若全面要约导致全额公众持股比例低，则嘉凯城面临退市风险。不过吗，从资本市场对恒大的看法来看，作为销售情况出色房企龙头，未来股价前景值得看好，选择接受收购邀约的比例不会过高。

## 复星国际旗下Ironshore收购美保险公司

【事件】4月11日，复星国际旗下子公司Ironshore收购美国私人保险公司Lexon。4月10日，拟以以色列新谢克尔2.9亿元收购顶级死海矿物护肤品牌AHAVA公司100%股权。4月8日，3亿英镑收购伦敦金融城东侧大型商业项目。

【CRIC点评】近两年复星国际已从房地产开发企业完全转型为投资控股企业。从复星的海外战略来看，主要为先收购海外保险公司，再用保险公司的资金收购并持有欧美地标商办项目。一方面能做大资产规模，提升国际品牌；另一方面亦提高盈利能力，并通过核心地段的物业投资规避货币波动风险。

## 广宇发展停牌，拟向鲁能集团收购资产

【事件】4月12日，天津广宇宣布拟收购鲁能集团持有的重庆鲁能34.5%、宜宾鲁能65%、山东鲁能亘富100%、北京顺义新城建设100%等公司股份。

【CRIC点评】这是鲁能集团第三次尝试整体上市，为了方便广宇定增并加快获得证监会审批，其位于海南的大部分资源并不在重组范围内；在经历上一次重组失败后，鲁能致力于重塑品牌形象，并加大销售力度，虽未必会对重组带来多少实质性助益，但是一个积极进取的大股东无疑能赢得资本市场的更多信任。

## 分拆物业上市成行业新“风口”

【事件】这两年，物业公司纷纷上市，还有不少物业公司进入上市筹备期。第三方物业公司、房企分拆物业板块上市俨然成为行业新的风口。

【CRIC点评】物业管理创新主要集中在：信息系统、服务平台、社区增值和资产管理。面对创新，更应该思考的是创新方向、盈利模式以及资本化运作。行业还会维持在不稳定的竞争状态，可以说，任何裂变都有可能产生。

## 万科推行“轨道+物业”并行发展模式

【事件】6月12日举办的2016轨道交通与城市发展高端论坛上，深铁董事林茂德表示将全力推进“地铁+万科”战略合作，有效发挥地铁集团专注轨道交通建设运营，万科专注城市配套服务的优势，探索城市轨道建设PPP新模式，携手并进深圳、内地和海外市场。

【CRIC点评】万科此次与深圳地铁合作，提出了以轨道交通为先导，参与深圳轨道交通沿线及上盖物业项目的建设，围绕地铁为城市提供配套服务的城市发展战略。而率先践行“轨道+物业”模式的万科，或将在新一轮城市圈发展格局中抢占新的制高点。

## 格力系再增资本平台剥离物业挂牌新三板

【事件】5月10日，格力地产下属全资子公司珠海格力地产业务服务股份有限公司在全国中小企业股份转让系统挂牌获批。

【CRIC点评】格力物业挂牌新三板，是格力地产激活房地产业务的新动作。而格力物业，也需要借着格力地产而发展。但以目前普遍的物业收入水平来看，很难获得资本市场认可，有的甚至难以保证盈利。因此，房企需要加快对O2O社区业务的探索，培养出新盈利模式，通过新增值服务的收益对传统物业管理业务进行补充。



# 丁祖昱评楼市 预见行业趋势

每日原创猛料，麻辣评楼市，新鲜观地产。



## 关注方法

- ① 微信扫描二维码
- ② 查找微信公众号【丁祖昱评楼市】
- ③ 搜索微信号“dzypls”

### 丁祖昱先生简介

丁祖昱，华师大世界经济博士生，2011-2012年度上海市十大青年经济人物，闸北区政协常委，国家住房和城乡建设部房地产市场监测专家。现任易居（中国）控股有限公司执行总裁，克而瑞信息集团CEO，上海易居房地产研究院副院长，北京中房研协技术服务有限公司总经理。

**行业聚焦**



# 库存压力冰火交织， 中国楼市库存分布全解析

文/克而瑞研究中心研究员 杨科伟、马千里、柏品慧、谢杨春

**VIEW** 与一、二线城市相比，因为经济发展、城市基建、人口导入等方面差异巨大，各能级市场投资前景仍存在难以逾越的鸿沟。

自2015年中央拉开“去库存”大幕以来，三、四线城市受限于基础设施建设投入、科教创新能力等方面的不足，其市场回升势头、投资热度仍不及一、二线城市抢眼。但近几个月热点城市房价和地价快速上涨，楼板价高于房价的现象已经蔓延到了一线城市远郊和部分热点二线城市，各能级城市之间的盈利预期正在不断拉近。

有鉴于此，本文将量化分析三、四线城市的投资、库存、去化压力等指标，从总量趋势、先行指标、区域分化等三方面分析三、四线城市的库存风险现状，找到不完全一无是处的投资机会。

## 三四线新开工高位滞涨，竣工面积同比跌入负区间

抛开统计周期的因素，无论是住宅竣工面积还是施工面积，三、四线整体都处在高位下降的“拐点”。

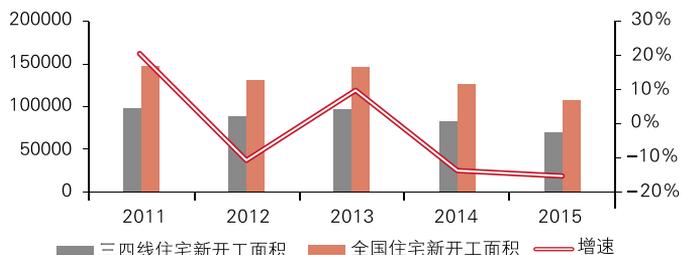
从数据来看，近年来每年约三分之二的新开工量集中在三、四线城市，虽然近5年新开工面积处于下滑区间内，其中2015年较2013年的高点减少了22%，但近三年平均值仍维持在8亿平方米左右，仍大于住宅销售面积均值，高位的新开工量也成为目前三、四线城市需要破解的难题，未来仍面临较大压力。

纵观三、四线商品住宅施工、竣工面积走势，近3年均有平稳下降的趋势，两个指标同比增幅均在放缓。其中，施工面积仍处在高位调整阶段，2015年三、四线住宅施工面积32亿平方米，几乎与2014年持平。而住宅竣工面积下滑幅度较大，2015年三、四线住宅竣工面积达到5.10亿平方米，同比增幅已进入负区间。考虑到竣工面积指标有一定的滞后性，不容易受到房地产政策和市场短期变化的影响，因此，实际上在2014年竣工面积已经在下滑。

特别是近2年经济下行风险不断加大，以及三、四线销售乏力，房企微调了以往快速拿地、快速开发、快速回笼资金的策略，出于经营成本和盈利预期角度，造成施工、竣工面积出现下滑。

图：2011-2015年三、四线商品房新开工走势图

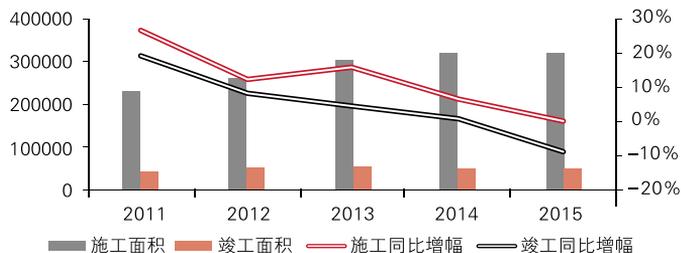
单位：万平方米



数据来源：国家统计局

图：历年三、四线商品住宅竣工面积、施工面积及同比增幅走势

单位：万平方米



数据来源：国家统计局

### 三四线库存增速已显著放缓，销售增速仍低于全国

通过对全国一、二线施工、竣工以及期房销售等指标进行综合计算和分析，我们得出了近5年三、四线在建未售量。<sup>①</sup>

根据测算，截止到2015年，三、四线在建未售约19.28亿平方米，同比2014年增长2%。从近期三、四线与全国在建未售的库存总量走势来看，主要呈现以下两个特征：

首先，三、四线在建未售量的增速在显著放缓。2013年增速为近2年新高，此后增速一路下滑，2015年增速仅为2%，较2013年下降20个百分点。尤其是近2年去库存力度的加大、政策手段频出之下，三、四线库存快速增长势头得到遏制。

其次，三、四线全国占比仍在同步增长。2015年三、四线在建未售量达到19.28亿平方米，较2011年增长了7.86亿平方米。从全国占比来看，2012年三、四线在建未售量占到全国的55%，2012年大幅上涨5个百分点，此后逐年增加一个百分点，到2015年年末，占比已经高达62%。这反映了三四线城市销售增速仍低于全国，库存去化增速并不理想。

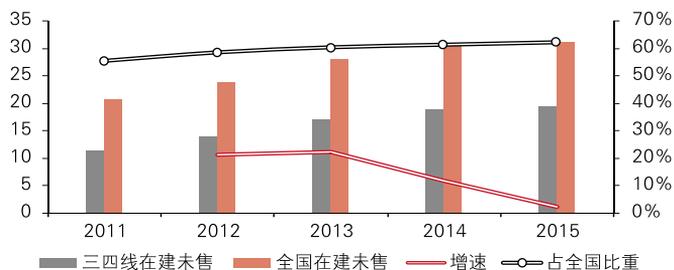
由去化压力指标也能得到相似结论。2015年末三、四线城市在建去化周期<sup>②</sup>约为3.51年，较2014年末减少了1.5个月，而一、二线城市该指标的同期下降幅度为4.5个月。与一、二线城市相比，三、四线去库存“攻坚战”并未取得显著成效。我们认为，需求不振、供应过剩、城市建设配套较为落后是主因。

<sup>①</sup> 三、四线城市竣工未售量暂无官方公布数据，故暂不讨论竣工未售库存。

<sup>②</sup> 指年末在建未售量/近一年期房销售面积，由于各能级城市统计数据详尽程度存在差异，这里不比较直接比较各能级的去化周期。

图：2011-2015三、四线与全国在建未售走势图

单位：亿平方米



数据来源：国家统计局

## 基建增速抬头，助力三、四线市场长期去库存

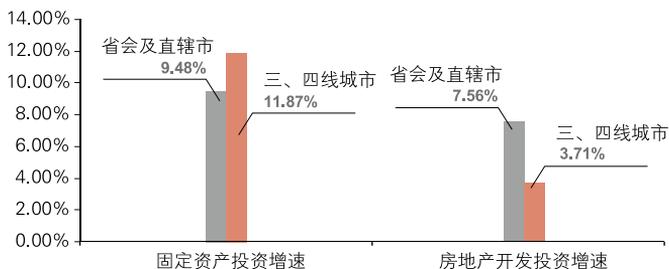
可喜的是，三、四线城市基建增速已经抬头。

2016年一季度，三、四线城市房地产投资同比增长3.71%，同比增速低于省会城市3.85个百分点。三、四线城市固定资产投资共计57476亿元，同比增长11.87%，同比增速高于省会城市2.4个百分点。

三四线城市房地产投资增速相对较低、而固定资产投资增速更快，说明在工业投资不振的大背景下，三、四线城市基建投资确有加速的趋势。一方面三、四线城市基础设施薄弱，基建投资仍存在着较大的增长空间，另一方面随着“新型城镇化”及“一带一路”发展战略稳步推进，三四线城市迎来基建投资高潮。

需要指出的是，虽然短期内因为经济发展差距过大，三四线高库存压力还难以改变，但巨量基建投入为三、四线城市带来了更多长期利好预期，增强城市经济活力，继而提高城市人口吸附力，吸纳农村人口或者返乡人口加速聚集，为楼市去库存奠定了坚实的市场基础。

图：2016年1季度各能级城市投资增速对比



数据来源：地市统计局

### 沿海地区城市销售强势，环一线城市投资潜力最大

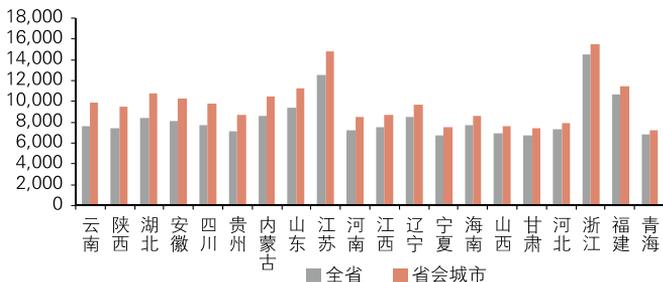
为进一步分析三、四线城市区域风险差异，我们进一步测算了各省三四线城市的施工销售比指标。

具体来看，宁夏、山西、青海和海南省内三、四线城市施工销售比都高于7年，这与前期土地供应不加以节制不无关系。山西省内三、四线城市施工销售比同比略有回落，但整体仍处高位。东北三省（吉林、辽宁和黑龙江），三、四线城市施工销售比基本位于6年左右，吉林稍高达6.88年。更为重要的是，2015年东北三省施工销售比全线回升，库存风险可谓是愈演愈烈。福建、浙江省内三、四线城市施工销售比仍处高位，但都有不同程度回落，尤其是浙江由2014年的6.74年降至2015年的5.20年，同比下降1.55年，跌幅排名各省首位。一方面是因为省内三、四线城市房地产市场成交量提升显著，去库存进程渐有加速的趋势；另一方面地方政府已在土地端加以控制，逐步减缓甚至暂停土地供应。

江西、四川、湖南和广东省内三、四线城市施工销售比都低于4年，其中四川、湖南和广东同比均有所回落，去库存成效显著。广东、深圳部分需求外溢至周边三、四线城市，“广佛同城”显著带

动了佛山房地产市场热度，佛山足以媲美二线城市，尤其是临近广州市的南海、禅城和顺德区。深圳因土地供应受限，房价上涨过于迅速，刚需乃至部分改善性需求在东莞集中释放，东莞楼市步入上行通道。河北、江苏省内三、四线城市施工销售比略高，基本都在4-4.5年的区间范围内，近乎与全国施工销售比齐平，不过同比均有所回落，跌幅分别为0.38年和0.45年，显示库存风险逐步走低，楼市也是逐渐步入健康发展轨道。

图：2014-2015年各省三、四线城市商品住宅施工销售比



数据来源：各省市统计局

## 结语

### 全面复苏为时尚早，中部省份、环一线城市值得布局

对于房地产企业而言，近期内更值得关注的还是河北、江苏、广东等一线城市辐射区域的三、四线城市，此外省会楼市成熟度不高、全省施工销售比较低的湖南、湖北、江西等中部省份也值得关注。高风险区域方面，宁夏、山西、青海、海南以及东北三省施工销售比较高，尤其是东北三省，目前已经进驻了较多大型房企，优质客群已经所剩无几，建议房企谨慎进入，此外如陕西、甘肃，2015年三、四线开发投资仍然过热，库存压力仍在不断上升，市场走向也难持乐观。

本文为《库存压力冰火交织，中国楼市库存分布全解析》  
报告删减版，如需完整版，请联系我们。

## 《中国楼市库存分布全解析》专题导览

### 一、去化压力：库存增速显著放缓，但依旧是去化“重灾区”

- 1、销售仍低于全国增速，略有起色但仍“举步维艰”
- 2、住宅施工面积高位滞涨，竣工面积同比跌入负区间
- 3、三、四线库存占比逐年增大，但增速有显著放缓
- 4、小结：销售仍显乏力，三、四线去库存“道长路艰”

### 二、能级差异：三、四线基建增速抬头，将助力市场长期去库存

- 1、人口与资金仍在向省会城市聚集，西部省份尤为明显
- 2、沿海经济圈居民收入较为平均，中西部贫富差距巨大
- 3、三、四线城市加码基建，一二线城市房地产投资回升
- 4、去库存仍需依赖辐射效应，弱二线周边去化风险犹存

### 三、区域分化：沿海三、四线销售强势，环一线更具投资潜力

- 1、销售仍集中在长三角地区，中西部三、四线城市销售羸弱
- 2、三、四线住宅开发投资多呈递减趋势，东北地区尤为严重
- 3、三、四线新开工近乎全线回落，西部、东北地区不容乐观
- 4、东北三省施工销售比仍处高位，一线辐射区域有改善迹象

总结：全面投资三、四线为时尚早，中部省份仍有布局机会

### 作者简介

- 杨科伟，CRIC研究中心市场研究经理，擅长房地产政策及宏观市场分析  
电话：021-60867828 邮箱：yangkewei@cric.com
- 马千里，CRIC研究中心研究员，擅长市场数据研究，专注指标分析与计算  
电话：021-60867873 邮箱：maqianli@cric.com
- 柏品慧，CRIC研究中心市场研究员，擅长房地产市场研究  
电话：021-60867371 邮箱：baipinhui@cric.com
- 谢杨春，CRIC研究中心市场研究员，擅长房地产市场研究  
电话：021-60867871 邮箱：xieyangchun@cric.com

# 标杆房企 差异化城市投资策略解读

文/克而瑞研究中心研究员 朱一鸣、傅一辰

**VIEW** 不同规模房企有怎样的差异化布局策略？哪些城市潜力待挖，哪些城市风险最大？

2015年下半年起，市场开始逐渐回暖，但也伴随着越来越明显的城市分化，热门城市地王频出，部分乏人问津。企业方面，受益于宽松的资本市场环境，房企现金充裕，除了布局热点城市外，也急于寻找有潜力、风险小、适合长期深耕的城市进行投资。

因此，我们对标杆房企的投资策略进行了全面研究，样本时间范围为2015年7月至2016年3月，以2015年销售金额排名TOP30房企为基础，剔除了部分布局或开发模式比较特殊的房企，以及部分新增土地数据披露不全的房企，最终选择了14家布局最具代表性的房企为标杆，并按规模及定位分成三类。<sup>①</sup>

## 标杆房企土地投资规模及分布

14家标杆房企近三季度共获取503幅地，二线城市备受追捧。

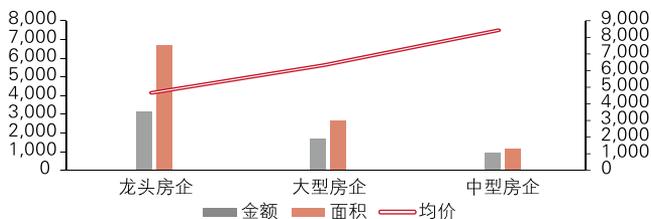
### 14家房企近三季度耗资5732亿获取503幅地

2015年7月至2016年3月，14家标杆房企共在69个城市拿下了503幅地块，总金额5732.4亿元，合计新增土地建筑面积1.04亿平方米，

<sup>①</sup> 备注：龙头房企包括绿地集团、万科、保利地产和中海地产，特点是销售规模大，布局全国化，产品线齐全；大型房企包括华润置地、世茂房地产、融创中国、绿城中国、龙湖地产和远洋地产，特点是在规模发展稳定，定位相对偏改善和中高端；中型房企包括旭辉集团、泰禾集团、阳光城、中国金茂、正荣集团和融信集团，特点是主要采用了城市深耕战略，近年成长速度较快。

均价5494元/平方米。龙头房企投资力度最大，新增土地建面明显高于其他两类房企，布局城市数量亦最为广泛，如万科共在41个城市拿下了184幅地块，绿地和保利地块则均分布在24个城市。大型房企中，融创和龙湖分别新增了27和21幅地块，而远洋仅在北京、南京和重庆三个城市有斩获，为标杆房企中最少。中型房企尽管获取地块较少，但均价为三类房企最高，达10434元/平方米。

图：三类房企2015年6月至2016年4月新增土地建面、总价及均价



数据来源：企业公布、CRIC；单位：亿元、万平方米、元/平方米

**新增土地区域分布均匀，二线城市是投资最热点<sup>①</sup>**  
**长三角为投资必选，中型房企谨对中西部三四线**

## 标杆房企在各能级城市的投入

标杆房企更看好哪些城市？城市分化贯穿楼市主题，二线城市尤为突出。

标杆房企更看好哪些城市？通过将标杆房企新增土地情况，与2015年全国300城土地成交情况进行对比，我们能够了解更清晰地了解标杆房企的投资偏好。

**一线：北京投资门槛最高，广州受冷遇<sup>②</sup>**

① 以下两小节略。

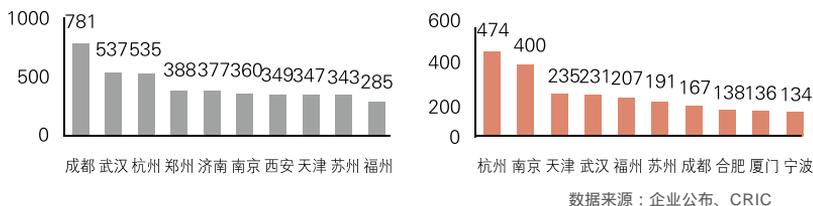
② 本小节略。

## 二线：长三角南京、苏州等明显最火爆

“分化”始终是贯穿整个楼市的主题，并在二线城市得到了最大化体现，标杆房企重点投资的城市可分为种：第一类是当前最火爆的南京、苏州、合肥等长三角城市。第二类是市场容量较大的武汉、成都和郑州等中西部二线城市。第三类是天津、杭州、宁波等销售均价较高，但背后存在隐患的城市。第四类城市则存在不同问题，因此并不适合所有房企进入。

图：标杆房企新增土地建面及金额TOP10（二线城市）

单位：万平方米



## 三四线：投资集中珠三角佛山、东莞等

标杆房企重点投资的三四线城市十分一致，面积和金额前三均为佛山、东莞和珠海珠三角三线城市，并且TOP10城市均位于珠三角和长三角两大经济圈。

**南昌的供应和库存量小，房价有上升空间。**南昌2015年商品住宅供应量仅451万平方米，成交量则为535万平方米，尽管销售均价较2014年下降了5%，但截至3月库存量仅308万平方米，且消化周期也基本在8个月左右，需求一旦释放便可能出现供不应求的局面，为房价带来反弹空间。

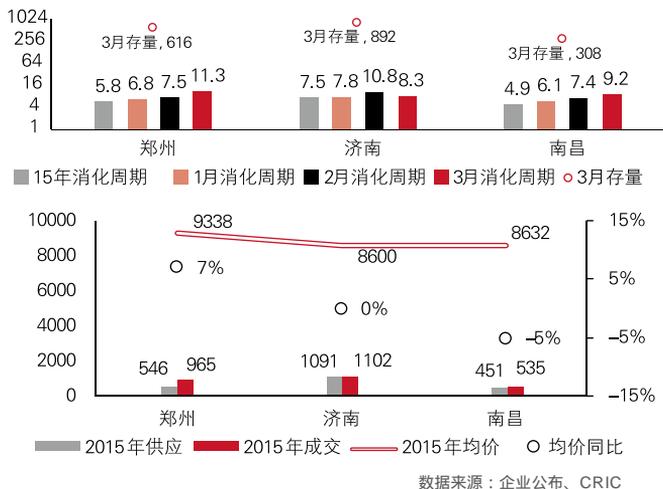
**太原品牌房企少，市场情况值得关注。**太原的市场数据公开有限，不过2015年商品住宅销售均价同比上涨了8%，与苏州相同，2016年更是突破了1万元大关。除了恒大外，太原市场几乎没有品牌房企大规模进入，竞争并不充分。2015年，恒大在太原的三个项目均销售火爆，多次开盘均获得数亿元业绩。同时，融创也于2015年进军太原签约了旧改项目。

谨慎进入地价偏高、市场容量小的城市。房企发展到一定规模后，管理标准化和成本控制能力的重要性上升，在单个城市若不但开发利润有限，还无法形成规模效应，则投入重金的必要性不大。如福州、厦门，土地供应量极小，因而土拍竞争十分激烈，地王频出。本地房由于感受到市场容量的天花板，很早就开始在全国扩张，实力提升，在福州大本营更是剑拔弩张。

但福州楼市却不如土拍来得火爆，2015年商品住宅销售均价下降幅度达10%，消化周期也在10个月左右，2016年3月甚至超过了1年。虽然福州279万平方米的库存量不高，但对龙头房企来说，就没必要费尽周折。

厦门市场虽好，但门槛更高，一边是招拍挂市场上的供应稀少，另一边则是本土大型国企如建发、特房、厦门国贸等的丰富土地储备，以及在购房者心里可靠的品牌形象。光凭一两个项目很难在厦门树立品牌，强行进入的意义不大。

图：福州、厦门、宁波近月消化周期、存量及2015年商品住宅成交情况  
单位：亿元、万平方米、元/平方米



## 三类企业的不同城市投资策略

企业规模不同，投资策略与方向也各有特点。

### 龙头：稳固一线地位，挖掘低价二线<sup>①</sup>

#### 大型：进大容量城市，维持规模增长

当前规模在500-1000亿元左右的房企如华润、龙湖、绿城等基本有两大特点：一是原布局重点基本为一线和发达二线城市；二是定位偏改善型。大型房企当前面临的最大问题是，由于布局的城市均十分热门、地价高昂，近年来新的竞争者不断“不计成本”地涌入，拿地难度加大，原本的开发规模难以维持，必须寻找新的城市替代。事实上，从2016年一季报中便可看出，世茂、远洋等原本销售金额在TOP20的房企均出现了明显的规模和排名下滑。因此，大型房企的核心需求是找到成本低、成交量大的市场进行弥补，以维持原有开发规模。

表：大型房企城市投资金额和面积TOP10

城市	面积（万平方米）	城市	金额（亿元）
成都	348.7	北京	370.4
北京	271.0	杭州	231.8
济南	227.9	上海	187.3
武汉	224.4	南京	116.6
杭州	201.7	武汉	109.7
重庆	164.4	厦门	84.2
天津	132.6	天津	80.0
沈阳	120.9	成都	72.4
南京	113.9	福州	54.4
珠海	93.7	合肥	51.8

数据来源：企业公布、CRIC

<sup>①</sup> 本节内容略。

**武汉杭州有量有价，改善需求符合定位。<sup>①</sup>**

**成都重庆有量无价，助增规模不增利润。**若是对规模的诉求大于利润，则成都和重庆的市场土地成本低、市场容量大、消化周期稳定，尤其对于在一线城市使用了高杠杆“惊险”扩张后希望进入平稳期的房企来说，成都和重庆尽管房价上涨空间不大，但能够实现高周转，现金回流快，亦能增加销售规模。长期来看，成都和重庆的土地供应充足，房企几乎均为底价拿地，风险系数小。

**西安沈阳等虽有成交规模，但去化缓慢。**和成都等相比，天津、西安和沈阳虽然每年也均有1200万方左右的成交，但存在明显的库存风险，截至2016年3月末，天津、西安和沈阳的库存量分别高达2439万平方米、1950万平方米和2731万平方米；消化周期长期在20个月以上，沈阳3月末甚至高达34.9个月。尤其是西安和沈阳，2015年商品住宅成交均价分别下跌了3%和6%，大型房企如果新进这些城市，不但做大规模的诉求存在不确定性，还有存货贬值的可能。

### 中型：维持大本营优势，争抢热点城市

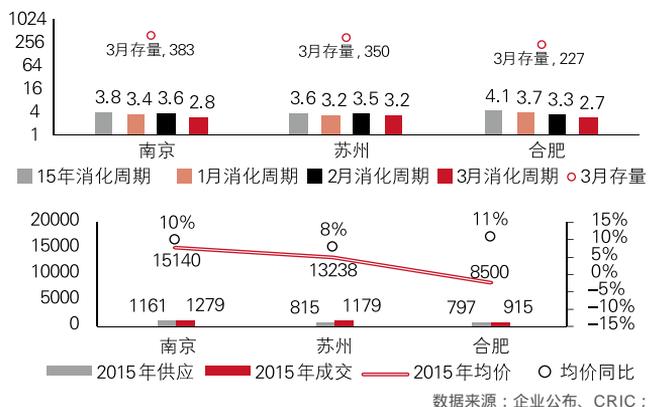
销售规模在300亿元左右的中型房企大部分为成长型房企，特点为杠杆高、扩张快，但资金相对紧张，对周转速度要求高。对于中型房企来说，发展最大的需求是即实现全国扩张布局，又要确保资金链安全，并让品牌知名度最大化。

经济发达的南京苏州合肥等市场最健康。南京、苏州等土地竞争虽然激烈，但相对一线城市地块规模小，成交单价虽高但总价不高，不会占用中型房企太多资金，也无需长周期消化。市场方面，南京、苏州和合肥的消化周期均已只有3个月左右。

---

<sup>①</sup> 本小节内容略。

图：南京、苏州和合肥近月消化周期、存量及2015年商品住宅成交情况  
单位：亿元、万平方米、元/平方米



上海是中型房企全国扩张时布局的首选。在四个一线城市中，上海市场最适合成长性房企。主要原因是：一，上海市场容量大，土地供应充足，竞争市场化；二，上海的刚性需求源源不断，房价稳中有升；三，上海各区域发展相对平衡，尽管上海市区内地块规模大、总价高，郊区部分宅地总价仅需数亿，但均能找到相应的客户群体消化；四，地价和销售均价的比例来看，上海的商品住宅销售均价高达32001元/平方米，仅次于深圳，但地价却仅高于广州，销售溢价率在四个一线城市中最高，达212%，比北、广、深优势明显。

表：2015年一线城市商品住宅及土地成交情况（单位：亿元）

城市	商品住宅销售金额	商品住宅销售均价	土地成交楼板价	销售溢价率
北京	1098	27725	15217	82%
上海	1497	32001	10255	212%
广州	1232	15060	7865	91%
深圳	740	34467	19633	76%

数据来源：企业公布、CRIC

佛山东莞昆山等最受益于一线需求外溢。<sup>①</sup>

<sup>①</sup> 本小节内容略。

## 《标杆房企差异化城市投资策略解析》专题导览

### 一、标杆房企土地投资规模及分布

- 1、14家房企近三季度耗资5732亿获取503幅地
- 2、新增土地区域分布均匀，二线城市是投资最热点
- 3、长三角为投资必选，中型房企谨对中西部三四线

### 二、标杆房企在各能级城市的投入

- 1、综述：标杆房企重点投资均为热门城市
- 2、一线：北京投资门槛最高，广州受冷遇
- 3、二线：长三角南京、苏州等明显最火爆
- 4、三四线：投资集中珠三角佛山、东莞等

### 三、三类企业的不同城市投资策略

- 1、龙头：稳固一线地位，挖掘低价二线
  - (1) 充分利用资金和资源优势，深耕北上深
  - (2) 在郑州、济南等二线城市寻找价值洼地
  - (3) 谨慎进入地价偏高、市场容量小的城市
- 2、大型：进大容量城市，维持规模增长
  - (1) 武汉杭州有量有价，改善需求符合定位
  - (2) 成都重庆有量无价，助增规模不增利润
  - (3) 西安沈阳等虽有成交规模，但去化缓慢
- 3、中型：维持大本营优势，争抢热点城市
  - (1) 经济发达的南京苏州合肥等市场最健康
  - (2) 上海是中型房企全国扩张时布局的首选
  - (3) 佛山东莞昆山等最受益于一线需求外溢

### 作者简介

- 朱一鸣，CRIC研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、融资及财务分析  
电话：021-60867872 邮箱：zhuyiming@cric.com
- 傅一辰，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业战略、痛点研究  
电话：021-60867827 邮箱：fuyichen@cric.com

**特别关注**





# 地王风起云涌， 市场却将迎来转折

2016年上半年房地产市场十大热点剖析与预判

文/克而瑞研究中心

2016年上半年，全国政策面延续宽松基调，调首付、降税负、宽信贷，地方政策则随市场效果显著分化，大部分城市全面刺激，热点城市开始收紧。受一揽子“去库存”政策激励，房地产行业指标持续转暖，开发投资、新开工面积增速双双触底回升，多数城市上半年成交量高于去年同期，部分城市单月成交量已创近3年新高，企业业绩完成度普遍较高，万科、恒大、碧桂园等仅前5月便突破千亿元；与此同时，随着热点城市成交大幅放量，库存持续走低，市场供不应求使得“三高”地块频现，地价、房价轮动上涨。

一派火热景象中似乎又看到了2009年、2013年的影子，无数次市场都经历了“市场热-政策出-土地热-市场冷”的周期轮回，2016年恐将难以摆脱再次落入窠臼的宿命：政策收紧、热点城市成交降温，下半年各指标增速将有所下滑，市场迎来转折点。

## 中央宽严并济，地方因城施策，信贷是最大变数

下半年，在中央整体宽严相济的格局下，各地方政府仍然是政策的主导者和落实者，唯一不确定性是信贷投放执行的变化，将是决定市场热度的最大变数。

上半年，全国政策面延续宽松基调，中央调首付、降税负、宽信贷，地方不仅加紧落实“去库存”新政，甚至还频发“创设性”刺激性政策，但随市场反应显著分化，热点城市开始收紧。

### 中央一季度调首付、降税负、宽信贷，二季度迎政策真空

为了全年落实“去库存”，中央出台了一系列全国性刺激政策，包括下调不限购城市商业贷款首付比例最低至20%，多部委联合发文下调契税、营业税等，以及5月1日全面“营改增”，交易税负较之前再降4.8%。与此同时，央行维持宽松信贷，一季度人民币贷款新增4.61万亿元，同比多增9301亿元，其中很大一部分流向了房地产市场。政策面和资金面的全面宽松，直接推动了购房需求释放，市场成交量迅速回升。

### 热点城市控制需求、以“限”为纲：限购、限价与限贷

3月，上海、深圳相继加码“限购、限贷”政策，提高非本地户籍家庭购房社保缴纳年限，提高二套房首付比例，严禁“首付贷”、“房产众筹”等变相贷款。4月，廊坊下发限购令，非本地户籍居民家庭在三河市、大厂回族自治县、香河县和固安县限购1套住房，且首付比例不低于30%。5月，北京通州区限购商住公寓，购买通州区商住公寓家庭需满足本市住宅限购条件，且计入家庭的住房套数。

苏州、南京先后“限房价、限地价”，武汉、合肥收紧信贷。几乎与上海、深圳出台紧缩政策同时，武汉也在3月底下调公积金贷款额度，6月，合肥出台差别化房贷政策，首套房贷结清二套首付4成，未结清首付5成，三套房首付6成，第三套停止使用公积金贷款。这些城市调降金融杠杆直接降低购房者支付能力。

### 近30个省市出台全面刺激方案，将去库存目标量化规定

与以往不同的是，此次诸多省市对“去库存”时间表和路线图都立下明确“军令状”。首先是广东省在3月初就全面提出各地市库存目标；安徽省也提出要用3年左右时间，消化库存2500万平方米；江苏省要求到年底各市商品房去化周期原则上不超过20个月。为落实这样的目标，各地方具体的措施、方法集中在以下六个方面：

**1、鼓励农民进城买房。**目前仍停留在省级层面，大都缺乏细则内容，市级层面还未全面铺开，仅宁波单个城市跟进了鼓励农民进城买房的政策。值得一提的是，广西农民工购房每套享有1万元补助，山东则对农民首次城镇买房给予税收和财政支持。

**2、货币化安置。**不仅囊括沈阳、西安这类高库存城市，而且以南京为代表并无去库存隐忧的热点城市也在持续跟进。海南省更是提出了明确的任务指标，2016年全省棚改计划任务3.48万套，其中货币化安置比例原则上不低于棚改计划的50%。济南也将棚改货币化安置以具体化，最高可获被征收房屋价值20%奖励。

**3、公积金。**涉及城市最多，内容也最为丰富，包括上调公积金贷款额度、期限，鼓励农民工缴存公积金，支持公积金异地贷款等多个方面。值得一提的是，武汉、长沙都明确要求扩大住房公积金覆盖面，尤其是辽宁、江西都要求将农民工和个体工商户纳入住房公积金制度范围。

**4、调减或暂停土地供应。**全部集中在省级层面，尚未有地市级城市跟进。省级层面一般会提出具体的调控目标，以湖南省为例，去化周期在3年及3年以上的城市停止房地产用地供应；海南更为严格，对于消化周期超过全省平均水平的市县，不仅暂停办理新

增用地审批，而且暂停新建项目规划报建审批。

**5、购房补贴。**对楼市成交量影响最为直接，以金华、萍乡和兴国为代表的三四线城市居多，大连、沈阳、南宁等部分二线城市也有所涉及。

**6、库存房屋改变用途、允许土地转性。**山东支持各地收购或长期租用符合条件的商业房、写字楼，改造为中小学、幼儿园、养老院用房；福建允许部分商业办公用地可转商住用地，支持房地产企业调整产品结构。

从市场表现来看，短期内利好政策确实有效提振了市场需求，当月房地产市场成交量均有不同程度的回升，但持续性略有不足，部分库存相较高位的风险城市成交量再次缓步回落至正常水平。

## 下半年宽严并济、因城施策为主，信贷是最大变数

“去库存”仍将是下半年行业主旋律，尤其是城市吸附力不足、人口净流出、三、四线城市，楼市库存风险悬而未决，预计下半年整体政策面保持宽松，落实推进农民工市民化，引导人口落脚中小城市。与此同时又会严控供应端，高库存城市调降供地指标，逐步减少甚至停止土地供应。

在整体宽严相济的格局下，各地方政府仍然是下半年政策的主导者和落实者，一方面，热点一线和二线城市如南京、苏州、合肥等落实现有紧缩政策的同时，不排除根据市场变化继续加码的可能。其他28个已经出台刺激性政策省市除了全面落实政策实施外，可能会根据市场情势有侧重、有重点地调整实施，稳定当地房地产市场预期。

值得关注的是，自“权威人士”对利用高杠杆去库存的做法全面否定之后，M2增速连续两月下降至11.8%，增速创下近一年来最低水平。新增信贷量从3月的1.37万亿元连续两月减少至5556亿元和9855亿元。下半年，信贷投放执行的变化，将是决定市场热度的最大变数。



