

研究札記

把脉、洞察

借鉴、提升

第22期
2017.6

 克而瑞
研究中心

关于克而瑞研究中心

克而瑞研究中心，是易居企业集团专业研发部门。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，我们已经连续八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
封面的裁
剪线

三四线市场到底怎么了？



三四线城市在当前的市场、政策环境下，是否还会走出量价齐升的独立行情？”

今年以来，在一线和二线纷纷偃旗息鼓，市场“量跌价平”的状况下，三四线异军突起，撑起了中国房地产的大半边天。

实际上，这一轮三四线城市的启动从去年二季度便出现端倪，环一线城市率先启动，市场快速上升。而去年四季度调控之后，其他的环强二线城市开始启动，譬如句容、镇江。

此后，今年以来大多数的三四线城市全面启动，原先市场供大于求、房价长期低迷、库存高企的情况，仿佛在“一夜之间就消失了”。换之以抢购热销、土地价格飞涨等，尤其是原来对这些地方不待见的房企。

目前三四线火热的情况，我认为多方面原因所造成。第一，一二线房地产的财富效应。第二，价差因素。环一线和强二线的自住型的购房者被高企的房价倒逼，成为周边三四线城市刚需的购买群体。第三，近年三四线城市快速发展，无论是产业导入还是城市面貌，都发生较大转变。突然之间这么大的转变，也蕴含着房产的升值的预期。第四，媒体宣传起到推波助澜的效果。

我对接下去三四线城市的整体判断非常谨慎。除环一线和强二线的三四线城市外，其他三四线城市中近一年房价的攀升，实际需要三至五年的时间来慢慢消化和夯实。也许，三四线城市变盘、调整即将到来！

丁祖昱
易居企业集团 CEO

本期关注
P109

聚焦房企财务指标

不过，可以确定的是，相当一部分房企依然处于盈利、效益转型的探索阶段。

01/ 微言堂

大佬看市
地产热评

15/ 市场把脉

2017年上半年中国房地产市场总结与展望

行业篇：二季度成为“滑落”拐点，下半年销售增速仍将下降

政策篇：信贷收缩与四限叠加，三四线调控将持续深入

城市篇：三四线取代一、二线成新热点，但持续性待考

土地篇：上半年量跌价涨，下半年成交规模将迎回升

业绩篇：销售业绩创新高，前高后低存隐忧

拿地篇：三线热点城市得到青睐，合作收购力度继续加大

2017年二季度香港楼市总结与展望

81/ 城市研判

全面紧缩！聚焦炙热长三角城市圈前景“拐点”

中国房地产市场格局新变化及发展趋势研究

109/ 特别关注

聚焦房企财务指标

增收不增利，前十房企归母净利润率仅8%！

55家房企负债超3万亿，哪些房企“债台高筑”

楼市起伏难预测，有钱才是硬道理

——房企财务系列之现金分析

139/ 企业纵深

恒、万、碧库存同比增速66%，快于行业平均3倍

——2016年房企库存调查

152/ 更多

关于我们

编委会

Editorial Board

----- 2017年第二期 -----

[全国企业杂志特等奖]
[中国房企优秀内刊]

出品单位： 克而瑞研究中心

总 编： 丁祖昱 张 燕

主 编： 孟 音 林 波

责任编辑： 崔 琳

编 辑： 李吉春 凌 曦 陆 笑

撰 稿： 杨科伟 朱一鸣 房 玲 沈晓玲

马千里 谢杨春 俞倩倩 洪圣奇

柏品慧 贡显扬 易天宇 朱 伟

刘 敏 田超越 吴嘉茗 钟诗慧

王 丽

媒体支持： 新浪乐居 中房网 地产人网

官方网站： www.cricchina.com/research

官方微信： 克而瑞地产研究（cricyjzx）

邮件地址： research2@cric.com

联系电话： 021-60867824 021-60867863



扫一扫加入研究微信帮，
你也是房地产行业的百事通！

版权声明

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

免责声明

本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

聚焦三四线

丁祖昱：三四线土地市场火爆背后的逻辑

今年以来，由于大部分热点城市采取了“限价+摇号”等方式来严控高地价，房企已不再热衷在核心城市争抢地王，反而将目光转向了都市圈周边的三四线城市，诸如惠州、保定、无锡、嘉兴等城市开始掀起土拍热潮，迎来了楼市发展的新契机。而三四线土地的火爆和之前销售火热基本上印证了在今年在政策向左的情况下，市场全面向右。

——易居企业集团CEO 丁祖昱

连平：三四线城市房价绝对水平并不高

目前我国的广大三四线城市房价虽然也涨多跌少，但价格基本上较为平稳，绝对水平并不高。一半左右的二线城市房价上涨压力并不大，价格较为平稳，房价也基本可以接受。房价上涨较快和压力较大的主要是一线城市和部分二线城市以及城市圈内的少数三四线城市。供求关系的不平衡带来了市场较大的价格上涨预期，激发了投资性和投机性需求，推动房价大幅上涨。

——交通银行首席经济学家 连平

马光远：三四线城市今年上涨合理的有两种情况

中国房地产市场最大的特点是“分化”，市场的区域差异特别大。不要现在看到一些三四线的房价在涨，就跑到这些地方去投资。三四线城市今年上涨合理的有两种情况：一种是紧靠核心热点城市或者经济基础不错，比如镇江、南通、扬州等城市；一种是价格比较安全的城市，比如东北的大连、沈阳、长春、山西的太原、内蒙的呼和浩特，这些城市总体房价偏低，在热点被打压的情况下，出现上涨是合理的。但是，一些库存量很大的，甚至一些五六线的城市今年出现上涨，一定要警惕。

——独立经济学家 马光远

行业热议

李稻葵：不应希冀雄安成为超万亿GDP的大城市

雄安新区不应当成为深圳或浦东第二，希望其变为GDP超万亿大型城市的想法不切合实际。雄安新区应该立足于“新”，在经济发展、社会治理、生态文明等制度创新上成为标杆，通过建立政府管理与市场机制紧密结合的土地管理办法，新型国有股权管理模式，便利智能的公共交通系统，密切联系基层的公共治理结构，相对均衡的教育资源配置，严格的自然资源管理体制，进行一些超前、可推广的制度性创新探索。

——清华大学中国与世界经济研究中心主任 李稻葵

胡葆森：地产小镇是当前行业内的热门话题

房地产企业未来的战略转型，需要重点考虑如何与教育、文化、旅游乃至商业体育有效融合。通过融合把单一住宅地产商转变为新型生活方式提供商，迎合消费需求升级，当然，这一过程将很漫长。地产小镇是当前行业内的热门话题，一种仍是本着圈地的目的，另一种是确实有文化情怀。小镇建设要和行业经营转型结合起来，要有内容、经营模式的创新，致力于构建商业生态系统，这才是意义所在。

——建业地产董事局主席 胡葆森

黄其帆：重庆楼市十大失衡和五个方面的制度安排

中国的房地产，和世界一样，是国民经济的支柱产业，说它是支柱，不管一个城市在高速发展阶段，还是成熟老化阶段，房地产每年产生的GDP至少占这个城市的5.3%，所以它当然是支柱产业。我要讲的，总的来说分两个部分，10大失衡和5个方面的制度安排，如果通过制度的安排，按照中央的要求，不仅是行政化的安排，不仅是供给侧改革基本面的安排，比如中国最终应该有房地产税法，应该有住房法，老百姓租赁法的法律，其实我刚刚说的所有的事情，都应该在这三个法律的框架下。

——泰禾集团董事长 黄其森

企业战略

周忻：重新定义2017物业管理，换“汤”也换“药”

如果要重新定义物业管理的话，我认为第一应该是从管理者到服务生的角色转变：从被动参与管理，到主动提升服务；第二是打破“围墙”：在物业管理公司里面，每一个人守住的是一堵墙，这堵墙如果不拆的话，我相信整个发展没有到位；第三是丢掉“旧规则”：物业管理的各个企业把自己的小区作为各自的“山头”。2017年，我认为是重新定义年。装修在重新定义，二手房在重新定义，金融服务在重新定义，买房子也在重新定义，那么我们的物业管理更是如此，也需要重新定义。

——易居中国董事局主席、总裁 周忻

张玉良：把业务单一放在房地产上非常危险

上海的周边城市建一个小镇基本上等于二线城市，因为它的房价、资源的溢出效应非常明显，而相对它的资源价格还比较低。中国房地产正在经历深刻的调整和变革，因为政策，你永远不知道明天会发生什么，但我们认为只要结构调整得好，还是有空间和市场的。我们现在发展的这些相关产业都是为了进一步做强主业，无论是大基建、大消费还是大金融，彼此是相互协同发展的，所以我们认为坚持做强主业的同时，要培育关联产业，而且要形成千亿级的产业板块，这是我们所追求的。

——绿地集团董事长 张玉良

臧建军：企业必须面向未来重新构建和规划战略

认知可以是灰度的，但决策必须是黑白的。不管如何看待谜局，企业都必须在当下有所决策和行动。面对调控带来的市场困境，企业依然要在产品、营销、成本、融资等各个方面做优做细，强化执行力，抢占份额成为这一轮的胜者。同时，战术上的勤奋不能掩盖战略上的懒惰。面向变革带来的行业谜局，企业必须面向未来重新构建和规划战略，创新并行动，主动打破谜局，成为下一轮的胜者和英雄。

——易居企业集团监事长 臧建军

再谈走势

标普：中国地产业未来1年或下行，房企仍有债务风险

2017年以来到目前为止，中国房地产市场继续呈现为正增长，但随着限购城市数量扩大，一二线城市调控愈加严格，加上政府近期对信贷和影子银行的控制，有可能使楼市降温，同时提高房企再融资成本。另外，虽然目前不少房地产企业延长了债务期限，但是2017年后到期的债务仍将大幅增加，因政府调控而发生流动性紧缩的风险，有可能带来很大的不确定性。

——标普《中国房地产开发商面临放缓压力，但影响可控》

徐忠：去杠杆首先是淡化GDP增长目标

我国高杠杆率问题主要源于社会经济深层结构性问题，需要厘清多重目标的轻重缓急，应淡化GDP增长目标。货币政策要更加稳健中性，财政政策要更加有效，在共同维护好去杠杆的宏观环境的同时，去杠杆的着力点在于推进更多结构化改革，促使非金融企业、地方政府和金融机构主动去杠杆。宏观经济调控令出多门，货币政策主体性和自主性不够，货币总闸门难以控制，导致近年来我国金融体系资产规模迅速扩张，股票和房地产市场等泡沫积累和破灭反复出现。

——中国人民银行研究局局长 徐忠

伍戈：决定房地产投资的“短边”

从过去几轮调控来看，供给和需求经常同时发力调控，且有时政策方向甚至是矛盾的，这使得房地产投资走势变得更加扑朔迷离。在此背景下，我们难以完全按照市场化出清的思维来研判中国房地产市场的均衡。当供给和需求同时受到调控或抑制时，往往是两者的“短边”——最终决定房地产市场的均衡演进。即在有管制条件下，我们有必要探寻谁是影响房地产市场及其投资的主要矛盾或矛盾的主要方面，从而更加科学地研判宏观大势和市场方向。

——华融证券首席经济学家 伍戈

Macro 宏观

统计局发布5月70城房价变动情况

【事件】6月19日，国统局公布5月70个大中城市住房价格数据：一二线城市房价涨幅继续回落，新建商品住宅价格下降的城市9个，涨幅回落的26个；二手住宅价格环比下降的7个，涨幅回落的30个

【CRIC点评】目前一二线城市房价领跌，全国房价企稳的趋势已经基本确立。2017年第三、第四季度热点城市一手房房价有望继续保持平稳或小幅回落的态势。对于重点城市的购房者而言，随着下半年商品房供给力度加大以及价格调整的进一步深入，二手房的价格优势会越来越小，也可以更多的去考虑新房市场。

5月M2同比增长9.6%，人民币贷款增加1.11万亿元

【事件】6月14日央行发布5月金融统计数据报告显示，5月末广义货币(M2)余额160.14万亿元，同比增长9.6%，狭义货币(M1)余额49.64万亿元，同比增长17%。5月份住户部门贷款增加6106亿元，其中，短期贷款增加1780亿元，中长期贷款增加4326亿元。

【CRIC点评】5月M2增速创下历史新低，在稳妥去杠杆的总方针下，严监管政策导致近期M2增速有所放缓在意料之中，也反映出当前金融领域去杠杆取得一定成果。考虑到房地产行业泡沫风险，不排除接下来会有更严厉的信贷政策出台，且主要是针对那些市场非理性增长、投机性需求较大的三四线城市。

统计局发布4月70城房价变动情况

【事件】5月18日，国家统计局今日发布了2017年4月份70个大中城市住宅销售价格统计数据。70个城市中30个城市新建商品住宅价格同比涨幅回落，31个城市环比下降或涨幅回落。

【CRIC点评】4月份，因地制宜、因城施策的房地产调控政策继续发挥作用。从同比看，15个城市新建商品住宅价格涨幅均比上月回落，回落幅度在0.7至7.4个百分点之间。从同比看，4月份70个城市中有30个城市新建商品住宅价格涨幅比上月回落，比3月份增加6个，回落城市中23个为一二线城市。

Policy 政策

河北限购：外地人环雄安、环京购房须社保证明

【事件】5月13日，河北省政府办公厅印发了《关于进一步促进全省房地产市场平稳健康发展的实施意见》，从严调整限购措施，能够提供当地3年及以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，限购1套住房。

【CRIC点评】雄安新区获批后，环雄安新区和环首都重点地区房地产市场热度显著提升。河北省政府升级限购令，严禁京冀交界地区大规模开发房地产，将给雄安新区住房制度改革留足较长的时间周期，避免出现高房价引致产业空心化等困境。

北京部分银行二套房贷利率上浮20%

【事件】5月2日起，北京主要商业银行将收紧房贷政策，首套房将执行基准利率，也就是4.9%的年利率，二套房的贷款利率则将在基准利率基础上上浮20%，也就是执行5.88%的年利率。

【CRIC点评】上浮房贷利率意味着购房者成本支出将有所提升，加剧市场观望情绪，在一定程度上将拖累成交量上行空间。鉴于北京乃是本轮调控的“排头兵”，此番北京率先收紧房贷很可能是房贷政策转向的信号，热点城市或将积极效仿，相继调升房贷利率，尤其是上调二套房贷款利率。

重磅信号：房地产调控要“放大招”了

【事件】4月25日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作，会议要求保持宏观政策连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；要加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制。

【CRIC点评】近期对于长效机制形成在高层会议中两次被提及，表明当前政府对形成长效机制问题比较急切。长效机制建成需要一定过程，其中可能包括房地产税、限购、限贷政策的定位，以及租赁市场、土地市场等，其中像房产税这种短期难以实现，但关于租赁市场、土地市场或保障性住房领域方面制度或将率先落地。

Market 市场

5月深圳新房均价连续8个月环比下跌

【事件】6月1日，深圳市规划和国土资源委员会官网显示，5月深圳新建商品住宅成交套数达2313套，环比增长17%，成交面积达23.43万平方米；均价约为54512元/平方米，环比下跌0.2%，此为深圳新房均价连续8个月下跌。

【CRIC点评】深圳房价下跌主要还是受结构性因素影响，坪山新区、龙岗区等多个低价盘集中入市，并取得了不错的销售业绩，整体拉低了全市成交均价。值得一提的是，5月份深圳楼市成交明显转暖，同、环比均实现正增长，成交量更是创年内新高。

上海4月开发贷环比少增47.1亿

【事件】5月16日，中国人民银行上海总部发布4月货币信贷运行情况，4月上海本外币房地产开发贷款增加1.6亿元，环比少增47.1亿；个人住房贷款方面，4月份上海新增个人本外币贷款268.6亿元，同比少增30亿元。

【CRIC点评】从数据可以看到，为了抑制泡沫和防范风险，银行对于房地产开发贷款把控较严；个人按揭业务收缩厉害，个人住房贷款增速的回落。一方面是政策打压下，市场观望情绪较大；另一方面，银行自身处于对风险的把控以及对市场的预判，主动减少了房贷业务。

北京：未来五年供应宅地6000公顷，可建150万套

【事件】4月7日，北京市同时发布《北京市2017-2021年及2017年度住宅用地供应计划》和《北京市2017年度国有建设用地供应计划》，明确未来五年北京全市计划供应住宅用地6000公顷、年均1200公顷，以保障150万套住房建设需求。

【CRIC点评】北京未来5年供地计划完成的可能性较小：一，北京土地市场供应持续偏紧，历史上还未有某一年度土地供应量达到甚至接近1200万平方米。二，一线城市严控城市发展边界，控增量、控存量，积极加快城市更新节奏。不过受历史性因素影响，城市更新周期极其漫长，难以支撑如此“天量”的供地计划。

Land 土地

北京84.3亿挂牌昌平大兴三地块

【事件】6月23日，北京国土资源局公开挂牌三宗商住地，分别位于昌平、大兴，土地总面积19.90万平方米，起始总价84.3亿元。同时，本次挂牌将采用限总价、竞自持及竞建设方案的方式。

【CRIC点评】本次挂牌出让宗地限定商品住房销售价格、并设定土地合理上限价格，当竞买报价达到土地合理上限价格时，则不再接受更高报价，转为现场竞报企业自持商品住房面积比例程序。同时，本次出让宗地设定有企业自持商品住房面积预设比例，当现场竞报自持面积比例达到设定的预设比例时，转入高标准商品住宅建设方案投报程序。

293亿元再挂牌13宗地块，南京7月迎来土拍盛宴

【事件】6月1日，挂牌11宗地块仅一日后，南京国土局再挂出13幅地块，其中1宗为商办混合用地，其余12幅为商住宅用地，并且11幅设置了最高限价。13宗地块挂牌起始总价达293.4亿元。

【CRIC点评】竞配保障房虽然会在一定程度上推高成本侧的涨价诉求，但毕竟是切切实实地增加了保障房供应，有利于建立多层次的房屋供给体系，而限制企业竞拍幅数，也是为了降低各地块的竞争激烈程度，尽量避免恶性竞争导致的地价非理性上涨。

2017年全国土地利用计划印发

【事件】5月中旬，国土资源部印发《2017年全国土地利用计划》显示，2017年安排新增建设用地指标600万亩。与去年相比，总量基本持平。一要科学分解落实年度土地利用计划。二要加大土地利用计划统筹安排力度。三要严格土地利用计划执行监管。

【CRIC点评】2017年的计划新增建设用地下调还是比较保守。对于房地产市场而言，考虑到新增建设用地指标转变为房地产用地入市交易尚需时日，且房地产用地在全国新增建设用地中只占了很小的部分，我们认为，对于全年新增建设用地计划的正常变化还是不必太过敏感。

City 城市

上海全面清理整顿“类住宅”商业办公项目

【事件】5月17日，上海市住建委发布了《关于开展商业办公项目清理整顿工作的意见》，指出开展商业办公项目清理整顿工作，停止审批公寓式办公项目；重新审核尚未上市销售的商业办公项目。

【CRIC点评】此次上海加强“类住宅”整顿，是对之前政策的打补丁、升级。从《意见》本身来看，对于类住宅项目空子将会被全部封死，而且鼓励持有的趋势十分明显。长期政策走势而言，今后上海将不会再出现利用商办项目打擦边球“类住宅”

南京：外地人硕士以上买房不需社保证明

【事件】5月9日，南京市住房保障和房产局9日发布通知，对于非本市户籍居民家庭，取得硕士及以上学历、高级职称（含副高级和正高级）、高级技师职业资格的，年龄在40周岁以下，如提供与在宁单位签订的劳动合同，则购房时不需提供社保证明。

【CRIC点评】本政策即免去了非本地户籍高学历中青年群体社保年限要求，也与南京“十三五”的科创规划相契合，有助于城市留住人才、培养人才。此举也将大大加强城市对本地应届毕业生的吸引能力，在与上海及苏南城市的竞争中获得更多应届“高级人才”。

中央设雄安新区，起步区开发面积约100平方公里

【事件】4月1日，中共中央、国务院印发通知决定设立河北雄安新区，先行开发起步区面积约100平方公里，中期发展区面积约200平方公里，远期控制区面积约2000平方公里。随后，霸州、文安县相继出台限购、限贷政策。

【CRIC点评】随着政策、市政规划渐次落地，雄安新区必将迎来一轮快速发展期，市场价值可高看一线。就地理位置而言，雄安新区位于北京、天津、保定腹地，将是京津冀一体化重要增长极。中央设立雄安新区，周边的霸州、文安等县市明显受益，房价上涨动力着实强劲。

Data 数据

沈阳、西安成为上海人买房新热点

【事件】6月上旬，从来访数据来看，上海楼市溢出需求仍然旺盛，约为涌入需求的2.5倍，上海人去外地看盘的比例高达21%。上海意向客群最青睐的外地城市依旧是苏州，占比达到27%；沈阳、西安跻身二、三位，占比也都超过了10%。

【CRIC点评】目前上海楼市虽然有所降温，但在供给大幅紧缩的情况下，购房需求的“溢出现象”还是十分显著。距离最近的苏州、无锡、南通等市依旧有较多上海客群涌入；沈阳、西安等市虽然距离较远，但凭借不限购优势，也获得了不少消费者的关注，成为了买房“新热点”。

长沙：“轻限购”已经落地，外地客还未退潮

【事件】3月31日长沙出台限购新政策：公积金贷款保一限二禁三，长沙市六区在三月份当月成交量飙升至137万平方米，环比上涨97%，而四月份成交量显著下降至73万平方米，同环比分别下跌了49%和47%；在长沙看房的客户中来自广东省的外来客户最多，占到总外地客户的43.30%

【CRIC点评】三月一些二线城市相继出台限购限贷政策，但考虑到潜在库存较大、购房需求基数有限、市场波动风险等因素，调控力度仍有明显保留。在长沙政策条件相对宽松，且价格跟市场火爆的二线城市相比处于洼地的情况下，外来的投资客户仍是比较多的。

从人口数据看长三角限购的“底气”

【事件】长三角非本地户籍人口较多，其中上海外来人口高居首位，限购政策更是高压不退。参保情况依旧是上海最多，参保人数总量达到1411万人，占比60%；但是杭州参保比例更高，市辖区人口养老保险参保率达到了70%。县级市方面，昆山、太仓外来人口最多，句容调控影响较小。

【CRIC点评】经历了近两年的“去库存”后，大多数城市已经恢复供求平衡。典型如长三角地区，三年来主要城市消化周期全部变成了“绿灯”，地方政府更有底气进行房市政策的调控，从长三角地区的人口特性和需求来看也都是必要之举。

Financial 金融

阳光城与投资机构设100亿产业投资基金

【事件】5月18日，阳光城集团股份有限公司或其子公司控股的项目公司拟与浙江天堂硅谷地产股权投资基金管理有限公司签订《合作框架协议》。

【CRIC点评】此次阳光城与专业机构设立投资基金旨在补充现金，扩大投资力度。自2016年下半年以来，阳光城的扩张步伐明显加快，除了招拍挂市场频频拿地外，收并购也成为其新的扩张方向。此外，公告显示，基金的投资方向包括但不限于流动性较好的以住宅或类住宅为主的项目；投资地域范围以一二线城市为主，三四线城市为辅。

龙湖获批发行不超过80亿附息中期票据

【事件】5月10日，龙湖地产有限公司发布公告称，该公司获批在中国境内银行间市场发行总额不超过人民币80亿元的附息中期票据。龙湖已收到中国银行间市场交易商协会发出的接受注册通知书，日期为2017年4月28日，注册额度自通知书落款之日起2年内有效。

【CRIC点评】为了进一步补充土储并保持销售规模增速，龙湖于2017年前4月积极拿地。龙湖通过此次80亿元中期票据的发放，在未来不仅能够为其在土地市场上的开疆扩土和销售的加速扩张提供有力保障。

万科一季度营收增至185.9亿

【事件】4月27日，万科公布2017年第一季度报告称，公司房地产业务实现销售面积988.2万平方米，销售金额1,502.7亿元，同比分别增长81.1%和99.7%。截至一季度末，公司合并报表范围内尚有2,719.3万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合约3,349.4亿元，较年初分别增长19.3%和20.4%。

【CRIC点评】万科2017年第一季度已售未竣工结算项目均价较2016年实际结算项目均价有8%的增长，对未来的营业收入和毛利率有积极影响。而对于一季度的净利润同比下滑，万科表示对全年业绩的参考意义不大，公司预计2017年全年净利润同比仍将保持增长。

Strategic 战略

碧桂园与中国信保签约战略合作，共拓海外市场

【事件】6月7日，碧桂园集团与中国出口信用保险公司广东分公司签署了《全面战略合作协议》，未来将在开拓海外市场方面进行合作。

【CRIC点评】“一带一路”的战略机遇使得碧桂园在这些发展中国家的新型城市开发、城市综合体建设等大型项目得以顺利推进。中国信保此前已与碧桂园马来西亚区域有成功合作的先例，此次签署协议有助于碧桂园进一步开拓海外市场。海外项目目前已成为碧桂园明确的三大业务板块之一，并将成为公司未来新的利润增长点。

华夏幸福7亿收购印尼卡拉旺地块投建产业园

【事件】6月5日，华夏幸福发布公告，表示子公司华夏幸福卡拉旺产业新城开发公司，将与印尼PT Alam Makmur Indah（简称“AMI公司”）合作，投资建设印尼卡拉旺产业园。

【CRIC点评】华夏幸福之所以不遗余力的拓展海外市场，一是响应了国家“一带一路”和“国际产能合作”两大重要战略的号召，在政策东风下可享受诸多便利；二是这也是企业规模扩张的客观需求。目前华夏已确立了以东南亚现有业务为核心，围绕大型核心城市快速布局的扩张战略，若进展顺利，也有助于为集团未来业绩的多元化增长。

实惠PaaS：建立社区综合服务体系新标杆

【事件】4月，实惠PaaS云平台正式上线。意为为物业公司提供社区服务整体解决方案。而PaaS是Platform-as-a-Service的缩写，意思是平台即服务。实惠通过这一平台，将完成平台、数据、资源及运营管理的输出。

【CRIC点评】实惠PaaS区别于传统物管，实惠以互联网为载体，提供技术、资源支持并深入线下，意在针对物业管理行业现状，提供社区生活服务整体解决方案。而面对未来系统化、智能化的行业趋势，作为“服务生”的实惠PaaS也将凭借自身优势，助力合作物业更好成长。



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，2011-2012年度上海市十大青年经济人物，中国房地产业协会常务理事，国家住房和城乡建设部房地产市场监测专家。

现任易居企业集团CEO，上海易居房地产研究院副院长。

市场把脉



2017年上半年房地产市场总结与展望

文/克而瑞研究中心

» 核心观点 «

- 行业篇：二季度成“滑落”拐点，下半年销售增速仍将下降
- 政策篇：信贷收缩与“四限”叠加，三四线调控将持续深入
- 城市篇：三四线取代一二线成新热点，但持续性待考
- 土地篇：上半年“量跌价涨”，下半年成交规模将迎回升
- 业绩篇：销售业绩创新高，前高后低存隐忧
- 拿地篇：三线热点城市得到青睐，合作收购力度继续加大



二季度成为“滑落”拐点，下半年销售增速仍将下降



上半年房地产行业各项指标走势均呈现“前高后平”，预计下半年还会稳中有升，但增速将有所收窄。

2017年上半年，房地产行业各项指标走势均呈现“前高后平”，部分指标如开发投资额、土地购置面积超预期增长，在严厉调控之下，依旧保持“火热”。就商品房销售而言，虽然累计同比增速逐月下滑，但销售面积和销售金额的绝对值在一季度仍保持近一年月均水平之上。然而，到了二季度，随着紧缩调控频频加码的效果逐渐显现，占到全国房地产行业销售比重75%左右的三四线城市销售增长的脚步显著放缓，销售、投资、新开工和土地购置等各项指标开始回落，二季度各指标高增长成为全年的拐点。

上半年总结

地产开发投资额累计增速创近两年新高，但5月环比首降

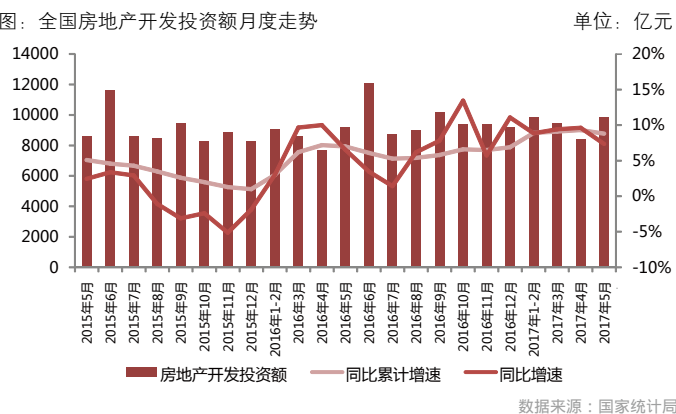
2017年上半年，房地产开发投资额超预期增长，其增速在2015年降至1%的“冰点”后，在2016年逐步回升，2017年上半年增速持续冲高，前4月累计增长9.3%，创近两年新高。

5月份，房地产开发投资额累计增速较前值下降0.4个百分点，今年首次下降，但仍比去年7.2%的最高增速高出1.6个百分点，整体投资热情并未出现减退。若从区域来看，东北区域房地产投资增速为负，且降幅扩大，与房企拿地不积极、库存较高不无关系，而中部地区增速仍然保持在16%以上，一定程度上得益于中部三四线城市土地市场的火热。

整体来看，上半年房地产开发投资额大幅增长主要基于两个方

面：一是商品房销售持续火热使企业资金充足，而土地和可售存货严重不足，使新开工面积增速和土地购置等指标持续趋好，并带动全国房地产开发投资增速持续上涨。第二，因为房地产销售持续向好，特别是三、四线城市在“去库存”政策的作用下，销售增速明显加快。

图：全国房地产开发投资额月度走势



一二线“偃息旗鼓”，三四线“热火朝天”

2017年1-5月份，商品房销售面积54820万平方米，同比增长14.3%，增速比1-4月份回落1.4个百分点。商品房销售额43632亿元，增长18.6%，增速回落1.5个百分点。纵向来看，全国商品房面积、金额双双较2017年年初下降7.4和10.8个百分点，较去年最高点下降22.2和37.3个百分点。

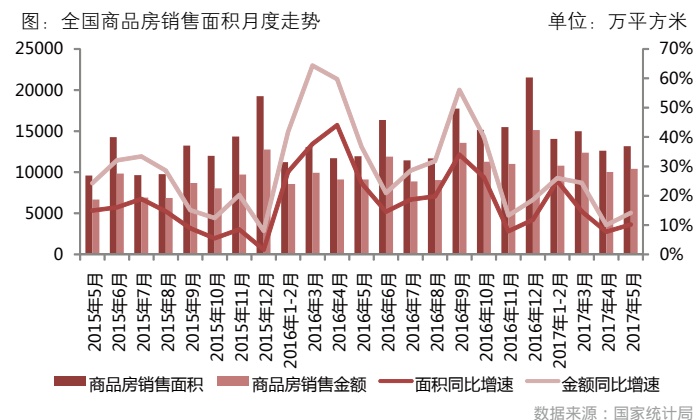
销售增速的持续下滑，主要是紧缩政策调控的结果，一方面是各地存货减少叠加严格“限价”导致新增供应锐减，成为制约销售量增长的关键因素；另一方面一、二线“限购、限贷、限售”政策频频加码，热点三四线城市也纷纷由“刺激”转为“紧缩”，投资需求受到抑制，商品房成交规模也随之持续降低。

实际上，整体销售情况在一季度和二季度仍有天壤之别。一季度增速虽下滑，市场热度仍惯性保持，销售量绝对值仍维持在近一年以上。从前3月商品房销售面积、金额同比分别增长15%和24%也可见一斑；到了二季度政策效果叠加逐渐在需求端显现，累计同比增速加速

下滑趋势已成，单月销售面积、金额的绝对量也回落至近一年月平均水平之下，并始终处于下滑通道之中，二季度也俨然形成商品房销售的“拐点”。

二季度销售增速加速下滑与三四线城市销售回落不无关系。去年四季度以来，一、二线热点城市受制于严厉调控政策，投资需求和资金大量“外溢”，三四线城市接棒成为新的销售增长点。譬如从商品房销售区域分布看，政策普遍更为严厉的东部地区销售面积增速最低，不到10%，而东北、西部、中部销售增速均在15%以上。但这些地区销售增速已经开始回落，接下来继续回落为大概率事件。

