

研究札記

把脉、洞察

借鉴、提升

第14期
2015.06

CRIC 研究中心

关于CRIC研究中心

克而瑞·研究中心，是易居中国旗下克而瑞信息集团的专业研发部门。组建十年以来，一直致力于对房地产行业各领域全面研究及企业专项课题的深入探索。迄今为止，我们已经连续六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

研究札记

第
14
期

改变中国地产力量

“黄金十年已过，中国的房地产业逐步结束资源型暴利时代，与中国经济一起进入新常态。”

领头企业纷纷转型，转型之后一系列问题浮出水面。

全产业布局的话，房企下一个触角应该伸向哪里？利润普遍摊薄状况下，如何去寻找新的盈利点？金融化愈发明显，怎样巧用经济杠杆？转型服务商，如何为社区提供全链条服务……

未来房企发展，管理者们需要尽快拿出新思维、新模式、新战略，不破不立。

——易居（中国）执行总裁、克而瑞信息集团董事长 丁祖昱

目录

CONTENTS

本期关注

P136

房企转型 与 价值重构

多元化的十字路口，有哪些可循的发展路径？变局之后，行业价值又将如何重构？很多典型企业已经走在路上。

08/ 微言堂

大佬看市
地产热评

26/ 市场聚焦

2015年上半年总结与展望

七大篇章全面解读楼市走向

102/ 城市研判

那些仍有开发投资前景的三四线城市

中三角、长三角八市楼市阶段特征及发展前景

从2015年供地计划看主要城市供求前景



136/ 特别关注

房企转型与价值重构

路 径 一： “ 精、专、攻 ” 多元化布局

路 径 二： 聚焦房企并购潮背后的生存逻辑

路 径 三： 试水产业地产新机遇

涉足物流地产分一杯羹

路 径 四： 发展持有物业，房企收租能力大比拼

企业聚焦：保利系整合分析与猜想

新常态下碧桂园四大战略调整

196/ 企业金融

房企偿债能力“体检”报告

聚焦房企融资新常态、新趋势和新方式

217/ 更多

研究预告

关于我们

编委会

Editorial Board

----- 2015年第二期 -----

总第十四期

出品单位： CRIC研究中心

总 编： 丁祖昱 张 燕

主 编： 孟 音 林 波

责任编辑： 崔 琳

编 辑： 罗 雯 王晓晨 卫刚顺

撰 稿： 杨科伟 朱一鸣 房 玲 沈晓玲

董 妍 陈开朝 马千里 蔡建林

傅一辰 柳启慧 杨晶晶 余仁花

江怡珊 谢杨春 陶 媛 尹 鹏

俞倩倩 王青青 余露晴 陈桢颖

孙 月 李姝婧

设计总监： 何 玮

媒体支持： 新浪乐居 中房网 地产人网



官方网站： www.cricchina.com/research

新浪微博： weibo.com/cricyanjiu

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

本刊物内容为克而瑞（中国）信息集团所有，未经许可，不得转载！

免责声明

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

微言堂

股市VS楼市：“跷跷板”效应？

丁祖昱：股市跳水，楼市一路看涨

北京、上海、深圳三个城市最近的表现尤为出色，主要是与股市的财富效应有关。我对全国房地产市场特别是北京、上海和深圳是持续看好的，对中高端的项目更是看高一线。在市场如此火爆的时候，还是要对喜上眉梢的开发商做一点点小的提醒：再好的外部条件和政策环境，也改变不了中国房地产整体供过于求的现状，永远要在最好的时候保持一颗冷静的心。

——易居（中国）执行总裁、克而瑞信息集团董事长 丁祖昱

孙宏斌：楼市和股市都是赌场

为什么现在国内的股市和楼市都很好呢？那是因为它是一个赌场。所以我自己一直是不看好房地产市场的，在经济下滑压力很大的时候，房地产市场不可能一直独秀，当然股市也不可能。

买地跟买股票是一样的，买地的开发商跟街上买股票的大妈也没什么区别——贵的时候都去抢，便宜的时候都不买。所以，融创拿地就是大家都在抢的时候尽量谨慎小心。如果现在融创手上有钱的话，那就还点债，把债务成本降低点，把钱放账上等待机会。

——融创中国董事长 孙宏斌

樊纲：楼市股市目前不存在“跷跷板”效应

现在政府的很多政策措施都被解读成是“挺股市”或“砸股市”，而这种过度解读乃至误读其实都是很荒唐的。无论是为合理自住型需求“松绑”的楼市新政，还是规范融资融券及场外配资业务的正常监管，都是为了因应当前中国经济转型升级需要而采取的及时且有益的措施。

——央行货币政策委员会委员 樊纲

任志强：从来都是卖股买房，傻瓜才会卖房买股

卖房子买股票的人全国找不出十个二十个，但是卖股票买房子过去到今天都没少过，全国有千千万万。傻瓜才会卖房子买股票，为什么不把房子抵押了呢？股票不能当房子住，但是房子可以抵押钱，一边住着房子一边买股票。股市好不好别问我，我不是投资专家，也不是经济学家，我也不问股票。中国现在股票市场的问题就在于行政干预过多。你们看看全世界有几个国家股票市场目前不是靠交易所，靠市场化，而是靠国家行政机关管理的？

——中国房地产业协会副会长、华远地产原董事长 任志强

谢国忠：如此刺激经济也属无奈

人民银行近半年来第三次降息，之所以这么做，主要因为传统借钱管道已行不通，因为目前中国金融机构一半放款是和房地产有关，借钱需要不动产抵押，偏偏现在地价都在跌，民众与企业很难从金融体系借到钱，逼得政府必须透过刺激股市的方式以达到活跃经济。

——摩根士丹利董事总经理、亚太区首席经济学家 谢国忠

海通：中国房地产时代结束 金融兴股市疯来临

2014年降息降准之后地产市场缺乏起色，但股市大幅上涨，中国居民的财富配置正在历史性地从房地产转向金融资产。其背后的根本驱动力同样来自人口结构变化：人口老龄化导致地产需求出现长期拐点，而老龄化导致劳动力稀缺、资本相对过剩，利率下行拐点出现，因而居民财富配置的存款时代和地产时代相继结束，金融时代已经来临。

——海通证券

行业展望

毛大庆：房地产在中国远远还没到“第二春”

问我离职创业，是不是因为房地产不行了？其实，不是房地产不行，是房地产原来的经营方式不行了。房地产在中国远远还没到第二春，但这个第二春一定不是现在这个“春”，是另外一个样子的“春”。简单来说，房地产行业里，原来的做法太小儿科了，是小学毕业的水平，就是买地卖房子这么一个概念。中国的房地产其实是管理能力和管理质量太差的问题，并不是行业出了问题。我们得从房子里头再创造价值。

——优客工场创始人 毛大庆

贾康：今年应能基本完成楼市调整

如果以均价为标志看它的景气水平，整个中国房地产市场最低端的代表——近乎崩盘的温州已企稳了，从高点接近6万元/平米，近乎崩盘式地落到2.2万元/平米而终于企稳，这是一个好现象。另外一端，即高端市场看北京。今年年初以来，北京又开始出现新的“地王”。总体而言，中国房地产市场低端的代表温州、高端的代表北京，都已经在探底或回暖。现在就更不要相信“中国经济崩溃论”的说法。

——财政部财政科学研究所原所长 贾康

秦虹：房地产业回归常态化

近期，央行、住建部、银监会等部门密集出台的楼市政策并非“救市”，只是过严的购买二套房的信贷和税收政策的常态化回归，主基调都是支持改善性住房需求。从目前的国家政策和房地产市场供求关系来看，中国房地产业已经回归常态化，暂不会出现房价全面上涨的情况。

——住建部政策研究中心主任 秦虹

标普：房地产市场下半年将复苏

2015年下半年之前多数中国开发商的信用状况不会改善，这是因为在下行业务周期中多数开发商于2014年大幅提高财务杠杆。我们预期，由于将有更多项目推售，以及按揭利率下降，销售可能于第二季触底，下半年市场将复苏。但利润率将继续下滑，反映出2014年初以来疲弱的价格。

——标准普尔评级服务6月报告

穆迪：未来12个月销售将温和增长

在2014年下半年以来政府采取的支持性措施的推动下，我们预计到2016年6月的未来12个月，全国房地产销售额同比将温和增长0%-5%。与此相比，2014年销售额下降了7.8%。上述销售改善预期的迹象之一是2015年4月全国房地产销量同比增长7.7%，是2013年11月以来首次出现同比增长。此外，销量增长将缓解高库存带来的房价下行压力（主要是三四线城市）。

另外，穆迪将中国房地产业的展望从负面调整为稳定，反映了我们预计该行业未来12个月基础业务状况将有所改善。

——穆迪投资者服务公司房地产业展望报告

易宪容：走出困境是不可能的

从5月份住房市场回暖的情况来看，尽管有些城市的住房销售出现的“价量齐升”，但是这种“价量齐升”只是让房地产市场重新回到以投资为主导市场，而不是房地产市场由投资为主导的市场转型为消费为主导的市场。当前的中国房地产市场根本就没有走出困境，反之市场风险会越来越大。

——原中国社科院金融研究所金融发展室主任 易宪容

房价往哪儿走

任志强：年底房价肯定涨，再不买房就晚了

2015年年底，房价上涨是确定的。4月份的城市房产涨跌变化已经告诉大家了，少量城市的销售已从负数变成正数了，可能到9月份以后，就从负变成正的增长。这个判断是我去年做的，今年也没有发生变化。现在中央出台了这么多政策，这只能让我的预测更容易实现，但没有这些政策，可能也是这种趋势。

——中国房地产业协会副会长、华远地产原董事长 任志强

王健林：北上广深的房价会永远处于上涨中

中国房价的同比上涨和回暖都发生在一线和主要的二线城市，而整体的回暖，还差得远。现在中国房价已经从供不应求到了供大于求的阶段，所以房价再暴涨的可能性并不存在，但是北、上、广、深这些城市永远会上涨。

国土部刚刚发布了对16个城市用地的刚性约束规划，这个制度会进一步使这些城市的供应量减少，所以一线或者二线靠前的城市会永远处于房价上涨的过程中，这个避免不了。

——万达集团董事长 王健林

社科院：今年房价难大幅上涨

2015年房地产市场总体上要好于2014年，但2015年房价大幅上涨可能性不大，房价区域分化仍较明显。这份蓝皮书预测，2015年房地产投资分化会继续，房地产投资主要投向发达地区人口聚集能力强的一线城市和部分二线城市。从2014年下半年一二线城市看，一线城市投资增速明显好于二线城市，这种态势2015年将会延续。

——中国社科院城市发展与环境研究所2015年《房地产蓝皮书》

李迅雷：未来房价会有新一轮的上涨

目前来讲，房地产销量出现了明确回升的势头，这对我们房地产企业资金是很好的改善。而现在政策已经放松了，所以政策的拐点已经出现了，去库存的拐点已经出现了，随着销量的增加，价格也出现一定程度的收涨，尤其在二线城市房价上涨的趋势得到确认，一线城市在4月份上涨0.4%。

未来房价看涨！因为房价跟供求关系有比较大的相关性，一方面需求在上升，另外一方面供给没有跟上。

——中金公司报告

马光远：“楼市组合拳”不会导致房价暴涨

中国房地产市场和过去完全不同，库存和资金压力仍然是今年房地产市场最大的敌人。“救市政策”是阳光，但这是寒冬的阳光，而不是春暖花开时节的阳光，无论是地方政府，还是开发商，都应该认识到，不管政府和房地产的爱情多么伟大，但一个不争的事实是，中国住房已经告别“短缺”，靠房地产维持漂亮数据的日子屈指可数。

——经济学家 马光远

丁祖昱：待售量居高不下，仍是当前首要问题

我一直认为当前市场是回暖回升的，但是一切都要以数据说话，不能因为整体市场在回升就认为所有指标都趋好，至少待售面积减少15万平方米并没有任何值得让大家放宽心。在市场回稳的情况下，中国楼市待售量居高不下，仍是当前房地产行业必须正视、最首要问题，而供求关系的不平衡、整体结构性供应过剩的状况又是待售面积居高不下的核心原因，不能从源头上去解决。

——易居（中国）执行总裁、克而瑞信息集团董事长 丁祖昱

城市机遇与战略

张玉良：主动适应新型城镇化的趋势

新常态下，地方政府有许多基础设施规划、社会保障要做，但是政府财力不够，因为土地卖不出，财政减收，应该用社会的力量。作为房地产企业我觉得应该更加主动适应整个新型城镇化的趋势，加强商业模式的改革创新，逐渐满足现代城市多样化的需求。另外，加强与政府、社会的互动衔接，由开发单一房地产的产品向提供社会综合服务发展，与政府、社会联动来解决城镇化。

——绿地集团董事长 张玉良

林毅夫：“政府不应该投资”是个误区

基础设施投资与一般的产业投资在投资回报周期、折旧率方面都不同。此外，基础设施的投资有很多是外部性、社会性的收益，这不是产业投资中可以直接得到的收益。民营经济可能因为基础设施回报率低，不愿投资，如果这时候政府也不投资，只会让基础设施建设出现瓶颈，影响经济发展。

——著名经济学家、北大国家发展研究院名誉院长 林毅夫

倪鹏飞：房地产行业进入新阶段

中国房地产业正在进入一个新发展阶段，即从城市存量人口消费为主向外来人口消费为重点转变，从注重住房数量、面积向注重质量和功能转变，从政府过度干预向市场决定转变。

在新型城镇化背景下，住房制度改革的核心是以人为本。要探索建立包括“多元发展”的住房产权体系，政府保障、开发商、合作社、业主多元竞争的开发体系，完善住房租赁制度体系等等。

——中国社科院城市与竞争力研究中心主任 倪鹏飞

陈淮：棚户改造和市场化建设紧密相关

棚户区改造是一个新探索，需要注意到这个重要的变化，今年明确提出来把棚户区改造的政策范围扩大，也确实值得企业高度关注。

第一要看到这不仅是城市棚户区改造，而且它最容易和一个城市总体改造相关。其二，棚户区改造最容易和市场化的建设相关。北京实行限地价，谁建的保障房越多就给谁，保障房赚钱的地方全摊给商品房，这都不是好办法。其三，棚户区改造容易和前期快速城镇化过程中一大批体制性的难题密切结合起来。

——社科院城乡建设经济系主任 陈淮

周其仁：城市化的下一程，要终止“摊大饼”

评价城市化的好坏不光要问大小，还要问够不够密，要终止单纯“摊大饼”。“以人为本的城市化”成为比较现实的选项，在城市发育的设施硬件等“骨架”撑开之后，将城市投资和建设的重点转向集聚和合理的密度提升，组织起更积极活跃有品质的城市生活，让普通市民生活更便利，易业又易居。

——北京大学国家发展研究院教授 周其仁

贾康：PPP是发展混合所有制的战略选择

PPP首先形成了投融资机制的创新，可以将大量非政府的民间资金、社会资本引入公共工程与服务领域，但其实它又绝不仅限于投融资模式层面的创新，它还以风险共担、利益共享、绩效升级方面的鲜明性质形成了管理模式的创新，并天然对接混合所有制改革和法治化制度建设，具有国家和社会治理模式创新层面的重要意义。

——财政部财政科学研究所原所长 贾康

Policy 政策

627央行打出降息、降准“组合拳”

【事件】6月27日，央行发布消息，自28日起定向降准并同时下调存贷款基准利率。这是央行自2014年11月启动本轮降息降准“连环组合”以来，第四次降息、第三次降准。

【CRIC点评】从房地产角度，我们认为本次双降的影响主要有：减轻地方债置换压力，确保土地“有供有限”继续执行；助推成交继续回升，但房价走势仍将趋稳；减轻房企资金压力，促进行业投资继续回暖。

百城“松绑”公积金政策

【事件】央行二次降准后，各地关于公积金政策调整细则相继落地，至5月初已有近百个城市松绑了公积金政策。其中，北京、上海等超过30个城市宣布提升公积金贷款额度。

【CRIC点评】“330新政”已满月，但其效力并未完全发挥。各地公积金调整一来响应中央号召，二来顺应市场需求。与二次降准齐发力，推动房地产市场成交上行。但同时也要注意，当前部分城市已经出现公积金可贷余额不足的难题，提高公积金贷款额度或加剧这一问题，地方政府应解决或防范这一问题，比如实施“公转商”。

国务院批准实施《长江中游城市群发展规划》

【事件】新华社4月5日消息，经李克强总理签批，国务院批复同意《长江中游城市群发展规划》。

【CRIC点评】对于房地产行业来说，此次《规划》批准实施，无疑将强化武汉、长沙、南昌等中心城市地位，随着交通一体化，产业协调发展以及新型城镇化的推进，也给予这些城市房地产未来发展提供新的有效需求。另一方面，长三角中有城市的联合发展，反过来又会促进经济水平的提升，给房地产提供稳定健康的宏观环境。

Market 市场**端午小长假38城成交井喷**

【事件】从CRIC监测的数据来看，38个主要城市节日三天即成交156万平方米，相比去年端午假期增幅超过7成。端午期间还有部分成交不能及时体现到数据中，相信这3天的成交量远远不尽于此。

【CRIC点评】6月开始，企业即密集加推，上周重点城市供应量更是创下年内第二高峰。端午作为上半年最后一个节日，各大企业更紧抓最后一个促销窗口期，在市场持续回暖，库存不断下滑的市场行情下，依然不少企业推出非常可观的优惠幅度，这是端午集中成交的重要原因。

通州二手房价猛涨5000元

【事件】有关“北京市政府即将东迁至通州”的各种消息在坊间愈传愈热。据调研，目前区域内二手房涨价明显，如BoBo自由城和运河湾由24000元/平方米涨到了30000元/平方米。

【CRIC点评】北京市政府若真能迁至通州，对于通州来讲绝对是一大利好。但目前的问题在于：第一，迁址真假尚未确定，现在的房价疯涨有可能是“虚假繁荣”；第二，即便迁址成真，未来房价能否持续上涨也是未知数，通州目前的公建配套、商服设施、交通等一系列基础设施都处于最基本的等级，与政治中心相匹配尚需时日。

深圳楼市近期疯狂暴涨

【事件】5、6月份，整体楼市企稳回升，深圳楼市却异常火爆，在一线城市中一枝独秀，引起市场各方的广泛关注。

【CRIC点评】直接推动近两个月深圳楼市成交火爆、均价疯涨的原因有以下六个方面：楼市政策环境改善；供应井喷是主因，市场货源充足，助推成交量上涨；自贸区短期炒作效应带动；政府放松房价备案管控的推波助澜；开发商炒作营销；部分股市、外来资金的流入。

Land 土地

6月土地市场火热

【事件】上海7块地140.3亿元、苏州22块地130亿元，重庆8宗地11.8亿元，广州一块商住地44.2亿元，杭州2块宅地拍出5.6亿元……6月初，土地市场先声夺人，抢得头条。

【CRIC点评】伴随政策利好，市场成交量在4、5月出现了显著回升，土地市场也开始全面激活。随着资金大量回笼和库存快速减少，拿地补仓布局下半年，成为眼下同等重要的事。从供应端看，市场回暖意味着能以更好的价格卖出土地，而土地集中上市成为必然。

厦门出台用地新规：拿地不按时开工要被罚

【事件】6月初，厦门市出台用地履约保证金实施办法，进一步约束开发商拿地后的开工竣工时间。如果开发商延迟开工、竣工的，将会按照土地出让合同约定，收缴违约金。

【CRIC点评】厦门房地产市场一直很坚挺，2014年市场下行时也保持增长，商品住宅均价较2013年暴增26%，在全国市场表现可谓一枝独秀。因此很多项目并不急于推售，特别是区位较好的项目更有“捂盘”“惜售”之嫌。厦门新规打击开发商“囤地”行为，对维护市场长期稳定具有重大意义。

万达获世博区50万平米滨江宝地

【事件】未来五年卢浦大桥西侧原世博C片区（欧洲馆区域）将由万达整体开发，作为条件，万达金融总部已落户上海。该片区规划地上建筑面积50万 m^2 ，全部为办公商业用途，按3万/ m^2 的保守地价估算，市值达150亿人民币。

【CRIC点评】未来五年卢浦大桥西侧原世博C片区（欧洲馆区域）将由万达整体开发，作为条件，万达金融总部已落户上海。该片区规划地上建筑面积50万 m^2 ，全部为办公商业用途，按3万/ m^2 的保守地价估算，市值达150亿人民币。

绿地集团整体上市

【事件】6月18日，金丰投资重大资产重组事项获得证监会核准，绿地集团整体上市再获进展，同时绿地还披露了集团近三年的财务数据及土地储备。

【CRIC点评】绿地在未上市且规模高速扩张的情况下运营稳定，财务数据体现了其战略和资源上的优势，土地储备丰富，优质地块较多。上市将改善绿地的负债结构，房地产外的业务今年将开始逐渐产生回报，对利润的贡献提升。战略前瞻性和投资准确性始终是绿地的核心竞争力和未来发展的保障。

富力重启A股回归计划

【事件】6月1日，富力宣布重新启动A股发行计划。富力自2007年开始多次启动回A计划，始终未能成功。随着A股资本市场的逐渐放松，富力回A计划的再次启动。

【CRIC点评】房企回归A股有以下四个原因：A股相对海外市场有估值优势；A股市场房企融资方式更多样化；A股房企融资成本下降；省去融资回流程序，时间成本更低。富力或对海外房企起到积极的引导作用，未来可能会有更多的房企加入到回归A股的队伍中来。

万达万科两巨头达成战略合作

【事件】5月16日，万达集团和万科集团宣布达成重要战略合作，双方将在房地产相关领域的发展进一步联手。

【CRIC点评】万科与万达官方对于合作的描述极少，并不涉及架构和项目的重组，在披露此次合作时，甚至未停牌。从公布前刻意放风营造神秘气氛，到利用新媒体渠道进行的全面推广，可以看出合作还是营销炒作的意味更浓。我们能看到的，更多的只是圈内的猜测，提高关注度，或许才是大幅渲染此次合作的真正目的。

Sales 营销

雅居乐南京一项目“2字头”起售

【事件】6月中旬，一则关于“雅居乐滁州项目林语城2字头起价”的消息引来舆论关注。据悉，该项目于2014年6月首开，高层均价4400元/平米，别墅6680元/平米起，当日去化400多套。而一年时间，降至2680元/平米起。

【CRIC点评】去库存是雅居乐的既定战略，企业在营销层面已有准备。由于问题项目在选址、定位等方面或受环境变化影响、或与需求不符，陆续上市后问题逐渐暴露，结合企业战略方向，雅居乐已经意识到这些问题，针对在售项目，灵活调整价格加速项目销售。

碧桂园推“0号行动”促销

【事件】5月18日，“不扯蛋，周一见”终于揭开面纱，碧桂园的“周一见”原来竟是企业的营销计划“0号行动”，覆盖0首付、0首付免息、0物业费、0费用（契税+维修基金）多项促销方案。

【CRIC点评】碧桂园营销战术存在四点高明之处。第一，被用烂的“周一见”又见面了！第二，时间卡在5、6月，跨度45天。第三，微信发起“快闪”，噱头营销一呼百应。第四，不降价，“0”首付策略是首选。上半年仅剩一个半月的时间，不主动，不成活，碧桂园必须通过营销渠道唤醒销售，“0号行动”计划由此出鞘。

北京豪宅再刷新高价 最高50万元/平米

【事件】5月13日，市场消息称，北京顶豪代表的合生霄云路8号拟推出D5号楼顶层近1000平方米空中四合院。单价36万元起，最高50万元/平方米，计算下来，单套物业的总价将在3.6-5亿元之间。

【CRIC点评】先有上海黄浦湾单价38万，现有北京合生50万，豪宅天花板层层突破。从市场角度来看，豪宅市场的崛起本质是源于地王的频出，而且330新政后改善型需求压倒式的爆发，此时推出超级豪宅，乃顺应天时。

Financial 金融

新华保险3.57亿美元成方兴地产二股东

【事件】6月9日，方兴地产临时停牌后宣布定向发售约16亿新股，筹资约5.63亿美元，折合每股单价2.73港元。新华保险以3.57亿美元成为本次认购的最大一方。

【CRIC点评】险企与房企的合作互利双赢。一方面，房企能够通过险企获得融资、渠道方面的补充；同时，险资不动产投资方面也需要房企的专业配合，特别是养老地产模式的挖掘更需要结合房企的专业开发经验和险资的资源优势，方兴开发的高端路线也是受新华看中的重要原因。

房企定增融资凶猛 前4月规模超800亿

【事件】今年前4月，包括保利地产、华侨城、泛海控股、阳光城、泰禾集团等15家房企定向增发融资规模高达848.4亿元。

【CRIC点评】相较企业其他融资方式，定增融资有四大好处：一是无成本，更有利于成本节约。白银时代，寻求低息融资将成为房企成本内控的重要手段。二是不增加负债。这尤其受到高杠杆房企青睐。三是更便利，门槛相对低。四是数额大，定增本质是编外资产的证券化，只要资产优质，定增额度没有上限。

万科联手鹏华基金 国内首家公募REITs破冰

【事件】4月29日，证监会网站公示显示，一只名为“鹏华前海万科REITs封闭式混合型证券投资基金”于4月22日被受理。这将是国内市场上首只公募REITs产品。

【CRIC点评】既然证监会明确受理首家房企REITs申请，就说明资产证券化市场事实上已经开闸。对房企而言，这是重大的利好：REITs对应的直接融资渠道容量更大、门槛更低；借此房企可以真正实现梦寐以求的轻资产化。

远洋地产牵手58同城打造APP生活平台

【事件】6月10日，远洋地产旗下新天地项目发布其“创居”理念，同时宣布牵手58同城以打造互联网生活服务平台。

【CRIC点评】此类互联网化的探索更具可持续性，短期来看，提升客户服务，有助于项目去化，也有助于提高资本市场的认可，长期来看，绑定了大量的业主，甚至包括住房改善性需求，或将创造新的盈利点，未来充满较大的想象空间。

恒大与哈佛医院合作大健康产业

【事件】6月10日，恒大集团与哈佛附属布莱根医院为在中国共建新型国际医院的选址事宜，共同在三亚海棠湾实地考察。恒大集团参与新型国际医院的平台是恒大健康，这是许家印收购香港上市公司所打造的一家旗舰公司。

【CRIC点评】民营医疗是国家政策大力支持的产业，恒大与医疗机构的合作如果能落地，有望通过医疗产业提高整个项目的实力；旗下其他项目中的社区医疗、养老等发展也有一定想象空间。

房企跨界互联网：华远+360 方兴+腾讯

【事件】5月20号，360和华远地产召开战略发布会，双方推动安全智能家居在社区广泛应用，着力打造安全智慧社区与家庭安全体系；方兴地产与腾讯共同探索“智慧家”，将主要在“2+X”即硬实力+软实力+云服务的三大方面全面发力。

【CRIC点评】对于房企来说，合作能够扩大品牌知名度，也能完善后续社区管理及服务，提升品牌溢价；对于互联网企业来说，所开发的智能产品能够落地推广，也拥有了最基础业主客户资源，便于在社区服务方面进行新业务探索和挖掘。

Merge 并购**保利地产收购上置集团**

【事件】6月9日晚间，保利发布公告拟以0.25港元/股的价格收购上置集团30%以上的股份。如果按照6月9日的上置集团的收盘价0.75元/股计算，保利地产这是花三分之一的钱做百分的买卖。

【CRIC点评】当前市场环境下，中小企业往往面临诸多问题，对于大型房企而言，这就带来大量的行业并购机会。以并购形式拿地不仅降低城市进入门槛，而且资金成本低，花小钱办大事成为可能。

恒大地产收购中渝置地重庆物业

【事件】6月2日晚间，恒大地产发布公告，以55亿元价格从中渝置地购得高原国际有限公司92%股份。

【CRIC点评】恒大此次收购中渝重庆物业，直接好处是重庆中渝集团将成为其附属公司，并为其在重庆市核心区增加了342万方的土地储备。出售旗下最具价值的核心资产，对中渝置地而言，是对一季度业绩恶化的补救，但对于恒大地产来说，则是高速扩张的又一次机遇。这次大规模收购，也印证了之前关于恒大要在今年上半年新增120个项目的传闻。

融创中国终止收购佳兆业

【事件】融创中国5月28日公告称，决定于当日起终止有关佳兆业部分股权的收购。6月16日晚再次公告，由于完成收购佳兆业上海四项目事项所需的条件不能在短时间内达成，决定终止收购事项。

【CRIC点评】融创最终还是未能完成对佳兆业的收购，背后的原因错综复杂，而债务重组方案一直未得到债权人同意造成的阻碍则是相对显而易见，这背后反应佳兆业财务状况之差。在历经近4个月后，孙宏斌“累了”，适时放手也好，但连续两次规模房企的收购失败亦值得孙宏斌反思。



丁祖昱评楼市 预见行业趋势

每日原创猛料，麻辣评楼市，新鲜观地产。



关注方法

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

丁祖昱先生简介

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

市场聚焦

2015年上半年 总结与展望

七大篇章全面解读楼市走向

文/CRIC研究中心

年中之际，又到房地产行业半年大考之时。

2015年上半年楼市可谓跌宕起伏，而在政策、市场、企业等的多方合力之下，房地产行业已经呈现出整体回升之势。以新常态的眼光来看，2015年上半年的房地产行业有哪些变与不变？展望后市，走在转型之路上的房地产是否将会焕发“第二春”？无论未来如何发展，我们看到，加快步伐主动改变的房企已经有所作为，创新的路径开始出现生机。

政策篇：控供应与提需求并举，下半年资金面不能期望过高

行业篇：行业筑底爬升，下半年将迎平稳回升

城市篇：整体企稳与分化加剧，后市延续结构性回暖

土地篇：供需皆弱致规模减半，地量与分化将成常态

营销篇：“互联网+”营销进阶，客户需求倒逼房企变革

企业篇：业绩回增，融资高涨，下半年转型依然是主题

创新篇：新常态下谋出路，积极创新引领转型

政策篇

控供应与提需求并举， 下半年资金面不能期望过高

VIEW 供应方面实施“有供有限”的原则，从根源解决供应过剩的问题。需求方面不仅给予购房者购房成本和购房门槛上的优惠，更在资金面给予了一定的支持。

2015年上半年，政策面的宽松已成常态。中央政府和地方政府频频出手调整，目前已初见成效，整体楼市企稳回升势头明显。预计下半年在楼市政策面，宽松仍是主基调。而在资金方面，降准、降息的可能性仍存在，但整体经济已有企稳回升之势，降息、降准的节奏和力度或将放缓。

中央：供应需求两端同时调整，助楼市平稳发展

2015年上半年，我国政策面延续了2014年的宽松基调。为了解决我国房地产行业供大于求的基本格局，中央以及地方政府分别从供应端和需求端入手进行调整。

优化供地及用地结构，从土地根源控制库存过高

库存高企，去化压力居高不下是房地产行业的噩梦，为了从根本上解决这一问题，国土部3月份出台了《关于优化2015年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，对房地产市场的各个供应阶段进行调整，可谓煞费苦心。各个地方政府也积极响应国土部“有供有限”的指导方针。比如辽宁省发布文件要求全省根据自身土地市场和房地产市场的供求态势采取不同的政策。福建省下发通知要求各地摸清商品住房库存，进行分类调控，去化期限

超24个月的，要明显减少供应商品住房用地，允许开发商进行项目住房套型结构调整或房地产项目转型。

此外，针对已经出让的土地，国土部也进行了相应的调整。比如在建的商品住宅项目可以根据市场需求调整住房户型，以及已经建成的商品住宅可以转化为棚改安置房和公共租赁住房等。目前已有部分地方政府出台文件，有计划收购商品房作为保障性住房，即保障了民生工程，又缓解了去化压力，一举两得。

降息、降准促进经济平稳发展，房地产行业受益匪浅

今年上半年，央行针对我国商业贷款的基准利率和存款准备金进行了4次调整，其中2次降息，2次降准，并且交替进行。

从目前市场表现来看，降息、降准为房地产市场企稳回升起到了莫大的作用。经过2次降息，目前商业贷款的基准利率仅有5.65%，与2014年年底相比下降了0.5个百分点。按照商业房贷100万元，基准利率，30年等额本息还款计算，每月可少还320元。经过2次降准，银行资金量充足，“惜贷”的现象不仅消失，而且房贷利率出现了不同程度的优惠。配合“330新政”，各城市的首付比例也出现了不同程度的降低。可见降准、降息不仅仅拉动整体经济的发展，同时也提振了房地产市场。

降二套房首付、营业税“5改2”等措施支持改善自住需求

国土部从供应端调整，而央行和财政部则从需求端入手，通过降低购房门槛、减轻还款压力、缩减交易税负等手段刺激需求释放，这也契合当前住房需求从首次刚需置业向首次改善和中端改善转变的实际情况，起到了事半功倍的效果。

“330新政”的调整力度大大超出市场预期，无论是刚需置业者，还是改善购房者，首付比例均有下调。对于使用公积金购置首套房屋者首付比例仅需2成，这对于房屋总价相对较低的三四线城市可行性很高，有效缓解三四线城市的库存压力。对于购置第二套房

屋者，即使贷款未结清的情况下房首付比例仅需4成，而结清贷款仅需3成首付，这对于改善型购房者来说可谓雪中送炭。配合营业税免征年限由5年下调至2年，一来，二手房市场供应量大增，购房者的选择范围扩大，极大程度上促进二手房成交。二来，二手房交易税费大幅降低，购房成本直接下降，置换型改善自主需求平稳释放。

地方：积极落实中央政策，多措施并举“去库存”

在中央政府“支持居民自住和改善型需求”的基调下，地方政府积极响应号召，以最快的速度落实中央政策，并且根据自身情况调整楼市政策，比如降低户籍准入门槛、给予购房补贴，以及放松公积金政策，很大程度上促进楼市成交，缓解库存压力。

结合市场实际调整2015年土地供地计划

在国土部“有供有限”的指导下，部分城市根据自身土地市场及房地产市场的供求情况，纷纷调整2015年土地预计供应量。根据目前已经公布2015年国有建设用地供应计划的城市情况来看，多数城市下调了2015年的土地预计供应量，比如北京、上海、广州、哈尔滨、厦门等等。商品住宅库存量偏高的海口、无锡、哈尔滨等城市大幅下调了2015年居住性用地预计供应量。

类似福建省政府、辽宁省政府，从供应端来控制未来土地出让量和优化土地出让结构的地方政府将越来越多。尤其是去化压力过大、商品房结构性失衡的城市，促进成交只能缓解短期的去化压力。若要彻底解决库存问题，还需从供应端入手调整，这已经成为共识。

公积金调整，提升购房者支付能力，有效去库存

购房补贴、契税补贴和公积金调整因为受众面广、效果直接，

在2014年已是地方政府提振楼市的主要手段，今年更多的城市加入调整大军，并且调整力度明显加大。尤其是公积金调整，地方政府从提高公积金贷款额度、降低公积金首付比例、取消第二次公积金贷款利率上浮规定、延长还贷年限、实行异地互认等多方面入手调整。特别是在“3·30新政”发布之后，多数地方政府大幅度提高公积金贷款额度，保障刚需置业者能够享受到2成的首付比例。对于二套房首付比例，各城市松紧不一，但最低仍可达到3成。

随着公积金贷款发放的增多，部分城市出现公积金可贷余额紧张的情况，为了确保购房者正常的公积金贷款需求，“公转商”方案相继被不少城市采用。

扩大购房者选择范围，快速去化市场库存

楼市虽然有企稳的迹象，但库存压力仍高居不下，在降低购房者购房成本，刺激成交的同时，部分地方政府采用货币化安置和收购商品房作为保障性住房的方式快速去化市场中的存量房。比如福州市、宁波市、福建省、郑州市和杭州市相继发文，要求推进房屋征收货币化安置补偿购买存量商品房，着力打通商品房和保障性住房转换通道。一方面，被安置者的购房选择范围扩大，另一方面，市场中的存量房得以快速去化，可谓一举两得。

行业触底回升，部分二、三四线依旧“失灵”

在中央和地方政府共同控供应、促成交的努力下，整体楼市库存压力得到了缓解，一线和部分二线城市商品住宅的消化周期显著缩短。

整个行业销售从4月份触底回升，并稳步上行。尤其是深圳、上海等城市的中端改善型项目成交量大增，可见“支持改善型住房需

求”已初见成效。与此同时，也看到政策的落地并不尽如人意。

首先，从供应端的土地源头来看，“有供有限”是个长期过程，可能会在未来两三年才能见效，而地方土地财政的压力又会让落实徒增变数。

其次，从需求端，降低二套首付比例的瓶颈仍在商业银行权衡自身经营风险和利润，大部分城市分支机构并未落地，普遍仍在执行首付6成和利率上浮1.1倍，直接制约了一、二线城市等房价相对较高的城市的改善型需求的合理释放。与之相对的则是贷款调整在三四线城市的“失灵”，由于房屋总价相对较低，购房所需的贷款额不高，加之传统文化中贷款有抵触心理，使其对贷款调整的敏感度较低。这直接导致城市成交表现分化更加明显，一线和部分二线城市楼市成交量暴涨，同时带动土地市场火热，而部分去化压力过大的二线城市和大多数三四线城市的成交量迟迟不见好转。

另外，公积金额度上调和使用门槛下降成为城市自主调整的主流手段，但拘于城市公积金余额多少不一且多数余额不足的问题，公积金放款周期普遍偏长，使得在购房环节屡屡不被开发企业接受，并没能起到意想中的效果，购房支出成本的高低对于价格尤为敏感的刚需购房者而言息息相关。

2015年下半年三大展望

1、宽松信贷环境仍可期，继续加大刺激力度可能降低

从目前各项经济指标来看，经济下行压力仍在，再次降准、降息的可能性仍存在。但值得注意的是，虽然众多指标仍在低位，但经济企稳迹象已明显。比如5月份工业增加值连续两个月加速上升，5月社会融资和信贷数据出现明显改善等等。显示着经济企稳回升势头良好。因此，虽然仍有降息、降准的空间，但降息、降准的紧迫性减缓，未来降准、降息的频率或有所放缓，力度或有所减小。

2、仅剩的五市限购，预计仍将继续执行

46个限购城市已有41个在2014年相继取消限购，剩余四个一线城市及三亚仍在执行。我们预计，政府干预性的限购政策短期内一线城市仍将继续执行。当前整体房地产市场企稳回升之势十分明显，尤其是一线城市，楼市上行势不可挡，高端项目更是成交火热，没有取消限购以稳定住房消费的必要。况且事实上，上海、北京也都明确表示住房限购政策不会变化，仍将继续执行严格的限购政策，因此年内一线城市的限购政策退出无望。

3、公积金贴息将成城市解决公积金余额不足的主流手段

今年以来，住建部要求各地落实公积金制度，降低公积金门槛，到后期的各地积极落实，纷纷降低提取门槛并上调贷款额度，但部分城市公积金余额捉襟见肘。为了缓解因公积金可贷余额不足而导致的公积金放宽周期过长、开发企业响应不积极的情况，广州、杭州、镇江、丹阳等城市纷纷出台公积金贴息政策。公积金贴息就是住房公积金中心剩余额度不够用，把申请公积金贷款转为申请商业贷款，超出的利息由住房公积金中心补贴。预计将有更多的城市实行这一政策，公积金贴息转商业贷款将会成为解决各地公积金余额不足的新潮流。



行业已显筑底之势， 下半年将迎平稳回升

VIEW 当前经济也已显现企稳之态，房地产行业已经明显好转，但要完成全年经济增长，任务依然艰巨，仍需房地产再出一把力。特别是当前房地产投资仍在下滑，政策面和资金面宽松的行业环境不会改变。