## 开发投资、新开工止跌回升，下半年增速料将回落

**VIEW** 目前经济仍处在结构性调整的风险期，行业的首要任务依然是去库存，上半年商品房销售已有见顶信号，高位下滑为大概率事件，再加上基数等原因，预计下半年房地产开发投资增速以及新开工增速将高位回落。

随着去年末刺激房地产发展政策的不断落地，在市场销售逼近2015年高点之下，也带动行业各项指标在2016年由“冷”转“暖”，甚至可以说是超预期。尤其是房地产开发投资以及其先行指标新开工面积的增速表现尤为抢眼，双双底部快速回升。

### 开发投资增速快涨至7%，绝对量维持近一年月均水平

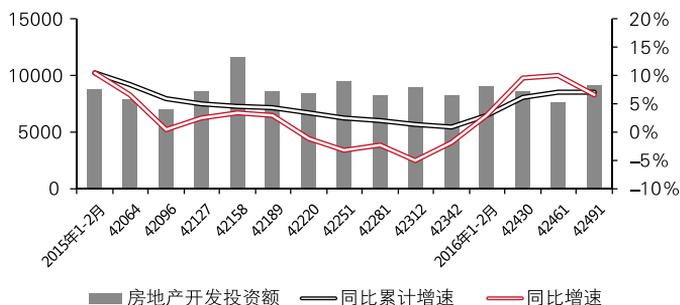
2016年1-5月份，全国房地产开发投资34564亿元，同比名义增长7.0%，增速比1-4月份回落0.2个百分点。其中，住宅投资23118亿元，增长6.8%，增速提高0.4个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为66.9%。

房地产开发投资增速经历去年一直下滑后，在1-2月份企稳并快速回升，1-4月份7.2%的累计同比增速为近一年新高，5月份则稍有回落，但依旧维持在7%。在新开工、土地购置面积等先行指标增速回暖带动下，短短5个月房地产开发投资增速就上升6个百分点。如若从月度投资额来看，5月份为今年最高值，但整体绝对量依旧维持在近一年月均水平。

一方面，市场成交转暖，企业投资态度逐渐趋于积极，是房地产投资也摆脱下行步入上行轨道的主要原因。另一方面，2015年1-4月份基数较低，单月房地产开发投资额不足月均水平，也是其增速快速上升的原因之一。

图：2015年1月以来全国月度房地产开发投资额及同比增速

单位：亿元



数据来源：CRIC2016

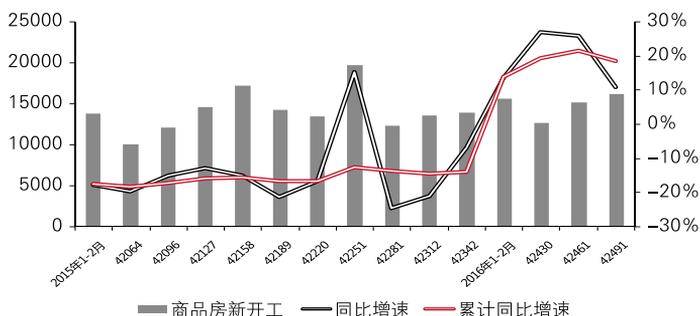
### 新开工增速由负转正、快速增长，总量创近三个季度新高

2016年1-5月，房屋新开工面积59522万平方米，增长18.3%，增速回落3.1个百分点。其中，住宅新开工面积40767万平方米，增长16.2%。

作为去年一直被行业诟病的新开工面积增速，2016年初始就表现抢眼，不仅摆脱维持近一年的负增长，一季度增速便由负转正，由去年下降14%到今年19.2%的正增长，增长迅速。此后，新开工面积持续走高，5月更是创下自去年10月份以来的月度新高。新开工的快速增长一方面是受基数效应影响，另一方面，得益于楼市成交量持续向好，企业对于后市信心有所恢复，新开工意愿有所加强。

## 特别关注

图：2015年1月以来全国月度商品房新开工面积及同比增速 单位：万平方米



数据来源：CRIC2016

### 投资、新开工增速已到高位，下半年回落为大概率事件

从5月行业指标走势来看，二季度末的确已经出现高位回落的迹象。预计房地产开发投资增速将在下半年继续回落，年内房地产投资增速将维持在0%–10%的区间范围内波动，10%以上的高增长已难再现。主要基于两个方面，第一，短期来看，目前政策边际效应递减、成交高增长难以持续以及部分一二线城市出台收紧政策，将对房企资金面和新开工等产生负面影响。而且，地王仍主要集中在少数城市，并不会对占全国比重较大的三四线城市新开工大幅提升，因此也难以对整体房地产开发投资起到支撑作用。第二，长期来看，行业首要任务仍是去库存，因此后续开发投资量持续增加动能不足，而随着基数效应褪去，增速也将持续回落。

新开工增速虽然上半年大幅增长，但其中有前期基数效应的影响，而其总量依然没有显著突破，仅比最低月份增加30%或3800万平方米，所以，我们认为受去年同期可比基数逐渐趋于正常，新开工面积同比增速逐月回落将是常态，预期年内新开工面积不会有显著提升。



## 上半年成交高峰后疲态显现， 下半年将迎来调整期

**W/W** 而前期需求过度透支为下半年成交走势埋下隐患，在热点城市面临政策收紧压力之下，下半年市场将迎来短暂的调整期。

2016年上半年，市场整体延续火热态势，多数城市上半年成交量高于去年同期，部分城市单月成交量已创近3年新高。市场持续回暖之下，二线城市表现尤为突出，领涨全国，热门城市出现轮动转换，南京、苏州、武汉等传统强二线城市市场火热，新兴热点城市天津、青岛、济南异军突起。经历过3、4月成交高峰后，供应不足、政策收紧导致部分城市疲态尽显，成交开始高位回落。

### 上半年成交激增至高位，热点二线城市异军突起

国家统计局数据显示，受连番政策“救市”以及去年基数较低影响，1-5月全国商品房交易量同比大幅增长。但成交金额增速（50.7%）远大于销售面积增速（33.2%）这一事实说明上半年商品房成交中高单价房源占比大幅上升，再次印证当前市场成交结构上，销售主要集中在一、二线热点城市，需要去库存的三、四线城市成交并无显著起色。

根据CRIC监测的57个城市成交数据来看，也的确如此。南京、武汉、天津、郑州等热门二线城市成交量同比涨幅已经超过50%，其中南京、天津更较去年同期翻了一倍。2016年上半年南京商品住宅共成交913万平方米，同比增长104%，而天津成交量也已经突破千万平方米。值得注意的是，仍有部分城市成交较去年同期下滑，例如成都、长沙，上半年成交量同比分别下滑11%和6%。

总体看来，2016年上半年CRIC监测的57个城市商品住宅成交

## 特别关注

2.06亿平方米，同比增长33%，各线城市均出现普涨现象，上半年市场延续了去年四季度的火热，究其原因，我们认为，前期宽松政策不断落地、二季度部分城市供应量加大，以及地王频出带动市场预期向好是今年上半年成交整体成交仍维持高位的主因。具体来看，上半年重点城市成交呈现6个特征：

**1、强者恒强的局面未改变，传统强二线城市领涨。**2016年上半年市场火热很大程度上归功于二线城市的爆发，特别是传统的强二线，南京、苏州、武汉表现抢眼，均在上半年出现成交高峰，武汉3、4月份成交量一直维持300万平方米以上，远超去年月均成交水平。而此前供应偏紧的合肥市场，也较去年成交上涨近20%。

**2、二线热城市出现轮动转换，新兴城市异军突起。**在传统强二线城市带动下，市场出现一批“新兴”热点城市，如天津、济南、太原、青岛等。而过去成交一直比较温和的南昌，今年上半年成交近300万方，已经超过2015年成交量的一半，市场热度可见一斑。天津更是异军突起，上半年成交同比涨幅超过100%。

**3、高库存城市仍无没有起色。**在大多数城市成交处于快速回暖之下，二线城市中高库存城市表现却不尽如人意。长春、沈阳等成交涨幅均不大，其中沈阳上半年成交578万平方米，仅较去年同期增长9%。全国市场火热并未带动高库存城市大幅好转，意味着这些城市去库存仍道途远艰。

**4、严厉收紧政策出台导致市场急剧转冷。**上半年，上海、深圳为防范市场过热导致的风险上升，先后出台收紧政策。严厉的限购政策使得沪、深成交自3月后遭遇“急冻”。深圳成交量连续2月下滑，2016年上半年成交同比下跌23%。上海在3月成交达到近一年顶峰后，4、5两月成交均不足100万平方米，远低于去年月均水平。

**5、“传导效应”导致环热点城市成交回升较快。**在一二线城市火热的带动下，市场火热的态势也传导至其周边三四线城市。典型如无锡，东莞。无锡上半年成交546万平方米，接近2015年全年成交量。另外，在广佛一体发展以及广州市场火热的带动下，佛山今年上半年成交同比增长近三成。相较之下，其余三四线城市成交虽均有回升，但总体表现较为平稳，仅有各别城市成交涨幅较大。

6、3月份成交高峰过后，大部分城市成交开始回落。例如南京、苏州成交连续两个月下滑，武汉市场成交量也在5月回落至250万平方米左右，相较于此前300万平方米的成交水平，市场在冲高之后略显疲态。前期需求过度透支、供应偏紧、房价过高导致观望情绪浓郁是下滑的主因。但大部分城市在企业冲业绩等因素影响下，6月成交量稍有企稳，多数城市成交量均环比上涨。整体来看，2016年上半年各城市走势基本呈现出“w”型。

表：2016年上半年57个主要城市新建商品住宅成交情况

单位：万平方米

城市能级	城市	2016H1		2016Q1		2016Q2		
		成交量	同比	成交量	同比	成交量	环比	同比
一线	北京	485.6	13%	202.6	14%	283.0	13%	40%
	上海	726.1	19%	434.8	122%	291.3	-30%	-33%
	广州	676.7	20%	286.8	39%	389.9	9%	36%
	深圳	268.3	-23%	172.0	17%	96.3	-52%	-44%
	小计	2156.7	10%	1096.2	51%	1060.5	-13%	-3%
二线	武汉	1514.8	75%	662.9	77%	851.9	74%	29%
	成都	1140.1	-6%	534.9	-14%	605.2	2%	13%
	天津	1101.9	106%	427.6	134%	674.2	92%	58%
	重庆	1006.9	20%	476.7	35%	530.2	10%	11%
	南京	913.1	104%	414.1	128%	499.0	87%	21%
	杭州	902.3	61%	410.7	136%	491.6	28%	20%
	青岛	841.9	65%	303.2	56%	538.8	70%	78%
	济南	788.2	67%	309.5	57%	478.7	74%	55%
	长沙	700.1	-6%	236.0	-19%	422.0	-7%	79%
	郑州	674.3	73%	234.1	46%	440.1	92%	88%
	沈阳	576.9	9%	233.9	11%	343.0	8%	47%
	苏州	562.0	30%	323.8	127%	238.1	-17%	-26%
	合肥	483.0	16%	245.7	42%	237.3	-2%	-3%
	太原	459.0	94%	234.6	240%	224.4	34%	-4%
	南宁	426.4	35%	179.8	49%	246.7	26%	37%
	长春	385.1	16%	150.1	28%	235.1	10%	57%
	南昌	297.6	46%	108.7	57%	188.9	40%	74%
	呼和浩特	187.2	42%	68.0	35%	119.2	46%	75%
	厦门	182.6	37%	55.8	39%	126.7	36%	127%
	福州	145.4	3%	61.8	4%	83.6	3%	35%
	小计	13288.7	41%	5672.1	50%	7574.5	34%	34%

## 特别关注

城市能级	城市	2016H1		2016Q1		2016Q2		
		成交量	同比	成交量	同比	成交量	环比	同比
三四线	佛山	875.7	29%	404.9	67%	470.8	7%	16%
	无锡	546.1	87%	265.4	144%	280.6	52%	6%
	东莞	472.9	15%	290.5	121%	182.3	-34%	-37%
	惠州	389.0	28%	194.2	92%	194.9	-4%	0%
	温州	355.4	-10%	216.3	32%	139.1	-40%	-36%
	淮安	252.4	164%	119.4	249%	133.1	117%	11%
	潍坊	208.6	26%	88.3	28%	120.3	24%	36%
	常熟	144.9	142%	66.2	178%	78.7	118%	19%
	常德	133.0	6%	66.6	10%	66.4	3%	0%
	石家庄	123.7	-23%	55.3	-47%	68.4	24%	24%
	东营	115.7	42%	44.8	120%	70.9	16%	58%
	宜昌	113.9	-11%	51.6	-37%	62.3	35%	21%
	莆田	111.8	42%	55.3	92%	56.5	14%	2%
	襄樊	105.7	74%	58.3	174%	47.3	20%	-19%
	肇庆	104.9	22%	44.1	74%	60.8	0%	38%
	张家港	100.8	15%	51.7	66%	49.1	-13%	-5%
	晋江	94.1	43%	39.7	51%	54.4	38%	37%
	河源	84.2	63%	36.8	36%	47.4	92%	29%
	泉州	83.7	38%	29.6	13%	54.1	57%	83%
	汕头	78.4	91%	30.6	118%	47.8	77%	56%
	马鞍山	76.9	-6%	34.4	8%	42.5	-15%	24%
	景德镇	76.1	29%	34.5	14%	41.5	44%	20%
	湘潭	72.2	30%	28.5	25%	43.7	32%	54%
	阳江	71.5	37%	34.2	49%	37.3	28%	9%
	大庆	66.3	-12%	29.0	6%	37.3	-23%	29%
	龙岩	56.8	-22%	21.6	8%	35.2	-34%	63%
	梧州	47.9	-7%	20.5	-17%	27.4	1%	34%
	宁德	45.6	77%	17.5	61%	28.1	87%	61%
	六盘水	45.0	28%	16.1	-1%	28.9	53%	80%
	大厂	42.8	-15%	22.9	18%	19.9	-36%	-13%
	潮州	39.5	25%	13.7	5%	25.7	39%	87%
	三明	33.3	36%	19.1	175%	14.2	-19%	-26%
南平	20.8	71%	9.8	92%	11.0	56%	12%	
小计	5189.5	28%	2511.3	58%	2678.2	9%	7%	
总计	20634.9	34%	9279.7	52%	11313.2	21%	22%	

备注：6月数据为前20天左右日度成交量累计值估算，与最终实际成交量会存在一定误差。

数据来源：CRIC2016

## 需求透支与涨价观望致后劲不足，年二线面临回调压力

二季度以来大部分城市成交开始环比下滑，我们认为，下半年市场将迎来调整期。

主要基于三点：**第一，货币政策将保持稳健**，特别是去杠杆化过程中，信贷将持续收紧，而信贷量不会重现一季度高点（4月新增贷款较3月下滑60%）；**第二，在中央管宏观、地方为主体的差别化调整下，部分热点城市面临政策面收紧压力**。**第三，基数效应**，去年二季度在股市推动下，销售正是从二季度开始全面上升。

分城市能级来看，一线城市中，上海、深圳成交或将低位企稳。二线城市分化局面进一步加剧，热点城市面临调整压力。一方面前期需求过度透支，成交走高后必然将陷入调整期。另一方面，部分城市收紧政策，抑制成交量持续增长。例如合肥出台差异化信贷政策，提高首付比例，成交量将进一步萎缩。另外，而武汉、南京这种整体供不应求城市，成交高位调整为大概率事件。但近来热门城市出台收紧政策趋势愈演愈烈，因此下半年武汉、南京成交不确定性加大，如果出台严厉收紧政策，不排除成交大幅下滑的局面。三四线城市受制于库存压力，整体成交难有突破空间。但个别城市如无锡、佛山等城市受“联涨效应”影响，全年成交量超过去年为大概率事件。

## 热点城市房价快速上涨， 预计下半年涨幅趋于平缓

**VIEW** 随着楼市成交好转、去库存进程持续推进，全国房价缓步上行，且有加速上涨的趋势。

在宽松政策刺激下，上半年各城市成交量维持较高水平，城市房价普遍止跌回升，开始步入上行通道，一线和热点二线城市房价涨幅尤为迅猛。与此同时，市场火爆传导到土地市场持续高热，单价、总价地王频出，进一步拉升房价上涨预期。

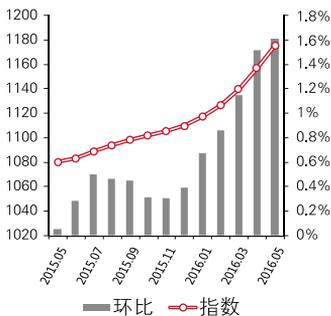
### 中住288房价指数加速上行，全国房价稳步抬升

以288价格指数为例，2016年5月，中国城市住房（一手房）价格288指数为1175.1点，指数较上月上升18.6点，环比上涨1.61%，涨幅较上月扩大0.09个百分点，同比涨幅由上月的7.17%扩大至8.84%。

图：中国城市住房（一手房）交易288价格指数变化表

日期	指数	环比	同比
2015.05	1080.3	0.05%	-1.61%
2015.06	1083.3	0.28%	-1.27%
2015.07	1088.7	0.50%	-0.65%
2015.08	1093.7	0.46%	0.07%
2015.09	1098.6	0.45%	0.77%
2015.10	1102.0	0.31%	1.41%
2015.11	1105.4	0.30%	2.00%
2015.12	1109.7	0.39%	2.60%
2016.01	1117.1	0.67%	3.39%
2016.02	1126.8	0.86%	4.34%
2016.03	1139.8	1.15%	5.56%
2016.04	1157.1	1.52%	7.17%
2016.05	1175.7	1.61%	8.84%

全国一手房指数环比走势图



数据来源：CRIC2016

## 各线城市明显分化，热门城市房价增长显著

**一线城市房价保持快速上行态势。**上半年，深圳房价历史首次突破5万元/平方米，环比上涨28%，同比大涨78%。相较而言，广州房价最为理性，涨幅明显低于北上深。值得一提的是，因3月底深圳、上海加码限购政策，4月房价均小幅回调。不过，随着5、6月份深圳龙华、光明新区，上海泗泾、周浦、顾村、嘉定新城等板块相继成交了多宗单价、总价地王，在售项目纷纷调价，房价再次步入上行通道。

**二线城市房价显著分化，热门二线城市房价赶超一线城市。**二线城市房价呈现两种截然不同的走势：其一，强二线城市房价持续飙升，合肥、厦门、南京房价环比涨幅超10%，同比涨幅更是超20%，尤其是苏州房价同环比分别上涨42%和27%，涨幅甚至超过北京、上海、广州等多个一线城市。其二，弱二线城市房价跌幅开始收窄，譬如大连、长春房价同比仍下降，但跌幅收窄至1%，沈阳同比涨幅约8%，也开始止跌回升。

**环一线三四线城市房价增长迅速，其他多数城市仍在下跌。**譬如，广州、深圳周边的佛山、东莞，北京周边的香河、固安，上海周边的昆山等多个三、四线城市，房价全都较快上涨，东莞以30%的同比涨幅居前。除此之外的的大多数三四线城市，如三亚、九江、烟台、洛阳等多市房价仍处下降通道，尤其中西部、东北地区三四线城市房价跌幅最大。

## 下半年房价仍稳中有升，热点城市房价涨幅将趋缓

下半年“去库存”基调不变，政策面总体仍将维持宽松格局，预计房价总体稳中有升，但仍将维持结构性上涨格局。

对热点一线和二线城市来说，上海、深圳在政策收紧之后成交量锐减，下半年将会出现价格松动、微幅下跌。而苏州、南京、合肥等房价持续大涨的城市，成交量已然回落，房价短期内进一步大幅上涨空间有限，但土地市场的高热，尤其是这几个城市“三高”地块的不断涌现，又给未来房价长期上涨带来了强烈的信心预期，短期内房价涨幅充其量会趋于平稳。

## 特别关注

表：2016年上半年全国主要城市商品住宅交易均价(单位:元/平方米)

能级	城市	成交均价	环比	同比	城市	成交均价	环比	同比	
一线	北京	32312	14%	21%	广州	15814	2%	8%	
	上海	34682	5%	16%	深圳	50099	28%	78%	
二线	苏州	17356	27%	42%	南宁	7777	3%	6%	
	合肥	9398	12%	26%	沈阳	6872	6%	6%	
	厦门	24470	15%	26%	兰州	6730	11%	5%	
	南京	17671	12%	23%	宁波	13046	-3%	5%	
	济南	9186	4%	15%	重庆	6873	-2%	3%	
	天津	13020	6%	14%	大连	10159	-1%	3%	
	太原	10533	-1%	14%	青岛	8774	0%	3%	
	西宁	5707	5%	12%	昆明	7730	-1%	0%	
	武汉	9902	4%	12%	海口	8969	1%	0%	
	成都	7764	0%	11%	长春	6188	-1%	-1%	
	贵阳	5732	7%	7%	郑州	9259	-1%	-1%	
	南昌	9491	4%	7%	西安	6935	-4%	-3%	
	长沙	6612	5%	7%	乌鲁木齐	5982	-2%	-6%	
	杭州	16666	5%	7%	福州	12607	-3%	-8%	
	三四线	东莞	12939	21%	30%	徐州	6865	-4%	1%
		香河	7236	12%	28%	肇庆	7383	-10%	1%
漳州		7424	8%	21%	泰州	5842	-4%	0%	
固安		7578	6%	16%	洛阳	5167	-1%	-1%	
昆山		9796	8%	13%	江阴	6857	0%	-1%	
佛山		9166	2%	9%	镇江	6585	2%	-1%	
汕头		7917	-3%	9%	清远	5378	0%	-1%	
廊坊		7160	6%	7%	宜兴	7001	0%	-2%	
无锡		8517	4%	6%	烟台	6569	0%	-3%	
常州		7044	4%	6%	马鞍山	5753	-4%	-3%	
淮安	5921	1%	5%	晋江	7145	1%	-5%		
盐城	6622	0%	4%	台州	10800	-2%	-7%		
宜昌	5724	4%	3%	珠海	15463	0%	-9%		
惠州	6786	7%	3%	九江	4349	-13%	-13%		
泉州	8704	-5%	3%	温州	16510	-2%	-14%		
南通	7789	1%	3%	三亚	17579	-6%	-19%		
株洲	4470	-6%	1%						

数据来源：CRIC2016

## 热销项目频出， 四大类型引爆楼市

**W/W** 2016年一季度延续了去年房地产市场的火热，然而随着二季度热点城市陆续推出限制性政策，从热销项目的情况来看，数量相比一季度有所减少，但整体情况依然较好。

根据CRIC的统计，2016年1-6月，单项目累计销售面积超过30万平方米的有4个，而累计销售金额超过30亿元的项目达到了23个，其中北京林肯公园约70亿元的销售额居榜首。

我们梳理了上半年典型的热销项目，通过汇总分析，发现这些项目主要呈现四大特征。

### 热点城市改善型项目持续火热

上半年延续了去年改善型市场的热度，在良好预期的背景下，聚集了高收入人群的几大热点城市，改善型需求得到持续释放，北京、上海、南京、苏州等城市优质地段的大户型或别墅产品受到市场认可。虽然今年一季度后热点城市相继出台了不同的限制性政策，但在被市场逐渐消化后，整体来看改善型市场的热度依然较高。

一线城市如上海的内环项目瑞虹新城，总价约1000万元一套，凭借其优越的地段在2月份开盘被抢购一空，5小时大卖36亿元；而地处内环江边的尚海郦景项目，主打160-200平方米3-4房，凭借约78000元/平方米的均价在今年上半年累计销售近50亿元；北京泛海国际项目的主力户型均为300-400平方米的大户型产品，均价96800元/平方米，由于其靠近北京朝阳公园优越的地理位置，上半年累计销售超过30亿元。

二线热点城市如苏州狮山原著，地处苏州高新区CBD板块，户型面积为128-143平方米3-4房及别墅，5月开盘2小时700套热销35亿

## 特别关注

元。泰禾南京院子是泰禾打造的第二代“院子系”作品，区位享受成熟的夫子庙商业圈配套，产品为458-804平方米总价超2500万的别墅，5月份开盘即去化7成，总金额达6亿。

表：2016年上半年改善型热销项目

单位：元/平方米

城市	企业	项目	均价	产品	销售情况
上海	瑞安房地产	瑞虹新城怡庭	80000	99-158m <sup>2</sup> 两房三房	2月开盘，5小时狂销36亿
苏州	龙湖地产	苏州狮山原著	31000	170-515m <sup>2</sup> 别墅； 128-143m <sup>2</sup> 三房四房	5月开盘，2小时销700套35亿
南京	泰禾集团	泰禾南京院子	65000	458-804m <sup>2</sup> 别墅	5月开盘，当日项目去化了7成多房源，总金额高达6亿
上海	上海地产	尚海郦景	78000	160-200m <sup>2</sup> 三房四房	上半年累计销售近50亿元
北京	泛海控股	泛海国际	96800	366m <sup>2</sup> 四居、460m <sup>2</sup> 五居	上半年累计销售超30亿

备注：上海数据截至6月22日北京数据截至6月19日

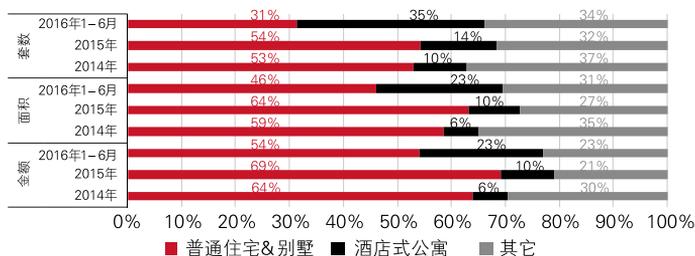
数据来源：CRIC2016

## 商住盘在北京市场倍受追捧

上半年的北京市场还出现了另一大特征，商住产品的销售呈爆发式增长，自去年北京“通州将会定位北京城市副中心”被提出以来，该地区的商住产品就火爆异常。到了今年上半年，通州定位城市副中心逐渐明晰并确定，同时5月通州商住房限购政策出台，6月又有“商住房将停止全部网签”的谣言，商住房热销蔓延到整个北京市。

根据CRIC显示，2014年北京市商住型公寓占商品房销售额的比重仅6%，然而今年上半年，其比重上升到了23%，套数占比更是高达35%。

图：2014年、2015年与2016年1-6月北京商品房销售比例情况



数据来源：CRIC2016

从今年上半年的数据来看，在全国范围内，北京林肯公园甚至以约70亿元的销售成为今年上半年销售金额最高的项目。而在北京市商品房销售金额突出的楼盘中，也不乏商住型公寓产品为主的项目。除了北京林肯公园之外，东亚尚品台湖项目上半年累计销售也超40亿元，累计销售套数超4000套。

究其原因，一方面，是由于北京商住限购传闻，导致大量投资客进入，另一方面，林肯公园项目所在的大兴板块、东亚尚品台湖所在的通州区域，前者是受首都第二机场推动北京南城火热，后者是受城市副中心定位所致，然而价格适中不限购，地铁上盖的条件也符合刚需定位，这类产品在北京始终是比较火爆的。

因此，北京市的商住市场，在政策规划的推动下，在谣言传闻的影响下，自住与投资需求大量涌入，导致了如此繁荣的景象。不过我们认为此种模式不可复制，而未来也必不可持续。

表：2016年上半年销售金额超40亿、销售面超30万方项目情况 单位:亿元、万平方米

上半年销售规模	城市	项目名称	企业名称	累计面积	累计金额	累计均价	项目总建筑面积
销售金额超40亿元	北京	林肯公寓	和裕地产	24.64	69.35	28146	130
	南京	鲁能公馆	鲁能集团	16.60	55.00	33141	18
	上海	地产·尚海郦景	上海地产	6.71	48.48	72285	68
	深圳	鸿荣源壹城中心	鸿荣源地产	11.01	48.04	43619	320
	天津	天津全运村	绿城、融创	18.88	46.88	24835	50
	福州	闽江世纪城	世纪金源	29.86	41.83	14007	154
	深圳	深业上城	深业集团	7.68	40.31	52511	79
	北京	东亚尚品台湖	东亚投资	18.01	40.26	22355	20
销售面积超30万	贵阳	花果园	宏立城	56.11	37.78	6733	1830
	贵阳	中天未来方舟	中天城投	44.09	27.15	6158	720
	廊坊	廊坊孔雀城	华夏幸福	31.40	24.11	7679	71
	沈阳	中海寰宇天下	中海地产	33.70	23.31	6918	224

备注：各城市数据统计的时间存在差异，廊坊截至5月底；北京、天津、贵阳截至6月19日；上海截至6月22日；深圳截至6月24日；南京、福州截至6月26日

数据来源：CRIC

### 区域垄断性大盘项目依然大卖

大盘项目一般具有丰富的产品线，卖点明确且多样化，受众客群范围广，项目均可打造为区域性标杆，在热点或非热点城市均较易引起市场关注。在上半年销售金额超40亿元或面积超30万方的热销项目中，除了南京鲁能公馆、北京东亚尚品台湖，其他10个项目均是超50万方的大盘。其中贵阳花果园、中天未来方舟两个大盘项目以区域性垄断优势持续热销，2016年上半年二者分别销售56.11万方和44.09万方，而在历年的销售中两个项目均居行业前茅。

### 碧桂园、恒大多盘联动获热销

今年上半年，房企采取多盘联动折扣来促进销售的情况不多，然而恒大和碧桂园成为了例外。这两家房企，通过联动多个区域或多盘，并采取较低折扣促销，也促成项目热销，尤其是在五一期间的表现十分抢眼。碧桂园“五一”期间发起全国11盘同步开盘活动，“五一”3天认购金额超过160亿元，4月30日单日认购便超100亿元。此外，恒大在上半年曾多次采取区域联动策略，如“返乡置业购房特惠8.8折”、“无理由退房8.5折”、“全国楼盘8折”等，助力恒大销售业绩节节攀升。

## 城市篇

重点城市库存走向分化，  
下半年去化压力维持低位

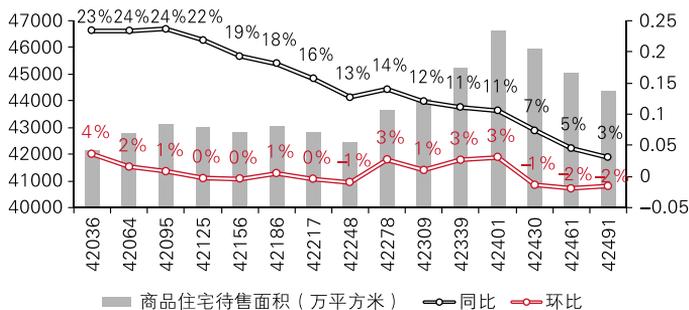
**WIEW** 二季度部分热点城市政策虽有收紧，市场热度有所降温，但供不应求局面仍未发生实质性改变，热点城市“去库存”节奏远领先于去年以及其他城市，商品房库存走向加剧分化。

2016年上半年，在去库存方针不变、货币市场持续宽松的行业背景下，商品房销售显著增长，商品房库存持续走低，合肥、南京等部分城市甚至“一房难求”。

## 行业去库存初显成效，上半年全国待售面积持续回落

2015年中央拉开房地产“去库存”帷幕之后，全国商品房待售面积同比增速持续回落，至2016年5月，商品住宅待售面积同比增速仅为3%，跌至2013年以来新低。2016年，“去库存”脚步进一步提速，自3月份以来待售面积连续三个月环比下滑，至5月末，全国商品住宅待

图：2015年以来商品住宅待售面积走势图



注：此处待售面积为竣工未售面积，不同于后文所述的库存面积，库存面积为领取销售许可但仍未售出的面积，范围大于待售面积。

数据来源：CRIC

## 特别关注

售面积为44369万平方米，较2月份的高点下降了近5%。但分城市能级来看，还是一二线城市去化能力更佳，明证即全国销售金额增速的高企。2016年前5月全国商品住宅销售金额增速比销售面积增速快13%，但70大中城市房价涨幅中位数仅为1.85%，二者的差距必然来自于高房价城市成交占比上涨。

### 八成城市库存风险落入低位，七类城市表现值得关注

从备案数据来看也是如此，至2016年5月末，超过八成的重点城市消化周期低于一年，市场去化风险无虞。整体来看，一线城市远景良好，二三线城市持续分化的格局仍未发生实质性改变。具体来看，库存指标表现最好的城市当属南京，2015年以来南京正式进入规划、交通利好的兑现期，城市边界扩张明显加快，一再刷新的单价“地王”纪录也在不断推高开发商和购房者的心理预期。3月份住宅成交创下历史新高后，地方虽然接连出台了“商品房限涨令”和“土拍限价令”，但市场热度依然不减，4、5月成交量仍然稳定在180万平方米以上。至5月末，全市商品住宅库存已不足300万平方米，消化周期仅为1.6个月。

从存量指标短期变化来看，则有以下几类城市值得关注：

**第一类，库存接近零点，消费者“一房难求”。**即南京、合肥、惠州，特征是商品住宅存量均不到300万平方米，市场消化周期不足3个月，出现热点板块“无房可卖”的局面。其中市场表现最好的当属南京，快速发展的城市建设和土地供应量的持续收紧，造就了火热的南京市场。但合肥、惠州仍有较明显的市场隐患。**合肥是潜在供应较高**，合肥严厉的预售证限价制度收窄了开发商的利润空间，也打击了开发商的推盘热情，导致实际供应量严重收窄，一旦未来行政限令松绑，或出现企业急于周转回笼资金的情况，或将导致短期内供应激增，市场出现大幅波动。**惠州则是过于依赖深圳的辐射效应**，价格的联涨和溢出性需求造就了2016年惠州的库存低位，但随着深圳楼市走势出现反复，惠州需求规模波动风险正在不断累积。

**第二类，去库存脚步不变，供不应求仍是主要矛盾。**典型如北京、上海、武汉、郑州等城市，再细分又可分为两类，一类是北京

京、上海，受政策面收紧影响，二季度市场成交出现回落，但由于新增城镇建设用地不足，供应不足仍是市场的主要矛盾，第二类则是武汉、郑州、长沙等中部单省会城市，区域行政中心、经济中心地位为这些城市导入了大量的省内流动人口，在相对宽松的政策背景下，购房需求持续保持旺盛。

**第三类，消化周期出现短期波动，长期走势依然看好。即深圳与苏州。**与2015年末相比，苏州商品住宅存量下降24%，但消化周期却上涨了3%，市场成交明显降速；深圳表现更为显著，不仅存量上涨了1%，消化周期更是暴增89%，已经达到16个月<sup>①</sup>。深圳消化周期暴涨的原因，其一是限购升级影响，其二是价格冲高太过，5月份70大中城市房价同比涨幅高达54%，使得购房者望而却步，其三是刚需、首改退出市场，4月份以来深圳低价盘去化明显降速，而豪宅产品成交占比快速上涨，统计局数据显示，5月份深圳商品住宅成交均价高达5.7万元/平方米，千万以上住宅成交金额占比高达33%。但长远来看，鉴于深圳城镇建设用地难再有增量的事实，在庞大的人口基数保障下，供不应求的基本面仍不会改变，房地产市场依然看好，而近期深圳房企项目“不急卖”的态度也正说明了这一点。

**第四类，迎来需求释放期，去化风险快速降低。如天津、宁波、杭州、成都、常州、无锡等二三线城市。**这些城市经济发展较快，多有较强的外来人口吸纳能力，但由于前期土地供应量较大，以致库存积压。得益于2016年市场需求的快速释放，这些城市去化周期明显降低，其中最典型的当属无锡、天津与杭州，2016年5月末销售周期都控制在9个月以内，同比降幅均超过60%。

**第五类，库存有所回落，但需求仍缺乏向上动力。典型如昆明，**与2015年末相比，昆明市库存回落了8%，但消化周期却高出15%。主因还是昆明市近年房地产投资规模过大，房价缺乏向上支撑，需求动力不足，70大中城市房价指数显示，5月份昆明房价同比下跌7%。

**第六类，库存仍在持续上涨，潜在风险不断累积。**此类城市有南昌、南宁和泉州。这些城市消化周期的回落，主要还是受成交上涨

<sup>①</sup> 此处深圳库存总量包括酒店式公寓，故高于深圳官方发布的库存数据。

## 特别关注

推动，与2015年同期相比，三市商品住宅库存分别同比上涨了3%，11%和16%。由此来看，此类城市存在前期潜在库存过高、土地供应未及时刹车等问题，应对房地产市场“增库存”的现象所警惕。

**第七类，城市库存仍居高位，市场供求矛盾不容忽视。**即沈阳、大连、烟台等城市，虽然消化周期均有回落，但库存总量仍在高位，未来去化市场压力仍在，一旦地产调控政策、货币政策出现反复，这些城市风险攀升的可能也是首当其冲。

### 下半年库存压力将维持低位，热点城市或现短期波动

展望下半年，基于去库存基调不变的判断，我们认为**重点城市库存压力仍将保持低位，并有进一步下探的可能**。具体来看，对于上海、南京、合肥等热点城市而言，由于市场成交已达高点，去化速度难再有进一步提升的空间，而高企的房价也阻止了刚性需求的释放，在政策收紧预期的压力之下，消化周期还有反向上升的可能。**对于成都、杭州等城市而言，库存压力将继续改善**，在政府控地策略渐现成效，去库存新政发力的助推之下，库存压力有望进一步释放，市场供求关系将继续转好。对于市场出现较大波动的深圳来说，市场成交规模仍将稳定在相对低位，主要有三点原因：其一，高企的房价将大量首置首改群体挤出市场，需求基数降低；其二，当下市场供应主力为豪宅产品，产品特性即“不急卖”，用销售时间换溢价空间；其三，基于新增建设用地不足的事实，企业对深圳未来充满信心，没有主观降价动力。