图：全国商品房销售面积月度走势

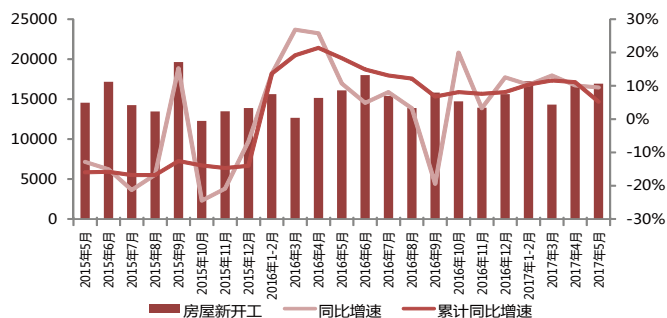


企业补库存与规模扩张，新开工面积与土地购置高位徘徊

去年以来的销售火热态势在当前热点城市仍惯性维持，同时需求和资金也在往三四线和部分非限购二线城市大量持续外溢，开发企业普遍存货消耗过快，补库存成为当前多数房企的首要目标。尤其是在当前市场普遍“量跌价仍涨”，未来房价看涨预期不变的情况下，也是维持“高周转”以实现规模扩张的绝佳窗口期，企业加快开工意愿强烈，新开工面积绝对量保持相对高位。

图：全国房地产开发企业新开工面积月度走势

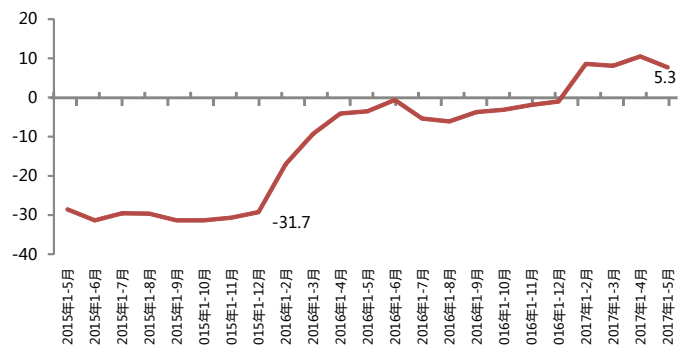
单位：万平方米



数据来源：国家统计局

强烈的补库存与规模扩张需要，必然要求企业在土地市场更加激进，去年以来的土地热潮在2017年有过之而无不及。土地购置面积同比增速在今年年初由负转正之后，增幅继续提高也足以说明，1-5月企业土地购置面积同比增速为5.3%，土地成交价款累计同比增长32.3%，两者增速的巨大缺口也说明在企业土地获取激烈争夺下，带来的土地价格飙升。

图：全国房地产开发企业土地购置面积增速（%）



数据来源：国家统计局

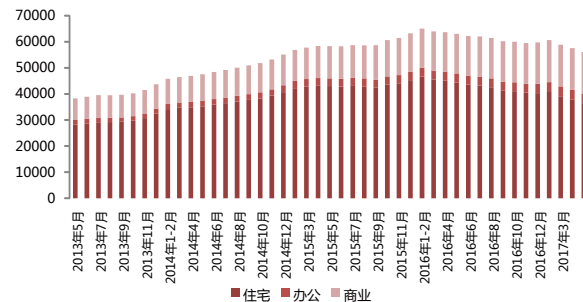
各类物业待售面积持续减少，住宅库存较最高点下降22%

截止到5月末，商品房待售面积66018万平方米，比4月末减少1452万平方米。其中，住宅待售面积减少1307万平方米，办公楼待售面积减少51万平方米，商业营业用房待售面积减少88万平方米，待售面积延续2016年以来的下滑趋势。尽管政策调控导致销售增速下滑，但由于多数城市供应不济，导致库存量仍处在下降通道。

此外，各类物业类型库存均在下降，其中住宅库存下降最快，较2016年1-2月最高峰减少22%，考虑到后续成交仍有回落风险，库存下降的速度将继续放缓。商、办库存延续下滑趋势，但基于存量基数大且销售困难，未来多渠道去库存的道路依旧漫长。

图：全国商品房各类物业累积待售面积

单位：万平方米



数据来源：国家统计局

下半年展望

三四线销售面临降温，三季度销售增速将降至10%以下

需求侧，政策调控仍在加强，“四限”之外，对于调整贷款利率将进一步加大市场观望情绪、增加购房成本，而目前地产调控并未对经济增长造成较大影响；供给侧，限价政策难有放松，热点城市供应量将持续偏紧，但整体要略好于上半年。三季度乃至下半年

销售增速持续下滑为大概率事件，面积增速或将降至10%以下。销售金额增速也将在结构变动影响下继续回落。

另外，增速下滑的速度主要取决于三四线城市市场“火热”可持续性，显然从目前市场情况来看，不容乐观。第一，政策蔓延至大部分三四线城市；第二，多数三四线城市供求并未真正逆转，且需求存在透支的情况。

房地产投资额总体维持在相对高位，增长持续性谨慎乐观

整体而言，无论是从宏观经济“稳增长”的角度，还是从调节房地产市场持续平稳健康发展角度出发，今年房地产开发投资额增速都将会维持在相对高位运行。但随着政策逐步落地以及销售增速进一步回落，开发投资增速继续冲高动能不足，且在一二线土地市场降温以及三四线土地难维持火热的状态下，对未来房产投资回升可持续性保持谨慎乐观。

新开工面积增速将维持10%左右，取决于落实增加供地

受“限价”政策影响，部分企业为获得做大利润，部分地块、项目延迟或拉长开工周期。整体来看，诸多企业在热点城市都面临补库存的需要，未来新开工量的变化取决于有效可当期开工的平价土地供地量（地价不再高于房价）。总的来看，当前企业开工意愿仍较高，因此三季度新开工面积增速仍能维持在10%左右。

土地购置或将变盘为“量升价涨”，金额增速将有所收窄

下半年，土地市场仍是开发商激烈竞争“角斗场”，就目前情况来看，一线和强二线城市土地市场继续保持“沉默”，部分二线土地大户如青岛、济南等城市在响应中央增加供应之下，继续保持现有供地节奏。三、四线土地市场“量价齐升”走势短期不会发生逆转，因此，未来全国土地购置面积增速会进一步增长，土地成交金额由于三四线占比变大以及政策限制下一二线土地价格保持平稳，整体增速将缓慢回落。

政策篇

信贷收缩与“四限”叠加，三四线调控将持续深入

VIEW

上半年，行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调，但从政策效果来看，无疑陷入了“政策向左，市场向右”的困局。

从政策效果来看，紧缩政策的四面“围堵”只是让投资需求和资金从核心城市四处“外溢”至其他城市，以至于前期诸多高库存压力城市都走出了“量价齐升”之路。

一方面，继续支持高库存的二线和三四线城市落实各种措施去库存，并支持居民自住及农民工购房需求；另一方面，一线城市和热点二、三线城市密集出台以“限购、限贷、限价、限售”为核心的紧缩调控措施。同时，金融去杠杆影响房地产行业信贷政策调整，严禁银行信贷资金违规流入房地产领域，房贷利率也随之逐月水涨船高。

上半年总结

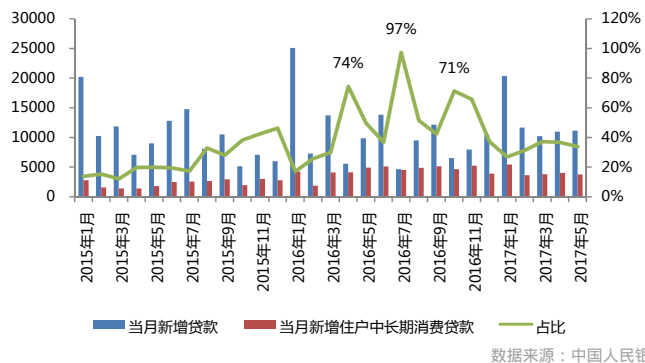
金融去杠杆带来信贷收缩，房贷占比仍居高不下

2017年上半年，央行进一步加强金融监管，并在同业、资管、表外以及影子银行等多业务领域主动缩表，银行信贷持续收紧，房贷利率也有不同程度地提升。

以北京为例，全面取消首套房贷利率优惠，二套房贷利率将在基准利率基础上浮20%。央行主动缩显著波及货币及信贷市场，M2增速逐月下移，2017年5月M2增速首跌破10%，这在30年内尚属首次。

尽管银行信贷有所收缩，5月新增新增住户中长期消费贷款3765亿元，同比下降23%，但是占比依旧维持在30%以上，居民高杠杆购房的现象尚未实质性解决。

图：2015年1月-2017年5月当月新增贷款及住户中长期消费贷款 单位：亿元



中央着力落实土地“有供有限”，支持发展租赁市场

中央层面的房地产市场政策基本“空窗”，没有出台全国范围内的刺激或紧缩政策。

2017年上半年，更多在酝酿房地产市场调控长效机制的具体措施，集中表现在两个方面：一是着力落实土地供应端“有供有限”，二是推动住房租赁市场的发展，以期影响市场预期。“有供有限”新政持续发力，热点城市着力加大土地供应。4月，住建部发文要求各地根据商品住房库存消化周期调整供地计划，消化周期在36个月以上的城市，暂停供地；消化周期在6个月以下的城市，不仅要显著增加供地，而且要加快供地节奏。

从现有公布2017年供地计划城市来看，北京、天津、成都等热点城市都明显加大了土地供应，尤其是宅地计划供应量大幅提升，有助于房地产市场回归至供求平衡的阶段，缓解房价看涨预期。不过，上半年热点城市大量供地主要集中在远郊区域，中心城区土地供应长期缺位。譬如，上海宅地供应均位于罗店、临港、松江新城等郊环外板块，中心城区宅地近乎“0”供应，进一步加剧中心城区本就供不应求的局面。与此同时，高库存城市减缓甚至暂停供地仅落在省级层面，地级乃至县级三四线城市尚未落实到执行层面，

这与土地财政渐成三四线城市财政收入重要来源密不可分，高库存城市限制供地政策在执行层面依旧存在着较大阻力。

热点城市土拍引入竞自持新规，加快培育和发展住房租赁市场。培育和发展住房租赁市场乃是房地产市场长效机制的重要内容，北京、杭州等热点城市相继调整土地出让方式，土拍环节施行竞自持面积新规。譬如，杭州国土部下发土地新政：溢价率达到70%，转而竞报自持比例。

从土拍结果来看，优质地块大都到达竞价上限，进入竞报自持面积环节，北京土拍更是频繁出现住房全自持的现象。随着新晋出让地块自持比例稳步提升，企业开发策略被迫由单纯的销售向“销售+持有”转化，住房租赁市场将迎来规模化发展的新阶段。

三、四线开启调控热潮与“限售”，成本轮调控最大不同

上半年，限购、限贷城市持续扩容，尤其值得一提的是“限售”成为新的杀手铜。

本轮调控政策现已跨越三个阶段，第一阶段，起始于2016年3月上海、深圳两市相继升级限购令，随后苏州、南京重启限购，开启了热点城市调控的大幕；第二阶段，2016年国庆期间22城密集出台调控新政，一时之间将房地产调控推升至无以复加的地步；第三阶段也就是今年上半年以北京为“排头兵”，各线城市房地产调控政策轮番上阵，一、二线城市跟进出台甚至升级调控，三四线城市也加入调控的队伍，这在历次调控周期尚属首次。

上半年，一线城市最为严苛，非本地户籍家庭社保连续缴满5年限购1套，认房又认贷，二套非普通住房首付比例超70%；二线城市调控政策持续深入，青岛、长沙等市相继重启限购，杭州、厦门等市进一步升级调控，核心城市周边的三四线城市也纷纷出台紧缩调控措施。

34个三四线城市相继限购，政策力度较为温和。上半年，一线城市限购政策主要集中在商住公寓市场，北京率先将商办类项目纳入限购范围，开启热点城市整治商住公寓的热潮。广州进一步升级

限购令，限购标准向其他一线城市看齐，非本地户籍家庭社保连续缴满5年限购1套，本地户籍单身人士限购1套。

二线城市限购不断加码，青岛、海口、宁波等市重启限购，杭州、南京、成都等市更是升级限购，主要集中在以下几个方面：其一，限购区域持续扩容，将远郊区域纳入限购范围；其二，提高非本地户籍家庭社保缴存年限，普遍要求连续缴满2年；其三，本地户籍单身、离异人士执行限购等不一而足。

与此同时，房地产调控政策渐由一二线城市向三四线城市扩散，尤以核心城市周边的三四线城市为代表，东莞、佛山、珠海等热点三四线城市持续加码调控。雄安新区获批后，河北省晋升为房地产投资热门区域，市场热度显著提升，省内多个三四线城市纷纷出台限购令。截止目前，已有34个三四线城市相继限购，主要集中在河北、广东、浙江等省份。就政策内容而言，多数三四线城市调控政策仍较为温和，施行分区域、分户籍、分面积段限购，限购仅限于主城区、非本市户籍居民家庭（甚至是居民）、中小套型。

表：三、四线城市限购政策汇总

省份	城市	限购政策
河北	霸州	非本地户籍家庭社保2年内连续满1年限购1套，限购范围市辖区
	保定	本市户籍居民家庭限购2套，非本市户籍居民家庭社保满3年限购1套，限购范围主城区
	沧州	本市户籍居民家庭限购2套144平方米及以下住房；非本市户籍居民家庭限购1套，限购范围主城区
	承德	本市户籍居民家庭限购2套，非本市户籍居民家庭社保满1年限购1套，限购范围市区（双桥区、双滦区、营子区、高新区）、兴隆县、滦平县、丰宁县、承德县、平泉县
	高阳	本县户籍居民家庭限购3套，非本县户籍居民家庭限购1套，限购范围城区规划范围内
	怀来	本县户籍居民限购3套，非本县户籍居民社保满1年限购1套
	涿水	非本地户籍居民家庭限购1套
	廊坊	非本地户籍居民家庭限购1套，限购范围主城区（含广阳区、安次区、廊坊开发区）、三河市、大厂回族自治县、香河县、固安县和永清县
	秦皇岛	非本市户籍居民家庭限购1套；社保满半年非本地户籍居民，在购房时视为本市户籍居民；限购范围海港区城市建成区（不含金梦海湾商务旅游度假区）、北戴河区、秦皇岛经济技术开发区西区
	任丘	本地户籍居民家庭限购2套，非本地户籍居民家庭社保连续满2年限购1套，限购范围市辖区
	唐山	本市户籍居民家庭限购2套，非本市户籍居民家庭社保连续满1年限购1套，限购范围路南区、路北区、高新技术产业开发区
	文安	非本地户籍居民家庭社保2年内累计满1年限购1套，限购范围文安县辖区
	张家口	本市户籍居民家庭限购2套，非本市户籍居民家庭限购1套，限购范围中心城区
	涿州	非本市户籍居民家庭限购1套
福建	连江	本县户籍居民家庭限购2套，非本县户籍居民家庭社保2年内累计满1年限购1套，限购范围县城关地区（指凤城镇、敖江镇、江南乡）建面144平方米及以下的住房
海南	琼海	在海南无住房的非海南本省户籍居民家庭限购1套，在嘉积镇(不含官塘片区)购房，海南社保连续满1年，在博鳌、潭门镇购房，海南社保连续满2年
	三亚	在海南无住房的非本省户籍居民家庭限购1套，在本市中心主城区、沿海一线购房，在海南社保连续满1年
	五指山	在海南无住房的非本省户籍居民家庭社保连续满2年限购1套
广东	东莞	本市户籍居民家庭限购2套；非本市户籍居民家庭社保2年内连续满1年限购1套，3年内连续满2年限2套
	佛山	本市户籍居民家庭限购2套，非本市户籍居民家庭社保2年内连续满1年限购1套，限购范围禅城区全区，南海区桂城、大沥、里水，顺德区大良、陈村、乐从等11个镇
	江门	本市户籍居民家庭限购3套；非本市户籍居民家庭社保满半年限购1套，满1年限购2套；限购范围蓬江区（全区）、江海区（全区）及新会区会城街道
	中山	本市户籍居民家庭限购3套，非本市户籍居民家庭社保连续满半年限购1套
	珠海	非本市户籍居民社保没有连续满5年限购1套

江苏	淮安	本市户籍居民家庭限购2套，非本市户籍居民家庭社保2年内累计满1年限购1套
	句容	非本地户籍家庭社保连续满1年限购1套，限购范围句容市区（含开发区）、宝华镇
	无锡	非本市户籍居民家庭限购1套
江西	赣州	本市户籍居民在市中心城区无房或非限购区域内只有一套住房限购1套，非本市户籍居民社保连续满2年限购1套，限购范围章贡区、赣州经济技术开发区
浙江	海宁	非本市户籍居民家庭限购1套
	海盐	非本县户籍居民家庭限购1套
	嘉善	非本县户籍居民家庭限购1套
	嘉兴	非本市户籍居民家庭限购1套
	嘉兴港区	非平湖市户籍居民家庭限购1套
	平湖	非本市户籍居民家庭限购1套，限购范围全市（不含嘉兴港区）
	桐乡	非本市户籍居民家庭限购1套

资料整理：CRIC

各线城市限贷政策力度递减，一线认房又认贷，三四线认房不认贷。上半年，一线城市全面收紧信贷，北京和广州相继加码限贷，着力提升非普通住宅首付比例，目前一线城市全部认房又认贷，二套房普通住房首付比例超70%。并且，房贷利率均有不同比例的提升，譬如北京全面取消首套房贷利率优惠，二套房贷利率在基准利率基础上上浮20%。

二线城市中新晋限贷城市政策力度相较温和。青岛、宁波等市首套房首付比例30%，二套房首付40%，政策本意还是积极支持居民自住以及改善性需求。杭州、天津等市限贷政策继续升级，执行认房又认贷，二套房首付升至60%，在打击投资、投机性需求的同时，难免会误伤部分改善性需求。

三四线城市限贷政策较为温和，普遍执行认房不认贷。首套房首付不高于30%，二套房首付不高于50%。多数三四线城市收紧公积金贷款，尤以常州、句容等市为代表，譬如常州二套房公积金贷款首付比例从30%提高到50%。值得一提的是，雄安新区获批后，核心区非本市户籍家庭从严限贷，霸州市、文安县非本市户籍首套房首付比例参照本市户籍二套标准执行，首付不低于50%。

热点一、二线城市从严“限价”，多数三四线城市尚未“限价”。一线城市限价政策执行最为坚决，预售证审批愈加严苛，

高售价以及房价涨幅较大项目很难拿到新的预售证。受限价政策影响，一线城市新增供应量降至历史低位，即使是在传统的销售旺季，供应量依旧维持在较低水平。

因热点二线城市房价始终存在较大的上涨压力，限价政策执行愈加严格，南京、杭州、厦门等市预售证审批趋严，如南京已暂停下发售价在4.5万/平方米以上项目预售证，新增供应量均大幅回落。

核心城市周边的三四线城市也在积极落实限价政策，或多或少对楼市供应、成交造成负面影响。不过，更多三四线城市并不受限价政策影响，盐城、徐州等市受益于房地产市场明显转暖，房价均出现了过快上涨的局面。

32城相继发布“限售”令，冻结交易成为抑制投机需求的杀手铜。”限售“政策成为本轮调控一大亮点，政策本意在于积极支持自住性需求，着力打压投资、投机性需求，以便维稳房地产市场。

3月份，北京首开先河出台限售政策，随后厦门、福州、杭州等市跟进落地限售令，海南更是在全省范围内施行限售新政。整体而言，限售政策力度不一，除保定白沟新城和海口限售周期长达5年之外，其余城市限售周期基本维持在2-3年。

目前，一线城市限售政策表里不一，上海、深圳尚未跟进下发限售令，北京限售仅针对企业购买的商品住房，居民并不受限售政策影响。

截止目前，12个二线城市相继出台限售令。其中，南京最为严苛，购房人（含居民家庭、企事业单位、社会组织）新购住房3年内不得转让。多数二线城市分区域限售，即限售仅限于主城区以及限购区域，远郊以及非限购区域并不受限售政策影响。

限售的三四线城市主要集中在河北、海南以及核心城市周边的三四线城市，投资、投机性需求大量进场，房价上涨过快成为这类三四线城市限售的重要因素。多数三四线城市分类施行限售，以便提高政策的针对性及有效性。譬如，无锡、东莞、常州等二手房成交活跃的三四线城市，均将二手房纳入限售范围。

下半年展望

政策以稳为主，三四线将成新主场

因城施策、分类调控仍是下半年市场调控的主基调，各城市自身仍是调控市场的主力，我们预计各线城市整体仍将以“稳”为主，维持现有政策内容、力度不变。一方面，一线和热点二三线城市房价犹存上涨压力，政策尚未根本扭转投资购房预期，仍然呈现出“政策向左，市场向右”的显著特征，短期内调控政策难以放松，更无退出的可能性；另一方面，调控政策一轮严于一轮，政策效果叠加带来的市场变化正在进行量的积累，成交量大幅下滑的同时，房价涨幅逐月收窄，暂无进一步加码的必要。

其次，针对当前政策造成的“逆向分化“也好，还是”按下葫芦浮起瓢“也罢，之前的高库存压力二线和三四线城市开始走上量价齐升的通道。我们预计不排除会有更多的三四线城市跟进落地”限购、限贷、限价、限售“等紧缩政策，热点轮动带来的结果就是三四线城市将成为楼市调控的新主场。

最后，我们认为金融体系主动“缩表“过程不可逆，去杠杆、防风险将维持很长时间，银行信贷资金量减少的影响将会从利率传导至首付，极大削弱购房者支付能力和提高投机风险。当下三四线城市房地产市场成交明显转暖，房贷占新增贷款比重依旧维持在较高水平，资产荒叠加高杠杆带来的房地产泡沫风险似乎无解。不过，信贷资金收紧存在着滞后传导期，多数三四线城市市场转暖更有可持续性较差的通病，无疑金融“缩表“将是本轮房地产市场“扩张“上升的最大变数，也许市场突变就在一夜间。

土地篇

上半年“量跌价涨” 下半年成交规模将迎回升

VIEW

二季度土地市场延续一季度的低位运行，预计第三季度全国土地成交规模有望回升。

2017年二季度，土地市场延续一季度的低位运行，成交面积持续回落，上半年成交面积环比大幅回落。各城市能级出现热度轮动，一、二线城市土地市场由于供应紧张、政策收紧而热度受限，三四线城市又在成交量价上均表现异军突起，环广深、环上海区域高溢价地块频出，大牌房企在三、四线城市加快布局，典型如碧桂园在张家港连下多子。

上半年总结

土地成交规模降至低位，三四线土拍高热带动溢价率回升

二季度，经营性土地成交建面进一步下降至7153万平方米，环比回落31%，上半年共成交建筑面积17534。

土地成交收窄，五月达到年内最低位。第一季度土地市场受春节假期影响成交相对冷淡，第二季度在第一季度的基础上进一步走低，主要受供应收紧的影响；同时，大量城市公布2017年供地计划，一、二线热点城市宅地供应力度增大，一线城市土地收储力度明显加强。

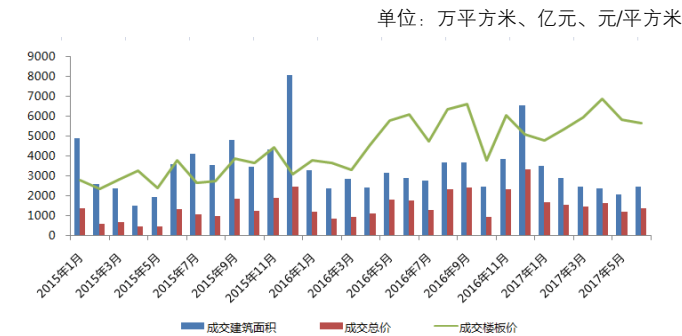
分城市能级来看，上半年一线城市成交建面较2016年下半年下降30%，降幅有所收窄，主要是北京出让多宗自住型商品房用地；二线城市仍然是土地市场成交主力，但成交占比有所回落，上半年成交建面占总成交的65%；三、四线城市为唯一成交量环比上涨的能级，涨幅达到29%。

土地价格上行势头遏制，一二线城市土拍价格受限。第一季度楼板价连续上涨，在4月份达到峰值，随后5、6月份价格有所回落，价

格的回落主要是受土拍限价和三四线城市成交占比增大两方面影响，上半年土地平均楼板价5381元/平方米，同比上涨18%。

分城市能级来看，二线城市土地价格环比微降3%，其余能级土地价格均持续走高。一线城市土地成交均价同比上涨19%，环比去年下半年微涨8%；三四线城市土地价格环比微涨3%，同比大涨87%，且与二线城市土地单价均价差距缩小至600元。

图：2015年以来全国300城土地成交量价情况月度走势



注：数据统计范围至2017.6.20（下同）
数据来源：CRIC系统

溢价率小幅回升，三四线城市高溢价明显。上半年土地成交溢价率38%，对比一季度溢价率上涨5.5个百分点。一、二线热点城市由于土拍限价城市增多，溢价率总体维持低位；三四线城市由于土地起拍价低，拿地成本低廉，加之大牌房企踊跃布局，高溢价拿地频发，上半年平均溢价率达到72%。

表：2017年上半年各城市经营性土地成交价 单位：万平方米、元/平方米、亿元

城市能级	成交面积			成交金额			成交均价			溢价率
	面积	较去年下半年	同比	金额	较去年下半年	同比	均价	较去年下半年	同比	
一线	1214	-30%	15%	1963	-25%	37%	16168	8%	19%	25%
二线	11376	-35%	-3%	5416	-36%	1%	4761	-3%	4%	33%
三四线	4944	29%	16%	2057	32%	117%	4160	2%	87%	72%
合计	17534	-24%	3%	9436	-26%	22%	5381	-3%	18%	38%

数据来源：CRIC2016

中西部省会城市成交规模持续领先，热点三四线异军突起

中西部省会城市土地市场第二季度延续第一季度的高位成交，郑州上半年成交建筑面积突破2000万平方米，遥遥领先；此外重庆、武汉成交建筑面积均已超过1000万平方米。

一线城市北京排行第九，成交401万平方米，上海、广州均成交360万平方米，深圳上半年仅有74万平方米成交，未上榜；三四线城市方面，常州第二季度成交大量经营性用地，面积高达520万平方米，佛山上半年成交稳定，两市共同受到周边一线城市的带动，土地成交异军突起。

溢价率方面，由于热点一二线城市土拍制度从“限价”到“限售”的调控力度不断加强，土拍竞争虽然依旧暗潮涌动，但是毕竟热度有所回落；环一线城市周边的三四线城市土地市场持续高热，佛山土拍溢价率高达100%，常熟、盐城单价地王楼板价均被刷新。

表：2017年上半年土地成交建面TOP20城市 单位：万平方米、亿元、元/平方米

排名	城市	建面	总价	楼板价	溢价率
1	郑州	2070	467	2257	16%
2	重庆	1271	614	4834	33%
3	武汉	1266	724	5719	4%
4	西安	943	143	1514	0%
5	昆明	866	178	2054	0%
6	合肥	713	457	6408	121%
7	常州	646	184	2853	44%
8	佛山	561	406	7240	100%
9	北京	401	863	21508	32%
10	杭州	393	585	14879	57%
11	宁波	386	217	5605	69%
12	上海	372	473	12713	21%
13	广州	367	467	12727	21%
14	成都	356	226	6353	73%
15	天津	342	342	9994	18%
16	太原	332	65	1954	22%
17	南京	316	430	13623	48%
18	长沙	301	85	2825	64%
19	无锡	299	211	7068	43%
20	青岛	290	50	1716	10%

数据来源：CRIC2016

下半年展望

土地成交规模逐步回升，一、二线土拍竞价有望回归理性

第二季度，住建部和国土局联合发文，强调了严防高地价扰乱市场预期，强化住宅用地供应“五类”调控，要求各省级国土资源主管部门根据商品住房消化周期调整住宅用地供应规模和结构。调控发布后，北京自住型商品房用地供应显著增加，上海“十三五”规划增加中小套型商品房供应，热点二线城市如苏州、南京等建设用地计划均增加住宅用地供应总量。5、6月住宅用地供应有所增

加，预计第三季度全国土地成交规模有望回升。

在地价角度，热点城市有望进一步回归理性，一方面是因为调控仍在收紧，在土地与商品房“双限价”的基础上，快速蔓延的“限售”政策进一步降低了销售预期；另一方面则是由于土地供应增加，三季度的供应预期上涨主要还是在说热点城市；再加之土地竞拍中竞自持、限竞拍幅数、要求一次性对外出售等细则的限制，也在一定程度上缓解了土拍竞争的激烈程度。从近期土拍表现来看，二季度末苏州、厦门土拍的冷静收场也已经预示了这一点，参与房企减少，竞拍热度下降，竞价时间明显缩短，以往一触即及的“封顶价”也不再是常态。

但三四线城市地价仍会持续提升，2017年以来，三、四线城市行业销售占比快速攀高，并已成为了推动全国交易规模上涨的最主要动力，在今年的企业规模竞争中，大规模布局三、四线的碧桂园也显示出了极强的业绩增长能力。在此形势下，越来越多的房企开始考虑向三、四线城市布局，再加之2017年三、四线城市房价的快速上涨推动，我们认为更受青睐的核心城市周边，如环京、环沪、环广深等区域地价还会持续提升。

城市篇

三四线取代一二线
成新热点，但持续性待考

VIEW

2017年至今，信贷收缩、四限扩围，热点城市调控收紧让投资需求“外溢”，环一线和热点二线及三四线城市普遍量价齐升。

上半年总结

供应：热点限价城市锐减，去库存二三线趁热大幅激增

从供应、成交、房价和库存四个方面看上半年宏观调控政策下的城市房地产行业走势。

今年以来，为了实现房价缓增长甚至不增长的调控目标，热点城市通过预售证审批环节严控预售申报价格，导致新增供应量持续偏紧。尤其是在3-4月份调控政策密集出台期，热点城市预售证审批愈加严苛，即使是在传统销售旺季，供应量只能维持在较低水平。

从具体数据来看，今年前5月重点城市新建商品住宅新增供应面积11169万平方米，同、环比分别减少17%和36%。一线城市全线回落，除广州微跌4%之外，北京、上海和深圳供应量降至历史低位，同比跌幅都在50%左右；二线城市明显分化，天津、杭州、南京等热点二线城市供应量大幅回落，同比跌幅超30%，厦门、福州供应量持续低位，位居二线城市新增供应末位。另一些如长春、西宁等二线“库存压力”城市则供应量明显上升；三四线城市同样涨跌互现，环一线和热点二线周边的三四线城市同样囿于“限价”政策，如东莞、中山、镇江等市同比跌幅超30%。而大多数政策支持去库存的三四线城市如盐城、宜昌和九江等市在当前销售窗口期积极推盘，同比均实现较大比例增长，盐城和宜昌两市同比实现翻番。

表：2017年1-5月重点监测城市商品住宅供应量 单位：万平方米

能级	城市	供应量	环比	同比	能级	城市	供应量	环比	同比
一线	北京	115	-53%	-55%	二线	合计	7115	-37%	-15%
	上海	206	-15%	-49%		佛山	443	-35%	-15%
	广州	360	-37%	-4%		温州	287	-30%	-21%
	深圳	91	-57%	-58%		惠州	226	-12%	-14%
	合计	771	-39%	-38%		东莞	183	-56%	-31%
二 线	成都	703	-12%	19%	三 线	常州	173	46%	19%
	武汉	638	-24%	-20%		烟台	153	-20%	64%
	重庆	520	18%	-6%		珠海	144	36%	-21%
	西安	398	-13%	10%		无锡	143	-20%	-20%
	青岛	368	-49%	24%		盐城	133	13%	124%
	天津	366	-50%	-34%		中山	131	-65%	-52%
	贵阳	330	-11%	-3%		徐州	128	-5%	-32%
	杭州	302	-1%	-36%		淮安	116	-49%	3%
	沈阳	296	-53%	1%		汕头	100	30%	18%
	太原	290	-33%	-5%		洛阳	99	-40%	-29%
	南京	279	-48%	-43%		镇江	96	-72%	-46%
	长沙	265	-61%	-34%		宜昌	90	-53%	115%
	宁波	263	10%	58%		马鞍山	77	-39%	30%
	郑州	261	-58%	17%		九江	77	81%	80%
	长春	248	-37%	69%		肇庆	76	2%	-6%
	苏州	225	-24%	-31%		清远	72	-36%	-28%
	济南	218	-61%	-61%		株洲	58	-12%	-1%
	南宁	215	-42%	-22%		漳州	51	-10%	4%
	昆明	210	-27%	28%		岳阳	50	-57%	24%
	合肥	163	-50%	-33%		南通	50	-64%	-15%
海口	143	-35%	-32%	晋江	35	-20%	-34%		
大连	96	-55%	-17%	江阴	33	-28%	-5%		
西宁	88	1%	48%	宜兴	31	-47%	18%		
兰州	84	-77%	-37%	泉州	26	-64%	-60%		
南昌	70	-68%	-60%	合计	3283	-34%	-13%		
厦门	45	48%	-43%	合计	11169	-36%	-17%		
福州	32	-45%	-60%						