进入2015年，国内外经济挑战仍在加剧，地产新常态下，行业调整的脚步也在继续。纵观整个上半年，在政策连番刺激下，行业正逐渐走出低迷，已有筑底企稳之势。考虑到下半年经济仍要巩固，作为国民经济的支柱产业，房地产行业政策环境仍将持续向好，各项指标能够延续上半年回升势头，但不会出现大幅反弹，平稳运行、稳步回升将是新常态。

五大指标解读上半年行业走势

上半年主要是政策倒逼需求释放，但总体来看，需求调整依然不够充分，尽管二季度市场转好，但支撑力不够。特别房地产开发投资依然在下滑，不仅拖了经济增长的后腿，也使得行业调整的脚步放缓。

房地产开发投资：增速持续下滑，倒逼宽松政策加码

随着刺激房地产发展政策的不断落地，二季度市场已经有了明显的好转，大部分指标都显示出筑底回稳的趋势，例如房地产开发投资等先行指标有了向好的迹象。但相对来看，仍处于较低水平。

2015年1-5月份，全国房地产开发投资32292亿元，同比名义增

长5.1%，增速比1-4月份回落0.9个百分点。总体上依然延续了自2013年以来的下滑走势，累计同比增速不断创新低。但5月份降幅开始收窄，投资总额虽仍处在较低水平，但已经出现触底回升迹象，月度投资额已经接近去年月均水平。

目前经济仍处在筑底阶段，企业投资较为谨慎。同时，由于整体房地产市场呈现结构分化态势，一线和部分二线城市投资和成交回暖，而多数二线城市和广大三四线城市市场依然不乐观，导致房地产开发投资依然处于探底阶段。而随着各项稳定房地产平稳发展政策的落地，以及二季度“稳增长”方针的扶持，房地产投资增幅已趋平稳，下滑幅度有所收窄。

房企新开工：持续低位，但降幅不断收窄

虽然房地产开发投资增速的不断下滑，但新开工下降幅度逐渐收窄。1-5月份，房地产开发企业房屋新开工面积50305万平方米，下降16.0%，降幅收窄1.3个百分点。其中，住宅新开工面积35091万平方米，下降17.6%。

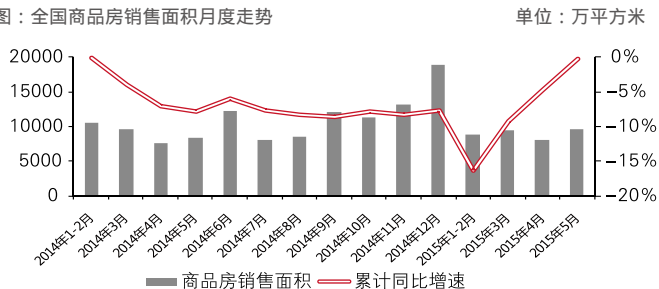
从房屋新开工面积同比增幅走势看，延续了去年11月以来整体下行的走势，前两月受到春节因素的影响，新开工加速下行，但在3月份后，两会释放的一系列政策暖风，使得企业预期市场将在政策的正向激励下成交回升，对市场信心有所恢复，新开工量下降幅度明显收窄。虽然前五个月新开工还在下降，但随着企业到位资金和销售的回暖，使这一态势得到缓解。**目前行业库存依然居高不下，巨大的在建面积存量也是阻碍房地产开工的障碍。**而新开工的减少，供应也会相应下滑，未来新增可售货量和可售货值减少。

商品房销售：现行指标已经触底回升，并有加速之势

由于整个行业自身调整，商品房销售面积同比增速在过去一年里一直负增长，但在政策面的不断利好下，4月开始发力，销售显著回升，房地产销售降幅不断收窄，累计同比增速呈现“V”型走势，斜率直冲正负临界线。截止到5月份，商品房销售面积35996万平方米，同比降0.2%，降幅比1~4月份收窄4.6个百分点，回暖态势明显。

商品房销售的回升，一是各项稳定住房消费政策不断落地，市场预期发生转变，购房者信心有所恢复，观望情绪逐渐减退；二是房地产开发企业适时优化推盘和策略定价，积极去库存，现有库存中的优良部分逐步消化，特别是靠近年中，多数房企需要冲业绩，回笼资金，保证现有的资金链；三是房价基本稳定有利于购房需求平稳释放。

图：全国商品房销售面积月度走势

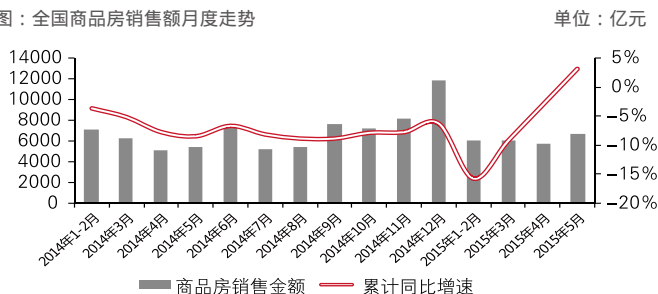


数据来源：国家统计局

今年1-5月全国商品房销售额为24409亿元，增长3.1%，1-4月份为下降3.1%，为2014年年初以来首次正增长。进入2月份后，销售金额同比增幅已经转正，4月份销售额达到5716亿元，同比增长13.3%，5月同比增幅更是超过20%，销售金额的回暖一方面是受到“金三银四”一个传统销售旺季的影响，另一方面，两会中传达出的刺激改善性需求，使得改善以及部分高端改善受益，相对较大的面积以及高总价，也使得销售金额快速升温。

但在本轮市场回暖期，重点城市商品房销售转为正增长，非重点城市商品房销售仍为下降，尽管楼市基本面也开始出现复苏好转态势，楼市分化依旧明显。

图：全国商品房销售额月度走势



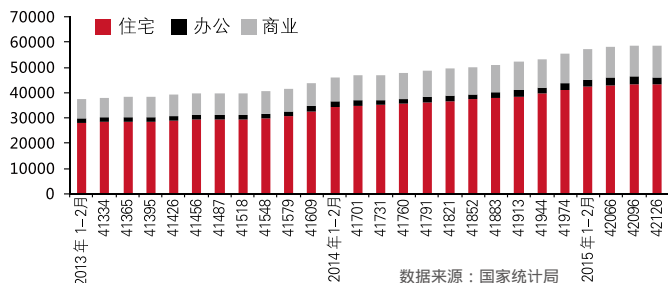
数据来源：国家统计局

商品房待售量：待售量下降，年内去库存压力不减

5月末，商品房待售面积65666万平方米，比4月末减少15万平方米。其中，住宅待售面积减少121万平方米，办公楼待售面积增加32万平方米，商业营业用房待售面积增加25万平方米。从结构看，住宅库存下降而办公楼和商业营业用房库存反而在增加。一方面，在一、二线城市商品住房销售量回升带动下，住宅库存量下降，佐证了行业回暖的趋势，但不可忽视的事实是待售面积减少却是因为竣工面积的大幅减少导致，今年前5月，竣工面积相比去年同期减少了4089万平方米，竣工面积基数的改变导致待售量的变化是必然的。

另外，待售量数据显示，非住宅类物业的库存问题严重程度有增无减，房地产回暖的结构性特点依旧，行业库存高企、结构性过剩的问题依然严峻。

图：全国商品房各类物业累计待售面积

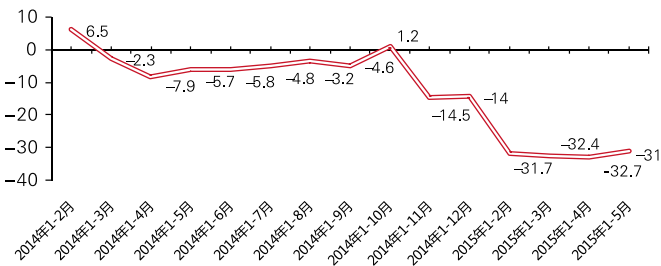


土地购置：供地减少加企业拿地谨慎，面积同比锐减3成

1-5月房地产开发企业土地购置面积7650万平方米，同比下降31.0%，降幅比1-4月份收窄1.7个百分点；土地成交价款2192亿元，下降25.8%，降幅收窄3.3个百分点。

一季度受到春节等各方面因素影响，企业拿地态度较为谨慎，土地市场成交规模一直处在低位，尤其是国土部出台了有供有限的政策后，土地市场显得更为冷清，4月份跌入冰点。但随着全国房地产市场成交量逐月回升，少数城市更出现了快速上涨的局面，市场回暖也给了开发企业信心，再加上好地频出，自然是“该出手时就出手”。另一方面，在市场回暖下，政府也开始积极推地，且随着多数城市2015年供地计划确定，二季度开始落地执行，两厢叠加使得土地供应量大幅回升。5月土地成交量触底回升。

图：全国房地产开发企业土地购置面积增速



未来展望：政策支持难治本，仍需内生性自主调节

总体来看，各项政策支持都将形成正向激励，行业指标稳步上行。但行业目前最主要的矛盾仍是供求关系不平衡以及结构性产能过剩的问题。一味地依靠政策支持很难治本，仍要行业内生性的自主调节。因此，行业指标并不会出现强势反弹，更多的是理性回归和发展，去库存的主旋律依然没有改变。

开发投资将在探底过程中企稳，但不会出现大幅度反弹

全年经济增速实现7%的目标的压力依然较大，而作为国民经济的支柱产业，房地产开发投资不能再继续下滑，必须要通过一系列政策让行业稳住，所以稳定房地产行业的政策下半年仍将持续甚至加码，房地产开发投资也会在探底过程中逐步企稳。

另一方面，鉴于当前行业库存高企以及部分二线和多数三四线城市商品房供过于求的情况，虽然行业开始触底上升，但实质上开发投资增加只是一线城市和部分基本面较好的二线城市带动，多数城市开发投资仍将低迷导致总体房地产开发投资不会出现大幅反弹。

新开工降幅将持续收窄，仅一线及部分二线会明显增长

通过降息、降准之后，企业融资成本有一定的降低，加之一系列稳定住房消费政策出台，市场销售已有明显好转，企业新开工动力提升。因此，新开工面积不断下滑的态势也将得到缓解，新开工降幅将不断收窄。

但与房地产开发投资一样，新开工量也会出现城市之间的明显分化，一线城市和部分二线城市会出现新开工的大幅增长，而多数三四线城市依然会开工不足，使得总体新开工面积不会出现大幅上升，全年同比增幅转正的可能性较小。

销售回升趋势仍会持续，三季度或能迎来新的销售高峰

从前几个月的市场表现来看，销售回暖势头明显。而年中又是企业冲刺业绩的重要时期，也是回笼资金、加速去库存的良机。另外，从统计局的数据来看，房价保持在稳定的区间内，库存也在减少，都给市场营造出了良好的空间。特别是“金九银十”的传统销售旺季将会为下半年市场销售增色不少。

整体处于结构性过剩背景下，土地市场分化将更加明显

从土地供应端来看，各地都根据实际情况调整了供地计划，基本都缩减了今年的土地出让规模。从企业土地购置意愿来看，部分企业在销售回款上升时，拿地态度积极，但主要依然集中在一线城市和部分二线城市，大部分房企青睐性价比高的地块，拿地态度比较理性。预计下半年整体土地成交规模上升的态势仍将延续，但整体拿地规模不会突破去年水平。

整体企稳与分化加剧，后市延续结构性回暖

VIEW 今年一季度市场快速转冷，供求双双下滑。3月多部委紧急“救市”，“330”新政、营业税调整公积金调整等政策相继出台，整体市场呈现企稳回升之势。但市场分化愈发严重，多数二线和三四线城市依旧低迷。

市场综述：外部环境平稳宽松，回暖之势明显

整体来看，上半年的市场以4月为界，一、二季度分段发展的态势明显。

房地产市场资金面，从去年11月开始，共3次降息，5年期以上贷款利率下调了0.9个点，相当于降息前的8.6折利率水平，购房成本大为降低，很大程度上刺激楼市需求加快入市，这便是房地产行业受益宏观面维稳的一例很好的明证。另外，央行多次降准，向市场释放流动性，此举虽非针对房地产行业，但宏观资金面宽松，房地产开发企业资金获得和购房者申贷的难度也大为降低，从而一定程度上提振了房地产行业投资和需求。

房地产市场政策面，中央和各地方政府的救市力度也可谓不遗余力。3月全国“两会”上，李克强总理明确2015年要“稳定住房消费”，并提出“支持居民自住和改善型需求”至此，2015年房地产行业政策面平稳宽松的基调已经确立。3月底，多部委即相继出拳，发文降低营业税免征年限，下调二套房首付比例和公积金首付比例。随后各地方政府便纷纷响应，陆续出台相关政策的地方细则，各地房地产市场均有不同程度的回暖。

一季度由于经济下滑压力大，虽然一季度央行接连降准降息，

表：1-5月份 38个主要城市新建商品住宅新增供应量情况 单位：万平方米

能级	城市	2015年1-5月			2015年1-3月		2015年4-5月	
		供应量	较2014年同期	较2013年同期	供应量	同比	供应量	同比
一线	北京	201	-56%	-13%	114	-40%	87	-68%
	广州	441	-13%	12%	207	4%	234	-25%
	上海	395	-8%	-2%	180	-31%	215	28%
	深圳	218	132%	4%	67	75%	151	170%
	合计	1255	-16%	1%	568	-18%	687	-15%
	长春	157	-26%	-36%	52	9%	105	-36%
	长沙	449	-24%	-24%	285	10%	164	-50%
	成都	649	8%	-35%	381	13%	268	3%
	大连	101	-37%	-30%	16	-75%	85	-13%
	贵阳	229	33%	-50%	151	84%	79	-13%
	海口	67	-10%	-37%	38	-13%	29	-7%
	杭州	414	2%	-2%	194	17%	221	-9%
	合肥	332	-21%	-30%	144	-34%	188	-7%
	济南	370	33%	40%	190	104%	181	-3%
	昆明	147	-61%	-42%	75	-59%	72	-63%
	南昌	138	-21%	-8%	83	-8%	55	-36%
	南京	288	-31%	-18%	135	-31%	153	-31%
	南宁	200	-13%	-9%	75	-12%	125	-14%
	青岛	272	-37%	-26%	119	-36%	152	-37%
	沈阳	271	-40%	-42%	99	-48%	172	-34%
	苏州	237	-35%	-21%	92	-21%	145	-41%
	武汉	562	-6%	99%	258	14%	304	-18%
	西安	442	4%	0%	280	-4%	162	21%
	厦门	84	-37%	-65%	17	-73%	67	-4%
	合计	5406	-17%	-20%	2682	-9%	2724	-24%
三四线	北海	72	0%	30%	41	-13%	31	26%
	常州	111	-55%	-58%	59	-56%	51	-53%
	东莞	291	74%	17%	175	117%	116	34%
	佛山	488	25%	49%	229	32%	259	19%
	惠州	101	-8%	-20%	22	-37%	79	6%
	江阴	76	-32%	4%	63	-4%	13	-72%
	九江	67	-22%	-18%	34	63%	32	-50%
	连云港	115	-34%	2%	76	-7%	39	-57%
	洛阳	132	-10%	-19%	85	61%	47	-50%
	清远	127	-23%	6%	87	-1%	40	-49%
	泉州	59	-21%	-4%	30	-38%	29	11%
	无锡	226	18%	17%	151	60%	75	-22%
	徐州	109	-36%	-21%	59	4%	49	-56%
	烟台	158	7%	16%	56	-15%	101	26%
	中山	335	4%	24%	183	60%	153	-27%
	合计	2467	-4%	4%	1352	16%	1115	-21%
总合计		9128	-14%	-12%	4602	-4%	4526	-22%

数据来源：CRIC

对房地产市场有一定刺激作用，但终究不是房地产行业的针对性政策，难以扭转颓势，购房者观望情绪较为浓厚，成交同环比均有较大的下滑。

二季度受多部委及地方政府重拳救市影响，成交量快速攀升，特别是5月市场活跃度明显提高，整体项目认购率有明显提升，甚至时有日光盘爆出。其中以**一线城市涨势最为明显，而二、三线城市分化程度进一步加深**。而从产品类型来看，中高端改善型产品提振更为明显，不管是从成交量上，还是从成交结构的占比上，均有较大的提升。

新增供应：38城同比下滑14%，二三四线分化明显

从CRIC监测的38个重点城市来看，2015年1-5月总供应量为9127.71万平方米，同比下滑13.69%。一季度为传统淡季，38个城市供应量变动不大，同比仅微降3.78%；4-5月则波动明显，同比大幅下降21.87%。

上半年，特别是二季度市场回暖明显，然而供应依然下滑的主要原因在于：首先，2014年上半年市场供应达到2010年以来历史最高水平，数据基数较高；其次，2014年下半年市场回暖，企业集中推盘、抓紧窗口期去库存，提前消耗了部分存货，后续新增供应不足；第三，去年行业调整，3月份开始开发投资和新开工量双双锐减，使得今年新增预售项目量减少。

从各能级城市来看，**一线城市**，1-3月供应下滑更为明显，新增供应量567.61万平方米，同比下滑17.57%；而4-5月新增供应687万平方米，由于一线城市库存较低，需求旺盛，在各项利好刺激下，市场快速回暖，项目推盘意愿大幅上升。其中北京由于自住型商品房入市，分流需求且商品住宅库存较高，整体1-5月下滑幅度超过5成。而广州和上海同比去年同期也分别有13.23%和8.05%的下滑。深圳前5个月新增供应218.22万平方米，但由于2014年同期新增供应处

于历史低位，同比涨幅高达131.67%。

二线城市19个主要城市1-5月新增供应5406万平方米，同比下滑17%，相比2013年降幅达20%，其中1-3月新增供应2682万平方米，同比下降9%，而4-5月的新增供应2724万平方米，同比下跌24%，降幅远超一线城市。从具体城市来看，二线城市分化较为严重，昆明、沈阳、厦门、青岛、大连、苏州和南京1-5月供应同比均大幅下滑，下滑幅度超过3成；而贵阳和济南供应则大幅增长，同比涨幅均为33%。

三、四线城市15个主要城市1-5月整体新增供应2467万平方米，同比微降4%，较2013年和2012年同期均有所上涨，涨幅分别为4%和32%。从具体城市来看，过半数城市同比下滑，城市间也呈现明显的分化态势，常州、江阴、徐州等城市新增供应同比大降幅高达30%以上，而东莞由于去年同期供应相对低位，且今年该市市场明显回暖，企业供应意愿膨胀，使得前5月新增供应量大幅增长74%。

城市成交：57城成交总量同比增23%，一线快速回暖

CRIC监测的全国57个主要城市上半年成交总量约16567万平方米，环比去年下半年下降7%，同比上涨23%。一季度共成交6830万平方米，同比小幅上涨4%，二季度市场交投旺盛，共成交9737万平方米，同环比涨幅均超4成。

一线城市市场回暖较为快速，特别是二季度，一线城市整体成交量同、环比涨幅明显高于二线和三、四线城市。北上广深四个城市上半年商品住宅成交量同比去年同期均大幅上涨，其中深圳涨幅最高，达到108%，涨幅最低的广州亦接近两成。而环比2014年下半年的成交高位，除北京因自住型商品房分流需求影响，商品住宅成交涨势稍弱，环比去年下半年大幅下滑18%外，广州、上海、深圳均有

所上涨，其中亦以深圳涨幅最高，达到20%，上海最低，为0.43%。深圳市场表现优异，其主要原因在于其受供应推动及股市资金转入楼市影响，成交呈爆发性增长，即便是作为传统淡季的一季度成交也取得突出表现。

二线城市整体需求相对疲软，城市间分化显著。上半年成交量环比来看，29个二线城市中，有23个城市上半年成交量环比下滑，其中石家庄、南昌、太原和兰州等城市降幅均在20%以上，而海口和呼和浩特环比大幅上涨4成有余，郑州环比涨幅也达到了25%，市场表现突出。同比来看，杭州上半年成交555万平方米，同比大涨104%，其中二季度成交383万平方米，同比涨幅更是达到122%，此外，呼和浩特和济南二季度成交量也取得了爆发性的增长，同比涨幅分别达到145.69%和82.37%。成都、贵阳、合肥、兰州、西宁和厦门等城市商品住宅市场疲态显露，其上半年成交量不仅环比有较大幅度下降，同比也纷纷下滑。

三、四线城市由于去年上半年市场成交量处于历史低位，因而今年上半年三、四线城市整体成交量同比大幅上涨了37%，但城市间分化愈加显著。中山、东莞和惠州，经济相对发达，同时依托广州、深圳部分投资性需求的流入，市场成交一直相对旺盛，上半年成交量同比均有大幅上涨，其中东莞和惠州涨幅更是达8成以上，而此前疑似“崩盘”的温州市场在限购取消、330新政等政策刺激下，市场信心大振，一、二季度成交量均达160万平方米以上，同比涨幅均高达400%以上，上半年整体成交同、环比涨幅分别达到458.42%和212.26%，为57个主要城市中涨幅最高的城市。而大庆、景德镇、泉州、莆田、汕头、湘潭和漳州市场回升乏力，上半年成交量同、环比均有所下滑，特别是景德镇，即便是在市场普遍回暖的二季度，成交量也未见起色。

成交价格：呈止跌回升之势，一线城市更为明显

经历了一年多的市场调整期后，随着市场逐步回暖，2015年上半年国内房价筑底回升之势已十分明显。随着改善型需求抬头，中高端产品成交占比提升，一线城市及部分供不应求的二、三线城市房价加速上行。

288指数：环比13连跌后开始正增长，降幅继续收窄

2015年上半年，中国城市住房（一手房）价格288指数已出现筑底回升之势。5月价格指数达到1080.3点，环比上升0.05%，为2014年4月以来连续13连跌后，首次正增长，而同比下降了1.61%，但相比3、4月份，降幅有进一步收窄。

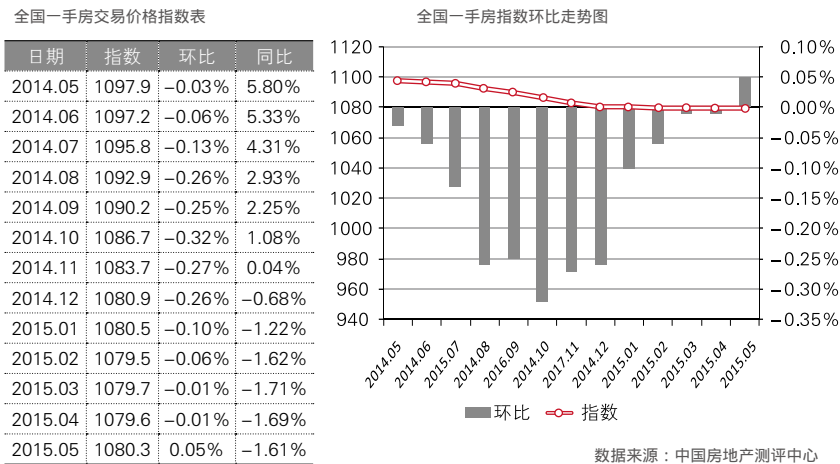
住宅均价：一线城市回升明显，三四线城市回升乏力

从CRIC监测的61个主要城市住宅成交均价看，明显止跌回升。一线城市中，除广州环比下滑外，其他三个城市均大幅上涨，深圳涨幅最高，达到12.04%，北京和上海涨幅也在7%左右。同比上海和深圳甚至分别有13.44%和3.72%的涨幅。

24个二线城市中，住宅成交均价同、环比双双下滑的城市仅有10个，相比去年有明显减少。其中，呼和浩特市，由于库存畸高，随着投资性需求退出市场，而当地自住性需求十分有限，市场交投量跌入冰点，住宅价格大幅下滑，同环比降幅分别高达16.93%和22.16%。供求相对平衡的杭州、苏州、武汉、贵阳、合肥和郑州，住宅成交均价同环比均有所上涨，特别是当前略显供不应求的武汉，住宅成交均价同比涨幅高达14.62%。

三、四线城市住宅价格状况稍显严峻，33个城市中，住宅成交均价同环比均下滑的城市仍超过半数，有18个之多，其中三亚下降更为明显，其上半年成交均价同环比降幅均在15%以上，南通同比降幅更是接近20%。

图：中国城市住房（一手房）交易288价格指数变化表



供求关系：整体呈供小于求状态，库存压力有所缓解

无论是从供求比，还是从商品住宅的库存量和消化周期来看，上半年整体市场去化压力大为缓解，多数城市供求比小于1，消化周期大幅下降，部分城市甚至供不应求。

整体呈供不应求状态，一线城市供求比降幅最大

上半年市场供求比明显下降，甚至呈现供不应求。前5个月整体供求比仅0.85，而去年上半年的供求比达1.28，即使成交回暖的2014年下半年的整体供求比也有1.17。

分城市能级来看，成交情况最好的一线城市今年前5个月的整体供求比反而高于二线城市，其主要原因是二线城市今年的供应非常理性，三、四城市供求比相对最高，但供求还是相对平衡。

表：2015年前5月30个典型城市新建商品住宅供求比变化情况

能级	城市	2015年1-3月	2015年4-5月	2015年1-5月	2014年H1	2014年H2
一线	广州	1.00	1.06	1.03	1.36	1.50
	上海	0.92	0.80	0.85	1.29	1.27
	北京	0.64	0.59	0.62	1.69	1.16
	深圳	0.45	1.34	0.84	0.77	1.67
	合计	0.78	0.92	0.85	1.35	1.36
二线	贵阳	1.16	0.75	0.98	0.77	1.18
	杭州	1.13	0.87	0.98	1.83	1.13
	合肥	0.83	1.13	0.98	1.10	0.93
	济南	0.96	0.97	0.97	1.24	1.00
	昆明	0.44	0.56	0.49	1.51	0.83
	南昌	1.20	0.75	0.97	0.95	0.63
	南京	0.74	0.92	0.83	1.40	1.32
	南宁	0.62	0.95	0.79	0.95	1.20
	青岛	0.61	0.79	0.70	1.44	0.96
	沈阳	0.46	0.78	0.62	1.46	1.30
	苏州	0.62	0.84	0.74	1.33	1.02
	武汉	0.69	0.98	0.82	1.05	0.95
	西安	1.14	0.68	0.91	1.22	1.11
	西宁	1.04	0.48	0.74	0.77	1.70
	厦门	0.42	1.09	0.83	0.90	1.05
	合计	0.79	0.86	0.82	1.22	1.07
三四线	惠州	0.31	0.65	0.53	1.18	1.78
	江阴	1.26	0.33	0.85	1.90	1.43
	九江	0.48	0.89	0.62	1.07	0.88
	昆山	0.84	1.22	1.04	1.86	1.06
	洛阳	1.56	0.90	1.24	1.19	1.51
	清远	1.37	0.79	1.11	1.52	2.02
	无锡	1.39	0.63	0.99	1.32	1.17
	徐州	0.73	0.59	0.66	1.49	1.34
	烟台	0.99	1.77	1.38	1.41	1.77
	中山	1.06	0.88	0.97	1.34	1.10
	株洲	1.33	0.95	1.17	1.30	1.53
	合计	1.02	0.85	0.94	1.40	1.32
总计		0.84	0.87	0.85	1.28	1.17

数据来源：CRIC

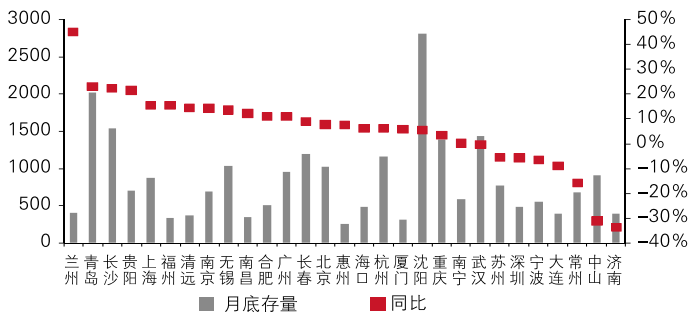
商品住宅存量较2014年底有所下降，去化压力缓解

到5月底，29个重点城市商品住宅总库存量为24599万平方米，同比虽然仍上涨6%，但与2014年年底相比下降6%。其主要原因是2015年以来商品住宅的供应量大幅下降，同比降幅近2成，而成交同比则上涨近2成。

分城市来看，一线城市中北京存量跌幅最大，为11%，北京的去化压力为一线城市之首，今年以来供应量持续处于低位，前5个月商品住宅供应量同比下跌5成有余。二线城市中大连库存量与2014年年底相比跌幅最大，宁波次之。

图：2015年5月末各城市新建商品住宅存量及其同比增幅

单位：万平方米



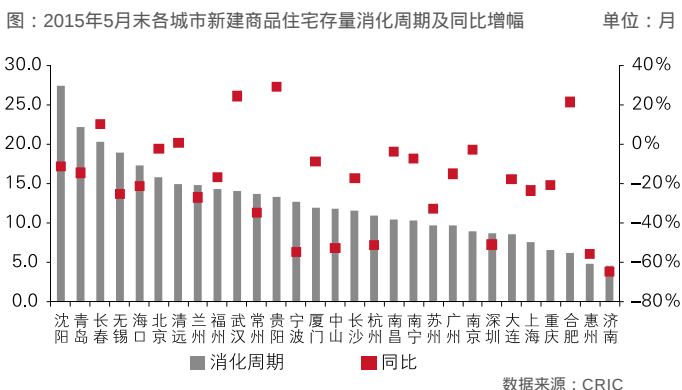
数据来源：CRIC

上半年多数城市成交回升带动消化周期缩短，缓解库存风险。

29个重点城市整体商品住宅的消化周期为12.3个月，处于供求平衡状态，与2014年同期相比下降17%。

分城市能级来看，一线城市整体商品住宅消化周为10个月，供略小于求。其中上海消化周期最短，仅7.6个月，处于供不应求状态，北京的去化压力仍是一线之首，为15.9个月，处于供过于求。广州的库存消化周期虽然不长，但是一线城市中唯一消化周期同比上涨的城市。二线城市整体商品住宅消化周期为12.6个月，处于供求平衡的状态，其中像宁波、青岛、苏州这类去化压力偏大的城市，今年以来供应量大幅减少，去化压力已大为缓解，尤其是宁波截至5月

底的消化周期为12.7个月，同比下跌55%。三、四线城市整体商品住宅消化周期为13.9个月，供略大于求，同比下降23%，但仍居各线城市去化压力之首。



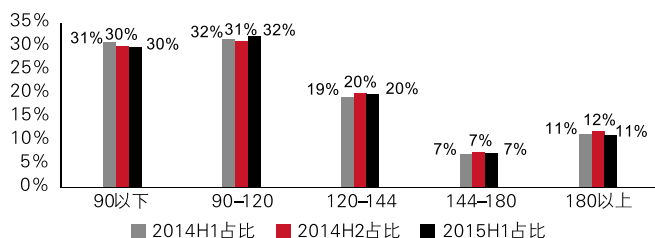
成交结构：90-120平米和三房需求占比涨势强劲

2015年上半年楼市政策频出，对改善型需求刺激最大，中高端改善型产品成交占比也明显上升。但一、二线城市出现分化，一线城市政策落地较晚，加之总价偏高，仍以刚需为成交主力，二线城市以改善型成交为主，一房和两房成交明显下行，三房显著上涨。

90-120平米产品成交占比涨幅较大，二线城市尤为突出

2015年上半年，120平方米以下的项目仍是成交主力，成交占比稳定在60%以上。但90平方米以下的刚需项目成交占比略有下行趋势，而90-120平方米的项目成交占比与2014年下半年相比上涨1个百分点，与去年同期相比略微上浮。这是受益于支持改善型自住需求的政策利好，前几年积压的改善需求开始稳步释放。

图：27个重点城市各面积段成交占比情况

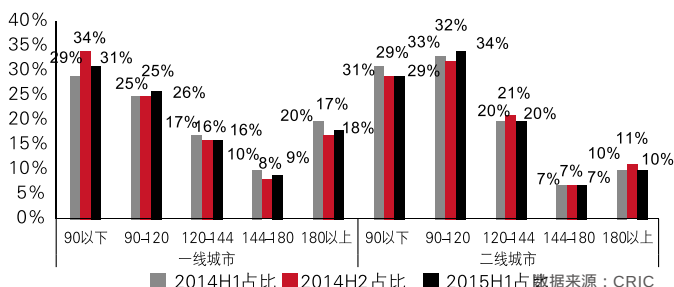


数据来源：CRIC

分城市能级来看，一线和二线城市之间区别显著。一线城市120平方米以下的项目成交占比呈上行趋势，其中90-120上行尤为明显，同、环比均为正。大面积户型成交占比呈下降趋势，尤其是180平方米以上的成交占比下降显著。一线城市房屋总价相对较高，刚需和首改仍是成交主力。

二线城市90平方米以下的项目成交占比下降明显，与去年同期相比下降2个百分点。而90-144平方米的成交占比呈上行趋势，其中90-120平方米的项目成交占比上涨趋势尤为明显，与去年同期相比上升了1个百分点。144-180平方米和180平方米以上的成交占比相对稳定。二线城市是政策利好的最大受益者，不论是政策的刺激力度，还是政策的落实速度都是各城市能级中最给力的。加之今年上半年房价稳定，接受度较高，改善型置业者积极入市在情理之中。

图：各城市能级面积段成交占比情况



数据来源：CRIC

三房产品占比持续上升，一房和两房占比下滑明显

2015年上半年，27个重点城市三房成交占比高达48.37%，继续保持上涨趋势，已成为市场的绝对主力。两房产品成交占比虽仍稳定第二，但下降趋势明显，在2014年下半年下降3.1个百分点的基础上，今年上半年再次下滑0.5个百分点。四房以上户型表现则相对稳定，占比无明显变化。可见在政策导向的影响下，开发企业迎合市场需求，功能性的小三房推案量稳步上升，改善型需求陆续释放。

表：27个重点城市户型成交占比情况

	2014H1占比	2014H2占比	2015H1占比
一房	5.12%	4.72%	4.34%
二房	37.14%	34.00%	33.53%
三房	45.75%	47.04%	48.37%
四房	8.55%	10.21%	10.20%
五房及以上	3.44%	3.58%	3.57%
合计	100%	100%	100%

数据来源：CRIC

一线城市中一房和两房的成交占比上行趋势明显，尤其是一房成交占比同、环比均处于正区间。显示随着首付比例的降低，曾经无力置业的购房者部分入市。而三房和五房及以上户型成交占比略有下跌，虽然政策导向支持改善型自住需求，但一线城市政策落实速度缓慢，影响改善型需求成交。结合具体城市来看，今年上半年，深圳两房的成交占比同比涨幅较大，达14.5个百分点。一方面是深圳楼市一直表现颇佳，加之政策利好频现，刚性需求集中释放。另一方面，深圳土地供应量长期处于低位，购房需求亦长期被抑制，房价看涨情绪高涨，尽快入市成为深圳置业者的选择。

二线城市今年上半年三房成交占比稳步上涨，在2014年下半年已上涨2.2个百分点的基础上，今年上半年再次上浮1.3个百分点。一房和两房成交占比下行趋势明显，二线城市房屋总价相对适中，居住性偏低的一房的接受度逐步降低，改善型需求逐步走高。

表：各城市能级户型成交占比情况

	一线城市			二线城市		
	2014H1	2014H2	2015H1	2014H1	2014H2	2015H1
一房	6.45%	5.90%	6.78%	4.90%	4.53%	3.85%
二房	29.24%	33.47%	31.39%	38.41%	34.28%	33.96%
三房	45.68%	43.26%	43.88%	45.76%	47.97%	49.27%
四房	12.70%	12.47%	12.61%	7.88%	9.86%	9.71%
五房及以上	5.93%	4.90%	5.34%	3.04%	3.36%	3.21%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：CRIC

下半年展望：整体将延续企稳回升之势

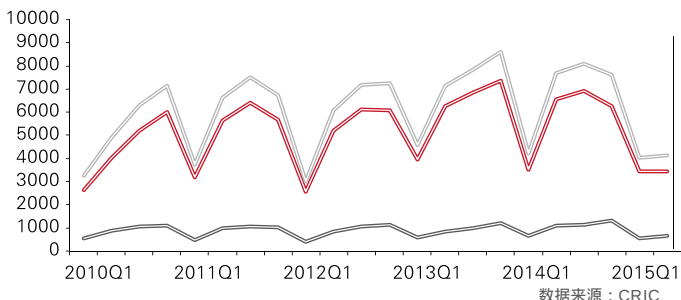
在“稳定住房消费”、“支持居民自住和改善型需求”的指导下，下半年房地产市场环境仍将平稳宽松，成交企稳回升之势仍将延续，但城市分化将会加剧，部分二线和三、四线城市库存压力有望缓解。

新增供应：仍以去库存为主，一线城市新增量可观

从CRIC监测的历年数据来看，2010年至今下半年供应环比上半年的涨幅至少在30%以上，因此，下半年市场供应相比上半年会有较大幅度的增长，这一规律不管是在一线城市，还是二、三线城市均是适用的。但是目前供过于求的局面没有根本改变，年内仍将以去库存为主，供应涨幅或稍低于往年。

城市将会有较大的分化。一线城市相比二、三线城市更为强劲，预计环比上半年可在50%以上。二、三线城市中，长春、沈阳、青岛等城市库存压力仍然巨大，下半年仍以去库存为主，新增供应预计与上半年不相上下。重庆、武汉、合肥、南京、济南等城市，目前库存压力相对较小，下半年新增供应涨幅预计也相对可观，特别是武汉和济南，2012-2014年均是土地成交高峰，预计下半年供应或爆发。

图：全国31个主要城市商品住宅季度供应情况



市场成交：整体稳中有升，延续结构性回升趋势

下半年政策重点仍在各地落实上，因此依赖政策推动需求爆发的可能性较小。但自住需求特别是改善型需求仍将持续释放，预计三、四季度成交量环比上半年仍会增长，特别是三季度涨幅可能相对可观。

从各能级城市来看，一线城市依托其强大的人口吸附能力和需求规模，下半年市场成交量仍将稳幅增长，但考虑到一线城市取消限购的可能性不大，市场成交难有短时激增。二线城市分化将进一步加剧，如济南、长春、西安等城市，短期内难有大的改观。三四线城市将会保持水平，成交规模难有显著突破。

成交均价：市场回暖及成交结构变化，将拉抬均价上升

随着房地产市场的逐步回暖，商品住宅成交均价筑底回升之势已经基本确立，5、6月份多数城市价格增速还有所加快，且涨势将在下半年得到延续。

一方面，市场回暖之后各项目优惠力度减弱，一线城市及部分库存压力相对较小的二、三线城市甚至有不少项目上调销售均价；另一方面，二套首付下调、公积金政策调整等对改善型需求的刺激较大，中高端项目成交量增加，特别是一线城市，结构性因素拉升成交均价。

供求关系：整体库存压力不减，部分城市或供求平衡

年内房地产市场仍以去库存为主，特别是二、三线城市，市场供应相比上半年会有所增长，导致库存量上升。但随着市场成交回升、各地货币化安置政策落地，将加快部分高库存城市的库存去化，其中部分虽然供过于求，但库存压力相对较小的城市有望于年内达到供求平衡，如贵阳、福州、厦门、兰州、海口等城市目前库存消化周期均在18个月以下，年内达到供求平衡的可能性较大。

济南、武汉、宁波和杭州等城市，虽然目前基本供求平衡，但这4个城市2012年、2013年和2014年土地成交量均有爆发性的增长，部分项目或于下半年陆续上市，杭州和宁波不排除再次供过于求，济南和武汉库存也将会增长，勉强可维持供求基本平衡。