附表：37个重点城市上半年供求比、库存量和消化周期（二线城市按消化周期排序）

城市	供求比		存量					
	前5月供求比	2015年供求比	月底存量	环比	同比	消化周期	环比	同比
北京	0.8	0.6	852	-15%	-17%	8.05	-13%	-49%
上海	0.8	0.6	440	-34%	-50%	3.10	-24%	-59%
广州	1.0	0.6	846	-7%	-12%	5.92	-21%	-39%
深圳	1.0	0.9	594	1%	24%	16.0	89%	83%
南京	0.9	0.6	299	-50%	-55%	1.59	-58%	-81%
合肥	0.9	0.6	192	-48%	-62%	2.25	-45%	-64%
惠州	0.5	0.7	192	-14%	-25%	2.46	-35%	-50%
武汉	0.8	0.6	933	-30%	-35%	3.00	-44%	-68%
郑州	0.5	0.4	484	-30%	-23%	3.48	-45%	-60%
苏州	0.7	0.6	387	-24%	-50%	3.73	3%	-62%
杭州	0.9	0.6	884	-17%	-24%	4.25	-47%	-61%
九江	0.7	0.3	192	-18%	-16%	4.79	-31%	-59%
无锡	0.7	0.4	640	-29%	-38%	5.12	-65%	-73%
成都	0.6	0.6	1330	-26%	-36%	5.16	-37%	-51%
厦门	0.9	0.5	242	-24%	-21%	5.22	-29%	-56%
济南	1.0	0.9	871	-5%	-2%	5.33	-29%	-48%
南昌	0.8	0.7	354	7%	3%	5.42	10%	-48%
佛山	1.0	0.7	1082	-7%	-6%	5.97	-30%	-35%
重庆	1.0	0.7	1234	-9%	-11%	6.27	-7%	-5%
宁波	0.8	0.6	448	-15%	-19%	6.50	-37%	-49%
常州	0.6	0.6	442	-22%	-35%	6.79	-46%	-50%
东莞	0.9	0.7	503	-21%	-32%	7.18	3%	-25%
南宁	1.0	0.8	659	-12%	11%	7.86	7%	-24%
长沙	0.7	0.8	1126	-13%	-27%	7.88	-26%	-32%
福州	0.8	0.7	251	-14%	-16%	8.91	-7%	-31%
天津	0.6	-	2227.0	-16%	-22%	8.96	-50%	-69%
青岛	0.9	0.4	1659	-19%	-14%	9.21	-43%	-56%
海口	1.1	1.3	374	-23%	-22%	9.78	-35%	-44%
徐州	0.8	0.9	584	-4%	-7%	11.07	-40%	-31%
昆明	0.7	0.6	698	-8%	-11%	12.07	15%	2%
长春	0.8	0.5	995	-13%	-17%	12.45	-18%	-39%
西安	0.9	0.6	1852	-12%	-18%	13.35	-16%	-35%
宜兴	0.4	0.4	307	-16%	-15%	18.24	-47%	-43%
大连	0.6	0.4	1149	-11%	-18%	18.39	-35%	-42%
烟台	1.1	0.6	809	-8%	-7%	19.82	-21%	-42%
沈阳	0.9	0.6	2632	-7%	-6%	20.64	22%	-25%
泉州	1.2	1.0	339	2%	16%	21.23	-20%	-26%
合计	0.6	0.8	26878	-16%	-20%	7.04	-20%	-42%

注：深圳数据包含酒店式公寓，故库存量高于住建局官网披露数据；环比为对比2015年年末

数据来源：CRIC



## “地王”数量创新高，下半年热点城市地价仍维持高位

**VIEW** 上半年一二线城市地王井喷，苏州、杭州、南京等热点城市更是一再刷新城市地王纪录。

2016年上半年，去库存新政仍在持续发力，土地市场供求规模持续收窄，其中三四线城市表现最为显著，供应、成交面积均大幅下滑。但在市场成交热度持续攀升的背景下，企业拿地热情却一再高涨。

### 一、二线城市溢价率大幅攀升，三四线城市供求持续走低

整体来看，2016年上半年经营性土地供应面积为19856万平方米同比下降69%，其中三四线城市供应量下跌最为显著，新增供应量仅为2015年同期的12%。由此来看，中央的“分城施策”、“有供有限”施政方针也在今年实现了真正落地。值得注意的是，一线城市土地供应量也出现了较大幅度下滑，同比下跌31%，但这主要是由于城市建设发展已经相对成熟，新增城镇建设用地的直接经济成本、二度规划难度过高所致。

受供应收窄影响，上半年土地市场成交规模也维持在了相对低位，土地成交建筑面积为17248万平方米，同比微涨3%，较2014年上半年下跌55%，其中一线城市下滑幅度最大，成交面积同比下降41%，二线城市基本同比持平，三四线城市则由于2015年基数过低，上半年成交面积小幅增长13%。但从溢价率指标来看，一线城市仍然拥有着最为火热的土地市场，2016年上半年平均溢价率高达56.3%，较2015年同期高出39.5个百分点。二线城市紧随其后，溢价率也达到了51.8%。

表：2016年上半年各能级城市经营性用地供求价情况

单位：万平方米，元/平方米，亿元

城市能级	供应面积		成交面积		成交均价		成交金额		溢价率	
	面积	同比	面积	同比	均价	同比	金额	同比	2016年	2015年同期
一线城市	1127	-31%	902	-41%	15447	42%	1394	-17%	56.30%	16.82%
二线城市	12781	-11%	10800	4%	4366	77%	4716	84%	51.86%	12.52%
三四线城市	5948	-88%	5545	13%	1818	28%	1008	45%	28.43%	4.57%
合计	19856	-69%	17248	3%	4127	41%	7118	44%	48.84%	12.72%

注：2016年数据统计范围为2016.01.01 - 2016.06.22

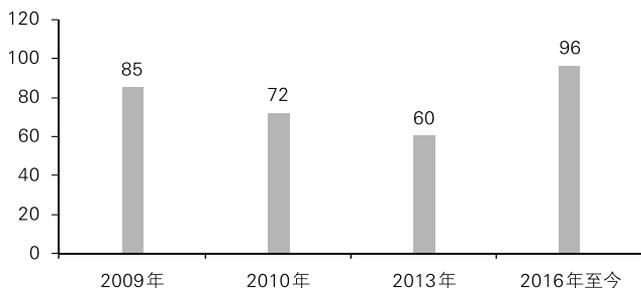
数据来源：CRIC

## 半年内地王数量已创历年新高，热点城市土拍热度飙升

而今年土地市场最引人关注，还是频频刷新地王纪录。2016年上半年共成交了169幅“三高”地块（高总价、高单价、高溢价），平均每个工作日有1.42块“三高”地块成交。进一步分析，2016年的地王潮主要有以下几点现象值得关注：

（1）短短半年已经刷新历年地王数量纪录。CRIC统计，年初迄今重点城市总价、单价“地王”数量已经达到了95幅，而在上一个“地王年”2013年，全年也不过拍出了60幅“地王”。仅仅半年时间，2016年将成为了历史上出现地王最多的年份。而大量出现地王的现象，说明行业成本控制能力正面临着新一轮考验，也是行业进入新发展阶段的有力例证。

图：历年“地王年”地王数量对比



地王标准：刷新所处板块的总价纪录或单价纪录，2016年统计范围为2016.01.01 - 2016.06.22

数据来源：CRIC监测

## 特别关注

(2) 总价地王也多为高溢价成交。从历史经验来看，受资金成本压力所限，总价地王竞争者较少，溢价率也大多不高，典型如2014年上海董家渡地王，成交总价为248.5亿，但溢价率仅为0.2%。但今年却并非如此，总价地王也大多以高溢价成交。即便以成交金额最高的十块总价地王为样本，平均溢价率也达到了78.6%，只有两块土地溢价率低于80%。并且需要说明的是，这两块土地均为综合用地，后期操盘难度较高，且出让时间都在农历新年以前，当时土地市场热度尚未真正上升。总价地王之所以频频高溢价成交，还是基于充裕的现金流保证，也在侧面印证了当下行业销售的热度。

表：2016年上半年总价地王的成交金额前十

土地名称	成交总价 (万元)	成交楼板价 (元/m <sup>2</sup> )	溢价率 (%)	受让方
光明新区A646-0059地块	1406000	27623	160%	龙光地产
杭政储出(2016)9号	1231800	21576	96%	信达
建邺区NO.2016G11	880000	15058	115%	世茂房地产
滨湖区BH2015-09地块	768919	8241	290%	文一地产
2015年149号苏河湾地块(综合)	693200	27825	0%	华侨城、华润联合体
周浦镇西社区PDP0-1001单元	545000	43607	296%	保利地产
土地市场2016第021号同安区2016TP02	542600	25838	150%	保利地产
朝阳区将台乡驼房营村(综合)	513500	41417	2%	绿城、九龙仓、中交
鼓楼区NO.2016G01	482000	29899	86%	招商蛇口
江宁区NO.2016G16	480000	13860	126%	中南集团

注：指刷新所属区域地王纪录的地块，并非对成交总价的简单排序

数据来源：CRIC

(3) 集中在少数二线城市。梳理2016年上半年“三高”地块，169幅土地分布在27座城市，分城市能级来看，二线城市共拍出120幅“三高地块”，占比最大。具体到城市来看，其中又以合肥、苏州、南京三市数量最多，分别有24幅、21幅和20幅，合计“三高”地块数量约占全国四成。值得注意的是，上半年苏州、南京、合肥一共只出让了105幅经营性用地，其中60%都是“三高”地块。在市场角度，“三高”地块的集中印证了合肥、苏州、南京市场的火热，从投资角度来看，地王的区域集中，则说明了企业区域判断的趋同。

表: 2016年上半年重点城市“三高”地块分布情况

能级	城市	数量	城市	数量
一线 ( 34 )	上海	19	广州	5
	北京	8	深圳	2
二线 ( 120 )	合肥	24	苏州	21
	南京	20	杭州	12
	武汉	6	南宁	6
	南昌	5	郑州	5
	宁波	4	福州	4
	天津	4	成都	3
	厦门	3	大连	1
	重庆	1	太原	1
	佛山	7	东莞	4
三线 ( 15 )	珠海	1	无锡	1
	温州	1	漳州	1

数据来源：CRIC

### 未来热点城市土拍仍难降温，企业判断趋同是关键内因

结合以上判断来看，2016年热点城市土拍热度的飙升，一方面是由于开发商“兜里有钱”，在市场成交持续向好，货币政策整体趋宽之下，大多数开发商现金流、净负债率都得到了极大改观，另一方面是2015年以来热点城市房价持续上涨，推高了市场的价格预期；但最重要的原因，还是因为行业规模见顶，但集中度却在不断提升，行业整合也在不断提速，加剧了企业对于规模诉求的危机感，导致优质土地资源的争夺明显加剧。

因此对于下半年土地市场走势，我们认为三四线土地供应仍将保持紧缩，热点城市地王涌现的频率或将有所放缓，但地价仍将维持在高位。目前苏州、南京等热点城市虽面临政策性压力，但在行业集中度快速提升，大中型企业规模诉求高涨的背景之下，土拍市场热度仍难出现实质性降温。但从企业角度出发，对于合肥、成都此类潜在库存较高的城市而言，还是应当谨慎拍地，毕竟相对于庞大的未入市土地库存而言，已经领取预售证的待售面积只是管中窥豹罢了。



## 企业销售完成度普遍较高， 万科、恒大、碧桂园破千亿

**VIEW** 2016年上半年楼市回暖，房企销售普遍实现快速增长，6月伊始，万科、恒大、碧桂园已高调宣布销售额突破千亿大关。

上半年房企目标完成率普遍较高，截至2016年5月，30家典型房企中，已有8家房企的目标完成率达到50%以上，不出意外，2016年房企又将是一个丰收年。

### 前五月房企业绩同比翻番达8家，目标完成率普遍较高

2016年前5月，30家典型房企的销售金额为10758.68亿元，同比增长66%；同比下滑的仅有万达，其它房企均有一定程度的上涨。前5月业绩同比翻番的企业有8家，其中首开、旭辉、碧桂园三家房企同比分别为261%、204%、159%。

从目标完成率来看，截至5月已有8家房企达到了50%以上，另有8家目标完成率在40%-50%之间，上半年完成50%预计不成问题。对比去年同期25%-35%的目标完成率来看，今年房企的完成率普遍较高，一方面是因为市场回暖房企销售大涨；另一方面，也是因为今年不少房企在目标设定上都相对保守，目标增长率基本维持在20%左右，典型的如恒大，今年与去年的销售目标基本持平，而万达更是降低了企业销售目标。

表：2016年前5月重点房地产企业销售及目标完成情况

单位：亿元

企业	2016年销售目标	2016年1-5月金额	目标完成率	累计同比
禹洲地产	160	104.02	65%	153%
旭辉集团	365	231	63%	204%
碧桂园	1680	955	57%	159%
恒大地产	2000	1104.4	55%	77%
融创中国	800	417.7	52%	102%
新城控股	400	209.58	52%	140%
越秀地产	258	135.12	52%	66%
保利置业	280	140	50%	44%
万科地产	3000	1476.7	49%	74%
龙湖地产	620	302	49%	103%
雅居乐	460	216.5	47%	43%
华润置地	960	428.6	45%	49%
时代地产	215	97.24	45%	77%
龙光地产	240	106	44%	69%
富力地产	600	240.8	40%	46%
宝龙地产	150	60.46	40%	26%
中海地产	1567	611.13	39%	14%
招商蛇口	650	243.9	38%	58%
万达商业	1000	358	36%	-12%
世茂房地产	670	243.59	36%	4%
当代置业	150	54.15	36%	53%
中国金茂	300	96.63	32%	40%
远洋地产	450	138.8	31%	43%
建业地产	180	53.04	29%	21%
首创置业	380	106.1	28%	12%
绿地集团	3200	796	25%	56%
保利地产	/	836.49	/	66%
绿城中国	/	369	/	54%
金地集团	/	342.7	/	137%
首开股份	/	284.03	/	261%

数据来源：CRIC

### 万科、恒大、碧桂园突破千亿，华润、融创蓄势待发

从单个企业来看，禹洲、旭辉、碧桂园、恒大等房企完成目标情况理想，甚至部分企业后期有继续上调目标的可能。但是还有5家房企的目标完成率低于35%，后续销售目标完成压力会相对较大。总体来看，主要有以下三类房企表现较为突出：

一是“恒者恒强”的万科、恒大、碧桂园，累计销售额已破千亿。万科仅用5个月的时间，销售业绩已达1476.7亿元，目标完成率达49%，销售规模也遥遥领先其他房企。同为立足于三四线的房企，恒大和碧桂园，前5月销售金额分别为1104.4亿和955亿（截止到6月8日碧桂园也已破千亿），目标完成率均在55%以上。

二是“节节攀升”的华润、融创，有望于2016年跻身“千亿房企”。华润前五月累计销售428.6亿元，同比增长49%，目标完成率达45%，按照现在的发展态势，全年超额完成960亿的销售目标冲刺千亿也是很有可能。融创虽然2016年目标仅为800亿，但前5月累计销售已达418亿元，增长势头强劲，加上2016年融创可售货值约1400亿，也很有希望提前晋级千亿房企。

三是“快速增长”的金地、龙湖，依托良好布局后期仍具较大的发展潜力。金地2016年一季度销售业绩达到了204.1亿元，继2009年以来终于再次杀回房企10强。同时，其战略布局涵盖京津地区、长三角、珠三角等多个当前热点城市，且目前均有项目在售，若后期推盘节奏把握适宜将会有不俗的表现。龙湖5月份单月业绩首次突破100亿，累计销售业绩也同比翻番达到103%。龙湖近年来不断调整布局，聚焦一二线核心城市，现在良好的布局效果开始显现。据了解，除了北京地区计划今年冲刺百亿外，南京、苏州预计销售额也将达40-50亿元，为企业销售增长添加新的动力。

布局篇

## 房企拿地金额大幅上升， 央企充当“地王收割机”

**VIEW** 在上半年市场向好、企业销售大增的基础上，房企拿地态度也较为积极。

一线和诸如南京、合肥、杭州的核心二线城市成为布局热门，房企纷纷不惜重金抢地；据CRIC统计，截至2016年5月31日，全国共计成交了147幅地王，其中央企的表现最为亮眼，成为了名副其实的“地王收割机”。

### 房企拿地态度较为积极，一线和部分二线地王扎堆

前5月，20家房企拿地总建筑面积约7556.85万平方米，同比增长36%，拿地金额约为3062.1亿元，同比上升47%。究其原因，一方面年初市场整体表现较好，企业销售节节攀升，房企资金宽裕；另一方面一线城市和部分二线核心城市成为土拍热点，房企纷纷不惜重金，砸出了一个又一个“地王”，促使拿地金额较去年同期有了大幅上升。

从单企业表现来看，拿地面积排名前三甲的分别是碧桂园、万科、恒大，而拿地金额投入较多的房企以万科、碧桂园、融创为代表，分别高达550.61亿、476.14亿和322.35亿。值得一提的当属碧桂园，2016年上半年依旧着力加码三四线城市布局，并且在云南曲靖、楚雄布局的基础上首入昆明，寻求新的规模扩张。在增速方面，绿城和雅居乐的拿地金额同比都出现大幅上升，主要是企业去年拿地较少且主要在三四线，而今年企业均新增了热门一、二线城市地块。

## 特别关注

表：2016年前5月重点房地产企业新增土地储备

单位：万平方米、亿元、元/平方米

企业名称	2016年1-5月 建筑面积	建筑面积 同比	2016年1-5月 成交总价	成交总价 同比	2016年1-5月 成交楼板价	成交楼板价 同比
碧桂园	2962.58	527%	476.14	847%	1607	51%
万科地产	1130.34	116%	550.61	161%	4871	21%
恒大地产	652.35	1%	217.29	17%	3331	16%
保利地产	617.85	124%	289.12	264%	4679	63%
融创中国	347.99	98%	322.35	185%	9263	44%
万达集团	323.77	-45%	50.24	-63%	1552	-32%
绿地集团	315.86	27%	203.71	77%	6449	40%
华润置地	296.98	37%	175.98	-36%	5926	-53%
中海地产	226.59	-82%	83.56	-80%	3688	9%
旭辉集团	127.07	-11%	50.62	-39%	3984	-31%
新城控股	118.00	-55%	51.47	-10%	4362	98%
招商地产	108.99	10%	160.83	255%	14756	222%
中国金茂	78.93	/	89.02	/	11277	/
龙湖地产	74.82	-5%	114.75	69%	15337	79%
世茂房地产	58.46	3%	88.00	311%	15052	299%
绿城中国	42.45	59%	90.32	3932%	21275	2428%
富力地产	39.91	-69%	10.93	-52%	2738	56%
雅居乐	19.52	32%	28.34	4194%	14516	3155%
金地集团	14.35	-95%	8.84	-94%	6159	34%
远洋地产	0.00	-100%	0.00	-100%	/	/
总计	7556.85	36%	3062.10	47%	4052	8%

数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

### 央企首5月拿地激进，信达勇夺地王“一鸣惊人”

2016年“地王”数量创历史新高，从拿地企业来看，央企首当其冲，成为“地王专业户”。上半年，保利收获了4幅地王项目，总计金额达到了159.4亿元，其中在上海获得的周浦镇西社区地块溢价率高达296%，楼板价高达43607元/平米，“面粉贵于面包”的价格再一次展现了央企的“阔绰”。一向有地王制造之名的葛洲坝上半年也不甘落后，32.8亿元拿下南京新的单价地王，楼板价高达45213元/平米。

此外，信达地产在本轮的“地王攻坚战”中也是“一鸣惊人”，上半年耗资215亿拿下三幅地王，加上2015年下半年抢下的地王，最近一年信达已经拿下的地王成交总价高达352亿元，与企业销售金额明显不成正比。究其原因，除了常规的银行贷款、股权质押、增发等手段支撑外，母公司中国信达是信达地产这一轮圈地最重要的支持者，主要通过基金为其“输血”，成为信达地产敢于不惜代价夺地的重要基础。

表：2016年前5月部分央企地王成交情况 单位：万平方米、亿元、元/平方米

土地名称	城市	建筑面积	成交总价	楼板价	溢价率	受让方
钱江新城南星单元B-02地块	杭州	9.2	33.9	36679	66%	信达地产
2016年第01号浦口区NO.2016G03	南京	13.98	31.20	22320	163%	保利地产
土地市场2016第021号同安区2016TP02	厦门	21.00	54.26	25838	150%	保利地产
合国土资公告[2016]5号瑶海区 E1603地块	合肥	15.96	19.44	12180	383%	保利地产
2016年第03号建邺区NO.2016G14	南京	7.25	32.80	45213	110%	葛洲坝
2016年24号公告南汇区周浦镇西社区 PDP0-1001单元A-03-11地块	上海	12.50	54.50	43607	296%	保利地产
杭政储出(2016)9号滨江奥体站上盖地块	杭州	57.09	123.18	21576	96%	信达地产
宝山新城顾村A单元10-03、10-05地块	上海	15.96	58.05	36383	303%	信达地产

数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

## 风向转变、概念离场， 房企聚焦三大战略重点

**VIEW** 2016年上半年多地楼市行情火爆，行业心态普遍乐观，房企战略的焦点也回归到了拿地和开发主业上，不再讲对转型的“故事”津津乐道。

基于房地产行业的特质，传统金融、资产管理和物业服务是最适合房企价值提升的战略方向，也是对房地产产业链的再次完善。

### 传统金融牌照受宠，中型房企加入争抢

既能单独盈利、又能辅助主业的金融行业一直以来是房企业务拓展的主要方向，尤其在资本话语权逐步体现的2016年上半年，房企“脚步加快、胃口加大”，纷纷将目光投向了银行、信托、保险和证券四大传统金融牌照。

**恒大成为盛京银行大股东，收获银行和消费金融两大牌照。**2月起，恒大陆续增持盛京银行股权，包括耗资69.29亿港元收购5.77亿H股，和100.16亿元收购10.02亿A股，合计持股比例27.42%。尽管此后恒大为满足公众持股量进行了策略性减持，但不影响其第一大股东位置。控股银行能提高恒大资产总量，增加投资收益，也有利于上下游供应商融资渠道的拓宽；此外，盛京银行刚获得的消费金融牌照则能和恒大原有的客户大数据结合，建立征信体系，与社区、消费等业务共同发展。

**绿地入股杭州工商信托，国资背景助力抄底信托牌照。**绿地共花费8.02亿元后收购了杭州信托2.99亿股，以19.9%的持股比例成为其第二大股东。信托业务的净利率远高于房地产开发业务，能提高绿地的整体盈利能力，此外绿地自身业务和资产，与信托行业的转型趋势及杭州工商信托的特色产品均十分匹配，绿地的房地产开发和基建两大业务板块，均为信托资金的主要投向。

保利地产参与发起设立粤港证券，主要为财务投资。保利地产旗下保利物业与广东粤财投资等6家发起人共同协议，拟以现金认购股份方式共同发起设立粤港证券。其中，保利物业拟出资3.5亿元认购3.5亿股，占粤港证券10%股权。券商的业务构成，表明投融资并非其的核心发展方向，与房地产行业协同效应小。但券商盈利水平明显强于房企，保利地产也将此番参股定义为，“通过长期持有粤港证券股权获取投资收益和资本增值”。

泰禾收购大新人寿，多家中型房企拟发起设立保险公司。保险企业最受房企青睐，继恒大收购中新大东方、万达收购百年人寿后，泰禾收购了大新金融旗下港、澳人寿业务的全部股权，总代价约106亿港元。此外，新城控股、厦门国贸、红星美凯龙、融信等均

表：房企近期获取传统金融牌照情况

企业	牌照	形式	事件
恒大	银行	收购	恒大陆续增持盛京银行股权，包括耗资69.29亿港元收购5.77亿H股，和100.16亿元收购10.02亿A股，合计持股比例27.42%
绿地	信托	收购	绿地共花费8.02亿元后收购了杭州信托2.99亿股，以19.9%的持股比例成为其第二大股东
恒大	保险	收购	恒大以39.39亿元的价格竞得重庆寿险企业中新大东方50%股权，成为其第一大股东
万达		收购	万达在多次增持后成为百年人寿第一大股东，持股比例11.55%
泰禾		收购	泰禾收购大新金融旗下港、澳人寿业务的全部股权，总代价约106亿港元
阳光城、泰禾		发起设立	阳光城、泰禾与福建省能源集团等联合发起设立海峡人寿保险公司，注册资本15亿元，其中阳光城拟出资1.95亿，占13%；泰禾拟出资1.5亿元，占10%
世茂	发起设立	世茂拟与其他企业联合发起设立新沃财产保险公司，世茂拟出资1.1亿元，占11%	
厦门国贸	发起设立	厦门国贸拟出资不超过3亿元参与发起设立紧急救援责任保险，持股比例为20%	
融信	发起设立	融信投资与京东方科技、平潭国有资产、平潭投资等共同发起设立保险公司，融信拟出资4亿元，持股20%	
新城、红星美凯龙	发起设立	新城控股与红星美凯龙、红豆集团等共同联合发起设立国峰人寿保险，其中新城拟出资3亿元，占20%；红星美凯龙占20%	
中天城投	证券	收购	中天城投旗下贵阳金融控股公司以自有资金30.11亿元，在上海联合产权交易所竞获海际证券66.67%股权
保利地产		发起设立	保利物业与广东粤财投资等6家共同发起设立粤港证券。其中，保利物业拟出资3.5亿元认购3.5亿股，占粤港证券10%股权

资料来源：企业公布；CRIC

公告发起设立相关保险公司，不过基于当前期望进入保险行业的企业过多，排队审批遥遥无期，尤其是寿险牌照较难获取。

### 资产管理能力提升，参与国内外产业投资

除了获取四大牌照外，房企设立基金、与金融机构合作也不再限于为自己项目融资，而是开始提前布局资产管理，利用房地产行业充足现金流优势，或对其他行业等进行投资，分享潜力产业的发展的红利；或是收购优质地段的持有物业，以自身对不动产价值的判断眼光帮助资本实现增值。

**绿地香港与科威特战略投资者订立框架协议**，将共同设立目标规模为80亿美元的丝绸之路房地产综合基金，期限8年，基金将向国际战略及财务投资者，收取多元化资本资金，投资于世界顶级房地产、全球主要城市黄金地段的房地产及多元化的地产领域，目前在纽约上海都已有项目锁定。

**保利地产与中金公司等共同成立保利资本**，拟发起设立珠海利晖股权投资合伙企业，预计规模不超过25亿元人民币，用于投资滴滴出行公司1.46%股权。保利资本经营范围包括房地产开发基金、商业不动产投资基金以及股权投资基金，其中股权投资方面将聚焦大消费、教育、医疗、物流、产业园运营。

**华夏幸福多次联合资本投向旗下园区产业**。如与两家深圳企业，共同在嘉善县高铁新城区域或华夏幸福指定的其他委托区域共同打造创意设计产业基地项目及面向全国的设计O2O服务平台，总投资额约为50亿元。作为以产业地产为优势的房企，华夏幸福资产管理能力的加强，也有利于产业内入驻的企业成长，乃至带动整个园区、甚至该区域的经济和消费能力提升。

### 完善基础物业管理，丰富社区服务种类

由于房企能够垄断自有社区下游的物业管理行业，因此社区服务是房企提出多元化转型的首选。2016年上半年，多家房企分拆物业管理公司上市后，行业在资本市场的“风口”已过，但更多的房企以业主满意为目的，将重点放在提高基础服务而非盈利上。

**融创高端生活价值体系在各地陆续铺设**，包括北京壹境界、上海ONE生活、杭州归心社区和其他城市的臻生活。融创定义的生活价值体系贯穿于全产品周期，即从拿地、产品设计到交房后的整个过程，如与定位相符的配套、社区环境和品质、针对不同年龄层次业主的邻里活动、豪宅社区的私人定制和圈层服务等，满足客户需求，并已整合旗下所有物业公司为物业集团，独立于开发外对业主进行服务。

**东原童梦童享2.0版逐渐覆盖全国项目**，将儿童作为服务对象，聚焦0-12岁孩子，系统性满足孩子在社区内的安全、教育、娱乐需求，从硬件到软件，全方位提供儿童社区配套产品和服务。此外，东原已经初步形成了“童梦童享、友邻友趣、乐享乐配、优度优家”四大社区子品牌，分别从儿童成长、人文亲邻、社区配套及特色精装修等方面为客户提供全生命周期的社区服务。

**融信成立国学堂传承中国传统文化**。部分房企通过提升物业类软性服务，丰富物业服务的种类。今年上半年，融信中国成立融信国学堂，成为未来在品牌力竞争中获取优势的基础。融信战略眼光超前，通过“国学堂”定位自身为“重文化讲情怀、高品质有担当”的房企，不仅引发了地产圈内有志之士的持续关注，还受到了业主的追捧，可谓房企中的标杆。

表：部分房企分拆物业上市情况或计划

企业	物业名	上市地点
蓝光	嘉宝股份	新三板
远洋	远洋亿家	新三板
绿城	绿城服务	香港
中海	中海物业	香港
协信	天骄股份	新三板
当代置业	第一物业	新三板
碧桂园	有分拆物业公司上市计划	
雅居乐		
万科		
东原		

资料来源：企业公布；CRIC

## 特别关注

### 结语

2016年的上半年注定不平凡，在大家的迟疑、焦虑中开场，经历政策全面刺激、巨量信贷资金的洗礼，迎来行业指标的全面反转，换来大型房企业绩盆盈钵满，终以“地王”此起彼伏谢幕。

这样似曾相识的境况可以说在行业发展周期轮回不断重复，而以往都在行业螺旋式上升过程中有惊无险的一一平稳度过。时至今日，房地产市场的需求结构和外部环境已不同往昔，是否能够再次演绎周期上升、实现惊险一跃，2016年下半年走向尤为关键，值得期待！

延伸阅读

## 高烧不退的合肥楼市 究竟养肥了哪些房企？

文/克而瑞研究中心研究员 朱一鸣、孙月、李殊婧

**VIEW** 4月28日，合肥土地市场再掀热潮，6宗地共拍出3块地王，总成交额113亿。纵观这两年，合肥房地产市场的持续高热诱惑诸多房企抢地进入。那么，哪些房企获益颇丰，哪些又因强竞争而面临生存危机呢？

合肥的房地产市场在近一两年尤为火爆，房企争相拿地，土地和房价上涨迅猛，在二线城市中显示去了尤为强劲的购买力。从经济的角度来看，合肥作为安徽省的省会在前十几年都未能出现跨越式的发展，尤其和邻近的江浙沪地区出现了较大的差距。近几年，政府开始大力规划，合肥房地产市场的高热度在很大程度上也正是依托于城市新兴建设。而在下文中，我们将详细讨论当前合肥房市的格局及现状。

### 合肥房地产发展的市场背景

从城市发展看，人口增长动力足但购买力有限；刚性需求持续增长为楼市托底。去库存、货币宽松背景下，近五年商品住宅市场持续火爆，需求激增。

### 基础数据解读城市经济<sup>①</sup>

<sup>①</sup> 本小节内容略

### 商品住宅市场持续火爆

**历史数据：近五年供需平衡，价格稳中有升。**供求关系看，2010-2012年合肥商品住宅供大于求，处于市场调整和消化库存阶段；2013年供求比降至1以下，市场需求达到顶峰，当期供应量为1320万方，成交量为1407万方；2014年市场供需基本平衡，但同比13年供应量与成交量都有所减少；2015年商品住宅市场再次出现供不应求，全年供应量为1050万方，成交量为1165万方，供求比为0.9。

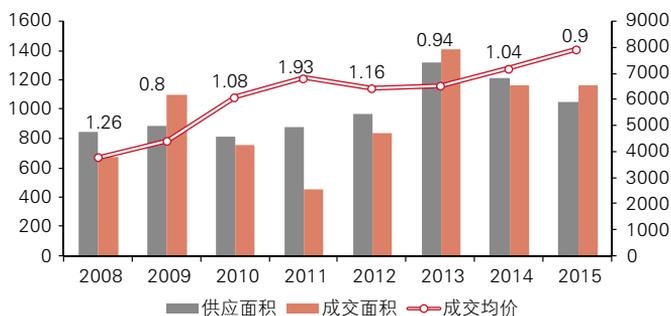
价格走势看，2010-2012年合肥商品住宅价格稳中有降，2013年-2015年成交均价上涨幅度较大，2015年成交均价达7922元/㎡。

观察近五年商品住宅的量价变化，我们认为，合肥市场保持健康，全市供求比基本平衡，均价呈上扬趋势。

**当前走势：15年起供不应求，16年供求比降至历史低点。**2015年全年，合肥九区商品住宅供求结构看，市场多处于供不应求的局面。其中，5月、7月、8月、12月供求比在0.7-0.8的范围，3月和11月供求比降至0.7以下，仅2月、4月和9月三个月供求比过1；受供求结构、市场火爆等因素的影响，均价上持续走高，全年均价为8474元/平方米。

图：2008-2015年合肥商品住宅量价表现

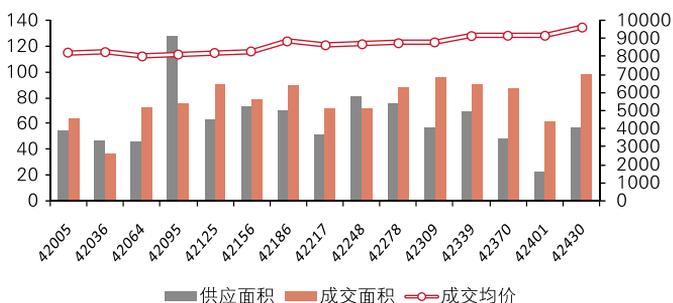
单位：万平方米、元/平方米



数据来源：CRIC

图：2015.1-2016.3合肥商品住宅量价表现

单位：万平方米、元/平方米



数据来源：CRIC

## 九大行政区房地产市场分析

合肥九大行政区域，哪个区房价上涨最快？哪个区房价最高？哪个区库存风险大？工业区又有何特征？

**四大老城区：**庐阳区、包河区、瑶海区、蜀山区（略）

**两大热门区域：**政务区、滨湖区

政务区和滨湖区是目前合肥房地产市场的两大热门区域，也是目前新供应的集中所在地。



## 特别关注

### 政务区：供应最少、房价最高。

从成交的情况可以看出，政务区是当前合肥市房价最高，且房价上涨速度最快的区域。2010-2016年，该区的房价复合增长率高达337.01%，位居各区之首。

图：政务区2010-2016Q1年房地产市场供求情况



数据来源：CRIC监测

### 滨湖区：房企扎堆，库存量大存风险。

滨湖区是当前合肥市供地的主要区域，大部分的房企和其新项目都在滨湖扎堆，造就了该区域的高热度。在滨湖区的开发初期，由于地理位置过于偏远，其未来的发展并不被群众所看好。但从区域房价近6年的表现来看，平均成交价的复合增长率为293.66%，实现了人气从低谷至高峰的逆袭。

滨湖区的高热在很大程度上依靠了政府引导。从当前该区域的购房人群来看，本地购房者多为投资客，真正用来自住的还是外地人居多。

我们认为，目前房企在滨湖区扎堆建设实际具有一定风险。该区实际还处于发展前期，未来是否能成为城市副中心还有待观察。虽然房价在不停上升，但当下滨湖区的房地产建设发展过快，实际已经形成了大量的库存。从2016年一季度的供求比来看，滨湖区的供求比为0.76，虽然是供不应求，但却是所有区域中最高的。

其他三区：新站区、高新区、经开区<sup>①</sup>

图：滨湖区2010-2016Q1年房地产市场供求情况



数据来源：CRIC监测

## 房地产企业生存情况分析

纵观合肥房地产销售市场，除了龙头企业，本土企业所占份额也有上升。而2015年又新增4家房企，竞争之下持续发展才是挑战。

### 总体销售格局：竞争激烈化，本土房企所占份额上升

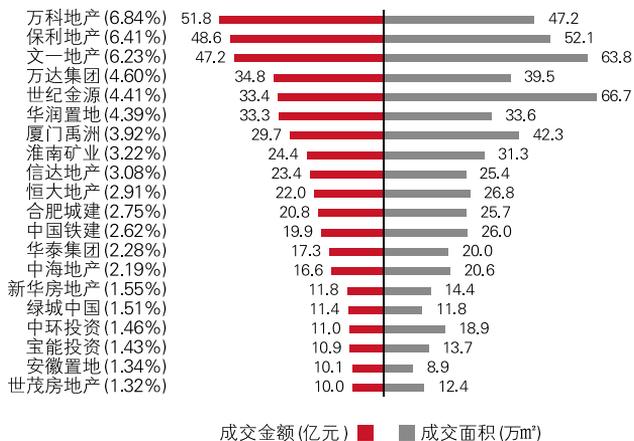
数据显示，2015年合肥市房地产销售市场中，万科的表现最佳，全年实现销售额51.79亿元，47.19万平方米；其次排名第二的为保利地产，总销售额48.56亿元；位列第三的为本土房企文一地产，全年销售47.20亿元。

纵观全局，TOP10房企的市场占有率达到46.01%，同比2014年的44.15%上升了1.86个百分点。但从单家企业角度来看，第一名的万科市场占有率为6.84%，而2014年排名第一的保利地产的市场占有率为7.56%。同样TOP2企业的市场份额也从2014年的7.19%下降到了2015年的6.41%。这反应出，由于参与的竞争者越来越多，实际上对于某家房企而言，市场的竞争是愈发激烈的。