数据来源：CRIC2016

成交：各线城市成交全线回落，三四线晋升为新热点

上半年，虽然有信贷紧缩和“四限”调控的密集出台，房地产市场依然交出了一份光亮的成绩单，呈现出两方面显著特征：一方面是整体成交规模依然维持较高水平。国家统计局数据显示，1-5月商品房销售面积54820万平方米，同比增长14.3%；另一方面则是市场

热度梯次转移，三四线城市市场成交明显回升，正逐渐取代一、二线城市，成为房地产市场规模增长重要推动力。

从CRIC系统监测书数据来看，上半年重点城市新建商品住宅累计成交面积16655万平方米，环比下降27%，同比减少21%，各线城市成交量全线回落，主要还是受新增供应量持续偏紧影响成交量上行空间。具体而言：

一线城市成“重灾区”，成交量同、环比跌幅都在40%左右。北京、上海预售证审批异常严格，上海市政府更是严控新增供应量，一旦达到一定水平便不再审批新的预售证，极低供应量很大程度上决定了楼市成交持续低迷。5-6两月深圳低价房源集中入市并热销，成交量略有放大，同、环比跌幅均有所收窄。广州限购、限贷政策升级后，市场热度明显降温，成交量持续走低。不过，远郊区域成交依旧活跃，增城区、花都区 and 南沙区成交量居前。

二线城市成交表现不容乐观，苏州、合肥、南京等市同比腰斩。厦门、福州、南京等市预售证审批趋严，新增供应量持续低位运行，成交量同比跌幅超50%。

短期内，热点二线城市预售证审批难见放松的迹象，成交量仍将维持在较低水平。苏州、合肥成交持续低迷，苏州高房价显著拖累楼市成交表现，“有价无市”的格局愈加明显；合肥则是受经济基本面较差、收入水平较低等多方面因素影响，城市吸附力远不及其他热点二线城市，2016年10月重启限购后，房地产市场冰火两重天，成交量持续低位运行。长春、大连、呼和浩特等高库存城市成交表现平平，长春、呼和浩特成交量同比略有回落，去库存仍需经历更长的时间周期。重庆、西安表现最为优异，也是为数不多的同、环比均实现正增长的城市。相较而言，重庆限购、限贷政策尚未落地，近年来更是迎市政建设高峰期，进一步推升房地产市场热度，成交量持续高位运行。西安限购当月购房者加速入市，成交量一度突破300万平方米，随着政策末班车效应逐渐退去，成交量再度回归至正常水平。

核心城市周边的三四线成交持续低迷，盐城、汕头、湘潭等市成交显著放量。上半年，重点监测三四线城市成交量4423万平方

米，环比下降19%，同比下降8%。主要还是受城市样本量影响，重点监测三四线城市以核心城市周边的三四线城市居多，这类城市成交表现明显不及市场预期，无锡、东莞、中山等市成交量明显回落。一方面，受制于“四限”政策持续发力，购房者观望情绪渐浓，市场热度较2016年下半年相差甚远；另一方面，热点三四线城市新增供应量长期维持在较低水平，显著拖累成交量上行空间。

与此形成鲜明对比的是，盐城、汕头、湘潭等三四线城市市场热度显著提升，成交量同、环比均实现较大比例增长，汕头更是同比大增215%，市场热度可见一斑。综合而言，当下三四线城市房地产市场进一步分化，市场热度梯次转移，核心城市周边的三四线城市偃旗息鼓，成交量降至较低水平；更多三四线城市如雨后春笋般成为市场关注的焦点，盐城、汕头等市房地产市场更是出现抢购热潮，成交量呈加速上涨之势。

房价：一二线仍在上涨但涨幅回落，三四线房价全面上涨

上半年，多数城市市场呈现“量跌价升”的态势，尤其是三四线城市，房价快速增长加速去库存，一二线虽然受到政策抑制，但由于市场严重供不应求，房价仍然小幅上涨。不过，从整体趋势来看，随着紧缩调控政策不断升级、效果叠加的确减缓了房价上涨势头，二季度以来重点一、二线城市房价涨幅持续放缓。预计下半年一、二线热点城市价格继续保持平稳，三四线前期房价涨幅较大的城市面临调整风险。

近9成城市成交均价环比上涨，但热点一二线城市涨幅持续回落上半年，调控政策力度逐渐加大，成交规模也持续回落，**但住宅价格依旧坚挺，多数城市维持向上趋势或保持平稳**。一方面是“限价”导致供不应求成为多数城市新常态；另一方面，诸多三四线城市市场全面启动，实现量价齐升。从CRIC系统监测的64个重点城市成交均价来看，近9成城市前5月均价较去年8月-12月实现上涨，同比几乎全部上涨，且涨幅较大。

表：2017年1-6月重点监测城市商品住宅成交量 单位：万平方米

能级	城市	成交量	环比	同比	能级	城市	成交量	环比	同比
一 线	北京	297	-55%	-48%	三 四 线	惠州	301	-9%	-25%
	上海	343	-46%	-55%		汕头	289	10%	215%
	广州	613	-31%	-14%		东莞	260	-32%	-44%
	深圳	142	-28%	-47%		徐州	226	-24%	-10%
	合计	1394	-41%	-40%		宜昌	186	-7%	65%
二 线	重庆	1303	12%	34%		珠海	185	-43%	-32%
	成都	994	-37%	-25%		淮安	176	-61%	-22%
	武汉	888	-36%	-43%		无锡	171	-53%	-69%
	西安	880	8%	24%		泰州	156	36%	38%
	青岛	844	-29%	-1%		中山	155	-51%	-60%
	天津	700	-42%	-38%		襄樊	145	-2%	37%
	长沙	641	-47%	-18%		南通	144	-41%	-18%
	杭州	636	-30%	-34%		江门	139	-6%	-6%
	南宁	470	-19%	7%		湘潭	136	21%	89%
	济南	432	-44%	-44%		肇庆	135	28%	33%
	南京	412	-37%	-56%		东营	134	-9%	20%
	贵阳	404	-9%	12%		河源	119	4%	41%
	长春	373	-24%	-4%		莆田	118	-16%	3%
	宁波	368	-14%	11%		马鞍山	108	-17%	39%
	大连	336	-12%	15%		泉州	102	-31%	22%
	苏州	274	-17%	-52%	新余	92	-15%	51%	
	南昌	217	-43%	-29%	景德镇	85	13%	14%	
	兰州	213	-24%	8%	常熟	77	-42%	-50%	
	呼和浩特	178	-19%	-6%	六盘水	39	12%	-8%	
	三四 线	合肥	134	-64%	-74%	焦作	37	-29%	36%
		厦门	89	5%	-53%	南平	33	-2%	53%
		福州	55	-54%	-63%	三明	21	-16%	-38%
		合计	10837	-28%	-22%	合计	4423	-19%	-8%
盐城		351	108%	146%	合计	16655	-27%	-21%	
常州		302	-10%	-2%					

资料整理：CRIC

表：2017年1-5月64个重点城市住宅成交均价变动情况 单位：万/平方米

能级	城市	1-5月 价格	环比	同比	能级	城市	1-5月 价格	环比	同比
一 线	北京	41107	17%	29%	三	珠海	23757	40%	58%
	广州	17164	-2%	10%		东莞	17287	6%	39%
	上海	47930	10%	38%		温州	16013	3%	1%
	深圳	55992	-3%	12%		义乌	15898	9%	16%
	厦门	34094	13%	39%		吴江	15037	0%	24%
二 线	南京	20768	0%	21%	四 线	太仓	14364	7%	40%
	苏州	20555	-1%	19%		昆山	13906	-2%	47%
	杭州	19772	7%	20%		惠州	11646	45%	72%
	福州	17484	-6%	16%		南通	11193	18%	44%
	宁波	17013	14%	30%		台州	11148	5%	6%
	天津	15969	8%	29%		常州	10570	30%	51%
	合肥	12709	0%	30%		无锡	10561	7%	28%
	海口	12521	36%	41%		佛山	10289	1%	12%
	郑州	11458	7%	26%		绍兴	9962	1%	4%
	大连	11202	3%	11%		汕头	9855	13%	21%
	济南	11198	5%	24%		余姚	9559	7%	3%
	太原	10744	7%	6%		临安	9506	24%	5%
	武汉	9925	4%	6%		泉州	9272	-1%	7%
	青岛	9823	7%	15%		莆田	8976	17%	15%
	南宁	9429	11%	21%		湖州	8731	10%	——
	昆明	9326	12%	25%		建德	8558	-6%	2%
	成都	9150	9%	22%		芜湖	8540	8%	24%
	西安	8814	19%	28%		嘉兴	8277	-1%	——
	长沙	8467	19%	26%		江门	8254	22%	45%
	重庆	8466	15%	30%		漳州	8129	6%	14%
	兰州	7653	6%	9%		肇庆	7850	5%	7%
	沈阳	7576	6%	12%		宜兴	7829	6%	11%
	长春	7079	6%	15%		晋江	7635	10%	10%
	乌鲁木齐	6590	5%	13%		淄博	7459	6%	6%
	西宁	6324	4%	12%		马鞍山	7083	19%	22%
	贵阳	6219	9%	8%		淮安	6903	21%	15%

数据来源：国家统计局

二季度，因地制宜、因城施策的房地产调控政策效果继续显现，根据70个大中城市数据分析来看，15个一线和热点二线城市房地产市场基本稳定。从同比看，15个城市新建商品住宅价格涨幅均比上月回落，回落幅度在0.5至6.4个百分点之间。从环比看，9个城市新建商品住宅价格下降或持平；5个城市涨幅在0.5%以内。一手房市场价格

的波动，主要还是在政策持续高压下，热点城市项目随时间推移从“捂盘惜售”到“妥协接受”。

表：2017年1-5月15个一二线城市住宅价格同、环比指数变动 单位：%

城市	新建商品住宅价格同比指数		新建商品住宅价格环比指数	
	5月	4月	5月	4月
北京	14.6	17.4	0	0.2
天津	15.5	18.1	0.1	-0.1
上海	12.9	15.4	0	-0.2
南京	18.2	23.2	-0.2	-0.3
无锡	26.5	28.4	0.2	0.1
杭州	16.3	19.5	-0.3	0
合肥	20.9	27.3	-0.2	-0.1
福州	15.6	17.6	0	-0.2
厦门	19.5	25.7	0.3	0
济南	16.7	17.3	0.5	0.4
郑州	22.1	24	-0.1	0.1
武汉	16.8	19.2	0.2	0.4
广州	19.5	21.7	0.9	1.4
深圳	5.5	6.7	-0.6	0
成都	2.9	3.4	-0.1	0

数据来源：国家统计局

一线和热点二线城市涨幅回落，“新晋”热点二线和三四线房价涨幅领先。各能级城市之间分化显著，呈现以下三个特征：

第一，受“四限”影响较大的热点一二线价格环比涨幅小甚至少数城市下跌。如广州、深圳、福州、苏州等。而武汉、合肥、杭州等城市涨幅在5%左右。当然，上海、北京、厦门、重庆等房价仍快速上扬。

第二，新晋热点城市价格上涨迅速，譬如长沙、西安、宁波、南宁。主要是由于政策出台时间较晚、力度羸弱，部分投资客涌入带动了价格的上升。其中长沙、西安、宁波较去年下半年涨幅均在20%左右。

第三，三四线城市持续上涨，部分城市价格已达高位。首先是环一线和热点二线的三四线城市，在需求外溢以及政策利好下，住宅价格较去年下半年快速增长，例如珠海、惠州同环比涨幅均高于40%；其次，如太仓、芜湖、湖州、南通等在去年房价疯涨基础上继

续高位上涨的城市，环比保持10%的增幅，同比涨幅均在20%以上。

国家统计局最新发布的5月70大中城市房价，近半数三四线城市房价环比涨幅在1%以上，仅三亚和泉州环比略有下降。涨幅最高的为蚌埠，环比上涨3.4%，北海环比涨幅也达到3.4%，充分体现了在二线城市受限制之下，三四线异军突起的格局。

库存：总体住宅库存持续回落，商办库存开始双双回落

2017年上半年，热点城市库存规模持续回落，重庆、武汉等市库存仍在持续下滑，库存不足风险进一步加剧。就全国性指标来看，二季度商办待售面积首次出现了双双环比回落，库存压力有所缓解。

市场总体供不应求，库存持续回落。截止至5月底，监测城市库存总体持续回落，同比来看除合肥、苏州、成都和东莞库存同比上涨以外，其余监测城市同比全线回落，重庆、武汉同比跌幅更是超过70%；对比一季度末，有11城库存上涨，但涨幅较小，宁波、郑州分别上涨29%和25%，库存跌幅最大为海口，下降38%，总体来说涨跌均表现较为稳定。从供求关系来看，市场整体表现为供不应求，监测城市中仅长春、天津等7城供大于求，主要原因为热点一、二线城市预售证发放仍然收紧。

成交回暖带动消化周期下行，重庆、武汉需警惕无房可售。第一季度热点城市消化周期快速上升后，第二季度市场成交略有回温，截止5月末监测城市消化周期主要呈现下降趋势。其中深圳虽成交仍处于低位，但环比第一季度提升较大，消化周期大幅缩减11.4个月；主要监测城市消化周期已回归至安全范围，值得警惕的是重庆、武汉、惠州等地，消化周期已经不足2个月，且本月也持续供不应求的状态，供求关系较为紧张。

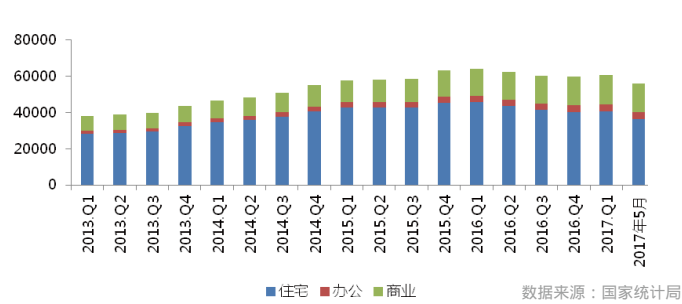
表：37个重点城市商品住宅库存及消化周期 单位：万平方米

能级	城市	库存量		消化周期			
		5月末	同比	3月末	5月末	同比	3月末
一 线	北京	594	-30%	652	11.3	41%	10.6
	上海	383	-48%	327	5.4	4%	6.6
	广州	625	-26%	602	4.9	-18%	4.6
	深圳	489	-20%	514	20.9	26%	32.3
二 线	天津	1395	-37%	1414	9.8	10%	11.8
	重庆	486	-70%	638	1.9	-76%	3.2
	长春	899	-10%	861	12.2	-2%	17.7
	长沙	603	-46%	632	4.5	-34%	6.2
	贵阳	602	-5%	599	7.2	-23%	9.8
	杭州	512	-42%	536	4.1	-3%	5.4
	合肥	279	45%	241	12.0	418%	11.3
	南昌	225	-36%	-	10.4	92%	-
	南京	258	-14%	275	3.3	104%	5.2
	南宁	408	-38%	417	3.9	-51%	5.6
	宁波	377	-16%	291	4.3	-33%	5.7
	青岛	1231	-26%	1312	7.9	-15%	9.6
	沈阳	2175	-17%	2367	12.9	-37%	25.1
	苏州	680	75%	643	12.4	233%	16.9
	武汉	243	-71%	259	1.5	-47%	1.9
	厦门	150	-38%	164	6.9	33%	9.0
	郑州	418	-14%	334	5.8	68%	5.3
	成都	1865	40%	1975	8.8	72%	11.3
	大连	811	-29%	929	11.4	-38%	21.2
	济南	735	-16%	717	10.6	99%	9.9
三 四 线	昆明	427	-39%	478	4.8	-60%	7.3
	西安	1140	-38%	1353	6.0	-55%	12.3
	海口	161	-57%	261	2.1	-78%	4.6
	常州	180	-59%	212	2.8	-59%	5.4
	惠州	117	-39%	122	1.8	-28%	2.4
	无锡	525	-18%	521	17.3	237%	18.9
	常德	151	-36%	-	9.1	-6%	-
	东莞	526	5%	563	9.5	32%	14.7
	佛山	770	-29%	698	6.0	0%	5.6
	江阴	236	-39%	-	8.8	-50%	-
	九江	94	-51%	124	4.7	-3%	6.2
	南通	121	-40%	143	5.0	-8%	6.2
	泉州	195	-42%	219	10.9	-49%	13.5

数据来源：CRIC2016

全国商业、办公物业待售面积首次双双回落。受一、二线城市成交量大幅收窄影响，商品房待售面积在2017年初结束了连续三季度的环比回落，2017年一季度全国商品房待售面积环比上升1.5%，但得益于三、四线城市成交持续放量的支持，二季度待售面积规模还是出现了再度收窄，环比回落7%，下降至2015年年初的水平。分产品类型来看，二季度商办库存表现尤为值得关注，库存规模分别环比回落了1.1和2.1个百分点，商办库存规模均按季度下跌，这也是2013年以来的首次。

图：全国商品房待售面积 单位：万平方米



下半年展望

热点城市仍面临多项挑战，一、二线短期维持调整格局

就近期热点城市表态来看，中短期内政策调控仍将保持严厉，而供地量和商品住宅供应量有望进一步增加。但即便是在“抑需求、增供应”的大方针指引下，热点城市想要走出库存不足泥沼，仍面临诸多困难。首先是“限价”政策的预期效应，“限价”被不少购房者解读为买房的好时机，反而坚定了买房意愿，即便是公证摇号也难阻“日光盘、时光盘”屡屡出现，导致供求关系进一步失衡；其次是地价的“明稳暗升”，虽然大多数城市执行了“土拍限价”，但“竞自持比例”、“竞保障房比例”等制度还是在实质上

缩减了未来商品住宅供应、推高了实际地价，并加强了购房者的投资预期；再次是企业加推意愿，受企业资金链压力影响，固然是有越来越多的项目开始向限价政策“妥协”，但被动加推毕竟不是主动申领预售，其供应规模还是不足以平衡目前的供求矛盾。

因热点一二线城市房价犹存较大的上涨压力，一旦预售证审批出现松动的迹象，必将导致房价报复性反弹。短期内，热点一二线城市预售证审批难见实质性放松，新增供应量仍将维持在较低水平，短期维持调整格局，全年成交量大幅回落已不可避免。

三四线火热难持续，抓好机会去化库存仍是第一要务

尽管当下三四线城市成交火热，但下半年这些城市成交量持续高速增长并不现实。目前市场转暖的三四线城市并不在核心一二线城市辐射范围，这类城市经济基本面及收入水平并不出众，房价过快上涨必将抑制成交量继续上行空间。更为重要的是，三四线城市人口长期净流出，新增购房需求以本地自住及投资性需求居多，普遍存在着可持续性较差的通病。短期内存量购房需求急剧释放之后，后续置业需求将难以为继，极端情况下甚至会出现成交断档期，届时成交量将缓步回落至正常水平。

对于非热点城市，应当抓好2017年限购、限贷带来的需求溢出机会，尤其是环核心城市圈的三、四线城市，更应抓好机会加速去化库存产品。值得注意的是，目前三、四线城市房价虽在快速攀高，但我们并不建议项目盲目囤货惜售，因为目前国内规划的新城总规模已经远大于流动人口总量，所以现下兴建的三四线新城中，未来势必会有相当一批面临严峻的“人才竞争”和“空城阶段”，在这些有销售量没有入住量的地区盲目囤货，最终只能得落得作茧自缚的结局。

限价致价格整体维稳，部分涨幅过大未限价城市恐深调

在热点城市严控房价之下，下半年热点城市价格环比小降或者“维稳”为主。一二线市场供不应求格局不变，房价大幅下降几无

可能，三四线城市在土地市场火热以及需求溢出等因素带动下，价格将维持一段上扬行情，但可持续性不高，冲高回落的可能性大。具体来说，三类城市未来房价走势值得关注：

首先，“限价”城市即重点一、二线城市价格保持平稳。由于限价政策的严格执行，开发房企与政府不断博弈，从利润的角度考虑，“降价”“妥协”的可能性不大，只能寄希望于以时间换空间，在政府不改限价底线之下，这些城市住宅价格将僵持，既不会涨也不会跌。

其次，非“限价”城市价格上涨后面临调整，但不会大幅回落。如昆明、大连、南宁、长春、西安等城市。一方面部分城市库存仍在高位，例如大连、长春等，过快增长的房价一旦超过临界点去库存的边际效应将降低；另一方面，昆明、南宁等房价上涨支撑力不足，且需求存在一定透支的情况。

最后，前期涨幅过大的三四线城市价格或有大调整。这些城市或受益于核心城市圈的需求外溢，或得益于高铁城市规划等利好，楼市投资性需求较多，随着政策调控蔓延至三四线城市，以及部分城市开始执行“四限”之下，投资客消退之后价格将有大幅调整。



销售业绩 创新高，前高后低存隐忧



上半年TOP50房企业绩创历史新高，然而面对强势调控，预计下半年进一步延续缓慢增速。

上半年总结

梯队表现：房企上半年整体业绩保持较高增长

2017年上半年，房企销售业绩保持了2016的势头，普遍实现快速增长。从企业公告和销售榜单的数据来看，2017年1-5月销售流量榜TOP50房企业绩总规模达22212.2亿元，同比增长56.6%，创下历史新高。其中多数房企销售业绩增长显著，只有部分房企的业绩相比去年增幅较小或有所下滑。

从不同规模房企分梯队的情况来看：

第一梯队：5家龙头房企整体规模增长显著。截止5月，5家龙头房企业绩总规模达到8640.3亿元，63.1%的增幅在四个梯队的房企中居首。其中碧桂园得益于三四线城市市场的热销，继续保持了高速的规模扩张。碧桂园自一月以来就保持了行业的龙头地位，以155.7%的销售金额同比成为第一、第二梯队中增速最高的房企。同时，万科、恒大的增速也都超过了50%。值得注意的是，1-5月第一梯队的房企业绩均已超千亿，2017年强者超强的局面更为突显。

第二梯队：标杆房企战略布局助力业绩积极增长。在第二梯队中，龙湖、新城、融创、招商蛇口业绩增速均超过了70%。龙湖近年来不断调整布局，聚焦一二线核心城市。在过去几年增速相对平稳的情况下完成积累，自2017年以来销售规模就以惊人的速度不断扩张，

1-5月累计销售业绩同比达到150.8%。当前龙湖位列销售业绩榜单第8位，名次与2016年末相比已经上升了5位。融创1-5月销售金额803.1亿元，同比增幅也达92.3%。

第三梯队：多数房企增速超50%，部分房企表现突出。在第三梯队中，中南、泰禾、中梁、阳光城的业绩同比超100%。其中中南置地增长最迅猛，累计销售金额346.6亿元，同比增长162.7%。中南置地从原来的遍地开花到现在的长三角热点聚焦。特别是在南京、上海、南通、常熟等热点城市加大了投入。泰禾今年早期对其商住的快速去化。阳光城去年除了在大本营福建积极拿地之外，还在珠三角、长三角多地开花。合理的布局 and 快周转策略都助力了这一梯队房企业绩的高增长。

第四梯队：业绩总体保持上升，仅部分房企业绩下滑。这一梯队中，首创、禹洲、中国金茂、合景泰富的业绩同比增幅均超过了50%。而随着房地产市场的分化加剧，龙光、滨江等重点布局一二线房企业绩受到一定压力，业绩增速较低甚至出现了小幅的下滑。

表：2017年1-5月TOP50房企销售业绩及同比 单位：亿元

企业划分	房企简称	2017年	2016年	同比
第一梯队	碧桂园	2442.2	955.0	155.7%
	中国恒大	1829.7	1104.4	65.7%
	万科地产	2280.5	1476.7	54.4%
	保利地产	1085.1	836.5	29.7%
	绿地集团	1002.8	923.3	8.6%
	小计	8640.3	5295.9	63.1%
第二梯队	龙湖地产	757.5	302.0	150.8%
	新城控股	411.8	209.6	96.5%
	融创中国	803.1	417.7	92.3%
	招商蛇口	432.6	243.9	77.4%
	金地集团	517.6	342.7	51.0%
	中海地产	850.8	605.3	40.6%
	绿城中国	458.0	369.0	24.1%
	华润置地	531.4	428.6	24.0%
	华夏幸福	602.0	491.1	22.6%
	小计	5364.8	3409.9	57.3%

第三梯队	中南置地	346.6	131.9	162.7%
	泰禾集团	342.1	135.0	153.4%
	中梁地产	286.6	116.7	145.7%
	阳光城	302.1	145.0	108.3%
	正荣集团	302.7	165.3	83.1%
	蓝光实业	205.3	113.3	81.1%
	金科集团	243.4	140.5	73.2%
	鲁能集团	393.0	228.1	72.3%
	旭辉集团	381.3	231.0	65.1%
	荣盛发展	271.5	164.9	64.6%
	远洋地产	220.1	138.8	58.6%
	融信集团	220.1	145.1	51.7%
	雅居乐	324.6	216.5	49.9%
	世茂房产	338.1	243.6	38.8%
	中国铁建	240.1	173.5	38.4%
	富力地产	305.4	240.8	26.8%
第四梯队	首开股份	334.1	284.0	17.6%
	万达集团	395.1	358.0	10.4%
	小计	5452.2	3372.0	61.7%
	美的地产	186.3	71.0	162.4%
	首创置业	189.1	106.1	78.2%
	禹洲集团	180.4	107.4	67.9%
	中国金茂	148.7	96.6	53.9%
	合景泰富	145.2	94.7	53.3%
	金辉集团	161.1	110.2	46.2%
	中国中铁	134.1	98.3	36.4%
	路劲基建	150.0	115.1	30.3%
	佳兆业	142.7	109.5	30.2%
	保利置业	181.0	140.0	29.3%
	复地集团	161.5	125.0	29.2%
	时代地产	120.9	97.2	24.3%
	融侨集团	150.1	130.2	15.3%
	越秀地产	151.5	135.1	12.1%
	龙光集团	154.9	138.5	11.8%
	卓越集团	132.3	121.7	8.7%
	滨江集团	135.1	136.4	-1.0%
	华发股份	130.1	171.2	-24.0%
	小计	2754.9	2104.3	30.9%
合计		22212.2	14182.1	56.6%

数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

值得注意的是，从1-5月不同规模房企销售业绩的集中度来看，目前TOP50房企的集中度达50.9%，较去年同期增长12.3个百分点，已占据全国商品房销售额的半壁江山。随着集中度的不断上升，未来留给中小房企的空间也将越来越小。

表：2017年1-5月不同规模房企销售业绩集中度

房企规模	2016	2017
TOP10企业	20.5%	27.9%
TOP20企业	27.3%	37.1%
TOP50企业	38.6%	50.9%

备注：金额集中度=入榜房企销售金额/统计局公布的全国商品房销售金额
数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

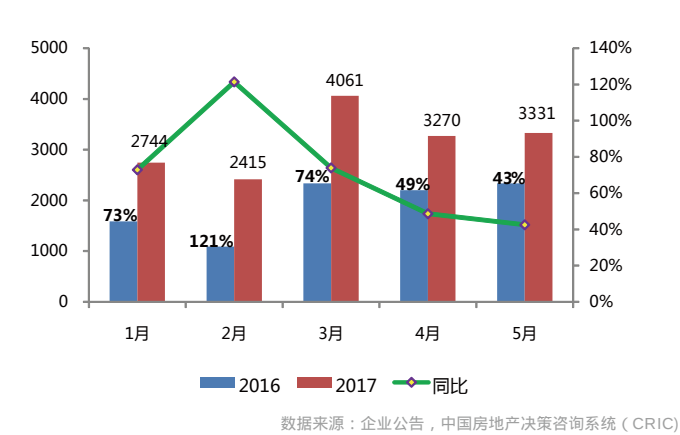
季度分布：房企一季度业绩增长较高，第二季度增速放缓

基于对市场政策的预期，2017年上半年房企加紧推货，市场整体销售规模较去年同期增幅较大。我们选取了有公告单月业绩的26家典型房企^①进行分析，这些房企今年第一季度单月业绩总体规模及同比增幅较大，其中二月增速最高达121%，3月单月4061亿元的业绩规模也在前5个月达到最高。

而随着上半年限购、限贷，特别是限价的不断升级，调控对房企供应及销售业绩的影响越来越大。热点城市预售证获取受限、部分开发商违规销售被查处、一二线城市加强商改住“类住宅”整治。布局一二线城市市场的房企受调控影响最大，典型房企第二季度的销售增速相比一季度回落也较为明显。从当前房企遭遇较强市场调控和房企集中上半年供货的角度来看，今年下半年房企的业绩增速将进一步放缓。

① 26家典型房企：碧桂园、万科地产、中国恒大、保利地产、中海地产、融创中国、龙湖地产、华润置地、金地集团、绿城中国、招商蛇口、新城控股、旭辉集团、世茂房地产、首开股份、富力地产、雅居乐、远洋地产、保利置业、龙光集团、首创置业、越秀地产、中国金茂、禹洲集团、合景泰富、时代地产

图：2017年1-5月26家典型房企单月业绩总量及同比 单位：亿元



下半年展望

业绩目标：典型房企目标完成较高，部分房企或无法完成

从目标完成率的角度看，上半年房企的目标完成率普遍较高。截止5月，20家典型房企中，已有7家的目标完成率超50%。龙湖得益于上半年业绩的高增长，目标完成率已达68.9%。碧桂园、禹洲2017年的销售目标虽然较2016增幅超过了80%，但截止5月也已完成了超60%。值得注意的是，龙湖、碧桂园、禹洲1-5月的销售业绩已经覆盖了去年全年的业绩目标。

而在上半年一二线城市市场政策的影响下，也有部分房企目标完成率较低。以金茂为例，其在一二线城市高端项目预售证审批被限制之后，销售业绩受到了较大的影响。按照目前的市场节奏，我们预计，今年或有相当一部分企业无法完成全年的销售目标。

表：部分标杆房企2017年业绩目标及1-5月目标完成率 单位：亿元

房企	2017年销售目标	1-5月金额	1-5月目标完成率	2016年销售目标	目标增长率
龙湖地产	1100	757.5	68.9%	750	46.7%
碧桂园	4000	2442.2	61.1%	2200	81.8%
禹洲集团	300	180.4	60.1%	160	87.5%
旭辉集团	650	381.3	58.7%	438	48.4%
雅居乐	600	324.6	54.1%	460	30.4%
合景泰富	280	145.2	51.9%	220	27.3%
保利置业	350	181.0	51.7%	280	25.0%
新城控股	850	411.8	48.4%	520	63.5%
中海地产	2100	967.6	46.1%	2100	0.0%
越秀地产	330	151.5	45.9%	258	27.9%
龙光集团	345	154.9	44.9%	280	23.2%
华润置地	1200	531.4	44.3%	960	25.0%
招商蛇口	1000	432.6	43.3%	650	53.8%
世茂房地产	800	338.1	42.3%	670	19.4%
富力地产	730	305.4	41.8%	600	21.7%
中国恒大	4500	1829.7	40.7%	3000	50.0%
融创中国	2100	803.1	38.2%	800	162.5%
首创置业	500	189.1	37.8%	380	31.6%
时代地产	325	120.9	37.2%	215	51.2%
中国金茂	510	148.7	29.2%	360	70.0%

数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

拿地篇

三线热点城市得青睐，收购力度继续加大

VIEW

据不完全统计，2017年上半年35家典型房企拿地总建筑面积约为14526万平方米，拿地金额约为7842亿元。

上半年展望

中海、新城等扩张积极，路劲、鲁能等拿地审慎

随着政策的变化，房企态度有所分化。中海地产（含中海宏洋）、新城控股、绿城中国等等企业拿地态度积极，新增规模同比都超过了150%，路劲、鲁能等企业在拿地上则变得较为谨慎。