成交结构：改善型产品成交占比有望进一步提升

144平方米以下、二房和三房的刚性和改善型产品成交比例仍将占据市场主导地位，这是毋庸置疑的，且中长期内都不会改变。但是在各面积段、各户型成交比例或有一定的波动，改善型产品成交占比有望得到提升。

这是由于，一方面，随着房地产市场十多年的快速发展，居民基本住房需求已经得到满足，刚性需求将呈下滑趋势，而前期刚性需求成交高峰将逐步向改善型需求转移，近来这一趋势已略有显现，未来相当长的一段时间内也将进一步延续；另一方面，时下改善型需求受到政策扶持，下半年改善型需求仍将有序释放，90-140平方米、三房、四房等产品成交占比将继续提升，而90平方米以下产品成交占比将有所下滑。

土地篇

供需皆弱致规模减半， 地量与分化将成常态

VIEW 纵观2015年上半年，供需两方的疲弱导致土地市场稍显冷清，但在销售回升带动下，5月份以来土地成交有了企稳回升的势头。目前，部分企业在销售回款上升时，拿地态度积极。而从土地供应端来看，各地都根据实际情况调整了供地计划，基本都缩减了今年的土地出让规模。预计年内土地成交或将持续低位，整体成交规模不会突破去年水平。

政策：总量“有供有限”，推进农村土地改革

上半年在解决结构性过剩的问题上，土地政策多点开花，影响最大的依然是“3.27”新政以及2015年土地供地计划的出炉。

3月27日，国土资源部、住房城乡建设部联合下发《关于优化2015年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求2015年各地有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模要求，地方政府因地制宜、对土地供应要做到有保有压，对供不应求的市县要加大土地供应，对供过于求的区域要减少甚至停止土地供应。本次两部委正视供应结构性过剩的市场困境，在通知中提出了多项立场鲜明的提法和要求，从多方面提出了调节供需矛盾的办法和执政方向，可谓是千方百计去库存。

而从5月公布的2015年全国土地供应计划来看，下达各地新增建设用地计划安排量与去年大致持平，且需严格控制特大城市用地，在市场深度调整下，今年的土地成交规模将不会超过去年水平。

长期来看，推进农村土地制度改革任重道远，对房地产市场持续平稳健康发展起到决定性作用。

上半年，无论是土地流转文件出台或者是中央1号文件，都将在确保土地公有制性质不改变、耕地红线不突破、农民利益不受损的

前提下，按照中央统一部署，谨慎稳妥推进农村土地制度改革。目前，有效需求不足仍是房地产行业的瓶颈，所以如果寻找和发掘潜在需求是当下重中之重。农村产权流转为农民工未来真正落脚城镇提供了财产保障，也成为了当下楼市需求的核心动力。

成交：成交总量同比减半，一线城市占比上升

2015年上半年 土地市场持续低迷，成交量逐月走低。CRIC监测的300城经营性用地成交建筑面积18195万平方米^①，同比“腰斩”。

成交规模逐月递减，二季度同比大跌六成

从市场的月度变化情况来看，年初土地市场疲态已现，1月成交量同环比跌幅50%上下，2月受春节假期影响，成交量继续大幅缩减。整个一季度300城经营性用地成交建筑面积11817万平方米，同比减少48%。

时至二季度，土地市场表现愈发萎靡，政府推地虽也适当加速，但土地成交提振无力。4月经营性用地成交建筑面积1818万平方米，达到去年以来月度最低值。5月倒是得益于楼市“红五月”的火热，土地成交量有所回升，环比上涨43%。

但从目前截止6月23日的300城土地成交建筑面积1954万平方米来看，6月土地成交量同环比双双下跌已成定局。二季度300城经营性用地成交建筑面积6378万平方米，仅与去年月度平均水平相当，同比大跌6成，较一季度跌幅进一步拉大。

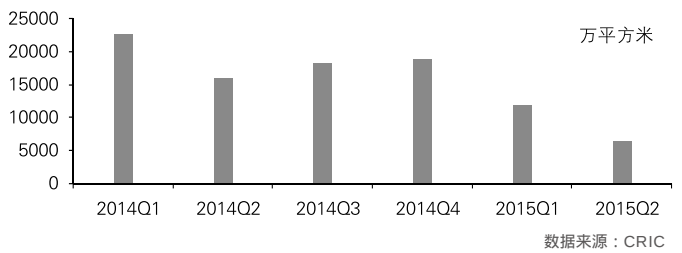
住宅占比维持六成以上，综合性地块比例上升

2015年上半年，全国300城市成交的经营性土地用地属性占比变化不大，以住宅为主的土地结构进入到固定阶段。住宅用地依旧保持绝对主导地位，占比相较去年平均水平微跌1.5个百分点至62.8%，办公类

^① 上半年土地数据统计时间范围为1月1日到6月23日

用地占比亦减少1.1个百分点，商业类用地占比则基本无变化，相反的，多属性用地受关注度提高，成交占比提升2.2个百分点。

图：全国300城经营性用地成交建筑面积季度走势



一线成交面积比重上升，三四线同比降幅最大

各能级城市成交规模均在大幅萎缩，且成交占比向一线城市小幅倾斜。**房企转战一、二线以及优质地块匮乏成为三四线土地市场目前的两大难题**，同时三四线城市都面临较大的库存压力，土地供应受到限制，三四线城市土地市场冷淡气氛渐浓，今年上半年经营性用地成交建筑面积5957万平方米，同比大幅下降52%。

二线城市面临的问题在于城市分化加剧，诸如南京、厦门、武汉等地楼市表现较好，土地市场也较为火热，部分偏僻的二线城市，如兰州、西宁则不温不火，土地市场供需两不旺，底价成交普遍，二线城市上半年整体成交规模同比下降50%。一线城市作为房企

表：2015年上半年各能级城市 土地成交规模情况

城市能级	成交面积	面积同比	占比	占比较去年同期变动
一线	1410	-44%	8%	1个百分点
二线	10829	-50%	60%	0个百分点
三四线	5957	-52%	33%	-1个百分点

数据来源：CRIC

必争之地，虽同样受市场冷风侵袭，但相对最为抗跌。上半年一线城市成交建筑面积同比下降44%，领跑其他各线城市。

地价：金额同比锐减46%，一二线为主致地价不断走高

上半年土地成交规模严重萎缩的同时，成交金额也在同步缩水。然而土地价格却在不断走高。

上半年，CRIC监测的300城经营性用地成交金额4722亿元，同比下跌46%。而土地价格则在不断走高，尤其是第二季度。整体平均楼板价达到2595元/平方米，同比上涨9%。

从各能级城市地价水平来看，城市分化显著。一线城市继续保持平均楼板价过万水平，同比微涨2%，其中，北京平均楼板价达到13096元/平方米，深圳更是突破21000元/平方米。二线城市拿地成本明显提升，尤其是住宅用地，上半年平均楼板价同比上涨19%，杭州平均地价已达到7577元/平方米，接近一线城市水平。三四线城市平均楼板价则背道而驰，同比出现10%以内的下跌。

表：2015年上半年各能级城市土地成交规模情况

城市能级	成交金额				成交均价	
	成交金额	金额同比	占比	占比较去年同期变动	成交均价	均价同比
一线	1457	-42%	31%	2%	10334	2%
二线	2457	-44%	52%	1%	2269	11%
三四线	808	-55%	17%	-3%	1357	-6%

数据来源：CRIC

溢价：底价成交比例收缩，整体溢价率为13.4%

2015年上半年全国300城经营性用地的总溢价率为13.4%，同比微涨0.2个百分点。

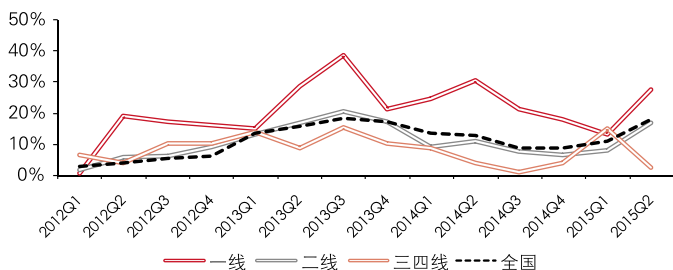
在二季度楼市明显回暖的带动下，全国土地市场竞争愈发激烈，高溢价成交地块频频出现。二季度整体溢价率攀升至17.6%，达到2014年以来的季度峰值。

与去年同期相比，一线城市溢价率优势有所减弱，各线城市间差距缩减，上半年一线城市溢价率18.1%，同比减少8.4个百分点，而二线城市和三四线城市则有不同程度的上涨，涨幅分别为1.8个和4.5个百分点。

上半年CRIC监测的300城经营性用地成交地块中，底价成交的地块占比为66.24%，同比下降12.19个百分点，而溢价率超过50%的地块占比则提升2.55个百分点至6.83%。楼市逐步回温使得房企拿地信心提振，但迫于销售业绩缩水导致的资金收紧，房企积极拿地的同时还必须考虑到预算问题，因而溢价水平仅小幅上扬。

从月度走势来看，底价成交占比下滑趋势显著。去年底价成交占比高达8成以上的月份比比皆是，今年上半年则大有好转，前5月占

图：2012-2015年上半年各能级城市经营性用地成交溢价率季度走势图



数据来源：CRIC

比均在60%–70%，6月至今成交的地块中，底价成交的地块幅数不足6成。就各城市能级而言，上半年底价成交占比基本相当，均在65%上下，但溢价率超50%的地块占比则不尽相同，一线城市接近10%，二线城市仅6%。

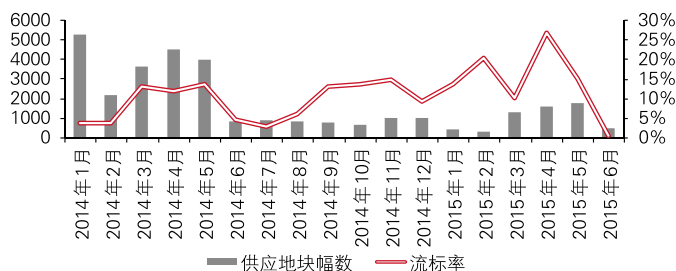
流标：前5月整体流标率为17%，三四线城市涨幅最大

2015年前5月，CRIC监测的300城经营性用地流标率16.52%，同比增长9.49个百分点。

开年之初，房企拿地谨慎，4月开始，楼市有所好转，房企拿地积极性开始提升，但碍于资金压力，对于地块的选择依然较为审慎，因而前5个月，土地流标率一直居高不下，2月、4月甚至接连创新高，2月20.45%，4月又攀升至26.91%。

从各能级城市来看，一线土地受青睐度较高，土地流标情况较少，前5个月流标率10.77%。二线及三、四线城市流标率则相对较高，在17%左右。与去年同期来看，各线城市流标率均有不同程度上涨，其中一线城市上涨幅度最小，为4.27个百分点，三、四线城市涨幅则最大，高达12.27个百分点，三、四线城市土地市场冷清愈发凸显。

图：300城经营性用地流拍率月度走势



数据来源：CRIC

地王：一线城市仍是地王集中营，联合拿地成主流

在土地价格易涨难跌的情况下，土地起始楼板价不断攀升，最终单价地王门槛不断走高，但在上述的房企拿地心态下，地块的溢价程度明显下滑，使得总价地王门槛有所降低。

从2015年上半年全国300城经营性用地成交的总价和单价TOP10排行榜来看，北上广深四大一线城市仍然是地王集中营，其余上榜城市寥寥无几。1月北京为主场，4幅高单价地块位列单价TOP10；3月上海发力，闸北市北高新10号地块、世博绿谷地块高价迭出；4月北上深三城齐舞；6月上海市北高新9号地块再造地王、广州天河广日电梯地块出让。

从2015年上半年总价和单价地王上榜门槛来看，单价TOP1、10、20、50的门槛较2014年同期全面抬高，相反总价TOP1、10、20、50门槛则全部下降。多数房企今年上半年销售业绩与往年存在一定差距，资金相对有限，因而择地而取现象明显，资质一般的地块基本底价成交，少有溢价或溢价极低，资质较高的地块则吸引众多房企蜂拥而至，但加价力度明显不如从前，资质较差的地块则无人问津，最终沦为流标的比比皆是。

表：2015年上半年全国300城经营性土地成交总价/单价门槛

门槛	单价地王（元/平方米）			总价地王（亿元）		
	1H2014	1H2015	同比	1H2014	1H2015	同比
TOP1	47609	77759	63%	134.1	87.95	-34%
TOP10	26585	29697	12%	48.3	44.2	-8%
TOP20	19704	23514	19%	36.14	27.7	-23%
TOP50	14864	14974	1%	25.1	15.4	-39%

数据来源：CRIC

从拿地企业来看，TOP20地王地块的竞得者以联合体为主，这主要还是资金方面的制约以及对于降低运营风险的考量。

表：2015年上半年全国300城经营性土地成交总价TOP10

排名	城市	土地名称	土地属性	土地价格 (亿元)	成交时间	受让方	溢价率
1	上海	闸北区市北高新技术服务业园区 N070501单元09-03地块	住宅、办公	87.95	2015-06-03	华润、珠海华发	27%
2	北京	丰台区花乡白盆窑村1516-0665等地块	住宅、公建配套	86.25	2015-01-07	华润、首开、深圳联新联合体	22%
3	上海	闸北区市北高新技术服务业园区 N070501单元10-03地块	住宅、办公	70.52	2015-03-20	华润、珠海华发	16%
4	上海	浦东新区世博会展地区A片区绿谷地块	商业、办公	59.14	2015-03-05	上海世博发展（集团）、上海 浦发银行股份	0%
5	北京	海淀北部地区整体开发中关村永丰产业 基地HD-0402-0030地块	住宅、商业、办公	56.40	2015-04-27	首创	49%
6	北京	丰台区丽泽路E-01、E-05、E-06地块	商业、办公	50.40	2015-04-27	深圳平轩	0%
7	北京	通州区永顺镇0504-014地块	商业、办公	50.40	2015-01-16	北京建工、北京通州现代化国 际新城联合体	—
8	北京	昌平区北七家镇（中心起步区（海鹄落 新村建设）项目一期）	住宅、商业、办公	45.16	2015-01-30	绿地	27%
9	北京	丰台区亚林西居住区一期（0501-626、 627地块）	住宅、商业、公建 配套	44.90	2015-01-05	招商、华润、深圳联新、致昌 （北京）联合体	50%
10	广州	天河区广州大道北路920号地块	住宅、商业、公建 配套	44.20	2015-06-02	广州信达置业投资有限公司	16%

数据来源：CRIC

表：2015年上半年全国300城经营性土地成交单价TOP10

排名	城市	土地名称	土地属性	成交楼板价 (元/m²)	成交时间	受让方	溢价率
1	深圳	深南香蜜B302-0115地块	商业	77759	2015-04-16	深圳深中润投资控股、深圳前海君临融资租赁	121%
2	北京	朝阳区太阳宫乡0301-615、0301-616地块	商业、办公	46337	2015-02-10	绿地	41%
3	上海	2015年43号公告闸北区市北高新技术服务业园区N070501单元09-03地块	住宅、办公	38062	2015-06-03	华润、珠海华发	27%
4	上海	杨浦区平凉社区01E2-01、02地块	住宅、商业、办公	35579	2015-06-19	首创、保利、山东黄金地产旅游集团	46%
5	上海	闸北区市北高新技术服务业园区N070501单元10-03地块	住宅、办公	34871	2015-03-20	华润、珠海华发	16%
6	遵义	I2015I03号2014-GP-41	住宅	34714	2015-03-09	遵义汇川区城建	5107%
7	宁波	海曙区月湖西区一期2#-1、2#-3地块	商业	32200	2015-04-22	宁波市坤元	0%
8	上海	虹口区江湾镇A06-02号地块	住宅	31793	2015-06-17	上海景瑞	59%
9	上海	浦东新区唐镇新市镇D-04-07地块	住宅	29697	2015-04-16	上海名城、上海凯俊	68%
10	北京	丰台区亚林西居住区一期(0501-626、627地块)	住宅、商业、公建配套	28140	2015-01-05	招商、华润、深圳联新、致昌(北京)联合体	50%

数据来源：CRIC

下半年展望：市场保持低量徘徊，城市分化明显

“3·27”

少的都调减了年度土地供应计划，我们认为2015年土地市场成交规模不太可能出现往年状况，下半年土地市场依然会保持低量徘徊态势，城市之间的市场分化愈加明显。

保持总量低位徘徊,全年总量难以企及去年水平

下半年，土地成交预计仍将持续低位徘徊的趋势，三季度土地成交规模会好于前两个季度，但总体来看成交量不超去年水平。这主要基于一个基本点和两个方面，一个基本点即销售的回暖，销售到投资联动效应开始显现。在销售的回暖的基本前提下，政府和企业两个方面也会助推土地成交升温或者说是走高。

企业方面，市场回暖也给了开发企业动力和信心，特别是市场回暖后给房企预期转好，在6月份这个冲击业绩的关机时点，企业资金能迅速回笼，加上库存的减少，企业拿地补仓布局下半年，成为眼下同等重要的事。

政府方面，推地节奏的加快也将助推土地成交上升。一方面，目前房地产市场大环境向上，意味着政府能以更好的价格卖出土地，对银根紧缩的土地财政来说，可以减轻和缓解地方财政压力。另一方面，随着各地土地供应计划的落地，政府必然会在下半年加快供地节奏，这也将激活下半年土地市场的活力。但政策面上，由于“有供有限”政策的出台，今年土地整体的开发投资不会超过去年，成交量也不会突破去年水平。

结构性矛盾突出，城市冰火两重天愈加明显

由于结构性过剩的矛盾并没有得到根治，城市间分化的格局依然不会改变，各能级城市将会出现冰火两重天的局面，一线和部分二线仍是宠儿，而三四线土地市场或将较为冷清。

一线城市和部分二线城市可能会出现量价齐升的表现，特别是优质地块，将出现高溢价率。这主要还是源于其人口导入量大，经济发展迅速，城市处在供不应求阶段。而且这些城市土地资源稀缺，尤其是优质地块在日益减少，目前市场处调整时期，地块土地的保值性以及抗风险性显然要高于其他城市，所以地价不会出现下跌。

二线城市大部分城市土地市场底价成交仍是常态。目前不少二线城市的城镇化进程仍处于加速推进的阶段，在产业转移、新兴行业发展等因素的推动下，企业也对出让的地块仍然有着更多的预期，但考虑到二线城市成交受市场影响波动较大，故而开发商衡量利弊之后，也会理性对待，不会出现太高溢价，基本以底价成交。

三线城市主要是受限高额的库存和消化周期影响，市场销售不力，巨大的库存，也阻碍了开发商进驻拿地；而另一方面，由于土地供过于求，政府从“有供有限”方面考虑，也会有意识的减少土地供应。可以预计下半年，三、四线城市土地成交大幅缩减，成交占比也不会超过去年38%的水平。

“互联网+”营销进阶，客户需求倒逼房企变革

VIEW 自2015年3月两会“互联网+”概念被写入政府工作报告后，在房地产业内互联网营销愈演愈烈。如今，“互联网+”已上升到国家战略高度，而在地产领域，“互联网+”营销是房企与时俱进的战略选择。

如今，地产行业紧密拥抱互联网势不可挡，“互联网+”营销也在不断进阶，营销策略越加看重客户需求。就发展情形而言，营销与“互联网+”的碰撞经历了三个阶段，我们从三个阶段营销表现来看上半年房企如何触电“互联网+”。

行业利润空间收窄，房企弱化降价另谋营销出路

纵观今年以来房企营销案例，已经与互联网结合得十分密切。“互联网+”的概念被迅速运用到房企营销当中，在于两点促因，其一，房企与利益博弈，以价换量意愿降低；其二，互联网为房企营销注入活力，营销模式灵活易操作，且成效可观。

市场回暖与利润收窄因素叠加，房企少见大幅让利

相较于2014年上半年，房企在全国多城市多项目大范围展开打折、清仓及价格下调等方式的“价格战”，今年以来，房企在价格上让利少见。据CRIC监测的典型企业来看，很少出现大幅折扣让利促销的企业，5折促销仅属于个案，大部分房企的最低折扣也在7、8折左右，而万科、华润等大型房企最低折扣只在9折左右，市场并未出现大幅降价的现象。

究其原因，主要是行业因素，一方面3/30新政促使市场升温提速，进入卖方市场，房企占据更多话语权，不太愿意以价换量，一方面，行业利润不断收窄，房企让利空间已十分有限，不断上涨的土地成本、融资利率挤压利润，降价让利的实质空间并不大。

“互联网+”受追捧，营销结合互联网或成新常态

与此同时，迫于业绩提升的压力，房企在营销策略上谋变。为创新卖点、打通多方面营销渠道，“互联网+”的创新营销方式成为首选。

保利、碧桂园等房企利用移动互联网平台，借网络化用词造势宣传起到很好的吸睛作用。4月15日，保利地产董事长宋广菊发出一则“保利是个P”的微博，随后“保利体”瞬间成了网络名句，引发

表：2015年1-5月监测房企9折以下项目情况

企业名称	项目/折扣	企业名称	折扣
融创中国	融创白象街商铺 5折 /欧麓花园城85折	龙光地产	龙光普罗旺斯83折
明发集团	明发云庭 5折	北京城建	北京城建海梓府83折
保利地产	保利房展会部分房源 5折	中信地产	中信富春山居85折
恒大地产	恒大全国商铺 55折	星河湾	太原星河湾85折
新城地产	新城首府68折/新城春天里85折	世茂房地产	世茂香槟湖85折
招商地产	招商卡达凯斯7折	敏捷地产	肇庆敏捷城85折
碧桂园	碧桂园温泉城7折/江海碧桂园84折	富力地产	富力湾85折;富力湾亲海88折
荣盛发展	荣盛锦绣花苑74折/荣盛锦绣天地78折	方兴/融创	望京金茂府85折
中国铁建	国滨苑74折/中铁山水时光8折	大华集团	大华锦绣海岸85折
景瑞地产	景瑞御蓝湾75折	旭辉集团	旭辉香樟公馆88折
合景泰富	合景月亮湾76折	正荣集团	正荣国领89折
融侨集团	融侨观山府78折/融侨外滩85折	禹洲地产	禹洲商业广场9折
电建地产	云立方78折	亿达集团	普罗旺斯二期9折
正荣集团	正荣幸福城邦8折/正荣国领89折	万科地产	万科梦想派9折/万科城东郡9折
金科集团	金科时代中心8折/金科中央公园89折	华润置地	华润国际社区9折
雅居乐	雅居乐清水湾82折	宝龙地产	新乡宝龙城市广场9折

数据来源：CRIC

亿万网民的关注。随后，5月17日，碧桂园“不扯蛋，周一见”的营销噱头也引起了巨大的轰动。

房企利用互联网广泛、迅速的宣传方式，不仅增加了整个品牌的认知度，还可为后期项目营销增加了关注客户的体量。此外，房企与电商的结合更为紧密，方兴携手淘宝卖房、18家房企联合举办“微信购房节”，不仅可整合产品资源、拓宽客源，而且打通了线上线下渠道，实现线上交易，将互联网营销推上了另一个高潮。

不难发现，房企在“互联网+”营销的运用已经开始走上了正轨，并有望再上一个台阶。接下来，为应对行业变革，尤其是面对越来越依赖互联网的消费需求群体，房企还将继续在营销层面借助互联网发力，“互联网+”营销正或成为业内新常态。

“互联网+”营销三个阶段，客户定制将成趋势

2000年以后，互联网崛起，与互联网结合进行推广逐渐受到房企关注，至今，房企打造“互联网+”营销已经历从单纯传播到高效拓客至定制化营销的三个阶段。

第一阶段：移动互联网“新宠”，推广力度大

第一阶段利用互联网平台推广，营销信息迅速传播。房产门户网站出现让传统纸媒、电媒渐受冷落，线上广告随之兴起，而移动互联网的出现则进一步加速信息的传播力度及广度。微博、微信可让关注客户随时了解房企动向，亦可成为房企营销专属平台。

阶段特点：传播平台从网页版转向移动版，宣传造势。总结上半年房企营销表现，在第一阶段，从营销内容的传播手段上来看，互联网营销运用从网页版转向移动版，营销内容的传播平台上发生变革，传播力度更为迅速、便捷，重在为后期的促销打通宣传通道，从而最终达到促进销售的目的。

相较于传统的报刊、电视广告等营销宣传方式，移动互联网的

宣传能达到高效、迅速的目的。在互联网普及越来越高的今天，尤其是青年消费群体，对微信、微博等APP的依赖性越加强烈，因此，房企利用互联网平台进行营销内容的宣传，特别是移动互联网平台，通过造势活动加大扩散力度，进而达到较好的营销效果。

策略及效果：营销用词偏于口语化，短期内即吸金。营销宣传内容上，互联网对于房企来说不仅是内容宣传的工具，还可以将通俗、新奇、吸引人的营销宣传内容，以新颖的网络化词汇加以传播来吸引大众眼球，在短时间内迅速抢得“头条”，博得观众高度的关注。

案例一：恒大“无理由退房”创造话题，当月企业销售明显增加
4月15日，恒大宣布于4月16日8时起将全国所有楼盘住宅全面实施无理由退房。由此，企业当月（4月份）实现销售额151.2亿元，仅次于万科177.6亿元，首次单月业绩位居全国第二，同时，211.3万平米的销售面积居全国第一。

案例二：碧桂园“不扯蛋”掀起刷屏运动，营销落地促销售翻番
相较于恒大营销宣传手段上的“互联网化”，碧桂园在营销宣传内容上引用了互联网通俗易懂的口语化宣传方式。5月17日，碧桂园发动全体员工将头像换成集团LOGO，并各自在微信上发了一条“不扯蛋，周一见”动态，为后续“0号行动”的促销活动制造宣传的噱头内容。消息瞬间刷屏了朋友圈，博足了市场眼球，并也因此达到了去库存的目的。在营销效果上，碧桂园当月（5月）单月销售125.4亿元，相比上月翻倍，环比增幅接近100%，同比增长51%。

第二阶段：搭建人与人连接，实现销售渠道网络化

第二阶段，互联网实现人与人间的连接，成为有效拓客工具。电话出现实现人与人之间1对1便捷交流，互联网则将人与人的沟通上升

至1对N阶段，如此，互联网发展为颇具价值的“人际关系网”。房企同样嗅到人际关系背后的销售商机，互联网营销从第一阶段的推广升级至第二阶段的拓客，网络化环境下，房企锁客快、准、狠。

阶段特点：房企借互联网撬动人际关系，营销全渠道。在第二阶段，“互联网+”营销为房企看中互联网对人际关系的作用。一则面向特定人群传播，再由这部分人扩散，引导更多客户，如全民营销2.0；二则与互联网平台达成合作，双方客源可相互转化，如跨界电商。

2014年之前，全民营销集中于线上方式拓客；2014年，万科、旭辉等房企引入互联网技术公司，打造移动客户端“万客通”、“微销宝”，对老业主、经纪人、中介等社会资源开放，实现线上高效、精准拓客，全民营销进入2.0时代。同年，跨界电商风袭来，万科携手淘宝“账单抵房款”，上线半日就吸引140余客户享优惠，中海联姻京东，为甲级写字楼用户提供增值服务，更有方兴联合乐居“双11光盘节”，单日揽金42亿元。2015年上半年，全民营销、电商平台热度持续，房企拓客渠道亦增加新元素，“合伙人”、中介、“全链条”购房模式融入进来，“互联网+”营销卖点创新。

策略及效果：利用互联网资源共享，客源积聚促销售。随着互联网与人的关系日益紧密，在线上开展全民营销的时机已成熟。房企搭建互联网全民营销的平台，全面铺开线上、线下的销售网，续万科、绿地、碧桂园等房企之后，荣盛、金地也加入全民营销2.0。不仅如此，互联网亦是资源整合的平台，可以看到，房企频频联合电商，保利、方兴先后牵手京东、淘宝，强强合作，实现客户资源共享，拓宽客户来源渠道，尽可能地挖掘潜在客户，在短时期内去化库存、冲刺业绩。

案例一：荣盛、金地上线全民营销，动员全社会资源参与卖房

2月4日，荣盛发展推出全民营销“盛客通”，将其旗下32盘进入全民营销模式，对于凡成功转介客户，住宅成交最高奖励10000元/套，商业网点最高奖励30000元/套，将全民营销的最高佣金额度

刷新。4月25日，金地上线全民营销平台“金地云客”，并与“房多多”等互联网平台达成“金地云客渠道战略联盟”，“金地云客”上线，依托互联网，以佣金奖励机制召集经纪人销售房源，打通了金地互联网的销售渠道，同时，与“房多多”等平台联盟，金地将拥抱更多不同的渠道，实现全渠道销售平台。

案例二：方兴、保利联姻电商，资源共享促客户相互转化

3月21日，方兴地产与淘宝在北京宣布“上帝淘金季”活动，共同打造互联网线上的房地产交易流程。方兴借助淘宝网的平台影响力和安全的支付环境，将购房这一大宗交易逐步由线下移至线上。对行业而言，这是“互联网+”思维方式的又一次颠覆。此外还有保利地产联合京东开展“保利房展会”。4月10日—12日，保利携带旗下10城26盘参展，包括广州、佛山等10个城市，此次房展会对于保利而言，与京东强强联合，进行房源、家电优势资源的直接对接，实现客户资源共享；并以账单抵优惠借势拉拢京东会员，拓宽客源。最终此次展会也取得惊人的成果，3天成交额高达15亿。

第三阶段：关注客户反馈，客户需求倒逼企业变革

第三阶段，基于客户所需提供解决方案，是互联网思维的最高体现。在营销环节，房企根据可确定的需求，实施针对性方案，“互联网+”营销进入第三阶段。相比于第一阶段单纯传播信息，第二阶段最大力度客户召集，第三阶段则走定制化路线，营销不为找客户，因为客户就在那里。在第三个阶段，“互联网+”营销回归客户，基于客户所需去提供解决方案，这种营销策略是房地产行业营销的本源。

阶段特点：迎合客户个性化，提供营销解决方案。互联网在拉近客户与房企的距离之际，也为房企发现客户需求、创造需求提供捷径。根据可确定的需求，房企实施针对性营销方案，无需拓客，目标客户自愿“上钩”，“互联网+”营销进入第三阶段。在第三个阶

段，“互联网+”营销回归客户，基于客户所需去提供解决方案，这种营销策略是房地产行业营销的本源，也是互联网营销的趋势。

众筹模式是借互联网解决客户低成本置业的典型营销事件。2015年上半年，当代置业、远洋及万科等均涉足众筹，与某个互联网平台合作，发起众筹活动，设定筹资标准，客户购买后，可享受低于市场价的购房优惠。此外，营销搭上互联网金融，则为客户缓解房款压力提供解决方案。如远洋联合京东金融，提出“六大计划”，首付分期付款，0利息是亮点；保利牵手民生银行推“利民保”，客户购房享理财收益，保底收益4%。

策略及效果：引入互联网契合需求，需求带动置业。“互联网+”营销发展至第三个阶段，营销不再局限于如何去做渠道，如何去找客户，对房企而言，客户的需求就是营销的准则。就日前房企营销策略来看，此阶段的营销有两大方向，其一，提供产品、服务方面的定制，营销具有针对性；其二，引入互联网金融，直面客户理财、购房准备金、首付款、按揭款等需求，营销有的放矢。

案例一：当代试水全盘众筹，兼顾产品定制及低价置业

年初，当代与北辰携手无忧我房网推出“全盘众筹”活动，实现真正意义上的房产众筹。从众筹启动到最终客户选房，“全盘众筹”不仅保证客户可低价置业，而且实现客户参与项目规划。

根据公开信息，当代北辰“全盘众筹”筹资上线即在短期内售罄，累计募集2440万元。

案例二：远洋联姻京东金融，贴息方式提供首付分期优惠

5月7日，远洋再度联手京东金融，开启“人生X计划”中的“金融+”计划，为客户置业提供一套全方位的金融解决方案。二度合作，除了延续前期的房产众筹，享受京东专属购房优惠外，还增加“白居易”首付零息分期策略及装修白条信贷服务，放大了京东金融属性，满足客户在置业过程中的全方位金融需求。

表：北京当代北辰COCO MOMA众筹购房补贴情况

投资额度	现金收益率 (年化)	众筹特惠面积	众筹购房补贴 (元/平米)	理财综合收益率 (年化)
30万元	5%	40平米	2453元/平米	39.5%
20万元	5%	40平米	1245元/平米	31.3%
10万元	5%	40平米	493元/平米	25.8%

数据来源：CRIC

基于客户需求而自我变革，将是房企营销的目标

就2015年上半年房企互联网营销总结来看，贴上“互联网”标签，房企营销往往是某几个阶段的结合。

在第一阶段，以营销噱头搏关注但活动要落地

不可否认，房企做好推广，营销造势不可或缺，而噱头就是造势的催化剂。从“保利是个P”横空出世，到碧桂园“不扯蛋，周一见”，不足一个月的时间，房地产圈内新闻头条已被保利、碧桂园先后占领。保利抛出“P”，貌似自黑，但暗藏玄机，其后续动向顺势成为大家关心的话题，碧桂园则发“扯蛋”图文，朋友圈内刷屏运动，让周一发布的“0号行动”未开先火。

我们建议，房企做互联网营销，搏关注的要点是噱头，而且是接地气儿的噱头。不过，需要注意的是，噱头终究华而不实，营销要效果，必须保证活动落地。光打出口号，没有干货，万万不行。

在第二阶段，广泛合作互联网平台引导客源

房企实施“互联网+”营销，必须向互联网找客源，互联网平台是依靠。目前来看，房企主要合作的互联网平台集中于电商，典型是淘宝和京东两家电商巨头，客户大数据是对房企最有利的资源。

由此，我们看到方兴两度合作淘宝，从最初卖房延伸到“房产网购全链条”，淘宝用户转化为方兴业主，保利联姻京东账单抵优

惠，也是将京东用户拉拢过来置业。所以，互联网平台，尤其是电商，聚集国内各年龄段消费群体，且以青年消费者为主，与主流购房客群一致，是房企最需要的客源基础。

站在拓客层面，我们建议房企与广泛的客户基础较好的互联网平台建立合作关系，无需额外营销开支，对方客户资源可被引导到房产消费中。不仅如此，如果双方深度合作，基于互联网平台对用户数据分析，归纳特征，房企可对庞大客户数据进行匹配筛选，直接用于后续项目精准营销。

在第三阶段，贷款、理财类金融灵活用于蓄客

房企牵手互联网金融，为客户提供贷款、理财，可灵活用于蓄客期。目前来看，互联网金融与营销结合，有两个方向，其一为“0”首付，一般采取客户通过互联网金融借款，交纳首付，房企提供还款贴息优惠的方式；其二为期房理财，客户购买互联网金融理财产品，可获得理财收益，未买房先获利。

我们认为，这两种策略均以降低置业门槛为引子，需释放于开盘前蓄客期阶段，达到高效蓄客目的，在策略实施时，灵活运用。于房企，互联网金融是发展趋势，运用于营销环节，发挥金融属性即可。在第三阶段，还应根据客户需求实现企业自身变革。“互联网+”营销不断升级，在第三阶段，产品定制方式已引起部分房企关注，未来将是房企营销的竞争点，其发展刚起步，前景看好。

一方面，房地产开发模式追求高周转，快速开发、快速复制，市场批量化、模式化产品随处可见，产品存创新空间；一方面，90后客群正在崛起，为新生代购房主力，他们对产品要求不再局限于南北通透、够不够住，个性化介入置业考虑因素。如此，未来个性化定制或将成为房企主攻青年置业的“大招”。我们认为，寻求客户定制，发现需求、创造价值，引导客户主动连接匹配的产品，是互联网营销最终的目的。

业绩稳增、融资大涨， 下半年转型依然是主旋律

VIEW 越来越多房企将摆脱规模的束缚，更多看重利润，将更多的精力用于改善产品服务，优化管理，提升竞争力。而主动拥抱互联网，促进项目去化，多元化扩张，试水新业务，依然会是众多房企的必修技能和共同选择。

2015年以来，330新政和央行的两次降息，直接刺激了楼市的回暖，房企销售企稳回增，拿地热情也有所提升。A股再融资、中票、公司债等融资渠道的宽松，使得2015年以来房企融资大涨，房企的债务结构也得以改善。而金融和互联网概念受持续热捧，房企普遍受到了“互联网+”和“金融+”的洗礼。展望2015年下半年，房企将逐步适应新环境，转型依然是主题。

业绩：多数房企保持增长，目标完成率普遍低于四成

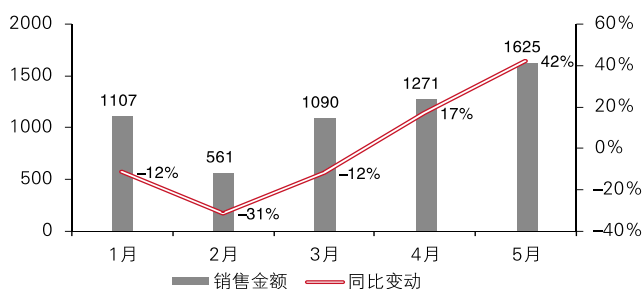
去年二季度开始市场行情急转直下，企业销售纷纷受阻，因此今年四五月企业销售增速开始逐渐增加。预计在市场行情利好以及企业年中大考压力之下，6月还将有一轮房企销售的爆发，企业销售增速将继续上扬。

2015年前5月，18家典型房企的销售金额为5655亿元，同比增长2%；销售面积为5418万平方米，同比增长6%，尽管典型房企继续保持增长，但增速较去年同期有所下降。究其原因，主要是一季度市场行情惨淡，加上春节假期的影响，企业销售业绩普遍较差。而去年一季度市场环境尚可，加上企业尚有大量上年认购未签约的销售

陆续签约，企业业绩规模和增速保持在较高水平。二季度以来，在降息、降准等政策利好下，市场逐渐回暖，加上房企发力的双重作用，典型企业销售金额节节攀升。

图：2015年前5月18家重点房企月度销售金额

单位：亿元



数据来源：CRIC

从单个房企来看，多数企业的销售业绩依然保持增长，不过增速较去年同期均有大幅下滑，但同时也有不少房企的销售业绩出现大反转。

典型房企中增速最快的要数华润置地，同比增长达49%，主要是由于企业去年同期业绩相对较差，华润去年同期销售下滑达32%。但企业加强推案和销售力度也是毋庸置疑的，华润今年在北京、上海等多地高调拿地补充土储，也侧面反应出企业持续加强销售的态度。

而在去年同期异军突起的碧桂园在今年下滑明显。主要是三四线城市市场不佳，销售遇阻，此外碧桂园去年年底推货量大，营销力透支以致今年来推案量大幅减少，影响了企业的销售业绩。**同样下滑明显的还有绿地和富力。**绿地今年业绩下滑一方面是企业追求利润、推货量少；另一方面是绿地更多的精力投入到了多元化的建设中，销售方面有所弱化。而富力则是企业在市场不佳的情况下营销力度不够。融创今年因为融绿事件、佳兆业事件花费了太大精力，以至于销售虽然保持了增长，但是增速同比大幅下滑18个百分点。

和2014年不同，今年不少房企在目标上有所放松，目标增长率都不超过20%，典型的如万科不再设置销售目标，而绿城更是降低了企业销售目标。14年房地产市场整体低靡，以至于企业对于今年依然持有保守态度。另一方面，典型企业都从追求规模的增长向追求质量增长转变，纷纷寻求转型，不再像过去一样看重销售目标增长。