<sup>①</sup> 本小节内容略。

## 特别关注

图：2015年合肥市房地产销售企业TOP20



注：括号内百分比为企业所占市场份额

数据来源：CRIC监测

表：2013-2015年合肥市房地产销售企业TOP20

排行	2013年		2014年		2015年	
	企业名称	市场份额	企业名称	市场份额	企业名称	市场份额
1	世纪金源	7.26%	保利地产	7.56%	万科地产	6.84%
2	万科地产	6.29%	万科地产	7.19%	保利地产	6.41%
3	保利地产	5.01%	世纪金源	5.59%	文一地产	6.23%
4	华润置地	4.84%	万达集团	4.84%	万达集团	4.60%
5	安徽新华地产	4.00%	华润置地	4.16%	世纪金源	4.41%
6	万达集团	3.90%	绿地集团	3.51%	华润置地	4.39%
7	绿地集团	3.35%	文一地产	3.25%	厦门禹州	3.92%
8	合肥城建	2.54%	恒大地产	2.92%	淮南矿业	3.22%
9	省高速公路集团	2.37%	新华地产	2.84%	信达地产	3.08%
10	海亮集团	2.24%	海亮集团	2.30%	恒大地产	2.91%
11	淮南矿业	2.16%	厦门禹洲	2.26%	合肥城建	2.75%
12	文一地产	2.12%	和昌地产	2.08%	中国铁建	2.62%
13	祥源控股	2.04%	中海地产	2.01%	合肥华泰	2.28%
14	中国铁建	1.91%	祥源控股	1.97%	中海地产	2.19%
15	安徽省金大地	1.75%	安徽置地	1.91%	新华地产	1.55%
16	厦门禹洲	1.70%	中国铁建	1.86%	绿城中国	1.51%
17	恒大地产	1.47%	绿城中国	1.75%	中环投资	1.46%
18	中海地产	1.40%	合肥华泰	1.68%	宝能集团	1.43%
19	旭辉集团	1.37%	合肥城建	1.57%	安徽置地	1.34%
20	和昌地产	1.36%	淮南矿业	1.52%	世茂房地产	1.32%

注：红色字体企业为安徽省本土房企

数据来源：CRIC监测

通过近三年的市场格局对比，我们可以看出：

**第一，区域市场的不稳定性较高。**TOP20中没有任何一家房企能够保持三年的排名不变；对于中小房企而言，每年多卖或少买几个项目都会对市场份额产生很大的影响。

**第二，市场中的强竞争者越来越多。**相比前两年，2015年的TOP20中，出现了5家新面孔，其中厦门禹州和信达地产甚至进入了TOP10。

**第三，外来房企占据了大部分的市场份额。**万科、保利等龙头房企常年稳居市场份额的前三；本土房企中，除了稳步上升的文一地产外，大部分都未能在本地扎稳脚跟，口碑及品牌价值都有待进一步加强。

## 特别关注

本土房企的代表：文一地产<sup>①</sup>

龙头房企：千亿房企全员进入，发展模式各有差异

中型房企：老城新区处处现身，模式多样各显绝招

新进房企：2015年再增4家，强竞争下房企后续发展才是挑战

2015年共有4家房企首次进入合肥市场，从拿地请开来看，葛洲坝所拿的地块在热度较低的经开区，而复星虽然是在滨湖区拿地，但土地没有溢价，并且复星声称将打造蜂巢城市，和普通的住宅开发有一定的差异，所谓的房企间的竞争性较小。相比而言，金隅和融创两家房企比较引人注目。

表：2015年新入合肥房企拿地明细

企业名称	地块	拿地日期	总价 (亿元)	楼面价 (元/m <sup>2</sup> )	溢价率	备注
葛洲坝置业	合经区2015-001号地块	2015-6-9	2.50	5505	5%	/
复星地产	滨湖区BH2015-04号地块	2015-6-25	14.90	2040	0%	/
金隅股份	蜀山区W1502号地块	2015-9-24	45.51	7123	148%	市总价地王
融创中国	政务区ZWQTA-025号地块	2015-12-30	24.26	17100	438%	市单价地王

数据来源：CRIC监测

金隅所拿的地块面积较大，这块地是老城区的拆迁改造商住地块，位于老城的交通枢纽之一，周边发展已经成熟，地理位置优越。由于是老厂房改造，政府要求竞得人须对保留的旧厂房进行保护性开发、建设和维护，因此金隅表示未来将在此打造特色文化街区，类似于北京的798。实际上，该区域附近原来多为旧工厂，附近的商业也多是传统商场，近年来新进入的华润五彩城等由于体量比较小也未能带动起周边的商业发展，而之前万科等品牌开发商的人驻对于周边房价的带动作用也很有限。因此，我们认为，金隅的进入或将带动该片区整体的发展，其所打造的特色文化街区正是合肥市所稀缺的，一旦成功，对于周边的商业及住宅房价都将有积极的辐射作用。

<sup>①</sup> 以下三节内容略。

而融创的进入可谓气势汹汹。去年年底的高价地块依托于政务区的火爆市场，据悉该地块共有16家房企参与竞拍，最终被融创以总价24.26亿元、溢价率438%拿下。今年3月24日，融创再次出手，以总价27.51亿元、溢价率408%拿下同区域的姊妹地块。作为改善型产品聚集区，融创宣称未来将用该地块打造高端豪宅产品，并且对于未来的售价很有信心。

**后续生存：土地价格飞涨，部分房企或将面临断货危机。**虽然这几年新进的房企众多，但就其后续的发展来看，并非所有房企都能长久生存。很多企业可能前几年花费大价钱挤进合肥市场，但当前的土地价格无疑让众多中小房企望而却步，后续发展愈发艰难。

旭辉就是一个比较典型的案例，旭辉集团早在2007年就进入了合肥，但集团近十年的耕耘却仅仅布局了4个项目，并且其中3个早已售罄。尤其是近两年，旭辉参加了多场土拍却都无疾而终，甚至被冠以了“酱油帝”的称号。直到2015年12月22日，旭辉终于如愿，联合北辰以22.53亿元总价拿下了庐阳区N1508号地块，溢价率130%，此时距离旭辉上一次在合肥拿地已有22个月。

除了合作拿地，旭辉还转变思路，选择与其他房企搭伙，积极参与项目合作。今年4月，集团宣布将与绿地合作，共同开发绿地于2015年年底竞得的新站区地块。对此我们认为，单个房企的拿地难度日益增加，尤其是对难以承受高地价的中小房企而言，未来以合作的方式进入合肥市场不乏是一种更为安全的选择。

## 企业生存案例：蓝光地产

以蓝光雍锦半岛为例，探讨合肥当下市场。不以中高端产品线见长的蓝光，是如何实现别墅项目热销的？

### 项目定位：兼顾利润与周转

**中利润：拿下“双料”地王，定位高端产品线。**根据CRIC数据，2016年前四个月全市成交均价TOP15，我们发现区域分布上，

## 特别关注

一种是分布在以蜀山、政务区等老城区、城市核心区的城市豪宅，产品类型上以大平层为主；另一种是以高新区、庐阳区等城市新区，产品类型上以别墅、洋房为主。

表：2016年1-4月合肥全市成交均价TOP15

	项目名称	区域	板块	均价	楼板价	土地成交时间
1	印象西湖	蜀山	南七板块	20,825	898	2007.1
2	新地中心	政务	政务区板块	18,229	-	-
3	当代MOMA	政务	政务区板块	17,164	3000	2014.5
4	置地广场(安徽置地)	政务	政务区板块	16,457	1184	2010.1
5	万科城市之光	庐阳	四里河板块	15,975	2464	2014.8
6	旭辉湖山源著	高新	柏堰湖板块	15,867	4364	2014.12
7	保利西山林语	高新	柏堰湖板块	15,080	4097	2013.11
8	绿地·内森庄园	政务	政务区板块	14,974	2800	2009.09
9	碧湖云溪	包河	马鞍山路板块	14,825	560	2003.01
10	栢景湾	庐阳	双岗板块	14,739	2100	2013.4
11	绿城·翡翠湖玫瑰园	经济	翡翠湖板块	14,589	1500	2009.1
12	悦湖山院	高新	王咀湖板块	14,586	2500	2014.07
13	文一名门学府里	高新	王咀湖板块	14,360	3562	2015.07
14	御湖庄园	高新	柏堰湖板块	14,195	-	-
15	海亮红玺台	庐阳	双岗板块	14,176	2010	2013.11

数据来源：CRIC监测

蓝光选择第二种路径，15年4月拿下高新区KF5号地块，容积率1.0，总价19.53亿，楼面价为5543.45元/㎡，溢价率123.68%，成为当期的“双料”地王；展示项目即为雍锦半岛，目前联排别墅备案价格在16104元/㎡，根据售价与楼板价差，本项目蓝光利润可运作空间为191%。

**高周转：拿地到可使用时1年，首开全部售罄。**蓝光去年4月拿下高新区KF5地块，到样板间展示，再到首次认筹蓄客、开盘下定，用时1年时间，对于首次尝试高端产品系的蓝光来说，完成了高周转；我们认为金悦系、雍锦系中产品线梳理成型后，蓝光做中高端项目的周转仍会加速。

表：蓝光高新区KF5地块

拿地	样板间开放	首开	周转去化
2015.4	2016.4.16	2016.4.23	全部售罄(首开)

项目溢价：核心在于赠送比高<sup>①</sup>

项目营销：策略、执行与效果

① 以下两小节内容略。

本文为《探秘：高烧不退的合肥楼市究竟养肥了哪些房企？》  
报告删减版，如需完整版，请联系我们。

全文  
概要

## 《探秘合肥楼市》专题导览

### 一、合肥房地产发展的市场背景

- 1、基础数据解读城市经济
- 2、商品住宅市场持续火爆
- 3、项目表现“一房难求”“需求外溢”
- 4、土地市场“高烧难退”

### 二、九大行政区房地产市场分析

- 1、四大老城区：庐阳区、包河区、瑶海区、蜀山区
- 2、两大热门区域：政务区、滨湖区
- 3、其他三区：新站区、高新区、经开区

### 三、房地产企业生存情况分析

- 1、总体销售格局：竞争激烈化，本土房企所占份额上升
- 2、本土房企的代表：文一地产
- 3、龙头房企：千亿房企全员进入，发展模式各有差异
- 4、中型房企：老城新区处处现身，模式多样各显绝招
- 5、新进房企：2015年再增4家，强竞争下房企后续发展才是挑战

### 四、企业生存案例：蓝光地产

- 1、项目定位：兼顾利润与周转
- 2、项目溢价：核心在于赠送比高
- 3、项目营销：策略、执行与效果

## 作者简介

朱一鸣，CRIC研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、融资及财务分析

电话：021-60867872 邮箱：zhuyiming@cric.com

孙月，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究

电话：021-60867875 邮箱：sunyue@cric.com

李姝婧，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业研究

电话：021-60867876 邮箱：lishujing@cric.com

延伸阅读

## 地王从成功解套 到卖出高价的七大招数

文/克而瑞研究中心研究员 杨科伟、房玲、马千里、谢杨春、柏品慧

**VIEW** 诚然，地王解套获利最关键在于踏准行业周期变化节奏，但在“将错就错”之后的前期定位、产品设计、销售推广、社区服务等所有环节中，项目运营者的作用同样不可忽视。

2016年以来土地市场一直高温不退，从年初的杭州信达地王开始，“面粉贵过面包”似乎成为了市场的常态，南京、苏州、合肥、杭州、上海等城市地王纪录屡被刷新。如上周末的南京88亿元地王，出让条件极为苛刻，但最终还是被世茂以115%溢价率竞得。

地价的快速攀升，来自对价格快速上涨的信心，但自2016年3月底以来，不仅行业政策面出现反复，要求“稳房价”，“权威人士”更是直接对“加杠杆去库存”全面否定。行业宏观背景的不确定性，让我们不免对这些新晋地王捏一把汗。

虽说行业周期总在轮回，类似情况也并非首次出现。在以往的地王潮中，确有不少项目口碑与业绩双双获利，但也有部分地王“解套”遥遥无期。基于此，本文希望以史为镜，看看那些“地王”如何从解套走到高价盈利？

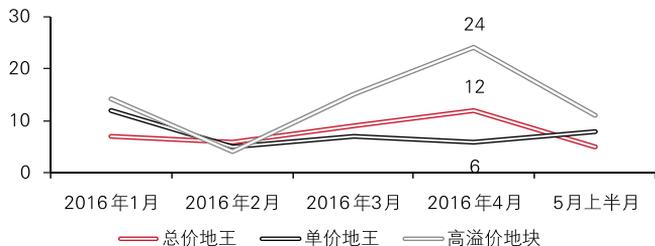
### 不足半年“地王”已达72幅之多，数量超2013年全年

2016年年初以来（数据截至5月13日），热点城市总价、单价“地王”数量已经达到了72幅之多，而在上一个“地王年”的2013年，全国“地王”数量也只不过仅60幅。

2015年以来，行业信贷面持续趋宽，销售持续向好，热点城市库存量一路走低，使得一、二线城市土地市场热度一再升温。纵观2016年以来至今的单价地王TOP10，均出自北京、上海、南京、杭州等一、二线城市，其中南京、北京、上海、杭州各有4、3、2、1幅地块入榜，面粉贵过面包似乎已经成为常态。

与往年不同，2016年总价地王更多的出现在了二、三线城市，并且大多溢价率较高，综合考量投资机会和房价上涨速度，资金实力雄厚的企业也越来越多的愿意在二线城市投资。反而是一线城市的总价地王，房企在溢价率上表现的更为谨慎，一方面是由于限制条件较多，另一方面是“顶豪”项目价格进入滞涨期，未来销售不容乐观。

图：2016年以来重点城市地王数量一览



注：数据截止至2016年5月13日，地王定义为所处板块的最新高价

数据来源：CRIC

表：2016年单价地王TOP10

排行	地块名称	城市	楼板价 (元/平方米)	拿地企业
1	大兴区黄村镇四街、五街、六街村	北京	47000	绿地集团
2	杭政储出[2016]1号	杭州	45368	绿城中国
3	2016年第03号建邺区NO.2016G14	南京	45213	葛洲坝
4	2015年第20号建邺区NO.2015G68	南京	42561	上海建工
5	将台乡驼房营村1016-34、36等地块	北京	41417	绿城、九龙仓、中交
6	门头沟区龙泉镇MC00-0003-0026等地块	北京	41000	中骏置业
7	松江区泗泾镇SJSB0003单元12-01号	上海	38291	融创中国
8	泗泾镇SJSB0003单元10-05号地块	上海	37675	格力地产
9	2016年第03号建邺区NO.2016G12	南京	37027	电建、金茂
10	2016年第03号建邺区NO.2016G13	南京	36890	电建、金茂

注：数据截止至2016年5月13日

数据来源：CRIC

## 特别关注

图：2016年总价地王TOP10

排行	地块名称	城市	成交总价 (亿元)	溢价率 (%)	受让方
1	2016年建邺区NO.2016G11	南京	88	115	世茂房地产
2	滨湖区BH2015-09地块	合肥	77	290	文一地产
3	闸北区天目社区C070102单元	上海	69	0	华侨城、华润
4	2015年建邺区 NO.2015G68	南京	65	140	上海建工
5	南海区TD2015(NH)WG027	佛山	64	137	时代地产
6	同安区2016TP02	厦门	54	150	保利地产
7	将台乡驼房营村1016-34、36等地块	北京	51	2	绿城、九龙仓、中交
8	2016年鼓楼区 NO.2016G01	南京	48	86	招商蛇口
9	2016年江宁区NO.2016G16	南京	48	126	中南集团
10	2016年江宁区NO.2016G09	南京	48	163	北京嘉诚

注：数据截止至2016年5月13日

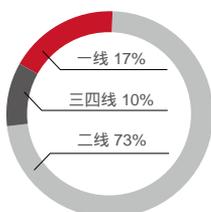
数据来源：CRIC

## 超七成三高地块在二线，南京、苏州、合肥遭猎剿

与往年地王普遍集中于北上广深等城市不同，2016年二线城市地王集中迸发、数量最多，“三高”地块占比均超过七成，其中南京、苏州、合肥等热点城市更是地王频出，几乎“逢拍必地王”。

我们认为主要有三方面原因，其一是“因城施策”方针下的政策面差异，一线城市严格限购，预期降温，二线城市价格预期仍然普遍看好。其二，土地供应量的差异，一线城市新增城市建设用地的难度较大，二线城市边界仍在快速扩张，土地供应充裕。其三，二线城市市场仍有待培育、价格也有上涨空间。当下大热的南京、苏州、武汉等市场产品线还相对单一，高品质产品也有着更多的差异化生存空间。

图：2016年“三高”地块分布



城市	数量	城市	数量
南京	19	广州	3
苏州	14	天津	3
上海	11	东莞	2
合肥	11	宁波	2
杭州	10	成都	2
佛山	6	温州	1
南昌	5	珠海	1
武汉	5	厦门	1
北京	5	大连	1
福州	4	无锡	1
郑州	3		

注：“三高”地块即总价地王、单价地王以及溢价率超过100%的高溢价地块  
数据截止至2016年5月13日

数据来源：CRIC

## 他山之石以攻玉，盘点从解套到高价의七大招数

行业结构性过剩、城市市场加剧分化的时代，每一个城市甚至区域的市场瞬息万变，每一个项目操盘者想法和能力都千差万别，最终使得每一幅地王的“钱景”都充满不确定性。

“地王”即以收入囊中，那就只能顶住压力，在项目定位、产品设计、销售推广、社区服务等所有后续环节想着法地尽可能化解之前“冲动”的后果，最终形成一个良性循环的闭环。

### 精准定位：契合市场主流需求，打造标杆实现差异化

部分地王凭借精准客户定位、产品定位、区域定位等，利用自身的品牌地位以及对市场精确预判，在项目入市之后取得了良好的市场反应，使自身得以迅速挣脱困境。

#### 【典型案例】

2014年1月28日，方兴地产以101亿元，溢价111.5%夺得了上海闸北区大宁路街道325街坊住宅用地，折合楼板价47609元/平方米。与该地块相近的三个盘，慧芝湖毛坯4.6万元/平方米，宝华现代城二手房挂牌价4.7万元/平方米，明园都市森林毛坯仅卖3万元

## 特别关注

/平方米（价格均为2014年初统计），而4.7万的楼板价已经比周边在售精装新房贵，而粗略估算需要7万元的售价。2015年4月1号，方兴大宁金茂府正式开盘，首次推出首次开盘价约为68090元/平方米。截止到今年4月，已推出的674套中卖出了643套，去化率达到95%，平均售价73112元/平方米。

纵观整个大宁金茂府项目开发过程，正是由于金茂府在多个方面的精准判断和定位，使得项目在中市场中占据先机。

**第一，项目自身的地位判断——区域标杆。**在金茂府开盘之前，大宁地区几乎处于新房供应的“断档期”，除了在中环边的象屿悦府，主要以二手房为主。另外，由于项目楼板价直接高过周边新房且区域发展空间较大，因此，金茂府选择做中高端项目，打造区域标杆。一方面是大宁地区的生活配套可以承接中高端客户；另一方面，在大宁区域并无同类型的竞品，打造区域标杆将赢得更多的关注，使项目成为中高端客户的唯一选择。

**第二，精准的产品定位——致力于改善型户型，同步市场需求变化趋势。**在项目施工到开盘期间，市场经历了由“冰”转“暖”的过程，政策救市之下改善型需求集中爆发。而金茂府主打改善型户型，占比超过90%，满足了首改和再改需求。

**第三，通过产品，精准的将客户分层，即将中端客户和高端客户分层，尤其是在产品细节方面，将注重性价比的中端客户和注重品质的高端客户分层，形成精确的客户定位。**项目无论是小区品质、高品质精装或者科技住宅等，都在区域内出类拔萃。硬装配置高，软装也采用品牌家具；主打的科技住宅更是区域内无项目涉及。

总体来看，通过对区域、产品、客户的精准定位，方兴地王项目大宁金茂府得到了市场认可。在开盘策略上，金茂府同样也选择了以价换量的手法，通过先推出两栋位置并不算好的楼（位于高架边），以相对较低的单价突出项目的性价比，赢得市场和购房者关注，事实证明，以价换量的策略对于项目热销起到一定推动作用。

相比于大宁金茂府的成功突围，华润佘山九里、金地佘山天

境、常发豪庭等在前期待位上失误，导致销售不尽如人意。尤其是客户定位和产品定位上，例如嘉定新城常发豪庭项目，2009年以超过4倍溢价夺得土地，2012年8月开盘，开盘价格低于整个板块的均价。而项目主推大户型（200平方米），并未与以刚需为主的嘉定新城相融合是项目主要失误。

表：定位失误致使“被套”的地王项目情况

项目名称	拿地时间	楼板价 (元/平方米)	溢价率	首开价格 (元/平方米)	目前售价 (元/平方米)
华润佘山九里	2009年9月	11502	226.72%	52210	22819
金地佘山天境	2009年7月	14499	222.18%	34219	34240
常发豪庭	2009年12月	12076	425.04%	13095	15173

数据来源：CRIC统计

### 以价换量：低价开盘凸现性价比，扩大影响以加速去化

单价地王地块由于拿地成本高，因而需要以较高的销售价格面世，以保证企业的开发利润，这类地王地块往往需要等待市场时机入市。但少数地王项目由于竞拍时对未来预期过于乐观，导致市场环境始终无法满足项目预期售价。此时，企业迫于外界压力或资金需要，只能拉低售价入市，以换取项目去化。

#### 【典型案例】（内容略）

- 1 .
- 2 .
- 3 .

### 产品溢价：产品力决定客群分布，保障溢价空间

部分企业拿地方式较为激进，敢于在市场高热时期拿地王，以绿城、融创及闽系房企为代表。当然，这类企业大都有着出众的产品溢价能力，客户对于品牌认可度颇高，往往能通过产品溢价保障项目的利润率水平。

#### 【典型案例】

2009年绿城销售业绩进入爆发增长期，全年实现销售金额531.5亿元，同比大涨238%，业绩排名跃居全国房企第二名，董事长宋卫平更

## 特别关注

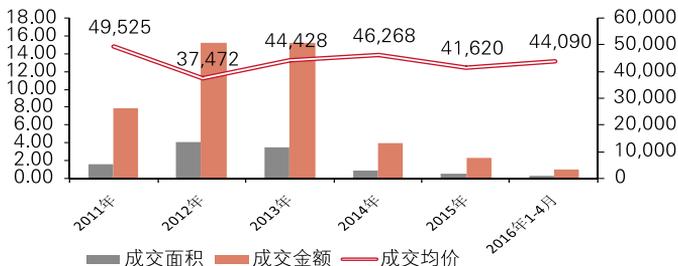
是放言目标3-5年内业绩全面赶超万科。为支持业绩持续快速增长，加大土地储备力度，不惜重金拿地，成为当年地王“专业户”。2009年底，绿城首次进入上海唐镇板块，以379%超高溢价率夺下浦东新区唐镇新市镇C-1-1a、C-1-5a地块，楼板价19040元/平方米，当时区域售价在1.4万—1.5万元/平方米，就有了现在的绿城玉兰花园，借以“鹤立鸡群”的产品力实现价值认同，正基于此，项目建造标准严苛。

首先，在社区营造上，低密度多层花园式住宅社区，法式古典主义建筑风格，外墙干挂石材；十字中轴对称景观轴，将东西方古典园林意境加以融汇；社区积极运用智能化实施，包括全屋地暖、新风、除尘系统，中央空调系统、直饮水系统、垃圾处理系统、不锈钢管供水系统、同层排水系统、外墙保温系统、家居智能安防系统、智能电梯控制系统等十二大科技系统，这些在当时尚无完全流行，为产品品质增色加分不少。

其次，户型设计颇具亮点，以176平米3方户型为例，充分满足了主人的尊贵品质。第一，动静分离，十字动线设计，符合日常生活习惯；第二，主卧全套房设计，并和餐厅、客厅等动区有所区隔，最大程度保护主人隐私。最为亮眼的是，衣帽间男女相互分开，提高了衣帽间的使用效率。第三，客厅采用横厅设计，配上南向超大阳台，空间感十足，彰显主人生活品质与尊贵感。整体市场好评不断。

首开售价4.6万元/平方米，相较于1.9万元/平方米的楼板价，

图：绿城玉兰花园开盘以来季度销售走势 单位：万平方米、亿元、元/平方米



数据来源：CRIC

房价地价比242%，从成交数据来看，绿城玉兰花园首开去化表现尚可，单月销售金额突破3亿元，较高的产品溢价能力有效保障了项目的利润空间。

与此同时，绿城玉兰花园后续营销压力大，本身运作有两大“硬伤”：首先，入市节点不佳。2011年1-2月，“新国八条”、“沪九条”先后落地，受新政影响最大的便是高端需求，同年4月底，绿城玉兰花园首次开盘，可谓是逆市而行；其次，2011年唐镇板块发展不成熟。虽然2009年地王诞生后，唐镇板块价值迅速提升，2010年房价同比实现翻番，但受制于周边生活配套欠缺，购房群体还是以刚性需求为主，高端客群对唐镇价值认可度较低，也在一定程度上影响了绿城玉兰花园的去化表现。

### 择机入市：时机至关重要，热销、利润可双赢

正所谓时机便是商机，选择一个相较好的入市时机在很大程度上决定了项目的成败，部分地王擅于选择入市节点，从而能赢得不错的销售业绩，赚得盆满钵满。

#### 【典型案例】（内容略）

- 1 . 復康路十一號
- 2 .
- 3 .

### 囤地待建：正视成本压力，继续等待时机

房企争夺地王项目时往往建立在对未来市场乐观的预期之上，但过高的楼板价使得部分地块在拿地后迟迟未能顺利入市，典型的案例有合景泰富崇文菜市场地块。还有部分地块由于项目体量大，同时涉及地块整理、拆迁等问题，大大延迟了项目开发速度，如南京中冶下关地王。

### 更改规划：拔高提升项目档次，增容降低成本

企业还会采取更改土地规划的方式来降低风险，主要有两方面：一是更改建筑高度，保持容积率不变，二是直接更改容积率，增加建

## 特别关注

表：部分两年内未开工地王信息

城市	地块名称	拿地企业	建面 (万㎡)	总价 (亿)	楼板价 (元/㎡)
南京	下关区滨江1号地和3号地	中冶置业	400.00	200.34	5,009
北京	崇文菜市场(含西侧地)地块	合景泰富	1.62	7.10	43,712
南京	浦口七里河西侧、兴隆路以北地块	世纪金源	30.79	20.30	6,592
无锡	XDG-2009-77地块	富力地产	23.36	13.18	5,641
青岛	市南区香港西路南、东海二路东 I-A-2005-10地块	绿城	22.70	40.41	17,800
成都	高新区铜牌村11组, 双河村3组, 灯塔村8组, 花荫村9组地块	保利	15.16	8.41	5,550
苏州	苏地2010-B-33号	中华企业	2.44	7.40	30,290

数据来源：CRIC

筑面积。第一种方法虽然不能使拿地成本降低，但是可以增加项目的层高、加大楼间距或者增加绿化面积，更利于企业进行高端产品打造，从而拉高销售价格，进而实现项目溢价。第二种方法，建筑面积增加，直接降低了项目的平均楼板价，而且未来可售面积也得到增加，对企业未来的销售利润空间有双重推动。从更改规划的地王来看，目前主要以第一种方法为主，比较容易通过政府审批。第二种相对较少，国企、央企等企业更容易获得该方面的审批。

表：历年来更改规划地王(部分)情况及更改内容

城市	地块	拿地企业	总价 (亿)	楼板价 (元/㎡)	规划更改 时间	规划更改内容
北京	黄村孙河组团地块	金融街	12.03	4,675	2009/6	容积率1.5、控高18米，调整为容积率2.1，控高30米
北京	门头沟新城冯村地区(一期)居住项目	华润置地	15.00	5,243	2009/6	三地块容积率分别从1.0、2.0、2.5调高到1.4、2.1、2.8
广州	天河区珠江新城D8-C3地块	越秀地产	3.45	15,324	2010/4	将100米的建筑高度调整到156米
广州	珠江新城商业地王D3-4地块	合景泰富	4.65	13,538	2010/9	将总高度由100米调高为135.9米
广州	科学城KXC-F8-1-1地块	雅居乐	43.41	7,074	2010/2	建筑高度由55米调整为100米，建筑面积扩大约80%
广州	亚运城	富力，碧桂园，雅居乐	255.00	5,820	2011/3	建筑限高由120米调整为170米

数据来源：CRIC

## 合作开发：强强联合，合理利用资源

总价地王地块多数只是成交总金额远超平均水平，地块的成交楼板价并不高，对外部市场走势的要求略低，但对拿地企业的资金实力要求高，主要是地价的支付以及后期项目运作的资金周转比较困难，这类地王地块大多可以通过引入合作方来实现解套。

### 【典型案例】（内容略）

广州亚运城（富力、雅居乐、碧桂园、中信、世茂）

## 结语

## 将错就错、亡羊补牢终是小术，以道御术方为根本

对于高价拿地后的应对方式，本文总结了多种途径，也给出了不少成功案例以供参考。但必须明确的一点是，一切所谓“解套”的手段都是对之前过高估价的修正，并且是否能成功解套，也需要市场配合。没有真正“人气”，纵有千般手段也难以保本，最终的结果只能是“捏着鼻子”赔本慢慢卖。

诚然，在当前热点二线城市市场火爆、前景认知严重趋同的情况下，土地争夺白热化，供不应求使得地价上涨也是规律使然；并且在行业规模见顶，业内整合加速的大环境中，赖以开发-销售模式生存的房企也确实有必要继续扩大规模，但我们还是希望能够保持理性，在城市进入、区域选择上不要盲从热点，应当合理评判自身的溢价能力和板块的发展空间。毕竟在地王潮的击鼓传花中，谁也不知道自己那一拍是不是敲下了最后一棒，毕竟也并不是每一个城市都能像北上深一样无论多高的价格都能找到承受者，最终画出一个漂亮的螺旋式上升发展轨迹。

本文为《地王从成功解套到卖出高价的七大招数》  
报告删减版，如需完整版，请联系我们。

## 《地王解套到卖出高价的七大招数》专题导览

- 一、不足半年“地王”已达72幅之多，数量超2013年全年
- 二、超七成“三高”地块在二线，南京、苏州、合肥遭“猎剿”
- 三、他山之石以攻玉，盘点“地王”从解套到高价的七大招数

- 1、精准定位：契合市场主流需求，打造标杆实现差异化
- 2、以价换量：低价开盘凸现性价比，扩大影响以加速去化
- 3、产品溢价：产品力决定客群分布，保障溢价空间
- 4、择机入市：时机至关重要，热销、利润可双赢
- 5、囤地待建：正视成本压力，继续等待时机
- 6、更改规划：拔高提升项目档次，增容降低成本
- 7、合作开发：强强联合，合理利用资源

### 四、总结：将错就错、亡羊补牢终是小术，以道御术方为根本

### 作者简介

- 杨科伟，CRIC研究中心市场研究经理，擅长房地产政策及宏观市场分析  
电话：021-60867828 邮箱：yangkewei@cric.com
- 房玲，CRIC研究中心研究经理，专注房地产企业分析和土地市场研究  
电话：021-60867885 邮箱：fangling@cric.com
- 马千里，CRIC研究中心研究员，擅长市场数据研究，专注指标分析与计算  
电话：021-60867873 邮箱：maqianli@cric.com
- 谢杨春，CRIC研究中心市场研究员，擅长房地产市场研究  
电话：021-60867871 邮箱：xieyangchun@cric.com
- 柏品慧，CRIC研究中心市场研究员，擅长房地产市场研究  
电话：021-60867371 邮箱：baipinhui@cric.com

**企业纵深**



# 超2万亿重压下， 房企偿债能力调查

文/克而瑞研究中心研究员 房玲、尹鹏

**VIEW** 在今天的行业背景下，企业仍然有机会降低债务风险。一是充分利用当前“便宜”的债券市场；二是主动涉足金融领域，形成有效互动。

在经历了2014年的销售“寒冬”之后，行业在2015年迎来了一二线城市的爆发，带动了企业销售的回升，同时宽松的货币环境为房企新一轮的扩张带来了充足的资金，房企的债务结构也因此得到优化。在经历了这一轮债务置换之后，不少房企的债务压力得以缓解，但是居安当思危，况且整体的经济增速在放缓，房企仍需警惕财务风险。目前，房地产企业2015年年报陆续发布完毕，不少房企实现增收增利，那么备受关注的偿债能力和压力如何？

为了解企业的偿债能力，我们选择现金、短期有息负债、长期有息负债、总有息负债、现金短债比、长短期负债比、净负债率、平均融资成本等指标进行分析。<sup>①</sup>

**① 样本范围：**

**2015年中国房地产企业销售TOP100排行榜企业中35家上市公司**

第一梯队1000亿元以上：万科、恒大、绿地、万达、中海、保利地产、碧桂园；

第二梯队500-1000亿元：华润、融创、绿城、世茂、金地、招商、龙湖、富力；

第三梯队250-500亿元：雅居乐、远洋、新城、首创、保利置业、旭辉、中国金茂、阳光城、

首开、金科；

第四梯队250亿元以下：越秀、龙光、时代、合景泰富、中骏、禹州、建业、金融街、中国奥园、宝龙。

**涉及指标计算公式：**

现金短债比=现金（含受限现金）/短期有息负债；长短期负债比=长期有息负债/短期有息负债；

净负债率=（短期有息负债+长期有息负债-持有现金）/应占股东权益（不含永续债）；

平均融资成本=借款利息（资本化利息之前）/AVERAGE（2015年长期有息负债+短期有息负债，2014年长期有息负债+短期有息负债）。

## 房企债务、现金水平双增长，抵御风险能力增强

目前货币政策并没有收紧趋势，而且房企跨界金融及金融创新趋势越来越强，现金短债比在未来依然会保持较好水平。

### 政策环境+策略转变，房企现金持有量大幅增长

2015年35家典型上市房企的现金持有量在9609.21亿元，同比增长34.81%；短期有息负债6443.63亿元，同比增长18.29%；现金短债比1.49，同比增长13.96%。从数据可以看出，2015年在房企持有现金量大幅增长的情况下，短期有息负债增速相对较低，房企的现金短债结构大幅优化。

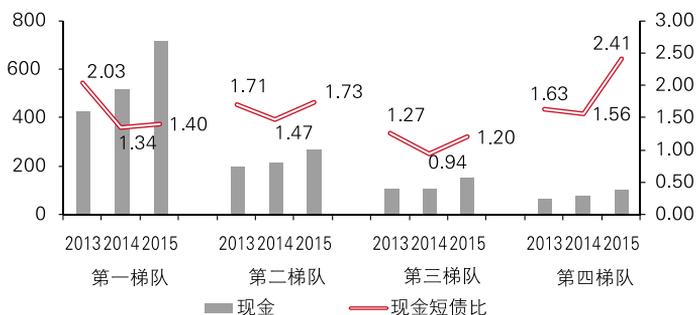
事实上，这样的变化有几方面原因：1、2015年上市房企采取债券+股权的方式，大量融资；2、在经营策略上强调回款率，如保利地产2015年的回款率达企业历史最高值99%；3、14年的市场行情为房企打了预防针，要持有一定的现金应对市场波动；4、热门城市竞争激烈、地价上涨，行业并购机会增多，企业对“现金”需求增多。

当前房企现金的增多有赖于整体宽松货币环境带来的便利，目前来看，货币政策并没有收紧趋势，而且房企的跨界金融以及金融创新的趋势越来越强，因此，企业的现金短债比在未来的一段时间依然会保持较好水平。不过考虑到国际的汇率风险等，建议企业进行适当的降低现金比例，增大投资力度。

### 机遇期充分实现债务置换，债务长期化趋势明显

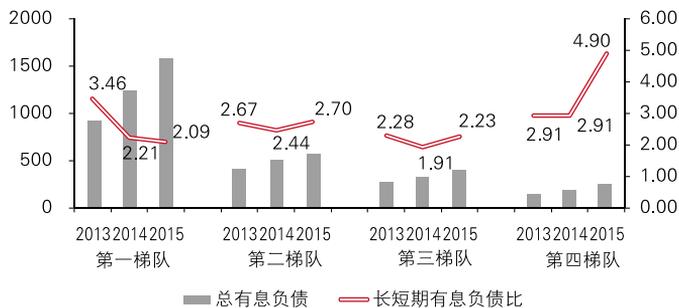
2015年35家典型房企的有息负债总规模达22001.06亿元，同比增长23.89%，长短期债务比为2.41。从结构上来看，35家典型房企在扩大债务规模促进发展的同时，保持了较好的长短债比，保障企业长期且稳定的发展，主要原因是2015年企业发债较多且以长期债为主。

图：典型房企2013-2015年平均持有现金量（含受限制现金）及现金短债比 亿元



数据来源：企业年报，克而瑞研究中心

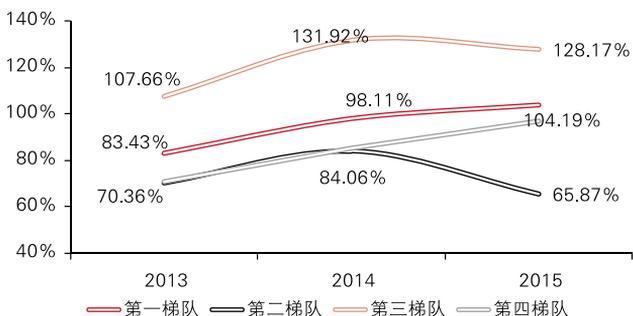
图：典型房企2013-2015年平均总有息负债及长短期债务比 单位：亿元



数据来源：企业年报，克而瑞研究中心

2015年35家典型企业的净负债率为96.56%，较2014年下降1.75个百分点，尽管典型房企在15年大量发债，典型房企并没有出现杠杆快速升高的现象，相反负债率水平得以有效控制，甚至可以说“稳中有降”。