中海地产是2017年上半年拿地较为积极企业之一，据不完全统计，已累计拿地599万平方米，同比增长了176%；拿地金额达到373亿元，同比大幅增长482%，是所有房企中上涨最快的企业之一。此前，中海可能将更多的精力放在了重组、整合等方面，拿地一直相对较少，2016年拿地销售面积比约为0.85，2015年更是低至0.6。随着整合和内部变动尘埃落地，2016年底开始，中海加大了拿地力度。2017年全年中海地产计划新增土地约1600万平方米，拿地开支1000亿，预计下半年中海仍将保持积极的拿地态度。

除了中海等企业拿地态度积极之外，还有部分企业在拿地上则表现出了谨慎的态度，如绿地、世茂、鲁能、路劲等企业。绿地集团于2017年上半年拿地建筑面积同比减少了31%，成交总价减少了66%。这主要是由于近期各地城市调控较多，一二线重点城市以及部分三四线城市接连出台了“限购、限贷”等调控政策，市场的不确定性因素增大，故而部分房企为了把控风险，在拿地方面显得更为谨慎。

表：2017年上半年重点房地产企业新增土地储备 单位：万平方米、亿元

企业名称	2017年上半年 建筑面积	建筑面积同比	2017年上半年 成交总价	成交总价同比
碧桂园	3375	-27%	1145	49%
万科地产	1284	-18%	755	-8%
保利地产	1009	33%	513	14%
中国恒大	1008	-77%	354	-57%
融创中国	752	-8%	288	-52%
新城控股	744	171%	255	235%
龙湖地产	703	22%	549	59%
中海地产	599	176%	373	482%
华润置地	486	-6%	340	26%
绿地集团	423	-31%	124	-66%
泰禾集团	387	95%	112	-52%
荣盛发展	380	94%	122	40%
富力地产	311	76%	102	47%
金科集团	296	46%	140	167%
阳光城	276	-28%	135	24%
中国金茂	261	50%	261	-17%
旭辉集团	230	16%	263	212%
远洋集团	227	77%	225	58%
招商蛇口	220	28%	357	81%
金地集团	185	-22%	129	-30%
万达集团	170	-71%	26	-65%
正荣集团	156	50%	114	48%
首开股份	153	62%	347	256%
蓝光实业	148	83%	84	118%
融信集团	138	-57%	139	-25%
雅居乐	120	80%	62	14%
绿城中国	116	162%	216	117%
世茂房地产	105	-5%	107	-11%
首创置业	73	-27%	56	-64%
建业地产	61	-17%	15	90%
融侨集团	47	-50%	43	22%
华发股份	43	-11%	91	24%
鲁能集团	17	-89%	19	-84%
保利置业	13	/	6	/
路劲基建	8	-82%	6	-85%

注：35家典型房企新增拿地统计截止时间为2017年6月20日；中海地产的统计数据包含中海宏洋。
数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

都市圈内三线城市得到青睐，二线城市仍为投资重点

从城市布局角度来看，二线城市依旧是各个房企的布局重点，占到了拿地总建面的52%，三四线占比则为41%。虽然从面积分布来看，房企在各线城市拿地布局未有明显变化，但是从拿地金额来看，房企在一线、二线城市的拿地金额占比同比分别下降了0.7和8.7个百分点，三四线城市拿地金额占比上升9.4个百分点。房企在三四线城市拿地均价从2016年上半年的1679元/平方米增长到了3520元/平方米，增长了110%。究其原因，随着一二线城市政策的频繁发布，环一二线城市的三四线城市由于调控较少、且能承接一二线城市的需求，越来越受房企青睐。如2017年3月位于佛山陈村的一宗商住地块就由万科以14.79亿元竞得，溢价率131%，去除配建面积后的楼面价更是达到了13827元/平方米。此外，5月义乌江东也有两宗住宅地块的楼面价达到了21995、21886元/平方米，使得当月全国前十单价地王榜单中出现了四线城市项目。

从各企业拿地较多的城市来看，重庆、天津、合肥、郑州、武汉、南京、西安、苏州、杭州成为了投资热门，拿地体量均在200万方以上。这些城市一直都是房企们争相布局的重点城市，不仅市场去化普遍较好，虽然短期调控压力较大，但是未来也有着广阔的发展前景。无锡、佛山、珠海等三四线城市也是上半年房企竞争较为激烈所在，其中无锡的拿地建面达到了378万平方米，自2017年上半年以来就有万科、恒大、旭辉等十来个企业于无锡集中拿地。

表：35家典型房企拿地最多城市分布情况 单位：万平方米、亿元

城市	总建筑面积	总金额	主要布局房企
重庆	1155	522	金科集团、荣盛发展、万科地产、保利地产、碧桂园、万达集团
天津	633	460	龙湖地产、绿地集团、碧桂园、蓝光实业、旭辉集团、首创置业、融侨集团
合肥	626	346	保利地产、正荣集团、招商蛇口、中海地产、融创中国、碧桂园、华润置地
郑州	512	140	碧桂园、阳光城、中国恒大、中海地产、保利地产、建业地产、融侨集团
北京	509	1038	首开股份、碧桂园、龙湖地产、中海地产、富力地产、华润置地、首创置业
武汉	500	397	远洋集团、龙湖地产、金科集团、碧桂园、保利地产、、中海地产、融创中国
广州	405	502	碧桂园、万科地产、阳光城、招商蛇口、龙湖地产、保利地产
无锡	378	247	万科地产、中国恒大、碧桂园、旭辉集团、保利地产、新城控股、金科集团
南京	361	393	中国金茂、华润置地、龙湖地产、保利地产、新城控股、招商蛇口、绿城中国
西安	353	63	中海地产、万科地产、融创中国、保利地产、新城控股、正荣集团
佛山	298	149	阳光城、万科地产、中海地产、招商蛇口、碧桂园、新城控股
苏州	291	287	中国金茂、新城控股、万科地产、中海地产、龙湖地产、碧桂园
杭州	247	348	泰禾集团、碧桂园、招商蛇口、融信集团、万科地产、保利地产
珠海	146	160	保利地产、华发股份、万科地产、招商蛇口、碧桂园
上海	129	214	中海地产、新城控股、碧桂园、世茂房地产、龙湖地产

数据来源：企业公布，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

合作并购趋势依旧，促进企业规模扩张加速

从35家典型房企在2017年上半年的拿地方式来看，合作购并的比例继续攀升。一方面是因为各个城市特别是一线城市土地供应有限，另一方面调控下新推出地块附带了多重限制，如要求房企必须以自有资金拿地等等，因此房企通过收购拿地的积极性更高，既能

降低拿地成本和风险，又能够快速推出市场，从而为企业带来业绩快速增长。

表：2017年上半年部分收并购情况 单位：万平方米、亿元

宗地名称	属性	拿地时间	建筑面积	权益	总价	拿地企业
太原并政地国用（2016）第00116、00171号地块	商务住宅	2017年1月	58	95%	11	泰禾集团
广州穗国用（2004）10039、10017地块	住宅	2017年1月	10	75%	32	阳光城
合肥融科城项目	商住	2017年3月	152	30%	23	融创中国
上海信业位于上海和佛山两地项目	商住	2017年3月	95	100%	40	阳光城
武汉杨泗港项目	住宅	2017年3月	81	10%	111	龙湖地产
杭州富阳银湖街道野风山项目	住宅商业	2017年3月	51	51%	22	泰禾集团
珠海华发世纪城项目	商业住宅	2017年3月	15	100%	53	华发股份
龙海市新厝白塘一带共计18幅地块	住宅商服	2017年4月	92	60%	30	泰禾集团
天津市武清区京津公路两侧商住用地和现房	商业住宅	2017年4月	40	100%	36	龙湖地产
北京朝阳区孙河乡西甸村2902-86项目	/	2017年5月	9	25%	46	旭辉集团
天津星耀五洲项目	商住	2017年5月	300	80%	128	融创中国
保定高碑店项目	住宅	2017年5月	77	70%	4	龙湖地产
重庆江北嘴国际金融中心项目	商住	2017年5月	71	60%	35	融创中国
苏州盛泽镇南麻社区地块	商住	2017年5月	61	100%	28	新城控股
中华城项目	商住办公	2017年5月	12	100%	30	阳光城

注释：泰禾集团收购的龙海市新厝白塘项目数据92万平方米为项目的土地面积。
数据来源：企业公布，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

目前收并购主要可以分为两类，零星的项目收购和整体平台类收购，目前的房企收并购还是主要以项目收购为主，整体平台收购相对较少。后者比如融信收购海亮地产，4月11日晚间，融信公告披露，其与海亮金属之间的潜在合作将展开进一步协商，潜在合作涉及海亮金属间接持有的位于中国的若干物业项目。项目收购则不胜枚举，如2017年5月，融创中国以103亿元的价格收购了天津星耀五洲项目80%的股权，该项目计容建面约300万平米，其中未售计容面积积达235万平方米，折合均价仅为5447元/平方米。除融创外，泰禾集团、龙湖地产于上半年都加强了收购力度。据不完全统计，泰禾集

团于2017年上半年中获取的12宗土地中有9宗都是收购完成的，此外龙湖地产方面，也有近40%的新增建面是通过收购获取的。

下半年展望

收购范围持续扩大，积极布局特色开发业务

总体来看，由于近期各地政策逐步收紧，调控的热点城市也由热点一二线城市转变为环一二线周边的三四线城市，各房企的拿地态度也有所分化。从拿地的城市能级分布来看，各房企的布局重点依旧为核心二线城市，如重庆、天津、合肥等，都市圈内的热点三四线城市也得到了持续的看好，如无锡、佛山、珠海等城市。

展望2017年下半年，一二线城市虽然调控较紧，但是长期发展前景可期，依然是企业的重仓之地，环一二线热点城市也将继续受到企业青睐。而在拿地方式上，未来收并购的比例将会继续抬高，此外在收购范围上也将越来越广泛。目前许多企业都已明确提出了未来将会继续加码收购力度，如保利地产、阳光城、泰禾集团等等。阳光城在之前的业绩发布交流会上就曾说过，年内多数收购将在下半年落实。保利地产在其2016年的年报中也曾提到，将会积极参与行业整合，还将积极寻找产业链上下游的投资并购机会，包括健康养老、物业管理、工程建设、智能家装、核心地段优质商用物业等等。

此外，紧跟政策东风，积极布局特色开发业务也是扩张的方向之一。房企可以基于自身综合开发优势，或发掘区域自然资源及产业要素形成优势产业，或运用自身强大平台优势引入产业资源，打造产城高度融合的特色小镇。

2017年二季度香港楼市 总结与展望

文 / 克而瑞研究中心 研究员 洪圣奇

>> 核心观点 <<

- 住宅篇：内房企南下抢地持续高地价下房价难调整
- 商铺篇：恒基232亿夺得中环商厦地王，中档消费成商铺主动力
- 写字楼：易火热，成交总数创新高



内房企南下抢地， 持续高地价下房价难调整



最强辣招袭港半年，香港楼市量价回暖之际政府再出辣招，降低中低收入人士置业可能。2017年下半年住宅市场是否还会继续走高呢？房价是否会一路上扬？

内地房企积极购入香港地皮进一步抬高了香港的地价。预计2017年下半年香港住宅市场仍然会持续走高，房价小幅上升，下行的几率和空间有限。

供应：土地供应持续增加，但政府供地目标难达成

截至今年6月底共成交10幅住宅用地，总面积达118,044平方米，但供应依然以九龙启德和新界两区为主。

香港政府一直坚持增供应调节房价的方针，根据2017-2018年供地计划，港府将供应28幅住宅用地，总共能提供18,900个住宅单位。而长远来看，政府的目标是从2016年到2025年的十年内提供460,000个单位，其中280,000个为公屋，180,000个为私人住宅单位，也就是平均一年要提供18,000个私人住宅单位。

长远来看，根据港府现已知的土地储备，要完成上述目标的难度较大。首先，港府承认目前看来公屋将来会有约44,000个单位的短缺，虽未提及如何解决但为解决这一问题，极有可能挪用私人住宅的土地资源。此外，政府提供的地块开始涉及郊野公园、新界棕地等有争议的地方，未来可持续性较低，受各界阻挠的可能性加大，若不能运用新方法提供土地，未来增供应能否持续还需打个问号。

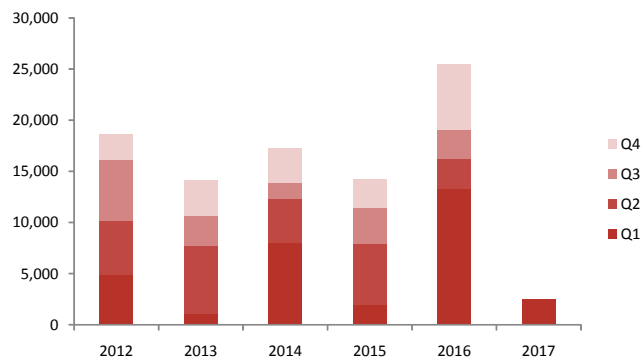
表：2016年11月至2017年6月香港住宅土地成交表 单位：平方米、百万港元

时间	地点	用途	面积	地价
2016年11月2日	九龙启德第1K区3号	住宅（甲类）	11,262	8,837
2016年11月9日	新界大埔露辉路	住宅（丙类）	21,448	2,355
2016年11月9日	新界大埔露辉路	住宅（丙类）	10,288	1,038
2016年11月16日	九龙观塘茜发道对出	住宅（乙类）	18,261	6,388
2016年12月19日	九龙启德第1L区3号	住宅（乙类）	8,803	5,412
2016年12月29日	九龙启德第1K区2号	住宅（甲类）	9,700	5,869
2017年1月25日	九龙启德第1L区1号	住宅（甲类）	7,318	5,530
2017年2月24日	香港鸭脷洲利南道	住宅（甲类）	11,761	16,856
2017年3月15日	九龙启德第1L区2号	住宅（甲类）	9,482	7,440.5
2017年5月16日	九龙启德第1K区1号	住宅（甲类）	9,721	7,230
总计			118,044	66,956

资料来源：地政总署，香港特区政府

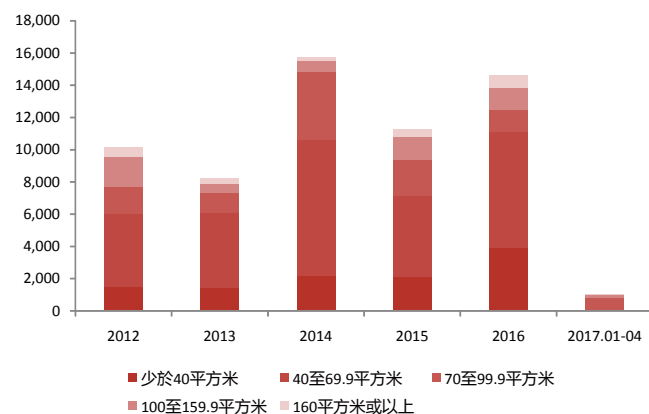
从施工量来看，2016年全年施工量超过25,000个单位，同比增幅近八成，达到12年以来的最高点。可以预见，未来住宅供应会持续增加，一定程度上加码房价下行压力。

图：私人住宅已施工量（截止2017年3月31日）



资料来源：运输及房屋局，香港特区政府

图：私人住宅各类单位落成量（截至2017年4月30日）



资料来源：差饷物业估价署，香港特区政府

内地开发商大举进军香港市场，中资组团72.3亿投得启德地。相比内地高昂的地价及借贷成本，香港土地市场相对冷静，地价总体增幅小，融资环境宽松，再加上人民币持续贬值，内地房地产开发商纷纷便将眼光投向香港住宅市场。内地开发商在买地上普遍较为财大气粗，溢价率较高。去年海航集团在过去一年中斥近200多亿巨资连续买下了三幅启德地块，地价最高达到1.36万每平方米。

但从落成量来看，去年全年实际落成量不到15,000个单位，与港府年均增加18,000个单位的目标还有较大差距，一季度更是创了新低。究其原因，还是开发商捂盘惜售，观望态度明显，即使土地成交量和施工量都上去了，开发商仍未按政府预期地推盘，导致真正面向买家的供应并未随即增长，对供不应求缓解的力度也有所下降。

而今年五月，内地开发商合景泰富与龙湖地产合力以72.3亿元拿下东九龙启德最后一块住宅地，第1K区1号地皮，楼面尺价达1.26万元。中资的豪气及合作拿地的模式使得其在竞标中有更大的优势，中标率攀升。从2016年初至今一季度，内地开发商共在香港市场投的10幅土地，耗资588.9亿元。其中合景福泰今年2月与龙光地产合作以

168亿港元拿下鸭脷洲地王，每尺楼面地价2.2万。此外，启德目前已售的12幅私宅地皮中，有8幅由中资机构夺得。香港本地大型开发商的市场份额受到内地竞争者的冲击，由其建设的私人住宅落成量从2014年的85%下降到16年的77%，整体市场格局有较大变动。受到内地资本大举进军的影响，整体地价有被逐渐推动上涨的趋势，楼价也因此可能被进一步抬升。

需求：辣招影响褪去，投资需求逐步升温

去年11月香港政府推出针对外来投资者的双重印花税在成交量上有显著效果，但对于价格控制并无明显帮助。

2017年来，香港开发商为了激励置业需求，推出了现金回扣和低首付等优惠购房计划，这将使双重印花税政策的效果大打折扣。同时，香港楼市新辣招主要针对中低收入信用高危人士购房，对于香港住宅市场购买主力高收入人群及海外投资者无影响。所以，预计香港投资需求逐步升温，2017年下半年香港楼市或将小幅上行。

在2016年11月香港政府升级版印花税出台后，香港住宅一手、二手市场的成交宗数大幅回落。一手市场住宅买卖合约数目由11月的2212宗跌至12月453宗。二手市场住宅买卖合约数目由11月的4527宗跌至3097宗。

然而2017年开始，开发商为走量，在不过分影响利润的情况下普遍给予买家印花税现金回扣（最高约20%）、低首付（最低约15%）等促销手段，抵充了买家的高额印花税负担。同时，由于人民币的贬值预期，内地投资者对于境外资产的热情不减，香港房地产被视为一项良好的投资。

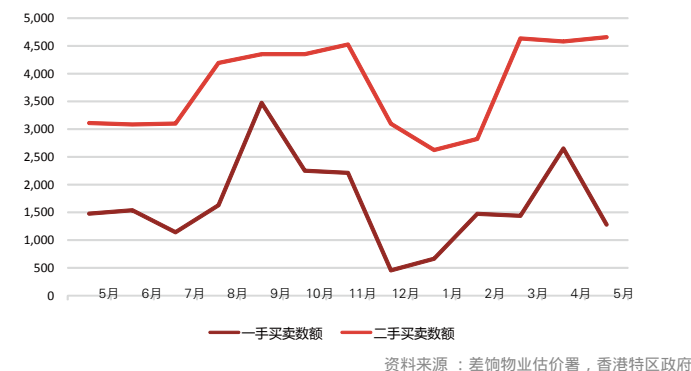
2017年开始，一二手市场住宅买卖合约数目开始回暖，二手市场住宅买卖合约数目5月上升至4658宗；一手市场住宅买卖合约数目四月上升至2650宗。但是由于5月政府再出辣招抑制楼市，5月一手市场住宅买卖合约数目回跌至1278宗，波动较大。

但此次楼市新辣招主要针对信贷按揭高危人士，对于海外投资

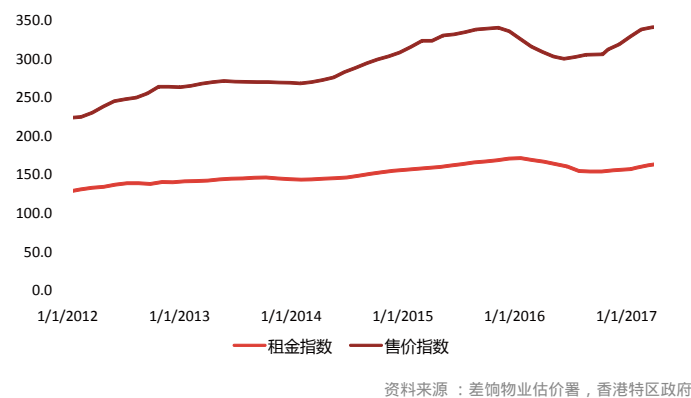
者及高收入人士购房需求不产生影响，2017年下半年住宅市场成交量并不会保持低迷。

同时，住宅售价及租金并未因印花税的出现而有所下跌，而是逐渐上升，并在3月重回2015年9月高位，2017年4月达到新高。

图：2016年5月到2017年5月住宅一手市场、二手市场买卖合约数目



图：2012年1月-2017年4月租金及售价指数



值得注意的是，这一市场回温是由开放商牺牲利润来带动的，因而主要影响一手市场，二手市场的成交宗数将基本维持不变。

美联储3月加息0.25厘，香港持续低利率环境。美国于3月16日宣布加息25个基点，为今年来的首次加息。由于香港利率与美国基本保持步调一致，此次加息推动香港利率同步上调至1.25厘。而美联储委员一致分析年内还将加息两次。加息压力对现在宽松的按揭贷款环境产生负面影响，但香港相对低利率的环境依然没变，美联储加息对香港利率影响有限。值得注意的是，REITs此类高息股的业务受美联储加息步伐加快的影响，盈利可能出现下降，从而降低派息。

政策：金管局三招再加辣，进限制中低收入者置业

新政策旨在提升银行体系的风险管理能力，保障银行体系稳定，降低楼市风险，为有可能到来的金融风暴做准备。

香港金管局于五月宣布三大收紧楼市按揭措施，为趋于活跃的香港楼市再加辣。这三招包括提升大型银行按揭业务资本金要求，同时针对两类高危按揭贷款借款人降低了涉及担保人按揭成数，并收紧海外借款人供款入息比率要求。新政策旨在提升银行体系的风险管理能力，保障银行体系稳定，降低楼市风险，为有可能到来的金融风暴做准备。对中低收入人士而言，其置业可能性被进一步限制，买楼难度陡升。

林郑月娥任特首，总体不影响增供应的大方向。林郑月娥在3月26日的行政长官选举中当选香港第五届特首，其提出的竞选政纲主要侧重于协助港人置业，房屋政策包括了增建港人首置上车盘、重建五级置业阶梯等。但在香港房市供应短缺的情况下，该房屋政策难以配合，林郑的当选短期来说对楼市的影响不大，楼价难以回落。另一方面，林郑在土地政策中提到了短期大规模改划土地，规模更甚梁振英政府，不过土地是否能够实现可持续性供应才是落实房策、稳住楼价的关键，对于新政府而言也是一大挑战。

结语

总体而言，香港二季度的楼市政策旨在降低银行风险，降低中低收入人群购房可能性，侯任特首林郑月娥楼市政策侧重于港人置业。然而，在供应方面，大量增加土地供应并非长久之计，开发商捂盘惜售导致房屋供应量仍然短缺。加之内地房企进军香港购地节奏加快，甚至出现组团购地，中资企业在香港土地市场影响力上升，土地市场僧多粥少的局面加剧，对于土地成本以及未来房价造成上行压力。在需求方面，近期的现金回扣等优惠激励计划减弱了双重印花税对投资需求的打压效果，投资需求逐渐回归。尽管预期的利率上行将抑制贷款置业的需求，新出的楼市辣招提高购房门槛，大量投资需求的上升仍不可避免。综上，我们预计2017年下半年香港住宅市场的售价将维持高位乃至小幅上升，成交量在五月份后逐渐回升。

商办篇

恒基232亿夺中环商厦地王，中档消费成商铺主动力

VIEW 2017年下半年写字楼市场能保持稳定增长态势，但区域间租金差距会逐渐拉大。而香港奢侈品等高档零售市场难改颓势，想再次回到2013年的巅峰非常艰难。

2017年上半年，香港写字楼市场未见寒冬，截止2017年4月租金及售价水平分别较去年年末上涨了1.9%和11.7%。但分地区来看的话，写字楼市场格局仍然经历着较大变动，供应上政府以九龙为重，但需求依然集中在中环及其周边。同时，恒基地产232亿夺得中环地王，地价和平均尺价创纪录，地王效应预计会进一步抬高中环商厦价格。

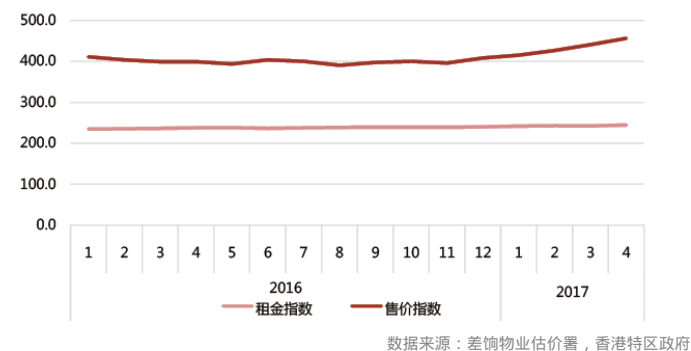
而商铺方面，由于人民币相对于港币贬值的趋势及反腐行动的显著效果，内地游客赴港旅游的热度降低，整体访港旅客在香港消费缩水，因此香港零售业的外来需求不再是其主要的增长动力。自2015年9月以来，香港商铺市场租金连续下挫，核心商铺接连暴跌。随着市场结构的不断改善，高档奢侈品店比例逐渐降低，本港中档消费成为主要需求，为疲软的零售业提供增长动力，终于商铺租金在2016年年底趋于平稳，并于2017年第一季度中显现出上升趋势，逐渐达到2015年租金指数下跌前的最高水平。而以餐饮、食品、药物化妆品等为代表的中档民生消费成为影响商铺需求的主要因素，刺激非核心区的零售商铺物业市场。

供应：中环地皮基本枯竭，长远土地供应仍是挑战

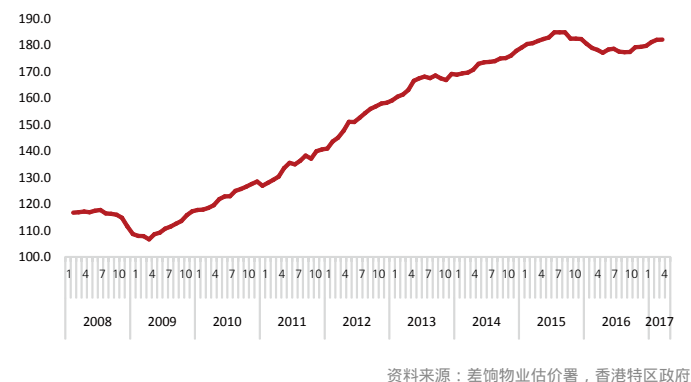
2017年第二季度共成交3幅商业用地，其中与5月16日成交的香港中区美利道以232.8亿成交，刷新地价及平均尺价成交记录，至此香港中环商业用地基本枯竭。

据港地政总署2016至2017年卖地计划，2016年4月至2017年3月香港政府将提供5幅商用地，然而去年至今年年度成交商用地仅2幅。

图：2016.01-2017.04甲级写字楼租金售价指数



图：2008年1月-2017年4月香港零售商铺租金指数（1999年=100）



总的来看，商业土地成交主要以九龙及新界地区为主，其中九龙东启德地区为2016至17年度香港商业用地提供2幅土地。长远来看，政府想要持续增加商业用地供应量，继续推进土地供应措施，实现中长期稳定的土地供应，依然面临着如土地短缺等诸多挑战。

表：2016年5月至2017年6月香港商业土地成交 单位：平方米、百万港元

时间	地点	用途	面积	地价
2016年7月13日	新界葵涌大连排道	商业	1,207.8	759
2016年11月23日	九龙启德第1E区2号地盘	商业	14,159	7,388
2017年5月10日	九龙长沙湾荔枝角道近长顺街	商业	4,171	4,028.8
2017年5月16日	香港中区美利道	商业	2,880	23,280
2017年5月31日	九龙启德第1F区2号地盘	商业/酒店	19,044	24,601
总计			41461.8	60056.8

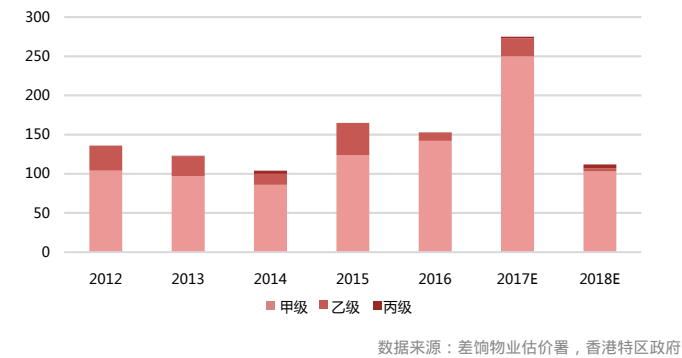
资料来源：地政总署，香港特区政府

中环紧俏九龙宽裕，地王效应冻结中区商厦市场

2016年全年，香港写字楼落成量略超153,000平方米，低于2015年的最高点的165,000平方米，但仍处于过去五年中的较高点。其中需求最为强劲的甲级写字楼落成量占比超过了九成，也是绝对值上过去五年来的最高点。

写字楼市场总体增供应的趋势依旧。而香港政府于报告中预计2017年写字楼落成量激增至275,000平方米，原因是“起动九龙东”计划带来一批新落成写字楼。但是2018年预计写字楼落成量回归低水平。综上短期内香港写字楼供应增加，但长期依旧跟不上需求增长。

图：香港甲、乙、丙三级私人写字楼落成量 单位：千平方米

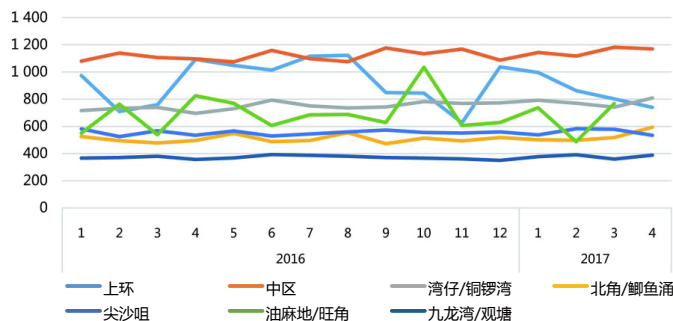


从供应的地区分布上来看，中环仍然是供应最紧张的地区，目前中环于2017年5月拍出的地王预计2022年落成，而最后仅剩一块中环街市地块未卖出，中环新落成写字楼近乎枯竭。未来可能的新增供应主要来自于写字楼的翻新重建、以及其他用途地块的再利用。但这两种来源都相当有限，且后者的实施易受各方声音阻挠。

因此，中环近乎零的新增供应是其能够在租金水平已经鹤立鸡群的情况下依然保持上扬势头的一个重要原因。同时，由于地王效应，预计短时间内中环地区商厦市场预计出现冻结效应，卖方预计会捂住仅剩的空置写字楼以期待地王交易带来的写字楼价格上涨。所以，短期内中环及周边写字楼价格预计出现一定幅度上升。

供应最充足的当属九龙区，根据香港政府的“起动九龙东”计划，预计有600,000平方米的甲级写字楼空间将在2017年-2020年释出，大量的供应加上需求并未完全转向九龙区，导致空置率居高不下，尤其是九龙东的空置率，过去三年内空置率7%-7.8%，在2016年末达到了11.2%。

图：2016.01-2017.04各区甲级写字楼平均租金走势



数据来源：差饷物业估价署，香港特区政府

而放眼港岛的其他地区，港岛东的鲗鱼涌未来的大量供应主要来自太古坊重建计划，而港岛南的黄竹坑等地则因新开通的南港岛线成为新晋热点，虽然充足的供应仍未被完全吸收，空置率仍在高位，但租户增长趋势显著。大热的势头显现出未来港岛的东部和南部或将相对九龙更受益于中环外溢的需求，现有供应能被较好地吸收。

总的来说，未来写字楼整体供应仍将增加，但地区间分化明显。传统CBD中环地区已近零供应，而九龙区则是供应大头，港岛东部及南部也有充足供给。

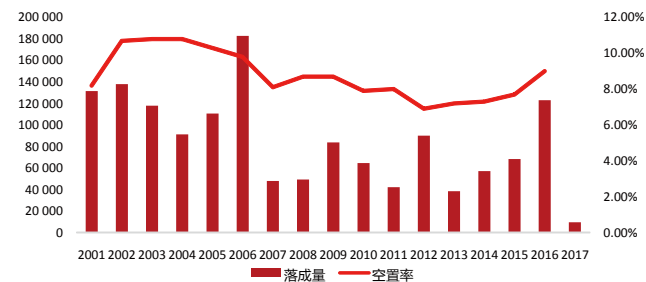
非核心区域增加供应难以消化，空置率持续走高

2016年全年香港商业楼宇落成量达123,100平方米，是自2006年以来的最高位。根据《香港物业报告2017》2017年香港私人商业楼宇总落成量预计将超过2016年，达125,600平方米，第一季度已完成9500平方米，仅占目标的7.56%。虽然第一季度落成量相对不高，但由于来自西贡、油尖旺和沙田等非核心地区的供应增加，2017年全年落成量预计将维持高位。