从销售完成度上来看，前五月典型企业目标完成率并不乐观，典型房企的普遍完成率在25%-35%之间，而去年同期典型房企的目标完成率水平大致在30%-40%之间。主要是因为一季度市场行情较差，企业销售普遍较差。随着市场转好，四五月份企业销售开始稳定增长，企业目标完成率才开始快速增加。目前来看，目标完成较好的要数恒大，而绿地的完成则为最低，仅18%。

表：2015年前五月重点房地产企业销售目标完成情况

企业名称	2014年销售额 (亿元)	2015年销售目标 (亿元)	目标 提高率	2015年前5月 销售额	2015年前5月销 售目标完成率
恒大地产	1315	1500	14%	624	42%
绿城中国	794	600	-24%	239	40%
华润置地	692	780	13%	288	37%
雅居乐	442	450	2%	152	34%
保利地产	1367	1500	10%	504	34%
中海地产(港元)	1408	1680	19%	561	33%
世茂房地产	702	720	3%	233	32%
融创中国	658	660	0%	207	31%
新城地产	245	280	14%	87	31%
旭辉集团	212	250	18%	76	30%
龙湖地产	490	540	10%	149	28%
富力地产	544	600	10%	165	27%
碧桂园	1288	1350	5%	368	27%
招商地产	510	600	18%	155	26%
绿地集团	2408	2800	16%	511	18%

数据来源：企业公告、中国房地产决策咨询系统(CRIC)

拿地：房企拿地态度依然谨慎，下半年有望抬头

一季度典型企业新增土地总建面同比大幅下滑47%。但随着“330”政策的落地，整体市场销售情况逐渐出现好转，房企拿地热情有所回升，政府也开始积极推地，一线城市也陆续开始出现如上海闸北区市北高新技术服务业园区地块等地王地块。

前5月，20家房企拿地总建筑面积约4378万平方米，同比减少32%，拿地金额约为1671亿元，同比下降11%。究其原因，一方面年初市场整体表现的较差，企业销售不佳，另一方面土地价格一直“坚挺”，特别是一二线城市，土地价格居高不下，房企拿地成本过高、利润空间持续压缩，促使房企谨慎拿地。四五月典型房企新增土地建筑面积同比增加35%，预计随着下半年销售情况的继续好转，房企拿地意愿有望进一步抬头。

从拿地企业来看，新城控股以482%的同比面积增速成为前5月拿地增速最快的房企，荣盛发展则以447%的面积增速屈居第二。其中荣盛发展之所以大幅度“补仓”，是因为京津冀一体化提升区域价值，企业选择大力布局京津冀。

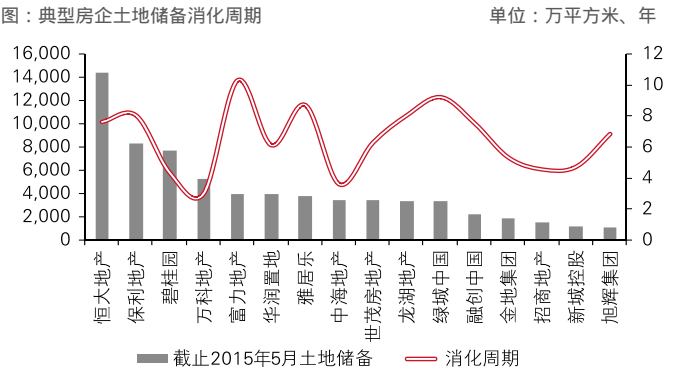
各家房企的拿地销售比也同样反映出了企业拿地态度的谨慎。从统计的17家典型房企来看，11家企业的拿地销售比不足0.3，特别是去年上半年大手笔拿地的央企中海，今年拿地销售比不足0.1，同比大幅下滑近八成。

土地储备总量和消化周期方面，恒大的土地储备仍然远远超过其他房企，总量高达1.44亿平方米，足够集团未来7-8年的发展。整体来看，多数企业土地储备消化周期保持在4-8年的中等水平。一些高周转的房企，比如万科、中海等，土地储备量略低，只能维持企业未来约3年的发展；而富力、绿城等这种中高端产品占比较大的企业，由于去化速度慢，土地消化周期长达9-10年。

表：2015年前5月重点房地产企业新增土地储备 单位：万平方米、亿元、元/平方米

企业名称	2015年1-5月建筑面积	建筑面积同比	2015年1-5月成交总价	成交总价同比	2015年1-5月成交楼板价	成交楼板价同比
万达集团	593.03	-45%	130.86	-1%	2207	81%
万科地产	589.72	79%	208.43	48%	3534	-18%
恒大地产	558.78	100%	185.37	50%	3317	-25%
碧桂园	401.71	-18%	42.05	-38%	1047	-25%
新城控股	280.63	482%	51.99	34%	1852	-77%
保利地产	275.93	-41%	102.49	-36%	3714	9%
荣盛发展	256.84	447%	27.79	230%	1082	-40%
华润置地	217.04	-55%	275.30	123%	12684	392%
绿地集团	209.58	-75%	110.17	-43%	5257	134%
中海地产	195.06	-69%	46.64	-77%	2391	-25%
融创中国	156.59	39%	122.58	-5%	7828	-32%
旭辉集团	153.00	107%	89.85	223%	5873	56%
金地集团	150.34	45%	99.01	98%	6586	37%
招商地产	98.83	-72%	45.34	-60%	4588	45%
富力地产	68.54	-26%	17.01	19%	2482	61%
远洋地产	56.81	-39%	67.07	-17%	11806	37%
龙湖地产	49.56	-67%	43.13	-63%	8702	14%
世茂房地产	31.71	-91%	4.18	-94%	1319	-32%
绿城中国	20.00	-87%	0.72	-99%	362	-89%
雅居乐	14.80	-92%	0.66	-97%	449	-65%

数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）



数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

融资：国内融资环境大幅改善，房企融资热情高涨

2015年房企延续了2014年年末的融资热情，融资规模全面超越去年。我们认为主要有以下几点原因：一是房地产市场环境并未完全转暖，企业的运营资金链依然有压力；二是央行连续降准降息，房企迎来发债好时机；三是国内融资环境大幅改善，企业融资门槛大大降低。

房企融资规模继续大幅增长

根据CRIC监测，108家监测企业今年前5月融资总规模达3685亿元人民币，同比大增70%。一方面去年9月份上市房企融资放宽，获准发行中票之后，典型房企陆续启动发行中期票据的计划。另一方面，2月央行宣布降准和降息、3月央行再次降息，融资成本降低也是提升企业融资热情的动因之一。此外，证监会取消上市房企再融资的前置审查，房企的股权融资也大幅增加。随着4、5月房地产市场热销频传，回暖迹象现象更增强了企业融资扩张的信心。

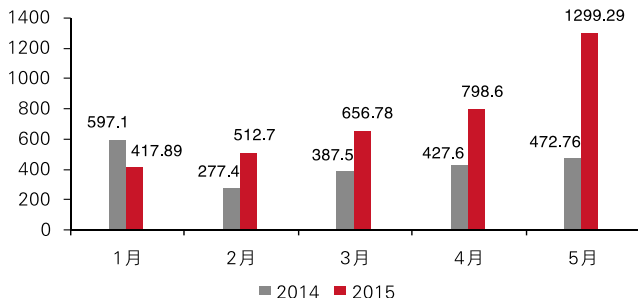
前5月新增IPO减少，6月起有所回升

2015年前5月，新增IPO上市房企并不多，主要以完成借壳企业为主，绿地、农工商等企业相继完成上市流程成功上市。前5月仅天朗表示要在新三板上市。进入6月后相继有红星美凯龙完成IPO、新光集团宣布拟借壳四川金路上市，新一轮上市热情或下半年开启。

此外，随着房企业务多元化的陆续推进，新业务带来的分拆上市将会持续增加。尤其在物业方面，包括万科、保利、中海、碧桂园等多家企业有物业分拆上市意向。在多元化的拓展上，不少的方向都有着较好的发展前景，适时的上市有助于企业的进一步发展。像彩生活、万达院线等上市后都有着较好的表现，也是吸引房企分拆上市的一大原因。

图：2014年、2015年1-5月108家监测企业融资总规模

单位：亿元



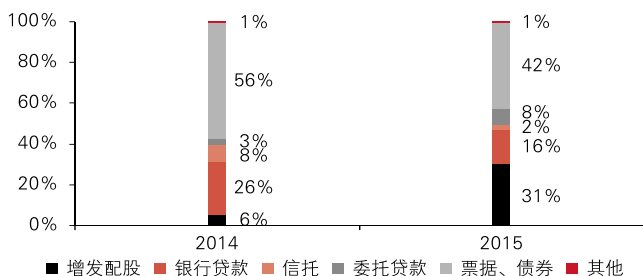
数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

增发配股成房企新宠，票均、债券比例下降仍然是主力

从108家监测企业的融资类别情况来看，今年前5月，房企在增发配股方面明显有大幅提升达31%，一跃成为房企今年第二大融资方式。增发配股之所以大涨主要是因为A股再融资的放宽以及A股市场的火爆，并且这种股权融资行为既能集资又能优化财务结构可谓一举多得。

前5月，票据债券的融资份额有所降低，但是从数额看依然有1545亿元人民币，同比增长达27%。从去年9月中期票据开闸后，房企的票据、债券融资急剧增加，以致2014年下半年房企票据、债券融资额超过2000亿元人民币，就目前房企的票据、债券融资水平看，今年上半年的票据、债券融资额依然会维持在高位。尽管央行已进行多轮降准降息，但是前5月房企的银行贷款量增长并不明显，份额也有所下降，主要是股权融资及票据、债券融资目前优势更明显，企业通过上述途径已可获得成本更低、周期更长、额度更大的融资。

图：2014年、2015年1-5月108家监测企业融资类别情况



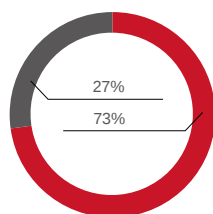
数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

境外融资环境依然不容乐观，境内融资受热捧

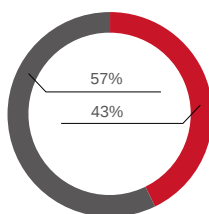
据CRIC监测，2015年前5月108家监测房企的海外融资占融资总额的27%，而这一数据在去年同期为43%。**房企海外融资大幅下降主要有以下原因**：一是受累于佳兆业债务违约事件影响，海外融资难度增加；二是人民币贬值以及美国QE退出的影响，弱化了境外融资的成本优势；三是境内融资渠道大开，房企不必过分强求海外融资。

表：2014年、2015前5月108家监测企业境内外融资占比

2015前5月108家监测企业融资情况



2014前5月108家监测企业融资情况



数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

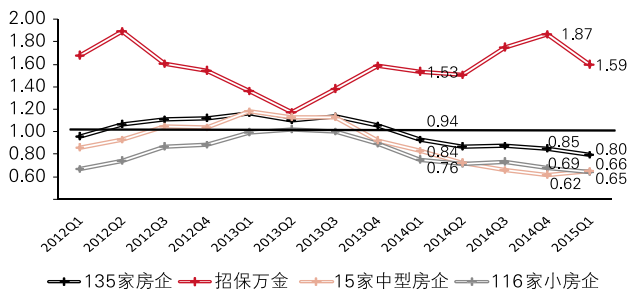
财务：短期资金压力仍在，长期债务结构优化

在A股再融资开放和发债通道畅通后，房企国内融资环境有所改善，各类房企债务结构长期化。不过，一季度行业整体现金短债比有所下滑，而不同规模的房企亦出现分化：大型房企各项指标尽管有一定程度的下滑，但仍处于相对健康的状态；而小房企恶化趋势未发生本质改变，尚未度过危险期，资金压力不小；中型房企虽然各项指标均有所改善，但也仍存在较大的短期偿债压力。

行业资金运营压力短期仍然存在

1、行业现金短债比继续下滑。一季度末，A股135家房企现金持有量环比下降7%，其中大型房企下降17%，降幅最大。一季度末，135家房企一年内到期短债环比下降1%，现金短债比为0.80，环比下降6%。不同规模房企分化明显，小型房企现金短债比继续恶化，下降了5%；而招保万金四家房企由于现金持有量的大幅下降亦导致了现金短债比有较大幅度的下降，不过1.59的现金短债比仍处于相对安全的水平，短期偿债压力并不大；中型房企的现金短债比有所改善，上升了7%。

图：2012Q1-2015Q1 A股房企现金短债比



数据来源：企业财报，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

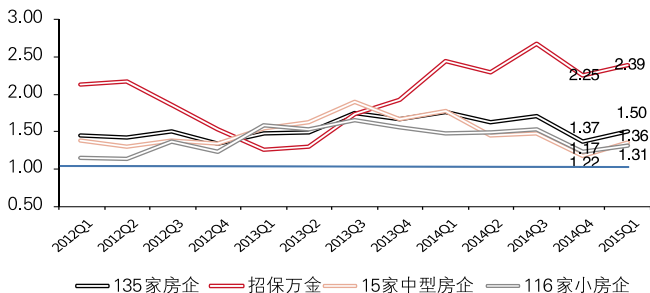
2、行业经营性现金流处于收支平衡。2014年一季度到2015年一季度，A股135家房企商品和劳务买卖活动的现金收支比先冲高再回落。截至2015年一季度末，行业现金收支比环比下滑12%至1.01，处于收支平衡。不过不同规模房企持续分化：小型房企在2014年底出现收支平衡后，掉头向下，下滑21%至0.82，需要积极融资以维持企业正常运营；大型房企也出现了17%的下滑，收于1.15；仅有中型房企有所改善，上升9%至1.08。

行业债务结构趋向长期化

一季度末，A股135家房企长短期比1.50，环比提高9%，行业债务结构长期化。其中，中型房企改善最为明显，环比提高16%至1.36，大型房企和小房企也有6%-7%的改善。

不同规模房企长短期比之所以普升，跟国内融资环境有所改善不无关系。根据CRIC监测，1-5月，共有32家上市房企公告了再融资预案，涉及融资规模1240亿元，无论是数量还是融资规模均已经超过2014年全年。综合所有融资方式，截止5月中旬，单A股市场就有38家房企抛出43次再融资、中票、公司债融资预案，拟融资总额达到1646亿元，超去年全年总量。随着各项融资方案的落地，预计未来大部分房企的债务结构将继续改善。

图：2012Q1-2015Q1 A股房企长短期比



数据来源：企业财报，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

展望：五大维度转型，促进房企价值重构

行业正在急剧发生变化，2015年注定是个转型年，上半年已经有不少企业抛出了转型计划。展望下半年，房企还将从利润与规模、产品与布局、营销与去化、主业与多元、管理与创新等五大维度入手，积极应对市场新常态。

利润与规模：利润为王，摆脱规模束缚

行业环境变化，规模已经不再是所有房企最重要的目标。龙湖、绿城、雅居乐纷纷下调2015年销售目标，保利地产、融创、远洋地产、富力也仅仅是维持销售目标。龙湖地产、远洋地产等房企更是明确提出规模不再是企业的关键，甚至不再考核销售规模。

随着行业利润的压缩，房地产行业结束了暴利时代。房企纷纷转而追求利润规模和回款率。未来行业蝶变持续：其一，开发运营越来越精细化，通过技术升级、互联网手段、管理优化等方式提高成本管控，优化流程，促进精细化运作。其二，追求利润胜于规模，将会有越多越多的房企，尤其是大中型房企不再以规模为单一指标，更多追求利润和现金流的稳健。总而言之，行业主旋律将从“做大做强”过渡到“做强做大”。

产品与布局：改善型产品成主流，继续重点布局一二线

产品方面，330新政和降息使购房者获得实在优惠，充分释放了改善性需求，改善型产品和豪宅产品迎来市场热捧期，从2015年上半年深圳和上海楼市的火爆程度可见一斑，而那些地段好、配套好、品质优、差异化定位的产品将率先在市场中脱颖而出。新政的作用将继续持续，预计未来改善型产品将会继续受到市场的欢迎。

布局方面，2015年以来北京、上海地王频现，一线城市由于去化压力小，增值潜力较大，持续被房企热捧。未来一、二线城市将继续

续是房企重点布局的区域，不过这也并不意味着三四年城市丝毫没有机会，近年来，嘉凯城携王牌产品“城市客厅”在江苏、浙江等能级更低的城镇大量布局，正是看重这些城镇经济基础好、人口和消费支撑较足，存在一定的价值洼地。而对于一些库存高企、土地消化周期长、人口经济支撑不足的三四线城市，房企要谨慎进入。

营销与去化：互联网、金融手段齐上，去化为先

房地产营销变得多元化，除了传统渠道外，互联网化手段也是一大选择，诸如众筹、互联网金融等方式层出不穷，被房企们奉为去化利器。而金融手段的应用也非常多，未来还将推陈出新。房企运营金融手段促进项目去化的主要有两类，一类是低息首付贷款，促进购买条件达成；另一类是理财收益吸引潜在购房者，加上房企本身补贴，形成“高收益”，创造营销效应，促进成交。

从未来的趋势来看，房企去化将越来越难，购房者也会越来越理性，真正受惠于购房者的手段，才能更好帮助项目去化。而“营销噱头”式的众筹或理财，将有可能被更多的购房者所识破而不再有效。但不可否认，房企的这些创新是一种进步，并且随着互联网、地产、金融的深入融合，将会有越来越多的新方式出现。

主业与多元：优化投资组合无可厚非，地产基本功不可废

房企进行非房业务转型，进行跨界布局近年来越来越频繁。而这种转型一方面是为了寻找新的增长点，一方面也是顺应形势优化投资组合的选择。其中受热捧的有大金融、大健康等方向。

金融领域方面，落地情况相对较好，代表的有绿地的“地产宝”、万达的“稳赚1号”、而中天城投、泰禾等房企也有了实质性动作。对于复星、恒大等涉足的健康产业，由于产业的发展周期长，短期难出效益，尚未见有所成效。此外，还有进军娱乐，试水农业、快消品的房企，其中以万达院线表现最为亮眼，不仅业绩优异而且在上市后市值屡破新高。

对于房企试水新领域，无可厚非，不过转型非一日之功，房企在多元化选择的时候，要考虑企业战略定位和产业组合的协同效应，而房地产主业的健康发展将是新业务探索的重要支撑，基本功不可废。多元化是大部分企业发展的最终形态，预计未来将会有越来越多的房企推出多元化措施。

管理与创新：管理优化与业务创新乃提升竞争力之利器

房地产行业的变化和调整，推动房企进行管理优化和业务创新，包括众多房企提升物业管理试水社区O2O，绿城产品小型化创新，万科碧桂园等房企项目跟投机制创新等。

以物业管理为例，众多房企纷纷宣布试水社区O2O，已经进入或宣称进军社区O2O房企已经有花样年-彩生活、龙湖、万科、绿城、佳兆业、保利地产、新城地产、远洋地产等多家房企，而中海地产、万科、世茂更是欲将物业管理板块分拆上市，然而目前仅有彩生活等少部分房企取得成效。不过，房企在社区服务上的优化和创新依然值得赞许，更何况，社区服务领域相比住宅的一次性销售，可以服务业主几十年，未来蕴藏着无限的可能。

管理创新上，万科、越秀、碧桂园、金科等房企都提出项目跟投制度，泰禾近期也试图推出员工持股计划。随着“白银时代”的推进、行业竞争的加剧，为了脱颖而出，提升竞争力，将会有越来越多的房企在各个方面进行创新和提升。

结语

不同能级房企将持续分化，大型房企依然无法逆转利润空间压缩的大势，而小型房企则面临生存困境，难以承受竞争压力，逐渐濒临淘汰。转型大势所趋，大型房企转型以分散风险，提高竞争力，优化产业组合，小型房企更要转型以谋求生存的动力。房企应审时度势，积极思考变革、创新与转型。



新常态下谋出路， 积极创新引领转型

VIEW 如果说2014年的转型是房企自发进行的浅层次试水，那么2015年更是在宏观背景引导下，全面进行的深度“整合”。

2015年上半年，房企间的竞争加剧，生存压力更大，对转型和创新的需求也更为紧迫，基本确立了转型方向，并开始加快执行速度，逐步将战略落地。

房企纷纷紧跟政策和资本市场动态，利用自身的行业地位和资源积累，在金融、健康等领域探索能与房地产主业互动的新模式，不仅优化了产品力和融资成本，也延伸了产业链，增加了新的利润增长点。在国资改革浪潮下，央企间的重组是对优质资产的梳理，提高了运营效率；更多的房企选择合作抱团取暖，对象包括了互联网、金融等各大行业巨头，内容也较去年更为深入和实际。

金融创新：助力融资和营销，互联网带来新盈利点

新常态下，房价不再能维持以往的增速，地价和融资成本却不断攀升，使得房企开始寻求金融创新，采用各种模式参与到金融行业中，不但能够促进房地产主业的发展，也能作为新板块独立开展，增加利润。

搭建平台：搭建互联网金融平台，寻求新盈利点

绿地联手阿里蚂蚁金服和平安陆金所，成功发布市面上首款互联网房地产金融产品，旗下互联网房地产金融平台“绿地地产宝”于同日启动。首期发行总规模为2亿元，约定年化收益率6.4%，产品期限为一年，认购资金2万元起，以1000元递增，将投资于绿地旗下江西棚改项目。

除了绿地外，泰禾亦宣布与大股东在福建平潭自贸区投资设立泰禾金控，将致力于金融及类金融业的投资，同时把握资产管理和股权投资行业发展机遇，通过投资或收购互联网+金融股权，构建泰禾集团的互联网金控平台；中天城投全资子公司贵阳金控通过增资模式实现控股招商贷，未来招商贷将被打造成为类似交易所的纯信息中介平台，除了提供小额网贷撮合服务之外，也将提供大额债权转让服务，由包括地方政府资产、银行资产、国有企业资产、资产管理公司在内的各类优质资产所构成，从而使招商贷成为能全方位覆盖普通借款人和机构借款人并能够有效撮合借贷双方交易的优质信息平台。

对于房企来说，互联网金融平台的创新之处在于，并非为自身融资设立，其主要业务是联结撮合中小型房企与金融机构，并收取管理费用，或进行房地产类股权、债券、不良资产的转让和处理。以绿地为例，中小房企通过平台的融资成本约在6-8%，绿地与金融机构的良好关系使他们易于获得低成本融资，对利率的设定并不受限于品牌，而能更多地考虑项目的情况。同时，相比普通平台，房企建立互联网金融平台的竞争力在于，房企在房地产行业的经验使其能更好地对项目进行风险评估，确保资金安全性。

优化融资：借力金融监管突破，增加融资渠道

创新融资手段在发展初期，仅适用于龙头房企。尽管国家大力鼓励金融创新，但依然不少旧的政策限制，而龙头房企公信力和集团整体资金背景强大，能给予政府足够的理由“破冰”。在龙头房企试水成功后，这些创新融资手段将被逐步推广于中小型房企，推

动房地产行业的进步，尤其有利于商业、产业、养老等长期持有物业的发展，以及房企运营能力的提升。

万达联手快钱发起互联网金融产品“稳赚1号”，又被业内称之为“Pre-REITs”。投资门槛仅为1000元，最高认筹100万元，除了每年6%租金收益，产品还有一个7年150%的回购条款来自物业增值，预计年化收益13%。按照王健林的说法，轻资产模式之下的万达，未来一年最多可以开到100个万达广场，到2025年，计划开业1000个万达广场，以每个万达广场10亿投资计算，这些万达广场投入的资金将达到万亿计算。若都采用“众筹”的手段进行募集，则能聚集小投资者的闲散资金用于持有，将精力更多地集中在如何经营上，不再依靠住宅销售补充现金流。

万科联手鹏华发行鹏华前海万科REITs封闭式混合型，成为国内首只获批的公募REITs基金。本次进行资产证券化的对象为万科前海企业公馆的租金收入，可能但不限于会议中心以及写字楼租户，还有从其它固定收益资产投资中获得收益。而在退出机制设置上，将在投资期届满，由万科深圳分公司或其关联方回购项目公司股权。对万科和整个行业而言，有了REITs，今后发展商办地产、物流地产、消费地产就无需担心资金沉淀，行业加快转型，持有经营物业将进入一个黄金发展期。

促进营销：众筹建房增加投资属性，促进产品销售

这一模式的主要流程是先寻找购房群体，然后根据客户的购房居住需求拿地（先拿地亦可），并通过专业开发商开发建设直至最终交付使用。通过众筹建房，房企不仅可以一定程度上缓解资金压力，还可以提前锁定潜在购房者，降低项目建成后的去化风险，精心策划下则可以引发较好的宣传效果。

平安好房与万科、绿地、万通等数十家房地产企业共同发起中国房地产众筹联盟。首个项目将由平安与碧桂园合作推出，用于碧桂园首次在上海所拿的嘉定徐行镇地块上。该项目将由碧桂园提供产

品，平安好房提供平台。项目会以每平方米为单位，针对该项目感兴趣的投资者或购房者进行资金募集，在楼盘完工后，投资者拥有该套楼房整体或者部分权益。之后，投资者可以选择众筹权利转为产权、直接拥有该套住房，或者是委托开发商卖房后转成收益权。

当代置业成立了自己的众筹平台“无忧我房”，并成功运作了多个众筹建房项目。该模式为客户提供一定的投资现金回报和购房优惠，参与众筹者还可以对楼盘进行个性化定制。项目通过工银瑞信财富1期和2期发起众筹，目标金额共2440万元，共145份88份。项目受到了很好的市场关注，在短时间内成功完成资金众筹，并于2015年初启动了项目建设。从理财收益上看，以最低档10万元投资为例，若投资者最终购房将享受47%的年化收益率，即使最终没有选择购房，年化收益率也在26%。由于涉及资金筹集，当代置业与工银瑞信的资管计划合作，避免了非法筹资的法律风险。

多元转型：房企跨界偏爱大健康、大消费、大文化

2015年上半年，房企跨界多元化消息接踵而至，个别房企剑走偏锋，玩起石墨烯、机器人、空间飞行器等尖端科技，更多的房企对大健康、大消费、大文化等大众消费情有独钟。

大健康：房企转型大健康，既增利又促主业

2015年上半年，多家房企加快开拓大健康产业。5月4日，华业地产发布重大资产收购报告书，拟以支付现金21.5亿元收购捷尔医疗100%股权。6月18日，恒大旗下恒大健康（原香港新传媒控股 00708.HK）联手南方医科大学建立恒大南方健康管理中心，同时恒大旗下首个互联网社区医院也在广州正式落地。6月23日，恒大健康公告，将与韩国原辰医疗美容集团联合创办的恒大原辰医学美容医院在天津恒大世博中心开幕。至此，恒大健康特色板块的互联网社区医

院、新型国际医院、医学美容及抗衰老、养老产业四大健康板块雏形凸显。

除了顺应时代需求和经济发展要求外，房企转型大健康，主要因为：第一，大健康产业可提高房企整体利润。第二，大健康产业概念清晰，可助力房企发展产业地产。第三，房企转型大健康，具有资金和载体优势。

需要指出的是，目前国内大健康仍处于摸索阶段，考虑到前期投入巨大和经验缺乏，房企转型关键在于选好领域。我们认为，恒大选择的大健康领域资源成熟，定位清晰，颇具发展优势。恒大健康产业划分为四大业务板块，分别为社区医院、新型国际医院、医学美容及抗衰老、养老产业。

总体而言，大健康产业作为趋势性阳光产业，非常值得房企进入。但房企发展大健康产业势必要建立在现有企业优势的基础上，有合适的切入点，选择适合自身的发展路径。我们认为，因为大健康产业牵涉资金过多，试错成本过高，中型房企适合这方面的多元化，小型房企并不适合，除非整体转型。

大消费：恒大卖水、卖油、卖牛奶，绿地开超市

白银时代，跨界进军“大消费”领域的优质房企不在少数。继2014年恒大跨界进入矿泉水、粮油、乳业三大“大消费”产业后，2015年绿地宣布做“全球商品直采中心”将与阿里巴巴联手布局建立进口商品直销业务为代表的“大消费”领域。

2月份，绿地在美国、澳大利亚、英国、韩国的四大海外商品直采中心正式揭牌成立，位于上海徐汇滨江和中山公园核心商圈的绿地精品进口旗舰超市G-Super同时实现形象揭幕，标志绿地集团的“大消费”战略取得突破性进展。下一步，绿地计划在上海其他地区及杭州、宁波、苏州、南京、北京等全国城市陆续打造20-30家精品超市，2018年将发展至50家以上。

我们认为，龙头房企跨界进入“大消费”领域，主要出于：

其一，在全民聚焦食品与健康、生活理念升级的背景下，房企跨界“大消费”，受众面大、市场空间广阔，从民生工程到提高生活质量，“大消费”每条业务线都覆盖了大基数的人口，譬如恒大进入大农业、绿地布局进口商品等都是顺应当前消费需求与消费能力，大型房企跨界转型重要战略思维。其二，“大消费”领域产业众多，一个房企可实现多维度覆盖，有助于房企在跨界领域树立强势品牌，如同时进入粮油、乳业产业，如果恒大成功跨界，在农副类“大消费”中，将扩大恒大品牌影响力，对比现阶段缺乏响亮的民族品牌，其中蕴含巨大商机，是增加企业竞争力、抢占新兴市场的重要一步。

表：2015年绿地集团“大消费”战略的直采中心和直销中心

部门	具体战略
绿地全球商品直采中心	将打造从自产（收购海外食品、日用品企业）、直采（海外商品采购中心）到直销（线上线下自营超商）的全产业链。首批60余种商品于年内在上海三家绿地全国进口商品直销中心门店完成上架。
绿地全球商品直销中心	绿地集团整合自身平台与海外渠道，将确保两家超市提供专业服务及相较于低廉的商品价格。首家精品旗舰超市宝山店已成功开业，日营业额突破百万。

大文化：三湘收购观印象，苏宁环球收购韩国3D动漫公司

2015年，有钱任性的房企土豪，开始发力“高、大、上”的大文化产业。6月5日，停盘数月的三湘股份发布公告，表示正在筹划收购观印象艺术发展有限公司100%股权。6月16日，苏宁环球宣布收购韩国动漫公司RedRover20.17%的股份，成为第一大股东。

不难发现，三湘股份和苏宁环球要收购的公司在大文化产业中都属于高端领域。具体而言：1、三湘股份拟收购的观印象艺术公司形式新颖，客户定位高端。2、苏宁环球收购的韩国动漫公司RedRover以3D高科技制作为主业，市场潜力巨大。

我们认为，三湘股份和苏宁环球选择进军的“大文化”领域，

精挑细选，内含两大特质：1) 产品富有竞争力，不容易被其它企业复制。比如观印象，其表现形式、内容和管理团队三位一体，很难被模仿；又如RedRover，以3D技术为基础开发产品，在国内具有相当的竞争力。2) 市场需求强烈，发展空间巨大。随着人均收入稳步提高，国内居民消费存在高端化趋势，尤其是精神层面和娱乐体验领域的文化消费，只要踩准点，基本不愁卖。这两个标准也是其它房企进军“大文化”领域需要重点考虑的。

路径模式：不走寻常路，重组、兼并、分拆成趋势

白银时代，市场生态加速变异，房地产行业的发展路径模式开始嬗变，众房企加快收购、兼并重组和分拆。如果说，2014年这还只是零星案例的话，2015年上半年已渐成潮流，成为行业发展的一大看点。

重组：中建系尘埃落定，招商系扬帆起航，保利系积极酝酿

2015年3月，历时近20个月的中建系房地产业务整合终于结束。4月份，招商系地产板块无先例重组启动。而在此前，市场就有传言，保利系的地产整合也在积极酝酿。至此，除了华润系和中粮系，央企房企全面进入资源重组时代。

下面，我们对正在或将要整合的招商系做一下合理的预判。

解析：招商系无先例重组，蛇口工业区公司已完成改制

【事件进度】2015年4月3日，招商地产发布公告，宣布无先例重组。6月23日，蛇口工业区公司整体改制成蛇口工业区控股公司，掀开了招商局集团地产业务整合大幕的一角。接下来，蛇口工业区控股公司以何种方式上市，成为此次招商系地产板块整合的关键。

【方案猜想】我们猜测，此次无先例重组，重点是推进蛇口工业区控股公司整体或局部上市，不排除招商局集团范围内地产资源整体大重构的可能性。如果是整体上市，主要有两种模式：一种是上市公司收购控股股东资产模式。即上市公司原有资产基本不变，通过反

向收购大股东的主业资产来实现母公司的主业资产整体上市，但副业资产仍留在上市公司之外，母公司仍然存在。一种是上市公司吸收合并控股母公司模式。即上市公司原有的资产不变，通过反向吸收合并母公司；母公司借壳整体上市后，不复存在。如果是局部上市，很可能采取“母公司孵化”，即当项目处于投入或不成熟阶段、不能产生利润的时候，由集团层面持有操作，一旦成熟便注入上市公司。

【成效预判】通过此次无先例重组，上市平台招商地产规模实力将指数级放大。具体而言：1）土地储备激增，成为一线优质土地储备最多的房企；2）住宅扩张提速，2017年就有望突破千亿；3）净资产激增，招商地产业市值将超龙头万科；4）吞并蛇口工业区后，产业地产实力大增。

分拆上市：万科、中海意图拆分物业管理上市，做大市值

继2014年6月花样年拆分物业管理公司彩生活在香港上市后，今年以来，已有万科、中海地产、三盛等房企表达了分拆物业管理上市的愿景。5月18日，中海地产发布公告，正在考虑将物业管理业务分拆及以介绍方式在联交所上市，迈出实质性步伐。

万科表示期望通过拆分物业管理等业务板块上市，推动市值增长，以实现万亿市值目标。截至目前，万科物业管理集团已成立独立事业部，并拟定了发展规划：向万科以外的社区扩张，并谋求上市，并已开始以“睿服务”体系输出的形式，向非万科项目提供物业服务。2015年5月16日，南京金隅紫京府和万科物业正式签约，万科物业输出人员、体系和整个管控标准，南京万科物业会派驻人员接管项目，全权操盘。6月5日，万科物业与佰嘉置业共同出资成立誉鹰佰嘉物业管理公司。那么问题来了，目前万科物业年营收只有20亿元，不到万科总营收的2%，凭什么能做到几千亿市值？

万科之所以对物业管理拆分上市后的市值信心满满，源于其拥有比彩生活更“轻”的“睿服务”扩张模式。从运营模式看，万科

（注：对于招商系整合的动因、可能的操作方案以及重组后的成效意义解读，敬请关注我们即将发布的研究报告《招商系地产板块重组研判》。）

“睿服务”体系包括：基于移动互联网的物业服务定制系统“睿平台”，以及“服务中心”和“管理中心”，还有万科的业主手机端应用“住这儿”，员工手机端应用“助这儿”，以及EBA远程设备监控与运营系统、线上管控的“战图”系统、客户管理全息视图系统等。万科“睿服务”的输出实质上是采用了轻资产模式，只输出品牌、技术和标准，不输出人员，也不自行招聘人员。合作物业公司将它现有的项目委托给万科物业的管理中心管理，合同对价部分的收益归合作物业公司，合同对价外的收益或亏损归管理中心。这样的运营模式和拓展手段与彩生活起家时相似，但比彩生活更“轻”。**从扩张模式看，万科“睿服务”输出的是“服务体系”，即与社区的物业管理公司而非社区本身签约，推广面向的是“物业管理公司”。**相比之下，彩生活推广面向的是“业主”，管理面积主要有两大来源，一种是直接与社区签订服务合约，另一种则是通过并购中小物业管理公司管理旗下已经签约的社区。若将两者进行比较，彩生活的优势在于扩张更为直接，劣势则在于并购成本将吞噬利润；万科的优势在于更轻风险更小、扩张更快，劣势是“二级分包”模式利润空间相对较小。**截至2014年底，万科物业服务合同管理面积1亿平方米。如果以彩生活为对标，万科物业的管理面积还需扩张30倍以上，拆分上市才有可能突破千亿市值。**

收购兼并：保利、恒大、彩生活收购同业，华业跨界并购

2015年上半年，收购作为一种高效的资产兼并方式，已成为房企谋求扩张转型的“新常态”。2月1日，融创中国用23.75亿元收购佳兆业上海赢湾、诚湾、荣湾和青湾4个项目。2月12日，彩生活3.3亿元收购开元国际100%权益。5月4日，华业地产发布重大资产收购报告书，拟以支付现金21.5亿元收购捷尔医疗100%股权。5月28日，恒大以31亿元的代价拿下了武汉三江航天房地产开发有限公司67%的股份。6月2日，恒大又以55亿元收购中渝置地旗下重庆中渝集团92%的股份。6月9日，保利地产发布公告，拟以0.25港元/股的价格，现金认购上置

集团新发行的股份，股份认购完成后，保利地产将成为上置集团持股30%以上的单一最大股东。

我们认为，房企热衷并购，主要出于3个目的：

1、以更低的代价收购优质资产。白银时代，强者恒强，弱者逐渐被边缘化。很多中小房企在新一轮的行情回暖中，销售并没有改善，在巨大的资金压力下，不得不折价变卖资产。

最典型的是上置集团，保利地产以0.25港元/股价格抄底收购，这一价格较上置集团公告前一日0.87港元的收盘价，折让幅度高达七成。对于保利地产而言，这次以“废品价”收购了拥有300万平米土地储备的上置集团，不仅可以在上海拿到不少优质土地储备，还可以获得一个香港上市公司的壳，日后更便于海外融资，可谓一箭双雕。类似的交易，对被收购企业而言是一种解脱，对于收购企业来说却是一次高速扩张的良机。

2、以更快的速度推动规模扩张。通过收购行业其他房企所持成熟资源，企业能够短时间内扩大经营资源，使得规模扩张变得更加“短、平、快”。

典型如2月12日彩生活收购开元国际，扩充高端物业管理业务。最值得注意的，彩生活以大约3倍资产净值的价格收购开元国际。自2014年6月上市以来，彩生活频频进行物管公司的收购。彩生活2014年的新增服务面积中有60%是通过收购获得，40%是新承接面积，并且预计2015年的收购规模和比例也会与14年接近。在物管行业中新增小区服务面积主要通过公开投标和公司收购两种途径。在行业经营欠佳的情况下，在这两种方式中，公司收购的成本往往较低，因此像彩生活这种以收购的方式扩张社区服务布局的效率较高。对于收购对象和区域选择方面，彩生活有明确规划：其一，目标公司在当地具有一定的行业优势，且具备较为优良的住宅社区和管理团队资质。其二，基于战略发展的考量，加深在一线城市与龙头企业合作，扩张增值服务。

3、以更直接的方式介入多元化领域。白银时代，房企为寻求新的利润增长点，纷纷多元化突围。此时，跨界并购逐渐成为房企介入

多元化的一种常用手段。尤其是发展与房地产相关的多元化领域，房企通过并购一个成熟的企业获得进入跨界行业的端口，不仅获得优质的资源，还将获得行业协同效应。

典型如5月4日华业地产收购重庆捷尔，拓展医疗产业。对华业地产而言，此次收购带来以下好处：1) 以更直接的方式介入医疗行业。按照公司计划，3~5年内，将致力于打造健康管理集团，进军上下游全产业链。收购后，华业将以捷尔旗下的重医三院为平台，打造全方位产业链的医疗医药产业集群。2) 让医疗产业与养老产业产生强的协同作用。华业地产从2013年开始涉足养老产业，设立专门运营管理养老托老所的公司。公司开发的首个托老项目即是位于北京的百万大盘华业东方玫瑰的A8和B6号楼，不仅提供文娱、就餐等功能设施，还为区内老人提供日间照料服务。从行业相关性来看，养老产业对于医疗服务方面有着高度需求，因此华业引入医疗资源有助其发展养老项目。华业作为养老地产先锋企业，先有地产业务开路，后有多元拓展的医疗产业助推，无疑更有利于竞争力提升和稳健发展。