图：典型房企2013-2015年平均净负债率水平（含永久债券）



数据来源：企业年报，克而瑞研究中心

## 重点企业偿债能力大PK

恒大以1640亿元成为“最有钱的企业”，阳光城成为现金同比增长幅度最大的企业。总体来看央企依然保持较大优势。

下面我们将从现金、负债、短期偿债能力、长期偿债能力及融资成本控制五个方面对房企进行详细分析。

### 谁是最有钱的房企？

从35家重点企业2015年持有现金绝对量来看，企业规模越大，相应的现金也越多。第一梯队处于绝对领先的地位，其中恒大以1640亿元成为“最有钱的企业”，现金持有量同比大涨176%，主要和企业15年借贷增多有直接关系。中海地产仅次于恒大持有现金达819亿元，主要是企业15年投资拿地减少，加上现金回款增加了大量的现金。总体来看央企依然保持较大优势，如华润、招商蛇口等企业，即便处于第二梯队但现金量甚至超过部分千亿房企。中骏、宝龙、新城等企业则是35家企业中现金持有量较少的企业，新城则是加大投资力度，因此在手现金偏少，中骏、宝龙则是因为企业规模

相对不大，现金持有量有限。

而从35家典型企业2015年持有现金同比变动幅度来看，除少数企业现金有所减少外，绝大多数企业的现金同比出现明显增长。阳业，即便处于第二梯队但现金量甚至超过部分千亿房企。中骏、宝龙、新城等企业则是35家企业中现金持有量较少的企业，新城则是加大投资力度，因此在手现金偏少，中骏、宝龙则是因为企业规模相对不大，现金持有量有限。

而从35家典型企业2015年持有现金同比变动幅度来看，除少数企业现金有所减少外，绝大多数企业的现金同比出现明显增长。阳光城成为35家典型企业中现金同比增长幅度最大的企业，达248%，主要原因是企业2015年增发引入战略合作伙伴中民投，此外通过非公开发行债券等途径募得大量资金。当然也有如万达、万科、保利地产、龙湖等个别企业，2015年现金同比有所下降，但这些企业本身信用层级高、资金充裕、债务结构也比较合理，因而现金出现暂时性下滑，并不需要过分担忧。

### 谁是负债最多的房企？<sup>①</sup>

#### 谁的短期偿债能力最强？

#### 谁的长期偿债能力最强？

第一梯队企业中，除绿地、恒大、保利地产外，其余的负债率在64%以下。绿地、恒大净负债率常年高企，2015年分别为384%、261%，考虑到两家千亿房企仍处于高速发展阶段，且不断布局多元化业务，企业净负债率水平升高在意料之中，以两家企业的惯用发展模式及背景看，系统性风险暂不会出现。尽管保利地产负债率仍然高于100%，但是较下降25个百分点，企业愈发稳健。

第二梯队中，富力、绿城依然延续了高负债水平，但是绿城较去年微降，考虑到中交入住绿城，绿城的负债率在未來有望进一步降低。

---

<sup>①</sup> 以下两小节略

表：35家重点企业2015年持有现金（含受限制现金）及同比

单位：亿元

	企业	现金	同比
第一梯队	恒大地产	1640.22	176%
	中海地产	819.57	100%
	万达集团	731.48	-21%
	万科地产	531.80	-15%
	碧桂园	478.78	76%
	绿地集团	438.09	20%
第二梯队	保利地产	374.85	-7%
	华润置地	458.75	44%
	招商蛇口	406.44	56%
	融创中国	270.58	8%
	世茂房地产	264.10	10%
	富力地产	212.84	7%
	绿城中国	182.39	101%
第三梯队	龙湖地产	181.60	-5%
	金地集团	150.01	-12%
	远洋地产	237.26	45%
	首开股份	195.88	68%
	首创置业	177.48	28%
	旭辉集团	149.05	109%
	保利置业	146.79	3%
	阳光城	137.95	248%
	雅居乐	131.37	15%
	中国金茂	131.34	18%
第四梯队	金科集团	93.89	25%
	新城控股	77.63	4%
	越秀地产	151.68	17%
	合景泰富	125.66	16%
	禹洲地产	119.49	29%
	龙光地产	111.91	49%
	中国奥园	90.36	53%
	时代地产	87.49	61%
	建业地产	87.34	35%
	金融街	85.43	6%
总计	宝龙地产	67.26	36%
	中骏置业	62.47	32%
总计	9609.21	35%	

备注：港币统一以汇率0.8进行换算

数据来源：企业年报，克而瑞研究中心

第三梯队中净负债率在100%以上的有6家企业，总体的发展偏向激进型，从拿地情况也可以看出，首创、阳光城2015年的投资力度加大。

第四梯队企业的净负债率水平反而是相对较低的，而且如时代、禹州、龙光等企业重点布局为核心一二线城市，2015年受益于一二线市场火热，企业经营压力小，债务的改善空间大。

谁的融资成本最好？<sup>①</sup>

### 企业偿债能力整体提升，“两星”企业存改造空间

在企业进行单个指标的PK后，我们就企业在短期偿债能力、长期偿债能力及融资能力进行了综合评判。

中海、招商、旭辉、龙湖、华润、越秀、时代等七家企业在的综合偿债能力在35家企业中名列前茅，我们给予“五星”评价，其中中海地产各项指标均处于最佳水平，现金短债比及长短期债务比仅次于时代地产，净负债率及融资成本位列第一。时代地产尽管净负债率偏高，但是债务结构大幅优化，因此在2015年房企偿债能力中“脱颖而出”。总体来看，“五星”企业的在短期偿债能力、长期偿债能力及融资能力几个方面均有突出表现，并无明显短板，未来发展持续看好。

---

<sup>①</sup> 本小节内容略

表：35家重点企业2015年净负债率及同比

	企业	净负债率	同比	考虑永久债券 净负债率
第一梯队	绿地集团	384%	51%	388%
	恒大地产	261%	72%	409%
	保利地产	116%	-25%	116%
	碧桂园	64%	4%	94%
	万达集团	63%	5%	63%
	万科地产	26%	19%	26%
	中海地产	7%	-26%	7%
第二梯队	富力地产	167%	34%	187%
	绿城中国	111%	-2%	124%
	世茂房地产	88%	6%	88%
	融创中国	78%	20%	78%
	金地集团	71%	-5%	71%
	龙湖地产	62%	2%	62%
	华润置地	26%	-22%	26%
招商蛇口	16%	-92%	16%	
第三梯队	金科集团	227%	-9%	227%
	首创置业	215%	10%	215%
	阳光城	195%	-59%	195%
	首开股份	181%	-33%	208%
	新城控股	137%	52%	137%
	保利置业	137%	16%	141%
	中国金茂	81%	-18%	93%
	雅居乐	78%	-13%	91%
第四梯队	旭辉集团	71%	5%	71%
	远洋地产	68%	-4%	75%
	金融街	185%	59%	185%
	中骏置业	118%	4%	136%
	时代地产	102%	-3%	102%
	中国奥园	88%	16%	88%
	禹洲地产	85%	10%	85%
	宝龙地产	78%	5%	84%
	越秀地产	78%	12%	78%
	合景泰富	69%	2%	69%
	龙光地产	65%	-27%	65%
	建业地产	27%	-20%	27%

数据来源：企业年报，克而瑞研究中心

表：35家重点企业偿债能力综合评价（指标项略）

企业	综合评价	企业	综合评价
中海地产	★★★★★	建业地产	★★★
招商蛇口	★★★★★	金地集团	★★★
旭辉集团	★★★★★	新城控股	★★★
龙湖地产	★★★★★	首创置业	★★★
华润置地	★★★★★	融创中国	★★★
越秀地产	★★★★★	宝龙地产	★★★
时代地产	★★★★★	世茂房地产	★★★
中国金茂	★★★★	绿地集团	★★★
远洋地产	★★★★	绿城中国	★★★
禹洲地产	★★★★	中骏置业	★★★
合景泰富	★★★★	保利置业	★★
龙光地产	★★★★	首开股份	★★
金融街	★★★★	雅居乐	★★
碧桂园	★★★★	富力地产	★★
万达集团	★★★★	阳光城	★★
中国奥园	★★★★	金科集团	★★
万科地产	★★★★	恒大地产	★★
保利地产	★★★	/	/

数据来源：企业年报，克而瑞研究中心

在今天的行业背景下，企业仍然有机会降低债务风险：一是充分利用当前“便宜”的债券市场；二是主动涉足金融领域，形成有效互动。实际今天市场中有大量资金，但是却难找到优质的投资标的，从险资入股房企、信达高价抢地等都可以看到，地产项目或房企依然有很好的保值甚至是增值效用，房企应当抓住机会谋求新的发展。

本文为《超2万亿重压下，房企偿债能力调查》  
报告删减版，如需完整版，请联系我们。

全文  
概要

## 《超2万亿重压下，房企偿债能力调查》专题导览

### 一、偿债能力分析指标选择

### 二、房企债务、现金水平双增长，多数企业抵御风险能力增强

- 1、政策环境+策略转变，房企现金持有量大幅增长
- 2、机遇期充分实现债务置换，债务长期化趋势明显
- 3、净负债率水平总体下降，扩张期企业杠杆仍维持高位

### 三、重点企业偿债能力大PK

- 1、谁是最有钱的房企？
- 2、谁是负债最多的房企？
- 3、谁的短期偿债能力最强？
- 4、谁的长期偿债能力最强？
- 5、谁的融资成本控制力最好？

### 四、企业综合偿债能力整体提升，“两星”企业仍有改造空间

#### 作者简介

房玲，CRIC研究中心研究经理，专注房地产企业分析和土地市场研究  
电话：021-60867885 邮箱：fangling@cric.com  
尹鹏，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867860 邮箱：yinpeng@cric.com

## 标杆房企存货调查： 规模、变现及去化压力

文/克而瑞研究中心研究员 沈晓玲、谢夏成、王晓晨、陈楨颖

**VIEW** 哪些房企在存货规模和去化把握上相对较为合理，哪些房企又相对较差呢？

存货是衡量房企发展能力的重要指标，存货规模的多少、去化速度都密切关系着企业的销售业绩和利润水平。一方面，每家房企的发展战略、产品定位、销售能力等情况各异，以至于每家房企存货情况也会有所差异；而另一方面，面临市场行情的变化，房企在库存增加和去化的把控也会不一样。

至此，我们挑选了60家已出2015年度财务报告的典型房企为研究样本，以财务报告中存货总额、已竣工存货、土地储备、营业成本、应收账款、销售金额、销售面积7项指标数据，进而计算出存货规模总量、已竣工存货总量、已竣工存货占比、土地消化周期、存货周转率、存货周转天数等分析指标，指出企业在存货的规模、周转效率、去化能力等方面存在的差异以及原因，并分别指出存货规模较为合理、周转效率较好、去化能力的典型企业，同时也给指标相对较差的企业一些警醒和建议。

## 谁的库存规模最大？

10多家房企存货超1000亿元，绿地以3970.61亿位居榜首。截止2015年底，60家典型企业的存货总额达50489.52亿元，较上年同期增长13.46%。

### 规模总量讲趋势

从各企业的存货规模来看，万科、绿地、恒大三家企业以超3000亿的规模位列前三甲；其中绿地以3970.61亿的存货规模位居榜首。值得一提的是，如剔除中国中铁和中国铁建（两者存货总量较大的原因是两家企业均有大额的工程施工类存货列入，二者工程施工类存货分别占存货总额的50%和46%），那么60家典型企业中也有12家房企的存货已超1000亿。

20强存货占比近7成，规模房企资源优势凸显。从规模梯度来看，存货规模总额在1000亿以上的房企共14家，2000亿以上的有6家，3000亿以上的企业已经达3家。如果考虑占比，20强库存总额房企占60家整体的已经达69.52%，绿地、恒大、万科前三甲库存总额超20%。其中排名第一的绿地是排行20名金科的四倍之多，是排名第60位的80余倍。随着房地产企业销售集中度越来越高，企业存货规模也呈现这样的趋势。

### 房企涨幅情况<sup>①</sup>

<sup>①</sup> 本小节内容略。

表：2015年60家典型房企存货总额TOP20

企业名单	15年底存货总量 (亿元, 人民币)	同比	占总额比重
绿地控股	3970.61	18.18%	23%
恒大地产	3850.39	55.85%	
万科地产	3681.22	15.86%	
保利地产	2882.66	7.89%	15%
中国中铁	2467.58	2.17%	
中国铁建	2455.91	7.75%	
碧桂园	1712.00	30.40%	22%
中海地产	1706.73	-11.85%	
万达商业	1672.56	15.20%	
华润置地	1587.31	1.04%	
招商蛇口	1213.80	20.57%	
世茂房地产	1188.68	13.52%	
富力地产	1015.15	2.63%	
华夏幸福	1006.21	28.48%	9%
首开股份	956.74	40.54%	
龙湖地产	812.59	3.70%	
金地集团	776.40	0.52%	
绿城中国	731.04	16.57%	
金科集团	721.64	15.90%	70%
保利置业	709.00	-0.51%	
小计 (TOP20)	35118.21	15%	
总计 (60家)	50489.52	13%	-

数据来源：CRIC整理

## 三大维度看企业

由于企业的销售规模、产品定位、企业背景等都会影响到企业的存货规模大小和增长速度，我们将60家典型房企进行分类，比较不同类型间企业的存货总量差异。

1、销售规模：各不同规模的企业，其存货规模同比均呈现不同程度的上涨。其中7家千亿销售规模房企不仅存货总额最大，而且增长幅度也是最大的，达18.9%；而500-1000亿规模房企存货增幅最少，仅9.36%。（略）

2、产品定位：不同产品定位的企业，其存货总量均呈现不同程度的上涨。其中产品定位中端的企业增长幅度最大，为19.09%，比产品定位偏高端企业的增幅高出10.33个百分点；而定位中高端企业的存货均值最大，为1022.28亿元。（略）

3、管理背景：不同管理背景的企业，其存货总量均呈现不同程度的上涨。其中民营家族型企业增长势头较快，15年同比增长18.37%；国营背景企业增长幅度最小，仅9.5%。（略）

**总结：**存货规模到底在什么样的水平才算最为合理？我们在基于有2015年库存总额、土地储备两项指标，将其进行比对，找出目前存货规模最合理和最不合理的企业，以此作为典型案例分析。

60家典型企业样本中，存货规模较为合理的指标表现为存货规模能与销售业绩增长保持同步的增长，且土地消化周期较快，与行业均值相差不大，一般在7年左右。从15年的数据来看，该类典型房企有恒大、荣盛、旭辉、首开等房企，其中首开库存规模高达956.73亿元，按年增长40.54%，土地消化周期为8年，加上企业重点布局一二线城市，15年还在北京市取得9个项目总建面达157.8万方，预计未来可为企业带来较高的业绩增长。而旭辉、融信这几家企业尽管库存规模不算很大，但库存增长速度较快，土地消化周期也处于较为合理的水平，由此库存规模还有很大是上升空间。值得一提的是，恒大是大规模、高增长的典型企业，库存总量高达3850.39亿元，同比增幅55.85%，土地消化周期为6年，从以上指标来看，恒大库存规模较为合理，但值得一提的是，企业库存的增长速度要以业绩增长为前提，否则也会演变成较大的库存去化压力。

存货规模不太合理的典型企业主要有两大类：一是库存规模增速下滑甚至为负、土地消化周期处于低位的房企，最为典型的莫过于中海，中海存货规模1706.73亿元，土地消化周期连续两年都处于较低水平，仅3-4年，远远低于行业7年均值。但是考虑到中海将整合中信地产，待整合完成后，企业补充一大笔存货也将会缓解库存

减少的压力。一是土地消化周期非常高、但库存规模下降缓慢，如合生创展，土地消化周期高达35年，“去存货”仍然将成为企业的主要任务，企业需要加强产品线的创新，调整营销策略加快库存去化速度。

### 谁的变现能力更强？

考量房企的变现能力，需要在考虑存货周转能力的前提下，结合房企应收账款的变动来进行比对，我们找出目前变现能力较强和需要警惕的企业类型，以此作为典型案例分析。

#### 存货周转讲效率

房企的存货周转效率基本与去年持平，54家典型企业平均周转次数为0.34。无论是周转最快的前20家企业的平均值还是全样本的平均值，存货周转效率与去年同期相比，基本持平。看来企业在存货周转方面一直保持高度的警惕性，在土地、施工的投入同时，保持库存的持续变现。当然，在考虑变现能力的同时，我们还需考虑企业资金的回收速度，54家全样本企业15年应收账款较去年同期上涨了11%，而TOP17房企应收账款却同比下降4%。存货周转能力较强的企业，对于资金回收也是同样注重的，整体变现能力优秀。所谓强者恒强，在现金回款良好的情况下，我们预计房企未来的发展将稳定上升。

当代置业存货周转效率达0.86，变现能力出色。中国中铁、中国铁建、建发股份三家房企的存货周转次数最高，分别为2.27、2.25、2.00，对应的存货周转天数分别为159天、160天、180天，明显高于其他房企。但需要注意的是，遥遥领先的前三名房企中，中国中铁和中国铁建的旗下业务较为多样，房地产业务只占其中的一部分，还有各种基建工程类的存货比例。而建发股份在做房地产的同时，也从事工

业品、消费品的运营服务，从而提升了存货周转效率。

此外，当代置业与旭辉集团紧随其后，存货周转效率分别为0.86次和0.67次，对应的存货周转天数分别为419天和541天。其中值得关注的是，当代置业2014年的存货周转效率仅为0.49，到2015年同比大幅上升了0.37，存货周转能力优秀。同时，当代与旭辉在2015年的应收账款变动均有不同程度的下降，两家企业变现能力十分出色。

表：2015年60家典型房企存货周转次数TOP20

企业名单	存货周转次数			存货周转天数	
	2015年	2014年	同比	2015年	2014年
中国中铁	2.27	2.33	-0.06	159	155
中国铁建	2.25	2.46	-0.21	160	146
建发股份	2.00	2.17	-0.17	180	166
当代置业	0.86	0.49	0.37	419	731
旭辉集团	0.67	0.74	-0.07	541	484
新城控股	0.61	0.57	0.04	594	626
碧桂园	0.60	0.57	0.03	603	629
建业地产	0.59	0.43	0.16	608	845
雅居乐	0.50	0.46	0.06	716	787
九龙仓	0.50	0.38	0.12	722	937
绿地控股	0.48	0.78	-0.30	747	462
中国金茂	0.48	0.84	-0.36	754	427
万达商业	0.47	0.50	-0.03	762	714
时代地产	0.46	0.41	0.05	779	869
中骏置业	0.46	0.39	0.07	788	928
中海地产	0.45	0.47	-0.02	798	769
远洋地产	0.43	0.42	0.01	833	848
龙湖地产	0.43	0.48	-0.05	835	743
阳光城	0.43	0.35	0.08	837	1041
融创中国	0.41	0.39	0.02	886	933
平均值（TOP20）	0.77	0.78	-0.01	468	462
平均值（TOP17）矫正	0.52	0.51	0.01	694	704
平均值（54家）矫正	0.34	0.35	-0.01	1045	1036

备注 1：招商蛇口、蓝光发展、光明地产由于借壳、重组等原因，部分数据不详，未计入。

2、最后两列矫正数据，剔除了中国中铁、中国铁建、建发股份三家企业的数据影响。

数据来源：企业公布、CRIC

### 三大维度看企业

由于企业的销售规模、产品定位、企业背景等均会影响到企业的周转策略，我们将60家典型房企进行分类，比较不同类型间企业的周转能力。同时考虑到，中国中铁、中国铁建和建发股份3家企业的数据的特殊性，为保证分析的准确性，我们将剔除这3家企业来进行三维分析。

1、销售规模：各不同规模的企业存货周转差异加大，其中1000亿以上销售规模企业的存货周转最快，而300亿以下规模企业的效率最低，且低于平均水平0.03次。（略）

2、产品定位：中端产品定位的房企存货周转次数最高，对比2014年增长0.06达到了0.39次，高于平均水平。高端及中高端产品定位的房企存货周转次数较低，均为0.32次，均低于平均水平。其中，高端产品定位的房企存货周转次数较2014年下滑0.02至0.32次。（略）

3、管理背景：以不同的管理背景来看，企业2015年存货周转次数出现了较明显的分化。其中民营主导型企业的存货周转能力最强，超过平均水平达到0.38次；国营背景企业存货周转能力最差，存货周转次数为0.30次，对比2014年下滑0.03。（略）

**总结：**54家典型企业样本中，变现能力较强的企业表现为存货周转次数快且应收账款控制平稳，以整体均值为标准来看，一般表现为存货周转天数小于或在1000天左右，应收账款同比增幅低于11%。从2015年的数据来看，该类典型房企有当代、新城、绿地、金茂等。其中当代、新城均是民营主导为背景的企业，其存货周转天数在600天以内，且应收账款的同比变动控制优秀，企业变现能力较强，预计未来企业发展将稳定增长。而绿地、金茂虽然为国营主导背景的企业，且产品单价也较高，但是依靠强大的资源优势、合理的战略布局，也使得企业获得了较强的存货周转能力，结合其控制优秀的应收账款，变现能力也相对较强。

最后，需要警惕的是，部分房企的存货周转能力偏弱，同时应收账款却增加，导致资金回款进一步变慢。以2015年的数据来看，

该类典型有信达地产、北京城建等，这两家房企的存货周转能力显著低于54家平均水平，存货周转次数甚至不足0.20次，而应收账款同比增幅均为平均水平的2倍。其中，信达地产在存货周转率仅有0.19的情况下，近两年来依然获取了多幅高价地块，如果从单企业来看，显然压力还是很大的。而之所以会出现这种情况，或许与信达地产拥有一个较深厚的母公司背景有一定的关系。

## 谁面临去库存压力？

对于判断企业是否面临着去库存压力，我们需要结合企业已竣工存货增长率、已竣工的存货占比及变动等指标进行评估。

### 竣工存货看压力

已竣工存货总量增幅超20%，高于存货总量的增幅。59家房企2015年已竣工存货总量达7835.46亿元，同比增幅达20.81%，高于存货总量的增幅（13.46%）。25家房企已竣工存货占比超20%，宝龙41.12%位居首位。整体来看，15年房企的竣工存货占自身存货总量的比重在18.48%，而59家企业中有25家占比超过20%，其中5家企业的占比超30%。

在竣工存货占比超20%的企业中，我们又可以分为两类：一是双高企业，其竣工存货占比较高，同时竣工存货占比较去年同期上涨超5个百分点，且竣工存货总量增幅亦超20%，例如阳光城、中骏置业、宝龙、金科等；二是调整优化的企业，其竣工存货占比和总存货均出现明显下降，例如华侨城、远洋地产、新城等。

竣工存货总量的上涨主要有三个方面的原因：一是，城市分化严重，部分企业在三四线城市的项目依然面临去库存的压力，典型如雅居乐；二是，大户型占比过高，虽然在战略上已经做过调整，但是已经建成且城市市场不佳的项目表现消极，例如金地集团；三

是，商业比重过高，而目前商业销售在市场上依然是个难题，例如竣工存货占比位列第一的宝龙地产。其中，有一些企业比如融创、金科、龙光、阳光城、新城、蓝光等企业，竣工存货结构的问题还有待进一步探讨，我们会在后续专题中专门讨论。

表：2015年60家典型房企已竣工存货占比高于20%的企业

企业名单	2015年已竣工存货 占存货总量比重	同比变动 (PTS)	2015年已竣工存货 (亿元, 人民币)	同比
宝龙地产	41.12%	10.04	90.86	47.44%
合生创展	33.58%	-2.20	211.65	-10.89%
建业地产	32.20%	1.34	49.50	-9.20%
中骏置业	32.07%	10.65	57.79	73.16%
融创中国	31.54%	3.83	157.27	14.94%
保利置业	28.14%	-3.98%	199.53	-12.82%
金地集团	28.12%	1.10%	218.30	4.61%
雅居乐	27.50%	3.29	168.89	4.65%
当代置业	26.27%	6.54	13.03	25.74%
五矿地产	26.08%	6.29	45.39	36.16%
路劲基建	25.58%	3.45	54.24	2.60%
旭辉集团	25.54%	-10.06	69.17	27.64%
中国金茂	24.47%	-4.81	63.33	-1.04%
越秀地产	24.08%	-0.82	127.55	12.58%
合景泰富	23.82%	4.49	65.34	19.07%
华侨城	23.74%	-11.08	121.52	-22.04%
金科集团	23.29%	7.86	168.10	74.97%
远洋地产	23.13%	-5.26	121.04	-30.02%
龙光集团	22.16%	6.25	62.49	40.86%
富力地产	22.09%	4.68	224.28	30.23%
中国奥园	21.86%	3.95	69.51	55.57%
阳光城	20.55%	15.67	87.10	408.86%
蓝光实业	20.42%	5.60	80.23	60.69%
新城控股	20.11%	-4.52	65.86	-10.49%
华润置地	20.00%	2.07	317.46	12.69%
总计(59家)	-	-	7835.46	20.81%
均值(59家)	18.48%	1.22	-	-

备注：1、港币换算人民币以0.84计算；2、万达商业未公布竣工存货，故未计入

数据来源：企业公布、CRIC

### 三大维度看企业

由于企业的销售规模、产品定位、企业背景等均会影响到企业的库存变动，我们将59家典型房企进行分类，比较不同类型间企业已竣工存货方面的差异。

1、销售规模：各梯队企业的已竣工存货均呈现上升趋势。其中，千亿房企的已竣工存货增长幅度最大，同比上升36.44%。另外，从已竣工存货占比来看，各梯队的比重相当，主要在15% - 19%的范围。（略）

2、产品定位：企业的产品定位不同，其已竣工存货同比涨幅的分化明显。其中倾向于打造中端产品的房企2015年的已竣工存货增长最为明显，同比上升40.55%；而中高端的房企已竣工存货涨幅较为合理，定位高端的房企已竣工存货量下降，幅度为1.23%。但是从已竣工存货占比来看，不同产品定位类型的企业水平相当。

3、管理背景：不同管理背景类型的企业，其已竣工存货均呈现上涨趋势。其中，资本化管理的企业的已竣工存货量上升幅度最为显著，达31.06%。但从已竣工存货占比而言，资本化管理的企业占比最低，仅16.04%。

**总结：**从59家企业样本中发现，已竣工库存增幅较大并不意味着竣工库存去化压力大，还需要结合其他因素进行评估。第一，要了解已竣工库存增长的原因。例如，由于集团将地产项目资产注入朗诗地产，故朗诗15年已竣工存货同比增长829%。资源整合是利于提升地产板块的发展效益，重点是要看整合后企业的去化及运营情况；阳光城通过收并购获得多个一二线城市的优质项目，地理位置优越，市场风险较小，未来并不存在去化压力。第二，要看企业的已竣工存货占比是否处于高位，且历年来有无下降趋势。如泰禾、中南等，企业的已竣工存货量大幅增长，但是这些企业的已竣工的存货占总存货比重并不高，尤其是在2014年的比重都低于5%。第三，需要结合企业本身的周转效率。“高周转”下的房企的已竣

工库存占比往往较低，其库存压力固然比较小，典型的房企如万科、泰禾。而如宝龙地产这样的企业，土地消化周期及存货周转效率一般，但是 2015 年已竣工存货占比高居行业首位（达 41.12%），这就反映了企业在库存去化方面确实有一定的压力，需要对于项目布局以及竣工库存结构进行调整。

本文为《2015 房企库存调查》报告删减版，  
如需完整版，请联系我们。

---

### 作者简介

沈晓玲，CRIC 研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、应急策略研究  
电话：021-60867867 邮箱：shenxiaoling@cric.com  
谢复成，CRIC 研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867873 邮箱：xiexiacheng@cric.com  
王晓晨，CRIC 研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867873 邮箱：wangxiaochen@cric.com  
陈桢颖，CRIC 研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867876 邮箱：chenzhenying@cric.com

营销走势



# 房地产营销6大趋势解读

文/克而瑞研究中心研究员 沈晓玲、俞倩倩、王晓晨

**VIEW** 新常态下我国房地产行业正面临着诸多变革，行业在变、政策在变、需求在变、客群在变、工具在变、资本在变、思维也在变。创新而立，以不断变化的营销打法，来迎接行业的变革。

为了应对这个新的行业格局，营销方式也必须随之变化，中国的房地产企业应以更为积极、创新的心态参与市场竞争。

在营销资源上充分调动内外部的个人与机构；在营销方式上由传统的线下营销全面走向线上；在看房体验与居住上全方位的加入科技元素；在营销的多个阶段与金融产品有机结合；在产品与营销的多个方面结合大数据技术；在案场的全方位管理上采用更系统化的手段。

## 全民化：人人争当销售员，充分利用内外部资源

营销全民化主要是指，传统的营销规则逐渐被颠覆，依托于新思维与新技术的应用，将营销规模最大化，甚至达到“全民皆兵”的效果，即人人都是房地产销售员。

### 集团内部总动员，促进成交最大化<sup>①</sup>

目前全民营销主要分为两个层面：一是在集团内部，营销不再只是销售部门的职责，包括其他职能部门的后台人员、或是同城市不同项目的管理人员间交叉背负业绩指标；二是调动集团外部资源，网罗全民经纪人和依托第三方平台实现“全民营销”。

<sup>①</sup> 本章节内容略

- 1、集团内人人背指标，深度挖掘潜在客户群体
- 2、营销人员交叉背指标，资源均衡分配提升效率

## 外部网罗全民经纪人，一二手联动齐卖房

### 1、房企自主运营，房源单一有局限

房企拥抱互联网搭架平台时，受限于专业，一般会选择以第三方技术支持，房企自主运营的方式来运作，目前参与的企业主要有万科地产、复地集团和旭辉集团，分别为“万客通”、“财富云”、“微销宝”。操作手法均是通过专注移动互联网的技术公司提供客户端，并由企业自主运营，如复地集团与上海圈层合作、旭辉集团与拓之林合作、万科地产与智讯科技合作等等。

表：全民营销参与企业主要情况

企业		复地集团	旭辉集团	万科地产
营销工具		复地财富云	旭辉微销宝	万客通
技术支持		上海圈层技术	拓之林技术	智讯科技
策划		重庆城市公司	集团	集团
覆盖范围		重庆城市公司	旗下所有城市公司	西安、沈阳、上海、广州等城市
运营方式		城市公司独立运营		
运营人数		一般1-3人		
奖励情况	分享	通过分享朋友圈或直接发送至朋友的链接，推荐朋友称为注册的活跃经纪人，可获得10元/人的财富包，活跃经纪人指数计推荐有效客户数≥3	/	例如：绑定分享活动被参与20次以上者，可获得10元话费
	返佣	根据购房客户的意向程度将奖励分为三类：成功到访奖励50元/人；成功认购奖励1000元/人；成功签约奖励购房合同金额*3%	每输入一个客户，旭辉奖励微信红包1-2元，推荐的客户到访售楼处，奖励100-150元，推荐客户最终成交，则奖励1万元-5.8万元不等	老带新：只要推荐亲友买房，即可享房屋最终成交价最高3%(税前)的推荐奖励 全民经纪人：以贵阳为例，按照不同项目提供2000-5000元/套的佣金

数据来源：企业公布、CRIC整理

根据现有的运营情况来看，复地、旭辉、万科均通过现金奖励的方式推动全民营销的发展，而奖励条件设置对全民营销的推广也有至关重要的影响。根据参与群体的不同，复地财富云及万科的万客通均设置了分享和返佣两部分内容，而旭辉则仅有返佣部分。同时，根据项目推广流程，复地财富云和旭辉微销宝均将返佣环节细化。如复地财富云根据客户意向程度分为三类：成功到访、成功认购、成功签约。旭辉微销宝更甚一筹，将项目推广流程延展至潜在客户推荐。但是考虑到房企自主运营全民营销平台仅发布自有房源，平台资源和功能的单一性将局限全民营销平台的发展。

基于楼市成交徘徊，房企承受越来越大的销售回款压力。除了技术公司给房企提供定制全民营销平台，房企甚至有了更多的选择。以房多多、好屋中国、卖房邦为代表的新兴媒体网络纷纷试水全民营销，进一步推进了整个地产营销行业的创新与变革。

房多多是国内互联网房地产整合服务平台，践行着地产行业的O2O模式。其为开发商、经纪公司、买房/卖房者搭建高效、可信赖的房地产营销服务平台，是提供真房源、真服务、真交易的真电商。好屋中国是国内首家O2O房产全民众销平台，首创房产全民经纪人开放模式。拥有100余家战略合作品牌开发商,315余万好屋经纪人,为用户提供最全面及时、最优惠的全国房产信息。两类新兴媒体网络除了在传统电商的基础上，均根据自己的侧重点，进一步拓展了自身涉猎的人群，以期帮助房企实现项目的销售。

首先，业务范围速拓展，一二线城市全覆盖。房多多创立于2011年，目前业务已布局全国50多个城市，正在合作的项目达1000余个，合作的开发商包括中海、绿地、万科、华润、佳兆业等。好屋中国截止到目前为止已进驻全国43个城市，战略合作品牌开发商100余家，签约优质合作楼盘520多个。

其次，运作模式存创新，渠道覆盖面更广。房多多除传统的

电媒业务外，主要推出的互联网产品为2014年3月份上线的全网直投，对外的品牌叫房点通。与广告类似，只是在发布媒体方面做了新一轮的优化整合，而且也能够实时反馈广告投放的结果。就项目来说，可以比现在行业网站投广告提升5倍以上的效率。好屋中国则主要在开发商与购房者之间搭建平台，促进信息对称化。其网站主要有功能为广告公示，开发商将特价房源信息发布在好屋中国网站上，购房者可通过浏览网站了解房屋信息，之后线下联系促进成交，这类业务与传统的房产电媒差别不大。

再次，对象选择有针对，侧重方向各不同。房多多“经纪人平台”主要面向专业的二手房门店经纪人，通过高效整合客户资源，达到精准对位促进成交的作用。这是线下基于互联网的专业经纪人平台。区别于传统的经纪人平台，房多多通过一套互联网系统，特别是移动互联网，把这个传统的平台变得互联网化，让它的效率、管理能力大幅提升。二手房门店经纪人可通过手机APP完成一整套的拓客和业务管理。线上和线下广告的信息互达，和线下的经纪人互联网平台进行结合，就实现了真正的O2O。好屋中国“全民经纪人”门槛较低，附加团队结佣激励机制，促进更多拥有客户资源的人群加盟。适用对象较为广泛，涵盖了房地产销售人员和中介经纪人，以及非房地产行业意愿从事房产销售、推荐的兼职经纪人。真正意义上促成了全民营销。具体的操作步骤为在网站上注册经纪人，填写推荐买房用户的信息，房屋成交即可获得高额佣金。成交审核通过2个星期后佣金即可到账。经纪人主要分为两类：一是社会经纪人，即普通民众。推荐朋友买房，只需填写推荐人姓名与手机号码，成交即可获得1‰佣金。二是专业经纪人，即二手房门店经纪人，目前专业经纪人均由大客户经理发展。能够持续推荐买房用户，提供精准，高意向的买房用户信息。买房成交后即可获得2‰佣金。另外，如若邀请更多人加入好屋中国，邀请用户即成为你的队员，其所赚佣金你也能分成1‰。

## 营销走势

表：新媒体全民营销平台构建比较

平台	房多多经纪人平台	好屋中国全民经纪人
拓展区域	业务已布局全国50多个城市	全国开放43个主要城市
合作开发商	正在合作的项目达1000个，合作的开发商包括中海、绿地、万科、华润、佳兆业等。	与100余家知名房企达成战略合作，目前已签约520多优质合作楼盘。
适用对象	专业二手房门店经纪人	普通人群、二手房门店经纪人
具体操作模式	1.下载APP注册2.添加客户3.报备楼盘4.发起带看5.等待结佣（成交后7天）	1.注册经纪人（社会经纪人、专业经纪人、团队佣金）2.推荐买房用户信息3.坐等成交提佣（成交审核通过两周后）

数据来源：企业公布、CRIC整理

**线上化：推广、服务、渠道从线下走向线上<sup>②</sup>**

**科技化：提升看房体验与居住舒适度**

**金融化：众筹、理财、首付宝，三管齐下促营销**

**数据化：为产品定制创造可能，量化案场管理**

**系统化：建立合理的地产从业人员培训体系**

房地产是个“看天吃饭”的行业。所以，战略上要踩对节奏，营销上要顺势而为。

**案场经理：统筹控制是关键，心中要有“三本账”**

案场经理作为一线销售团队的领路人，其衡量标准自然就是整个项目的成交转化率。成就高转化率的主观因素有很多，比如专业能力与管理能力，具体包括推盘、定价、盘客、促销、培训、激励等方方面面。

案场经理的核心能力是统筹控制能力，之所以这么说是因为案场经理在整个房产营销组织体系中的角色定位是销售体系中的转换器，负责将公司制定的营销战略战术落地执行，并对最终销售业绩负责，

<sup>②</sup> 以下四章节内容略

同时案场经理处于阵地前线，必须将一线情报准确反馈给决策层，便于制定有效的战略和策略。当产品已经定型时，案场经理作为执行层面的管理者，也许未必能够决定一个楼盘的畅销与否，但一个具备统筹控制能力的案场经理能够让项目战略与执行有机结合在一起，让项目赢也赢的踏实，输也输的明白。具体来说，主要体现在以下三个方面：一是对自我与团队执行力的统筹控制；二是信息获取与反馈方面的统筹控制；三是行为处事与做人方面要懂得自控。

#### 【典型案例】案场经理的“三本账”——货源+客户+团队

统筹控制，一个看似很简单的要求，但真正做到，能够让公司或上级觉得值得托付重任，却也并不容易。先不谈个人品行与职业素养，一个好的案场经理一定要时刻在业务上做到“心中有数”，才能让公司对他“心里有底”。所谓“心中有数”，应当要盘好以下三本账。

第一，盘好货源这本账。项目有多少货量货值，静态与动态、纵切与横切分类，必须了如指掌；每个楼栋、每种户型，具有什么特征与优势，必须如数家珍；每类房源的去化情况，客户储备也要了然于胸。更进一步，项目货源与竞品的比较也要做到知己知彼。