近两年大量新增商铺供应来自非核心区域，例如元朗、屯门、西贡等。尽管短期内难以消化所有新增供应，导致空置率持续走高，

但其主要针对的是本地民生类消费的需求，租金在本港中档消费需求推动下，租金并未承受下行压力，长期来看风险较小。铜锣湾、尖沙咀等核心区域随着新的商户入驻，空置率及平均租金都略有改善。

图：香港私人商业楼宇落成量、空置率（截至2017年4月30日）单位：平方米



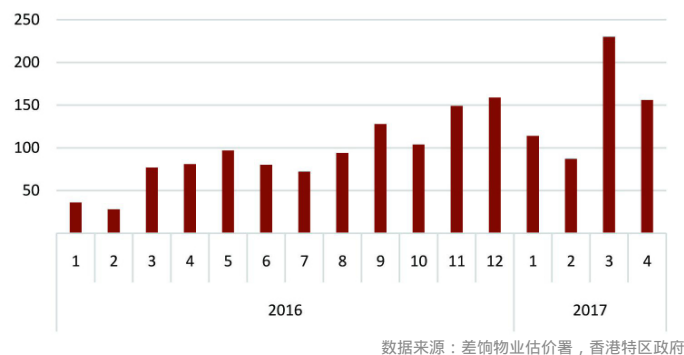
资料来源：差饷物业估价署，香港特区政府

需求：写字楼交易火热，成交宗数创新高

整体来看，2017年上半年，写字楼交易仍较为火热。2017年3月更是录得高达230宗成交宗数，大幅高于2016年最高点159宗。

在市场对英国脱欧及特朗普当选等不确定因素的顾虑逐渐消除的时候，本地需求的回温及内地机构的强劲需求都推动了市场热度上升。土地方面，恒基地产以232.8亿高价投得中环地王，预计地王效应将推动商厦尺价上涨。启德作为“第二个中环”，在中环地皮几近枯竭的情况下，将在未来写字楼地皮的供应中扮演主要的供应角色。

图：香港私人写字楼买卖合同宗数



中资海外扩张落足中环，中环租客多元化

传统中环租客虽然为了控制成本纷纷离开中环，但这块寸土寸金的CBD依然不缺公司青睐。中资机构受益于政策上对内地与香港联系的不断加强，以及人民币贬值的驱动，纷纷谋求在香港发展。传统的金融机构如银行、保险公司和资产管理公司等，早已嗅到了香港的商机。其中，很多中大型中资银行早已入驻香港，但为了加强与客户交流，发展壮大业务，有逐步扩张的趋势，对写字楼的需求也在提升。

而保险公司和资管公司则是受益于政策上的鼓励和放宽，以及多元化投资的需要，争先进入香港。除此以外，港交所成为众多企业首次公开募股的理想交易所之一，不少非金融机构，如以恒大为首的房地产公司，也在香港开设了自己的办公室。中资机构的大量需求早已填补了本地或外资机构外溢的需求，虽然租金水平已经高得令人咂舌，旺盛的需求以及零供应仍将驱动租金水平向上走。

港岛东南部引流外溢需求，九龙高空置率受累城区规划

传统中环租客虽然正逐渐离开中环，但仍深谙中环的核心地理优势，具有极大交通便利优势的港岛东曾经是租户迁移的首选目的

地，2017年上半年的空置率甚至低于中环。但南港岛线的开通给港岛南增加了极大的筹码，成为港岛东的头号竞争对手。总的来说，这两处供应虽然仍在增加，但旺盛的需求使得租金上扬势头明显。

再看向九龙区，尤其是九龙东，作为供应主要来源究竟为何不得租户喜爱呢？细究九龙东的交通和城区规划，我们发现九龙东的地铁站都位于核心商圈边缘，交通不甚方便，例如由观塘地铁站至宏利金融中心至少需要在室外步行10分钟，与中环等地铁站的合理高效布局相比立刻逊色不少。除此之外，九龙东作为工业老区，近年来人口激增，区内道路规划难以负荷，交通拥堵严重，且一直未见改善。地下及路上交通的不便都成为企业考虑新租址时的顾虑，即使供应大增，租金下滑，也难以得到青睐。因此我们预计未来九龙在大量供应与有限需求的夹击下，租金有下探势头，空置率仍将在高位徘徊。未来比邻九龙的启德发展区落成时，九龙东的写字楼市场预计进一步遇冷。

恒基232亿购入中环地王，地王效应预计抬升商厦尺价

2017年5月16日，中环美利道商业地由恒基地产232.8亿夺得，每尺楼面地价50063元，地价及楼面尺价均刷新香港卖地记录。同时，恒基将斥资260亿打造地标商厦，预计项目2022年建成。目前，地王附近写字楼租金月租约160元一尺，相对每尺56000元的发展成本，回报在3.4%左右。预计美利道商业地王未来尺租可达170至200元，并成为地标级的写字楼物业。

目前，内地企业纷纷往海外发展，在香港开设海外总部，香港中环写字楼需求越来越大，租金看升。而中环在售出美利道地皮后仅剩中环街市地皮，供应稀缺。此次恒基购入中环地王，进取的出价对区内指标商厦有启动作用，预计地王效应会使商厦市场被冻结，甲级商厦尺价上升15%。

启德发展区全面腾飞，香港第二中环潜力巨大

作为香港未来发展重心，被外界称为“第二中环”的启德发展区在未来的写字楼供应也将扮演重要角色。启德发展区提供106万平方米楼面商业区，主要分布于启德邮轮码头外以及邻近新蒲岗的北停机坪地区。其中临近协调道的“综合发展区”地皮面积达19.1万平方尺，地积比率10倍，提供超过190.5万平方尺楼面，划分为东西两块地皮，将会兴建一栋包括写字楼、酒店及零售的综合商业项目，作为地标性建筑。

2016年11月23日，利福国际以73.88亿元投得启德第1E区2号地皮，地皮面积约152,407平方尺，每尺楼面地价6,733元；2017年5月31日，南丰集团旗下公司合裕发展有限公司以约246.1亿元，投得启德第1F区2号地皮，占地204,989平方尺，可建楼面约191.2万平方尺，每尺楼面地价约12,863元。作为一个从零开始的新兴发展区，启德发展区商业地皮成交价格自然比不上中环，但是超过12000的平均尺价证明了开发商对于启德发展区未来写字楼盈利的信心。综上，启德发展区未来的落成将进一步增加香港写字楼供应，缓解中环供求压力。但是作为香港未来发展的核心以及地皮拍出的价格表现，启德发展区预计落成写字楼的售价及租金将处于高位。

内地游客访港人次所有上升，对整体零售业起到积极作用

在过去的三年中，由于出行选择增加、“一签多行”改为“一周一行”、人民币贬值及反腐行动取得显著效果，内地访港旅客自2014年开始赴港旅游热度降低，访港旅客人次连续三年整体呈下降趋势。2016年内地游客访港人次较2015年下降6.68%，然而2017年第一季度访港游客人次同比增长3.3%，占总体访港旅客比例也有所上升，市场有逐步回暖的迹象。不过，由于高端零售业市场疲软，到港旅客人均消费预计将继续下跌。

图：内地访港游客人次及占总体访港旅客比例



资料来源：政府统计处，香港特区政府

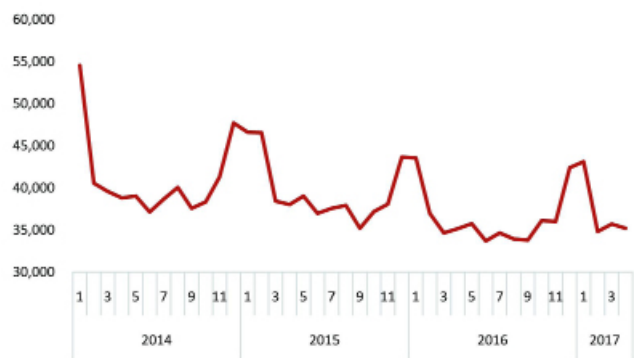
另一方面，从2016年第四季度开始到今年第一季度，出中国内地外的短途地区市场，包括日本、韩国、东南亚等国家的旅客人数有所上涨，由于内地游客占总体游客人次比例约75%，除内地游客外的其他国家地区游客增长对整体访港游客人次并没有太大的影响。

零售业连续三年疲软，商铺租户结构性改变

截至香港政府统计处最新统计，2017年第一季度香港零售业销货额1488.23亿港元，同比下跌0.98%；零售业总销货数量同比下跌1.4%。2016年全年香港零售业销货额4356.2亿港元，比2015年全年下跌8.32%，这一下跌趋势在去年年底和今年年初得到缓解，第一季度下跌幅度明显收窄。其中，超级市场货品下跌0.6%，电器及摄影器材下跌18.0%，汽车及汽车零件下跌13.9%，其他杂项耐用消费品下跌12.4%。与之形成对比的是珠宝首饰钟表等高档零售上升0.5%，服装上升2.1%，百货公司货品上升3.4%，化妆品药品服装等上升4.8%，食品饮料等上涨9.9%。

图：香港零售业总销货额

单位：百万港元



资料来源：政府统计处，香港特区政府

由此可见，以中档消费和民生需求为代表的零售并未疲软，相对稳健。高档珠宝、钟表等奢侈品消费转跌为升，一方面是因为访港人数回升，另一方面则反映了香港第一季度就业及收入情况良好，但由于上涨幅度小，香港的零售业正在仍在逐步降低对于外来游客消费的依赖。长远来看，有利于零售业的多样化和稳定性。

因此，商铺市场的租户也发生了结构性改变，以食品饮料等为主的中档消费将是主要商铺的需求来源，高档消费的影响正在逐步淡化，这也有利于未来商铺市场的平稳发展。

政策：多种措施促进零售业、旅游业

香港政府致力于帮助香港零售业、旅游业恢复活力，尝试了多种促进旅游业的措施。

凡是有利于零售业的政策都将对商铺市场产生积极的影响。其一，在2015年拨出8,000万元支持旅游发展局加强向海外推广香港旅游的力度，另外亦拨出1,000万元的配对基金，支持旅游景点在海外市场宣传。这一政策在2016年持续生效，来自日本韩国（2016年增长

8.38%）、欧洲（2016年增长4.13%）、东南亚（2016年增长4.01%）的游客。增加来自不同国家的游客人次，从而减少香港旅游业对内地旅客的依赖性，这对于香港旅游业和零售业的长期稳定发展，具有积极影响。

其二，为了吸引更多内地游客，香港旅发局预算花费7000万港元推出有关香港回归祖国20周年的宣传活动，并鼓励支持“真人秀”到港拍摄。这一政策能为香港零售业带来更多增长动力。

2016年11月以来香港政府频出辣招限制外地购房者到港置业，今年5月金管局降低海外投资人士供款入息比率，从而提高非本港投资者购房门槛，购房需求或外溢，造成商铺市场进一步上升。

结语

写字楼方面，2017年，香港写字楼市场持续升温，租金售价齐升。恒基232亿夺得中环地王，中环地皮基本枯竭，中区长期低供应量高需求状况未得到明显改善；启德发展区潜力巨大，商业地皮成交状况良好，预计未来成为新的写字楼市场增长点。预计2017年下半年香港写字楼市场整体仍将稳步升温，但各区域之间分化会更加明显。

商铺方面，香港商铺租金在第一季度呈现上涨趋势，接近下跌前的历史高位。但是由于香港旅游业未能恢复至2013年巅峰状态，零售业没有上涨动力依旧面临寒冬。而本土消费力表现稳定，中档消费成为商铺需求的主要动力。在2017年，在人民币贬值、“一周一行”等负面因素未能扫除的前提下，内地游客赴港旅游的人次有所上升，总体访港人数上升也为零售业带来增长动力。在稳健的本土消费的支撑下，预计未来香港零售业将保持平稳，甚至小幅度上升。由于充足的新商铺供应，预计未来香港总体零售商铺租金或将持续收窄上涨幅度，最终趋于平稳。

CRIC研究中心《总结与展望课题组》

作者简介

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

杨科伟，研究中心市场研究经理，擅长房地产政策及宏中观市场分析
电话：021-60867828 邮箱：yangkewei@.com

马千里，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@.com

谢杨春，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@.com

柏品慧，研究中心市场助理研究员，擅长房地产政策及土地市场分析
电话：021-60867371 邮箱：baipinhui@cric.com

吴嘉茗，研究中心市场研究助理，协助政策及宏中观市场分析
邮箱：wujiaming@cric.com

沈晓玲，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@.com

朱伟，研究中心企业助理研究员，专注房地产企业战略和融资及财务分析
电话：021-60867870 邮箱：zhuwei@cric.com

刘敏，研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究
电话：021-60867876 邮箱：liumin@cric.com

朱一鸣，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@.com

贡显扬，研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业分析
电话：15000056171 邮箱：gongxianyang@cric.com

钟诗慧，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：zhongshihui@cric.com

房玲，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@.com

俞倩倩，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@.com

易天宇，研究中心企业助理研究员，专注房地产企业分析和土地市场研究
电话：021-60867860 邮箱：yitianyu@cric.com

城市研判



中国房地产市场格局 新变化及发展趋势研究

文/克而瑞研究中心研究员 杨科伟、马千里、谢杨春、柏品慧、吴嘉茗

VIEW

从房企城市集中度，一、二线存房量，政策调控等角度深度研究中国房地产市场新格局及发展趋势。

2016年，在“调结构”与“稳增长”并存以及供给侧结构性改革推动下，经济增长的新常态也带来了房地产市场的新常态，行业政策环境、投资增速、企业表现、城市格局、需求结构等方面都开始形成与之前不一样的新格局。

突出地表现为这样几个方面：“全国一盘棋”的政策调控方式转向分类调控、因城施策；热点城市量价齐升，二、三线城市成功崛起，房价及规模均大有赶超一线城市之势，部分三四线城市短时由高库存转为供不应求，城市集中度大幅提升；房企业绩大幅飚升，3家房企业绩超3000亿元，企业集中度更上一层楼；在人均居住面积超过35平方米之后，购房者满足居住需求到追求更高品质，改善需求全面释放，以此也带动二手住宅市场成交规模激增，除北上深等一线城市外，苏州、南京、厦门等进入准二手房市场；一方面是需求在变，另一方面则是重点城市高地价推动“伪豪宅”泛滥，供需错配造成无效供给的“僵局”未来如何去打破和化解？

“因城施策”致遇涨即调，更关注中微观市场变化

灵活、精准调控，及时变动政策，从力度、范围、手段做到“因市而变”，使亮点更多元化、立体化。

在中国房地产市场从无到有、从小到大的发展过程中，“宏观调控政策”一直如影随形、并起到至关重要的作用，可以预见“调控”仍将在未来市场发展中继续存在。只不过方式更加快捷、灵活、精准，赋予地方政府更多自主权而实现“因城施策”，不再是以往“一刀切”式全国一盘棋，中央层面将着力构建市场长效调控机制。

调控更灵活精准，根据市场变动出台政策

2014年开始的这一轮“分类调控”，与以往最大不同在于，地方政府成为调控主体，决策速度加快、精准度明显提升，相比此前“一刀切”的调控政策出台的繁琐流程，地方政府可以随时根据当地房地产市场变动情况及时做出调整，出台调控政策的灵活度更高，主要体现在两个方面。

第一，多数热点城市市场价格非理性“热炒”后，随即开始调控。第二，地方政府根据市场变动情况及时做出政策调整。以往这种短期内一个城市调控多次升级并不常见，也说明当前政策调控政策是根据市场变化而循序渐进，并未出现“一限到底”的这种极端做法。

因市而变，力度、范围等更多元化、立体化

在“因城施策”的大前提下，不仅调控灵活度不断提升，与市场同步，同时调控力度也因城不同，调控的范围不再拘泥一、二线城市，调整新手段则层出不穷，而调控新亮点也更加多元化，这四个方面均是本轮调控所展现出来的新变化。一、调力度：限购、限贷力度不一，充分体现“一城一策”、“因城施策”。二、扩范围：

三四线尤其是三大经济圈内三、四线城市普遍加入调控。三、增手段：“限售”政策首次亮相，将于限购形成长效调控机制。四、新亮点：不同以往高举轻放，强力整顿市场秩序

总的来看，不同于“限购、限贷、限价”政策调整，市场秩序整顿可以说是市场发展到特定时期下产生的调控思路，甚至可以这种偏向于短期调整是一种“即兴表演”。而这种“即兴表演”恰恰也意味着未来调控的切入点将会更加落地，更加关注城市中微观市场动态。

高增长转为低增速，激流退去规模空间有限

适龄购房人口与人均居住面积放缓，开发投资额基数放缓，未来销售面积与金额难破新高。

适龄购房人口与人均住房面积增速放缓，基本需求趋饱和

2016年的楼市高热带动的恐慌性购房，已经透支了部分需求，可能并不必然造成成交规模在短期一两年内骤然下降，结合当前严格的政策环境、开发投资额增速大幅减缓，已交付存量住房规模庞大，预计未来3-5年内销售金额及面积仍将能高位运行，但整体难再突破2016年水平创新高。

房地产市场的“黄金十年”主要在于之前积累下来的住房需求集中爆发。1998年以来，房地产开发企业竣工房屋面积和全国商品房销售面积亦逐年攀升，到2014年末总量分别达99.7亿和99.1亿平方米。同比增幅均逐年下滑，增速明显放缓。经过多年发展，城镇居民“无房住”的现象已得到有效缓解，未被满足刚性住房需求显著下降，城镇居民基本住房需求整体趋于饱和。

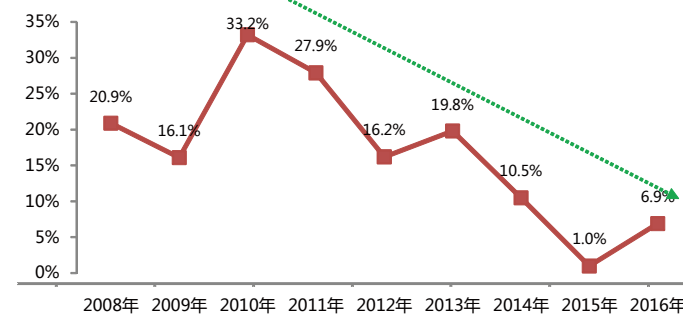
根据国家统计局数据及其预测，从2000年到2010年，我国20-44岁人口增加6.3%，达到顶部的5.5亿人左右，之后开始下降，预测到2020年时20-44岁的购房适龄人口将较2010年减少9%。置业最活跃人群减少，未来刚需市场规模或受抑制，适龄购房人口占比下降、人

口红利退去，推动房地产业迅速发展的根本需求正在逐渐减弱。

销售—投资传导“失灵”，行业进入平稳期

从行业数据看，历年房地产开发投资额持续上升，增速在2010年达到巅峰33.2%，随后逐年下滑，即便是在行业销售如火如荼的2013年、2015年和2016年，开发投资额增速依然难改整体下滑的颓势。即便是2016年商品房销售金额和面积双双创下历史新高，开发企业的投资意愿和信心并没随之爆棚，同比增速也仅为6.9%，仍处于底部状态。

图：2008年-2016年全国房地产开发投资额同比增速走势



数据来源：国家统计局

从长期来看，经过连续多年的高速增长，房地产开发投资额基数已然非常庞大，想要继续持续高速扩张显然不符合经济发展的客观规律。投资增速降低，意味着房地产从高速发展阶段进入到接近波峰的平缓发展阶段。

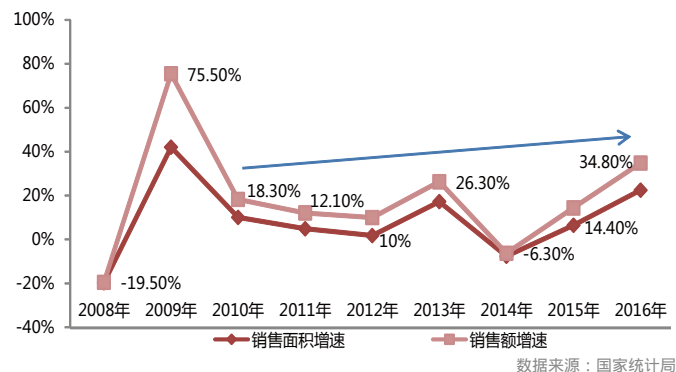
销售规模恐已触及天花板，未来规模、增速面临负增长

2016年初政策刺激下，房地产市场热度一路升温，一线城市及热点二线城市量价齐升，“实业不如炒房”、“恐慌性购房”情绪一度蔓延，导致成交规模飙升，三、四季度热点城市陆续出台收紧

类政策，成交量在政策的压制下有所回落，但需求和资金开始往环线周边的三四线城市外溢，使得全年成交规模创下新高。

随着房地产行业成交规模逐年上升，已建成并交付使用的存量商品房规模也不断扩大，在规模基数逐渐增大的情况下，维持高速增长便更成为一件难事，2016年全国商品房销售面积和金额增速分别达到22.50%和34.80%，为2010年以后增速最高年份，年度商品房销售面积和销售金额更是分别达到15.73亿平方米和11.76万亿元，这将在短期内成为难以打破的行业规模“天花板”，已然成为市场各方的共识。

图：2008年-2016年全国房地产销售面积及销售金额同比增速走势



“新一线”崛起，增量空间仅存结构性机会

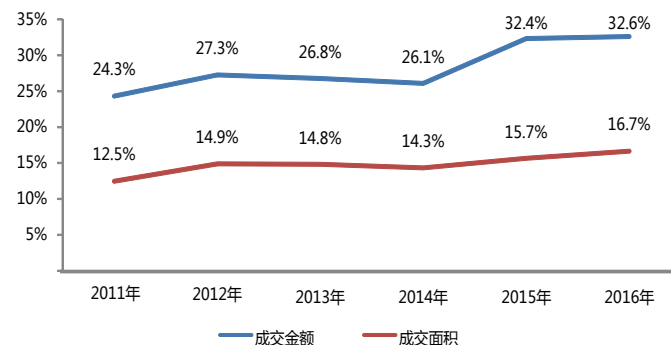
一城一景、热点分化将是未来房地产行业永远主题。

这一趋势早在数年前出现、在近两年地位确立并不断得到强化。随着城市调控进一步升级，以及大中城市人口控制目标的落地，未来一线城市市场更多在于“稳量提质”，以产品创新引领市场发展，而传统的数量规模更多聚集在二线城市及“环一线”的三、四线城市，行业增量机会将更多出现在这些“热点城市”。

集中度持续上升，四大“6000亿元城市群”独领风骚

2016年很多城市商品房成交面积和金额都双双创新高，这也使商品房成交面积和成交金额TOP10城市市场集中度占比分别为20%和32%，可以说中国房地产市场这个“大蛋糕”几乎三分之一集中到这10个城市当中。

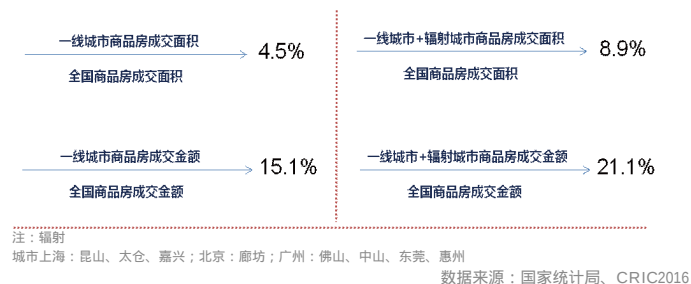
图：2011年-2016年全国商品房成交金额、面积TOP10城市份额占比走势



从过往六年行业发展进程来看，城市市场“强者恒强”的格局一直持续并在2015年以来更加强化凸显，不论是成交面积还是成交金额，集中度都在持续上升，并且在金额指标上表现的尤为显著。2015年以来，随着一、二线城市房价的快速上升，TOP10城市成交金额的全国市场份额比重也出现了“跳跃式”增长，较上年高出6.3个百分点，而此前的四年间仅小幅提升了1.8个百分点。2016年成交金额TOP10城市的全国市场份额接近1/3，远高于成交面积TOP10城市的全国份额。

这其中作为行业风向标，北、上、广、深等四大一线城市市场备受各方关注，占全国商品房成交面积4.5%的一线城市商品房成交金额却达到了全国市场份额的15.1%。随着超大城市控制人口、城市规模和产业升级进程加快，“环一线”的三四线城市开始普遍受益，受益于人口和资金外溢带来的新增住房需求，俨然已经形成了

环北上广深四个一线城市的四大6000亿元成交金额的核心城市圈，这样一个面积和金额分别占到全国市场9%和21%的超大城市群必将是所有市场主体不容忽视的“主战场”。



三大城市圈聚集+中西部单中心城市新格局

从2016年城市房地产市场发展情况来看，不同于过往认知和理解的“一线、二线、三四线相同城市能级发展步调基本一致”的发展观，突出的显现并形成以长三角、珠三角、京津冀三大城市圈内的核心城市（上海、深圳、北京）和圈内重点城市（南京、杭州、苏州、合肥、广州、天津）形成的市场集群，遥遥领先于国内其他区域市场。与此同时，武汉、郑州、重庆、成都、长沙等中西部区域单中心城市成交量持续高位运行，且规模增速甚至显著高于一线城市，市场发展犹有较大上升空间。

以此来看，无论是规模、增速和还是房价及其涨幅，以长三角城市圈为首的三大城市圈和沿长江中游的几大中心城市的市场格局已经形成并会不断得以强化，已经具备了代表行业未来的腔调。



“永不落幕”的一线城市与“正在崛起”的新一线城市

受城市发展边界、人口控制目标等限制，一线城市供应规模严重受制约，刚需市场也越来越多的被二手房所承接，新建商品房地产市场规模增速明显放缓，但需求和资金开始向周边城市溢出，加速区域一体化进程，一线城市依旧是市场的第一梯队。

随着城镇化进程的加快推进，越来越多二线城市的城市建设快速扩张，迎来了周边区域价值快速提升，城市人口吸附力急剧增强，商品房成交规模也逐年放大，典型如成都、合肥、武汉、郑州、重庆、杭州、苏州、南京、天津等9大“新一线”城市商品房成交金额占到全国的23%，成交面积占到全国的18%。而且，就未来发展潜力综合分析来看，各项评价指标也明显领先，人口导入能力较强、市场供不应求、基建快速发展是这些城市的共有特征。

表：“新一线”城市优势分析

指 标	9市均值	其他城市均值	9市/其他城市	说明
商品住宅成交面积（万平方米）	1957	865	2.26	投资机会更多市场风险更小
商品住宅成交均价（元/平方米）	13902	10064	1.38	
房价涨幅（定基2015年）	131	110	1.19	
住宅可售面积（万平方米，逆向）	737	799	0.92	
住宅消化周期（月，逆向）	5	12	0.40	
50强房企进驻数量	27	16	1.68	行业认可度高优质产品更多
50强房企拿地建筑面积（万平方米）	1186	444	2.67	
GDP（亿元）	11246	4726	2.38	人口、经济规模优势显著二手房市场发展潜力更大
常住人口（万人）	1289	587	2.20	
人均GDP（元）	94815	77576	1.22	
房地产开发投资	2186	863	2.53	
城镇人均可支配收入（元）	37684	33639	1.12	
人均储蓄余额（元）	60036	58566	1.03	城市基建明显领先
交付里程（公里）	138	68	2.03	
在建里程（公里）	107	21	5.21	

数据来源：国家统计局，CRIC研究中心整理

从百花齐放到高度集中并购整合成主流

2017年第一季度各梯队房企集中度同比上升，金额增速远高于面积，房企市场份额高度集中趋势持续增强。

近15年间，中国房地产开发企业的数量也随着房地产市场规模的发展不断壮大国家统计局数据显示，全国房地产开发企业的数量从2000年的27303家，增长到2015年93426家房企。尤其是在2016年中国房地产市场量价齐升、双创新高的情况下，行业集中度大幅上升，TOP200房企销售金额占全国商品房销售金额的52.8%，已然占领半壁江山。

2017年1季度，各梯队房企集中度均同比上升，且金额增速远高于面积，房企市场份额高度集中趋势在持续且大幅增强。其中TOP10房企集中度达31.5%，同比上升9.7个百分点；TOP50房企集中度提升最为明显，同比增加16.2个百分点达到56.5%。而TOP100房企销售金额集中度更是匪夷所思地大幅提升至65.6%，较2016年同期增加了15.8个百分点。

表：2014–2017Q1各梯队房企销售金额占同期全国商品房销售金额比重情况

	2014年	2015年	2016年	同比上升百分点	2017年一季度	同比上升百分点
TOP10企业	16.92%	17.05%	18.72%	1.68	31.5%	9.7
TOP20企业	22.79%	23.06%	25.23%	2.17	42.0%	13.1
TOP50企业	31.15%	32.07%	35.29%	3.23	56.5%	16.3
TOP100企业	37.78%	40.05%	44.81%	4.76	65.6%	15.8
TOP200企业	—	—	52.80%	—	—	—

数据来源：CRIC系统，中国房地产测评中心

总体来说，大型房企在土地储备、信用评级、融资贷款、开发运营等方面都有本身自带光环的天然品牌优势，这也使其得以未来能够加速扩张。无疑未来企业集中度还会加速上升，且梯队划分更加明显，大型房企的行业地位仍会不断巩固，房企竞争将更加激烈，优胜劣汰的丛林法则彰显。

二手住宅成交激增，诸多一二线迎存量房交易时代

房地产市场依然以一手房交易为主，但经济发展较快，行业成熟度高城市，地价成本攀升，新房市场豪宅化，二手房市场看好。

从全国行业发展阶段来看，目前中国房地产市场还是以一手房交易为主，但在部分经济发展较快，行业成熟度较高的城市，随着城镇商品住房存量的不断增长，以及地价成本的不断攀升，新房市场豪宅化的趋势则愈发明显，首置、首改等居住需求则更多的流向二手房市场。

2016年在房地产市场销售火热的带动下，存量较大、供给充足、性价比高、配套更为齐全的二手住宅成交量也快速上升。从18个重点城市成交规模来看，北京、上海二手房市场较为成熟，成交量达到2000万平方米以上，两者合计占到18个城市的34%，而广州、南京、天津二手住宅交易量也超过1000万平方米，其中南京近2年二手住宅交易量增长较快，成交量首次突破1000万平方米。从成交规模增速来看，2016年仅深圳二手住宅成交量同比下跌，其余城市皆大幅增长。其中二线城市中增长最快的是青岛、杭州，涨幅分别达到70%和69%，另外南京涨幅也达到60%。总体而言，大部分一、二线热点城市二手住宅交易量与新房一样，在2016年都创下新高。

表：18个城市2015年、2016年二手住宅/一手住宅

城市	2015年 二手房/新房	2016年 二手房/新房	增加值	城市	2015年 二手房/新房	2016年 二手房/新房	增加值
上海	2.0	2.2	0.2	成都	0.3	0.4	0.1
北京	1.7	2	0.3	青岛	0.3	0.3	0
南京	0.7	0.9	0.2	无锡	0.5	0.6	0.1
天津	0.8	0.6	-0.2	东莞	0.6	0.6	0
广州	0.6	0.7	0.1	厦门	1.1	1.8	0.7
杭州	0.4	0.5	0.1	南昌	0.4	0.4	0
苏州	0.6	0.9	0.3	金华	1.1	1.1	0
郑州	0.5	0.4	-0.1	常熟	0.5	0.5	0
深圳	1.4	1.6	0.2	南充	0.4	0.5	0.1