合作方式：企业抱团取暖，傍上互联网、资本大鳄

2015年上半年，房企与其他企业的合作力度加大。在“白银时代”，市场变得更为稳定和理性，房企的追求不再是标准化和快速周转，而是将目光放得更为长远。因此，房企的合作方式也逐渐多元，从单一项目营销合作转型为企业间的长期战略合作；合作对象主要分为三类。

房企合作：共同拿地开发，抱团取暖

尽管第一季度严峻的市场情况使得房企间的竞争逐渐激烈，但大家都已意识到合作才能降低资金压力和市场风险，无论是龙头房企，还是中小房企都在寻找合适的合作对象。

取长补短，分工开发项目。万科与万达宣布将在多个板块合作，核心内容是共同拿地，万科负责住宅部分，万达负责商业部分。作为住宅和商业的规模龙头，合作能够发挥各自优势，叠加品牌效应，尤其能增加对招挂复合地块的竞争力。

介于这万科和万达的品牌定位中低端，在城市布局上也并非完全重合，合作对于其他房企的影响有限。但对于行业来说，这样的合作能带来一定启示，布局接近且特色显著的房企间结盟将产生巨大的想象空间。

合作拿地，减轻资金压力。房企共同拿地虽已不是新鲜事，但今年这些“联合体”变得更为固定，如朗诗、金地，首创、华润、首开、旭辉、招商等，均更青睐使用联合拿地的方式。

这些房企的共性在于：主要定位一线城市，尤其是北京和上海，土地总价高；规模以中型居多，对扩张仍有一定的需求；发展稳定，负债水平较低。对于这些房企来说，若想要在一线城市“单打独斗”，资金层面上将很难与龙头抗衡。合作能够避免在竞拍时的恶性竞争，减轻项目销售时的压力。若能固定结盟对象，磨合并积累经验，长期优势将更明显。

跨界合作：联手其他行业大鳄，拓展业务产业链

房企跨界主要选择的是互联网企业和保险企业。与其他行业的龙头合作，一方面能够相互借势，有助品牌和宣传，而这样的手段在去年就曾盛行一时；另一方面，则是房企在今年大多已确立了多元化转型的目标，通过合作能够增加客户资源，并在房地产下游的服务方面有所开拓。

拥抱互联网企业，寻找社区O2O新模式。和去年万科淘宝、万达百度等的营销合作不同，房企今年与互联网企业的合作从“虚无”的概念，变得更为实际。

与险资牵手，试水医疗及养老地产。险资的优势在于资金成本低，以及大量对细分领域如养老、汽车等有需求的客户。而房企的

开发经验和成本控制能力，则能将与这些闲置资金融合，打造出符合需求的产品。

股权合作：引入战略投资者，股权结合关系紧密

多家房企引入了战略投资者，成为其主要股东之一。这些房企普遍并不缺乏资金，引入股东的主要目的还是希望能够利益结合更紧密、风险共担，让股东愿意更无保留地提供自有资源，有助企业发展。而对于战略投资者来说，合作的前提是对这家房企，乃至房地产行业未来发展的看好。

阳光城向中民投非公开发行股份289,203,085股，占发行后总股本的18.27%，募集资金总额为人民币45亿元。定增后，资本大鳄中民投成为阳光城的单一最大股东，阳光集团仍为阳光城的控股股东。中民投以战略投资者身份参与，锁定36个月。

碧桂园引入中国平安人寿保险股份有限公司股权投资，碧桂园将以2.816港元每股的价格向中国平安人寿发售2236200000新股份，约占发行后公司总股份数的9.9%，募得资金约62.95亿港元，同时中国平安成为碧桂园第二大股东。

方兴地产配股43.5亿港元，引入多家战略投资者，包括新华保保险、新加坡GIC、美国华平投资和新鸿基郭炳湘。其中，新华保险成为方兴地产第二大股东，持股9.5%，新加坡GIC成为方兴地产第三大股东，持股6.5%。

结语

我们认为，理性的房地产市场将成未来的常态，本轮转型也起到了“洗牌”作用。缺乏模式创新及核心优势的房企，竞争力将逐步减弱，不利于长期生存和发展，乃至有被并购的可能。对于房地产行业来说，变革的背后是优胜略汰的市场规律，这一趋势将在2015年下半年继续加剧显现，助推房企的运营能力加强，以及产品附加值的提升。

城市研判



那些仍有开发投资前景的三四线城市

文/CRIC研究中心 杨科伟、余仁花、马千里、江怡珊、陶媛

VIEW 一方面，一二线城市市场空间已相对有限，另一方面，激烈的竞争也非所有房企所能承受之重。同时，随着新型城镇化、京津冀一体化、一带一路等利好出台，三、四线城市房地产市场或将催生新的提升机会，仍然有部分城市存在巨大的房地产开发机会。

本专题以249个三、四线城市为研究样本，根据房地产经济学市场供求的基本原理，利用AMOS软件进行检验并最终确定了城市房地产投资前景评价指标体系，综合运用SPSS因子分析、相关性分析等多种数学工具，重点考核购买能力、供求关系等主导市场风险的内生变量，对城市房地产市场投资前景进行量化研究。从全国249个三、四线城市中筛选出房地产市场发展潜力较优的城市，在专题的后面章节中，再通过分析城市房地产市场发展阶段及其市场供求情况来判断其房地产市场投资价值。

20城市房地产市场潜力相对较大，区域分布均衡

从房地产发展潜力TOP20城市区域分布来看，环渤海区域共有7个地级城市入选二十强，占比稍高，达到35%；中西部区域占5席，而长三角和珠三角则各有4个地级城市入选。总体来看，市场潜力TOP20城市区域分布相对均衡。

从我们的测算结果来看，249个三、四线城市中，中山、株洲、泉州、金华、唐山、包头、台州、淮南、保定、汕头、邯郸、淄

博、宜昌、湖州、临沂、襄阳、漳州、岳阳、威海和九江等20个城市房地产市场发展前景综合得分位居前20名，且以中山最高，综合得分达57.50，株洲和泉州紧随其后，得分均在55分以上。

表：房地产市场潜力前20名城市综合得分及排名

排名	城市	得分	排名	城市	得分
1	中山	57.50	11	邯郸	48.11
2	株洲	56.83	12	淄博	47.44
3	泉州	55.32	13	宜昌	47.21
4	金华	53.40	14	湖州	46.89
5	唐山	51.87	15	临沂	46.12
6	包头	51.85	16	襄阳	45.49
7	台州	48.91	17	漳州	45.37
8	淮南	48.81	18	岳阳	44.89
9	保定	48.52	19	威海	44.83
10	汕头	48.20	20	九江	40.79

数据来源：各地统计局数据计算

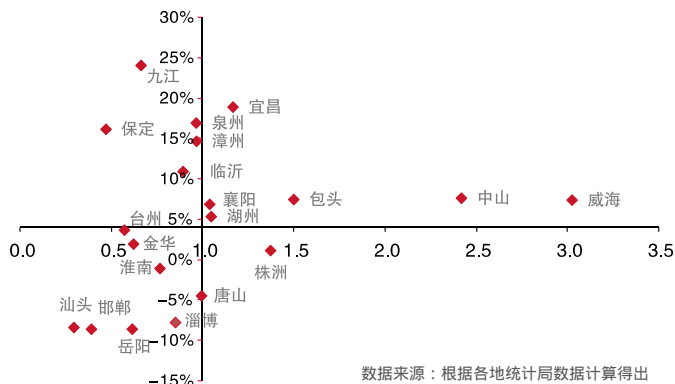
分处起步期和发展期，20城市场个性特征显著

通过上一章节的分析，我们得到了目前中国房地产市场潜力较大的20个城市，以下我们从这些城市的房地产发展阶段出发，从发展阶段角度对这些城市进行分类，通过归并及总结不同阶段城市的共性特征，以期认清处于不同发展阶段城市的当下最显著的特征。

8城处于房地产市场起步期，12城处于发展期

为客观甄别这些城市的楼市发展阶段，我们分别从市场规模扩张速度和成交活跃度出发，选用销售面积增速和人均购房面积这两个指标进行分类。分类结果显示，台州、金华、淮南、汕头、邯郸、岳阳、淄博、唐山等8市处于房地产市场起步阶段，而威海、中山、包头等12市房地产市场已进入发展期。

图：高潜力三、四线城市发展现状特征



起步期城市市场活跃度低、规模小、进入壁垒不高

首先，从房地产市场活跃度来看，起步期城市人均购房面相对较低，但呈现逐渐攀升的走势。其次，其市场规模的增长速度均较低，8个起步期城市中，除金华和台州最近两年的商品房销售面积增速略大于零外，其余城市甚至表现为负增长。再次，起步期城市市场规模明显较小，8个城市中，除唐山外，其余7个城市均在400以下，远远低于全国平均水平。最后，起步期城市，市场竞争程度相对较弱，其中甚至不乏房地产市场“处女地”，进入壁垒较低。

发展期城市活跃度高、规模增速快、进入壁垒相对较高

而房地产市场处于发展期城市，首先，其房地产市场活跃度较高，市场规模也处于快速增长阶段。其次，发展期城市其房地产市场规模增速也相对较高。再次，就其市场规模来看，体量也相对较大。但是，就市场竞争环境来看，企业竞争相对激烈，其他企业进入壁垒相对较高。

唐山金华空间较大，3个发展期城市值得高度关注

房地产行业处于起步期和发展期的城市，其行业特征表现各异，以下将对起步期和发展期城市房地产市场投资价值进行深入分析。

起步期城市中，唐山和金华未来市场空间较大

台州、金华等8市虽具一定发展前景，但是受制于购买力、需求释放契机等种种因素，目前房地产市场仍然处于成交活跃度较低的起步期。为了进一步在这些城市中找到最具投资价值的城市，我们首先对影响成交量变动的主要因素进行了探索性分析。

计算结果显示，决定一个城市商品房成交增量的指标主要来自于经济体量、新城建设、市政（道路）建设升级、货币供给等四个方面。（详见下表）。这四类因素共同决定了一座城市短时间内成交量上行的“爆发力”。

表：决定城市成交量短期变化的主要因素

主要因素	核心指标	典型 三、四线城市	核心指标 全国排名	2009年商品房销售面积 增量（万平方米）
经济体量	GDP	无锡	9	573(全国第8)
		佛山	11	236(全国第33)
新城建设	建成区 面积增量	惠州	13	248(全国第27)
		南通	21	247(全国第28)
市政（道路） 建设升级	道路广场用 地面积增量	清远	4	153(全国第41)
		珠海	9	115(全国第62)
货币供给	贷款新增额	温州	21	141(全国第46)
		佛山	29	237(全国第33)

数据来源：国家统计局

据此，我们对上述8市进行对比，以期在这四类典型特征指标上，找到更加值得期待的城市——

经济领先型：唐山、淄博已达省会水平，或存需求瓶颈。

庞大的产业体量为社会提供了更多就业岗位，催生了更多中高

收入群体，从而也为楼市带来了更多的有效住房需求。在此项指标上唐山、淄博位居前列。

譬如佛山即是受益于此，得益于广佛同城概念，近年来经济飞速发展，楼市成交规模持续扩容，2014年更是逆市上扬，超过杭州、南京等一众二线城市，成交量跻身千万平方米级别。但需要注意的是，与二线城市不同，三线城市更应提防需求方面的瓶颈，如无锡即是如此。目前来看，两市楼市已经进入了需求不足的瓶颈期。

新城建设推动类：唐山、邯郸仍有城市扩张机会。

历经了21世纪前十年的房地产快速发展之后，随着人口流动趋于稳定，目前城市扩张建设的机会已经不多。联系指标来看亦是如此，仅汕头可受益于东海岸新城概念。不过联系人口角度来看，唐山、邯郸等市农村人口基数较大的城市，伴随着城镇化率的不断提升，未来建成区承载城市人口仍有进一步扩张的空间。

市政建设受益类：金华万人拆迁将催生大量改善性需求。

此八市中，若扣除城市扩张因素，目前淮南与金华市政建设力度较强，淮南方面，一环线的建设不仅有效的缓解了交通拥堵的现象，更让环线周边项目的看到了更多的升值潜力。金华市更是在2014年于二七区启动了超大规模拆迁，征收房屋建筑面积约62.74万平方米，涉及人口17000余人，未来也或更多的因此受益。

金融宽松类：台州、金华金融市场更为活跃。

从指标情况来看，浙江省的台州、金华金融市场相对活跃，每年新增贷款量较大。相对宽松的金融环境意味着更多的流动性，正是资本推动型的房地产行业迫切所需，尤其在银根紧缩、流动性不足的情况下，选择资本活跃度更高的区域，也更有利于房企的开发运作。

表：8市近期发展优势分析

指标	2014年GDP（亿元）	2014年贷款新增额（亿元）	2013年新增建成区面积（平方公里）	2013年新增道路广场用地（平方公里）	优势
台州	3388	585	0	0.8	金融活跃度
金华	3207	577	2	0.6	金融活跃度、旧改
淮南	789	97	4	3.6	城市建设升级
汕头	1716	101	33	1.5	新城建设
邯郸	3080	316	3	0.0	本地城镇化
岳阳	2669	98	2	0.9	—
淄博	4030	161	12	4.7	经济体量
唐山	6225	315	2	0.0	城镇化、经济体量

注：金华二七区拆迁于2014年启动，城市建设统计年鉴数据尚未体现

数据来源：地方统计局统计公报，中国城市建设统计年鉴

发展期城市中，泉州、保定和湖州值得关注

对于房地产市场处于发展期的城市，首先，我们从供应的角度，通过土地消化周期来判断城市未来商品房供应水平，将12个发展期城市城市分为高供应城市和相对低供应城市，再从需求的角度，通过经济发展、人口规模、收入水平等指标来判断其未来潜在需求规模。

土地储备量较低的城市中，泉州房地产市场投资价值较高。从人口指标来看，7个城市当中，泉州的常住人口规模和常住/户籍人口比相比其他城市遥遥领先；而中山和包头常住人口水平不高，但其常住/户籍人口比较高，均在1.2以上，其他城市人口规模及导入能力相对较低，中短期内缺乏支撑一定房地产市场需求规模的基础。而从影响未来购买力的城镇居民可支配收入、GDP等指标来看，中山、包头和泉州也均处于较高水平。因此，这三个城市未来房地产市场需求水平可能也相对旺盛。但值得注意的是，中山和包头当前人均商品住宅销售面积均达到成熟二线城市的水准，这也意味着其市场饱和度较高。因此，综合来看，泉州未来供应水平不高，需求可能相对旺盛，其商品房市场投资价值较高。

而漳州、宜昌、襄阳和株洲人口导入能力弱、居民收入不高，市场需求缺乏支撑，建议投资者观望。

表：低供应城市2013年人口、收入、经济等相关指标

城市	人均商品住宅 销售面积 (平方米)	土地 消化 周期	常住人口 (万人)	常住人口 /户籍人口	人口 增速	城镇居民 年均可支配 收入(元)	GDP (亿元)	人均GDP (元)
泉州	0.97	1.44	836	1.19	1.65%	35430	5218	62679
漳州	0.97	1.36	493	1.01	0.75%	26471	2236	45494
宜昌	1.17	1.12	410	1.02	0.33%	20934	2818	68846
中山	2.42	1.04	317	2.06	5.88%	34274	2638	83393
襄阳	1.04	0.93	559	0.94	0.55%	19329	2814	50512
包头	1.5	0.77	277	1.23	2.10%	32694	3503	127434
株洲	1.38	0.68	394	0.98	1.35%	28698	1949	49723

数据来源：各地统计局

土地储备量较高的城市中，保定和湖州值得投资者关注。

12个发展期城市中，威海等5个城市的土地消化周期均在1.8以上，未来去化压力较大。但这也并不意味着，这些城市都没有投资空间。看齐投资价值，关键在于未来房地产市场的需求成长性如何。

从购买力因素来看，临沂和保定两城GDP处于相对高位，GDP增速近年来也维持在10%以上，经济发展速度相对较快。反映出临沂和保定两城房地产市场发展相对较好。人口规模方面，临沂和保定常住人口维持在千万人以上，保证了一定的房屋潜在需求量，加之这两城的人口增速仍处于较高的水平。常住人口的增加势必带来新增住房需求，可以预见其未来需求将稳定增长。综合以上指标分析，临沂和保定两城仍存在一定的房地产市场需求或有较快的增长。从商品房人均销售面积来看，两者也均在1以下，市场饱和度相对较低，需求增长的空间较大。但就供应来看临沂的土地消化周期已高达2.85，去化压力已属畸高。而保定土地消化周期仅略高安全线1.5，去化压力不大。因此，综合以上，保定未来房地产市场值得企业高度关注。

而湖州人口导入能力较强，GDP总量虽不高，但人均GDP和城镇居民年均可支配收入较高，甚至远超部分发展较好的二线城市，居民的购买力较强。而且湖州的土地消化周期仅仅略高1.5的安全线，未来去化压力不是很大；同时，目前在湖州有项目的全国性房企仅保利置业和首创置业两家，市场竞争压力较小。综合来看，湖州也值得投资者加以关注。

就威海和九江来看，就其土地消化周期、人口、商品房人均销售面积等指标来看，投资价值不高。

表：高供应城市2013年人口、收入、经济等相关指标

城市	商品房人均销售面积 (平方米)	土地消化周期	常住人口 (万人)	常住人口/户籍人口	人口增速	城镇居民年均可支配收入 (元)	GDP (亿元)	人均GDP (元)	GDP增速
威海	3.03	2.85	281	1.11	-0.04%	31442	2550	91010	7.05%
临沂	0.9	2.85	1016	0.93	0.78%	30317	3337	32902	11.37%
九江	0.66	2.36	479	0.94	0.18%	22504	1602	33500	19.32%
湖州	1.05	1.84	292	1.11	3.00%	36220	1803	61953	12.61%
保定	0.47	1.83	1142	0.98	1.04%	19840	2904	25513	14.54%

数据来源：各地统计局

结语

唐山、金华、泉州、保定和湖州值得高度关注

通过对全国249个三、四线城市20多项宏观指标和房地产指标的技术分析，我们发现中山、株洲、泉州、金华、唐山、包头、台州、淮南、保定、汕头、邯郸、淄博、宜昌、湖州、临沂、襄阳、漳州、岳阳、威海和九江等20个城市房地产行业发展前景综合得分位居前列，市场潜力较大。从区域分布来看，20城市区域分布相对均衡。

20个房地产市场发展潜力较大的三、四线城市中，唐山、金华、泉州、保定和湖州5个城市未来的需求增长或较为强劲，市场供应水平相对较低，值得企业高度关注。

全文
概要

《那些仍有房产开发投资前景的三四线城市》导览

一、中山等20城市房地产市场潜力较大，城市分布相对均衡

（一）指标体系及分析模型：四大模块综合评价

（二）20城市房地产市场潜力相对较大，区域分布均衡

（三）20城市宏观指标明显好于三、四线平均水平，房地产市场增长稳定

二、20城市分处起步期和发展期，两阶段城市市场个性特征显著

三、唐山和金华市场空间较大，泉州等3个发展期城市值得关注

（一）起步期城市中，唐山和金华未来市场空间较大

（二）发展期城市中，泉州、保定和湖州值得关注

四、总结：唐山、金华、泉州、保定和湖州仍值得高度关注

本文为《那些仍有房产开发投资前景的三四线城市》

报告删减版，如需完整版，请联系我们。

作者简介

杨科伟，CRIC研究中心市场研究经理，擅长房地产政策及宏中观市场分析

电话：021-60867828 邮箱：yangkewei@cric.com

余仁花，CRIC研究中心市场研究员，擅长房地产市场研究

电话：021-60867865 邮箱：yurenhua@cric.com

余露晴，CRIC研究中心市场研究员，擅长房地产市场研究

电话：021-60867820 邮箱：yuluqing@cric.com

江怡珊，CRIC研究中心市场研究员，擅长房地产市场研究

电话：021-60867859 邮箱：jiangyishan@cric.com

中三角、长三角八市 楼市阶段特征及发展前景

文/CRIC研究中心研究员 杨科伟、马千里、余露晴、江怡珊、谢杨春

VIEW 4月16日，国家发改委正式发布了《长江中游城市群发展规划》，确定长江中游城市群（“中三角”）包括湖南湖北江西三省共31个市。作为国家批复的第一个跨区域城市群规划，中三角有望成为继中国最成熟的城市群——京津冀、长三角、珠三角这三大城市群之后，全国经济“第四极”。

《长江中游城市群发展规划》的落地，这些城市近年来逐渐崛起的房地产市场必将闻风先动，尤其是在行业整体供求趋于平衡且出现结构性过剩的背景下，会不会走出一轮“虚热”行情？城市楼市的发展前景如何？对开发企业而言是否仍具有投资价值？要解决这些疑问，我们首先要明确这些城市房地产市场当前处于何种发展阶段。

现状：八市发展模式各异，个性特征分化

我们可以为八座城市分别给出特色鲜明的“画像”，但由于各方面特征的重要性无法量化，我们仍难以进行全面性的客观分类。

通过经济、人口、房地产行业三方面的分析，我们发现经济上，杭州、宁波经济更为发达，但近期增速显著放缓，已渐渐被其他城市赶上；在人民生活上，位于东部的宁杭甬收入水平更高，西部城市人均住房条件更佳。在房地产行业指标上，武汉、南昌人民购房热度更高，而杭州宁波短期市场风险显著。

杭州：三产高度发达，收入较高，房价高企，楼市短期风险显著

宁波：经济面临下行压力，土地库存高企，房地产库存缓慢去化

南京：经济快速超车，大规模旧改已基本完成，改善性加速释放
武汉：人口规模巨大，经济总量领先，楼市需求快速释放
合肥：产业结构亟待调整，收入相对较低，新区土地供应放量
南昌：规模相对较小，区域人口导入能力强势，楼市供不应求
郑州：库存风险处于低位，本地人口流出制约成交规模扩容
长沙：经济增长领先于收入，改善需求释放有限，房价仍处洼地

城市分类：依据楼市发展阶段可分为三类

我们以人均居住状况、行业供求压力等指标进行聚类分析，分析结果显示这些城市可分为差异显著的三类。

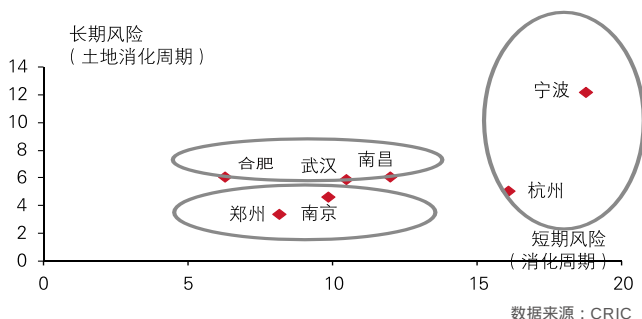
在经济、人口、行业等多要素的在多维指标下，每一座城市均呈现出多变而又鲜明的个性特征，似乎“各成一类”，难以找到共性规律。但若仅从房地产角度，从行业发展空间、市场长短期风险角度来看，这些城市还是存在着显著的阶段性特征。

快速上升阶段：短期风险低，存去化隐忧（合肥、武汉，南昌）

稳步发展阶段：市场风险较低，供求平衡（南京、郑州、长沙）

缓慢增长阶段：短期风险较高，去化压力高企（杭州、宁波）

图：八市中长期风险分析

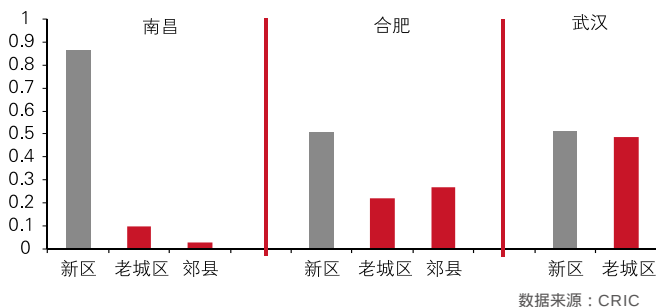


各阶段特征：阶段转化关键在于供求关系变化

得益于经济的领先发展和人口导入的推动，目前大多数二线城市房价均已显著高于省内其他地级市，楼市也大多处于此类发展阶段：快速上升、稳步发展和缓慢增长，因此此类城市的共性特征和主要矛盾也具有了更多的借鉴意义。

快速上升阶段：供应快速放量下，新区成交均价过快增长
摊大饼式发展，新区建设规模快速扩张。这一时期城市发展多属于摊大饼式的扩张。其发展采取的基本策略是，在城市郊区不断大量建立如经济开发区、政务新区、实验区、高新技术区等城市新区，或者直接在原有行政区内划出某边缘地带成立新的区域，一方面，通过政策倾斜及规划利好，吸引本地开发商或者品牌开发商进驻，带动新区活跃度来推动新区发展。另一方面，通过大规模的

图：2012-2014年南昌、合肥、武汉土地成交建面占比



道路等基础设施带动新区与老城一体化，让外来人口到新区置业。

这一模式在三城取得了良好的效果，如武汉在传统市区外围又建立了6个新区，合肥也先后成立滨湖区、政务区、高新区等新区。一方面发展迅速的本地房地产支撑了城市新区的快速发展，而三线城市新区的繁荣也推动了城市房地产市场的快速上升。值得关注的

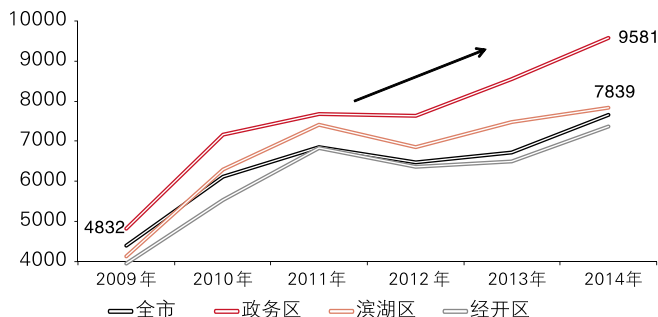
是，城市新区近年来大量的土地成交，使得新区房地产供应量快速上升，甚至占据城市供应主力地位，高位供应无法快速消化，使得新区待售量短期内过快上升，不可避免的会面临更多去化风险。

如合肥市滨湖新区，2011-2014年商品住宅供应面积快速上涨态势，供应面积在2011年仅21万平方米，而到2013、2014年供应量快速上涨到200万平方米以上，三年增长了近11倍，其占全市供应面积比也快速上涨，2014年占比19%，较2011年增长了9.5倍，但成交量增速并没有跟上，2014年滨湖区商品住宅成交量为186平方米，区域供求比为1.21，是合肥市本级唯一供过于求的区域。

城市新区一般都在原市中心的边缘，因而房地产项目入市价格一般较低，而大量的外来人口，又无法接受城市老城区的房价，城市新区成为最好的选择。再加上新区供应量的快速增加，使得成交均价过快上涨，甚至出现新区成交均价大于市区成交均价的倒挂现象。而在新区各项基础生活设施还不完善的情况下，新区价格的过快上涨给未来去化造成巨大风险。

从2005-2014年三城常住户籍人口比增长趋势来看，三城从2009年开始常住人口增幅明显上升，增幅明显大于之前年份，进入快速增长通道，尤其是武汉，这一趋势更为明显，而持续快速增

图：2005-2014年三城常住户籍人口比趋势图



数据来源：CRIC

长的外来人口也是保障其房地产快速上升的关键，对于三城房地产市场来说，外来人口的快速上升虽然能够带来稳定的新增需求，而城市楼市健康发展的关键还是在于各项配套的同步跟进，因而，对于三城城市新区板块来说，在价格快速上涨的同时，只有基础设施建设的不断完善，各项配套的稳步跟进，才能有效的吸引外来人口不断进驻，有力的支撑成交价格的快速上升，也才能保障项目去化的可持续和新区房地产市场的健康发展。

稳步发展阶段：关键是寻找供应和价格的平衡点

改善性需求释放明显，中心城区价格上涨更快。稳步发展阶段的最明显阶段特征一方面是需求结构的变化，改善型需求主导市场，部分城市刚需依然是主力，但改善型需求释放加快，且较其他阶段城市也更为显著；另一方面，由于经济发展相对稳定，城市建设配套更为完善，大多数中心区域近2年价格上涨更快。

城市购买力坚挺，中区区域价格快速上涨。处于稳步发展阶段城市近2年城市中心区域房价上涨速度高于郊区。主要是因为南京、郑州这样的二线城市，经济起步较早，城市发展较为完善，进而人均可支配收入相较其他城市并不低，其中南京2014年人均可支配收入达到4万元以上。而且这些城市中心城区的聚集性较高且人口吸附也强，大多成熟商业都集中在中心城区，而郊区厂区较多，距离远，交通不便，城市硬件设施跟不上，配套不够完善等，制约了其房价上涨的速度。

表：南京、郑州、长沙、南昌近2年房价增速

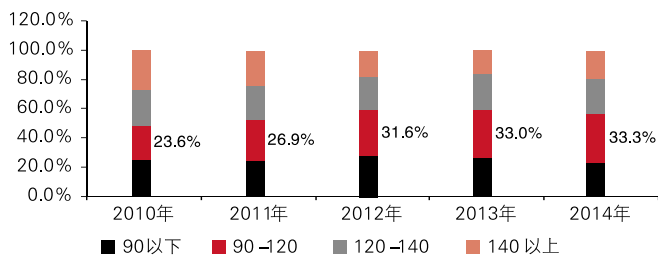
城市	中心区域房价		近2年 涨幅	郊区房价		近2年 涨幅
	2012	2014		2012	2014	
南京	12746	15242	43.4%	7649	8398	30.9%
郑州	7109	8593	44.9%	8256	8866	27.0%
长沙	8043	8374	20.2%	5610	5709	13.4%

数据来源:CRIC

根据CRIC市场监测的数据，南京、郑州表现尤为明显，中心城区房价上涨速度均远超郊区。其中南京2014年中心城区商品住宅均价15242元/平方米，较2012年的12746元/平方米上涨了19.6%，比郊区多出9.8个百分点，而郑州中心和郊区价格增速之差更是达到13.5个百分点。

刚需市场份额下降，改善性需求主导市场。以长沙为例，2014年90-120平方米户型占比达到33.3%，与2013年相比占比并无太大变化，市场依然以改善性需求为主。从前两年市场需求结构走势来看，刚性需求正逐步饱和，且近2年来占比有所下降。长沙之前主要是限购90平方米以下户型，导致大部分开发商开始改做大户型产品，而部分购房者也倾向于“一步到位”的购买方式，因而市场改善性需求被激发，其份额也超过一直占主导的刚需型。2014年限购

图：2010-2014长沙各面积段成交占比



数据来源:CRIC

解除之后，由于长沙整个经济发展较为迅速，人均住房面积在全国范围内相对较高，市场比较温和，加上90平方米以下产品不多，所以改善性需求依然是市场主力。

其他两个城市也是如此，从CRIC市场监测的数据来看，南京市目前主要以改善性需求为主，90-120平方米面积段占比接近32%，高于刚需28.7%的占比。值得注意的是，南京市场140平方米以上面积段近年市场份额稳定增加，2014年140平方米以上占比达到23%。

尽管都处于稳步发展阶段，但是三个城市之间需求结构还是有细微差别，这也应对了处于同一发展阶段中不同的位置。南京、长沙在这个阶段发展相较于郑州要略微快一点，从其市场改善性占主导可见一斑，而郑州虽然刚需占比份额较大，但改善型需求正在快速释放，呈现逐年增加的势头。

市场发展空间受限，企业竞争加大。稳定发展阶段的城市房地产市场短期来看，由于经济稳定、行业发展较为迅速，所以风险并不大。但中长期来说，风险依旧存在。第一，市场发展的空间有限。像南京、长沙等城市，经济已处于稳步发展的阶段，随着整个宏观经济的衰退，城市经济发展所带来的红利也在减退。而且南京、长沙这样的城市旧城改造基本已经结束，所以市场需求不足依然是难以逾越的瓶颈。第二，对于企业来说，城市竞争将加大。在“白银时代”以及市场处调整的大背景下，越来越多的企业将更加青睐于经济发展好、人口流动大、行业基础较为夯实的城市，二线城市中例如南京、长沙、郑州等等城市将会有大批开发商进入，而随着城市布局战略的调整，不同城市中企业竞争也将加剧。

未来，人口导入能力将决定处于稳步增长阶段城市的市场规模。从处于稳步发展阶段的三个城市来看，外来人口导入量都在正持续增加。以南京为例，外来人口导入量自2009年以来逐年增加，近2年常住人口比户籍人口增加基本稳定在170万人。长沙亦是如此，到2013年，导入量基本稳定在50万人左右，且呈现出逐年增加的态势。所以，除了城市本身的扩张，在城镇化的推动下，如何把人口持续导入所带来的新需求转换成有效需求依旧是该类城市房地产发展的重中之重。而企业则应更加注重个性化服务，差异化的产品提供。同时，积极响应城市群发展的理念，调整自身战略布局。

缓慢增长阶段：市场去化压力高企，价格增速明显放缓

行业价格小幅下行，远郊区域供求矛盾严重。在当前发展阶段，这些城市房价明显高于当地的购买力。而从2013年下半年开始

至今，在城市经济发展逐渐步入到缓慢增长阶段时，在供应量持续攀升和市场购买力被大量消化的双重压力下，开发商销售压力剧增，市场价格开始触顶回落、进入下行轨道，呈现下跌趋势。

表：2015年3月70个大中城市新建商品住宅价格指数

城市	新建商品住宅价格指数		
	环比	同比	定基
	上月=100	去年同月=100	2010年=100
杭州	99.5	88.8	90.9
长沙	99.9	91.3	112.9
宁波	99.9	93.1	93.7
南昌	99.8	93.2	111.4
武汉	100.2	94.7	111.9
南京	100.2	96	113.7
合肥	99.7	96.2	110.9
郑州	100.2	98.4	120.3

注：表格截取70个大中城市房价指数数据

数据来源：国家统计局

根据国家统计局公布的数据来看，杭州是70城中同比跌幅最大的城市，宁波的价格同比跌幅也达到6.9%，两城在经济缓慢增长阶段时，都同时呈现出房价明显下跌的特征。

不过在这些城市的中心区域，由于发展相对成熟，可开发用地有限，供应量愈来愈少，且多为首改或者高端改善性产品为主，整体供求比相对平衡；凭借价格优势，新城区域历来是刚需客户关注的重点，但在近几年新增供应入市过快，远远超过区域配套建设速度的情况下，新城区域还是不免出现了库存持续积压，市场供求风险高企的现象。

从2014年杭州和宁波商品住宅成交结构来看，主城区供求压力相对较低，而远郊新城区域的库存压力则在快速攀升，杭州的余杭区、萧山区和宁波的鄞州区的供求比都接近1.5，未来供应严重过剩的压力或将进一步攀升。

表：2014年杭甬各区域供求比

杭州				宁波			
区域	供应量	成交量	供求比	区域	供应量	成交量	供求比
余杭区	547	369	1.5	江东	63	34	1.8
萧山区	193	140	1.4	鄞州	277	186	1.5
拱墅区	125	92	1.4	海曙	8	11	0.7
江干区	101	84	1.2	北仑	25	53	0.5
滨江区	100	70	1.4	象山	60	32	1.9
西湖区	57	51	1.1	科技园	26	30	0.9
下沙区	35	30	1.2	江北	68	34	2
之江区	31	21	1.4	镇海	44	40	1.1
下城区	25	21	1.2	汇总	571	421	1.4
上城区	10	10	1				
总计	1224	890	1.4				

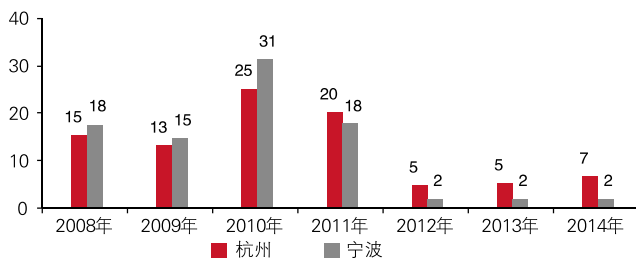
数据来源：CRIC

供求关系或进一步恶化，关键是寻找供应和价格的平衡点。通过以上的特征分析，此类城市的行业风险已炳若观火：市场供求关系严重失衡，远郊区域风险更甚。在土地市场方面，未来远郊区域的新增土地供应将更难获得品牌房企的青睐。

从2008年至今的人口数据可以看出，此类城市的人口总量发展已从外地人口显著大量流入逐步转为增速明显放缓，尤其是近几年来，受限于经济增长速度换挡，城市流入人口呈现总量逐步减少的趋势，而在人口发展进入一个新常态时，市场中的导入需求也会相应有所减少，中长期内行业风险将进一步显现。故而此类城市虽然经济领先，人民支付能力更强，但受限于外来人口增长进入平稳发展阶段，房地产市场活跃度已难再有大幅提振，也不太可能出现房价大涨的局面。

楼市之所以出现景气不足的现象，其根源还是在于供应量过大，且房价超出了市场需求可以承受的范围，因此对于此类城市而言，应减少经济对地产的依赖症，发展适合当地的优势产业，促进自身经济与社会发展水平，但未来楼市发展的关键还是在于供应和价格的平

图: 2008-2014年杭州、宁波常住人口增量变化趋势



数据来源：CRIC

衡。如若市场能够控制好新增供应和价格增速，供求恢复平衡也不无可能，2014年4季度消化周期快速回落的杭州即是明例。

阶段转化：关键在于供求关系变异

不同城市目前之所以处于不同的发展阶段，是由于其经济发展、人口导入、人民居住条件、行业平衡发展等多方面因素决定，但也并非一成不变。如2011、2012年的南京即与目前的杭州、宁波类似，楼市房价高企供求低位，但随着城市建设和经济结构全面升级，近年来却又成为了国内为数不多的供求两旺的城市。合肥、武汉若能积极加快新城配套建设，加强远郊人口导入能力，未来楼市将进入稳步发展阶段；而若无视区域潜在的土地供应压力，以致新区供求崩盘，当风险效应波及全市之际，行业也只能面临供应积压、价格下行的困境。

归根结底，楼市发展阶段的变化还是由供求关系决定，而在需求变化不大的前提下，行业的长期、中期和短期又是由土地市场规模、商品房市场存量、新增供应所决定。因此楼市是否能健康平稳发展，实质上还是取决于主导参与者，即政府和企业的决策。

建议：合理协调市场供求，促进行业健康平稳发展

在行业调控方面，我们的建议是因地制宜，关键是调整供求关系，用好需求导入和控制供应节奏“两招”市场化手段。

快速上升阶段：土地供应既要调整结构，也要控制节奏

对政府而言，一方面既要控制好供地节奏也要适时调整好供地结构。而另一方面，加快城市新区的基础设施建设，实现新区老区一体化服务。对于房企而言，在城市新区拿地时应特别谨慎，对于那些供地量特别大，而成交均价快速上涨的新区，应避免大量拿地，同时应根据市场成交情况，合理安排项目产品结构。

稳步发展阶段：谨防过热预期，致行业价格过快上涨

从目前情况来看，稳步发展城市在需求方面存在扩充瓶颈，需要进一步寻找和刺激潜在需求。企业方面，建议部分有实力的房企可以加大住宅配套服务，如社区养老、社区O2O等。

缓慢增长阶段：谨慎布局，继续推动城市化建设进程

对于政府而言，一方面，不仅要考虑到市场的平衡性和各区域的消化能力，还应重点结合城市的规划和配套建设进程，来控制土地的供应和筛选拿地房企；另一方面，为避免区域出现深度分化，政府应持续推动城市一体化建设，将主城区的富足公共资源导出至远郊区域。