第二，盘好客户这本账。客户的意向度、价格敏感度、落位情况等必须清清楚楚地掌握，这样才能和上级一起制定合理的推售组合、开盘流程、价格体系与促销政策。也只有细致的分析出客户来访渠道，购房因素和地图分布等等，才能为策划推广与渠道营销提供合理的依据。

第三，盘好团队这本账。房子要靠一个个销售员去卖，客户要靠一个个销售员去接待，案场经理对项目的总账来自于每个销售员的细账，他要把客户的总账算靠谱，前提是把团队人员每个人的账盘清楚。团队中每个成员的能力如何、个性如何、状态如何，必须随时掌控，进而针对性因材施教的带教，或者随时随地的调整纠偏，才能形成团队的执行力，才能做到真正的心中有数。

### 案场策划：市场-客户-产品，缺一不可

案场策划的核心职责就在于依旧市场的不同波段，制定不同的营销打法和推售策略，主要包括市场分析、客户分析、产品分析等。下面我们就以营销策划报告开头的市场分析为例，为大家简要介绍一下案场策划培训的系统化体系。

众所周知，营销策划报告大多以市场篇开头。很多时候看到开篇大幅数据，却不知所云、没有结论，不知道和后面策略部分有什么关联；或者是提出所谓“宏观市场看好、区域竞争激烈、项目机会与挑战并存”的废话结论。为了避免以上问题出现，我们首先应当明确市场预判与营销策划的关系。策划，是为了解决问题。问题，就是目标与现状的差距。比如销售目标没达到、影响力不够、来访率不够、转化率过低，就需要策划一系列营销动作来弥补差距。整合营销策略就是将营销目标与基于市场比较的预期做比较，将差距分解为若干问题，再逐一解决的策划方案。

#### 【典型案例】“识局”“到”“破局”，市场预判“三步走”

市场预判分析，是个“识局”的过程，而营销策划就是“破局”的求解。具体来说，市场预判应分为以下“三步走”：

第一步，要界定你处在什么细分市场里。基于地段对自然客户吸附力的判断、项目定位和初步的客户切割，我们界定项目处于何种“局”之中，来锁定谁是主要竞争对手，谁是干扰竞争。并不一定同区位的就是竞争对手，满足同一种客户需求的项目才是。当然，这个界定实际上是个假设，这个假设限定了你的目标客群范围，实际上我们可以不断修正这个假设，不断转换思维角度。

第二步，分析这个市场的现状与规律。分析市场，核心就是三个方面：1) 客户构成，通过对竞品客户特征素描及地图分布，来推测本项目的客户地图；2) 供求关系与竞争态势，通过对竞品库存、供应计划、营销手段的梳理，来判断项目面临的竞争格局，以便制定针对性竞争策略。这块应该详细到项目中的品类，甚至户型、面

积段、总价段；3) 量价关系，结合竞品的产品素质、营销力度、价格、及去化情况，来测算这一市场的量价关系，进而推测本项目的量价关系，一方面是为后续项目价格策略提供专业依据，同时用期望价格测算可能的销售量，如果达不到目标，就意味着出现了核心问题，而策划就是要解决这个问题。

第三步，判断破局的可能性及方向。在一定时间内市场会出现均衡的局面。局势的变化有两种驱动力量：一种是市场的自我成长及演变，最主要的是板块会成长，以上海为例，新江湾城开始时是区域改善地段，慢慢成长为全市高端板块，其中项目面临的局就完全不一样了。营销人需要有敏锐度能够发现市场的演变。第二是凭借项目“引导市场”的做法，比如在配套和产品力方面的突破，让自己跳出原有的“局”，比如方兴在大宁的地王本来也是看到了破局的可能性，但宏观市场的变化却是始料未及的。

市场分析一定要有结论，调研数据、分析现状是为了寻找规律，更是为了寻求破局的方向。好的策划能够在市场数据中洞察到市场的规律与趋势，从中发现项目的破局机会，并且能够将大量的数据信息简明扼要地提炼成明确的观点，用清晰的逻辑表达出来，从而增强策略的说服力。不做详尽调研、对市场一知半解、拍脑袋策划，或者堆砌大量数据图表，却让人不知所云，市场分析与策略生成脱节，都是策划必须避免的。

### 卖场销售：从识别需求到自我管理的全面提升

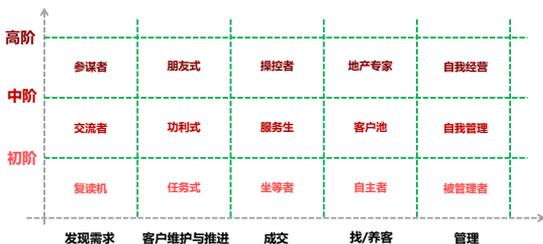
销售是一个高成就兼高压力的行当，光鲜衣着与流利谈吐背后，往往是常人难以忍受的艰辛。加之互联网浪潮来袭，有企业要“去中介化”，有人要革代理销售的命，有人提出所有置业顾问终将失业的论断。所幸的是，由于交易复杂性和高卷入度，线下销售交易服务不可能被互联网取代，中介或销售的铁饭碗不会被打破。

但问题是，地产中介销售的铁饭碗有没有可能成为金饭碗，抛开行业规范与职业体系暂且不谈，我们认为，从自身销售能力提升与行为性

格修炼方面，需做好五个维度的工作，才能完成地产销售的进阶之路。

### 【典型案例】地产销售进阶5维3阶路线图

图：地产销售进阶5维3阶示意图



数据来源：微信公众号“臧建军和他的小伙伴们”

维度之一：识别需求。销售始于识别需求，在此就有高下之分。初阶阶段是做好“复读机”，按标准流程和说辞将产品介绍清楚，或自己唱独角戏，或客户问什么答什么，简单归纳为“我有什么就卖什么”。而中阶阶段，能与客户良好沟通，通过主动的问答互动，判断出客户表象的需求，做针对性的销售，即“客户说要什么，就卖什么”。而高阶销售，则能够通过察言观色洞察客户潜在真实需求，从而站在客户的立场提供参谋建议，也就是“什么最适合客户，卖什么”，当然前提是自己要有。

维度之二：客户跟进。俗语道：销售不跟踪、万事一场空。有统计说不到5%的客户首次到访即成交，80%以上的成交需要跟踪4到11次。初阶销售，在意识上缺乏耐心，技巧上比较生嫩，为完成公司任务而进行，手段也比较生硬刻板，很容易照成客户的抵触情绪与反感。而中阶的客户维护与跟进，一种是通过选择合适的时机与说辞提高成功率（如约访成功），一种是锲而不舍甚至死缠乱打。而高阶销售则可以很快与客户建立朋友关系，以关怀问候等软性维护手段为主，让客户乐于接受、乐于倾听。常年做高端楼盘的销售人员，会更具这类销售意识与境界。

维度之三：销售成交。识别需求与维护跟进的目的当然是成交。成交有偶然性，更有必然性。缺少逼定意识和能力的销售人员，被动坐等客户来签约，更多地是看天吃饭。这种初阶状态，在房子不愁卖的时代还能混混。中阶销售则会对客户购买火候进行准确判断，适当扇风助推，最大化利用公司销售政策，满足客户要求来促成购买。但成交的高阶状态还不仅是成交，或者不是通过一味的迎合客户需求来促成交易，而是按照项目推案节奏，引导客户需求，我把这类成交称为操控者的成交。

维度之四：找客与养客。以上三个维度，主要是“杀客”。从杀客晋级到第四个维度“找客、养客”环节，是一个大阶梯式的提升。而目前一手房销售人员因为营销体制的原因，绝大多数都止步杀客的第三维度。而部分常年豪宅销售员、老牌二手经纪人能够进入找客、养客境界。找/养客的初阶者，有找客的主动意识，也会见缝插针的随时进行展开找客行动。但找客的目的性比较短期、直接、功利。找/养客的中阶者，则会把目标放的较为长远，他们会经营好自己人脉网络、能够维护好老客户、更注重客户的中长期积累与维护，他们开始有意识的搭建自己的客户池，供自己中长期的销售需要。找/养客的高阶者，会在客户面前树立起地产专家的形象。他们有与客户长线共赢观，能够提供超越客户预期的长期服务与价值，从而在客户心中树立专业的个人品牌力。

维度之五：个人管理。个人管理能力是销售人员迈向金饭碗的一个重要保障。没有管理意识的销售人员，只能沦为被管理者，只能依靠公司的管理手段开展自己的销售工作。而中阶管理状态，则具有自我管理意识和行为，能够自我规划自己当天、当周、当月的销售工作，并产生成效。高阶管理状态，就进入了销售金饭碗的良性循环。进入这种状态的销售人员，国内的地产销售界凤毛麟角；但在国外，却比比皆是。

在此，特别感谢【臧建军和他的小伙伴】对本文第五、第六点的支持。

## 《最新解读房地产营销6大趋势》专题导览

- 一、全民化：人人争当销售员，充分利用内外部资源**
  - 1、集团内部总动员，促进成交最大化
  - 2、外部网罗全民经纪人，一二手联动齐卖房
- 二、线上化：推广、服务、渠道从线下走向线上**
  - 1、宣传线上化，应对信息传播巨变
  - 2、服务线上化，增强营销竞争能力
  - 3、渠道线上化，跟随客户转移线上
- 三、科技化：提升看房体验与居住舒适度**
  - 1、展示科技化，有效提升看房体验
  - 2、产品科技化，有效提升居住体验
- 四、金融化：众筹、理财、首付宝，三管齐下促营销**
  - 1、开盘前预热，提升产品关注的众筹模式
  - 2、以理财功能实现蓄客的“宝宝”类产品
  - 3、可降低购房者准入门槛的“首付宝”
- 五、数据化：为产品定制创造可能，量化案场管理**
  - 1、大数据采集助力产品前期需求采集
  - 2、案场管理数据表格使用，量化考核指标
- 六、系统化：建立合理的地产从业人员培训体系**
  - 1、案场经理：统筹控制是关键，心中要有“三本账”
  - 2、案场策划：市场-客户-产品，缺一不可
  - 3、案场销售：从识别需求到自我管理的全面提升

### 作者简介

- 沈晓玲，CRIC研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、应急策略研究  
电话：021-60867867 邮箱：shenxiaoling@cric.com
- 俞倩倩，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867870 邮箱：yuqianqian@cric.com
- 王晓晨，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867873 邮箱：wangxiaochen@cric.com

本文为《最新解读房地产营销6大趋势！》报告删减版，  
如需完整版，请联系我们。

# 绿地VR+产品定制战略大曝光!

文/克而瑞研究中心研究员 朱一鸣、傅一辰

**VIEW** VR能替代实体样板房吗? VR技术对房地产行业有何意义? 颠覆房地产开发流程, 绿地去年就在做了!

VR是当前资本市场的热点话题, 房企也迅速跟风。大部分房企和VR科技公司都将“VR能代替实体样板房”作为噱头, 但效果却并不如人意, 因此不少业内人士认为, VR技术在房地产行业的应用是个伪命题。

可是, VR技术对房地产行业真的毫无意义吗?

在我们看来, VR最大的作用还是在完善客户体验的同时, 推动定制化产品、众筹等新模式发展, 绿地等大型房企已经开始将VR技术应用到设计环节。随着楼市行情变化和人们的个性化需求增加, VR技术还将不断更新换代, 在房地产领域的作用也将日益显著。

## VR是什么?

VR的定义及主要类型

VR的起源与发展历史

房地产行业的VR应用

① 本章内容省略

### VR在房地产开发流程中的作用

对于产品线丰富、跨度大的房企来说，VR技术是十分实用的辅助工具。

#### 改善产品细节，增加设计者直观感受 协同样板房，提高对购房者的说服力

我国VR技术在房地产行业已初步形成规模的应用形式，主要集中在样板房展示。具体而言，VR技术当前最大的作用主要集中在房屋预售环节，即在售楼处起到“虚拟样板房”的作用，邀请客户进行体验。在绿地的VR战略中，虚拟样板房的并非为取代实体样板房推出，而是相结合，增进客户对产品的理解。

在期房制度下，购房者普遍信任感缺失，实体样板房作为信心支柱和维权证据长期存在，VR样板房的出现则能起到补充作用，尤其当客户为夫妻、甚至大家庭时，容易对户型选择产生意见不一致的情况，VR技术能够帮助客户模拟在不同户型中的实际生活场景，最终完成选择的统一，以巩固和加快购房决策。

同时，VR还能模拟在实体样板房中无法体验的场景。效果图、动画、沙盘等千篇一律的传统宣传道具将逐渐被取代，而让客户参与其中，身临其境地从任意视角漫游观察和体验产品才是营销关键，这是VR技术在房地产行业最明显的优势。VR虚拟样板间可以让用户在房屋还没有建造起来时用最直观的方式感知未来的家。

#### 降低海外项目和旅游地产的购房成本

在房企所有的产品类型中，海外地产和旅游地产中最适合应用VR技术，原因自然是能够节约客户的看房成本，避免购买昂贵的机票前往实地查看样板房。

对于房企来说，在售楼处铺设海外或旅游项目虚拟样板房的成本几乎可忽略不计。以绿地为例，绿地在海南的旅游项目中，有很多来自上海、北京、东北的意向客户。有了VR，他们可以先在当地体验虚拟样板间，再决定是否有必要去到海南买房。而这个项目通过VR建模，按500元/平方米价格计算，100平方米左右的样板间建模费用大约在5~6万元人民币。如果项目在全国10个城市布点，均摊到每个布点的费用仅约5000-6000元，这个数目相对于房地产庞大的土地费用、建安费用来说“九牛一毛”，成本也不会被转嫁至购房者。

VR也能提升客户不看房便下单的信心，间接促进销售。绿地在美国、英国、澳大利亚等均有多个项目，有很大一部分客户均是基于对绿地品牌的信任，在未实地看房的情况下便支付了房款。

在纽约项目中，绿地应用了最新的VR技术，除了样板房外，客户还能现场感受到整个建筑群设计、社区规划和虚拟业主活动、绿化景观布置等，3D环绕的现场效果十分逼真。客户仅需戴上普通的纸板眼镜，在家通过互联网便能体验。

图：绿地纽约太平洋公园项目VR界面



数据来源：项目官网

### VR将推动产品定制化探索发展

在房地产行业中，定制化产品的探索将是重大趋势。而VR技术在其中起到了推动发展和升级的作用。

#### 辅助展示可变户型，助推结构个性化服务

VR技术对房地产行业最重要的作用，莫过于推动定制化产品的发展和升级。李克强在两会报告中提出，要“鼓励企业开展个性化定制、柔性化生产，增品种、提品质、创品牌”，可见在房地产行业中，对定制化产品的探索将是重大趋势。此外，一线和重点二线城市的房价快速上涨，二胎放开和税收制度的变化则增加了改善成本，因此，保利地产、碧桂园等大型房企均推出了“全生命周期”概念的新产品线。

而绿地在2015年便开始试水“全生命周期”项目，并在南翔开发了首个“百年宅”项目，使用VR技术更直观地展示个性化定制，利用互联网实现批量生产，并承担配合解释工作，将体量关系、空间关系呈现给客户。

在改善型项目中，VR技术能对空间可变性的实际应用效果起到解释说明作用。绿地百年宅的卖点在于使用了“SI”技术——结构体分离技术，使室内空间可变。这是一项为了解决住户随生命周期推移而不断变化的空间需求而引入的技术，通过将剪力墙外置，尽量减少住户内结构墙，提高户内空间分隔的灵活性和将来空间变化的可能性，尽可能的满足住户在全生命周期的家庭生活需求；通过支撑体和填充体的分离，如墙体与管线分离、轻钢龙骨隔墙等干式技术，保证结构与设备管线在不同生命周期的维护和更换的便利性。结合SI技术，可使一房变两房，甚至是“2+1”的空间格局，满足全生命周期的住房需求。购房者能通过在VR中模拟两口之家、三口之家乃至五口之家时，户型结构改变后套内每个房间的空间大小，并基于此想象未来的生活场景。

图：绿地百年宅全生命周期结构变化及场景展示



来源：公开资料

在豪宅项目中，VR技术能够让客户自行发挥个性，尝试各种户型结构的安排。当前，绿地大约有20个项目已开始应用这项技术，尤其在一些高房价地段应用频率较高，客户反应良好，市场前景客观。正如豪车经常拥有不同的颜色和内饰，豪宅客户有足够的消费能力让自己的意愿在各种生活场景中得到落实，包括智能化系统的铺设，复式和别墅中泳池、晒台，套内乃至套外空间的分割和联通等，并在VR中体验和完善自己的想法。这些个性化需求尽管也能在交房后实现，但若能将这一环节前置，即房企在购房的同时提供服务满足需求，对于购房者来说即方便又节约成本，对房企来说则能锁定客户，也可带来更丰厚的利润。

### 满足办公大客户需求，降低交房违约几率

企业的办公场所强调功能性，不同企业存在的需求大相径庭。如欧美企业注重员工个人体验，会提供更多休闲和娱乐活动区域，创业型企业则省去了不少传统功能，更强调个性布局，并注重私密性等。因此，对于未来的工作场景，他们理想的规划截然不同。

和传统产品不同的是，定制产品在签约时往往会增加房企对产品实际效果的承诺，支付方面也可能采用先支付定金、分期付款等方式，带来违约隐患。一方面，定制的实际效果仅从图纸上无法完全反映，交房后一旦与客户预期不符，有产生纠纷的可能；另一方面，客户基于理想化思考在设计图纸上作出的要求，真正反映到现实中可能存在缺陷，建设完成后再整改将增加成本。

因此，绿地能够通过VR技术模拟客户定制的产品，将客户个性化要求形成的现场效果直接呈现，修改和优化细节，选择最佳方案，尽量减少缺陷发生的可能。在签约时，VR效果也能作为内容之一纳入协议；对定制效果的提前体验感也能增加产品吸引力，促进销售，增加绿地办公产品的竞争力。

### 自主选择精装修风格，灵活安排家居配置

无论项目最终是毛坯、简装还是精装交付，实体样板房通常还包含了家居等软装，加强展示效果。然而，在实用性方面，传统样板房当前主要存在两大缺陷：一是装修风格统一，不提供个性化选择，如墙纸、地板的选材和品牌；二是室内软装只能起到展示作用，无法为实际居住提供功能上的参考作用。而绿地通过VR与实体样板房结合，即能展示多种装修风格的效果，又提供了实用性家居的多种选择。

房地产产品的设计不单单只有空洞的风格设计，还可以有更多细节方面、功能方面的设计，使产品更有内涵。在绿地新开发的海珀高端系列产品中，摒弃了传统纯展示性的样板房，而是真正回归到产品本质，从六层的收纳鞋柜，到衣帽间的位置设计，再到满足

女主人各种护肤品、彩妆分开摆放需求的镜柜，以及为适应上海潮湿天气特设的地漏，深入到住户的每一个需求细节中，提升内在品质。

VR在这个过程中，为产品能够更好地适应各家各户不同的生活习惯和需求，解决个性化定制提供了技术支持。戴上特制眼镜后，客户进入虚拟样板房，通过敲击地板、墙面，便能进行风格转换和效果体验。根据不同习惯，客户可实验如收纳系统、衣橱的摆放位置，挑选自己认为最实用的家居用品，减少不必要的支出。

图：绿地海纳系统可选家居配置



来源：公开资料

## VR或将对行业变革带来的影响

房企若希望能深入探索VR技术在行业的应用，首先应当将这项技术与其他科技融合，或是与VR技术研发机构合作。

### 缺乏信心支撑，VR难以取代实体样板房 针对房地产做研发，升级技术完善体验

由于VR技术本身并非为服务房地产开发而设计的，更多地用于游戏或其他强调视觉效果产业中，因此当前用于嫁接样板间的软件亦为游戏软件，在细节方面较为粗糙，与实体样板间有一定距离。

## 营销走势

房企若希望能深入探索VR技术在行业的应用，首先应当将这项技术与其他科技融合，或是与VR技术研发机构合作，按照需求选择技术研发的方向。如绿地在纽约项目中，通过VR与其他技术的结合，提高了逼真程度；同时以按需求采购VR项目和技术为主，并在现有资源基础上，与服务商合作开发适合绿地产品的软件为辅。

当前，房地产行业VR技术的突破口主要包括以下方面：

**影像清晰化。**虚拟样板房的环境模拟越逼真，对客户说服力更强，而当前大部分售楼处提供的虚拟样板房影像相对粗糙，如果刷新率不够，或画面有滞后，都会让客户的大脑产生异样的感觉，无法达到“身临其境”的居住体验，甚至容易有头晕的不良反应。

**低成本的丰富体验。**当前VR建模的价格最低为500元/平方米，如果只打造一套虚拟样板房价格并不高昂，但若是要模拟更大的空间，如室外视野更替、时间和季节变化，甚至漫步整个社区进行互动等，给购房者带来的体验越丰富，须耗费的成本越高。

**技术标准化。**从当前VR技术在房地产行业的应用来看，大部分房企还是将其作为噱头在单个项目中使用，并未进行普及。如果能通过对房地产行业VR技术的标准化，进一步缩短工期，降低制作成本，将有利于VR技术的推广。

图：VR样板房的现场体验感还有待提高



来源：公开资料

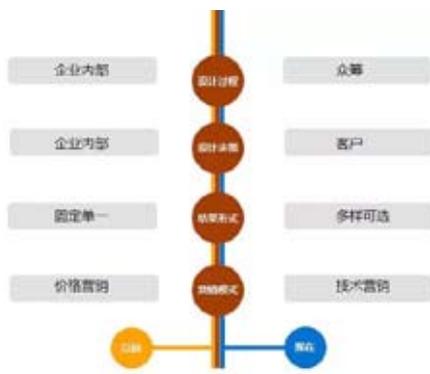
## 作为说服工具，消除众筹业务成长壁垒

在已拿到预售证或即将开盘的项目中，客户必然会选择参观实体样板房，以进行自我说服，加强信心。但在一些营销前置的项目，如众筹类项目中，客户可能在开工前，甚至拿地前便预付了款项，此时，光依靠图纸很难提高客户信任度，VR技术的辅助就存在必然性。

众筹在中国房地产行业已经有近十年发展历史，其中最难解决的两大问题是如何安排付款节奏，以及项目最终呈现的定制效果是否符合预期。在付款方面，绿地等房企已经通过定金理财产品解决了购房者对提前支付的资金贬值的担忧；而在产品设计环节，绿地借助VR户型定制在多个项目中应用，制作时间仅需7天。

绿地选择了现有项目绿地越秀海玥进行试水，以确保购房者既能了解最基本信息，亦有专业人员辅导。绿地在提供给客户选择方案之前，会从空间、利用率、使用性能等方面考虑先筛选一遍，再在这个基础上增加空间可变的设计，供客户参考。另外，专业的置业顾问也会详细解读，帮助客户选择合适并质优的产品。

图：传统模式与众筹定制下的房地产开发流程对比



本文为《绿地VR+产品定制战略大曝光》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

## 《绿地VR+产品定制战略大曝光》专题导览

### 一、VR是什么？

- 1、VR的定义及主要类型
- 2、VR的起源与发展历史
- 3、房地产行业的VR应用

### 二、VR在房地产开发流程中的作用

- 1、改善产品细节，增加设计者直观感受
- 2、协同样板房，提高对购房者的说服力
- 3、降低海外项目和旅游地产的购房成本

### 三、VR将推动产品定制化探索发展

- 1、辅助展示可变户型，助推结构个性化服务
- 2、满足办公大客户需求，降低交房违约几率
- 3、自主选择精装修风格，灵活安排家居配置

### 四、VR或将对行业变革带来的影响

- 1、缺乏信心支撑，VR难以取代实体样板房
- 2、针对房地产做研发，升级技术完善体验
- 3、作为说服工具，消除众筹业务成长壁垒

### 作者简介

- 朱一鸣，CRIC研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、融资及财务分析  
电话：021-60867872 邮箱：zhuyiming@cric.com
- 傅一辰，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业战略、痛点研究  
电话：021-60867827 邮箱：fuyichen@cric.com

# 看万达、富力 如何用“网红+直播”来卖房

文/克而瑞研究中心研究员 沈晓玲、王晓晨、谢夏成、陈桢颖

**VIEW** 毫无疑问，网红经济火了。随着各大视频直播平台 and 移动设备的普及，直接使网红经济在2016年迎来了井喷。网红经济正以“狂风暴雨”的态势席卷各个行业，房地产也不例外。

根据最近第一财经商业数据中心发布的《2016中国电商红人大数据报告》显示，预计2016年红人产业产值预估接近580亿人民币，远超2015年中国电影440亿的总票房金额，再次刷新了很多人对于网红经济的认知极限。

**“直播+网红”系舶来品，结合人气、资本、产业<sup>①</sup>**

## 案例一：万达式直播卖房，5000万送网红

万达中区5000万“送”网红的背后解读，是一个营销思维，更是新的商业逻辑。

五一期间，万达在徐州铜山、杭州、合肥瑶海、南京万达茂、济南高新五个万达广场项目及整个万达中区(江苏、安徽、上海、浙江、江西、山东5省1市)38个项目都集体组织了“直播卖房”的活动，为购房者送出5000万购房福利。

同时，直播节目过程中屡屡被斗鱼TV推荐至直播首页，达到了同时段百万人在线观看的效果。据统计，截止5月4日，直播平台总

<sup>①</sup> 本章节内容略。

观看人数高达180万，近百名网红直播卖房，到访人数6万人，万达中区5000万“送”网红，得到超乎想象的效益。万达式网红经济的爆棚，是市场的互利共赢。

其中，以南京万达茂为例，在举办首届欢乐花海节的同时，特邀南京当地斗鱼、龙珠、YY等直播平台的40余位新晋女主播参与，光这一个项目，五一当天直播平台关注度就突破了30万+！

**前期预热：活动前一周，新媒体持续发酵预热**

值得注意的是，为了在后续的直播卖房活动中起到很好的预热作用，五一节前万达便在线上平台组织了“三弹”活动，借助新媒体平台组织开展连续3日的活动，为五一直播卖房作强力铺垫。

**活动亮点：持续三天的线上报道，线下一大波网红来袭**

当日的全网直播现场卖房不仅仅是让客户体验场景，而是要让他们成为直播场景的一部分。“网红+”营销模式，不是一种营销噱头，而是万达看到了网红经济对于销售渠道提供的新的可能。此次，万达联动线上线下组织活动，可谓亮点颇多。

**亮点1：全国联动，想不红都难。**除了徐州铜山、杭州、合肥瑶海、南京万达茂、济南高新这五个万达广场项目，万达中区38个项目都组织了“直播卖房”的活动，整个中区全盘联动，规模空前。

**亮点2：“颜值爆表”网红团出击。**近百名人气网红主播分别前往万达中区各个万达广场项目，进行造势宣传吸引眼球。

**亮点3：网红亲临现场，线上线下双出击。**在线下，万达安排网红在售楼部现场集体卖房，参加趣味活动。

**亮点4：全国首例特惠，看直播拿福利。**以往的模式向来是看网

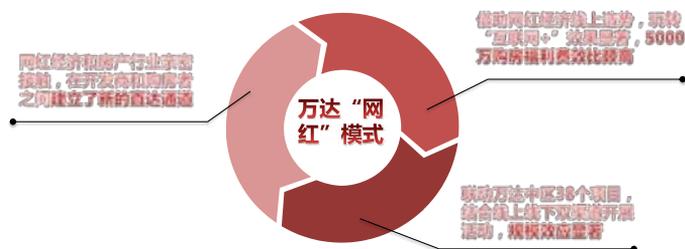
红直播送福利，而这次万达反其道而行，让网红给粉丝送上5000万的购房福利。

### 效果点评：互联网营销再升级，网红模式提升推广效果

严格意义上讲，网红并非新生事物，它是在消费趋势变化、传统电商发展面临瓶颈及自媒体的快速发展共同推动下爆发出来的新型经济产物。实现从“网红”至“网红经济”的跨越需要具备高质量的社交资产和恰当的商业模式。

目前网红经济规模过千亿，短期而言，行业或将加速扩张。长期而言，网红群体通过不同的变现模式（电商广告、打赏、付费服

图：万达式直播卖房，5000万送网红



数据来源：CRIC整理

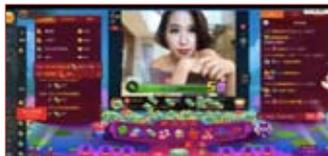
### 案例二：富力跨界营销，“主播直播间”搬进样板间

广州富力以网红作为爆点，结合线上线下多种渠道组合拳，引来上万人围观。

五一假期，广州CBD豪宅富力东山新天地与网易旗下大型在线直播平台BoBo进行全国首创网红跨界合作，成为广州首家将“网红直播间”搬进样板房的地产项目。

活动以真女神网络PK赛为序幕，通过直播间、粉丝群拉票，秀才艺及段子故事等吸引粉丝关注，最终则角逐出【名誉女神之“真颜值、真性情、真内涵”】三大女神。此次网红营销前期吸引了来自全国各地300多名人气主播参与其中、引发超过50万粉丝加入到投票竞选中。

图：富力跨界营销，将“主播直播间”搬进样板间



#### 前期线上票选活动：

美女主播在项目量身打造样板房直播间内，通过沙拉料理、插花、弹钢琴等内容向网友展现了在千万豪宅内的真实生活场景，在4个小时事件引来超4万的粉丝围观。



#### 后期线下颁奖典礼：

5月1日颁奖典礼当天，上千名粉丝客户来到富力东山新天地现场，当天网易房产同步对活动进行全程直播，累计观看直播达到68万人次。

数据来源：CRIC整理

### 线上：主要利用移动互联网，制造“网红事件”

线上营销活动主要包括四方面：1、在活动形式上跨界互联网，联手网易直播平台BoBo。网易旗下的大型互联网直播平台。数据显示，BoBo月活跃用户量约1000万，主要分布于沿海城市，其中广东省用户占比达12.22%，并以男性为主，其消费转化率达35%，累计消

费10万人民币以上用户高达28%。

前期活动预热以H5专题、小视频、线上互动小游戏为主作为铺垫。活动前期《你知道什么是网红吗?》街访视频、《真女神直播宣言》、《趣味性测颜值H5游戏》等进行话题预热,增强事件趣味性和参与感促进转发。此次营销相关的38篇稿件借助四大媒体微信公号,累计总阅读量达263万,其中10篇预热稿件就超过10万阅读量。围绕事件、网红,富力也同步整合各大本地媒体资源,利用南都、新快报、广州日报、羊城晚报、广东电视台传统媒体进行话题与广告的推广补漏。

活动期间介入社会化媒体、培养用户“参与感”,“主播-粉丝”票选人气主播活动。此次富力营销主题定为“真女神 真豪宅”,同步结合“真女神网络PK赛”,票选活动发动了316名人气主播、50多万粉丝参与,则成功介入“主播-粉丝”层面的关系。

事件造势。一方面,利用社交媒体朋友圈9图、用户统一头像进行快闪、刷屏,其中仅网易端口统计,每次事件传播节点均能发动超200人的朋友圈同步转发。另一方面,传统线上广告借助网易、新浪、搜狐的传统PC门户资源,优酷视频暂停页面广告,同时利用网易新闻客户端、BoBo直播APP等实现移动互联网的广告传播。

图:富力跨年直播营销线上四部分



资料来源:CRIC整理分析

线下：五一当天，“人气主播”从线上走到线下

线下营销活动大体可以分为三部分：1、女模特、专业舞蹈队进行街头快闪。在珠江新城、天河城等城市热门地段组织女模特、专业舞蹈队进行街头快闪，利用精美礼品吸引客户，实现从线上到线下的覆盖。

通过热门、高端写字楼的快递封面广告形式送到客户手中，实现精确广告投放。共10000份的活动广告通过热门、高端写字楼的快递封面广告形式送到客户手中，实现精确的广告投放，同时与富力物业的户外广告资源形成呼应。

五一当天，“人气主播”则从线上走到线下，现身富力东山新天地颁奖典礼。五一当天，“人气主播”则从线上走到线下，星妈叶一茜、《奇葩说》网红辩手李如儒一同携手10大人气主播现身富力东山新天地颁奖典礼，与观众进行面对面互动。

图：富力跨界直播营销线下三部分



数据来源：CRIC整理

## 效果点评——房地产+网红经济，话题性和眼球效应十足

活动线上结合线下，在精准定位的同时，充分展示项目信息，最终提高转化率促进销售。一方面，本次活动线上四大美女主播在项目量身打造样板房直播间内，通过沙拉料理、插花、弹钢琴等内容向网友展现了在千万豪宅内的真实生活场景。另一方面，线下颁奖典礼活动火爆，上千名粉丝客户来到富力东山新天地现场，当天网易房产同步对活动进行全程直播，累计观看直播达到68万人次。

1、线上直播人气高。四大美女主播在项目量身打造样板房直播间内，通过沙拉料理、插花、弹钢琴等内容向网友展现了在千万豪宅内的真实生活场景，短短4个小时就引来了超4万的粉丝围观。其中，李如儒首秀便引来过万粉丝围观，深情高歌引来无数粉丝疯狂送礼，成为网易BoBo首秀人气增长最快的主播。

2、线下活动现场火爆。5月1日颁奖典礼当天，上千名粉丝客户来到富力东山新天地现场，当天网易房产同步对活动进行全程直播，累计观看直播达到68万人次。

3、项目信息宣传效果好。落地活动中，项目样板房与网红直播间进行深度结合，透过主播镜头和展现的亲和力，让项目能全方位、有温度地展示产品信息。在名牌主播的亲和力、影响力号召下，粉丝也有了更多情感、价值的交流和认同。从“真女神”过渡至“真豪宅”，也在内涵上完成房企产品的关联。

4、产品定位精准，转化率高。产品不限购、低门槛，面向全广州CBD的白领、金领阶层，定位“轻奢”级产品，适合互联网大范围、快速的传播特点，其面向的客户群体也与关注网红的客户群体特征相当匹配。数据显示，仅BoBo平台的消费转化率就高达35%，累计消费10万人民币以上用户高达28%。这类多金、喜欢追求价值认同、消费任性的客户，无疑是更适用于互联网营销的特征，也正是这种前提，也让富力更有底气地率先打出了“网红牌”。

图：富力跨界直播营销

### 线上活动

线上直播人气高。四大美女主播在项目量身打造样板房直播间内，通过沙拉料理、插花、弹钢琴等内容向网友展现了在千万豪宅内的真实生活场景，短短4个小时就引来了超4万的粉丝围观。其中，李如儒首秀便引来过万粉丝围观，深情高歌引来无数粉丝疯狂送礼，成为网易BoBo首秀人气增长最快的主播。

### 线下活动

线下活动现场火爆。5月1日颁奖典礼当天，上千名粉丝客户来到富力东山新天地现场，当天网易房产同步对活动进行全程直播，累计观看直播达到68万人次。

### 项目展示

项目信息宣传效果好。落地活动中，项目样板房与网红直播间进行深度结合，透过主播镜头和展现的亲合力，让项目能全方位、有温度地展示产品信息。在名牌主播的亲合力、影响力号召下，粉丝也有了更多情感、价值的交流和认同。从“真女神”过渡至“真豪宅”，也在内涵上完成房企产品的关联。

### 定位精准

产品定位精准，转化率高。产品不限购、低门槛，面向全广州CBD的白领、金领阶层，定位“轻奢”级产品，适合互联网大范围、快速的传播特点，其面向的客户群体也与关注网红的客户群体特征相当匹配。数据显示，仅BoBo平台的消费转化率就高达35%，累计消费10万人民币以上用户高达28%。这类多金、喜欢追求价值认同、消费任性的客户，无疑是更适用于互联网营销的特征，也正是这种前提，也让富力更有底气地率先打出了“网红牌”。

数据来源：CRIC整理

## 结语：基于自身因地制宜，制造新鲜话题引关注

网红经济下，只是直播造势，不是“万金油”。需要基于自身产品特点，因地制宜的使用，如万达的大区联动、富力年轻定位的小户型不限购公寓产品等。

### 作者简介

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

前沿观察



# 万达、世茂大手笔 做主题公园前，迪士尼有话说

文/克而瑞研究中心研究员 房玲、蔡建林、柳启慧

**VIEW** 万达、世茂等多家房企斥巨资进军主题公园到底是一场豪赌还是一片光明前景？以60年经验的迪士尼乐园为例，解析房企主题公园布局与三大模式。

2016年6月，备受瞩目的上海迪士尼将正式开业，这是迪士尼在中国内地的第一个主题乐园，备受瞩目。事实上，不仅迪士尼，近年来，外资不断加码中国主题公园市场，美国六旗娱乐在中国的首个“山水六旗小镇”项目预计将于2018年开园；位于北京通州的环球主题乐园预计2019年开业；世界排名第二的默林娱乐集团将在上海或周边打造“乐高乐园”；2016年3月法拉利又宣布将在中国建设一座法拉利主题公园……

## 房企逐鹿主题公园市场，万达、世茂大手笔布局<sup>①</sup>

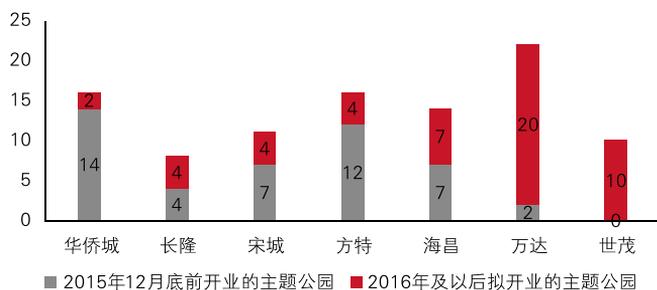
中国本土房企品牌嗅到了主题公园市场的商机，除了华侨城、海昌外，有更多的房企开始涉足主题乐园领域。

中国主题公园市场风起云涌，而除了国际品牌意图分一杯羹之外，中国主题公园投资运营商也不甘示弱，除了早已涉足主题公园的传统品牌商如华侨城、海昌外，自2013年起，部分房企也开始涉足主题公园领域。据不完全统计，就有万达、世茂、碧桂园、海尔等房企已经开始布局主题公园。