数据来源：CRIC2016

表：18城2016年新建商品、二手住宅成交增幅及比值 单位：万平方米

城市	新建商品住宅	同比	二手住宅	同比	二手/新建
上海	1392	-7%	3089.08	1%	2.22
北京	1230	12%	2515.74	38%	2.05
南京	1586	24%	1361.28	60%	0.86
天津	2332	72%	1181.17	12%	0.51
广州	1598	30%	1153.31	66%	0.72
杭州	1867	46%	947.62	69%	0.51
苏州	903	-23%	840.33	17%	0.93
郑州	1696	75%	750.73	43%	0.44
深圳	465	-37%	745.37	-30%	1.60
成都	2909	20%	739.45	8%	0.25
青岛	2041	63%	604.93	70%	0.30
无锡	918	46%	579.17	92%	0.63
东莞	853	-9%	546.91	-10%	0.64
厦门	273	-22%	501.9	34%	1.84
南昌	689	29%	285.35	29%	0.41
金华	161	31%	173.91	32%	1.08
常熟	284	90%	150.47	89%	0.53
南充	223	18%	111.75	46%	0.50

数据来源：CRIC2016

长远来看，在一手房成交量冲顶后回落过程中，二手房成交量逐渐攀升，最终超越一手房成交成为市场的主导是必然趋势。未来，在城市开发用地匮乏、人口增长受阻情况下，新房供应量必将大幅萎缩，而二手房供给充足且量大。另外，二手房通常都有很健全的配套设施以及良好的交通环境，且有现房优势。这些都将推动二手住房市场的蓬勃发展并将成为主流。

从满足居住需求到追求更高品质，改善需求持续释放

随着消费升级时代来临，居民住房消费需求正在迎来新一轮升级换代，房地产市场也告别粗放式发展，步入精细化发展阶段，集中表现在以下两点。

住房消费需求不断升级，定制化装修、科技住宅成新宠

迎合消费者个性化居住需求，定制化装修全方位演绎“定制生活”。健康消费需求持续升级，绿色、科技地产发展突飞猛进。

三房、四房户型持续热销，市场正以改善需求为主导

改善需求持续释放，成为新增购房需求的主要力量。2012-2016年，重点监测城市90-120平方米、120-140平方米三房、四房户型成交持续向好，占比稳步提升，90-120平方米户型占比增长最为迅速，相较于2012年增加3.7个百分点；70平方米以下、70-90平方米纯刚需户型占比直线回落，分别减少1.7个百分点和2.9个百分点。

有鉴于此，我们认为改善需求推动房地产市场进入新一轮的上升周期，房地产行业需求正在由初次置业的刚需转变为住的更多的改善需求，对产品也有更高要求，进入由量到质的升级时代。

与此同时，改善需求时代也意味着需求规模总量缩减、需求释放周期相对较长且会比较平稳，这都是不同于以刚需为主购房需求的显著特征，没有了刚需的迫切性和对产品的宽容度，这都会促使未来阶段房地产市场走向另一种路径的发展方向。

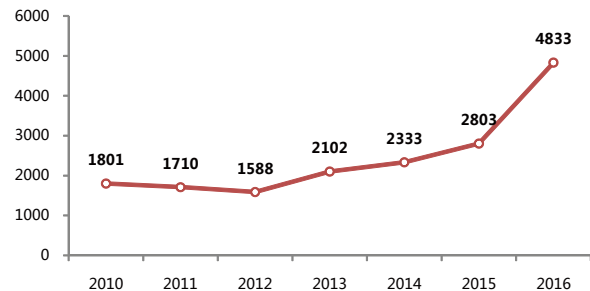
高地价推动“高价住宅”泛滥，供需错配致无效供给

高地价必然要求未来更高的房屋售价，尤其是合肥、南京、天津、武汉等二线城市“高价住宅”将大幅增加。

热点城市土拍高温难降，房价与地价互为助力并加速上行

自2013年以来，土地成交楼板价缓步上行，2016年更是呈加速上涨之势，成交楼板价快速提升至4833元/平方米，同比大涨72%。一方面，受土地成交结构性因素影响，一线和热点二线城市土地成交规模占绝大多数，三、四线城市成交规模接近“腰斩”；另一方面，热点一、二线城市土地市场竞争激烈，单价、总价地王频出，地价上涨尤为显著，大幅抬升了整体地价水平。

图：2010年-2016年全国300城经营性土地成交楼板价走势 单位：元/平方米



数据来源：CRIC2017

在房价普遍上涨的同时，高价住宅成交同样量价齐升。北上深厦杭一直作为中国豪宅成交聚集地的地位再次得到强化，成交套数遥遥领先其他城市。热点二线城市豪宅市场迎来成交高峰期，南京、天津、济南、郑州等多市豪宅成交量进入高速增长期，其中南京、天津千万豪宅成交600余套，同比涨幅接近200%；济南、郑州、成都和合肥千万豪宅成交套数都在100套以上，同比涨幅超200%，郑州更是同比大增506%。

产品驱动转向成本驱动，热点二线“高价住宅”去化堪忧

2016年，热点一、二线城市多区域、板块频出地王，高地价必然要求更高房价，房企被迫打造高价住宅。豪宅由产品驱动转向成本驱动，意即成本将取代产品成为豪宅市场的决定因素。受此影响，热点一、二线城市将诞生大量的“高价住宅”，住宅项目出现“泛豪宅化”倾向。

表：2016年重点监测城市总价千万以上商品住宅成交及同比变化 单位：套

城市	成交套数	同比
上海	11061	46%
北京	6527	85%
深圳	4481	54%
广州	1433	76%
杭州	1241	22%
南京	804	174%
天津	765	190%
苏州	618	7%
厦门	580	72%
东莞	483	70%
济南	215	241%
郑州	194	506%
成都	155	204%
合肥	126	404%
佛山	123	-26%
福州	92	-11%
武汉	82	-54%
重庆	71	-27%

数据来源：CRIC2016

二线城市“高价住宅”长期存在的较大去化压力，市场风险仍需警惕。一方面，受制于二线城市地价、房价过快上涨，一定程度上透支未来市场预期，依靠房价在现有基础上再实现较大比例增长从而消化“高价盘”价格压力，这并不现实；另一方面，二线城市高收入、高净值群体数量毕竟有限，短期内，二线城市豪宅置业需求急剧释放过后，成交量将逐渐趋于低位徘徊；最后，“高价住宅”市场将引发较为激烈的同质化竞争。整体市场又由于供需结构不合理造成有效供应长期不足，造成市场定价体系的紊乱。

结语

弱周期调整下，未来房地产业发展趋势

热点城市调控力持续加大并向三、四线城市蔓延，行业增速放缓，越来越多城市将呈现“成交回落，房价缓增”态势。

调控长效机制羽翼未丰前，行政化手段退出市场尚需时日

目前各行业“简政放权”改革都在持续推进，但就房地产业而言，却是进一步强化地方政府主体责任，加强对各地市场宏观调控。对具体城市而言，一旦部分出现投资性需求集聚、房价增速“失控”势头，地方政府就势必会出台限制性调控政策，并且在调控模式上会对投资需求予以更多限制，譬如“认房又认贷”、“提高社保年限”、“限制交易年限”等政策也会在更多城市展开。

我们认为在明确了“房子是用来住的，不是用来炒的”核心原则后，在政府着力构建房地产业长效调控机制羽翼未丰之前，地方的行政调控就难以退出，不排除其中的限购、限贷、限售等成为长效机制的一部分长期存在。

城市分化将进一步演变，短期波动难改人口驱动力

目前城市发展格局的变化已初步成形，一、二线热点城市市场份额集中度依旧持续上升，成长崛起一批“新一线”城市，形成三大城市圈聚集和长江中游经济带单中心城市并举的房地产市场新格局，这些城市将吸引更多人才、资金持续流入，支撑房地产市场继续蓬勃发展。

但供给不足的问题也难以解决，严厉的“四限”政策调控也如影相随。部分“环一线”、“环热点二线”的三四线城市也迎来了房地产发展新机遇，外溢需求和外溢资金大大加快了这些城市化进程；部分东北、西北、西南地区的二线城市和绝大多数三、四城市去库存形式依旧严峻，人口导入能力不足，城镇人口平均住房面积较大，居民收入水平不高是这些城市的共同特征。

人口基数优势褪去,增量主要源于新型城镇化进程

如前所述,未来购房适龄人口将明显下降:相比“60后”和“70后”而言,“80后”与“90后”的人群总量少了约7%,而“00后”人群基数更低,全国仅1.5亿人,比“80后”少了36%。城市房地产市场“人口基数红利”褪去已是大势所趋,且伴随着人居住房面积不断上升,首次置业需求势必会加速减退,更多在于存量需求的改善购房行为,改善需求时代也意味着需求规模总量缩减、需求释放周期相对较长且会比较平稳,难对现有规模高点实现突破。

在此背景下,未来房地产市场规模发展更多依赖城镇化率的持续提升。结合新型城镇化的发展战略来看,未来在承接一、二线城市产业转移、区域经济一体化、一带一路战略等利好推动下,实现人口双向流动,二线城市人口吸附力增强,且三、四线城市也将迎来增量发展机会。

二手房市场扩大并成主导,更多承接刚需、首改需求

在土地价格快速攀升的市场背景下,土地出让频次更高、新房成交量增长更快的区域,其房价水平也往往更高。典型如郑州的新区房价超过旧城区、南京的河西南新房价格反超城墙内均是如此。诚然,房价较低的旧城区一般也有着明显的不利因素:教育医疗配套一般、道路交通狭窄、商服能级不高等,且“规划前景”也往往比不上近郊“新区”,但在价格要素主导下,越来越多的刚需购房者转向二手房市场。

随着城市建设的进一步推进,当越来越多的城市触及自身发展的区域边界,二手房挂牌量也势必进一步增多,二手房将成为越来越多城市的交易主力,这也是城镇化进程和房地产发展的必由之路。其实北京、上海、深圳的发展现状已经很好地说明了这一点,当城市的新房建设延伸到远郊,老市区新房市场会更多地趋于高端化,相应地,首置、首改需求势必更多的被二手房市场满足。

本文为《中国房地产市场格局的新变化及其发展趋势研究》报告删减版,如需完整版,请联系我们。

全文概要

《中国房地产市场格局新变化及趋势研究》导览

一、调控转向“因城施策”致遇涨即调,更关注中微观市场变化

二、“高增长”激流退去后市场整体规模空间有限

三、“新一线”崛起,市场集中度上升

- 1、城市份额集中度持续上升,四大“6000亿元城市群”独领风骚
- 2、形成三大城市群聚集+中西部单中心城市的新格局,长三角又执牛耳
- 3、“永不落幕”的一线城市与“正在崛起”的新一线城市

四、从百花齐放进入高度集中的房企新时代,并购整合成主流

五、二手住宅成交激增,诸多一二线城市迎来存量房交易时代

六、从满足居住需求到追求更高品质,改善需求持续释放

- 1、住房消费需求不断升级,定制化装修、科技住宅成新宠
- 2、三房、四房户型持续热销,市场正以改善需求为主导

七、高地价推动“高价住宅”泛滥,供需错配造成无效供给

八、结语:弱周期调整下,未来房地产业发展趋势

作者简介

杨科伟,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@.com

马千里,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@.com

谢杨春,研究中心市场研究员,擅长房地产市场研究

电话:021-60867871 邮箱:xiayangchun@.com

柏品慧,研究中心市场助理研究员,擅长房地产政策及土地市场分析

电话:021-60867371 邮箱:baipinhui@cric.com

吴嘉茗,研究中心市场研究助理,协助政策及宏观市场分析

邮箱:wujiaming@cric.com

全面紧缩！聚焦 长三角城市圈前景“拐点”

文/克而瑞研究中心 杨科伟、柏品慧、谢杨春、田超越

VIEW 长三角城市圈正处同城化建设的“快车道”，区域内三四线城市显著受益。核心城市产业将不断优化升级，集聚大批高素质人才，人口结构将不断调整优化，房地产市场规模增长空间着实可期。

2016年，房地产市场成交显著放量，全国商品房销售面积升至13.58亿平方米，创历史新高。长三角城市圈更是首当其冲，市场规模急速扩容，销售总金额近3万亿元，占全国25%的市场份额。下半年，长三角城市圈内三、四线城市房地产市场明显转暖，短期内投资、投机性需求大量进场，市场热度推升至无以复加的地步。

2017年至今，楼市政策层面仍旧延续“调控+刺激”组合拳，并有愈演愈烈之势。长三角城市圈作为当下最为火热的城市圈之一，在“调控+刺激”政策组合拳的作用下，房地产市场将发生哪些新变化？尤其是三四线城市市场热度能否延续也是一个值得深入探讨的话题。

长三角城市圈单核与多核并存，市场规模近3万亿

2016年，上海、南京、杭州、苏州、合肥和宁波6个城市成交总金额占全国总金额的比重达16%，长三角城市圈商品房销售金额更是接近3万亿元，全国占比约为25%。

长三角城市圈是我国最为发达的城市圈之一，包括三省一市共26个城市，约有1.5亿人口，占全国面积仅为2.2%，但创造了全国五

分之一的经济总量，城市群竞争力强劲。区域经济持续向好发展也为房地产市场奠定了坚实的市场基础。

单核上海辐射长三角，多核宁、苏、杭、庐辐射三四线

从空间格局来看，长三角是典型的“单核”与“多核”并存的城市群。“单核”即指上海都市核心，通过发挥上海龙头带动的核心作用和区域中心城市的辐射带动作用，依托交通运输网络培育形成多级多类发展轴线，推动整个长三角城市群的发展，而城市群的发展即是城镇化发展的主体，城市群可以解决一些城市发展过程中自身不能解决的重大问题，这对房地产开发过程也至关重要。

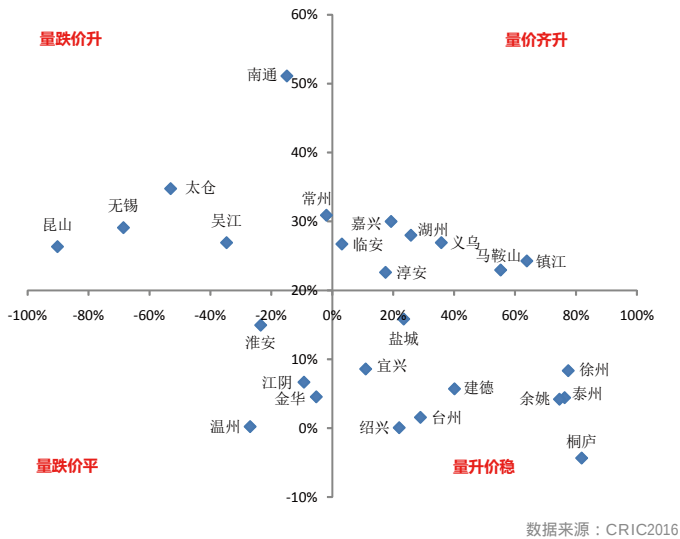
“多核”是指以南京、杭州、苏州、合肥等二线城市形成多个的“小核心”，主要辐射周边三、四线城市。如南京城市圈是以南京为中心形成一个经济区域带，成员城市包括南京、扬州、镇江、句容等城市，通过宁扬城际、宁句城际、宁滁城际等城际轨道交通线路形成发达的交通网络将城市群紧密连接起来，在“环南京都市圈”概念带动下，核心城市高房价和高购房门槛的难题在一定程度上得到疏导，同时也带动了周边三四线城市库存去化。

核心城市周边三四线受益，量价关系特征分化为四类

正由于长三角城市圈形成了上海超级“单核”叠加苏州、南京、杭州和合肥“多核”的基本格局，圈内三四线城市或多或少都受核心城市辐射。而在热点一、二线从严限购、限贷打压下，部分置业需求被迫向周边三四线城市迁移，房地产市场热度显著提升。

根据2017年一季度长三角区域内三四线城市商品住宅成交量、价走势，将成交面积、成交均价同比变化设为两个维度，并把房价同比涨幅20%作为分界线，长三角区域内三四线城市可以简单划分为种类型（如下图所示）。

图：2017年一季度长三角区域三四线城市商品住宅成交量价同比表现情况



长三角“多核”城市长期向好短期警惕透支风险

从目前长三角城市群发展来看，核心城市南京、杭州、合肥、苏州、宁波市场潜力毋庸置疑，且从当前市场规模来看，宁、杭、庐、苏已经逐步迈向“新一线城市”。

近两年南京、杭州、苏州、合肥、宁波等城市在经济快速发展、区域规划不断完善之下，城市房地产快速发展，正逐步迈入“新一线城市”之列。但短期来看，合肥和宁波都有着广义库存风险的问题，即短期土地供应过量。南京、杭州部分远郊板块被热炒，未来价格存在回调的可能性。

从目前现状来看，南京、杭州、合肥、苏州、宁波等二线城市在政策调整下商品住宅成交量有所下降，但价格保持平稳，短期来看，市场存在一定风险，从长远角度考虑，5个城市房地产市场依然

看好。**第一**，这些城市总体经济情况良好，例如南京，杭州两个城市，2016年南京杭州两市已跻身全国万亿GDP城市。**第二**，此类城市属于人口吸附类城市，常住人口与户籍人口比例均大于1，其中以苏州人口比最高，达1.56，南京、杭州、宁波的人口比也均在1.24以上，未来的购房需求充足。**第三**，这些城市人均可支配收入保证了其充足的购买力，南京，苏州，杭州，宁波人均可支配收入均在44000元以上，位次在全国名列前茅。因此，对于南京、杭州、合肥、苏州、宁波市场研判，关注点仍在与各城市未来的风险点。

表：2016年南京、杭州、合肥、宁波、苏州经济人口指标

城市	GDP (亿元)	增速	固定资产投资 (亿元)	增速	常住/户籍人口	常住人口 (万人)	户籍人口 (万人)	人均可支配收入 (元)
南京	10503	8.0%	5534	2.0%	1.25	827	663	44009
杭州	11050	9.5%	5842	5.1%	1.25	919	736	52185
合肥	6274	9.8%	6501	11.1%	1.08	787	730	29113
苏州	15400	7.5%	5648	-7.8%	1.57	1063	678	46460
宁波	8541	7.1%	4961	10.1%	1.33	788	591	44641

数据来源：各城市统计局

外溢利好推动，三、四线城市可持续性良莠分化

随着城市圈的不断发展，以及近一段时间核心城市陆续调控、力度不断加强，依附再其周边的三、四线城市房地产也迎来一波发展机遇。

量价齐升：

嘉兴、镇江、马鞍山受益外溢，义乌内生于发达经济优势

量价齐升型城市主要集中在核心城市外围，轨道交通成为这类“卫星”城市迅速崛起不可忽视的因素，经济、产业等全方面融入核心城市圈，房地产市场更是尽享核心城市外溢需求。义乌则是属于典型的经济活力型城市，购房客群以本地自住、投资性需求为主导，高收入足以支撑更高的房价水平。长期来看，除地级市成交规

模略高之外，多数县级市年均成交量不足200万平方米，市场规模依旧存在着较大的增长潜力。

表：2016年量价齐升型三四线城市经济情况

城市	GDP (亿元)	同比	人均GDP (亿元)	常住人口 (万人)	户籍人口 (万人)	常住户籍人口 比
嘉兴	3760	7.0%	81751	461	352	1.31
湖州	2243	7.5%	75715	296	265	1.12
镇江	3834	9.3%	120603	318	272	1.17
马鞍山	1494	9.0%	65631	228	229	0.99
义乌	1118	7.7%	88067	128	78	1.64
淳安	233	10.5%	50614	—	46	—
临安	505	8.6%	95226	—	53	—

城市	城镇居民人均可支配 收入(元)	同比	固定资产投资 (亿元)	同比	房地产开发 投资(亿元)	同比
嘉兴	48926	7.5%	2790	11.0%	478	4.4%
湖州	45794	8.4%	1592	13.5%	274	-15.2%
镇江	41794	8.1%	2873	15.1%	449	26.1%
马鞍山	38142	8.2%	2065	11.0%	219	8.8%
义乌	60773	7.4%	582	13.6%	121	41.2%
淳安	36708	9.8%	160	6.0%	40	-10.3%
临安	44858	8.8%	266	15.0%	76	4.7%

数据来源：统计公报

量跌价升：

无锡、吴江、太仓、昆山受打压，南通受益高铁规划利好

量跌价升型城市集中分布在上海、苏州周边，其与核心城市之间的时间距离都在一小时以内，也是当下最为热门的三四线城市。2016年，量跌价升型城市房价全部有过一波热炒，以南通为例，全市成交均价同比涨幅超50%，售价同比翻番的项目并不鲜见。高房价必然导致有购房能力的客群基数大幅缩水，并且倒逼当地房管局祭出更为严厉的调控政策，成交量高位回落也属自然现象。

表：量跌价升型三四线城市调控政策

城市	出台时间	政策
无锡	2016-10-2	非本市户籍家庭限购1套新建商品住宅，2套商贷首付40%，第二次公积金贷款首付30%
吴江	2016-10-4	本市户籍家庭限购3套，非本市户籍家庭社保连续满1年，限购1套；认房又认贷，首套无贷首付30%，有贷50%；二套无贷首付50%，有贷80%
太仓	2016-10-4	本市户籍家庭限购3套，非本市户籍家庭社保连续满1年，限购1套；认房又认贷，首套无贷首付30%，有贷50%；二套无贷首付50%，有贷80%
昆山	2016-10-4	本市户籍家庭限购3套，非本市户籍家庭社保连续满1年，限购1套；认房又认贷，首套无贷首付30%，有贷50%；二套无贷首付50%，有贷80%
南通	2017-3-30	二套公积金贷款首付比例调整至40%
常州	2017-4-8	二套公积金贷款首付比例从30%提高至50%

数据来源：各城市住建部

量升价稳：

多数受益于返乡置业，盐城交通规划利好下价格快速增长

量升价稳的城市中，多数城市房价不高且市场规模较小，本地购房需求不足，受到核心城市辐射效应十分有限，尽管在返乡置业带动下成交同比上涨，但由于需求不足、供应较多导致价格涨幅较低，仅有徐州、盐城两个体量较大城市去年市场堪称“火热”。

量跌价平：

温州市场尚处调整期，淮安交通规划利好助推市场发展

温州、金华、江阴和淮安均与核心城市相距较远，其房地产市场的发展受核心城市辐射作用很小。在城市外来人口流入十分有限的情况下，本地新增房源主要以本地消化为主，目前仍都处于去库存状态，尤其温州楼市持续低迷，未来市场发展仍不看好。

表：2016年“量升价稳”城市经济、人口数据

城市	GDP (亿元)	同比	人均 GDP	常住 人口	户籍 人口	城镇居民人 均可支配收入(元)	固定资 产投资 (亿元)	房地产开发 投资(亿元)
桐庐	370	8.7%	90246	——	41	42496	254	34
徐州	5809	8.2%	66845	871	1041	28421	4797	549
余姚	887	7.3%	105973	——	84	48831	585	90
泰州	4102	9.5%	88330	465	508	36828	3164	251
建德	345	8.5%	67816	45	51	——	205	25
台州	3843	7.7%	64172	608	600	47162	2273	424
盐城	4576	8.9%	63277	724	831	30496	3883	359
绍兴	4710	5.5%	——	499	445	50305	2882	641

数据来源：各城市统计公报

同城化稳步推进，产业优化承接升级，市场规模可期

核心城市产业不断优化升级，助推城市圈的经济增长迈向更高一级的台阶。

值得注意的是，长三角一体化进程不断加快，未来城镇化不再片面强调各个城市单一经济指标增长，而是以城市圈共同发展为视角，核心城市与周边中小城市积极协调土地、人才、资本等各项发展要素，充分发挥各城市自身的资源禀赋，取长补短，形成互惠、互利的共同体，解构核心城市不当功能定位，有序引导产业、人口向周边城市梯度迁移。与此同时，核心城市产业不断优化升级，积聚更多高素质人才，以资本、科技、人才为纽带，助推城市圈经济增长迈向更高的台阶。

对房地产市场而言，当前长三角城市圈形成“单核”与“多核”并存格局，上海自成超级“单核”，辐射整个长三角区域；苏州、杭州、南京、合肥等二线城市形成多个“小核心”，主要辐射周边三四线城市。长三角区域经济持续向好发展，江浙地区民营经济体增长动力强劲，居民购买力充足，为房地产市场奠定了坚实的

市场基础。得益于京沪高铁二线、沿海高铁远期规划，有助于解决南通、盐城、淮安等节点城市铁路交通的短板，产业、人口将持续导入。限购、限贷等行政干预措施并非长久之计，一旦出现松绑的迹象，房地产市场必将迎来新一轮快速增长期。

结语

综合而言，长三角城市圈正处同城化建设的“快车道”，区域内三四线城市显著受益。以嘉兴为例，将设立浙江省全面接轨上海示范区，在创新政策、高端产业、科创资源、交通枢纽、公共服务等多个方面接轨上海城市圈。与此同时，核心城市产业将不断优化升级，集聚大批高素质人才，人口结构将不断调整优化，房地产市场规模增长空间着实可期。

长三角城市圈内三四线城市房地产市场明显分化，成交量价表现涨跌不一。相较而言，我们更为看好核心城市周边的“卫星”城市，有城铁、高铁重大规划利好以及经济基本面出众的三四线城市。鉴于长三角城市圈正处同城化建设的“快车道”，产业将不断优化升级，人口“虹吸”效应显著，房地产市场规模犹存较大的增长空间。

本文为《全面紧缩！聚焦炙热的长三角城市圈楼市量价前景“拐点”》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

《聚焦炙热的长三角城市圈量价前景拐点》导览

一、长三角城市圈“单核”与“多核”并存，市场规模近3万亿

- 1、2016年长三角城市圈商品房销售金额近3万亿，占全国1/4份额
- 2、“单核”上海辐射长三角，“多核”宁苏杭沪辐射三四线
- 3、核心城市需求外溢，周边三四线显著受益，量价关系特征分化为四类

二、长三角“多核”城市市场长期向好,短期警惕透支风险

- 1、长三角一体化进程下“多核”城市仍是中流砥柱
- 2、南京：核心区域房价坚挺，六合、高淳、溧水等外围存调整风险
- 3、杭州：热点区域过度炒作，严重透支市场预期
- 4、合肥：短期土地供应过量，居民购买力明显不及其他二线城市
- 5、苏州：市场“有价无市”，高房价显著抑制成交量
- 6、宁波：前期土地供应过量，警惕房地产存广义库存风险

三、“外溢”利好推动的三、四线城市市场可持续性良莠分化

- 1、量价齐升：嘉兴、镇江、马鞍山受益外溢，义乌内生于经济优势
- 2、量跌价升：无锡、吴江、太仓、昆山受打压，南通受益高铁规划利好
- 3、量升价稳：多数受益于返乡置业，盐城交通规划利好下价格快速增长
- 4、量跌价平：温州尚处调整期，淮安交通规划利好助推市场发展

四、同城化稳步推进，产业优化承接升级，市场规模潜力巨大

作者简介

- 杨科伟，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
- 柏品慧，研究中心市场助理研究员，擅长房地产政策及土地市场分析
电话：021-60867371 邮箱：baipinhui@cric.com
- 田超越，研究中心市场研究助理，协助房地产政策及宏观市场分析
电话：021-60867878 邮箱：tianchaoyue@cric.com
- 谢杨春，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

特别关注



聚焦房企财务指标

当前，行业到达规模天花板后，企业来到了十字路口。

不管从规模增长上还是盈利能力上看，行业都已进入下行阶段。

一方面，有些房企业绩下降，部分区域拿不到地、甚至无项目可做，但有些房企还在不断努力扩大市场份额；另一方面，目前企业总体盈利状况不理想，毛利率和净利率都在不断下降。

显然，传统的招拍挂拿地开发模式，似乎形成了只做规模不赚钱的怪圈。

在当前背景下，房企的财务表现如何？哪些要素才是未来房企努力的方向？可以确定的是，相当一部分房企依然处于盈利、效益转型的探索阶段。

而在保持规模稳定的前提下，如何有效降低拿地成本、营销与管控成本、融资成本，是各大房企目前面临的主要问题。

增收不增利， 前十房企归母净利率仅8%！

文 / 克而瑞研究中心 研究员朱一鸣、贡显扬、钟诗慧

VIEW

从拿地成本、融资成本、利息资本化率、合作开发等角度深度分析房企盈利现状。

2016年，40家典型房企合计营业收入增长25%，但归属于母公司净利润仅增长14.5%。40家房企加权平均归母净利率10.2%；而前十房企仅8%！如果剔除非主营业务收入和投资物业公允价值变动，房地产开发业务净利率将更低。你没看错，这就是当前房地产企业的盈利现状。我们将从拿地成本、融资成本、利息资本化率、合作开发等角度一一道来。

40家房企归母净利率仅10.2%

毛利率整体下降，A股、H股分别为29.6%和26.4%，房企盈利情况参差，三类房企值得关注。

毛利率整体下降，A股、H股分别为29.6%和26.4%

2016年，40家典型房企财务数据显示，毛利率超过30%的房企有11家，其中深圳控股以38.73%的毛利率位居首位，较2015年增长4.14个百分点；而毛利率低于20%的房企有5家，其中景瑞控股2016年全年毛利率仅为4.05%。整体来看，40家典型房企中半数企业毛利率实现小幅增长，另有半数房企毛利率呈现负增长状态；从百分比变动来看，毛利率整体下降明显。

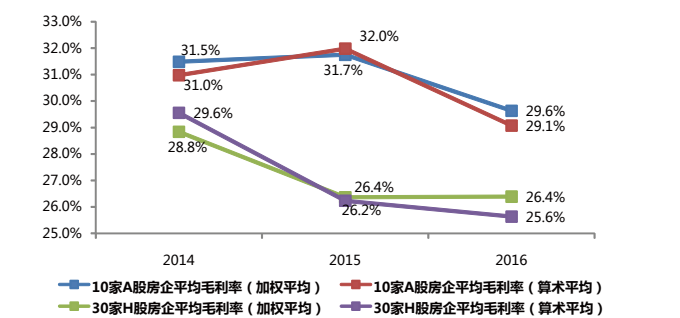
表：2016年40家房企（10家A股、30家H股）毛利率

证券简称	2015年毛利率	2016年毛利率	百分比变化
深圳控股	34.59%	38.73%	4.14pts
中国金茂	38.67%	37.37%	-1.30pts
禹洲地产	35.75%	36.27%	0.52pts
合景泰富	36.09%	34.63%	-1.46pts
招商蛇口	37.68%	34.54%	-3.14pts
首开股份	40.58%	33.90%	-6.68pts
华润置地	31.13%	33.74%	2.61pts
宝龙地产	32.94%	33.42%	0.48pts
华夏幸福	34.52%	33.03%	-1.49pts
华发股份	29.57%	32.28%	2.71pts
龙光地产	30.40%	31.94%	1.54pts
金地集团	28.65%	29.50%	0.85pts
万科A	29.35%	29.41%	0.06pts
龙湖地产	27.44%	29.08%	1.64pts
保利地产	33.20%	29.01%	-4.19pts
中海地产	28.76%	28.76%	-0.00pts
富力地产	32.08%	28.26%	-3.82pts
中国恒大	28.10%	28.10%	0.00pts
中国奥园	27.64%	27.71%	0.07pts
世茂地产	28.49%	27.58%	-0.91pts
雅居乐	25.14%	26.49%	1.35pts
时代地产	26.00%	26.23%	0.23pts
上实城开	32.34%	25.51%	-6.83pts
旭辉控股	22.73%	25.40%	2.67pts
路劲基建	23.05%	25.07%	2.02pts
滨江集团	32.27%	25.05%	-7.22pts
中骏置业	28.16%	25.04%	-3.12pts
建业地产	22.19%	24.15%	1.96pts
阳光城	25.56%	23.31%	-2.25pts
远洋集团	20.61%	22.10%	1.49pts
碧桂园	20.19%	21.06%	0.87pts
越秀地产	21.07%	20.79%	-0.28pts
绿城中国	20.81%	20.78%	-0.03pts
金科股份	28.41%	20.74%	-7.67pts
融信中国	36.61%	20.24%	-16.37pts
当代置业	30.93%	19.46%	-11.47pts
首创置业	18.22%	17.13%	-1.09pts
保利置业	11.51%	16.34%	4.84pts
融创中国	12.42%	13.72%	1.30pts
景瑞控股	3.01%	4.05%	1.04pts
加权平均	28.20%	27.60%	-0.60pts

数据来源：企业公告，CRIC

从10家A股房企、30家H股房企平均毛利率来看，2016年，A股房企加权平均、算术平均毛利率为29.6%和29.1%，较2015年分别下降2.1和2.9个百分点，而H股房企加权平均毛利率为26.4%，较去年同期基本持平、算术平均毛利率为25.6%,较去年下降0.6个百分点。