对于企业而言，在谨慎考虑布局此类城市时，应尽量避免进入市场风险凸显的远郊区域，更多的在中心城区内寻找机会。

本文为《中三角、长三角八市楼市阶段特征及发展前景》
报告删减版，如需完整版，请联系我们。

《中三角、长三角八市楼市阶段特征及前景》导览

前言：共性的行业趋势，个性的发展过程

一、特征综述及发展阶段分类研究

- 1、现状分析：八市发展模式各异，个性特征分化
- 2、城市分类：楼市发展阶段差异显著

二、各城市楼市阶段特征及前景分析

- 1、快速上升阶段：城市新区快速扩张，透支过多预期
- 2、稳步发展阶段：经济发展迅速，改善型为主导市场需求
- 3、缓慢增长阶段：经济低速发展，市场供求矛盾加深

三、总结

- 1、各阶段特征总结：城市所处阶段转化关键在于供求关系变化
- 2、相关建议：合理协调市场供求，促进行业健康平稳发展

作者简介

杨科伟，CRIC研究中心市场研究经理，擅长房地产政策及宏观市场分析

电话：021-60867828 邮箱：yangkewei@cric.com

马千里，CRIC研究中心研究员，擅长市场数据研究，专注指标分析与计算

电话：021-60867873 邮箱：maqianli@cric.com

余露晴，CRIC研究中心市场研究员，擅长房地产市场研究

电话：021-60867820 邮箱：yuluqingg@cric.com

江怡珊，CRIC研究中心市场研究员，擅长房地产市场研究

电话：021-60867859 邮箱：jiangyishan@cric.com

谢杨春，CRIC研究中心市场研究员，擅长房地产市场研究

电话：021-60867871 邮箱：xieyangchun@cric.com

从2015年供地计划 看主要城市供求前景

文/CRIC研究中心研究员 杨科伟、余仁花、王青青、陶媛

VIEW 过去十年是房地产行业的“黄金发展期”，市场成交逐步攀高，但房地产开发规模也以前所未有的速度快速膨胀，逐渐演变成整体市场供过于求的状态。

3月国土部联合住建部发文，要求各地因地制宜，对土地供应要做到“有供有限”。至目前，我们重点监测的城市中，已有北京、上海、广州、天津、海口、石家庄、厦门、南宁、南京、长春、哈尔滨、济南等13城市陆续发布了当地2015年国有建设用地供应计划。

基于此，我们将对13个城市2015年计划供应量对未来市场的影响，及结合其房地产市场目前的供求情况，对13城市房地产市场的前景作深入分析。

居住用地占13城房地产开发供地总量7成

12城市居住用地计划供应5910公顷，占房地产开发用地计划供应量的68.9%，其中一线城市居住用地供应量达2324公顷，占一线城市房地产开发建设用地的69.69%。

2015年，全国13个重点城市房地产开发建设用地计划供应9604公顷，占国有建设用地总供应量的35.3%，其中，除长春未公布居住和商服用地计划供应数据外，12城市居住（住宅（含保障），下同）用地

计划供应5910公顷，占房地产开发用地计划供应量的68.9%，商服用地计划供应2674公顷，占房地产开发用地计划供应量的31.1%。

从城市能级来看，目前已经公布供地计划的北京、上海和广州3个一线城市2015年房地产开发建设用地计划供应共3335公顷，占3个城市2015年国有建设用地总计划供应量的43.5%，占13个重点城市房地产开发用地计划供应量的34.7%；10个二、三线城市房地产开发建设用地计划供应6269公顷，占总计划供应量的32.1%。

从土地属性来看，整体上居住用地占到7成，商服用地为3成。其中，一线城市居住用地计划供应量较高，达2324公顷，占一线城市房地产开发建设用地的69.69%，商服用地计划供应1011公顷，占30.31%。二、三线城市除长春外，9城市居住用地计划供应3586公顷，占房地产开发建设用地的68.32%，略低于一线城市；二、三线城市商服用地计划供应1663公顷，占31.68%。

表：13城市2015年计划供地情况 单位：公顷

能级	城市	房地产开发建设用地			其他非经营性用地	总计
		居住	商服	小计		
一线	北京	1200	400	1600	3000	4600
	上海	600	300	900	550	1450
	广州	524	311	835	787	1621
	合计	2324	1011	3335	4337	7671
二、三线	天津	770	450	1220	3890	5110
	海口	57	76	133	172	305
	无锡	246	50	296	1390	1686
	石家庄	291	60	351	449	800
	厦门	127	141	268	42	310
	南宁	300	210	510	1440	1950
	南京	800	250	1050	1950	3000
	长春	—	—	1020	2480	3500
	哈尔滨	240	241	481	390	871
	济南	755	185	940	1063	2003
	合计	3586	1663	6269	13266	19535
总计		5910	2674	9604	17603	27206

注：居住用地为住宅（含保障）用地 数据来源：各城市国土资源局

近半数城市供地总量下调，一线城市降幅大

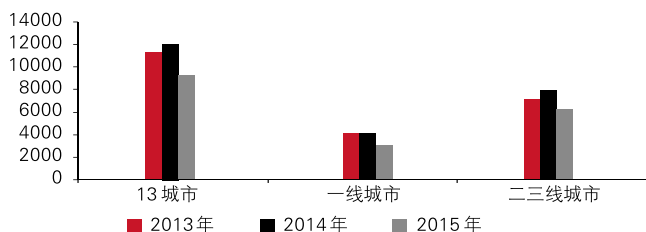
与往年相比，一线城市不论计划供地量，还是估算的2015年可能的实际供地量均呈持续下滑趋势，而二、三线城市因实际供应计划完成率影响，2015年计划供应量和估算的2015实际供应量表表现出较大差异。

与往年相比，过半城市计划供地量大幅下调

与往年计划供地量相比，13个主要城市2015年房地产开发建设用地9304公顷的计划供应量（为统一数据口径，上海仅统计居住用地计划供应量）有较大幅度下调，同比2014年的12113公顷缩减23.19%，相比2013年12295公顷也下滑17.63%。

从各城市能级来看，一线城市房地产开发建设用地计划供应量同比降幅较大，达26.43%，2015年计划供应与2013年相比，降幅也在26%以上。而二、三线城市2015年房地产开发建设用地计划供应量同比下滑21.52%，相比2013年也下滑12.75%。

图：各能级城市2015年房地产开发建设用地计划供应量调整情况 单位：公顷

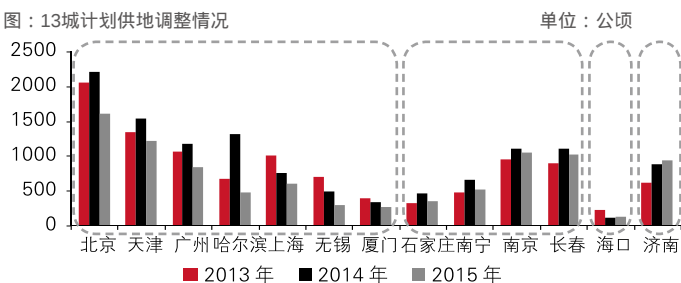


数据来源：各市国土资源局

就具体城市而言，北京、天津、广州、哈尔滨、上海、无锡和厦门等7个城市2015年房地产开发建设用地计划供应相比2014年和2013年均有所下调，其中，上海、无锡和厦门呈持续下调趋势，且以上海和无锡调整力度最大；而石家庄、南宁、南京和长春同比有

所下调，但相比2013年仍有较大幅度提升；海口同比有所上调，上涨14.31%，但相比2013年却大幅下滑近40%；济南则逆势而上，计划供应量呈逐年攀升的趋势。

图：13城计划供地调整情况



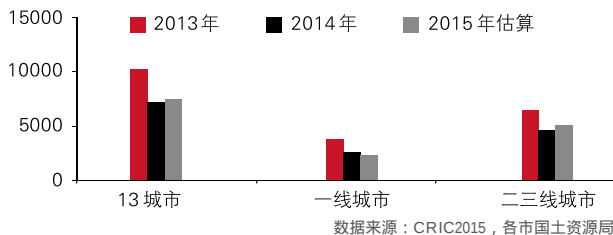
注：上海仅含居住用地数据

数据来源：各市国土资源局

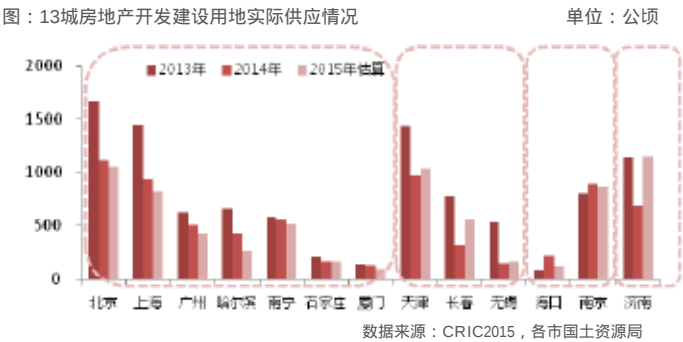
7城2015年实际供地完成率将明显低于往年

然而，从各城市2013年和2014年房地产开发建设用地的实际供应情况来看，城市差异较大。因而，我们以2013-2014年房地产开发建设用地实际供应计划完成率对2015年可能形成的实际供应量进行了估算，发现13城市2015年可能形成的实际供应同比上年将有小幅上涨，但相比2013年有较大幅度下滑，而一线城市则表现为连续两年下滑。

图：各能级城市2015年房地产开发建设用地实际供应量变化情况 单位：公顷



从具体城市来看，北京、上海、广州、哈尔滨、南宁、石家庄和厦门等城市供应量连续两年下滑，且以北京、上海和哈尔滨下滑幅度较大；而天津、长春和无锡，同比上年均有所上涨，但相比2013年有较大幅度下滑；海口和南宁则同比下滑，但相比2013年上涨；济南则相比2013年2014年均有所上升。



表：13城市2013-2014年房地产开发建设用地实际供应完成率

城市	2013-2014年 实际供应计划完成率	城市	2013-2014年 实际供应计划完成率
上海	136.29%	无锡	57.76%
济南	123.11%	长春	55.28%
南宁	101.46%	哈尔滨	54.92%
海口	94.34%	广州	50.59%
南京	82.81%	石家庄	48.91%
天津	84.06%	厦门	39.15%
北京	65.67%		

数据来源：CRIC2015，各市国土资源局

① 估算2015实际供应=2013-2014年实际供应计划完成率×2015年计划供应
② 2013-2014年实际供应计划完成率=(2013年实际供应+2014年实际供应)/(2013年计划供应+2014计划供应)

综合以上，无论是与往年计划供地量相比，还是考虑实际供地计划完成率估算2015年可能形成的实际供应与往年的实际供应相比，北京、上海、广州、哈尔滨和厦门等5城市2015年房地产开发建设用地供应量都将有所下调；无锡2015年供地量相比往年也基本处于低位；而济南供应量相比前两年则均有所上涨；石家庄和南宁计划供应量同比有所下滑，相比2013年计划供应量有小幅上涨，但由于实际供应计划完成率影响，2015年实际供应相比前两年将均有所下滑；长春无论是计划供应量还是我们测算的实际供应量，2015年供地水平均处于相对高位，天津、南京和海口则处于相对低位。

多数城市计划供地量合乎实际，个别城市应限反增

从目前市场库存情况来看，一线城市均相对平衡，二、三线城市则分化较为严重。而在土地供应上，一线城市步调相对一致，均为下调，而二、三线城市却表现各异，或加剧分化。

13城市短中期市场库存风险显著分化

从13个主要城市的库存情况来看，海口、长春、无锡和哈尔滨等4个城市商品住宅供求严重失衡，最近半年商品住宅消化周期基本在18个月的警戒线以上。上海、广州、南宁、南京、天津和石家庄等6城市则一直表现为相对平衡，消化周期保持在12个月左右；北京和厦门因1-3月成交大幅下滑至消化周期有所增长，但库存并未增加，库存压力不大。而济南的商品住宅消化周期则较低，短期略有供不应求的风险。

然而，从中长期库存风险来看，济南和南宁截至2014年年底的土地消化周期均超过2，中长期供过于求的风险较大，其他城市土地消化周期则表现稍好，中长期来看，库存压力较小。

表：13城市商品住宅及土地消化周期情况

城市	2015年1-3月供求比	商品住宅消化周期 ^① (月)						2014年底土地消化周期 ^② (年)
		2015年3月	2015年2月	2015年1月	2014年12月	2014年11月	2014年10月	
北京	0.6	18	12	10	11	13	15	0.83
上海	0.9	14	11	9	8	10	12	0.92
广州	1.0	14	11	9	9	12	14	0.87
海口	0.5	22	23	23	29	34	30	0.97
厦门	0.4	22	18	13	12	14	15	0.66
南宁	0.6	14	10	8	8	11	14	2.03
南京	0.7	11	9	7	7	8	10	1.57
长春	0.4	32	26	20	20	21	21	1.55
济南	1.0	6	5	5	5	7	12	3.27
无锡	1.4	29	24	19	16	17	18	1.13
天津	—	12个月左右						1.79
石家庄	—	12个月左右						1.12
哈尔滨	—	供过于求						1.37

注：天津、石家庄和哈尔滨部分数据缺失，商品住宅消化周期和2015年1-3月供求比

信息来源于网络，其余数据来源于CRIC2015。

数据来源：CRIC2015，网络

海口、长春、无锡和哈尔滨短期库存风险较高，及济南和南宁中长期库存压力较大，这6个城市按照“327”国土部和住建部《通知》的要求，属于应限制供应或暂停供应的城市；

北京、上海、广州、厦门、南京、天津和石家庄等7个城市，短期供求相对平衡，中长期库存风险也不高，属于应该适度增加供应或者保持现有供应水平的城市。

济南、南宁居住用地大增，天津、厦门缩减商服用地

基于以上，各地应各自按照国土部和住建部《通知》要求，对其土地供应做出相应调整，然而从2015年13城市公布的供地计划来看，并非所有城市有如要求对号入座。

如前文所述，海口、长春、无锡、哈尔滨、济南和南宁6个城市

① 商品住宅消化周期=当月月底商品住宅库存量/前3个月商品住宅平均成交量

② 土地消化周期=前三年商品房用地成交建筑面积/前三年新建商品房成交面积

商品住宅库存或土地库存量明显偏高。

而从居住用地计划供应情况来看，海口、无锡和哈尔滨等3个城市居住用地计划供应量相比往年均有较大幅度下调，其中又以哈尔滨下调幅度最大；其次是无锡和海口。而经营性用地储备量已明显偏高的济南，2015年居住用地计划供应量依然不减反增，同比上涨5.39%，相比2013年更是大涨40.47%。南宁同比2014年也有大幅增加。

表：供过于求城市居住用地土地计划供应量变化情况

单位：公顷

城市	2015年			2014年		2013年
	居住用地	同比	相比2013年	居住用地	同比	居住用地
海口	57	-11.23%	-44.05%	64	-36.97%	101
无锡	246	-29.51%	-56.99%	349	-38.99%	572
哈尔滨	240	-66.01%	-52.38%	706	40.08%	504
济南	755	5.39%	48.03%	717	40.47%	510
南宁	300	50.00%	-0.14%	200	-33.42%	300

注：长春未公布居住用地计划供应情况，因而此处未纳入分析

数据来源：CRIC2015

因此，就国土部和住建部的《通知》要求来说，济南和南宁2015年供地计划明显有违两部委本意。究其原因，是其土地财政依赖度较高所致。

目前已经公布2015年供地计划的13个城市中，北京、上海、广州、厦门、南京、天津和石家庄等7个城市商品住宅供求基本平衡，从目前的商品住宅库存及市场上的土地储备情况来看，库存压力并不大。

然而，从居住用地计划供应量来看，北京、上海、广州、厦门和天津计划供应量相比往年均有大幅下调，其中同比2014年居住用地计划供应量，下调幅度均在20%以上，相比2013年下调幅度也均在10%以上。其中，厦门已是连续两年下调幅度超过30%，下调幅度最大。究其原因，北上广3个一线城市和天津因为房地产市场起步较

早，由于多年的土地消耗，可供用地萎缩严重；厦门则是由于其本身行政区域范围较小，可供用地不高所致。

相对于往年300万-500万平方米的成交量来说，石家庄2015年居住用地供应水平尚属可承受范围。南京居住用地2015计划供应量与2014年保持持平，与2013年相比也仅微幅上涨6.67%，符合南京当前供不应求的市场格局。

综合城市市场供求情况和可供开发地总量来看，7个城市2015年居住用地计划供应量调整尚属合理范围。

表：供求平衡城市居住用地土地计划供应量变化情况

单位：公顷

城市	居住用地	2015年		2014年		2013年
		同比	相比2013年	居住用地	同比	居住用地
北京	1200	-27.27%	-27.27%	1650	0.00%	1650
上海	600	-20.00%	-40.00%	750	-25.00%	1000
广州	524	-21.34%	-11.98%	666	11.91%	595
厦门	127	-32.45%	-45.54%	189	-19.38%	234
南京	800	0.00%	6.67%	800	6.67%	750
天津	770	-25.89%	-42.37%	1039	-22.23%	1336
石家庄	291	-10.74%	25.97%	326	-41.13%	213

数据来源：CRIC2015

一线城市和厦门供不应求，二、三线城市风险分化

当前房地产市场分化较严重的主要城市中，部分城市开始有意识的控制供地节奏，也有部分城市，因土地财政依赖度较高，土地供应居高不下，未来房地产市场或将进一步分化。

供过于求的6城，长春、济南和南宁库存风险仍存

当前库存高企的6个城市中，对于海口、无锡、哈尔滨和长春，短期而言这4个城市房地产市场库存量明显过大，商品住宅消化周期已基本在20个月以上，年内供过于求的局面难有实质改变。

中长期来看（2-5年），海口、无锡和哈尔滨土地消化周期均在1.5以下，且以2015年房地产开发建设用地估算可供建面来看，也均低于往年商品房成交面积，预计供过于求的局面逐步得到改善；而长春土地消化周期达到1.55，供过于求的风险中长期内或仍将延续。

对于济南和南宁，短期来看，其房地产市场库存量不高，但鉴于2个城市2012年至2014年期间经营性土地成交量较大，2015年可能均有大批商品房入市，商品房库存年内或有供过于求的风险。中长期来看，近年济南和南宁的土地成交量均明显高于当地商品房成交量，而2015年计划供地量又有较大幅度提高，商品房市场供过于求的风险仍将逐步加大。

表：6城市房地产市场供求形势

单位：万平方米

城市	2015年房地产开发建设用地计划供应估算可供建面 ^①	经营性用地成交建面			商品房成交面积			土地消化周期
		2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	
海口	269.61	421.02	154.56	371.47	308.90	377.26	290.02	0.97
无锡	378.58	709.64	1100.48	382.56	682.58	617.57	631.93	1.13
哈尔滨	584.99	566.96	1376.07	862.25	823.51	533.12	690.40	1.37
长春	1240.45	1407.40	1559.49	761.65	711.34	861.93	828.57	1.55
济南	4334.73	2130.86	3078.46	2512.36	611.78	791.72	961.41	3.27
南宁	1681.32	890.88	1693.16	1415.78	480.26	704.93	781.91	2.03

数据来源：CRIC2015

供求平衡的7城，一线城市和厦门仍将供不应求

房地产市场供求相对平衡的城市中，短期来看，北京、上海、广州、石家庄和厦门等5城市房地产市场库存不高，同时最近3年的土地成交量亦不高，因而预计2015年商品房供应将保持相对平稳。

南京和天津目前房地产市场库存不高，最近3年土地成交量虽略显供过于求，但尚属可控范围，预计2015年商品房供应激增的可能性不高，将依然表现为供求相对平衡。

^① 2015年房地产开发建设用地计划供应估算可供建面=2015年房地产开发建设用地计划供应面积*2013与2014年平均实际供地计划完成率*2013与2014年平均容积率，下同。

中长期来看，北京、上海和广州作为一线城市，可供土地日益萎缩，2015年供应量继续下调也在意料之中，未来供不应求的局面将逐步显现，房价上行恐势在必行。而厦门由于行政区域规模限制，近年土地计划供应量连连下调，以2015年房地产开发建设用地估算的可供建面已明显低于往年商品房成交量，预计中长期内，厦门商品房或仍将保持供不应求格局。

南京和天津近年土地成交量略高于商品房成交量，且2015年供地量可形成的供应也高与往年成交量，预期未来2-3年内2个城市商品房市场仍将表现为供略大于求。而石家庄中长期将保持基本平衡。

表：7城市房地产市场供求形势 单位：万平方米

城市	2015年房地产开发 建设用地计划供应 估算可供建面	经营性用地成交建面			商品房成交面积			土地消 化周期
		2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	
北京	1371.03	902.50	1804.51	1464.60	1925.16	1831.23	1271.91	0.83
上海	2376.89	1584.43	2628.09	1757.66	1896.52	2450.06	2111.58	0.92
广州	1021.36	923.08	1363.99	947.34	1303.47	1299.82	1126.36	0.87
石家庄	439.54	687.04	642.02	39.15	363.00	313.67	542.68	1.12
厦门	262.27	582.66	394.33	196.87	617.69	667.10	487.34	0.66
南京	1818.79	1188.78	1623.83	1970.07	886.47	1144.85	1016.95	1.57
天津	1743.32	2538.93	2223.66	1610.47	1067.71	1367.49	1130.23	1.79

数据来源：CRIC2015

本文为《从2015年供地计划看主要城市供求前景》
报告删减版，如需完整版，请联系我们。

《从2015年供地计划看主要城市供求前景》导览

- 一、居住用地占13城开发供地总量7成，京沪穗占总量的35%
- 二、近半数城市供地总量较往年下调，一线城市降幅更大
 - 1、与往年计划用地供应量比，过半城市计划供地量大幅下调
 - 2、结合往年实际供地完成率，7城2015实际供应将会明显低于往年
- 三、多城市计划供地量合乎库存实际，个别城市“应限反增”
 - 1、13城市短中期市场库存风险显著分化，供地计划调整方向不同
 - 2、仅济南和南宁居住用地应减反增，天津和厦门缩减商服用地
- 四、预期一线城市和厦门仍供不应求，其他二、三线风险分化
 - 1、长春、济南和南宁中长期库存风险仍将延续
 - 2、一线城市和厦门仍将供不应求
- 五、总结：落实“有供有限”，未来五年城市供求前景趋向平衡

作者简介

杨科伟，CRIC研究中心市场研究经理，擅长房地产政策及宏观市场分析
电话：021-60867828 邮箱：yangkewei@cric.com
余仁花，CRIC研究中心市场研究员，擅长房地产市场研究
电话：021-60867865 邮箱：yurenhua@cric.com
王青青，CRIC研究中心市场研究员，擅长房地产市场研究
电话：021-60867878 邮箱：wangqingqing@cric.com
陶媛，CRIC研究中心市场研究员，擅长房地产市场研究
电话：021-60867871 邮箱：taoyuan@cric.com

特别关注





房企转型与价值重构

2015年上半年的房地产行业，憧憬与焦虑弥漫。

330为代表的新政之后，行业利好纷至沓来，但却难掩房地产业新常态的现实。

迷思之际，房企探路创新与转型发展的势头愈演愈烈。

或轻资产向前，或拥抱热得发烫的互联网金融，抑或者继续深耕传统，而拆分与并购的声音更是不绝于耳。

多元化的十字路口，有哪些可循的发展路径？其中又暗藏着怎样的内在逻辑？变局之后，行业价值又将如何重构？

我们看到，不少典型企业已经走在路上。

路径一：多元化破局

“精、专、攻”多元化布局

文/CRIC研究中心研究员 沈晓玲、俞倩倩

VIEW 房地产行业正面临销售增速减缓、利润率下滑的局面，并且行业集中度进一步提升，房企两极分化状况加剧。不少房企开始筹谋“房地产+X”的多元发展之路。不仅仅是万科、绿地等这样的龙头企业，一些中小企业也在积极寻求新的发展空间。

对于诸多中小企业来说，如何进行转型、往哪个方向上多元化发展，其中有着更为独特的内在逻辑。中小企业不应仅仅是简单地仿效一些大型综合房企，而是要根据市场灵活地选择经营策略、合理布局自己的战略方向，找出适合自身的多元化盈利模式。唯有这样，才不会被市场的巨浪拍死在沙滩上。

楼市进入白银时代，房企多元化势在必行

行业“老大”万科转向“城市配套服务商”；绿地提出了未来5年形成“3+X”产业集群的总体布局；万达加速发展文化旅游、金融产业和电子商务；恒大则开启了“遍地开花”的多元化模式，进军农业、乳业、畜牧业，能源业等。

随着大型房企多元化的逐步深入和良好的效果，同时也迫于去化难的压力，许多非十强的中小房企也开始思考自身的多元化模式，希望通过多业态的发展在细分市场寻求更多机会，使企业得到长足的发展。

越秀地产和新湖中宝将目光锁定在融资领域，凭借其充足的优质资产，大力发展信托；花样年则将目光转向下行通道，力图通过对社区增值的业务拓展来谋求新的发展契机；华夏幸福则依靠其丰富的园区开发经验，提出了“产业新城+X”模式，寄望于借着城镇化发展的浪潮，在产业地产领域开辟新的盈利点。

中小房企多元化与大型企业的不同之处

相比具备规模优势的大型房企，中小房企整体处于弱势。对比两者的多元化发展，我们也可以看到些许的不同之处。

动机：力图战略转型，细分市场寻找新机会

从企业的规模来说，大型房企在如今市场环境不佳的情况下，销售依然能维持在一定的量，企业的运营正常，并且资金链依然游刃有余，可以说龙头企业是通过资金转移在扩大企业的经营范畴，通过不同业态的尝试，推广企业品牌，从而做大做强。且大型房企资金实力雄厚，拥有更多的试错机会，这点上我们可以说大型房企的

多元化更多的是投资的尝试，以多元化战略降低运营风险。

在房地产市场竞争更为激烈的今天，部分中小企业考虑多元化发展，往往与一些大型综合房企有些带有的“玩票”性质不同，更多的是着眼于战略转型，力图在蓝海区域——新的细分市场寻找更多的发展机会。

范围：设定一个主方向，集中力量重点培养

多元化的发展是规模化大型企业发展的必经之路，为了扩大企业的产业规模及拓展其他领域，企业开始多元化的发展。可以说，多元化的发展更多的是大型房企的选择。而中小企业的多元化难度远远大于大型房企。受制于企业的规模及资金实力，想要多个业态同时发展，难度很大，现有中小房企多元化的成功案例多是设定了一个主要转型方向，集中力量重点培养。比如，越秀地产、新湖中宝所投资的银行及基金，花样年新成立的彩生活社区增值服务等。这样才有望形成自身的比较优势，在细分市场取得领先地位。

模式：多利用自身优势，旨在降低试错成本

有别于恒大等大型房企“遍地开花”的多元化模式，中小房企规模及资金实力有限，多元化发展必定在投入的期限及回报周期上有一定的诉求，这也决定了其多元化必定是企业管理层所熟悉并为之相关的产业。一是以自身熟悉的领域切入更易上手，试错成本相对较低；二是在相关领域积累的人脉及渠道资源也能得到很好的利用。

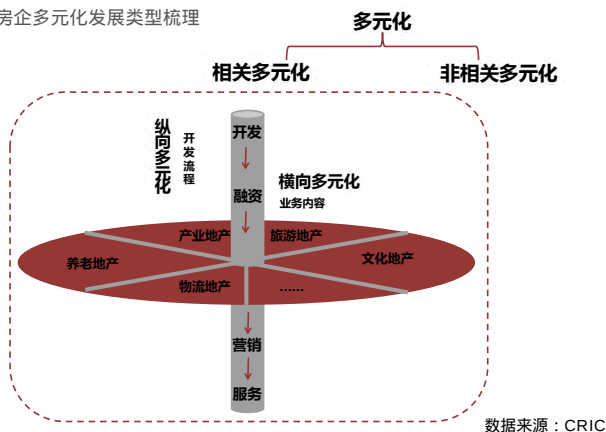
现阶段中小房企涉足的其他行业并不多，大多数参与的行业都是与房地产相关的上下游产业及相关的行业，比如：互联网金融、社区增值等等。而不相关领域如足球、煤矿等近乎无人涉及，一是由于没有相关的资源渠道和运营手段，前期过大的投资和资金消耗将影响主业房地产的正常运营，二是参与与主营业务无关的行业，对于企业打造自身品牌，提升产品品质并无益处。

房企多元化渠道和思考方式

探索房地产经营领域的新的方向和发展模式，已成为今天地产行业的重要特征。在房地产行业步入到“新常态”的背景下，行业内的多元化布局也将走的更深更远，呈现加速发展的势头。

根据对目前存有的多元化各种模式的分析，我们将其归结为两类：1、房地产相关行业的多元化扩张；2、完全非相关行业的多元化拓展。而其中房地产相关行业多元又分为纵向多元化和横向多元化两大轴线。

图：房企多元化发展类型梳理



纵向多元化：融资渠道、服务增值是重要方向

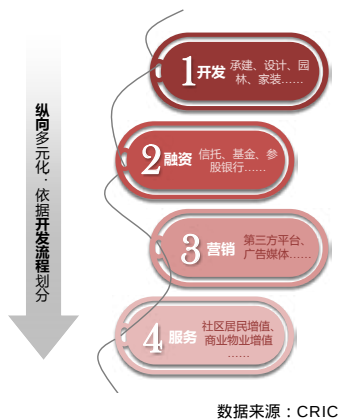
所谓纵向多元化，也即以地产开发为中心，垂直拓展房地产产业链上下游产业的相关业务，涉及房地产开发的各个环节，而最终实现产业协同效应。

在开发环节上，主要体现在房企除了传统的开发业务外，积极向承建、设计、园林、家装等领域拓展。在融资环节上的多元化主要是指房企为了解决资金问题，积极涉足相关的金融行业，如信

托、基金、参股银行等。

接下来的营销环节中，房企主力开拓领域有有第三方平台、广告媒介管理等。此领域的拓展主要是基于2014年不佳的销售环境，全民营销盛行。多家房企开始尝试建立第三方营销平台，以高佣金

图：房企纵向多元化示意图



吸引全民经纪人协助卖方，平台的构建和推广的周期较长，资金投入较大，中小企业涉足的还是较少，更多的房企偏向于与第三方合作去库存。

而最终的服务环节，近年来也越来越多地为房企所重视，基于现有规模庞大的存量市场和房企独有的渠道优势，部分企业开始注重“轻资产重服务”的模式，开辟出轻资产盈利的全新玩法，力图开拓新的盈利空间。这其中目前比较知名的有花样年搭建社区增值服务平台的形式。

在所有的纵向多元化发展路径中，有两个方向是备受中小房企青睐的。

一是融资环节。一些中小型房企因在传统的银行信贷方面优势与大型综合房企相去甚远，在艰难的融资环境下，它们更青睐于地产基金类、信托类方式的“曲线”融资。

二是服务环节。许多房企纷纷盯上地产行业的最后一个环——社区物业服务。不少房企正在由传统的房地产开发企向社区服务商转型，着眼于基于大数据的客户资源开发创新的社区增值服务平台建设。比如花样年的新上市板块“彩生活”，世茂“云服务”等。不过，“社区O2O”目前该方向尚处于起步阶段，未来能否成为房企新的持续盈利点还有长长的一段路要走。

横向多元化：基于现有业务，拓展战略互补新业务

对于房企而言，互补的多元化和稳定的现金流来源是成功的两大关键。

就产业地产而言，着力点应为企业招商，并且产业园区建设需要得到政府等相关部门的政策和资源支持。产业地产的运营需要资金和技术兼备的企业，中小企业需拥有相关资源方可进入。

就物流地产而言，属于全新的业务领域。具体是指根据物流企业客户需要，选择一个合适的地点，投资和建设企业业务发展所需的现代物流设施。盈利主要来源于租赁收入，与产业地产类似，物流地产同样面临招商和企业入驻问题，这对开发商的客户资源和渠道资源提出了新的要求。

就养老地产而言，因中国社会老龄化问题日益严重而逐步兴起。房企一般采用收购方式进驻，但因涉及医疗、教育、文体、餐饮等多个领域，需投入较多的人力和资金成本，且养老地产属于新兴产业，运营难度较大，若贸然进入则容易导致亏损。

就旅游地产而言，主要依托于周边丰富的自然资源，是集旅游、休闲、度假、居住为一体的置业项目。虽然一般旅游项目2到3年就可全部收回投资，且可获取150%到400%的盈利，但因其难度主要在于人气集聚和后期经营，对于新进入者而言，驾驭的难度较大。

图：房地产横向多元化示意图



数据来源：CRIC

在横向多元化层面的拓展，最初以房企进驻商业地产、产业地产等领域为主要方向，而近年来，随着以拉动内需为主的旅游产业大热，以及人口老龄化问题的日益凸显，旅游地产和养老地产也成为房企横向拓展多元化的新方向。

事实上，许多房企实施横向多元化战略，也正是利用了不同领域对于主营业务的互补性可以分散和降低单一地产业务风险这一优势。例如，华夏幸福打造的“产业新城+X”模式，就是基于其已有的“园区地产”业务，辅之以包括产业增值服务、住宅生活配套增值服务、金融增值服务、城市运营增值服务等互补业务，实现多元化的风险分散，开拓新的发展空间。

完全非相关行业多元化：已跳出本领域，不建议进入

非相关行业的多元化指房企投资参与非房地产相关联的行业，并投入开发建设。这些业态包括：体育产业、农业、畜牧业、制造业、矿业等不同业态的产业。因其已跳出房地产领域，我们不建议进入。

总体而言，中小企业在多元化选择方面路径还是较窄的，依托自身已有的优势是关键，余下的投资主要依靠于管理者的战略眼光。我们认为：

融资、服务进入门槛相对较低，可通过轻资产运营降低风险，应成为首选。

在业务拓展方面，应当结合企业现有资源，开展互补的战略业务拓宽盈利渠道。

中小企业应当选定一个战略方向重点深耕，才有望获得比较优势，脱颖而出。

中小房企多元化案例样本分析^①

越秀地产：挂钩金融拓展融资渠道

花样年：瞄准社区服务增值

华夏幸福：打造“产业新城+X”模式

结语

中小房企的多元化之路重点应该放在如何有效利用自身优质资源，无相关资源优势房企可主动出击产品创新。目前行业处于调整期，上、下行仍有可开发盈利的空间。但中小企业在这一领域开展多元化时，切忌盲目跟风。对于新进入行业的选择来说，中小房企最为忌讳的是进入完全陌生的行业。随着房地产市场不断下行，很多中小房企不堪压力打算转换行业，这时候，很多不同行业的进入他们的视线。

本文为《中小企业“精、专、攻”的多元化布局》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

^① 本章省略。

全文
概要

《中小企业“精、专、攻”的多元化布局》导览

一、楼市进入白银时代，房企多元化势在必行

- 1、市场触顶“天花板”，十强房企纷纷开展多元化
- 2、中小房企开始谋“变”，多元化战略引发思考

二、中小房企多元化与大型企业的不同之处

- 1、动机：力图战略转型，细分市场寻找新机会
- 2、范围：设定一个主方向，集中力量重点培养
- 3、模式：多利用自身优势，旨在降低试错成本

三、房企多元化渠道和思考方式

- 1、纵向多元化：融资渠道、服务增值是目前的重要方向
- 2、横向多元化：以现有业务为基础，拓展战略互补新业务
- 3、完全非相关行业多元化：已跳出了房地产领域，不建议进入

四、中小房企多元化案例样本分析

- 1、越秀地产：挂钩金融拓展融资渠道
- 2、花样年：瞄准社区服务增值
- 3、华夏幸福：打造“产业新城+X”模式

五、总结与建议

- 1、“专”：房企应结合已有资源，选择优势领域深耕
- 2、“精”：无相关资源优势房企可主动出击产品创新
- 3、“攻”：完全陌生行业，中小房企最好不要尝试

作者简介

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

路径二：并购与兼并

聚焦！房企并购潮背后的生存逻辑

文/CRIC研究中心研究员 沈晓玲、俞倩倩、陈桢颖

VIEW 正如一个硬币的两面，机遇与风险是并存的。并购同样面临定价风险、项目风险、管理风险、政策法律风险等诸多不确定因素，房企选择以并购提升竞争力也需谨慎。

随着地产行业从黄金时代过渡到白银时代，并购作为一种高效的资产重组方式而被广泛应用。房企纷纷选择并购来谋求转型主要是基于以下三点：一是并购有利于稳妥地扩大规模，开辟新市场；二是房企可通过收购壳公司，拓展融资平台，解决现金流问题；三是并购可带来多重资源整合，提升并购方的产品竞争力。

本文正是基于房企并购的动因，深度解析了多个并购案例并提示风险，希望对房企日后的经营有所裨益。

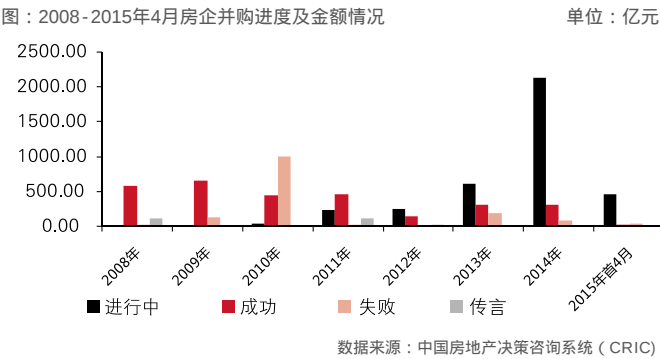
基本情况：2014年房企并购数量猛增

进入2014年，随着行业调整带来的两极分化，部分中小企业及项目遇瓶颈，而大企业扩张则更显迫切，二者在某种程度上找到契合点，以并购的方式增强合作，全新的资产组合模式为企业注入新的机遇。

历史沿革：地产行业发展迅猛，并购总量猛增

伴随着我国房地产“野蛮生长”的黄金十年的过去，行业开始逐步向“白银时代”过渡。随着地产行业的迅猛发展，房企并购也呈现稳中有升的态势，数量和金额在2014年有了显著增加。2014年房地产

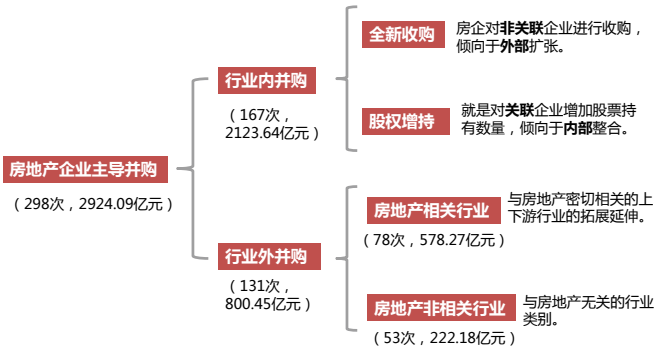
行业已完成并购交易79宗，总价值310.72亿元，与2013年大体持平；但进行中交易高达158宗，交易总额为2125.15亿元，达到了2013年总量的3倍多。



现状分析：2014年并购量创新高，房企力求多元

2014年以来，并购量再创新高，据统计，自2014年截至2015年4月，由房地产企业主导的并购次数达到298次，总金额为2924.09亿元。我们依据交易标的的不同将其按行业内外进行了划分，行业内为167次，行业外为131次，行业内并购占比达到42%。