<sup>①</sup> 本章部分内容省略

比如，世茂房地产与梦工厂的合作项目落地南京，并将于2020年投入运营，此外还规划在接下来3到5年之内兴建10个主题公园。而万达集团的武汉万达电影乐园、西双版纳万达文化旅游城（简称“万达城”）主题公园则已经先后开业，并且万达还计划斥巨资继续打造约20个主题公园。其他房企如海尔、碧桂园，尽管没有提出宏伟的连锁扩张计划，但也已经开始出手。

图：中国主要主题公园开发运营商已开业及计划开业情况 单位：个



资料来源：AECOM，克而瑞研究中心

## 从典型案例看三大类型主题公园

主题公园也有不同类型和模式，典型如迪士尼、华侨城欢乐谷、宋城，从这三个乐园为代表来分析，借鉴其中的布局特点及运营模式。

按照主题公园的核心依托和运作模式，我们可以将主题公园划分为IP驱动型、技术驱动型、自然人文驱动型。由于上述转型房企在主题公园的布局尚属于初期，我们按照这三大类型主题公园，选取三个案例进行分析以供借鉴。分别为IP驱动型的代表迪士尼，技术驱动型的代表华侨城欢乐谷，自然文化驱动型的代表宋城。

表：三大类型主题公园代表案例及特征

类型	代表案例	特征
IP驱动型	迪士尼、海尔兄弟主题乐园、HelloKitty乐园、世茂茂险王	围绕成熟的IP打造各游玩设施，将IP形象及背景故事融入各项游玩体验、主题商品、餐饮等。
技术驱动型	华侨城华乐谷、万达电影乐园、世茂梦工厂、华强方特	独特自然景观依赖性不强，依靠游乐设施（摩天轮、云霄飞车、水世界等）、声光电技术等构建现代化的娱乐体验。
自然人文驱动型	万达西双版纳主题公园、杭州宋城景区	依赖独特的自景观和人文要素内涵，园区建筑、游玩设施融入文化要素，并一定程度上搭配文化演艺节目。

资料来源：公开资料、克而瑞研究中心

## 迪斯尼：构建IP王国，不断更新，获取多元收益

IP驱动型，指的是以卡通动漫人物、影视人物等IP形象和故事内容为主题，将主题公园的各项游乐设施、商店与之融合，形成主题鲜明，特色突出的游乐体验。最典型的代表就是迪士尼，迪士尼乐园融入了迪士尼电影中各种人物，如早期的米老鼠唐老鸭，收购漫威的蜘蛛侠等人物。

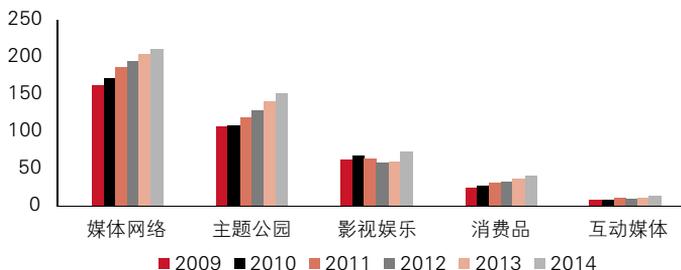
国内开发商目前也在探索这条道路，如世茂今年即将开业的石狮茂险王以及海尔地产计划在济南打造的海尔兄弟主题乐园，都是国内企业打造IP驱动型主题公园的先行者。下面以迪士尼为案例对此类主题公园的运作模式进行解析。

### 整体运作：相互勾连、紧密协同的一体化娱乐产业链。

华特迪士尼公司（The Walt Disney Company）是一个多元化跨国公司，成立于1929年。目前有五大主营业务：“媒体网络”（电视的生产发行、有线电视网及节目制作播出等）、“主题公园及度假村”（迪士尼乐园及酒店等）、“影视娱乐”（电影制造发行）、“消费品”（迪士尼商店、出版物及品牌授权）和“互动媒体”（在线商店和游戏）。2014年迪士尼实现了508亿美元的收入，近5年复合增长率5.9%，发展稳健。

图：迪士尼公司2009-2014年五大业务收入情况

单位：亿美元



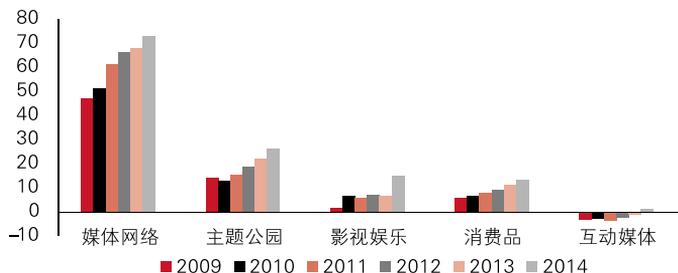
资料来源：企业年报、克而瑞研究中心

**网络传媒部门盈利能力最强。**其中，媒体网络收入占比最高，达到了43%，利润贡献率更高，达到了56%，业务的利润率高达35%。这个部门包括了美国国内、国际电视的生产发行，以及有线电视网及节目制作播出等，拥有娱乐与体育节目电视网（ESPN）、迪士尼有线电视网（Disney Channel Worldwide）和美国广播公司（ABC）三大电视网，是迪士尼公司最赚钱的部门。

**主题公园收入贡献创新高，地位举足轻重。**2014年收入151亿美元，创近年来新高，占比31%，近年来收入贡献不断提升。利润方面，2014年贡献了利润26.6亿美元，利润贡献从2013年的20%上升到2014年的21%，利润率18%，比2013年提升2个百分点，连续四年实现了利润率提升。**主题公园及度假村业务越来越成为迪士尼集团举足轻重的板块。**

图：迪士尼公司2009-2014年各项业务利润情况

单位：亿美元



资料来源：企业年报、克而瑞研究中心

影视娱乐板块是商业模式的核心和源动力。影视娱乐板块2014年收入72.8亿美元，净利润15.5亿美元，利润率21%，各项指标均为近年来最高，而过去几年，影视制作板块的利润水平多徘徊在10-12%之间，而2009年该业务的利润率仅有3%。拥有华特迪士尼电影公司、漫威（Marvel Studios）、试金石（Touchstone pictures）、迪士尼自然（Disneynature）、迪士尼动画（Walt Disney Animation Studios）、皮克斯动画（Pixar Animation studios）、迪士尼音乐集团（Disney Music Group）、迪士尼舞台剧集团（Disney Theatrical Group）和卢卡斯（Lucasfilm）等影视文化公司。

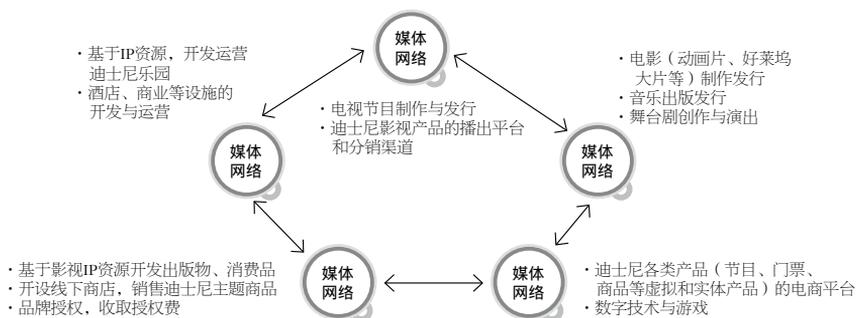
尽管收入占比不高，但是该板块在迪士尼的业务组合中却占据极其核心的位置，是集团整体商业模式核心和源动力——内容生产者，不断为主题公园等其他业务板块提供IP资源和优质的娱乐内容。

消费者板块推动资源变现。消费者产品板块2014年收入39.9亿美元，利润13.6亿美元，利润率34%，近年来的利润空间在不断提高，也是不可忽视的高利润部门。这个部门的发展和利润获取也是基于影视娱乐板块的内容生产，是对影视娱乐板块大量投入所产生IP资源的最大化利用和变现。

互动媒体板块是迪士尼业务的互联网化业务，包括电商、游戏等业务，经过多年的亏损培育，终于在2014年扭亏为盈，实现了1.2亿美元的盈利。该板块的功能定位有2：一是为集团各业务提供线上销售渠道，提高服务效率；二是针对目标客户，开发互动游戏等增值产品。不过随着业务发展，消费者产品板块也开始生产一些科技类产品提升体验，两个板块的目标客户趋同，业务也存在重叠的地方，2015年中期，迪士尼宣布合并两个部门。

总而言之，迪士尼围绕着目标客户，从内容的生产（IP、影片）、发行（媒体网络），到IP资源的深度利用（乐园、消费品、游戏），形成了一体化的娱乐产业链。各大板块之间相互耦合，相互勾连，相互支撑，协同紧密，构成了一个庞大多元的娱乐帝国。

图：迪士尼五大业务板块构成及其运作关系



资料来源：公开资料、克而瑞研究中心

### 主题乐园：“永远建不完”的迪士尼乐园

首个迪斯尼乐园——加州迪斯尼乐园，于1955年7月开园，立刻成为世界上最具知名度和人气的主题公园。事实上，很多人可能不清楚，迪斯尼乐园是“迪斯尼度假区”的组成部分，“迪斯尼度假区”一般还包括：主题酒店、迪斯尼小镇和一系列休闲娱乐设施。

截止，2015年底共在全世界开设6个度假区。分别为：加州迪斯尼乐园度假区、奥兰多华特迪斯尼世界度假区、东京迪斯尼度假区、巴黎迪斯尼乐园度假区、香港迪斯尼乐园度假区、上海迪斯尼度假区（预计2016年6月开园）。

表：六座迪斯尼乐园概况

迪斯尼乐园	开园时间	占地面积 (百万平方米)	主题公园	2013年 客流(百万)	2014年 客流(百万)
香港	2005	1.3	迪斯尼乐园	7.4	7.5
美国洛杉矶	1955	2.1	迪斯尼乐园、冒险乐园	24.7	25.5
美国奥兰多	1971	122.3	未来世界、动物王国、好莱坞影城、魔法王国、2座水上乐园	54.2	55.7
日本东京	1983	2.1	迪斯尼乐园、海洋世界	31.3	31.4
法国巴黎	1992	19.5	迪斯尼乐园、影城乐园	14.9	14.2
上海	2016	7.0	米奇大街、奇想花园、探险岛、宝藏湾、明日世界、梦幻世界。	开业预计超过800万客流	

资料来源：公开资料、克而瑞研究中心

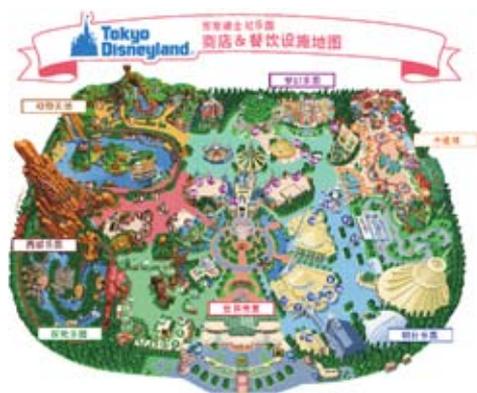
作为世界领先的主题公园集团，迪士尼乐园的运作颇具借鉴意义。

**项目持有与运营分离。**迪士尼度假的运作模式与商业地产类似，有项目投资开发部门，也有度假区运营部门。比如，华特迪士尼公司持有巴黎迪士尼度假区51%的权益，持有香港迪士尼度假区48%的权益，持有上海迪士尼度假区43%的权益。而上海迪士尼的运营管理公司，华特迪士尼公司则持有高达70%的权益。东方乐园公司（东京迪士尼乐园的运营公司）则独立于迪斯尼公司（迪士尼公司不持有股权）开展运营，2014财年，其付给迪士尼公司270亿日元的版权费。按照合约，它每年得从门票收入拨出10%，再加上商品销售额的5%，作为付给迪士尼的版权费。

**不断更新，“永不完工”。**迪士尼乐园之所以长久不衰与它的不断更新有关，乐园通过设施、演出、游行都会不断出新，以增加吸引力。一是园区内不断推出各种新的活动，二是影视板块不断输入新的IP内容，使得园区可以不断增加新的元素。而迪士尼也储备了大量的土地，为它的不断扩充和建设，提前做好了准备。1983年东京迪士尼乐园(Tokyo Disneyland)开业，初期投资从预定的1000亿日元追加至1800亿日元。2001年，面向稍高年龄层的东京迪士尼海洋(Tokyo DisneySea)开业，与Disneyland以及外围的几家宾馆构成了迪士尼度假区(Tokyo Disney Resort)。包括迪士尼海洋在内的TDR建设费用约有5000亿日元，并计划今后10年会追加投资5000亿日元。

**不仅是靠门票赚钱。**门票的确是比重最大的一部分，商品销售、园内餐饮收入也非常重要，而酒店事业群、园外餐饮、电影院，也在为它贡献可观的收益。一般而言，迪士尼度假区内的酒店和经营项目都由迪士尼自营，甚至包括星巴克咖啡。以东京迪士尼度假区为例。2014财年，平均每名游客消费1.1万日元，41.5%贡献给了门票，37.8%购买纪念品，20.7%是餐饮。并且滞留时间的增加，将有效提高游客的消费。2014年，游客们在度假区的平均滞留时间为8.9小时（扩充为度假区之后，游客平均滞留时间增加了2.5小时），期间要吃2次饭，休息2-3次。如果住宿，饮食和销售机会又会增加。（由于项目自营，目前迪士尼并未注重出租业务收益，不过，周边的商业项目完全可以借助迪士尼的客流赚取丰厚的出租收益）

表：东京迪士尼乐园商店与餐厅设施分布情况（图示数字标记）



资料来源：东京迪士尼乐园官方，克而瑞研究中心

**带动周边房地产行业。**大量的客流使得每一座迪士尼度假区的开业都将大大带动周边相关产业的发展，大量的游客，将产生大量的购物、餐饮、居住等需求，进而促进相关产业的发展，房地产同样受益明显。落户大屿山的香港迪斯尼带动了周边楼市的交易，大大提升了周边房屋租赁市场的大幅上升，当地房价亦水涨船高，一夜飙升。2009年10月，迪士尼确定落户上海，第二年板块房价就上涨66%，高于全市上涨幅度16%和浦东新区上涨幅度36%。截止2015年底，相较于2009年房价，川沙板块上涨了132%，高于浦东新区的91%和全市的95%的房价上涨幅度。

### 华侨城：“公园+地产”双轮驱动，协同促进滚动发展<sup>①</sup>

技术驱动型主题公园，通常基于游乐设施（如过山车、水世界等）、声光电技术，提供冒险刺激的体验，游乐设施设备的先进性、刺激性成为核心，有的主题公园也会搭配一定的巡游和演出，该项目对于自然景观和文化内涵的依赖性不高，可复制较强。国内最典型代表之一就是华侨城欢乐谷。

**整体运作：低价拿地准确定位，构建“公园+地产”模式**

**欢乐谷：连锁化品牌扩张，构建多元盈利**

### 宋城：演艺激活公园灵魂，“公园+演艺”复制扩张

自然人文驱动型主题公园，通常依赖独特的自然景观（一般位于成熟旅游目的地）和文化属性，提供以游览观赏、互动体验、文化演艺等为主的综合体验。典型代表如杭州宋城景区，基于宋文化打造的仿“清明上河图”景观，宋文化风情贯穿其中，以文化演艺《宋城千古情》进行升级，塑造独特的宋文化体验。

**整体运作：“公园+演艺”连锁复制，横纵双向扩张**

**杭州宋城：增速领先盈利能力强，得益文化演艺激活**

## 结语

市场潜力及地产互动性，促使房企加码主题公园投资  
主题公园有风险，投资需谨慎

本文为《万达、世茂大手笔做主题公园前，迪士尼有话说》  
报告删减版，如需完整版，请联系我们。

<sup>①</sup> 本章节内容略

全文  
概要

## 《大手笔做主题公园前，迪士尼有话说》专题导览

### 一、房企逐鹿主题公园市场，万达、世茂大手笔布局

- 1、中外资本逐鹿主题公园市场
- 2、万达集团携两大产品强势搅局

### 二、从典型案例看三大类型主题公园

- 1、迪斯尼：构建IP王国，不断更新，获取多元收益
  - (1) 整体运作：相互勾连、紧密协同的一体化娱乐产业链
  - (2) 主题乐园：“永远建不完”的迪士尼乐园
- 2、华侨城：“公园+地产”双轮驱动，协同促进滚动发展
  - (1) 整体运作：低价拿地准确定位，构建“公园+地产”模式
  - (2) 欢乐谷：连锁化品牌扩张，构建多元盈利
- 3、宋城：演艺激活公园灵魂，“公园+演艺”复制扩张
  - (1) 整体运作：“公园+演艺”连锁复制，纵横双向扩张
  - (2) 杭州宋城：增速领先盈利能力强，得益文化演艺激活

### 三、总结与建议

- 1、市场潜力及地产互动性，促使房企加码主题公园投资
- 2、主题公园有风险，投资需谨慎

### 作者简介

- 房玲，CRIC研究中心研究经理，专注房地产企业分析和土地市场研究  
电话：021-60867885 邮箱：fangling@cric.com
- 蔡建林，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867864 邮箱：caijianlin@cric.com
- 柳启慧，CRIC研究中心土地研究员，擅长土地数据采集及分析  
电话：18221073980 邮箱：liuqihui@cric.com

# 从国内外案例 看如何用PPP激活城市更新

文/克而瑞研究中心研究员 沈晓玲、陈桢颖、谢夏成

**VIEW** 在国家政策倡导下，我国的PPP模式已全面启动，逾22个国家部委和90%以上的省市地方也将其作为基础设施、区域开发、轨道交通、城市更新等建设的创新途径。

## 概念及运作模式：公私合作模式，以房企运作为主<sup>①</sup>

目前为止，运用PPP模式的项目主要分为基础设施建设型、产业基础型、休闲娱乐型及环保处理型。

### 基本概念：公私合作模式，重在激励机制和制度设计

PPP（Public-Private-Partnership），即公私合作模式，是公共基础设施中的一种项目融资模式。这种模式的关键在于通过引入市场竞争和激励约束机制，发挥参与方的优势，建立“利益分享、风险共担、全程合作”。因此，PPP不仅是单纯的融资方式，更是一种机制和制度的设计，包含合作机制、利益共享机制、风险共担机制、监管和绩效评价机制。

参与方式：通过业务外包、特许经营和完全私有化参与  
流程：从评估、招标、协议签约到动工经营，重在规范化

<sup>①</sup> 本章节内容有删减

## 国外案例：英、加、澳等国运用较广泛，模式较成熟

从国际上来看，PPP在城市更新中的应用已比较成熟。PPP模式在城市更新不仅可以整合政府、民间、社会公众等多方资源，可加快项目运作的进程，而且其灵活的运作方式能使得参与方能较好地协调各自的利益。

### 英国模式：PPP项目覆盖领域广，主要采用PFI模式<sup>①</sup>

英国PPP模式城市更新案例：伦敦地铁

### 加拿大模式：组织保障、法律顶层设计较完善，投入较大

加拿大PPP模式城市更新案例：加拿大卑诗省保障房项目

### 澳大利亚模式：创立全国层面机构，明确项目筛选标准

早在20世纪80年代时期，澳大利亚已开始基建领域引入PPP模式。澳大利亚基础设施局（Infrastructure Australia, IAU）作为国家PPP管理机构，专门负责全国各级政府基础设施建设的需求分析、政策研究制订、PPP项目审批以及定期发布政府拟实施的重大项目信息。

澳大利亚同英国PPP一样，也无专门立法，采用基于物有所值原则，对于模式实施的具体政策由各州分别进行（以维多利亚州为例，具体政策如下表），部分州政府设立基础设施管理局，也有一些州分设机构，通常包括政策制定和项目执行机构。以维多利亚州为例，财政部门负责PPP项目管理，与其他部门和私人企业沟通。州政府还设立了PPP项目指导委员会，由财政、交通、医疗、教育等相关部门人员及多名专家担任委员，对PPP政策、项目管理、私营机构选择、工程技术等进行调查研究并提出意见建议。

<sup>①</sup> 以下两案例内容略

表：澳大利亚维多利亚州的指导政策

年份	政策文件	内容及作用
2001年	《维多利亚合作伙伴政策》	该政策为政府参与PPP项目提供理论大框架。
2003年	《合同管理政策》	该政策基于认同合同管理保证长期物有所值的重要作用时，颁布的框架性政策措施建议。
2007年	《政府公示政策》	该政策要求政府相关部门及时告示各个PPP项目，包括项目概况、组织方式和风险分担等商业属性，以满足社会大众的监督需求。

数据来源：CRIC整理

为了促进PPP模式的有效实施，澳大利亚重在关注以下几方面：

一、设立项目标准。二、明确公私方责任，确保投资利益。三、建立起有效的风险管理体系。四合同法监督合同履行，并建立绩效评价机制。<sup>①</sup>

#### 澳大利亚PPP模式城市更新案例：南澳州地区的4家法院

澳大利亚南澳州的部分法院设施始建于20世纪50年代，老化问题严重，亟须翻修维护，且随着区域社会经济的快速发展，也产生了对新法院设施的需求。在这样的背景下，当地政府（南澳州基础设施建设厅）决定以PPP模式开展与Plenary Justice（下文简称PJ）合作，由PJ联合体作为社会资本方，负责设计、建造、融资和维护（DBFM），促进该地区法院的高效运转，推动设施更新建设。该项目特许经营期为25年。

分工方面，PJ需要负责的事项包括：（1）老旧设施的维护（日常及应急维修），使其达到南澳州地区房屋建设规定标准；（2）外部设施、周边区域的维护，以确保道路通畅，设施达到标准要求；（3）特色支持服务，例如成立资源管理服务中心和供水电、污水处理、内外清洁等一系列服务。

PJ承包联合体成功在计划预算及工期内完成新建设施，维护服务也持续提供，并且自投入使用以来，设施管理服务也没有出现任何损坏事故。

① 具体内容略

从该项目经验中，我们可以借鉴到的是：

一是**联合体发起人要在实施过程中充分发挥作用**。Plenary Group是联合体发起人，在项目中的主要作用不仅体现在商业、金融架构方面，引导PJ联合体进行项目和文件谈判，而且还在整个运营过程中进行综合管理，确保设备维护及管理工作。

二是**融资方式要积极创新**。在该项目中发行了3765万美元的与消费物价指数挂钩的年金债券(Aa2级)以及705万美元的股票，采用债券融资和股权融资相结合来获得项目的资金，包括建设期间的支出、其他费用和债务以及一定的储备资金。项目还由建设信用证发行优先债券，从而保护了高级债券持有人的利益，有效避免了完工风险。

三是**特设管理中心进行综合质量把关**。项目要求承包联合体所提供的服务中包含这一点，即设立资源管理服务中心，对设施运作和服务供给资源进行管理。该管理中心有助于更新及建造工程在规定的工期内完成，而且对服务管理的质量起到监督作用。

## PPP在国内：改善基础设施为主，融资平台初步搭成<sup>①</sup>

目前来讲，国内的PPP模式实践尚未完全成熟。由于PPP模式源于国外，尤其是在城市更新领域的经验值得深入学习借鉴。

**运用对象：棚户区改造为政府新推重点**

- 1、基础设施改善类PPP运用较多，且未来发展空间仍很大
- 2、政府力推棚户区改造，为PPP模式制造良机

**运作模式：政府搭建融资平台，以融资为纽带开展**

- 1、总体模式：“政府主导，市场运作”

从我国大部分省市城市更新的情况来看，城市更新项目牵涉到

<sup>①</sup> 本章节内容有删减

基础设施完善、基本住房安全与保障等民生工程，由此，“政府主导”的改造模式占大多数。近年来，政府力推PPP，逐渐形成“政府主导，市场运作”的改造模式。其中“政府主导”是指政府制定和实施相关的战略与规划，利用公共权力可有效地集聚社会资源，并利用政府的公共财力可提供相关补助和保障，政府直接或通过代理人负责具体城市更新改造工程的组织和实施。“市场运作”则是指涉及城市更新项目改造的人力、资金、技术及项目的生产、交换、分配和消费像商品房一样，由项目相关开发企业、金融机构、中介组织、家庭共同承担，主要通过市场来实现。

图：我国“政府主导，市场运作”的PPP模式



数据来源：各省市级政府网站、互联网

PPP模式在城市更新运用种类上，可根据项目特点选取。以棚户区改造为例，在运用上可选择包括服务协定、租赁协定、承包协定、BOT协议（建设-运营-转移协议）、BOOT协议（建设-运营-拥有-转移协议）、打包协议（即工程整体运营和转移协议）、BBO协议（购买-建设-运营协议）和BOO协议（建设-拥有-运营协议）等在内的多种方式。在运用过程中应根据项目特点进行划分，从而采取因地制宜的模式。如对开发潜力大的棚户区，采用承包协议、BOT协议和BOO协议，由企业承担建筑主体建设，政府在审批、税费等

各个方面为企业提供便利，通过市场化的途径解决棚改新区建设。对地理位置差、缺乏开发潜力的棚户区，则采用服务协议，由政府牵头，居民少量出资，企业只承担建设职能。若能政府因地制宜、分类开发，可避免单纯市场化不愿建设、不能建设的情况。

## 2、融资模式：政府专设融资平台，民间银行专设基金支持

我国多地政府已经设立城市更新方面的相关融资平台，这为政府在PPP项目的开展设立了一个基本通道。在政府主导的城市更新PPP模式下，利用PPP为项目打通融资渠道是主要目的之一。在城市更新项目的融资渠道来看，政府可通过获取政策补贴、企业筹资、个人集资、银行贷款等方式获取项目资金，而一般来说，政策补贴、企业筹资和银行贷款是通过PPP模式可获取的资金来源，也即政府和市场两个方面的渠道。

**政府渠道**包括政府补贴、政策减免、银行贷款以及包括来自财政和其他政府的资金、政策性金融贷款、土地出让减免、管理税费减免和因党政因素所节省的工程资金。我国目前有北京、山东、浙江等省市设立棚改融资平台，以省、市财设立的投资有限公司为投融资主体，主要向国家开发银行贷款，支持城市更新项目的建设。

**市场渠道**来自企业筹集、个人集资、市场运作和民间商业性银行贷款。此类资金的筹集方式主要包括参与棚户区改造的商业企业的自筹及自有资金、面积扩大部分房款、剩余房屋出售房款、土地出让金、商业性金融机构贷款、专项债券、商业性民间借贷等。专项债券如牵手民间银行专设PPP专项基金，参与此类项目的有平安银行、中信银行、招商银行等等。

表：我国部分省市搭建棚户区改造融资平台情况

省市	平台	成立时间	注册资金	平台模式
江西	江西省城投公司	2010年6月	2亿元	以此为主体，一向以省国开行牵头的银团融资。融资工作将以市县财政部门为借款主体，向省城投公司办理借款手续。
北京	市保障性住房建设投资中心	2011年6月	100亿元	是全国最大保障房建设投资企业。在债券融资方面，将在棚户区改造、交通、供水、燃气等进行试点，实现在银行间市场公开发行。
安徽	安徽省建设投资有限公司	2014年3月	60亿元	为省投资集团子公司，作为棚改省级融资平台，以发挥统筹优势确保资金专款专用。安徽省计划向国家开发银行统一进行不低于400亿元融资。
山东	山东省财金投资有限公司	2014年5月	100亿元	以山东省财金投资有限公司为投融资主体，采取统贷统还方式，按需求向国家开发银行行贷款，支持除济南和青岛外的全省棚户区改造建设。
云南	云南省城市建设投资集团有限公司和西南交通建设集团有限公司	2014年6月	100亿元	作为省级棚户区改造建设主体和融资平台，采取“统一授信、统一评审、统借统还”的方式，向国家开发银行、金融机构申请贷款进行合作。云南棚户区改造项目目前通过国家开发银行总行评审，获贷款达490亿元。
广东	广东建鑫投融资发展有限公司	2014年11月	30亿元	完成公司组建，并签约了第一批5个棚户区改造项目的《委托代建协议》，投资总额90.53亿元，贷款额度59.6亿元，棚改户数1.58万户。随着全省棚户区改造工作的不断深入，初步测算全省2014—2017年棚户区改造总投资将超过500亿元，发展前景巨大。
浙江	浙江建融投融资发展有限公司	2015年6月	30亿元	该公司将承接国家开放银行的政策性专用资金，按照“统贷统还、专款专用、分责还款、封闭运行”的原则，对纳入棚户区改造规划计划的项目提供贷款期限最长25年、贷款额度最高为项目总投资80%的转贷融资服务。将在棚户区改造融资业务的基础上，通过债券、基金等形式吸纳社会资本，积极拓展市场化的投融资业务。

数据来源：各省市政府网站、互联网

企业参与案例：中信汕头滨海新城项目（BOT）

- 1、项目获取：前有资源借力，后靠整合能力
- 2、项目运作：政府引导开发权，中信设立运营基金

企业方向：房企发挥所长参与项目，警惕项目风险

发挥房企所长参与项目，保证目标利润的稳定性  
项目分工需清楚，法律助保障各方权益  
警惕项目风险，做好项目预算

本文为《从国内外案例看如何用PPP激活城市更新》  
报告删减版，如需完整版，请联系我们。

## 《从国内外案例看如何用PPP激活城市更新》导览

### 一、概念及运作模式：公私合作模式，以房企运作为主

- 1、基本概念：公私合作的创新投融资模式，重在激励机制和制度设计
  - (1) 基础建设型：对技术及资金有要求，企业可借之提高规模
  - (2) 产业基地型：符合城镇化发展需求，政府帮助招商引资
  - (3) 休闲娱乐型：前期资金压力大，有提升区域旅游功能的目标
  - (4) 环保处理型：乃国家发展规划重任，注重全生命周期管理
- 2、参与方式：房企可通过业务外包、特许经营和完全私有化参与PPP
  - (1) 业务外包：参与整体或部分外包业务，企业收取服务费用
  - (2) 特许经营：BOT、TOT方式获取一定时期内的经营权
  - (3) 私有化：获得PPP项目部分股权或全部权益，企业私有化运作
- 3、流程：从前期评估、招标、协议签约到动工经营，重在操作规范化

### 二、国外案例：英、加、澳等国运用较为广泛，模式较为成熟

- 1、英国模式：PPP项目覆盖领域广，主要采用PFI模式
- 2、加拿大模式：组织保障、法律顶层设计较为完善，PPP投入较大
- 3、澳大利亚模式：创立全国层面的PPP管理机构，明确项目筛选标准

### 三、PPP在国内运用：以改善基础设施为主，融资平台已初步搭成

- 1、运用对象：以改善基础设施为主，棚户区改造为政府新推重点
- 2、运作模式：政府搭建融资平台，以融资为纽带开展
- 3、企业参与案例：中信汕头滨海新城项目（BOT）

### 四、企业方向：房企发挥所长参与项目，警惕项目风险

#### 作者简介

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

# 金融大鳄玩转地产： 光大安石打造大资管平台

文/克而瑞研究中心研究员 房玲、蔡建林

**W/WW** 如今房地产行业进入稳定发展期，存量的整合和盘活提升效率将是重要的商业机会。光大安石作为光大集团核心的房地产投资平台，享受集团强大的资源支持。

2015年以来险资企业迎来了房地产行业的春天，与房地产企业互动频频，或是入股，或是合作，或是战略投资。平安集团作为险资企业中的佼佼者，也不例外的频繁布局地产业务，我们此前也以平安的地产业务发展情况为典型做了专题研究<sup>①</sup>。与此同时，以信达为代表的不良资产管理公司（AMC）也在市场上掀起了一股旋风，与房地产之间不断擦出火花<sup>②</sup>。

一个是险资大鳄，一个是金融秃鹫，都高调地在房地产市场上疯狂了一回，大有接管楼市下半场之势。与之相比，另一类“金主”，大资产管理公司，却在房地产市场上低调潜行，最为典型就要数光大控股，其旗下光大安石旨在打造全产业链金融地产投资管理平台，已经开始大规模并购。

2016年3月，经过289轮竞价，成都诞生新地王，1.2万元/平方米的楼板价成为史上最贵。竞得者是由朗诗、阳泉煤业及宏仁实业组建的合资公司，而宏仁实业背后正是金主光大控股的身影。本研究全面梳理了光大集团的地产布局，并聚焦于主要地产投资平台光大安石进行深入分析，解析其房地产领域的投资策略和全链条“大资管”模式，并对其入股房企和打造的商业品牌“大融城”进行分析。

① 详见第16期《研究札记》专题，《从中国平安的地产布局看“地产+金融”》。

② 详见第17期《研究札记》专题，《中国版华尔街秃鹫的地产生意》。

### 光大集团的地产布局<sup>①</sup>

光大控股及其地产投资平台才是光大地产板块投资的核心，主要通过自有资本及旗下管理的私募基金进行投资。

光大、中信、平安是国内三家最早集齐金融“全牌照”的大型金融集团，相对中信和平安，光大集团在地产业领域的动作和声音却相对较小。梳理光大集团的业务可以发现，光大集团的地产投资主体为香港上市公司光大控股，以及光大实业集团。其中，光大控股定位为投资和资管平台，主业为股权投资和基金管理。光大实业集团旗下拥有三家主要公司，分为光大投资管理公司、上海光大会展中心和光大置业有限公司，业务涉及地产开发运营、物业管理、酒店投资经营、地产不良资产处置等涉地产业务。

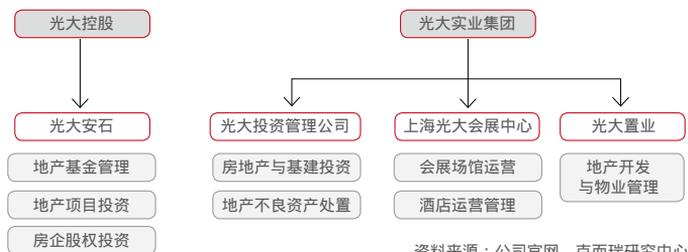
光大投资、光大会展中心和光大置业等涉房业务平台规模较小，并没有扩张发展的迹象。光大投资的核心业务是股权投资与私募基金管理，房地产投资和不良资产处置并非核心主业，规模也较小。光大会展中心的核心业务是会展场馆与酒店的运营管理，不过光大目前也仅此一个项目，并没有扩张复制的计划。至于光大置业，早期从事房地产开发，但并没有迅速做大，2007年光大集团集中力量发展金融控股平台，剥离了地产板块，如今光大置业更多作为物业管理平台而存在，并没有新拓展地产项目。

而光大控股及其地产投资平台才是光大地产板块投资的核心，主要通过自有资本及旗下管理的私募基金进行投资，包括上市房企投资和地产项目投资。上市房企投资，包括入股英利国际置业、入股嘉宝集团和阳光100，并成为他们的第二大股东；地产项目投资，如重庆大融城和上海嘉定大融城等。

---

<sup>①</sup> 本章节内容有所删减

图：光大集团涉房地产业务分布情况



## 光大安石的地产策略

光大安石房地产基金涉及多元化的住宅、办公和商业投资，投资方式主要是股权投资和债权投资。

### “股权投资+债权投资”双币种多策略投资

光大安石房地产基金分为美元基金和人民币基金两个板块，涉及多元化的住宅、办公和商业投资。投资方式主要是股权投资和债权投资。股权投资风险较高，收益也较高，且有机会获得超额收益；债权投资风险较低，收益也相对稳定。

股权投资基金方面比较典型的是2011年募集完成的1.5亿元美元基金一期，该基金先后以纯股权形式投资了6个项目，其中4个住宅投资，2个商业投资，单笔投资额在2000万美元左右，均控制在总募资额的20%以内。现已退出三处住宅（比如2015年初退出的沈阳荣盛的2个住宅项目）和一处商业项目（重庆大融城），年化回报率（IRR）约20%。仍持有的上海大融城和徐州项目将全部体现为投资人利润。

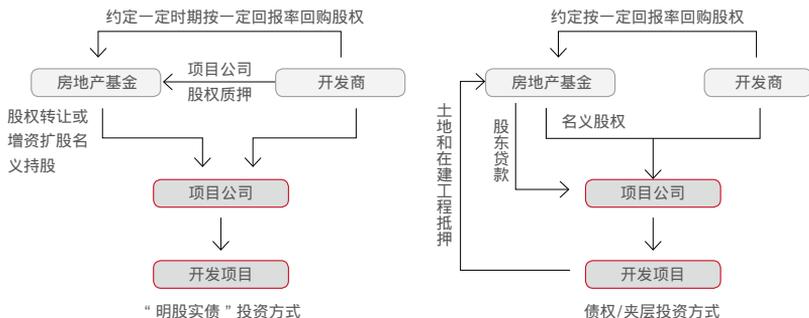
3个住宅项目退出时楼盘均在售，合作方根据评估值将股权回购；而商业项目重庆大融城，光大安石的资管团队将13万平方米的

批发市场全面改造为购物中心，整体销售退出，单一项目获得26%的年化回报。

不过，类似于一期美元基金投资的回报主要受益于市场环境，难以复制。ASHMORE对一期美元基金的表现满意，但对发起成立二期美元基金信心不足，主要是来自对中国地产市场的不确定预期，从另一个角度讲，在全球低利率、货币宽松的市场环境下，20%以上的IRR已经难以实现。

光大安石人民币基金则更多侧重于以债权投资为主。由于银监会关于开发商不能从银行借钱拿地的规定，使得不少地产基金有机会介入拿地环节，在方式上则通常采用了“明股实债”的安排。一般而言，只要抵押物足够，债权的还款来源可以得到保证。这种方式在控制开发商资产负债的情况下，又解决了开发商的融资难题，一度受到市场的欢迎，成为大多数地产基金的主要投资方式。