图：2014–2016年10家A股房企、30家H股房企平均毛利率



数据来源：企业公告，CRIC

A股归属母公司净利率基本持平

40家典型房企财务数据显示，2016年，归属母公司净利率高于15%的房企有8家，其中合景泰富以39.08%的归属母公司净利率大幅领先其他房企，高于第二名中海地产15.76个百分点；而低于5%的房企有6家，景瑞控股、保利置业归属母公司净利率不足1%。通过横向比较40家典型房企，超过半数房企年度内归属母公司净利率较2015年同期下滑。

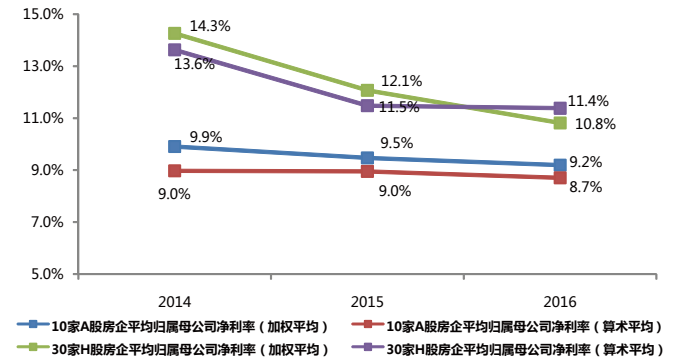
表：2016年40家房企（10家A股、30家H股）归属母公司净利率

证券简称	2015年归属母公司净利率	2016年归属母公司净利率	百分比变化
合景泰富	40.96%	39.08%	-1.88pts
中海地产	21.61%	23.32%	1.71pts
龙光地产	18.18%	21.85%	3.67pts
华润置地	17.03%	17.84%	0.81pts
宝龙地产	17.39%	17.24%	-0.15pts
龙湖地产	18.95%	16.70%	-2.25pts
中骏置业	8.59%	16.60%	8.01pts
招商蛇口	9.85%	15.07%	5.22pts
深圳控股	15.57%	14.85%	-0.72pts
禹洲地产	15.97%	12.98%	-2.99pts
旭辉控股	11.49%	12.63%	1.14pts
富力地产	12.68%	12.57%	-0.11pts
时代地产	10.42%	12.06%	1.64pts
华夏幸福	12.52%	12.06%	-0.46pts
融信中国	19.32%	11.36%	-7.96pts
金地集团	9.77%	11.35%	1.58pts
远洋集团	7.73%	11.03%	3.30pts
首创置业	13.00%	9.98%	-3.02pts
上实城开	13.36%	9.51%	-3.85pts
中国金茂	17.14%	9.29%	-7.85pts
万科A	9.27%	8.74%	-0.53pts
世茂地产	10.59%	8.72%	-1.87pts
保利地产	10.00%	8.03%	-1.97pts
当代置业	9.10%	7.85%	-1.25pts
华发股份	8.49%	7.66%	-0.83pts
碧桂园	8.19%	7.52%	-0.67pts
中国奥园	8.48%	7.45%	-1.03pts
路劲基建	6.55%	7.42%	0.87pts
越秀地产	4.58%	7.38%	2.80pts
滨江集团	7.95%	7.19%	-0.76pts
融创中国	14.33%	7.01%	-7.32pts
绿城中国	3.12%	6.62%	3.49pts
首开股份	8.82%	6.36%	-2.46pts
阳光城	6.34%	6.28%	-0.06pts
雅居乐	3.23%	4.89%	1.66pts
金科股份	6.53%	4.33%	-2.20pts
建业地产	6.38%	4.24%	-2.14pts
中国恒大	7.86%	2.41%	-5.45pts
景瑞控股	-6.12%	0.71%	6.83pts
保利置业	-11.30%	0.26%	11.56pts
加权平均	11.20%	10.20%	-1.00pts

数据来源：企业公告，CRIC

从10家A股房企、30家H股房企平均归属母公司净利率来看，2016年，10家A股房企加权平均、算术平均归属母公司净利率分别为9.2%和8.7%，与2015年基本持平，而H股房企算术平均归属母公司净利率为11.4%，较去年同期基本持平、加权平均归属母公司净利率为10.8%，较去年下降1.3个百分点。

图：2014-2016年10家A股房企、30家H股房企平均归属母公司净利率



数据来源：企业公告，CRIC

房企盈利情况参差，三类房企值得关注

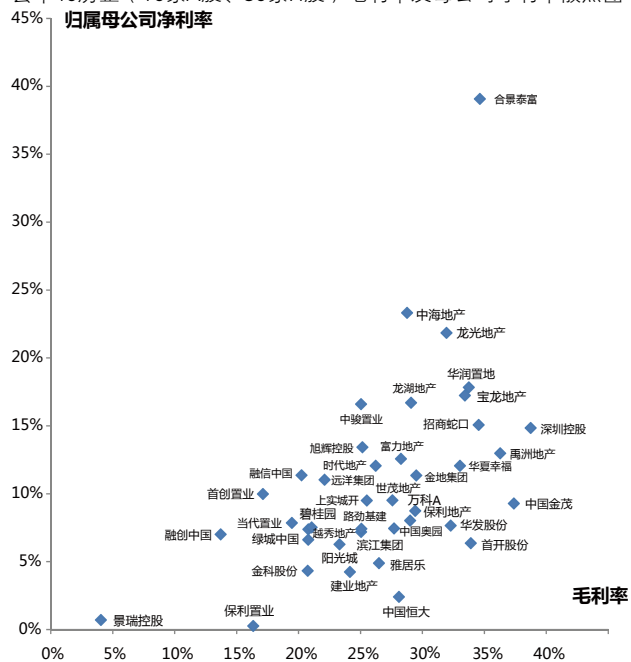
将40家重点房企毛利率、归属母公司净利率数据同时进行比较，从数据分布来看，除了多数盈利情况居中的房企，其余房企大致可以分为三类：

第一类是毛利率、归属母公司净利率均处于较高水平的房企，如合景泰富、中海地产、龙光地产等。其中，合景泰富2016年于物业开发、物业投资、酒店运营及物业管理方面的收入均有所增加，且2016年在售项目中，多数来自广州、北京、上海等一线城市及杭州、成都、南宁等热点二线城市，投资回报率较高。中海作为“利润王”，长期以来在成本控制方面能力较强，三费等费用控制严格。其2016年销售管理费率为4.13%，为30家港股房企中最低。龙光从2003年开始布局深圳市场，土地储备成本低廉，而现在的销售均价远远高于

土储成本，因此企业毛利率、净利率近年来呈现较高态势，高于行业平均水平。

第二类是毛利率、归属母公司净利率均较低的房企，如景瑞控股、保利置业等。由于土地成本的增加，加之众多房企都选择回归一二线城市，景瑞控股于2015年起以高价竞得上海、重庆等多个一二线重点城市地块。而高昂的土地成本使得销售难度加大、去化速度难以实现快速周转，因此景瑞盈利状况也面临一定挑战。同理，保利置业早期的非热点城市布局使得去库存效果并不理想。而伴随近两年一二线城市的战略转移，持续的库存压力及一二线城市高昂的土地成本使得企业盈利风险加剧。

图：去年40房企（10家A股、30家H股）毛利率及母公司净利率散点图



数据来源：企业公告，CRIC

第三类是毛利率较高、但归属于母公司净利率较低的房企，如首开、恒大、雅居乐、建业等。作为重点布局北京的典型房企，首开多年来凭借有力的土储优势维持较高毛利，其中2015年毛利率达40.58%。而首开2016年成本开支有所增加，三费费用较2015年明显提升，其中财务费用较2015年同比增长75%，使得净利率进一步下降。而雅居乐利息资本化率从2014年的94.27%降低至2016年的80.55%，当期融资成本有所上升，因此净利率偏低。

毛利率下滑速度暂放缓，房企利润空间进一步受压

2014至2015年房价上涨快地价低，整体盈利空间保持稳定，减缓了2016年房企毛利率下降速度。但去年以来，房价和地价呈相反走势，未来盈利空间恐继续下降。

项目盈利空间继续缩小，房企毛利率未来仍有下降空间

拿地成本大幅上升。近年来，土地招拍挂市场出让价格走高、房企的拿地成本不断提升。特别是2016年，在中央“因城施策”、“有供有限”的方针下，热点一二线城市土地供应量收窄，房企对优质土地资源的争夺进一步推动了地价的走高。2016年全国整体土地成交楼板价更是达到了5103元/平方米，同比涨幅近60%。

房价受压制、盈利能力受限。而在商品房成交价格随着土地出让价格水涨船高的同时，热点城市开始频频出台限购、限售的政策。根据国家统计局公布的70城住宅销售价格数据，2016年房企新增项目土地成本的增幅已大幅领先于商品房成交均价。

根据2014-2016年度财务数据显示，2016年40家典型房企加权平均毛利率27.6%，继续保持逐年下降的趋势，但下滑速度较2015年有所放缓。我们认为，在未来住宅销售价格增速继续保持稳定的预期下，随着土地成本的增长，未来房企的利润空间将进一步被压缩。

值得一提的是，房企通过收并购等手段拿地开发不断增加的趋势在一定程度上将减缓毛利率下滑的速度。房企通过收购企业股权

或项目获得大量土储的同时，土地成本也远低于公开市场。而且这些被并购的项目大多都位于一、二线城市，会给房企在未来的几年内带来较高的收益预期，预计将对毛利率有积极的作用。

图：2014–2017年第一季度全国土地成交楼板价走势



利息资本化率下降，对未来毛利率的负面影响降低^①

增收不增利情况严重，归母净利率预计还将下降

毛利润和归属于母公司净利润的增幅明显小于营业收入增幅。而投资物业公允价值变动以及销管费用率都基本维持在去年的水平。

2016年40家典型房企合计营业收入增长25%，毛利润增长22.1%，归属于母公司净利润增长14.5%。毛利润和归属于母公司净利润的增幅明显小于营业收入增幅。加大合作开发力度、非主营业务收入占比升高都使房企2016年的毛利率和归属于母公司净利率继续保持了逐年下降的趋势，房企增收不增利的情况愈加显著。而投资物业公允价值变动以及销管费用率都基本维持在去年的水平。

① 本节内容略

房企项目占比不断升高，归母净利率减少影响股东利益^②

非主营业务占比升高、净利率跌幅大于毛利率

2016年30家标杆H股房企的非主营业务占比3.5%，较2015年提升1.2个百分点。10家A股上市房企的非主营业务占比也较2015年有显著提升。虽然并不能代表房企的可持续的盈利能力，但非主营业务收入也在一定程度上影响了房企的净利率指标。随着房企非主营业务收入占比的提升，房企的净利率相比毛利率表现出了更大的跌幅。

在列出的非主营业务收入占比较高的10家房企中，非主营业务收入大致可分为两类：处置资产收益即出让旗下子公司股权、固定资产等收益，在营业收入中占到了较大的比例。正面可解读为企业为聚焦主业而进行的业务梳理和资产剥离；负面则有变卖资产粉饰报表的嫌疑。2016年上实城开出售上海城开龙城及其所持有的“城开中心”项目部分股权，合计收益约21.3亿元，占到全年营业收入的近43%，净利率达24.16%。中海地产和景瑞控股通过出售附属公司分别收益人民币91亿元和9.6亿元。长期股权投资收益在部分企业的非主营业务中也占到了较大的比例，招商蛇口2016年股权处置收益37.1亿元，金地集团权益法核算的长期股权投资收益达到了14.7亿元。

表：标杆上市房企非主营业务收入（不含重估收益）占比 单位：亿元

排名	企业	非主营业务收入	非主营业务收入占比	毛利率	净利率
1	上实城开	21.0	42.93%	25.51%	24.16%
2	融创中国	32.6	9.22%	13.72%	8.31%
3	首创置业	14.4	7.08%	17.13%	14.14%
4	中海地产	98.7	6.99%	28.76%	24.19%
5	景瑞控股	10.4	6.94%	4.05%	1.09%
6	合景泰富	6.1	6.92%	34.63%	39.05%
7	招商蛇口	42.9	6.75%	34.54%	19.17%
8	金地集团	31.4	5.65%	29.50%	15.45%
9	越秀地产	10.9	5.22%	20.79%	8.27%
10	绿城中国	15.8	5.45%	20.78%	7.67%

数据来源：CRIC

② 本节内容略

投资物业公允价值变动维持在去年水平

2016年40家标杆上市房企的投资物业重估收益维持在去年水平。重估收益主要指上市企业长期持有的投资性物业、金融资产每个报告期发生的估值变化净值，或新增净值。

在港股财报中，商办、酒店等持有物业较多的房企财报中该数据体现得较为明显，2016年上市房企中重估收益最高的十家全部为香港上市。龙光地产和宝龙地产2016年投资物业公允价值净增加额分别为27.8亿元和15.2亿元，分别占到了营业收入的13.06%和10.63%。

重估收益并不会直接带来现金流，对股东的回报体现在未来资产售出时可能获取的利润，另一方面则是资产每年产生的租赁收益或分红，并且可作为股东判断房企运营或投资能力的标准。

表：标杆上市房企投资重估收益占比

单位：亿元

排名	企业	投资重估占比	公允价值变动	毛利率	净利率
1	龙光地产	13.06%	26.8	31.94%	25.32%
2	宝龙地产	10.63%	15.2	33.42%	19.23%
3	深圳控股	8.70%	16.5	38.73%	16.25%
4	首创置业	7.30%	14.9	17.13%	14.14%
5	远洋集团	5.10%	17.6	22.10%	12.87%
6	中海地产	4.87%	68.7	28.76%	24.19%
7	上实城开	4.74%	2.3	25.51%	24.16%
8	华润置地	4.42%	43.0	33.74%	20.58%
9	中骏置业	4.39%	5.5	25.04%	19.55%
10	龙湖地产	3.68%	20.2	29.08%	18.13%

数据来源：CRIC

销售费用、管理费用较去年略有降低

从房企的销管费率可以比较直观得看出一家房企的成本管控能力。2016年40家标杆房企的平均销售费用、管理费用率6.8%，较2015年降低0.2个百分点，但也基本维持在历年的平均水平。滨江集团、招商蛇口的销管费率较2015年进一步降低，达2.36%和3.5%。保利地产的销管费率3.75%，也处在行业较低水平。

表：标杆上市房企销售费用、管理费用率

单位：亿元

排名	企业	销管费率	销管费用	毛利率	净利率
1	滨江集团	2.36%	4.58	25.05%	10.13%
2	招商蛇口	3.50%	22.26	34.54%	19.17%
3	保利地产	3.75%	58.11	29.01%	11.03%
4	中海地产	4.13%	58.31	28.76%	24.19%
5	远洋集团	4.36%	15.07	22.10%	12.87%
6	万科地产	4.97%	119.61	29.41%	11.79%
7	金地集团	4.99%	27.68	29.50%	15.45%
8	禹洲地产	5.09%	6.96	36.27%	15.28%
9	首创置业	5.33%	10.84	17.13%	14.14%
10	景瑞控股	5.43%	8.18	4.05%	1.09%

数据来源：CRIC

结语

房企盈利能力不断下降，但房企参与其中的热情并没有降温。显然，房企降低了盈利预期，尽管房地产行业利润率下降明显，但在全行业中仍处于中等偏上水平，行业参与者没有就此退出的理由。目前来看，由于规模扩张不可避免的会降低企业盈利能力，因此利润率较高的房企，在新一轮行业整合中有更大的规模扩张空间，处于优势地位。而目前利润率水平较低企业，如果土地储备尚且充裕，那么盈利水平有望回升；但反之，盈利水平还将下降。

本文为《增收不增利，前十房企归母净利润率仅8%》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

《前十房企归母净利率仅8%》专题导览

一、40家房企归母净利率仅10.2%，毛利率、净利率整体下滑

- 1、毛利率整体下降，A股、H股分别为29.6%和26.4%
- 2、H股较去年下降1.3个百分点，A股归属母公司净利率基本持平
- 3、房企盈利情况参差，三类房企值得关注

二、毛利率下滑速度暂放缓，房企利润空间进一步受压

- 1、项目盈利空间继续缩小，房企毛利率未来仍有下降空间
- 2、利息资本化率下降，对未来毛利率的负面影响降低

三、增收不增利情况严重，归母净利率预计还将下降

- 1、房企合作项目占比不断升高，归母净利率减少影响股东利益
- 2、非主营业务占比升高、净利率跌幅大于毛利率
- 3、投资物业公允价值变动维持在去年水平
- 4、销售费用、管理费用较去年略有降低

作者简介

沈晓玲，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@.com

朱伟，研究中心企业助理研究员，专注房地产企业战略和融资及财务分析

电话：021-60867870 邮箱：zhuwei@cric.com

王丽，研究中心专业专员，擅长房地产企业品牌运营

电话：021-60867873 邮箱：wangli@cric.com

55家房企负债超3万亿， 哪些房企“债台高筑”

文/克而瑞研究中心 研究员 房玲、俞倩倩、易天宇 “

VIEW “施压”的确会对房企新增贷款方面产生不利影响，但得益于此前良好的销售态势和公司债的充分“蓄水”，短期内多数房企基本不存在债务风险。

2016年55家房企^①总有息负债（不含永续债）为31037.27亿，同比增长28%，净增加约6786亿元。从总有息负债排名来看，债务规模与销售规模呈现正相关，企业规模越大，其总有息负债也会相对越高。

负债：总有息负债与现金同步增长，但近六成杠杆降

从总有息负债增速来看，大部分房企都有不同程度的增长，仅16家房企有所下降。

负债规模：总有息负债增近三成，7家有息负债过千亿

2016年总有息负债超千亿的企业有7家，其中中国恒大以5350.70亿元的有息负债排名第一，遥遥领先于其他企业。恒大一直以来都是以高负债驱动成长，而碧桂园在2016年末的总有息负债也达到了1361.97亿元，同比增长了51.76%，主要源于企业扩张加速，年内发行了四批共190亿元公司债券，加之多笔购房尾款支持证券，从而促进了负债总体水平的提升。

^① 55家房企：中国恒大、中海地产、碧桂园、万科地产、融创中国、保利地产、华润置地、富力地产、招商蛇口、华夏幸福、九龙仓、金隅股份、合 康泰富、首开股份、绿城中国、远洋地产、佳兆业、世茂房地产、越秀地产、金地集团、旭辉集团、中国金茂、荣盛发展、阳光城、保利置业、仁恒置地、首创置业、金科集团、禹洲集团、龙湖地产、融信中国、华发股份、宝龙集团、新城控股、中粮地产、金隅东、时代地产、瑞安房地产、建业地产、中国奥园、建发房产、景瑞地产、宝龙地产、北京城建、滨江集团、中骏置业、信达地产、融创基建、北辰实业、当代置业、合生创展、五矿地产、朗诗集团、中航地产、苏州高新

表：2016年55家重点企业总有息负债最高TOP20

企业	2016年总有息负债 (亿元)	2015年总有息负债 (亿元)	同比
中国恒大	5350.70	2969.06	80.22%
中海地产	1547.00	1789.30	-13.54%
碧桂园	1361.97	897.44	51.76%
万科地产	1288.64	794.90	62.11%
富力地产	1208.52	824.39	46.60%
融创中国	1128.44	417.99	169.97%
保利地产	1122.25	1201.00	-6.56%
华润置地	786.76	595.04	32.22%
首开股份	782.92	396.02	97.70%
金隅股份	709.79	685.70	3.51%
华夏幸福	691.54	477.67	44.77%
阳光城	674.90	372.44	81.21%
世茂房地产	669.44	698.21	-4.12%
九龙仓	599.47	480.08	24.87%
招商蛇口	584.74	591.48	-1.14%
华发股份	578.72	522.66	10.73%
龙湖地产	543.82	463.49	17.33%
首创置业	541.07	629.29	-14.02%
荣盛发展	509.18	381.78	33.37%
金融街	505.37	555.83	-9.08%

备注：港币统一以汇率0.89进行换算

数据来源：企业年报，CRIC整理

2016年房企总体负债增长，主要源于上半年公司债的大规模发行，虽然自6月下旬开始，证监会也逐步开始收紧公司债监管，但大多数房企已然通过发行公司债募集了充足的资金。

快速发展中的房企，为了进一步推动销售增长，投资开发力度加大，需要更多的资金供给，往往融资力度比较大，总有息负债增长也比较显著，如融创中国、融信中国、恒大等。以融创中国为例，2016年成功发行了225亿元低成本的公司债券及ABS，此外，由于融创2016年收购动作不断，企业投资开发力度不断加大，企业银行贷款和其他金融机构贷款也分别从2015年的246和129亿元，大幅上涨至379亿元和441亿元，从而促进了其有息负债总量大幅增长169.97%。

16家房企总有息负债有多下降，半数为国资背景的企业，典型代表为中海、保利、中航。以保利为例，近年来为了促进自身良性发展，一直在开展控负债和去产能的管理，2016年其总有息负债为

1122.25亿元，同比下降了6.56%。在余下的民营企业中，朗诗绿色地产总有息负债也有所下降，主要源于其在积极推进代建业务，利用经验及品牌上的优势，与各类中小开发商合作，以小股操盘、委托开发等多种模式进行轻资产化，从而并不需要通过高杠杆，高负债的模式来进行发展扩张。

表：房企总有息负债增速最快TOP10

企业	总有息负债 (亿元)	同比
融创中国	1128.44	169.97%
融信中国	394.17	140.75%
金隅股份	782.92	97.70%
当代置业	100.21	90.55%
阳光城	674.90	81.21%
中国恒大	5350.70	80.22%
龙光集团	331.87	68.03%
万科地产	1288.64	62.11%
合景泰富	429.50	53.40%
建发房产	352.25	53.37%

备注：港币统一以汇率0.89进行换算

表：房企总有息负债增速最慢TOP10

企业	总有息负债 (亿元)	同比
苏州高新	91.38	-19.04%
远洋地产	438.10	-15.63%
九龙仓	541.07	-14.02%
中海地产	1547.00	-13.54%
朗诗绿色地产	60.83	-11.66%
保利置业	423.86	-10.55%
中航地产	99.90	-9.39%
金融街	505.37	-9.08%
五矿地产	103.37	-7.66%
保利地产	1122.25	-6.56%

数据来源：企业年报，CRIC整理

净负债率：近六成房企下降，快速扩张企业负债率较高^②

偿债能力：结构改善明显，多数企业短期压力不大

2016年55家重点企业的短期偿债能力整体有了明显上升。2016年房企现金短债比均值为1.95，较2015年1.43同比上升了36.03%。

现金短债比：普遍上升，仅5家房企短期压力较大

40家房企的现金短债比有所上升，主要是因为一方面2016房企销售向好，部分企业业绩再创新高，在此背景下，销售现金回流较为顺畅，另一方面国内融资环境的相对宽松也为房企提供了源源不断的低成本资金供给，企业持有现金普遍大幅增长，加上债务结构的长期化，现金短债比普遍改善。

② 本节内容略

此外，中海、旭辉、滨江等企业现金短债比虽然有所下降，但是依然维持在较高水平，位列现金短债比TOP10。只有5家房企现金短债比不足1，可以说大多数房企在短期债务偿还方面压力不大。

表：房企现金短债比最高TOP10

企业	现金短债比	同比
五矿地产	18.94	668.90%
滨江集团	7.98	-60.35%
建业地产	7.15	107.96%
时代地产	6.07	-75.07%
合景泰富	5.66	79.38%
旭辉集团	4.64	-13.03%
中海地产	3.90	-6.02%
华润置地	3.89	17.40%
金融街	3.67	238.13%
禹洲集团	3.62	20.89%

表：房企现金短债比最低TOP10

企业	现金短债比	同比
苏州高新	0.26	-6.86%
中航地产	0.59	87.28%
合生创展	0.66	36.43%
金隅股份	0.72	-18.86%
瑞安房地产	0.93	37.58%
阳光城	1.02	57.08%
首创置业	1.06	-48.39%
信达地产	1.08	159.65%
荣盛发展	1.18	47.47%
世茂房地产	1.25	-19.61%

数据来源：企业年报，CRIC整理

从单个企业来看，五矿地产、滨江集团和建业地产分别位列现金短债比最高的前三甲，资金相对来说是较为充裕的。以滨江为例，得益于其2016年破300亿的销售和畅通的融资渠道，现金短债比维持在7.98，短期偿债基本无压力。但值得关注的是，该比率较2015年同比下降了60.35%，主要源于短期负债的大幅增加，由2015年末的1.78亿元上升至2016年的11.26亿元。一方面企业新增了4亿元的抵押和质押贷款，另一方面年内有6.74亿元抵押兼保证借款由非流动负债转化为流动负债，也使得短期有息负债骤增。

而现金短债比最低TOP10中，前5家房企——苏州高新、中航地产、合生创展、金隅股份、瑞安房地产的现金均无法覆盖短期债务。其中同比下降较为明显的当属金隅股份，2016年现金短债比为0.72，同比下降了18.86%，短期债务增加为主因，年内企业新发行了超短期融资券人民币50亿元，加之非流动负债中部分企业保证、信用、抵押贷款和应付债券都需在一年内偿还，还是存在一定的短期偿债压力的。

表：金隅股份2016年及2015年短期有息负债变动情况 单位：亿元

项目	2016年	2015年	同比
质押借款	7.56	0.13	5836.95%
抵押借款	0.23	5.56	-95.86%
保证借款	18.98	9.97	90.42%
信用借款	309.07	170.51	81.27%
1年内到期的应付债券	43.95	20.93	109.99%

数据来源：企业年报，CRIC整理

长短期债务比：七成债务长期化，龙湖、华润持续稳健^⑧

永续债：20家房企总额增27%，明股实债暗藏风险

中国恒大以永续债1129.44亿元，总量排名第一，占比高达66.13%，其余企业永续债规模均不足百亿。

碧桂园、远洋等企业赎回永续债

过去两年，55家典型企业中有20家企业拥有永续债，2016年底永续负债达1707.99亿元，同比增加27.22%，净增加约597亿元。考虑永续债之后，2016年55家房企的总有息负债为32745.26亿元，相比2015年末25593.92亿元增加了27.94%。

值得关注的是，碧桂园、保利置业和远洋地产在2016年均赎回了全部的永续债，主要源于永续债的利率会随着借债时间的增长不断提升，若有低成本融资方式，提前赎回不失为控制成本的好方法，而且有利于防范财务风险。而融创、世茂、融信和华夏幸福均在2016年创新性的引入了永续债的融资方式，这些企业基本都处于快速扩张期，在公司债收紧后，另辟蹊径，也有助于后期快速的规模扩张。

表：55家重点企业2015年及2016年永续债持有情况

企业	2016年末永续债 (亿元)	2015年末永续债 (亿元)	同比
中国恒大	1129.44	757.37	49.13%
融创中国	99.57	0.00	/
首开股份	70.00	60.00	16.67%
绿城中国	55.99	30.15	85.72%
雅居乐	55.98	44.89	24.70%
金隅股份	49.82	9.90	403.23%
世茂房地产	45.00	0.00	/
瑞安房地产	43.92	44.12	-0.45%
融信中国	32.33	0.00	/
金科集团	29.00	14.00	107.14%
中国金茂	26.38	39.58	-33.33%
富力地产	24.04	79.78	-69.86%
宝龙地产	17.30	13.05	32.56%
华夏幸福	10.00	0.00	/
中骏置业	9.00	12.00	-25.00%
景瑞地产	5.38	5.12	5.07%
朗诗绿色地产	4.84	1.10	339.97%
碧桂园	0.00	195.28	-100.00%
远洋地产	0.00	25.33	-100.00%
保利置业	0.00	10.92	-100.00%

备注：港币统一以汇率0.89进行换算

数据来源：企业年报，CRIC整理

明股实债暗藏财务风险，部分企业净负债率实际更高^④

融资成本：直接融资大幅增加，成本显著下降

受益于境内宽松的融资环境，大部分企业的融资成本呈现下行趋势，平均融资成本由2015年的7.37%下降至6.39%，这其中公司债发挥了重要的作用。

事实上，自2015年1月15日证监会出台《公司债发行于管理办法》降低公司债门槛以来，发债规模便逐月攀升，直至2016年6月下旬，证监会在逐步提升发债门槛，收紧公司债，房企融资规模才略有回落。但多数房企基本都已利用这一契机完成了高价债的置换。

④ 本节内容略

表：55家重点企业2016年和2015年平均融资成本最高及最低TOP10房企

企业	2016年平均融资成本	企业	2016年平均融资成本
当代置业	11.72%	九龙仓	3.20%
时代地产	9.06%	五矿地产	3.87%
朗诗绿色地产	8.97%	建发房产	4.10%
景瑞地产	8.93%	华润置地	4.23%
建业地产	8.45%	中国金茂	4.50%
阳光城	8.42%	招商蛇口	4.50%
路劲基建	8.33%	金地集团	4.52%
中国奥园	8.10%	越秀地产	4.64%
中国恒大	7.78%	保利地产	4.69%
荣盛发展	7.76%	中海地产	4.76%

数据来源：企业年报，CRIC整理

从平均融资成本较低的TOP10房企来看，国有企业的融资优势依旧明显，中海、华润、保利等央企均具有极强的融资能力，能够以较低的成本获得所需资金。而民营房企中，金地表现较为突出，年内企业注册发行了三笔5年期中期票据，共计48亿元，票面利率为3.49%~3.69%；此外，金地还以3%和3.5%的利率水平成功发行了3+3年期公司债13亿元和5+3年期公司债17亿元，这在改善了2016年债务结构的同时，成功地将融资成本由2015年末的5.32%压低至2016年末的4.52%。

此外，在融资成本较高的TOP10房企中，诸如时代地产、朗诗绿色地产、建业地产等的融资成本均在8%以上，这类企业本身无雄厚背景，销售规模也不大，因而在公司债发行额度和各类融资渠道的选择方面也较为有限。但对比2015年末借贷利率，公司债的发行无疑也对其融资成本有一定的改善作用。

值得关注的是，恒大的融资成本在2016年有了显著改善，从2015年末的9.59%成功压缩至8%以下，一方面企业加强了低息债发行用于置换此前发行的高息债，2016年1月恒大分别发行了一笔金额为4亿美元、2019年到期的7.8%的私募票据，以及一笔金额为3亿美元、2019年到期的8%的优先票据用于偿还2016年1月19日到期的本金人民币37亿元9.25%的优先票据，此外前后发行了累计142亿元的公募及私募债券用于补充流动资金。另一方面，企业也在不断开辟多元化的融资

渠道，年内恒大已与中信银行、浦发银行、渤海银行、盛京银行、中信信托等多家金融机构签订战略合作协议，授信额度达到了6733亿元，此举也有利于企业在未来的经营中不断降低融资成本。

结语

后期融资利好优势收窄，推进金融创新是良策

综合来看，2016年房企的偿债能力有了明显提升，主要呈现出以下三大特点：一是债务稳步增长推动了房企加快规模扩张。二是在上半年公司债利好的前提下，多数房企完成了债务置换，债务长期化趋势明显。三是总体的融资成本进一步降低，但是房企间的分化较大。融资成本较低的以央企、国企和部分具备良好声誉和较强综合实力的民营企业为主；中小企业仍需开辟多元化的渠道募资。

自2016年下半年以来，随着各项调控政策的升级，房企的融资渠道已然面临收紧趋势。先是证监会提升公司债门槛，2016年10月，央行又召集17家银行开会，要求各商业银行理性对待楼市，加强信贷结构调整，强化住房信贷管理，控制好相关贷款风险。而后的2017年4月10日，银监会再度发布文件收紧房市融资渠道，强调防范房地产领域风险，要求分类实施房地产信贷调控，加强房地产押品管理。