图：2014年1月-2015年4月房企并购分类及金额情况



数据来源：wind，CRIC

特别关注

针对行业内并购，依据收购方式不同，大体可分为全新收购和股权增持两种。全新收购主要是指房企对非关联企业进行收购，倾向于外部扩张。典型代表为荣盛发展2.3亿收购金海地产，通过此次收购，荣盛在秦皇岛市场的战略布局又增添了新项目，同时也增加了公司在京津冀区域的土地储备数量。而股权增持，顾名思义，就是对关联企业增加股份持有数量，倾向于内部整合。例如：栖霞建设增持苏州栖霞50%股权，首开股份收购沈阳首开盛泰5%股权。

在行业外并购中，我们依据与房地产行业关联性不同，分为相关行业和非相关行业。

相关行业主要是指与房地产密切相关的上下游行业的拓展延伸，比如：建筑工程、营销传媒、金融行业、家装行业、商业和旅游度假等，此类并购大约为78次，总金额为578.27亿人民币。房企选择此类行业进行并购，无非是基于两个目的：一是多元化的经营，分散风险；二是战略转型，在细分市场寻找新的机会。

非相关行业则主要是指与房地产无关的行业类别，诸如食品、化工、石油、航空等行业都属于此类范畴。此类并购大约为53次，总金额为222.18亿人民币。

趋势：行业并购将升级，并购潮势不可挡

在“白银时代”到来之际，资源整合是房企发展的新途径，而并购作为有效的资产重组方式正得到房企广泛的应用。

市场原因：集中度不断上升，地产行业面临洗牌

万万”合作可谓是近期地产圈最劲爆的消息，可以想象，商业标杆万达和住宅龙头万科的联合对整个地产行业而言，意味着竞争格局的新变化。

2014年以来，随着行业分化加剧，房企正在以加倍的速度兼并

重组。这种现象的出现，代表着旧有竞争格局逐步被打破，房地产市场已逐步呈现出两大鲜明的特点：

一、行业集中度逐步提升，两极分化加剧。根据2014年房企销售排行榜数据，TOP10、TOP20和TOP50的金额和面积集中度均高于前几年，TOP100企业金额和面积集中度分别达到38.37%和22.43%。地产市场的竞争格局逐步呈现强者恒强的态势，中小房企的生存环境也更为恶劣。

表：2014年上榜企业销售金额集中度

	2011年	2012年	2013年	2014年
TOP10	10.75%	12.76%	13.72%	17.19%
TOP20	14.97%	17.98%	18.88%	23.15%
TOP50	20.91%	24.57%	26.23%	31.65%
TOP100	—	—	—	38.37%

数据来源：CRIC，中国房地产测评中心

二、地产行业面临洗牌，去化压力巨大。根据国家统计局最新发布的《2014年全国房地产开发和销售情况》报告，去年我国商品房销售出现“负增长”，待售面积的上升意味着2015年房企将面临巨大的去化压力，接踵而至的还有银行的贷款、自身的利润、现金流等问题，房企将面临行业洗牌带来的巨大挑战。

自身原因：房企谋求转型，并购重组成为优选

并购重组作为一种有效的搞活企业、盘活资产的途径而被广泛应用。企业以此方式助力转型，主要是基于以下几点原因：

稳妥地扩大规模，开辟新市场。标杆房企往往会采用收购优质资产或地块的方式来扩张现有的经营规模。一方面成本相对较低，收购更考验的是房企的管理经营和资源整合能力，这往往是大型房企的优势所在；另一方面风险也大大降低。

拓展融资平台，解决现金流问题。受制于我国复杂和冗长的上市审批程序和每年有限的上市名额，部分房企为了解决资金流问

题，纷纷采取借壳上市的模式，拓展自身的融资平台。典型代表为绿地香港借壳金丰投资上市。

多重资源整合，提升竞争力。部分房企也在通过并购重组加速资源整合，完善其业务结构的同时，提升其产品竞争力。以华业地产全资收购重庆捷尔医疗为例，一方面是其布局养老的多元化战略需求，另一方面，也有助于华业地产构建三甲医院+商业+供应链金融的医疗体系，提升其产品竞争力。对华业而言，21.5亿元的代价全资收购不失为一比划算的买卖。

案例：房企并购整合资源，创新突破扩展规模^①

一些大型房企往往会选择并购地方标杆，为自身的战略布局减少阻力，以求迅速在新市场达到较高的占有率。万科早在2005年时就曾通过收购地方标杆南都成功打入江浙市场，时至今日，仍有许多中小房企选择以并购模式打开新市场。

并购地方标杆，打开新市场

典型案例分析：绿景收购新泽，进入苏州布局长三角

事件描述：2014年年中，深圳绿景集团以9.4亿元收购香港新泽控股64.83%股权，成为香港新泽控股大股东，成功在香港联交所“借壳”上市。目前，深圳绿景集团已全面接管了香港新泽控股在苏州的锦华苑发展有限公司、新兴地产、新绣地产及吴江新泽地产有限公司，成功进入苏州市场。

案例剖析：绿景此次收购新泽，一方面是为了“借壳上市”，拓展自身融资渠道。事实上，早在2008年绿景集团就有上市准备，但因遭遇金融危机，楼市下行，遂暂停了上市计划。此次借壳上市为绿景集团

^① 本章节部分案例略。

的固有战略，并且在当前境内融资不畅，库存偏高的市场环境下，此次成功借壳新泽也更具战略意义，有助于拓展其融资渠道和使之国际化。

另一方面是寄望于充分利用壳资源，拓展城市覆盖率。具体而言，深圳市场容量有限，绿景集团要想发展壮大必须聚焦珠三角，适时全国化。目前绿景集团在珠海、茂名、东莞等珠三角地区均有项目正在开展，同时，通过收购新泽控股落地苏州、辐射长三角也是绿景集团全国化的步骤之一，基于其“做强深圳、聚焦珠三角、推进全国化”战略规划布局，苏州也将成为绿景进军长三角城市发展的桥头堡。

房企并购时往往带有多重目的，以绿景为例，除了扩张规模，打开新市场外，选择有潜力的壳公司丰富海外融资渠道也是其重要的战略考量。并购方式的优势就在于能以少量资金完善企业的多元发展需求。

表：房企并购地方标杆，开辟新市场的案例 单位：亿元

时间	交易标的	并购方	被并购方	交易总额	完成情况
2005-03-03	南都100%股权	万科地产	南都地产	40.17	完成
2014-06-06	香港新泽控股64.83%股权	绿景集团	新泽控股	9.4	完成

数据来源：公司公告、CRIC

并购竞争对手优质资源，扩大规模
拓展融资平台，丰富融资渠道
集团内部资源整合，实现1+1>2
跨界并购，深化多元化之路

风险提示：多层因素需要考虑，避免盲目并购

并购毕竟是一项涉及法律、资产债务、政策等多层面的工程，并且在实践中，企业也面临诸多问题，因而影响了后续发展的稳定性。

法律风险：周密的法律尽职调查

尽职调查贯穿并购前和整个并购过程，对目标公司存续合法性、并购程序合法性等做详细调查，以此作为方案设计、谈判价格的参考之外，也直接影响了并购有效性和交易的成败。另外，严谨的前期调查工作可有效降低信息不对称造成的风险。

定价风险：定价过高，影响经营回本、财务负担等问题

对目标企业所进行的评估方式主要包括收益法、市场法和资产基础法等。一般来说，往往需要联系目标企业本身的情况，结合采用多种方法作出价值估算。基于评估价值和预期价值的考量，再经过协商进行价格谈判。

经营风险：市场变化，既定目标未能实现

并购后的企业在经营方面可能不能如预期般完成既定的目标，因而产生经营风险。尤其是对于那些在并购协议中涉及业绩承诺的企业，虽然被并购方会对业绩“不达标”作出相应的补偿，但是这也并不是房企当初进行并购的初衷。

管理风险：预警文化不兼容性和人员流失问题

每家企业都有自己所传承秉持的企业文化，往往在不同企业间存在一定的差异。并购交易完成后，并购方若不能有效管理，很难实现所谓的并购协同效益。此外，如何有效采取激励制度留住人才，是管理层得事先谨慎考虑的问题。

债务风险：隐性债务难以被发觉

在一些企业并购重组的案例中，不仅涉及股权收购，还包括债权债务的重组。但是一些游离于表外的隐性债务和被隐藏的担保贷款难以被发觉，而且要获得这一部分债权人的同意，难度系数也可能很大，也就成为了完成债务方面重组的一大难题。

全文
概要

《聚焦！房企并购潮背后的生存逻辑》导览

一、基本情况：14年房企并购数量猛增，资源整合谋求发展

- 1、历史沿革：地产行业发展迅猛，并购总量猛增
- 2、现状分析：14年并购量创新高，房企力求多元转型

二、趋势：地产行业并购将升级，并购潮势不可挡

- 1、市场原因：集中度不断上升，地产行业面临洗牌
- 2、自身原因：房企谋求转型，并购重组成为优选

三、案例：房企并购整合资源，创新突破扩展规模

- 1、并购地方标杆，打开新市场

案例：绿景收购新泽，进入苏州布局长三角

- 2、并购竞争对手优质资源，扩大规模

案例一：彩生活收购开元国际，扩充高端物业管理业务

案例二：融创计划收购佳兆业优质资产

- 3、拓展融资平台，丰富融资渠道

案例：绿地借壳金丰投资上市，“双平台”助力发展

- 4、集团内部资源整合，实现1+1>2

案例：中海并购中建股份，中建系地产业务整合

- 5、跨界并购，深化多元化之路

案例：华业地产收购重庆捷尔，拓展医疗产业

四、风险提示：多层因素需要考虑，避免盲目并购

本文为《聚焦！房企并购潮背后的生存逻辑》报告删减版，

如需完整版，请联系我们。

作者简介

沈晓玲，CRIC研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、应急策略研究

电话：021-60867867 邮箱 shenxiaoling@cric.com

俞倩倩，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究

电话：021-60867870 邮箱：yuqianqian@cric.com

陈桢颖，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究

电话：021-60867876 邮箱 chenzenying@cric.com

路径三：主题地产，上

试水产业地产新机遇

文/CRIC研究中心研究员 朱一鸣、陈开朝、董妍

VIEW 当住宅市场的“天花板”越来越近，一些专注专业地产的房企如华夏幸福业绩却高速增长，因此这一领域吸引了包括绿地、万科等龙头在内的房企在这一领域投入重金。

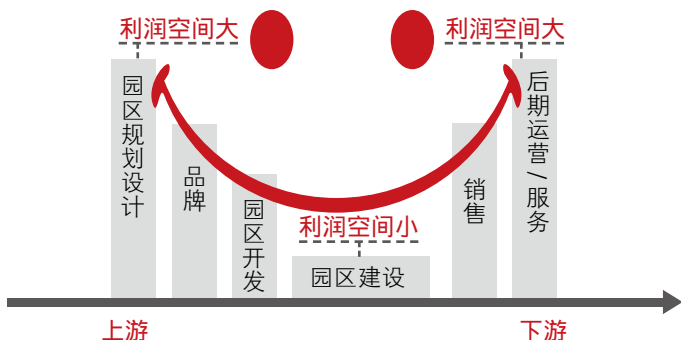
产业地产的运营比住宅更为复杂，回报周期更长，盈利手段也更丰富。由于中国经济增速和城镇化的需求，产业地产还有巨大的发展空间。除了有助于推动三四线城市发展外，产业地产还能够平衡人口数量，并能带动商业、住宅等的消费需求。

产业地产的历史与现状

产业地产的模式主要是通过统筹和组织区域经济活动和生活方式，以提高对土地的利用效率的，并使投资者、地方经济、产业发展和就业人口都从中获益。

产业地产，主要类型包括有工业园、科技园、仓储/商贸物流园等等。其开发分五种模式，包括园区综合模式、地产商模式、企业自用模式、基金模式和政府模式。2014年，有越来越多的房企尝试进军产业地产，其根本原因，和房企选择其他多元化的原因类似，即随着房地产行业的利润不断下滑，房企希望能够寻找到新的利益增长点，既能带动主业的发展，又能起到补充企业收益的作用。

图：产业地产“微笑曲线”示意图



图：中国产业地产发展历程



产业地产的门槛更高，因此在黄金十年，住宅等市场的发展空间较大时，鲜有房企会介入该领域。产业地产难点主要在于运营模式和资金回报间的平衡。产业地产依靠土地增值能获取的收益极少，惟在对园区内的产业予以培育——其核心价值在于成熟的产业。若是通过物业销售的方式，尽管能快速回笼资金，但无法证明在后期运营上的投入，很少有企业或投资客愿意为不确定的未来买单。

因此，先期投入并将产业导入，培育成熟后，带动整个区域的经济和生态圈发展，通过周边配套物业销售及园区内的增值服务盈利是最佳模式。这就对产业地产开发的房企提出了较高的要求，主要包括：强大的融资能力、优秀的合作能力、多元化整合能力。

产业地产的盈利模式^①

销售型模式运营能力弱，已被逐渐淘汰

销售园区周边住宅等配套，能减轻房企资金压力

运营管理型回报周期长，收益主要分为三种

房企试水产业地产主要类型^②

和传统产业地产开发企业不同，房企在住宅、商业等配套方面的经验更为丰富，服务也更为人性化，而其中有更多的盈利点待挖掘。

创业园区规模较小，提供资本对接是主要盈利点

创业园区为规模较小的产业地产，入驻企业通常为科技、互联网等行业。由于这部分创业群体以年轻团队为主，资金较为缺乏，因此办公场地通常租金价格不高，内部空间也较为开放。

这类园区对开发商的资金情况要求不高，但对合作资源要求极高，既需要能够控制场地的开发或租赁成本，又能对接到创业投资人，扶持园区内的企业成长。开发商从租金中能获得的收益不多，盈利的主要来源是提供资本对接及其他增值服务时收取的管理费用。

案例：毛大庆“优客工场”，扶持创业企业成长

产业新城体量大，但销售周边物业能带来现金流

房企最热衷的为产业新城模式。该模式与区域开发较为相似，总体体量较大，除产业园区外，还包括周边住宅、商业等配套项目。

这一模式更像是升级后的新城建设：由于原有大批新城建设后，仅依靠投资需求进行销售，缺乏人口和产业支撑，没有足够的需求量，导致形成“空城”“死城”。若是导入产业，则有就业人群进

^① 本章节略。

^② 本章节案例内容有删减。

入，并能拉动经济增长，使整个区域都能“活”起来，由产业带动消费和居住需求，支撑新城的发展。

产业新城模式的收入主要来源于一级土地开发、配套住宅和商业销售等，并有部分租赁和增值服务带来的收入。销售与运营结合的模式能够减轻房企的资金压力，又有运营带来长期稳定的回报，房企也会在管理上多投入多花心思，因此目前颇受房企的欢迎。

案例一：华夏幸福产业新城，受益于京津冀一体化

近年来，华夏幸福的业绩实现高速增长，和其平衡、多元的收入来源有关。以2014年为例，其收入中有69.3%来源于园区配套住宅销售，14.8%为园区开发业务结算回款，剩余则为城市地产签约销售、酒店、物业等收入。同时，产业地产为华夏幸福带来了高毛利率，2014年，其产业发展服务的毛利率高达96.89%，基础设施建设的毛利率为38.62%，均高于房地产开发销售的平均水平。

华夏幸福的营业收入主要来自于产业新城开发与建设以及城市地产开发，产业新城开发与建设又可分为土地整理、基础设施建设、产业发展服务、公用事业服务以及园区住宅配套开发，按照当期公司与政府结算额确认收入；园区住宅配套开发和城市地产开发以商品房实际交予客户作为收入确认的依据。

产业促进是华夏幸福的核心竞争力，截至2014年底，已完成52个具有明确行业属性产业园的谋划和布局。公司将产业创新具化为产业联盟的发展模式和创新孵化两大发展路径。在产业联盟方面，公司与不同领域的顶尖合作伙伴合作。在创新孵化方面，搭建科技成果孵化转化平台，加速成果对接转化。

同时，公司通过不断建设完善基础及配套设施，加强城市综合运营及城市营销，实现城市资源增值和城市发展最优化运作。

产业园须符合地方政策引导，依特点制定运营方式

产业园是众多房企探索产业地产的一种重要形式，根据数据显示，在2005年第一次房地产调控之后，约有30%的传统房地产商转向产业园的建设开发。作为一种比较传统的园区开发模式，产业园主要是依据政策的引导以及企业的聚集而形成的产业园区。因此产业园在地域的选择上需要迎合地方的产业发展及政策引导，建立不同类型的功能园区，根据产业的特点制定出适合的运营方式。

案例一：亿达通过免费场地，置换企业股权

亿达大连软件园是国内发展的比较成熟的一个产业园，主要是通过物业的出租出售获利。从2014年它的收入构成来看，销售型物业的占比超过了90%，此外随着开发的面积逐年增加，持续、稳定的物业收入也是利润的另外一个重要组成部分。

亿达在今年年初提出了要转型，新的运营模式是主要是针对科技创新型的公司，通过定制服务帮助企业发展，并且免费提供创业场所，而企业相应需要让亿达拥有部分的股权。如果新的模式可行，除了大连和武汉，亿达还希望未来能够在一线城市的近郊复制推广。

案例二：光谷联合提供管理服务，收入来源于园区运营

光谷联合是一家以前具有国资背景的企业，因此在其发展的道路上，经常能够受到政府的青睐。但它真正的优势体现在园区运营方面，光谷联合号称“园区运营专家”，它为企业提供专业的管理服务，并由此获利，主要收入基本都是都来源于园区的运营与开发。光谷联合的旗下有31家附属公司，他们都有不同的分工和职责，彼此之间相互合作。

光谷联合在园区的运作上主要从两个方面入手：横向上它善于集中有关联性的企业，形成小的企业集群，在多元化企业类型的同时能够促进彼此共同发展；而在企业的纵向发展上，采用“四位一体”的理念，通过规模开发降低企业的时间和投资成本，提高企业的运营效率。

案例三：中关村以大学等为主体，形成“技工贸一体化”

中关村电子城，是我国发展比较早的一个产业园，初步成形是在从上个世纪80年代，初衷是想要学习美国的硅谷，建造中国的高新科技园区，当时政府在园区的建造上起到了绝对的主导作用。但是后来政府的过度干预反而制约了园区的发展，并且由于缺乏专业运营指导，目前其运作有些脱离市场。从2014年的业绩来看，电子城的盈利呈现出下滑的趋势，未来园区不仅是需要更好的放开以及引导，甚至是转变目前以办公出售为主的模式，走上新的道路。

电商发展为物流地产及商贸城带来机遇

近几年各界对物流地产的关注度越来越高。所谓物流地产，简单来说就是现代物流设施的载体，主要形式包括物流园区、物流仓库、配送中心、分拨中心等等。物流地产的运营商通过汇聚人流、物流、信息流、资金流等，来实现资源价值的最大化。盈利主要来源于五个方面：土地增值、出租收入、服务费用、项目投资收益及其他收益。

案例一：物流地产龙头普洛斯建造仓库，获取租金收益

案例二：华南城开发商贸城，土地成本极低

结语

相比原来几乎被国营企业垄断的状况，未来将有更多的民营资本参与到产业地产的开发中。目前国家鼓励采用PPP模式，通过政府与社会资本合作吸引资金参与基础设施建设。未来，产业地产还有巨大的发展空间，但产业地产的运营不能只依靠房企一方单独努力，更需要地方政府在政策上给予扶持，以及金融方面的支持，乃至整个创业环境的优化带来更多的高科技产业。因此，房企应当紧跟国家政策寻找机遇，与国家扶持的产业建立合作，将产业地产开发与经济发展相融合，在白银时代通过正确的模式迎来新一轮增长。

本文为《房企试水产业地产的主要形式》报告删减版，
如需完整版，请联系我们。

《房企试水产业地产的主要形式》导览

一、产业地产的历史与现状

- 1、产业与地产的关系逐渐密切，是房企转型新方向
- 2、传统产业地产企业基本为国企，目标拉动区域经济
- 3、产业地产是房企新的盈利点，能与主业协同发展
- 4、产业地产门槛高，要求房企平衡运营与资金

二、产业地产的盈利模式

- 1、销售型模式运营能力弱，已被逐渐淘汰
- 2、销售园区周边住宅等配套，能减轻房企资金压力
- 3、运营管理型回报周期长，收益主要分为三种

三、房企试水产业地产主要类型

- 1、创业园区：规模较小，提供资本对接是主要盈利点
案例：毛大庆“优客工场”，扶持创业企业成长
- 2、产业新城：体量大，但销售周边物业能带来现金流
案例一：华夏幸福产业新城，受益于京津冀一体化
案例二：绿地以空港产业为主题，全国布局产城一体化
- 3、产业园：须符合地方政策引导，依特点制定运营方式
案例一：亿达通过免费场地，置换企业股权
案例二：光谷联合提供管理服务，收入来源于园区运营
案例三：中关村以大学等为主体，形成“技工贸一体化”
- 4、物流地产及商贸：电商发展带来机遇
案例一：物流地产龙头普洛斯建造仓库，获取租金收益
案例二：华南城开发商贸城，土地成本极低

作者简介

- 朱一鸣，CRIC研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、融资及财务分析
电话：021-60867872 邮箱：zhuyiming@cric.com
- 傅一辰，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业战略、痛点研究
电话：021-60867827 邮箱：fuyichen@cric.com
- 孙月，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究
电话：021-60867875 邮箱：sunyue@cric.com

路径三：主题地产 ▸ 下

涉足物流地产 “分一杯羹”

文/CRIC研究中心研究员 沈晓玲、杨晶晶、陈桢颖

VIEW 在国内市场上，不仅有平安、KKR、黑石、凯雷等金融界巨头看好并投资物流地产，复星、华夏幸福、富力、万科等房企也将物流地产作为业务拓展的方向。如今，物流地产的开发备受青睐，正成为一个发展日新月异的产业。

上世纪80年代，物流地产由美国的普洛斯公司率先提出并实践，2001年，外资物流企业进入国内物流地产市场。

近些年，国内物流地产进入快速成长期，同时伴随淘宝、京东等电商平台迅速发展，核心城市周边仓库、配送等物流设施进入供不应求状态，租金水涨船高，物流地产市场前景看好。

不仅如此，对于房企而言，物流地产潜力切中企业利润预期，且其存在先天项目开发优势，门槛相对降低，万科、华夏幸福、富力及复星等房企均参与进来。

基于典型案例分析，本文探究房企如何操作物流地产。

物流地产的概念及发展

近年来，中国经济的快速增长，国内外贸易、电子商务等行业加速对物流的需求，加上政府的支持，催生物流地产迅速发展。

2001年外资物流进入国内市场，物流地产逐渐兴起。2003年，国际物流地产巨头普洛斯开始进入中国，其大量的投资带动了国内民营物流地产的发展，物流地产也由此开始受到社会的关注。与此同时，中国日益融入世界经济中，尤其是区域性制造生产的产业集群为物流

地产的发展带来了契机。

模式：运营主体多样，涉及地产商、物流商、政府

由于物流地产投资体量大、回收期限长，物流地产的运营模式按照投资和管理的主体不同可分为五种：

地产商主导型。即由房地产开发商开发投资并选地建成相关物流设施后，再租售给物流商并代其管理。该模式的优点是地产商具有地产运营经验，能帮助客户管理资金、降低成本，提高企业的核心竞争力。缺点是对于小规模物流企业而言，租金成本可能过高。

物流商自有地产型。即物流企业是相关物流设施投资建设的主体，建成后自营管理。优点是可节省租金，物业折旧可享税收减免的好处。缺点是其非专业化的建设和管理水平会带来建设、管理成本较高，同时需要占用大量资金，运营成本较高。

地产、物流商合作经营型。即物流商、地产商通过成立项目公司或签订协议、合同等其他契约方式共同出资、合作经营，并按照协议获取收益和承担风险。该模式优点是可发挥地产商拿地、设施建设等优势，以及物流商的物流效率设计、物流运营优势，可实现物流商和地产商的合作共赢。缺点是合作前期面临信用风险，后期利益分配、风险分担上可能会出现矛盾。

第三方牵头型。即通过第三方将物流商和地产商各自的资源进行整合，物业建成后由第三方负责招标管理企业，并负责后期收益分配。该模式优点是充分利用独立第三方的审查，避免物流商和地产商的信用风险以及后期产生可能产生的矛盾。缺点是对于第三方的要求很高，而且要求中介市场较高的行业自律和社会信用档案的支持，需要国家政府的政策法规的监管。

政府主导型。即是由政府设定专门开发部门以经济开发的模式对物流园区等物流基础设施进行开发和建设。该模式优点是经济区开发能为物流园区的发展提供市场，拿地较易，建设资金充足。缺点是政府市场风险意识薄弱，对市场需求规模掌控力弱。

表：物流地产五种运营模式典型案例

模式分类	典型案例	项目（合作）情况
地产商主导型	广州国际空港物流园	2010年，富力在广州花都空港经济圈内，以30亿元投资建设集仓库、研发基地、酒店、商办等为一体的广州国际空港物流园，占地面积152万平方米，其中物流仓储面积100万平方米。
物流商自有地产型	上海现代物流投资发展有限公司	公司隶属于百联集团，拥有100万平方米专业物流基地，70万平方米库房，以及相应的铁路专线、码头、车队等配套设施和设备。
地产、物流商合作经营型	招商地产合作中外运长航集团	2014年12月，招商地产与物流央企中外运长航实业发展有限公司签署了合作框架协议，其称将发挥各自在土地资源和城市综合开发运营方面的经验优势，实现优势互补的战略合作。
第三方牵头型	天猫超市物流配送中心	2013年，阿里联合了银泰、复星、富春、顺丰、申通、圆通、中通、韵达组建了一个新公司，名为“菜鸟网络科技有限公司”。2015年，菜鸟网络将增开三个天猫超市物流配送中心，分别位于成都、武汉、金义。菜鸟网络的商超服务选择开放合作，武汉优质的物流企业均可加入到菜鸟网络的配送体系中来。
政府主导型	青海朝阳物流园区	青海朝阳物流园区是青海省“十一五”规划的重点建设项目，2009年初规划用地面积扩大到8.05平方公里。园区建成后将形成生产资料物流中心、生活资料物流中心、铁路物流中心、物流CBD、进出口物流中心以及公路货运主枢纽等六大功能区。

数据来源：企业公告、CRIC

机遇：市场需求强劲，政策、融资等条件优势

物流地产的迅速发展主要由市场需求提供原动力，同时，电商的发展也起到了促进的作用。

首先，工业建设用地成交量攀升和仓储物业租金上涨表明物流地产已步入需求强劲的时期。2014年，全国主要城市共成交工业用地建设面积19611万平米，同比上涨11.1%，其中第三、四季度分别上涨56.5%和37.4%；工业地块共成交4849宗，同比上升19.5%。

其次，截至2014年5月，全国优质仓储物业平均租金已连续18个季度上涨，超过写字楼、购物中心及高档住宅，跃居物业市场第一，一线城市仓储物业租金在未来15个季度还将继续上涨。

再者，近两年我国电子商务的迅猛发展对仓储物流需求形成直接的支撑。2014年我国快递业务量达140亿件，同比增长52%，首超美国跃居世界第一。

地产基金发展，融资渠道更广。作为新兴金融模式，地产基金

特别关注

则可成为物流地产发展链中重要的环节。信托基金为房企进入耗资较大的物流地产提供了一条十分有利的资金来源渠道。

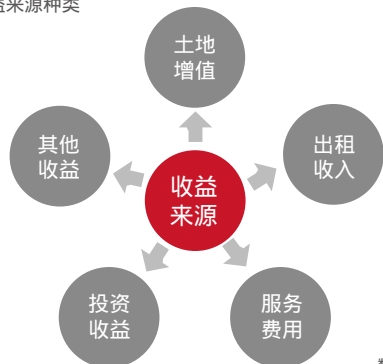
盈利渠道多样化，电商物流创造新盈利点。物流地产项目的盈利主要来自五个方面，即土地增值、出租收入、服务费用、项目投资收益及其他收益。

其中出租收入主要是指仓库、设备和房屋租赁收费，停车场收费以及其他管理费用；服务费主要包括信息提供、培训、融资及其他服务费用。资金相对充足的房企可先储备物流土地，通过土地增值获得溢价收入；开发建设经验丰富的企业可提供代建服务，轻松收取收入；运营能力较强的企业可以完全独立开发、建设、经营，获取更多的利润。此外，随着电商的发展，房企在后期服务时可结合O2O的智慧服务不断打造出新的盈利点。

盈利空间大，长期投资回报稳定。根据国内外物流地产运营经验，物流地产投资回报虽然相对于住宅来说较为缓慢，但其长期回报较稳定。

物流地产区别于传统住宅，其产品较单一易标准化，可大规模复制扩张后形成规模效应。由于其拿地成本低，盈利空间更大，加上政策的支持而享受相关税费的优惠，以及资产折旧可降低税费的好处，将大大增强其回报率。

图：物流地产收益来源种类



数据来源：CRIC

房企涉足物流地产的案例分析^①

基于个人消费增长、电商崛起等所带来旺盛的物流仓储的需求以及该产业稳定的收益、广阔的发展空间，着实吸引万科、绿地、复星、华夏幸福等越来越多的房企陆续进入该领域。

复星集团：携手国药，利用集团资源，完善医药物流体系

华夏幸福：联姻京东共建电商产业园，实现1+1>2

富力地产：看准新区发展潜力，大本营抢先机

万科地产：借助财团支持，轻资产模式运营物流项目

房企操作物流地产，实施“5步走”策略

通过对涉足物流地产领域的房企典型案例分析，我们认为，房企做好物流地产，有5个层面需要关注，分别为区域选择、项目获取、项目定位、资金渠道及后期运营。

区域选择：侧重交通要道，选址沿海经济圈

项目获取：直接出手土地市场，或采取“曲线救国”

项目定位：量力而行，根据自身资质做项目

资金渠道：寻求外援支持，基金合作是主流

后期运营：物业持有模式，运营扬长避短

目前物流地产潜在的风险提示

对于房企进入物流领域，我们的建议是：在客观评估企业发展实力及未来方向后，利用优势，谨慎进入才是上上之策。

① 以下两章省略。

国内发展未成熟，法律实施待完善。目前国内的物流地产发展并不成熟，其中一个主要原因在于政策和法规的实施不到位。地方政府并不热衷审批物流用地，选择物流地产的开发商们不得不面临较高的政策风险。

房企新进入领域，面临招商难问题。拥有丰富经验和强大资本的外资地产商已占据大半江山，对新进入者而言，能否快速打开市场仍是操盘物流地产的成败关键。

房企重在开发，缺乏完善的物流管理机制。对于物流地产管理经验的缺乏已成为制约开发商拓展市场的短板，对新进入者而言，不妨采取与老牌物流商合作的方式，降低自身运营风险的同时积累管理经验，待时机成熟再图谋后期发展。

物流属性地块供应减少，价格上涨难避免。不断攀升的地价对于初入物流行业的房企而言意味着后期巨大的运营压力，如无法实现盈利也很难通过二次土地出让挽回损失。

行业处于半垄断，争取立足之地不易。现今的物流行业已属于半垄断状态，对于新进开发商而言，想要争取立足之地，实属不易。这就要求房企审慎权衡自己的资源与物流地产的发展存在的契合点，突破重围，谋求新的发展之路。

持有期和回报周期较长，资金占用率高。基于物流地产的业务属性，存在着持有期和回报周期都较长的特点，对资金占用率较高，且偏重于管理；若房企面临现金流、债务等问题，实际上物流地产并非是一个好的选择，但随着电子商务每年超过100%的速度爆发式增长，现代物流业也存在新的机遇。

本文为《房企涉足物流地产研究调查》
报告删减版，如需完整版，请联系我们。

全文
概要

《房企涉足物流地产研究调查》导览

一、物流地产概念及发展

- 1、概念解析及现状运作模式
- 2、机遇：市场需求强劲，政策、融资等条件优势

二、房企涉足物流地产的案例分析

- 1、多家房企涉足物流地产，看好该领域发展前景
- 2、典型案例分析
 - (1) 复星集团：携手国药，利用集团资源，完善医药物流体系
 - (2) 华夏幸福：联姻京东共建电商产业园，实现1+1>2
 - (3) 富力地产：看准新区发展潜力，大本营抢先机
 - (4) 万科地产：借助财团支持，轻资产模式运营物流项目

三、房企操作物流地产，实施“5步走”策略

- 1、区域选择：侧重交通要道，选址沿海经济圈
- 2、项目获取：直接出手土地市场，或采取“曲线救国”
- 3、项目定位：量力而行，根据自身资质做项目
- 4、资金渠道：寻求外援支持，基金合作是主流
- 5、后期运营：物业持有模式，运营扬长避短

四、目前物流地产潜在的风险提示

- 1、国内发展未成熟，法律实施待完善
- 2、房企新进入领域，面临招商难问题
- 3、房企重在开发，缺乏完善的物流管理机制
- 4、物流属性地块供应减少，价格上涨难避免
- 5、行业处于半垄断，争取立足之地不易
- 6、持有期和回报周期较长，资金占用率高

作者简介

沈晓玲，CRIC研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、应急策略研究
电话：021-60867867 邮箱 shenxiaoling@cric.com
杨晶晶，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业研究
电话：021-60867869 邮箱 yj.yangjingjing@cric.com
陈桢颖，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究
电话：021-60867876 邮箱 chenzhenyong@cric.com

路径四：商业地产

发展持有物业，房企收租能力大比拼

文/CRIC研究中心研究员 沈晓玲、杨晶晶

VIEW 近年来，已有不少房企加大商业地产的持有比例，甚至将其作为企业战略转型的方向，如招商为企业创造新的盈利点。不管是老牌商业地产的开发企业，抑或正向商业地产转型的房企，获取租金收入均是其发展商业的关注点。

2011年-2013年期间，众多房企加码商业地产。至如今的2015年，当初进军持有物业的房企，旗下商业项目已普遍进入运营阶段。经过3-4年的发展，更多的万达广场、华润万象城、大悦城、龙湖天街等在各个城市投入运营，其收益能力引人关注。那么，各房企的收租能力到底如何？本文基于房企年报数据，揭晓答案。

2014年房企租金收益比拼

基于全面比较房企的收租能力，我们选取三类房企进行对比，分别为10强房企、典型房企及港资房企。

10强房企中，鉴于缺乏绿地、碧桂园及华夏幸福的商业租金方面数据，我们选入万达、恒大、保利、中海、华润、世茂与融创这7家；典型房企而言，我们选取在商业地产领域布局较早，已有规模的房企，覆盖龙湖、招商、远洋、大悦城、金融街、方兴，共6家；此外，还有九龙仓、瑞安、新鸿基、恒隆、太古5家在内地开发商业物业且规模可观的港资房企。

为了数据的可比性，我们选取房企在内地的租金收入、可出租面积、平均租金及出租率4项指标，以其公开的年报作为分析的基础数据，且酒店收入不计入统计。

表：选取的18家房企名单

类别	企业名称
10强房企	万达、恒大、保利、中海、华润、世茂、融创
典型房企	龙湖、招商、远洋、大悦城、金融街、方兴
港资房企	九龙仓、瑞安、新鸿基、恒隆、太古

数据来源：CRIC

规模：万达捧得收入与可租面积双料冠军

租金收入：内地租金收入万达抢跑，有望赶超港资房企

2014年，18家房企在内地商业市场上共实现租金收入313.51亿元。万达以103.52亿元的租金收入位居第一，占18家总租金收入的33%。可观的收入不仅和万达大体量的商业项目有关，还因企业拥有多年的开发经验和成熟的经营理念，据万达2014年年报透露，107个万达广场出租率100%以上的共有90个，90%以上的占14个。

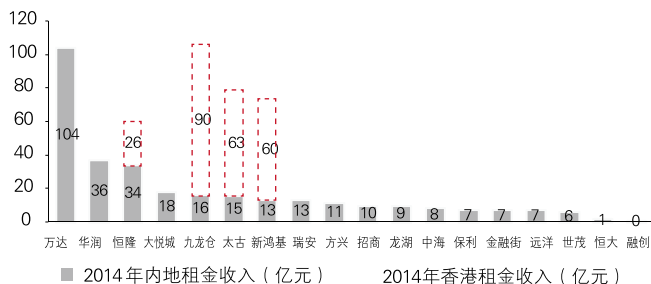
华润以36.43亿元位居第二，不错的租金收益主要在于14年郑州万象城、合肥蜀山五彩城、宁波余姚五彩城、重庆万象城、上海南翔五彩城以及无锡万象城6个购物中心相继开业，而且这些店铺在开幕日开业率均超过80%，贡献了租金收入的增长。

此外，方兴、招商、龙湖等房企的租金收入均在10个亿左右，而恒大、融创分别为1.41亿元和0.11亿元。

值得一提的是，港资房企在内地的租金收入也不甘示弱。九龙仓、太古、新鸿基、恒隆四家港资企业的香港、内地两地的总租金收入分别是105.49亿元、78.40亿元、73.12亿元及59.76亿元。剔除香港收入后，四家企业内地收入均能超过10亿元，其中恒隆内地租金收入更是高达34亿元。

由此看出，尽管港资房企较早进入商业地产市场，具有开发经验等运营优势，已在内地取得不错的租金收入，但内地房企具有地缘优势，如万达已是内地商业地产规模最大的房企，且其规模还在继续扩张，有赶超港资房企之势。

图：2014年18家房企租金收入对比



备注：恒隆2014年车位体量比重较大，考虑平均租金合理性，租金收入剔除车位租金。

数据来源：企业年报，CRIC

① 可出租面积：万达夺冠，港资房企份额可观

截至2014年年末，万达拥有1149万平方米的商业地产可租面积，在房企排名中稳居第一。众所周知，万达采取规模发展模式，尤其是2012年以来开业的万达广场主要集中于二线城市，且打造面积较大的商业综合体。以2014年的可出租面积为例，几乎每个万达广场平均面积约为10万平方米以上。

内地房企中，华润商业地产可出租面积也比较大，为317万平方米。此外，在内地可出租面积超过百万方体量的房企还有龙湖、恒隆、新鸿基、龙湖、中海和招商。

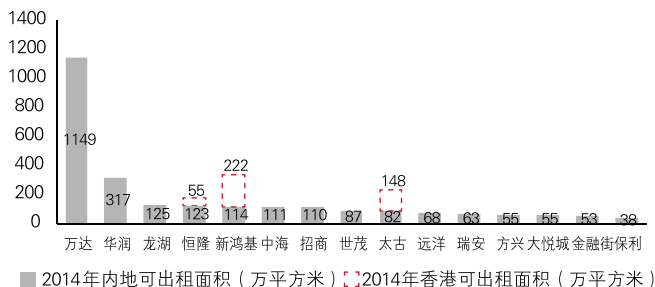
恒隆于内地的商业可出租总面积有122.5万平米，在18家房企中位居第四。值得一提的是，恒隆是港资房企中唯一一家在内地商业持有体量超香港的房企，内地持有物业面积占比达到7成，业务覆盖

① 规模面积数据涉及可出租面积、已出租面积，鉴于选取房企年报多公布可出租面积，较少公布已出租面积，我们以可出租面积作为规模指标。

了上海、天津、大连、沈阳、济南、无锡、武汉及昆明8个城市。此外，在内地商业可出租面积较大的企业还有新鸿基，为114.44万平方米，不过，其香港可出租面积达222万平方米，几乎是内地的两倍。

总体来看，众房企中，万达商业地产的可出租面积占据了15家企业（恒大、九龙仓、融创无面积数据）的总面积的45%，独揽领头地位；港资企业由于进入内地商业地产市场较早，其规模也占据了内地商业地产较大份额；华润、龙湖、中海、招商等房企也在不断加大商业地产的比例。