图：地产基金常见债权投资方式



资料来源：公开资料、克而瑞研究中心

2015年，国内货币政策相对宽松，但房地产市场总体风险有所上升。一方面，三、四线城市及部分二线城市，住宅地产的总体供应大幅高于需求，而一线城市虽然市场有支撑，具备一定投资机会，但土地成本高企，开发风险进一步上升。另一方面，2015年股市剧烈波动后，投资者对固定收益类资产的投资需求明显增加，这使得以管理多个固定收益类产品的光大安石人民币基金获得了较好的退出机会，所管理的基金规模出现较大幅度下降。

债权投资和股权投资对投后项目的管理深度不同。在明股实债等债权投资中，光大安石更看重的是债权的安全性，项目现金流的稳定性，并不会深度参与项目的管理。在股权投资中，光大安石更看重项目的盈利能力，不仅因为拥有一定的治理权利，也因为未来的收益取决于项目整体盈利，光大安石根据所投项目的类型和投资比例采取相应的投后管理。未来光大安石将更多转向股权投资，走资产管理之路。

## “投融管退”的地产全链条资产管理

### 1、“大资管”模式运行，构建全环节团队。

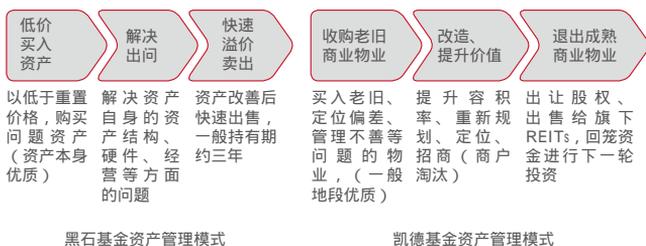
未来，地产基金公司将呈现两种趋势，纯金融投资和资产管理模式。

对于仍然做纯金融投资的公司，核心是以债权方式提供融资服务，规模难以发展到很大，一方面一线城市市场的金融服务竞争激烈，能够立足一线城市的开发商，自身融资渠道也比较通畅；另一方面纯金融服务业务并不深入，难以为客户提供增值服务，也难以发展。这些服务更多在二、三线城市扎根，服务于小型、区域性的开发商，延续以往的债权投资方式开展业务。

而对于采用资产管理模式的公司，基金公司从项目前期就与开发商紧密合作，或者收购开发较为成功、但价值还未完全挖掘出来的项目，重新打包、梳理，形成资产包来运营，最后再上市或者出售给其他机构溢价退出。国际上资产管理模式比较典型为黑石和凯

德，区别在于黑石更偏向于财务层面的改善，如解决债务问题、改善财务结构，而凯德更倾向于介入开发运营环节，改善物业管理，创造持续的项目经营利润，以便出售给旗下REITs进行长期运营，因此对于开发运营能力要求也更高。

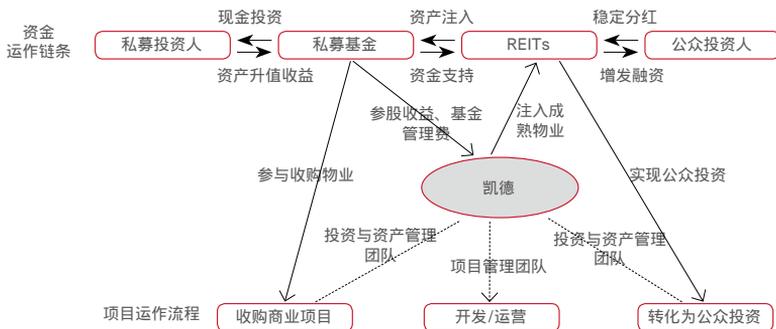
图：黑石与凯德的资产管理模式



资料来源：公开资料、克而瑞研究中心

从光大安石的运作模式来看，更类似凯德。未来光大安石也计划发起REITs，使得旗下管理的私募地产基金的退出不仅仅是出售给其他接盘者。通过REITs，光大安石可以维持对旗下持有型项目的管理，并获取更加多元的收益。

图：凯德“PE+REITs”双基金模式及其团队扮演角色



资料来源：公开资料、克而瑞研究中心

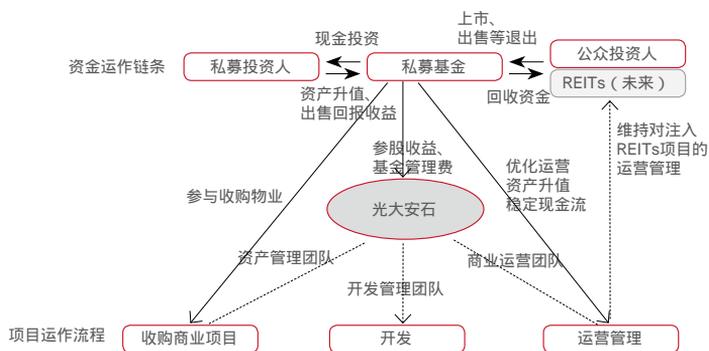
不仅如此，团队组建上也匹配模式的运作。光大安石设立三大部门，分别为传统资管、开发管理、商业运营，三个相互配合联动，构成了一个地产全环节的操作团队。在光大安石60余名成员中，负责资产管理的占30多人，主要包括：

传统资管团队，从投资人的视角去进行项目投资和管理资产，包括：收集预售的数据，凭借创建投资模型进行测算，与项目数据的实时对比，分析项目状态以及影响未来收益的因素，并在每周的内部会议上进行汇报；

开发管理团队，则负责为资产管理团队提供咨询服务，分析项目投资前的预售成本、规划建设等，要求具备知名开发商一样的开发管理能力。如果合作伙伴的开发管理能力可以胜任，光大安石主要负责监管工作，否则就会进行项目的接盘；

商业运营团队，商业项目是光大安石的投资重点，不仅是考虑到所接盘项目，需要自己进行运营的需要，也是构建地产开发运营全链条的需求。光大安石也计划未来投资20-30个大融城项目，这些项目将由光大安石自行管理。

图：光大安石运作方式及其团队扮演角色



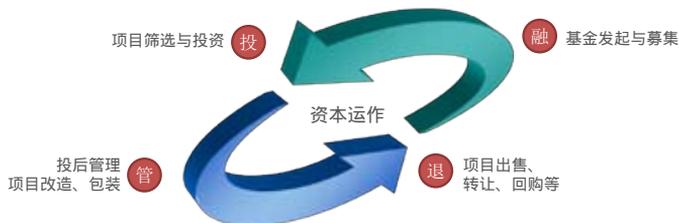
资料来源：公开资料、克而瑞研究中心

当然，市面上还有一些地产基金不仅做资产管理，也在关注跟房地产有关的高新产业，比如上游的节能环保材料、家装、家居等领域，在下游的物业服务、社区商业、生活O2O领域。事实上，光大安石在投资方向上也不仅仅局限于传统意义上的房地产范畴，而且会延伸成立针对轻资产、消费类的零售基金，包括餐饮、零售、商业等项目。不仅这些行业前景不错，还可以支撑主业发展。

### 2、打通“融投管退”闭环，提升全链条管理能力。

匹配“大资管”模式，光大安石打通了“融投管退”闭环。也正因为如此，使得光大安石可以进入各个阶段的项目——拥有项目判断和接盘管理能力，可以接手的项目类型较广。甚至有时候，一些在建的项目反而比较容易接手，由于卖方没有运营能力，更看中光大安石的运营能力与资金实力，在合作中也更有可能做出价格上的让步。

图：光大安石“融投管退”示意图



资料来源：公开资料、克而瑞研究中心

传统地产基金通常在融、投、退三个环节能力较强，在投后管理上相对较弱，打通“融投管退”闭环和资产管理运作模式的核心便在于项目接盘与持有运营管理的能力。为了补齐商业项目管理的短板，2014年光大安石入股英利国际置业——在重庆拥有多个标志性项目，如IFC、纽约等，在商办物业运营管理方面拥有丰富经验。

截止2015年底，光大安石所管理的项目主要集中于北京、上海、重庆等城市的核心地段。其中，在管的购物中心项目共4个，总面积约32.67万平方米，代表项目为重庆的大融城；在管的主动开发项目共2个，总面积约75.46万平方米，代表项目为通州新北京中心。

2015年，为强化光大安石投后管理能力，光大安石（北京）资产管理有限公司设立了光大安石（北京）科技有限公司。通过对现有物业完成智能化物联网改造，并通过iBeacon、记录仪智能停车、智能开锁等技术，完成对建筑人流、成交转化率等大资料的收集，在移动互联网上对数据进行开发整合，探索自主的O2O模式。目前，光大安石已经与百度签署战略合作协议，开展大数据精准营销以及会员储值卡方面的合作。

严选项目，向核心城市持有型商业转移<sup>①</sup>

## 三家房企“二当家”，商业品牌“大融城”<sup>②</sup>

### 入股三家房企成为第二大股东

选择标准：小而美，看重聚焦领域和商业项目资源

目的：获取优质项目源、提升商业管理能力、合作轻资产

### 打造自有商业品牌“大融城”

重庆试水商业，“大融城”应运而生

连锁扩张，提升品牌效应

<sup>①</sup> 本节内容略。

<sup>②</sup> 本章节内容略。

### 结语

光大安石作为光大集团核心的房地产投资平台，享受集团强大的资源支持，在资金运作、项目投资、商业地产估值、商业管理、“融投管退”资本运作上拥有更多的优势，而在拆迁等方面不如开发商，这也是光大安石更多倾向于招拍挂项目的重要原因。

如今房地产行业进入稳定发展期，存量的整合和盘活提升效率将是重要的商业机会。住宅方面，城市分化持续，一线城市和核心二线城市去化无忧，然而随着越来越多的开发商回归，竞争加剧，利润空间压缩，三四线则面临高库存风险不断积聚。商业地产方面，一线城市呈现出低效和总量过剩的情况，由于有强劲的消费支持，存在大量的并购整合机会，或将成为一个价值洼地。

一些中小型房企尤其是区域聚焦的本土房企，拥有一定的项目资源，但资金和运作能力较弱。光大安石作为房地产基金，以少量的自有资金撬动10倍的管理规模，凭借着地产全链条的“大资管”运作模式，在房地产行业的并购整合时代，将迎来更多机会。

本文为《金融大鳄玩转地产：光大安石打造全产业链大资管平台》  
报告删减版，如需完整版，请联系我们。

全文  
概要

## 《光大安石打造全产业链大资管平台》专题导览

### 一、平安集团从险资大鳄到地产大亨

- 1、多平台涉房地产业务，光大安石是核心投资平台
- 2、布局广泛且分散，以机会性投资为主

### 二、光大安石的地产策略

- 1、“股权投资+债权投资”双币种多策略投资
  - (1) 股权投资方式
  - (2) 债权投资方式
- 2、“投融管退”的地产全链条资产管理
  - (1) “大资管”模式运行，构建全环节团队
  - (2) 打通“融投管退”闭环，提升全链条管理能力
- 3、严选项目，向核心城市持有型商业转移

### 三、3家房企“二当家”，商业品牌“大融城”

- 1、入股三家房企成为第二大股东
  - (1) 选择标准：小而美，看重聚焦领域和商业项目资源
  - (2) 目的：获取优质项目源、提升商业管理能力、合作轻资产
- 2、打造自有商业品牌“大融城”
  - (1) 重庆试水商业，“大融城”应运而生
  - (2) 连锁扩张，提升品牌效应

### 作者简介

房 玲，CRIC研究中心研究经理，专注房地产企业分析和土地市场研究  
电话：021-60867885 邮箱：fangling@cric.com  
蔡建林，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867864 邮箱：caijianlin@cric.com

# 最近很火的资产证券化， 对于房地产有什么用？

文/克而瑞研究中心研究员 沈晓玲、俞倩倩、王晓晨

**VIEW** 资产证券化（包括不良资产证券化和房地产证券化等）是近30年来世界金融领域最重大和发展最快的金融创新和金融工具，是衍生证券技术和金融工程技术相结合的产物。

随着全球房地产金融业的发展，衍生出了房地产资产证券化这种创新的融资手段。

资产证券化最早源于70年代美国的住房抵押证券，随后证券化技术被广泛应用于抵押债权以外的非抵押债权资产，并于80年代在欧美市场获得蓬勃发展。90年代起，资产证券化开始出现在亚洲市场上，特别是东南亚金融危机爆发以后，在一些亚洲国家得到迅速发展。

## 资产证券化在国内外的发展现状<sup>①</sup>

起源：诞生于美国，近30年在全球迅猛发展

国外发展进程：美、英、日、韩依次成熟

国内发展进程：目前我国还尚属初级阶段

---

<sup>①</sup> 本章节内容略。

## 资产证券化的概念与分类

与股票和一般债券不同，资产支持证券不是对某一经营实体的利益要求权，而是对基础资产池所产生的现金流和剩余权益的要求权，是一种以资产信用为支持的证券。

**含义：**以资产信用支持的证券，实现结构化融资

资产证券化是以特定资产组合或特定现金流为支持，发行可交易证券的一种融资形式。具体是指将缺乏流动性但其未来现金流可预测的资产集合、建池，以资产池内资产所产生的现金流作为偿付基础，通过风险隔离、信用增级和资产重组等技术处理，在资本市场上发行资产支持证券的结构融资过程。

资产支持证券是一种债券性质的金融工具，其向投资者支付的本息来自于基础资产池产生的现金流或剩余权益。

**流程：**以SPV实现破产隔离，信用增级吸引投资者

在具体分析资产证券化的流程之前，我们需要明确参与资产证券化的几大主体：

一是发起人，即原始权益人，是资产证券化基础资产的原始所有者，在本文主要是指预发行资产支持证券的房企。

二是SPV（Special Purpose Vehicle），即特定目的机构或特定目的受托人，具体是指接受发起人转让的资产或受发起人委托持有资产，并以该资产为基础发行证券化产品的机构。选择特定目的机构或受托人时，通常要求满足所谓“破产隔离”条件，即发起人破产对其不产生影响。SPV在资产证券化中处于特殊地位，它是整个资产证券化核心，各个参与者都将围绕它来开展工作。

三是信用增级机构，此类机构主要负责提升证券化产品的信用等级，为此要向特定目的机构收取相应费用，并在证券违约时承担赔偿责任。

四是信用评级机构，如果发行的证券化产品属于债券，发行前必须经过评级机构进行信用评级，标准普尔、穆迪、中诚信均属于较为知名的评级机构。

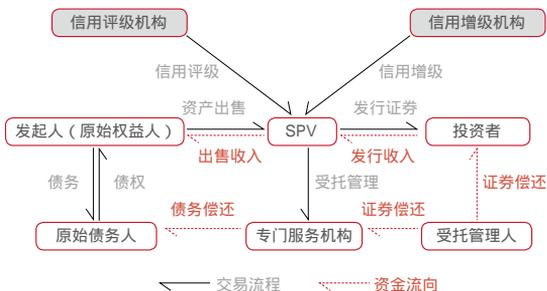
五是专门服务机构，主要是为保证资金及基础资产的安全，SPV通常会聘请信誉良好的金融机构进行资金和资产的托管。

明晰了几大主体后，让我们来看看要发行资产支持证券的具体步骤，交易发起人（即资产的原始权益人）首先需要在分析自身融资需求的基础上，通过发起程序确定用于证券化的资产并将其组合成资产池，同时设立专门从事资产抵押债券发行的特殊目的载体（SPV），并将基础资产“真实销售”给SPV，发起人是创造应收现金流实体和基础资产的卖方。

SPV发行人是债券发行和交易的主体，它在接受了交易发起人向其真实销售的资产之后，为了吸引更多的投资者并降低发行成本，会对即将发行的债券进行信用增级，以提高债券的信用评级，在进行了信用增级以后，SPV又会聘请专业信用评级机构对即将发行的资产抵押债券进行正式的信用评级，并向投资者公布最终评级结果。

在资产抵押债券偿付期间，SPV会通过专门的服务机构来对资产池进行管理，管理的主要内容是收取、记录资产池产生的现金流，并把全部收入存入SPV事先指定的受托管理人，之后将债权本息交付投资者。

图：资产证券化流程示意图



数据来源：企业公布

作为资产证券化的核心，SPV主要有特殊目的公司(Special Purpose Company, SPC)和特殊目的信托(Special Purpose Trust, SPT)两种主要表现形式。我国已经开始了资产证券化方面的尝试，并且已经有了数个成功的证券化案例。在这些案例中，发起人除了境外设立特殊目的机构外，主要还是国内的信托机构和证券公司为主，如建元个人抵押贷款证券化就选择了中信信托投资有限公司作为SPV、华侨城欢乐谷入园凭证专项管理计划也选择了中信证券股份有限公司作为计划管理人。

### 特点：属于表外融资，因低成本、效率高获得房企青睐

房企之所以愿意尝试以资产证券化方式融资，主要还源于它有以下几大显著特点：

一是将资产的偿债能力与原始权益人的资信分离，传统融资方式的融资主体一般是资金需求者本身，凭借其信用水平来融资；而资产证券化的融资主体则是资产，原始权益人凭借其一部分资产的未来收入能力来融资，资产本身的偿债能力与原始权益人的资信水平被较彻底的分割开来。由于资产证券化单独把资产的现金流从企业总体的现金流中分解出来，并仅仅依托于资产的信用来进行融资。因此，其本质上是一种资产融资。

二是资产证券化属于表外融资，并不影响企业负债结构。一般的融资方式从性质上都可以归纳为三种：债权融资、股权融资、资产证券化融资。债权融资在资产负债表带来的是“资产”和“负债”两部分的变动；股权融资带来的是“资产”和“所有者权益”两部分的变动；而资产证券化融资是通过变卖资产换取资金，它对资产负债表的影响体现在“资产”内部的调整。债权融资和股权融资都增加了资产负债表的规模，属于表内融资；而资产证券化融资不增加资产负债表的规模，只是对资产类科目中的不同项目进行转换，因而属于表外融资。

三是资产证券化融资效率高，属于一种结构性融资方式。资

产证券化作为一种融资工具，其融资效率主要是通过一系列结构性手段实现的。这体现在两个环节上：一是资产环节。资产证券化的发起人，在实施资产证券化之前，首先要对其资产负债表上的资产按照信用等级、期限、偿还方式等条件，进行重新组合和结构性安排，以便在发起人总体资产质量和信用等级不变的情况下，提高证券化资产的质量和信用等级。二是证券环节。在证券设计环节，一般要对来自资产的收入流和风险要素进行重新组合和合理操作，以便设计出具有不同收入流和风险收益特征的证券，供具有不同投资偏好的投资者选择购买。所以资产证券化的核心是设计和建立一个严谨、有效的交易结构。

四是资产证券化是一种低成本的融资方式。由于资产支持证券有较高的信用等级，所以一般情况下证券都能以高于或等于面值的价格发行，并且支付的利息比原始人发行公司债券低的多，这会大幅度的降低原始收益人的融资成本。同时，资产证券化所得资金与银行存款相比，不需要拨付准备金，这也更降低了融资的成本。同时，在税收方面，资产证券化也能得到一定的避税效果。当然，目前我国的立法在此方面仍有待完善。

### 分类：信贷资产、企业资产、类资产证券化缺一不可

对房地产行业来说，资产证券化目前主要有以下几方面应用：

一是信贷资产证券化，就是将一组流动性较差信贷资产，如银行的贷款、企业的应收账款，经过重组形成资产池，使这组资产所产生的现金流收益比较稳定并且预计今后仍将稳定，再配以相应的信用担保，在此基础上把这组资产所产生的未来现金流的收益权转变为可以在金融市场上流动、信用等级较高的债券型证券进行发行的过程。

二是企业资产证券化，是指以除信贷资产以外的所有其他资产，财产或财产权利为基础发行的资产支持证券，主题公园未来的门票收益、房企未来征收的物业管理费都属于此类范畴。

三是类资产证券化，其在业务模式、交易结构等方面和资产证券化相似，也是依托信托方式实施真实出售和破产隔离，是信托公司以私募方式发行信托产品或与银行理财产品对接的方式实施的资产证券化。以上两种方式主要是以债券形式实现融资，而类资产证券化的范畴则涵盖了股权融资和债权融资的双重性质，主要包含商业信托（BT）和房地产投资信托（REITs）。

商业信托（BT）是指依信托文件设立非公司组织，受托人负责经营业务，及代表受益人持有资产的法定所有权，目的在于让单位持有人分享或收取管理商业资产或经营业务所得的利润、收益或其他分派或回报。信托的业务运作模式实际上与公司的营运模式大同小异，信托单位和公司股票一样均可在交易所买卖，亦可分派利润。

房地产投资信托又称REITs（Real Estate Investment Trusts），是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，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。房地产投资信托通过集中投资于可带来收入的房地产项目，例如购物中心、写字楼、酒店及服务式住宅，以租金收入和房地产升值为投资者提供定期收入。

表：资产证券化细分种类比较

融资方式	性质	基础资产	概念	优势	募资对象
信贷资产 证券化ABS (Asset-backed Securities)	债权	产生稳定现金的、银监会监管 下金融机构的信贷资产，一般 为银行贷款、应收账款等债权	发起人将其流动性不足但具有未来现金流收入的 贷款或其他信贷资产打包成流动性强的证券，并 用信用增强的措施，通过证券发行的方式出售给 资本市场上的投资人。	对企业自身业 绩要求低；增 加流动性	投资、金融 机构投资者
企业资产 证券化ABS (Asset-backed Securities)	债权	产生稳定现金流的、企业所拥 有的财产权利或收益权资产， 如门票收益权、物业租金收入	以信贷资产之外的所有其他资产，财产或财产 权利为基础发行的资产支持证券。	资产出表，带 来现金流	合格个人或 机构投资者
商业信托BT (Business Trust)	债权 + 股权	商业物业，包含尚未形成租金 收入的商业、酒店、服务式公 寓开发类项目	信托文件设立非公司组织，受托人负责经营业 务，及代表受益人持有资产的法定所有权，目的 在于让单位持有人分享或收取管理商业资产或经 营业务所得的利润、收益或其他分派或回报	限制小，成长 性强	专业机构投 资者；普通 二级市场投 资者
房地产投资信 托REITs ( Real Estate Investment Trusts)	债权 + 股权	具有稳定、持续收入来源、发 展成熟的不动产	把流动性较低的、非证券形态的房地产投资，直 接转化为资本市场上的证券资产的金融交易过 程。	期限较长；能 够注入新的项 目	专业机构投 资者；普通 二级市场投 资者

数据来源：克而瑞研究中心整理

## 资产证券化案例解析<sup>①</sup>

我国目前经济运行状况良好，金融体制改革不断深化，已经具备了进行房地产证券化的良好经济环境。

### 案例一：碧桂园试水购房尾款证券化

2016年1月14日，碧桂园公告，其全资附属公司增城市碧桂园物业公司决定向中国合格投资者发行本金额为29.46亿元的资产支持证券，发行利率为5.1%，期限为4年，将以发行人的若干合同收款权作为支持。3月18日，碧桂园再次公告，其第一批购房尾款应收账款的资产支持证券本金额为15.84亿元，资产支持证券的1年期和2年期优先级份额发行利率分别为5.0%和5.5%，发行额度均为6亿元。2年期次优先级份额发行利率为7.45%，发行额度为2.6亿元，次级份额发行额度为1.24亿元，无固定利率，其收益为优先级与次优先级分派后的剩余部分。发行的所得款项将用作集团若干现有债务的再融资及一般营运资本用途。

由于此前世茂也曾推出过类似的购房尾款ABS“汇添富资本-世茂购房尾款资产支持专项管理计划”，通过对二者的对比，我们发现，碧桂园购房尾款应收账款的资产支持证券有如下几大特点：

一是基础资产的涉及面较广，风险相对分散。基础资产方面，碧桂园ABS项目基础资产涉及的物业地区包括24个省，其中广东地

表：碧桂园应收款ABS与世茂尾款ABS基础资产对比

对比项目	碧桂园应收款ABS	世茂尾款ABS
应收账款余额（万元）	361185.62	77856.17
合同笔数（个）	12158	435
单笔合同平均应收购房尾款金额（万元）	29.7	179
物业项目（个）	211	3
前十大合同应收款余额集中度	2.81%	7.23%

数据来源：企业年报、克而瑞研究中心

<sup>①</sup> 本章节部分案例内容省略。

区为主导，主要集中在东部地区，而世茂项目的入池资产对应厦门湖滨、厦门翔安、南京海峡城3个项目，从地区分布的广度和项目的多样性来说，碧桂园占优。

二是合同笔数较多，尾款金额不大，多在一年内便可偿还，风险较低。碧桂园项目突出的特点在于合同笔数较多，多达一万多笔，单笔合同平均的尾款金额仅为29.7万元。相比之下，世茂的合同单笔金额较大，平均单笔合同尾款金额179万元。据国信证券经济研究所统计，碧桂园项目基础资产中约定入池资产已支付的购房款项累计不少于该商品房买卖合同项下购房款总额的30%，且初始资产池合同剩余期间在一年以内的占比达到了68%，碧桂园2015年度业绩报告也显示，公司2015年的应收账款为147.65亿元，主要来自物业销售。购买物业的客户其信用期一般为1至6个月。截至2015年12月底止，账龄90天以内的为127.07亿元，占比86.06%；超过365天的有3.83亿元，占

表：碧桂园2015年应收账款账龄情况分析

单位：千元

时间段	2015年	占比
90天以内	12706910	86.06%
超过90天至180天以内	853260	5.78%
超过180天至365天以内	821220	5.56%
超过365天	383443	2.60%
合计	14764833	100.00%

数据来源：企业年报、克而瑞研究中心

比2.6%。尾款金额不大，商品房仅余少量尾款时违约的动力较小，相对而言，碧桂园项目风险较低。

三是利率水平同碧桂园的其他融资方式相比具有一定的比价优势。据国信证券经济研究所统计，原始权益人增城碧桂园去年四季度发行的3年期公司债当前中债估值为3.45%，此外，近期担保人碧桂园控股发行的3+2年私募债15碧桂园01，中债估值为4.88%，对比而言，此次ABS发行发行利率5.1%，有一定的比价优势，对投资者还是具备相当的吸引力的。

## 案例二：华侨城欢乐谷入园凭证专项资产管理计划

## 案例三：鹏华前海万科REITs

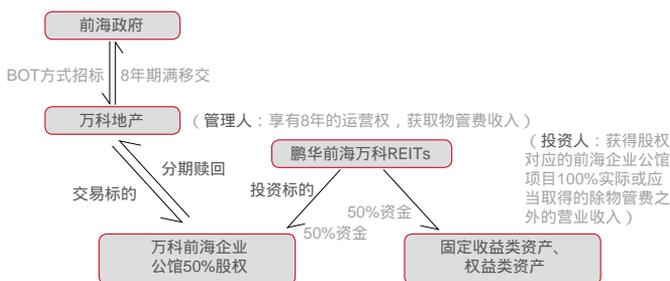
2015年6月8日，证监会正式批准以个案试点方式成立“鹏华前海万科封闭式混合型证券投资基金”（以下简称前海REITs）。6月26日，国内首只公募REITs——鹏华前海万科REITs正式公开发行，发行期间单个投资者的单笔认购门槛为10万元，在产品成立并上市后，在二级市场则10000元即可参与交易。截至2015年12月31日，鹏华前海万科REITs自2015年7月6日成立以来总回报4.6%。同时鹏华基金称，鹏华前海万科REITs基金每10份分红38.8元。2016年一季度，鹏华前海REIT实现收益6021.49万元，利润7269.17万元，加权平均基金份额本期利润2.4234元；期末基金资产净值90.94亿元，基金份额净值103.143元，较期初增长2.40%。基金持有的项目公司物业万科前海企业公馆在2016年1季度完成总收入3839.5万元，其中租赁收入占总收入的87%，会展中心、易想空间及其他收入合计占13%。

运作流程方面，鹏华前海万科REITs的运作流程为在基金合同生效后10年内，基金封闭运作并在深圳证券交易所上市交易，封闭运作期届满后，会转为上市开放式基金，属性变为债券型基金。封闭运作期内，基金的投资标的主要分为两部分：不超过50%的部分，是通过增资入股，获得万科前海企业公馆50%的股权，该部分股权对价12.7亿元。另外，不低于50%的基金资产将投资于固定收益类资产、权益类资产等。

获利方式方面，基金是在股权持有期内，获得股权对应的，除物业管理费收入之外的营业收入。封闭期结束后，其股权退出将根据协议，分别在2015年、2018年、2021年末前和2023年10月31日前，向深圳万科或深圳万科指定的关联方转让14%、18%、17.5%和0.5%的股权，直至全部退出。

作为国内首只公募房地产信托基金（REITs）产品，追本溯源，该项目仍算由政府牵头，这就让鹏华前海万科REITs更多了一层试点的味道，仅仅获取租金收益和双重征税的运营压力也使得外界对万科后期能否盈利表示质疑。但就我们看来，无论后期盈利与否，此次试水公募REITs之于万科的创新意义在于将待开发项目股权证券化，通过基金运作达到了融资渠道的多元化。随着风险共担主体变多，房地产的金融投资属性也在逐步显现。此举不仅缓解了开发初期的资金压力，而且也算是其轻资产转型的重要一步。

图：鹏华前海万科REITs模式图



数据来源：CRIC整理

目前，中国市场上已经出现了多个类REITs产品。其中，号称首只REITs的中信启航，仍是私募性质；而万达“稳赚1号”、高和中投保产品是与互联网金融相结合的，通过互联网平台将份额进行分拆，避开200人份额的限制。但其不能上市，因此不能称为REITs。

对比发现，鹏华前海万科REITs有以下两大特点：

投资人认购门槛而言，鹏华前海万科REITs作为公募产品的创新试点，10万元即可认筹；而中信启航门槛较高，优先级最低认购额度为300万，劣后级最低认购额度为100万。作为互联网金融产品，万达“稳赚1号”1000元即可认购；高和中投保门槛也是1万元。

期限和流动性方面，鹏华前海万科REITs基金在10年存续期内将

采用封闭式运作方式，这能够有效保证基金在存续期对标的公司权益的投资持续性。基金成立后，场内份额可在深圳证券交易所上市交易，给持有人提供流动性便利。

中信启航为5年期产品，在深圳交易所挂牌，由于只能是合格投资人参与认购和交易，因此流动性较弱。万达“稳赚1号”是7年期的产品，为了化解流动性和期限难题，产品成立3个月后即可在快钱平台上进行撮合转让；高和中投保类REITs为1年期产品，成立之后即可通过网金社（阿里巴巴旗下的平台之一）平台进行变现转让。

可以看出，鹏华前海万科REITs的流动性相对而言会更好一些。

表：鹏华前海万科REITs与其他产品对比

类REITs产品	性质	认购门槛	期限与流动性
鹏华前海万科REITs	公募	10万	10年存续期内将采用封闭式运作方式，这能够有效保证基金在存续期对标的公司权益的投资持续性。基金成立后，场内份额可在深圳证券交易所上市交易，给持有人提供流动性便利。
中信启航	私募	100-300万	5年期产品，在深圳交易所挂牌，由于只能是合格投资人参与认购和交易，因此流动性较弱。
万达“稳赚1号”	互联网金融	1000元	7年期的产品，为了化解流动性和期限难题，产品成立3个月后即可在快钱平台上进行撮合转让。
高和中投保	互联网金融	1万	1年期产品，成立之后即可通过网金社（阿里巴巴旗下的平台之一）平台进行变现转让。

数据来源：CRIC整理

#### 案例四：金茂酒店资产以商业信托模式上市

#### 结语

对于房企而言，在房地产投资信托基金之外，还有很多类似的资产可以尝试，只要能够产生稳定现金流的资产都可以证券化，以将之转变为当前的现金流入达到融资的目的，解决房地产企业的融资问题。

2016年，资产证券化市场将保持快速势头，向万亿级进军。

本文为《最近很火的资产证券化，对于房地产有什么用》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

## 《资产证券化对于房地产有什么用》专题导览

### 一、资产证券化在国内外的发展现状

- 1、起源：诞生于美国，近30年在全球迅猛发展
- 2、国外发展进程：美、英、日、韩依次成熟
- 3、国内发展进程：目前我国还尚属初级阶段

### 二、资产证券化的概念与分类

- 1、含义：以资产信用支持的证券，实现结构化融资
  - (1) 流程：以SPV实现破产隔离，信用增级吸引投资者
  - (2) 特点：属于表外融资，因低成本、效率高获得房企青睐
- 2、分类：信贷资产、企业资产、类资产证券化缺一不可

### 三、资产证券化案例解析

- 1、案例一：碧桂园试水购房尾款证券化
- 2、案例二：华侨城欢乐谷入园凭证专项资产管理计划
- 3、案例三：鹏华前海万科REITS
- 4、案例四：金茂酒店资产以商业信托模式上市

### 四、关于房地产资产证券化的总结与畅想

#### 作者简介

- 沈晓玲，CRIC研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、应急策略研究  
电话：021-60867867 邮箱：shenxiaoling@cric.com
- 俞倩倩，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867870 邮箱：yuqianqian@cric.com
- 王晓晨，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究  
电话：021-60867873 邮箱：wangxiaochen@cric.com

## NO1 / 重点城市改善型需求持续性和再生性研究

改善型需求能否持续发挥“效应”也将决定未来一段时间房地产市场走向。从政策变化影响、城市更新利好、消费习惯改变等短期因素分析，结合改善型购房者的特征，判断未来改善型需求的可持续性。通过外来人口导入、人口结构变化、二手房市场成熟度等中长期指标分析，以及以往改善型正常水平释放量及增幅趋势研判其再生性。

## NO2 / 豪宅小型化趋势确立，究竟是受谁主导？

2015年下半年以来，北京、上海、深圳等一线城市豪宅市场持续火爆，小型豪宅更是表现抢眼，今年政策收紧后也持续热销，成交占比持续上行。这究竟是因为房价攀高后，总价段随之推高所致；还是房企调整策略，意在加大项目受众面；亦或是世易时移，消费者需求偏好已经悄然改变？

## NO3 / 地方国企整合的主要方向及影响

2016年，央企整合大幕徐徐拉开，中海并购中信地产、五矿中冶合并等多个重组案例已成功完成，其余央企也积极拿地“备战”。事实上，面临整合的并不只有央企，更多的地方国企亦有整合预期。哪些地方国企可能面临整合，又将对房地产行业的格局带来怎样的影响？

## NO4 / 华润、金茂转型背后的行业变革逻辑

华润置地和中国金茂的母公司都更换了颇有名望新掌门人，并且从2015年至今的表现来看，这两位新帅均对地产板块的发展寄予厚望，华润置地和金茂发力的意图明显，除了扩大了住宅开发业务布局外，对金融和商业板块也有强化。国进就必然民退吗？本篇报告将深入研究华润和金茂进行的细微转型，分析其发展模式。

## NO5 / 销售突破600亿，看金地崛起背后之路

历经3年调整，业绩从300亿突破600亿，至2016年首季度，企业重新回归至销售10强。那么，这期间金地到底做了什么？有哪些成功的秘诀？至此，我们选择金地的库存、产品、营销、管理、融资5个方面，进行战略性的剖析，深度解读金地崛起的真正原因，以供业内人士借鉴引用。

## NO6 / 百强房企产能调查：项目定位与城市布局

2015年“2000亿俱乐部”再度扩容至三家房企，而今年万科有望再度突破一举跨过3000亿元；另一方面，城市分化，这就对房企在项目的定位与城市布局方面提出了较高的要求。对2015年百强房企的在售项目与城市进行了全面的梳理，总结出标杆房企的布局思路以作案例，同时对单项目或单城市产能较低的房企一些惊醒和建议。

## NO7 / 房企类REITs试水与中国版REITs进展

2016年6月新城推出了国内首个商业地产类REITs产品，而此前万科试水的鹏华前海万科REITs也拥有了不错的表现。未来预计房企将会有越来越多的reits产品上市，而国内的公募型reits或将取得进一步突破。我们将从典型的reits产品架构及房企试水REITs动因、整体概况分析，对比国内外成功和失败的案例，对国内房企发展reits提供建议。

## NO8 / 什么样的房企适合被并购？

2016年房企分化加剧，强者恒强，大中型房企诸如融创、保利、恒大依靠规模优势和资金优势屡屡涉足行业并购，而部分业绩不佳的中小房企无疑成为了“砧板上的鱼肉”，究竟当前行业并购的特点是什么？成功的案例是如何做到？企业如何选择并购目标？我们将从以上几个维度为大家一一解惑。

# 2016 研究专题卡

系统化的房企情报定制方案

咨询热线：021-6086 7863

预测走势 预警风险 提供借鉴

10大类别、50余个精选专题，量身定制的专业服务。

● 白金专题卡：

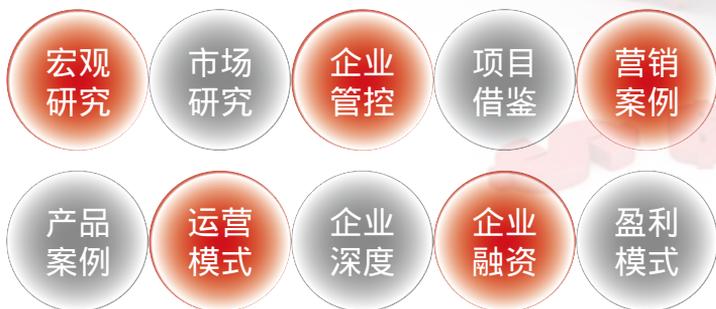
提供「定制报告+自选专题」报告35份

● 普通专题卡：

提供「定制报告+自选专题」报告11份



十大类专题：根据需求，在专题列表自由选择。



## 2016年部分专题预告

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

## 关于克而瑞研究中心

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

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

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

### 克而瑞研究中心主要成果不完全列表

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

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





# 研究札記

 **CRIC** 研究中心

联系地址：上海市闸北区广延路383号秋实楼10楼

联系电话：021-60867863

传真号码：021-60867392

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