从长期来看，房企还是应当积极推进金融创新，以此来满足规模扩张的需求，尤其是中小房企，可尝试资产证券化、熊猫债等多种方式扩充融资渠道，降低财务风险。

本文为《55房企负债超3万亿，哪些房企“债台高筑”》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

全文概要

《55房企负债超3万亿，哪些房企债台高筑》导览

一、负债情况：总有息负债与现金同步增长，近六成杠杆降低

1、负债规模：总有息负债增加近三成，7家房企有息负债过千亿

2、净负债率：近六成房企净负债率下降，快速扩张企业负债率较高

二、偿债能力：债务结构改善明显，多数企业短期偿债压力不大

1、现金短债比：普遍上升，仅5家房企短期压力较大

2、长短期债务比：七成企业债务长期化，龙湖、华润等债务结构持续稳健

三、永续债：20家房企永续债总额增27%，明股实债暗藏风险

1、20家房企永续债总额增加27%，碧桂园、远洋等企业赎回永续债

2、明股实债暗藏财务风险，部分企业净负债率实际更高

四、融资成本：直接融资大幅增加，房企融资成本显著下降

总结：后期融资利好优势收窄，推进金融创新是良策

作者简介

房玲，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@.com

俞倩倩，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@.com

易天宇，研究中心企业助理研究员，专注房地产企业分析和土地市场研究

电话：021-60867860 邮箱：yitianyu@cric.com

楼市起伏难预测，有钱才是硬道理

——房企财务系列之现金分析

文/克而瑞研究中心研究员 房玲、俞倩倩、易天宇

VIEW

2016大部分房企持有现金都有不同程度的增长，部分企业为了
实现规模快速增长，通过融资来拉动现金流，以实现后续再扩张。

2016年行业“先扬后抑”，前三季度“繁荣、火热”，四季度“调控回落”，企业整体销售业绩普遍大幅增长。与此同时，融资环境较为宽松，房企融资规模大幅增长。双重影响下，企业拿地热情高涨，土地市场地王频出。销售、融资、投资都热火朝天的情况下，2016年底企业持有现金到底发生怎样的变化呢？面对2017年变化的行业环境，哪些企业有足够的现金能够更加从容应对甚至更进一步呢？为此，我们在销售TOP100房企中选取了55家典型上市房企 进行深入分析。

2016年房企持有现金增五成，90%房企现金增加

2016年，55家典型上市房地产企业的在手现金为15967亿元，同比增长49%。

销售大涨、融资宽松，房企现金平均增长五成

2016年，55家典型上市房企的在手现金为15967亿元，同比增长49%。其中现金同比增长的企业达48家，占到了总数的87%；有9家企业涨幅在100%以上，还有20家企业涨幅超过50%。只有7家企业持有现金出现减少，占到了总数的13%。

55家典型上市房企：中国恒大、中海地产、碧桂园、万科地产、融创中国、保利地产、华润置地、富力地产、招商蛇口、华夏幸福、九龙仓、金隅股份、首开股份、绿城中国、远洋地产、雅居乐、世茂地产、越秀地产、金地集团、旭辉集团、中国金茂、荣盛发展、阳光城、保利置业、仁恒置地、首创置业、金科集团、禹洲集团、龙湖地产、融创中国、华发股份、龙光集团、新城控股、中航地产、金隅街、时代地产、瑞安房地产、建业地产、中国奥园、建发房产、泰瑞地产、宝龙地产、北京城建、滨江集团、中骏置业、信达地产、路劲基建、北辰实业、当代置业、合生创展、五矿地产、朗诗集团、中航地产、苏州高新

表：2016年55家房企持有现金TOP20

企业	2016年现金 (亿元)	2015年现金 (亿元)	同比
中国恒大	3043	1640	86%
中海地产	1399	1093	28%
碧桂园	965	479	102%
万科地产	870	532	64%
融创中国	698	271	158%
保利地产	470	375	25%
华润置地	460	213	116%
富力地产	456	406	12%
招商蛇口	455	368	24%
华夏幸福	415	419	-1%
九龙仓	329	209	57%
金隅股份	280	184	52%
合景泰富	269	126	114%
首开股份	269	196	37%
绿城中国	250	182	37%
远洋地产	223	237	-6%
雅居乐	223	131	70%
世茂房地产	222	264	-16%
越秀地产	220	152	45%
金地集团	216	150	44%

注：港币统一以0.89进行换算数据来源：企业年报、克而瑞研究中心

如果说2014年整体市场低迷，融资活动是企业维持现金增加的主要原因，2015年整体市场回暖，经营性现金流的反转则为企业持有现金的增加带来了双轮驱动。2016年前三季度，市场持续升温，全年企业销售普遍大增，销售回款也不断增加，加上持续宽松的融资环境，最终导致了企业持有现金的进一步增加。

恒大现金超三千亿成最大金主，世茂、龙湖等现金持有缩水

2 本节内容略

恒大、融创现金增加，回款为滨江、华发提供保障

2016年企业现金普遍都有较大的增加，影响企业现金变动的最主要因素可以说是企业的销售回款、投资开发力度以及融资偿债规模。

恒大、融创等企业快速扩张，大规模融资备战未来

2016年很多企业销售大幅增长，但同时为了保持规模持续加速扩张，投资开发的力度也很大，因此通过大举融资增加现金持有量，以备战未来，如中国恒大、融创中国等。此外还有一部分企业于去年融资不多，投资开发相对谨慎，受市场较好原因导致销售回款增加，从而增加了现金持有量，如雅居乐、华发股份、滨江集团等企业。中国恒大、融创中国等企业2016年持有现金增加明显，根本原因都在于融资较多，2016年总有息负债增长明显。这些企业都是处于大举扩张期的企业，企业销售规模增长明显，投资开发资金需求强烈，销售回款往往不足以支撑企业的投资开发需求，而企业则通过融资来拉动现金流，抓紧时机囤积资金，为企业未来的后续再扩张开发奠定资金基础。

表：2016年投资开发力度较大的企业现金流指标 单位：亿元

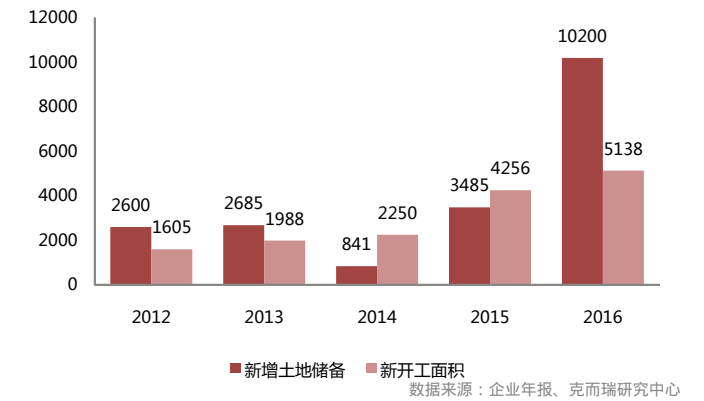
企业	2016年现金净增加	2016年销售回款	2016年投资开发	投资开发/销售回款	2016年净借贷增加
中国恒大	1403	3158	4269	1.35	2382
碧桂园	486	2441	1989	0.81	465
融创中国	428	556	1112	2.00	710
富力地产	247	506	416	0.82	384
融信中国	123	220	236	1.07	230
金科集团	83	299	248	0.83	56
当代置业	32	109	145	1.33	48

注：销售回款和投资开发均为CRIC测算预估；表格中净借贷变化一律不考虑永久资本证券
数据来源：企业年报、克而瑞研究中心

以中国恒大为例，近年来恒大的销售规模持续快速增长，2016年更是问鼎了年度房企销售流量榜及权益榜，实现合约销售金额3734亿元，同比增长近85%。销售增长的背后，是土地储备和在建规模的不断壮大。恒大近年来拿地一直较多，除2014年外，2012年以来的每年的拿地量均在2600万平方米以上，2016年更是新增土地储备1.02

亿平方米，同比大幅增长193%。截至2016年，恒大项目总数达到了582个，总土地储备约为2.29亿平方米。此外，2016年恒大新开工面积为5138万平方米，同比上升21%；年底在建工程面积8037万平方米，同比上涨37%。随着拿地以及开发面积的大幅增长，恒大不仅需要支付更多的地价及建筑成本，所带来的土地增值税及利息等都是不小的开支。2016年恒大的销售回款虽然达到了3158亿元，但企业投资开发却达到了4269亿，远远超出了销售回款。

图：2012-2016年恒大地产新增土储及新开工面积 单位：万平方米



为了能够在快速扩大规模的同时保障资金供应，恒大通过大量融资发债推动扩张发展。有息负债规模（不含永续债）从2015年末的2969亿元，增加到2016年末的5351亿元，同比增长了80%。此外，永续债方面，恒大地产相比2015年增长了49%，达到了1129亿元。2016年恒大地产通过各种渠道大量融资，这也成为了恒大在2016年现金大幅增长的主要因素。值得注意的是，恒大地产还于2017年3月连续发行了三期优先票据，换算后相当于人民币约173亿元，可见恒大仍在积极囤积资金。对于拥有如此庞大资金的恒大而言，2017年无疑将会继续加快自身发展速度，增加更多优质土地储备，从而促进企业销售的快速增长，为4500亿的销售目标奋力一搏。

表：2016年至今恒大地产部分融资情况

类型	时间	规模	年限	利率
公募债券	2016年1月	100	4	6.98%
私募票据	2016年1月	28	3	7.80%
优先票据	2016年1月	21	3	8.00%
私募债券	2016年8月	42	2	6.80%
优先票据	2017年3月	35	4	7.00%
优先票据	2017年3月	69	6	8.25%
优先票据	2017年3月	69	8	9.50%
合计	/	364	/	/

注：私募债券及优先票据为美元债券，美元统一以6.94进行换算
数据来源：企业年报、克而瑞研究中心

华发、滨江等受益于市场较热，销售回款增加为主因^⑨

世茂、龙湖等企业发展稳健，持有现金略有减少

虽然大多数房企2016年现金持有量增加，但仍有少数房企的现金量出现了下降的情况，但下降幅度并不大。

部分企业现金下降主要是因为企业2016年将资金偿还银行借贷、票据债券等等，总有息负债减少，改善财务结构，比如远洋地产、世茂等。部分企业是因为投资开发力度相对较大，但是为了保持财务的稳健融资力度相对较小，如龙湖、华润等。

以龙湖地产为例，龙湖一直以稳健著称，历年负债率一直维持较低水平，2016年龙湖负债率为53.94%，相比2015年下降0.66个百分点。此外2016年龙湖的综合融资成本为4.92%，相比2015年的5.74%又下降了0.82个百分点，处于民营企业的最低行列。为了维持财务的持续稳健，龙湖一直较为关注负债规模的控制，2016年龙湖共发行了118亿元的公司债，发债规模不大。同时龙湖还于2016年11月25日赎回所有利率为6.875%的2019年到期的优先票据，赎回价约4.16亿多美元，这也造成了2016年龙湖的净有息负债仅增加了56亿元。

⑨ 本节内容省略

表：2016年现金持有减少企业现金流（亿元）指标

企业	2016年现金净增加	2016年销售回款	2016年投资开发	投资开发/销售回款	2016年净借贷增加
五矿地产	-47	118	67	0.57	-9
世茂房地产	-42	573	444	0.77	-29
首创置业	-22	228	230	1.01	80
远洋地产	-14	303	288	0.95	-81
龙湖地产	-8	622	573	0.92	56
苏州高新	-5	50	5	0.10	-21
华润置地	-3	962	689	0.72	24

注：销售回款和投资开发均为CRIC测算预估；表格中净借贷变化一律不考虑永久资本证券
数据来源：企业年报、克而瑞研究中心

虽然2016年龙湖的销售收入有着较好增长，2016年龙湖的合约销售金额为881亿元，同比增长62%，但投资开发力度也不小，约占销售回款的九成。此外，龙湖同时坚持将每年销售回款的10%的资金投资于商业地产开发，以实现未来长期稳定的现金流。这就造成了一定的沉淀资金，这也从另一方面造成了企业现金流的减少。

综合来看，2016大部分房企的持有现金都有不同程度的增长，这主要依赖于2016年整体市场环境较热，企业销售回款增加所致；此外部分企业为了实现规模的快速增长，通过融资来拉动现金流，以实现未来的后续再扩张。具体从企业来看，中国恒大、中海地产、融创中国等企业拥有现金较多，预计2017年将会进一步增加拿地或并购，加大房地产开发投资力度，维持销售规模增长的需要。而相对部分现金持有负增长的企业也应积极通过融资手段，推动销售的进一步扩张。

本文为《房企财务系列之现金分析》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

《房企财务系列之现金分析》专题导览

- 一、2016年房企持有现金增加五成，90%的房企现金增加
 - 1、销售大涨、融资宽松，房企现金平均增长五成
 - 2、恒大现金超三千亿成最大金主，世茂、龙湖等企业现金持有缩水
- 二、融资拉动恒大、融创现金增加，回款为滨江、华发提供保障
 - 1、恒大、融创等企业快速扩张，大规模融资备战未来
 - 2、华发、滨江等受益于市场较热，销售回款增加为主因
- 三、世茂、龙湖等企业发展稳健，持有现金略有减少

作者简介

房玲，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@.com

俞倩倩，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@.com

易天宇，研究中心企业助理研究员，专注房地产企业分析和土地市场研究

电话：021-60867860 邮箱：yitianyu@cric.com

企业纵深



恒、万、碧库存同比增速66%，快于行业平均3倍

——2016年房企库存调查

文/克而瑞研究中心 研究员 沈晓玲，朱伟、王丽

VIEW 在历经16年房地产市场“去库存”转好、销售实现较大幅度增长、行业加速洗牌的情况下，大部分房企存货压力得到缓解。从存货规模来看，强者恒强态势凸显，占据市场先机。

在火热销售的推动下，土地市场尤其是热点城市的土地市场“高热难挡”，部分城市逢土拍必出”三高“地王。行业竞争加剧，行业集中度不断上升，各房企在土地获取上态度积极。而在政策方面，从16年四季度开始，多城密集出台调控政策、加强市场监管。今年春节以来，新一轮楼市调控措施又在全国多地先后出台。那么在此背景下，房地产企业的发展如何，企业是要继续投资扩大市场占有率，还是多留现金以防风险？

于是，我们对2016年房企存货进行了梳理，以作为衡量房企发展能力的重要指标之一，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。哪些房企在存货规模和去化把握上相对较为合理，哪些房企又有待提高呢？

至此，我们挑选了54家已出2016年财务报告的典型房企为研究样本，以6项指标数据——“存货总额、已竣工存货、营业成本、应收账款、销售金额、销售面积”为研究样本，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、存货周转次数”等分析指标，分析房企在存货规模、周转效率、去化能力等方面存在的差异以及原因，并分别指出存货规模较为合理、周转效率较好、去化能力较强的典型企业，同时也给指标相对不如人意的企业一些提醒。

房企积极补仓，存货总额同比上涨22%

存货总量超2000亿的房企，均为千亿销售房企，资源优势凸显。20强存货占比75%，规模房企资源优势进一步凸显。

房企存货规模持续提升，恒大以超6000亿位居榜首。截至2016年底，54家典型企业的存货总额达50665.75亿元，较上年同期存货总额增长22%。从各企业的存货规模来看，12家房企存货超1000亿元，恒大、绿地、万科三家企业以超4000亿的规模位列前三甲，其中恒大以超6000亿的库存规模遥遥领先。

表：2016年54家典型房企存货总额TOP20

企业名单	16年存货总量 (亿元)	15年存货总量 (亿元)	同比
恒大地产	6586.27	3837.28	72%
绿地控股	4718.20	3834.48	23%
万科地产	4655.13	2735.89	70%
保利地产	3032.53	2882.26	5%
碧桂园	2472.69	1692.21	46%
中海地产	2250.53	2558.57	-12%
华润置地	1682.70	1660.69	1%
融创中国	1306.21	498.70	162%
世茂房地产	1200.45	1188.68	1%
首开股份	1144.94	956.70	20%
招商蛇口	1141.50	1213.64	-6%
富力地产	1079.18	1011.00	7%
龙湖地产	996.73	812.59	23%
华夏幸福	899.63	613.70	47%
绿城中国	880.22	731.04	20%
荣盛发展	872.29	666.09	31%
华发股份	813.37	705.37	15%
佳兆业	768.06	815.25	-6%
阳光城	736.94	423.82	74%
金地集团	717.68	776.23	-8%
小计（TOP20）	37955.23	29614.18	28%
总计（54家）	50665.75	41515.71	22%

备注：港币换算人民币以0.86计算

数据来源：企业年报、CRIC

20强存货占比75%，规模房企资源优势进一步凸显。从规模来看，房企之间的差距也很明显。位居榜首的恒大是第4名保利的2倍之多，是排名20位金地集团的9倍。如果考虑占比，20强房企库存总额占54家整体的75%，较上年增加2个百分点；更值得一提的是，前三甲房企库存总额占54家整体的31%，较上年增加了6个百分点。随着房地产企业销售集中度越来越高，得益于合作、收并购等方式，房企2016年存货规模总体呈增长趋势，存货资源更加集中。

恒、绿、万名列前三甲，恒大6586.27亿规模效应凸显

存货总量超2000亿的房企，均为千亿销售房企，资源优势凸显。从企业表现来看，截至16年底，恒大、绿地、万科3家企业存货规模总额位居前三甲。与上年相比，值得一提的是，16年销售超3000亿的超大型房企库存总量平均同比上涨66%，恒大的库存规模从第2位，迅速攀升榜首，碧桂园此次突破2000亿库存大关，升至第5名。尽管存货规模总额位居行业前列，但从已竣工存货占比来看，基本都在平均值左右，去库存压力相对较小。

恒大存货猛增72%，以超6000亿规模排名第一。恒大16年存货大幅增长，得益于16年企业积极备货。同时恒大凭借其充足的土地储备支撑高周转模式，实现高增长。16年，恒大新增213个项目，新增总土地规模10238万平方米，即使16年全年竣工消耗土地储备2963万平方米，恒大目前总的土地储备亦可达2.29亿平方米，较上年增加7328万平方米，增幅达46.9%。更值得一提的是，即使库存规模上涨明显，但是竣工存货占比仅为12%，优于行业平均水平。恒大凭借如此大量的库存储备，已经占领了发展先机，为未来的可持续销售提供了充足货源。

得益于多元化土地获取模式，万科16年存货增长70%。虽然万科一直保持审慎的拿地态度，但是为了保持持续增长，保持稳定的市场占有率，企业选择在拿地方式上进行变革，例如通过合作、股权收购、代建等方式。16年，万科新增项目173个，新增总建筑面积3157万方，新增权益建筑面积1892万方；其中近6成的的新增项目均为通过合作方式获取。截止16年底，万科拥有600个主要开发项目，

总建筑面积可达10739.3万方，权益建筑面积达7278.1万方（其中，在建项目权益建筑面积约3622.2万平方米，总建筑面积约5442.4万平方米；规划中项目权益建筑面积约3655.9万平方米，总建筑面积约5296.9万平方米）。

表：2016年存货总量超2000亿房企情况

企业名称	2016年存货总量（亿元）	同比变动	2016年已竣工存货占比	2016年存货周转次数
恒大地产	6586.27	72%	12%	0.29
绿地控股	4718.20	23%	20%	0.52
万科地产	4655.13	70%	9%	0.52
保利地产	3032.53	5%	18%	0.42
碧桂园	2472.69	46%	12%	0.58
中海地产	2250.53	-12%	20%	0.42

备注：港币换算人民币以0.86计算

数据来源：企业年报、CRIC

收并购添力，融创中国、阳光城增长强劲^①

九龙仓、中粮地产存货减少，中海仍需补货^②

大市推动，企业存货周转次数提升明显

2016年54家典型房企的存货周转次数达到0.41，较2015年提升了0.05次。呈现出周转能力强者愈强的局面。房企营运能力进一步加强，存货周转次数提升明显。呈现出周转能力强者愈强的局面。

房企营运能力进一步加强，存货周转次数提升明显。2016年54家典型房企的存货周转次数达到0.41，较2015年提升了0.05次。而其中TOP20房企中，存货周转次数出现下降的仅有5家，其余的均呈现大幅增长态势，且增长幅度也普遍高于0.05的平均值，呈现出周转能力强者愈强的局面。

①② 本节内容略

表：2016年54家典型房企存货周转次数TOP20

企业名称	16年存货周转次数	15年存货周转次数	同比变动
当代置业	0.78	0.86	-0.08
景瑞控股	0.72	0.27	0.45
九龙仓	0.70	0.50	0.20
中国金茂	0.65	0.57	0.08
新城控股	0.64	0.61	0.03
雅居乐	0.61	0.50	0.11
旭辉集团	0.60	0.67	-0.06
金地集团	0.59	0.34	0.25
碧桂园	0.58	0.60	-0.02
滨江集团	0.56	0.31	0.25
远洋地产	0.53	0.45	0.08
绿地控股	0.52	0.60	-0.08
万科地产	0.52	0.53	-0.01
华夏幸福	0.52	0.40	0.12
中骏置业	0.50	0.46	0.04
路劲基建	0.49	0.36	0.13
五矿地产	0.48	0.33	0.15
瑞安房地产	0.47	0.23	0.25
宝龙地产	0.45	0.38	0.07
仁恒置地	0.43	0.32	0.11
算数平均（TOP20）	0.57	0.46	0.10
算数平均值（54家）	0.41	0.36	0.05

数据来源：企业公布、CRIC

千亿房企周转率提升不易，中小型房企提升明显。从存货周转次数TOP20的房企特点来看，12家千亿房企仅有万科、绿地、碧桂园、金地、华夏幸福五家进入榜单。而其他入榜的房企，以新城控股为界，销售规模均在650亿元以下。由此看出，房企的存货周转次数也与其规模休戚相关，一般中小型房企规模适中，因此运营相对灵活，单个项目提前完成去化即可显著提高存货周转次数，而大型房企复杂的多，因此能够入榜TOP20，也进一步体现了其优秀的运营能力。

市场环境推动房企周转次数。16年热点一二线城市市场火热，同时在去库存的政策引导下，三四线城市的市场也开始回暖，一度出现了全国“普涨”的局面。虽然在4季度市场遇到中央及各地政府的密集调控，但总体上，16年的房地产销售情况要明显优于15年。

这为房企的消化库存提供了巨大的推力，各城市房企也开始纷纷加快推盘速度，进一步提升了其存货周转次数。

九龙仓、当代置业存货周转次数位居前列

从各家房企的存货周转次数来看，54家企业中有7家房企的存货周转次数在0.60以上，其中当代、景瑞和九龙仓三家房企的周转次数达到0.70或以上。

当代置业存货周转次数表现也相当稳定，虽较15年存货周转次数下降了0.08次，但仍然领先于多数房企。16年当代置业销售额达到165.72亿元，同比增长46.78%，高于百强房企的平均增速，高周转营运效果进一步显现。当代存货周转次数下降主要与其16年开发中存货大幅增长有关，可看出企业正在积极扩张规模，而同时其已竣工存货增速远远低于其存货总量增速，也反映出当代置业强力的周转能力。去年企业已完善了三条标准化产品线，相信在今年当代产品开发周期将进一步缩短，企业的存货周转次数也将继续位居高位。

除了当代置业外，其他周转次数上升明显的企业，主要还是因为16年销售积极，存货去化快。我们可以看到，除了当代置业，其他6家房企的存货同比增长速度均低于22%的平均水平，部分企业存货总量同比增幅出现负增长。例如九龙仓的存货周转次数由15年的0.50提升到0.70，增长了0.2次，远高于TOP20房企0.57的平均增长次数，而其16年存货总量同比下降了37%。

表：2016年存货周转次数超0.60房企情况

企业名称	16年存货周转次数	同比变动	16年存货总量（亿元）	同比	16年已竣工存货占比
当代置业	0.78	-0.08	126.08	154%	18%
景瑞控股	0.72	0.45	178.44	-19%	21%
九龙仓	0.70	0.20	238.74	-37%	15%
中国金茂	0.65	0.08	271.43	5%	41%
新城控股	0.64	0.03	355.12	9%	16%
雅居乐	0.61	0.11	506.83	-17%	28%
旭辉集团	0.60	-0.06	280.84	4%	24%

备注：港币换算人民币以0.86计算 数据来源：企业年报、CRIC

合景泰富存货周转次数有待提高，建业地产去化压力显现

存货周转次数下滑的企业中，一类是处于规模在迅速扩张的企业。存货周转次数降低原因主要在于其存货总量中，开发中存货体量大幅提升。如阳光城、融创中国、当地置业，开发中存货均有较高的增长，对于融创、阳光城来说，这是企业规模发展之必要，并购过程中不可避免的会增加存货。而当代置业的存货周转能力一直优异，开发中物业的大幅增长只会对其规模发展产生利好。

还有一类是确实存在去化压力的，如建业地产，已竣工存货的增长率已高于存货总量的增长率，而存货周转次数也从15年的0.59下降至16年的0.43，跌幅较大。考虑到建业地产在中原三四线城市货量较多，截止16年已进入了河南省33个县级城市，同时今年政策调控加码，企业未来在项目去化方面压力仍在。

最后一类则是本身即是低周转模式的企业，如合景泰富，15年的存货周转次数为0.19，远低于平均值，到2016年企业的存货周转次数继续下降，达到0.16。从其项目布局来看，多位于热点一二线城市，企业16年项目销售收入51%即来自广州，北京和上海，其他49%的销售收入则来自成都、杭州等热点二线城市，且企业去年主推刚需首置改善类产品，在去年的市场环境下，本应去化理想，实际周转次数仍然较低，这或与企业追求产品高溢价有关，但并不利于企业去快速扩充规模。

表：2016年存货周转次数较低或下降较快房企情况

企业名单	16年存货周转次数	15年存货周转次数	同比变动	企业名单	16年存货周转次数	15年存货周转次数	同比变动
阳光城	0.28	0.48	-0.20	华发股份	0.14	0.11	0.02
建业地产	0.43	0.59	-0.16	合景泰富	0.16	0.19	-0.03
当代置业	0.78	0.86	-0.08	合生创展	0.17	0.16	0.01
绿地控股	0.52	0.60	-0.08	北京城建	0.19	0.18	0.01
融创中国	0.34	0.41	-0.07	佳兆业	0.20	0.13	0.06

数据来源：企业公布、CRIC

已竣工存货占比稳定，房企去化效果明显

51家房企2016年已竣工存货总量达8234.03亿元，同比增幅达16%，低于存货总量的增幅（22%）。凭借企业存货周转次数的提高有效的消化了较多的已竣工存货，减缓了其库存压力。

已竣工存货总量同比上涨16%，低于存货总量的增幅，企业去化能向好。51家房企2016年已竣工存货总量达8234.03亿元，同比增幅达16%，低于存货总量的增幅（22%）。且从整体来看，竣工存货占比较去年下降1个百分点，企业的营运能力已经普遍提高，尽管在16年企业通过招拍挂、收并购等方式补库存态度积极，但是凭借企业存货周转次数的提高有效的消化了较多的已竣工存货，减缓了其库存压力。

当然，我们也可以看到有22家房企的竣工存货占比超20%。而这22家房企，我们又可以分为两类：一是双高企业，其竣工存货占比比较高，同时竣工存货占比较去年同期上涨超10个百分点，且竣工存货总量增幅亦超20%，例如宝龙、金茂、远洋和中粮地产；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，且竣工存货占比亦较去年出现下降或持平，例如金地、雅居乐、合生创展、景瑞等。

表：2016年51家房企已竣工存货占比TOP20

企业名称	16年已竣工 存货占比	15年已竣工 存货占比	同比变动 (PTS)	16年已竣工 存货(亿元)	同比增 幅
宝龙地产	56%	41%	15	113.03	24%
中国金茂	41%	25%	17	111.53	77%
远洋地产	35%	24%	11	180.58	50%
建业地产	34%	32%	2	61.02	23%
合生创展	32%	34%	-1	182.61	-16%
中粮地产	31%	19%	12	94.69	28%
金科集团	31%	25%	6	207.34	23%
保利置业	28%	28%	0	179.78	-12%
雅居乐	28%	28%	0	139.76	-17%
禹州地产	26%	26%	0	73.69	-1%
富力地产	25%	22%	3	267.83	19%
旭辉集团	24%	26%	-1	68.29	-1%
金地集团	24%	28%	-4	169.87	-22%
中骏置业	24%	32%	-8	45.73	-21%
越秀地产	22%	24%	-2	126.84	-1%
佳兆业	21%	22%	-1	162.46	-8%
华侨城	21%	24%	-3	142.80	18%
首创置业	21%	16%	5	134.44	48%
路劲基建	21%	26%	-5	46.94	-15%
景瑞控股	21%	23%	-2	36.70	-27%
平均数(20家)	27%	25%	2	2545.93	5%
平均数(51家)	17%	18%	-1	8234.03	16%

备注：1、因华润置地、龙光集团、五矿地产年报中无存货明细，暂未计入；
2、港币换算人民币以0.86计算 数据来源：企业公布、CRIC

宝龙已竣工存货占比创新高，政府楼市调控制约金茂去化

已竣工存货占比过高会加大企业去化压力，如果房企已竣工存货高于平均值17%，其也能反映出企业产品去化方面存在一定问题。去化库存仍为宝龙首要任务。虽然从存货周转次数来看，宝龙地产2016年的存货周转次数达到0.45次，已经高于平均值，且相对去年增长了0.07，企业在去库存方面确实做出不小成绩，但仍然不够。宝龙商业比重过高，而目前商业销售在市场上依然是个难题，其放缓投资，存货总量在16年是同比下降8%，但是企业目前的已竣工存货还是较高，甚至相对去年仍然增长了24%。

政策影响高端项目去化，但从项目布局来看，金茂去化压力不

大。仅次于宝龙地产，中国金茂以41%的已竣工存货占比，位列第二名。企业16年的竣工存货也同比上涨了77%至111.53亿元，这主要有两个原因导致：一是，中国金茂项目定位普遍高端，在去化速度方面普遍低于定位刚需刚改型企业；二是，自16年四季度以来，政府楼市调控政不断加码，直接影响了对金茂高端产品的销售。但值得一提的是，中国金茂的项目布局多数在需求旺盛的一二线城市，高端项目的需求依然存在，未来去化压力并不大。

表：2016年已竣工存货占比较高企业

企业名称	16年已竣工 存货占比	15年已竣工 存货占比	同比变动 (PTS)	16年已竣工存 货(亿元)	同比增幅
宝龙地产	56%	41%	15	113.03	24%
中国金茂	41%	25%	17	111.53	77%
远洋地产	35%	24%	11	180.58	50%
建业地产	34%	32%	2	61.02	23%
合生创展	32%	34%	-1	182.61	-16%
中粮地产	31%	19%	12	94.69	28%
金科集团	31%	25%	6	207.34	23%

备注：港币换算人民币以0.86计算 数据来源：企业年报、CRIC

融信奇货可居利润值得期待，华发股份去化存隐忧^③

结语

总体来看，在历经16年房地产市场“去库存”转好、销售实现较大幅度增长、行业加速洗牌的情况下，大部分房企存货压力得到缓解。从存货规模来看，强者恒强态势凸显，占据市场先机。虽然地王频出，但企业在招拍挂常规方式基础上，重视非公开市场拿地方式，合理储备土地资源；在现有独立开发、引入投资者等方式的基础上，通过合作、收并购等方式，探索低成本扩张途径，拿地成本得到控制，加上16年市场向好，大部分房企加快推货速度，存货增长也控制在较合理的范围。同时，企业的存货周转次数也得到提升，54家典型企业平均存货周转次数较2015年同期提升0.05，不少企业抓住本轮市场机遇，加快周转效率，提升销售业绩。

“寒随一夜去，春逐五更来。”又是新的一年。17年地产行业的竞争将更趋激烈，行业整合加强，市场将进一步分化。伴随供给侧结构性改革亦将持续深化，“去库存”政策与各类调控政策相互交叉，房企机遇与挑战并存，未来的存货策略将如何变化，我们将持续关注。

本文为《2016年房企库存调查》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

全文概要

《2016年房企库存调查》导览

一、房企积极补仓，存货总额同比上涨22%

- 1、恒大、绿地、万科名列前三甲，恒大6586.27亿规模效应凸显
- 2、收并购添力，融创中国、阳光城增长强劲
- 3、九龙仓、中粮地产存货减少，中海仍需补货

二、大势推动，企业存货周转次数提升明显

- 1、九龙仓、当代置业存货周转次数位居前列
- 2、合景泰富存货周转次数有待提高，建业地产去化压力显现

三、已竣工存货占比稳定，房企去化效果明显

- 1、宝龙地产已竣工存货占比创新高，政府楼市调控制约金茂去化
- 2、融信奇货可居利润值得期待，华发股份去化存隐忧

作者简介

沈晓玲，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

朱伟，研究中心企业助理研究员，专注房地产企业战略和融资及财务分析

电话：021-60867870 邮箱：zhuwei@cric.com

王丽，研究中心专业专员，擅长房地产企业品牌运营

电话：021-60867873 邮箱：wangli@cric.com

关于克而瑞研究中心

克而瑞研究中心，是易居企业集团专业研发部门。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，我们已经连续八年成功发布**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	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
营销	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



易居企业集团

联系地址：上海市静安区广中路788号秋实楼9楼

联系电话：021-60867863

传真号码：021-60867392

E-mail: research2@cric.com