图：2014年15家房企可出租面积对比



备注：1、恒大、九龙仓、融创3家企业的可出租物业面积不明确，故不列入分析；
2、恒隆2014年车位体量比重较大，考虑平均租金合理性，剔除车位面积。

数据来源：企业年报、CRIC

● 运营：大悦城平均租金居首，港资房企总体占优

平均租金：大悦城租金水平最高，达271元/平米/月

令人意外的是，2014年大悦城在内地商业物业平均租金高达271元/平米/月，位居房企内地租金收入水平的榜首。大悦城能获得较高的租金主要是由于其商业项目均定位服务于消费能力较强的年轻群体，且位于区位较好的一二线发达城市。如北京、上海、天津等城市的核心板块。

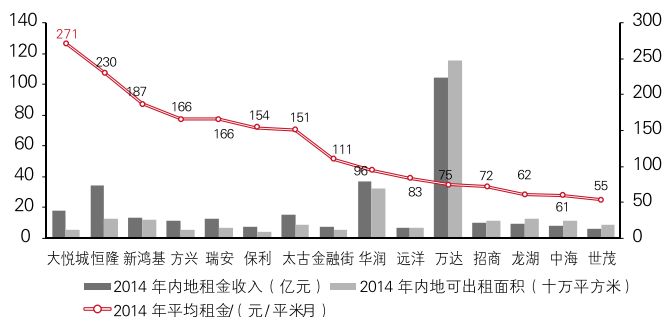
① 平均租金计算方式为平均租金=租金收入/可出租面积（已出租面积）/期间时间，鉴于规模指标选取可出租面积，本文平均租金=租金收入/可出租面积/12或6，单位为元/平米/月。

内地房企方兴、保利的平均租金也分别达到166元/平米/月、154元/平米/月，均高于万达、华润。

港资房企中，恒隆在内地的平均租金高达230元/平米/月，仅次于大悦城。近年来，恒隆得益于在内地市场集中一线核心区域布局，租金一直保持较高的水平。太古则长期坚持走高端商业物业的路线，2014年平均租金为151元/平米/月，如广州太古汇与一线品牌商的长期合作约占7成以上。此外，企业还拥有北京三里屯太古里、北京堤岸等项目，均位于租金较高区域。其余港资房企如新鸿基、瑞安的平均租金分别为187元/平米/月、166元/平米/月，均处于较高的水平。

总的来看，在租金水平层面，港资房企在区域布局上具有先入为主的优势，加上多年来的商业运营经验，其内地收租水平在150元/平米/月左右，普遍好于内资房企。但内资房企中，也有企业旗下商业项目位居一二线城市经济发达的区域，如大悦城、方兴、保利等房企，其租金水平较高。

图：2014年15家房企平均租金对比



备注：恒大、九龙仓、融创3家企业无平均租金数据，故不列入分析。

数据来源：企业年报、CRIC

出租率：万达商业受认可，整体出租率达99%

就企业年报公布数据来看，2014年万达以99%整体出租率居首。企业可实现高出租率，在于品牌溢价率。

目前，万达商业板块最受关注的当属万达广场，从不选址核心商圈，而集中于二三线潜力区域布局，万达广场以购物中心为主体，覆盖购物、餐饮、娱乐等功能，弥补当地市场商业空缺，快速形成城市商圈，坐实万达广场就是城市中心，吸附商户入驻。同时，万达广场走到哪里，往往带动周边地块升值，住宅项目跟进，为商业输入稳定客源，实现良性循环。此外，龙湖、大悦城紧随其后，两家房企的整体出租率分别为96%及93%。

港资房企仅恒隆公布出租率情况，企业在内地整体出租率为83%，不及万达、大悦城。目前，恒隆在内地城市上海、天津、济南及潘阳等地均有商业运营，其中济南恒隆广场及潘阳市府恒隆广场针对商户组合进行调整，天津恒隆广场2014年9月开始运营，对整体出租率产生一定影响（值得注意的是，恒隆于香港的商业物业整体出租率达93%，企业在铜锣湾、中环、旺角均有项目，核心区位保证高出租率）。

表：2014年房企整体出租率对比

企业名称	2014年内地整体出租率	企业名称	2014年内地整体出租率
万达	99%	保利	83%
龙湖	96%	恒隆	内地：83%；香港93%
大悦城	93%	招商	79%

备注：根据企业2014年年报，万达、龙湖为公布数据；大悦城根据每个项目租金收入、平均租金及出租率，得出已出租总面积及可出租总面积，计算整体出租率；保利、恒隆及招商根据公布不同业态可出租面积及出租率，得出可出租总面积及已出租总面积，计算整体出租率。

数据来源：企业年报、CRIC

通过各个方面的比较分析得出：

内地房企在商业地产领域还处于起步发展阶段，除万达以外，规模普遍不大。港资房企先入商业领域，其在经济发达的城市区位上已有规模。

特别关注

租金水平上，尽管内地房企总体租金水平不及港资房企，但大悦城、方兴、保利等房企也具有较高租金水平，正有赶超之势。

就公开数据而言，内地房企总体出租率好于港资房企。万达、大悦城这类在专业领域已有成绩房企，品牌认可度较高，而港资房企在香港市场更具吸金能力。

房企租金收入典型案例分析^①

大悦城：盘踞京沪优质物业，平均租金最高

万达：主攻城市综合体，以体量规模致胜

金融街&方兴：关注重点城市，“办公+商业”齐飞

保利：大本营发力持有物业，本土优势助推高收益

瑞安：“天地”模式带来品牌溢价，租金高于内资房企

关于发展持有物业的几点建议

如今，企业新的业务方向更加多元化，但是发展持有物业依然是房企业务选择的一个方向，以便通过拥有更多的持有物业，实现企业的理性、平稳、健康的长期发展。

房企持有物业，可以使企业拥有稳定的租金回报，防止全球和国内经济形势以及宏观经济政策变化所带来的不利影响，还可坐享国内土地市场升值的潜力。目前加码持有型物业的房企，大多获得不错的收益。在2015年，还有不少企业提出要加码商业地产，如新城控股预计今年在商业地产领域将拓展10幅以上地块，而中航地产表态拟在三四线城市寻求综合体发展机会。

^① 本章节内容略。

对此，关于发展持有物业，我们有以下3点建议。

一、布局一二线潜力城市，以优质物业保证市场份额。北上广深四大一线城市和南京、苏州、杭州、合肥、重庆、长沙等潜力二线城市，均利于持有物业的发展。在市场不确定性较强的大背景下，房企选择回归深耕优势城市，不仅有助于企业控制成本，还有利于深掘品牌价值，获得良好的业绩。同时，需以优质物业保证市场份额。

二、形成自有品牌产品影响力，强化商户入住率。持有物业的收益来源于商户缴纳的租金，所以要想提高持有物业的收益，需以优质服务塑造精品物业，营造良好的商业环境，提高商户入住率及交租的积极性。

三、同质竞争寻求差异化定位，社区商业创新运营。传统商业竞争格局加剧，社区商业已经兴起，所有社区住户都跳不出“生活最后一公里”的圈子，商家与顾客拥有无缝对接的近距离优势，使社区商业更易衍生出符合主流趋向的一站式消费模式。同时，规模庞大的线上用户也是潜在的线下商户，实现线上为线下引流，最终反哺持有物业。

本文为《房企持有物业的租金收益分析》报告删减版，
如需完整版，请联系我们。

《房企持有物业的租金收益分析》导览

一、房企获取租金收益的四大方向

- 1、购物中心：多业态统一经营，店铺组合整体出租
- 2、写字楼：服务于商务办公，租金、增值双盈利
- 3、商铺：租金水平较高，社区商业发展迅速
- 4、商业综合体：多业态组合成商圈效应，人流集聚效益较强

二、2014年房企租金收益比拼

- 1、规模：坐拥千万方体量，万达捧得收入与可租面积双料冠军
 - 1) 租金收入：内地租金收入万达领跑，有望赶超港资房企
 - 2) 可出租面积：万达凭千万方体量夺冠，港资房企份额可观
- 2、运营：大悦城平均租金居首，港资房企总体好于内资房企
 - 1) 平均租金：大悦城租金水平最高，达到271元/平米/月
 - 2) 出租率：万达商业物业受认可，整体出租率达99%

三、房企租金收入典型案例分析

- 1、大悦城：盘踞京沪优质物业，平均租金收入最高
- 2、万达：主攻城市综合体，以1149万方体量规模致胜
- 3、金融街&方兴：关注重点城市市场，“办公+商业”双翼齐飞
 - 1) 金融街：甲级写字楼入驻京津，购物中心巩固租金收入
 - 2) 方兴：6大城市布局零售商业，办公楼保持高出租率
- 4、保利：大本营发力持有物业，本土优势助推高租金收益
- 5、瑞安：“天地”模式带来品牌溢价，平均租金高于内资房企

四、关于发展持有物业的几点建议

- 1、布局一二线潜力城市，以优质物业保证市场份额
- 2、形成自有品牌产品影响力，强化商户入住率
- 3、同质竞争寻求差异化定位，社区商业创新运营

作者简介

沈晓玲，CRIC研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、应急策略研究
电话：021-60867867 邮箱 shenxiaoling@cric.com
杨晶晶，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业研究
电话：021-60867869 邮箱 yj.yangjingjing@cric.com

企业案例聚焦（一）

保利系整合分析与猜想

文/CRIC研究中心研究员 房玲、尹鹏、柳启慧、蔡建林

VIEW 最近，中海、中建地产业务整合的落定使得地产方面的央企整合成为市场的一大焦点，而早已传言要整合的保利地产和保利置业的整合方案却迟迟未能落定。

在保利地产2014年业绩发布会上，宋广菊曾就保利系整合表示：整合已进入集团计划、方案正在研究、值得期待。目前，整合的计划虽然被提上桌面但是未有推进。本文将从企业的经营现状、整合为何迟迟未进行、整合能够为企业带来的好处与挑战以及整合思路等角度对两家保利进行全面分析。

保利地产VS保利置业，剪不断理还乱^①

城市布局存在重叠，同业竞争矛盾逐渐显现
保利置业获集团多次注资，成同业竞争最大依仗
双方各有所长，集团难以取舍成整合最大拦路虎

整合利好企业长期发展

目前保利地产与保利置业的业务格局存在诸多不便之处，如果保利两兄弟成功整合不仅能避免很多问题，而且对于企业长远发展来看还是存在诸多利好。

^① 本章节略。

业务规模更上一层楼，1+1>2

2014年保利地产实现销售额1362亿元，保利置业实现销售额241亿元，分别位于2014年房企销售TOP100排行榜的第5和第27位。单从数据来看，两家企业的合并就已经能产生非常大的变化。我们以2014年底千亿企业的综合业务指标做对比，单以保利地产的业绩来看，目前销售额、总资产、土地储备分别排在第四位，城市进入排在第五位，整体来看在千亿企业的角逐中处于中下游的态势。实际上，作为一家央企保利完全有能力做得更好，可以看到保利地产与保利置业加总后的保利系指标明显更具有竞争力——销售金额大幅提升，仅次于万科、绿地排名第三；城市进入数量也大幅增长，排名也上升至第四位；尽管土地储备和总资产在排名上仍未有变化，但是差距明显缩小，反超也是指日可待。

当然保利系的整合绝不是数字的简单累加，发挥的效应肯定是1+1>2。发展中的竞争转为合力，企业跨过2000亿大关的时间必然大幅缩短，土地扩张时的资本支撑力度更强，资产杠杆可进一步放大。业务的再次腾飞是必然之势。

表：已上市千亿房企2014年综合业务指标对照表 单位：亿元人民币、万平方米

企业	销售金额	土地储备	总资产	进入城市数
万科地产	2120	5459	5084	63
万达集团	1501	7594	5643	127
恒大地产	1376.3	13750	4745	93
保利地产	1361.6	6951	3658	57
碧桂园	1250.1	7910	2680	98
中海地产	1152	3735	3509	47
整合之后的保利系	↑ 1608	↑ 9268	↑ 4679	↑ 74

备注：港币换算人民币采用2014年12月31日汇率0.789

数据来源：企业年报、中国房地产决策咨询系统（CRIC）

破除竞争壁垒，集团资源布局均衡

保利地产与保利置业最明显的竞争体现在城市布局上，但是企业最早的竞争实际上来源于资源的分配。保利地产成立于1992年，保利置业则是1993年被收购进入保利体系，可以说二者从同一起跑线出发，但是后续的发展中可以看到，保利集团对于保利置业的发展给予了更多的资源帮助，但是保利地产的发展中却缺少相应的提携。尽管集团给予了保利置业更多的照顾，但是相比之下，保利地产的发展更为迅速，但集团这种不太平衡的资源分布明显不利于企业更进一步。

保利系若能成功实现整合对集团资源的输出将更加有针对性：

优质资产可考虑完全注入。保利地产和保利置业完成整合必然成为集团下最大地产业务平台，凭借两家公司的运营经验和实力，完全能够胜任这个平台。

在整合前集团手中的很多资产项目无法轻易决定注入对象，但是整合后平台的确定性能够让集团放心且合理的安排资产注入。

此外，保利集团通常还要承担很多政治任务，尤其是推进城市建设方面手中往往握着体量巨大的订单，不乏对接城市的战略合作框架协议。如果是两家公司，必然要考虑地缘因素，划归相应公司，但是同一的平台就不存在这样的问题，可以调集资源有针对性介入，不必考虑“区域划分”的阻碍。

集团海外资源有待发掘。在海外投资方面，目前，保利地产海外投资项目仅限于澳大利亚，保利置业仅在香港有项目，二者的海外发展道路还只是刚刚起步，但是保利集团通过军贸品、文化艺术、资源等早已打开了海外市场，地产业务是完全可以借道实现海外扩张，海外的营销网络以及文化业务发展带来的品牌口碑都是保利地产业务能够在海外顺利发展的保障。如果是目前两家企业必然容易存在资源竞争，而二者的整合将更利于地产业务的输出，双方一同打造海外平台，二者将澳大利亚及香港项目的经验融合，使得企业的力量更加集中更能办大事。

军工承建业务可交由平台完成。保利集团很重要的一块业务就是军工，但是鉴于性质特殊，外界对于这块业务了解甚少，但是这一块存在的基础承建的合作可能是无法排除的。面对两家企业集团在选择合作对象时往往难以抉择，或者是碍于地缘关系只能就近选择，实际上并没有实现资源有效配置。当形成统一的平台后就可打破这种瓶颈，灵活的调动资源相互配合。

布局加产品的双向升级

如能完成整合，将有利企业打破现有业务发展的局限：

区域布局由分散跨向集中。保利地产与保利置业在城市的布局上多有冲突之处，但是细细思考也能发现，若能有效整合，完全有相辅相成之功效，将会很有利的推进企业区域建设和深耕力度。

图：保利地产、保利置业城市进入表

区域	重叠城市	保利地产	保利置业
珠三角	广州、佛山	东莞、福州、海口、江门、茂名、莆田、清远、三亚、汕尾、韶关、厦门、阳江、湛江、肇庆、中山、珠海	桂林、惠州、柳州、南宁、深圳、万宁、香港
长三角	上海	常州、慈溪、杭州、合肥、嘉兴、南京、南通、绍兴、无锡、连云港	湖州、烟台、宁波、苏州、余姚
环渤海	北京	包头、长春、大连、丹东、青岛、沈阳、石家庄、太原、天津、通化、营口	哈尔滨、济南
中西部	贵阳、武汉、重庆	长沙、郴州、成都、德阳、兰州、林芝、洛阳、南昌、遂宁、西安、岳阳、郑州、乌鲁木齐	遵义、昆明

数据来源：企业年报、中国房地产决策咨询系统（CRIC）

产品相互融合相互补充。首先在涉及产品领域方面，保利地产在养老和旅游地产的发展较保利置业优势明显，保利置业甚少进行多元化的拓展，整合后完全有可能分享这部分的经验；而对于保利地产来说，保利置业在文化地产领域的运营要优于自身，那么整合有利于二者在业务板块上进一步完善和加强。

其次是产品线尤其是住宅产品线的相互完善。保利地产的住宅

产品线主要分为保利康居、保利善居、保利逸居、保利尊居四种，分别定位在城市中产阶级、有改善性的高收入人群、追求高品质生活的高收入人群、获得成功的峰层人士。保利置业的住宅产品划分为C2/C4/C5/C7四条线，分别对应城市边缘的刚需客户、城市市区的中高端客户、城市郊区的中高端客户、城市市区的高端客户。

从两家企业的产品划分上其实是比较相近，但是保利地产整体更偏向改善及以上的客户群体，而保利置业则是有照顾到普通客户。整合能够让同类定位产品相互吸取优点，扩充产品体系。

改善财务结构，回归央企水平

保利地产和保利置业作为央企，目前二者在负债率上并没有体现出足够的央企的标准。保利地产的现金短债比及长短期债务比近些年一直维持较为合理的区间，但是保利置业却一直有结构不合理的问题，而合并后的2014年企业现金短债比及长短期债务比相较保利置业都有所上升，而且保利地产一直能够获得长期贷款，这一点上完全能够弥补保利置业的不足。

表：保利地产、保利置业偿债能力指标

企业	时间	现金短债比	长短期负债比	净负债率	平均借贷利息率
保利地产	2012	1.27	2.18	114.98%	基准利率上浮15%
	2013	1.61	3.72	126.22%	7.03%
	2014	1.40	3.40	140.29%	6.50%
保利置业	2012	1.03	1.74	93.99%	10.49%
	2013	1.00	1.72	89.57%	8.89%
	2014	0.88	1.65	120.37%	8.54%
整合之后的保利系	2014	1.18	2.67	133.79%	/

数据来源：企业年报、中国房地产决策咨询系统（CRIC）

在实际的运作中，情况可能会更优于数字表现。整合后的地产平台拥有保利地产的融资能力和企业信誉，加上保利置业的海外融资平台，能够有效在境内外双平台实现低息长期的融资。此外整合后的平台在销售上也将更上一层楼，意味着企业将握有更多的现金，不仅有助于优化债务结构而且能够拉低净负债率水平。

顺应央企重组大势，有利企业走出去

保利集团作为大型央企之一，实现资源的合理高效配置顺应时代大势是义不容辞，而地产业务存在多年的同系竞争问题完全可以借此机会进行解决。作为保利地产5P之一的海外战略，可以在这样的整合中得以强化。

整合面临多个挑战，过程将复杂而漫长

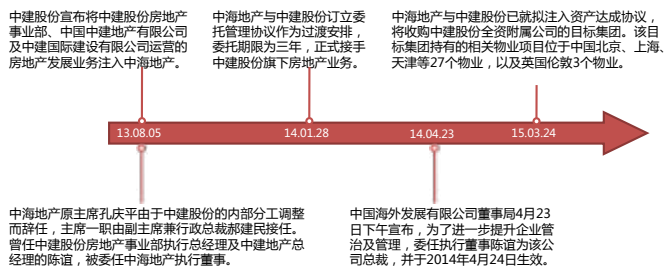
虽然整合有诸多好处，也势在必行，却也面临着诸多挑战，一是两家上市公司两地上市，合并操作更加复杂和漫长；二是虽实际控制人均为保利集团，但却存在复杂的利益关系和人事调整难题；三是若在行业调整期整合，面临负面性放大的风险。

两家公司两地上市，整合操作复杂漫长

保利地产与保利置业分别在上交所和港交所上市，并且为国资控股，其中操作相当复杂，亦是个漫长的过程。

以中建系地产业务整合为例，从2013年8月，中建股份宣布拟将中建股份房地产事业部、中国中建地产有限公司及中建国际建设有限公司运营的房地产发展业务注入中海地产，到2015年3月中海地产公告整合交易详情，期间过程漫长，历时一年半多。

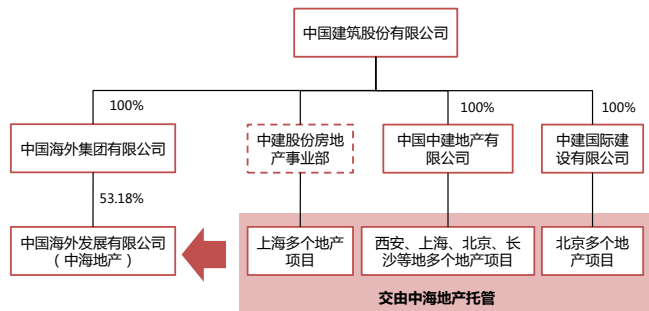
图：中建系地产业务整合过程示意图



资料来源：公司公告

为使得有效整合，尽快磨合，期间进行了多次人事调整，中海地产还对中建股份旗下地产业务进行了长达一年多的托管，这些都是整合的过渡手段，以保证重组后能够尽快达到最佳整合效果。并且为使在监管层面的审批以及后面的交割也能够更为快捷，目标资产已经经过一系列的交易操作，转移到了海外公司天宇投资（中海地产控股母公司中国海外的全资附属公司），使得与上市公司的交易只是看起来相对简单的股权债权交易。

图：中建股份旗下地产业务交由中海地产托管



数据来源：国土局网站

特别关注

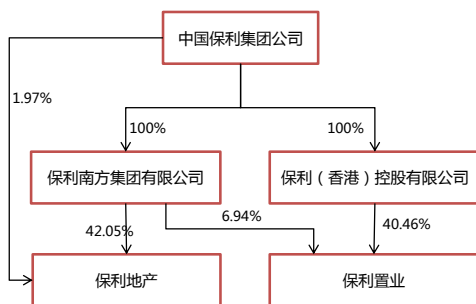
对于保利地产与保利置业两家上市公司整合，在行业并无先例，其整合将更为复杂，一方面，保利地产和保利置业两地上市，上市公司并购规则有所不同，并涉及跨境交易，再加上均为国资控股，需要面临监管层面多层的审批，其操作漫长且复杂；另一方面，两家上市公司的整合，涉及两地公众持股者的利益，在估值、合规性及触发全面要约等问题将面临更多的挑战。

主次之争难定，人事整合复杂

保利地产和保利置业分别是保利集团旗下的2个房地产平台，保利地产的控股股东是保利南方，保利置业的控股股东是保利（香港）控股，虽然实际控制人都是保利集团，但是地产作为保利南方和保利（香港）控股这2家保利集团一级子公司重要的优质资产，辛苦养大的“儿子”谁都不愿意轻易放手，对于地产业务的发展各自都卯尽全力。如若整合，在整合主平台选择、人事调整上都面临较大挑战。

以谁为主体，尚无定论。从纯市场的角度上看，保利地产在规模和行业地位上都要高于保利置业，按理说应该成为整合的主体。不过从实际控制人保利集团的角度来看，其对保利置业的支持力度似乎更大。在2005-2009年间，保利集团共分三次将旗下优质资产注入保利

图：保利地产与保利置业股权架构示意图

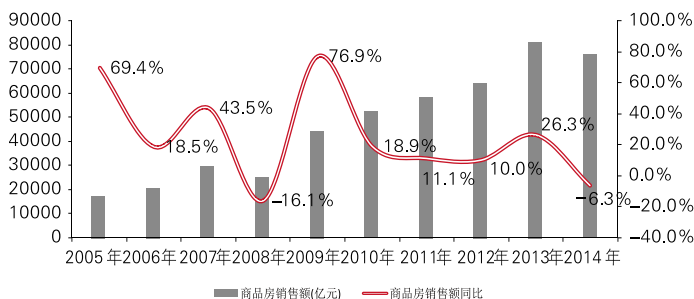


资料来源：企业年报

置业，共计50.1亿港元，2013年与广西签订战略框架协议，将携保利置业参与广西北部湾经济区城市开发建设、文化、旅游开发、综合体开发等多个领域的投资。

人事调整亦是一大难题。保利地产和保利置业尽管规模相差较大，却都是规模房企，拥有多层级管理架构，运营体系相对稳固，两家公司整合，并非简单的收购几个项目公司而已，两家公司团队的整合将是一大难题。并且，作为央企下属公司，级别观念难免较重，更容易引发利益博弈等问题的出现。

图：2005-2014年全国商品房销售额及同比变动



资料来源：企业年报

行业下行，整合面临的挑战加大

保利集团地产板块如若此时整合，时机不如之前两年有利，在漫长的整合中，势必要影响一部分的效率，在行业下行的环境中，整合带来的负面影响可能放大。另一方面，若在转型过程中整合，不稳定因素也将增多。以保利地产为例，2015年4月发布“5P”新战略，决心转型，若整合在此间进行，将要面临来自内外部的双重压力，或将在转型过程中引发一定的震荡。

以保利地产为主平台，按区域划分整合或为优选^❶

重组方式猜想一：保利地产合并保利置业

重组方式猜想二：以保利置业为主上市平台

整合思路猜想：区域划分整合或为近期优选

结语

总而言之，不管是规避同业竞争促进保利集团地产板块的整体发展，还是迎合国资改革浪潮，顺势重组整合，保利地产和保利置业的整合都是迟早的问题。而无论最终是保利地产吸收合并保利置业，还是保利置业发挥海外平台等优势，成为主上市平台，最终合二为一，同心协力，才是众所期待的。

本文为《保利地产、保利置业整合分析与猜想》报告删减版，
如需完整版，请联系我们。

^❶ 本章节略。

《保利地产、保利置业整合分析与猜想》导览

一、保利地产VS保利置业，剪不断理还乱

- 1、城市布局存在重叠，同业竞争矛盾逐渐显现
- 2、保利置业获集团多次注资，成与保利地产同业竞争的最大依仗
- 3、两兄弟各有所长，集团难以取舍成整合最大拦路虎

二、整合利好企业长期发展

- 1、业务规模更上一层楼，1+1>2
- 2、破除竞争壁垒，集团资源布局均衡
- 3、布局加产品的双向升级
- 4、改善财务结构，回归央企水平
- 5、顺应央企重组大势，有利企业走出去

三、整合面临多个挑战，过程将复杂而漫长

- 1、两家公司两地上市，整合操作复杂漫长
- 2、主次之争难定，人事整合复杂
- 3、行业下行，整合面临的挑战加大

四、以保利地产为主平台，按区域划分整合或为优选

- 1、重组方式猜想一：保利地产合并保利置业
- 2、重组方式猜想二：以保利置业为主上市平台
- 3、整合思路猜想：区域划分整合或为近期优选

结语

作者简介

- 房玲，CRIC研究中心研究经理，专注房地产企业分析和土地市场研究
电话：021-60867885 邮箱：fangling@cric.com
- 尹鹏，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业研究
电话：021-60867860 邮箱：yinpeng@cric.com
- 柳启慧，CRIC研究中心土地研究员，擅长土地数据采集及分析
电话：18221073980 邮箱：luiqihui@cric.com
- 蔡建林，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业研究
电话：021-60867864 邮箱：caijianlin@cric.com

企业案例聚焦（二）

新常态下碧桂园四大战略调整

文/CRIC研究中心研究员 朱一鸣、傅一辰、孙月

VIEW 转型已经成为了当下房企为了更好生存而做出的必然选择。作为千亿房企之一的碧桂园，在市场新常态下也不可避免的受到了影响，三四线市场的低迷、销售难度的增加等都催促着碧桂园要开始做出战略方面的调整。

虽然之前从未明确的宣布转型方向，但在2014年，碧桂园集团在拿地、开发、项目运作等多方面均出现了明显的变化，这预示着碧桂园已经在对未来做出新的思考。进入2015年以来，联手平安、进军上海，碧桂园的动作更加频繁且引人注目，或许我们很快就将看到一个新碧桂园的诞生。

碧桂园的现状 & 问题

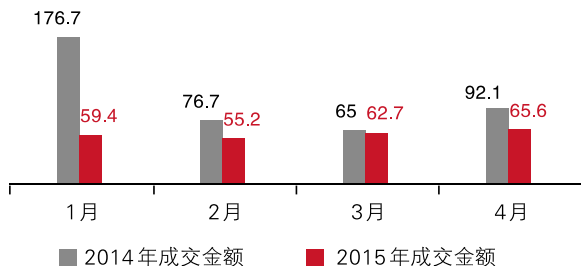
4月初，碧桂园公布了今年一季度的销售业绩，累计销售金额177.3亿元，累计销售面积278万平方米，同比分别下降了44%和43%，仅完成了全年目标的13.1%。

业绩增长进入瓶颈期，未来前景堪忧

在2013年一跃进入千亿企业行列之后，碧桂园的业绩就进入了缓慢增长的阶段。截至2014年11月底，碧桂园仅完成了年度目标的81%，去年的最后一个月碧桂园拼尽全力在全国大搞“返乡置业”等大型营销活动，最终单月实现了近250亿元的高业绩，勉强完成了年度目标。但是很明显，从2013年的业绩同比增长123%，到2014年的

22%，到今年的目标仅增长约5%，碧桂园的扩张速度明显受到了压制。集团也开始意识到，如果再不做出一些改变，碧桂园的未来将会是一条更加曲折的道路。

图：2014/2015年碧桂园1-4月业绩情况



数据来源：CRIC

模式布局单一，新常态对碧桂园不利

碧桂园的发展模式较为单一，项目大多位于全国的三四线城市，体量偏大，售价远低于同规模的其他房企。在前几年市场情况较好的时候，这种模式能够带给碧桂园较多的益处，促使企业快速扩张，但是随着市场的改变，碧桂园的这些优势正在被弱化。

问题主要出现在两个方面：一是成本的上升，土地价格不断上涨，行业利率逐年下降，这些导致了碧桂园的利润空间减小。二是三四线的市场需求不足，三四线市场被挖掘之后，新需求增长缓慢，库存积压，易出现滞销等问题，资金压力变大。从目前的形势来看，新常态对扎根中小城市的房企将越发不利。

与其他千亿房企相比，企业模式缺乏竞争力

在当前的房企排名中，千亿以上规模的企业有七家。和其他六家房企相比，碧桂园本身不具备什么优势，没有强大的背景，企业风格也很低调。如果说另外的六家企业中存在“官二代”“富二代”，那么碧桂园只算是一个勤奋用功的好学生，能够进入千亿企

特别关注

业的行列，依靠更多的是自身出色的营销力以及当时的市场机遇。

随着市场的变化，千亿房企基本都已经确定了转型的新战略，唯独碧桂园还没有提出明确的转型方向。在竞争激烈的市场环境中，如果碧桂园继续按照其之前的模式发展，将逐步与其他企业拉开差距，处于落后的位置。碧桂园自身也感受到了亟需进行战略调整的必要性，据我们观察，2014年内碧桂园已经开始了对多个新领域的试探。

战略调整一：项目小型化^①

战略调整二：进军一二线城市

战略调整三：尝试新的开发模式和物业类型

战略调整四：联手平安，进军社区与养老

对碧桂园未来转型发展的建议

碧桂园的模式及产品特点鲜明，品牌形象似乎也已根深蒂固——这就像是一把双刃剑，优势在于碧桂园对特定的客户群体“杀伤力”大，但另一面，则是碧桂园在转型时将面临比普通房企更大的挑战。

坚持深耕三四线城市，一二线仅作为补充

企业及企业家“个性”决定主战场。碧桂园的创始人杨国强，以及碧桂园这家企业本身便带有“朴素”、“踏实”等特点。从宣传和营销方面能看出，碧桂园的企业文化与三四线城市购房者的爱好更为契合。

三四线城市的长期积累是最大优势。碧桂园自发家起便深耕三四线城市，并依靠这一战略将销售业绩提高至千亿级别，有着十分丰富的经验，在拿地合作、建安成本控制、产品设计及定位、营销手段、客户群体上均有深厚积累，可以说在三四线城市的大盘方

^① 以上四章节内容略。

面，碧桂园没有旗鼓相当的对手。

在一二线城市开发缺乏竞争力。碧桂园原有优势在一二线城市无法发挥，在房地产开发的每一个环节均会削减其原有优势。在三四线城市能够通过地方政府协议的方式低成本拿地，一二线城市招拍挂竞争激烈，地价高；一二线城市人力、材料等成本更高；一二线城市购房者对于户型、产品设计的偏好不同；定位偏低端，品牌溢价低于其他大型房企；等等。

因此，碧桂园应当坚持深耕三四线城市，控制好一线及二线城市的比重，仅作为平衡布局和风险的一种补充。

注重社区及配套打造，完善后续服务

碧桂园擅长打造的产品针对的是一二线城市客户群，通常被作为旅游度假的第二居所，或投资保值。随着房地产投资属性下降，人们会对购买此类产品的产生顾虑，因此须针对不同购房者的需求，提供相应的售后服务，直接击中购房者的“痛点”，促进成交，长期也能提高品牌的口碑。

对于想将产品作为旅游度假的购房者，碧桂园可搭建互联网平台，撮合业主间在全国各地的碧桂园项目中“交换度假”，并负责制定相应规则和监督；提供物业托管服务，在购房者不居住时定期维护和打扫房间，做好安保措施；在旅游旺季，为业主提供预约服务，供应当地新鲜蔬菜、特产，以及娱乐设施租赁，让业主在度假时享受便利等。

对于购买产品投资的群体，碧桂园可提供房屋代租、代售服务，协助购房者更快地获取投资收益；提供抵押房屋的小额贷款，业主能直接获取资金，也在购买其他联动的在售项目时，获取相应的优惠。

充分利用滞销存货，尝试再开发及退出

碧桂园采用的“大盘模式”，在前几期的热销后，必然也会留下大量的滞销的尾盘，甚至大批量房屋空置。这些产品去化速度缓慢，占用大量资金，在三四线城市房价下行时有贬值风险，将成为

碧桂园前进的“包袱”。

从近年的年报中可以看出，碧桂园持作销售的已落成物业2011年为128.76亿元，2012年上升至184.97亿元；2014年末已高达232.03亿元，同比上升22.64%。可以看出，碧桂园的产品存量呈逐年上升趋势。若对这些加以利用和再开发，有望成为新的盈利点。

对于碧桂园大盘中滞销的“尾盘”，可以考虑的利用方式包括：1、开发成酒店式公寓，出租给旅游度假者；2、与医疗养老机构合作，做成租赁服务式养老地产；3、与政府合作，做成人才公寓、公租房等。

在产生盈利后，碧桂园可以将这些资产打包，通过REITS的方式实现退出；或与险资合作，做成养老保险等产品；将产品抵押，获得更多的资金进行扩张等。

打造资本市场的形象，提升股价

在香港资本市场，碧桂园等基本面偏激进，布局偏三四线，又无国企背景的房企，相对并不受海外投资者看好。但随着炒股风起，以及内地公募基金对沪港通投资的开放等带来了利好，不少内房股涨势凶猛。碧桂园若能抓住这一机会，将使原本低估的价值被挖掘。我们认为，碧桂园在处理投资者关系时，应当有针对性地进行自我推广。

对于内地投资者，碧桂园应当利用热点，加强对新业务的宣传。如与平安合作后，可加强在金融领域的开拓，并及时展示新动态和战略安排。

对于海外投资者，碧桂园则可多展现出企业的踏实及擅长学习的特质：如在家族企业中，碧桂园的合作心态最为开放，请来多位职业经理人，使碧桂园的管理水平和业绩都有较大提高，尤其在其他家族企业的问题频繁暴露时，碧桂园可多强调这一点；对三四线城市的市场进行更深入的研究，通过数据阐述计划进入城市的机会以及已经积累的经验能带来的利好；无论是采用原有大盘模式还是小盘化，都详细展示模式的优越性等。

全文
概要

《碧桂园在新常态下的四大战略调整》导览

一、碧桂园的现状 & 问题

- 1、业绩增长进入瓶颈期，未来前景堪忧
- 2、模式布局单一，新常态对碧桂园不利
- 3、与其他千亿房企相比，企业模式缺乏竞争力

二、战略调整一：项目小型化

三、战略调整二：进军一二线城市

四、战略调整三：尝试新的开发模式和物业类型

五、战略调整四：联手平安，进军社区与养老

六、对碧桂园未来转型发展的建议

- 1、坚持深耕三四线城市，一二线仅作为补充
- 2、注重社区及配套打造，完善后续服务
- 3、充分利用滞销存货，尝试再开发及退出
- 4、打造资本市场的形象，提升股价

本文为《碧桂园在新常态下的四大战略调整》
报告删减版，如需完整版，请联系我们。

作者简介

朱一鸣，CRIC研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、融资及财务分析
电话：021-60867872 邮箱：zhuyiming@cric.com
傅一辰，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业战略、痛点研究
电话：021-60867827 邮箱：fuyichen@cric.com
孙月，CRIC研究中心企业助理研究员，擅长房地产企业研究
电话：021-60867875 邮箱：sunyue@cric.com



房地产行业独家研判，
第一时间新鲜奉上。

关注方法

扫描 微信二维码

查找公众号 克而瑞地产研究

或者 “CRICYJZX”



企业金融

房企偿债能力“体检”报告

文/CRIC研究中心研究员 房玲、柳启慧、尹鹏

VIEW 不同于黄金十年销售平天下的时候，如今房企的发展需要更精细化、更强的管控和融资能力，因此企业偿债能力日益凸显出来。

央企背靠大树、民企加强周转，八仙过海各显神通。财报之下，企业的偿债能力究竟几何？为了解目前房企的偿债能力，本文以典型上市房企作为样本，以指标拆解了解企业的偿债能力现状。

偿债能力分析指标选择

2008年的恒大、2012年的绿城，包括近期佳兆业的重组危机，都迫使房企更加警惕财务风险。目前，房地产企业2014年年报陆续发布完毕，业绩是几家欢喜几家愁，那么备受关注的偿债能力和压力如何呢？

随着市场环境的变化，企业的风险不再只是台面上销售的困难，隐藏于财务之下的风险越来越受到关注。

为保证分析的客观及代表性，本文从2014年中国房地产企业销售TOP100排行榜企业中选取35家上市企业作为样本，包括：万科、万达、恒大、保利、碧桂园、中海、世茂、华润、融创、富力、绿城、龙湖、招商、金地、雅居乐、远洋、新城、首创、保利置业、阳光城、旭辉、方兴、合景泰富、建业、时代、金融街、中国奥园、禹州、花样年、中骏、宝龙、龙光、景瑞、当代，并将35家企业按照年销售规模划分为四个梯队：第一梯队：1000亿元以上；第

二梯队：300-800亿元；第三梯队：150-300亿元；第四梯队：150亿元以下。保证企业的规模跨度及各梯队样本的均衡。

为了解企业的偿债能力，我们选择现金、短期有息负债、长期有息负债、总有息负债、现金短债比、长短期负债比、净负债率、平均融资成本等指标进行分析。其中现金、短期有息负债、长期有息负债、总有息负债均为绝对指标，持有现金多、短期负债少、长期债务占主导、总负债少对于企业来说总体是有利的，但是具体到单个企业还要结合企业的发展情况来定。而现金短债比、长短期负债比、净负债率、平均融资成本等相对指标能够有效补充单个指标对企业做出更为准确的分析。

债务、现金水平双增长，大房企风险抵御能力强

“没有回款的销售是要流氓，去年我们成功回款2000亿，所以我们现在日子很好过，因为我们有足够的现金在手里”。郁亮说。

“手中有粮心中不慌”，现金为王是企业的共识

在“开源节流”的模式下，2014年企业持有现金量有了明显增加，35家重点房企持有现金量为6700亿元，同比上涨了18%。

在房地产行业的黄金发展时期，企业需要的快速扩张、占据市场，在这样的背景下财务杠杆是撬动企业发展有效且快速的方式，过多的现金保有说明企业在发展中无法充分发挥资金的效用。但是随着行业发展进入高位盘整期，规模增长放缓、盈利能力下降、融资成本攀升等一系列问题升级为主要矛盾时，企业开始重新审视“现金”的地位。

在第一梯队的这些千亿企业是最先寻求突破的企业，为了应对未来企业在变化中的发展，可以看到第一梯队的企业在现金持有量

上选择不断加仓；同时可以看到第一梯队企业的现金短债比总体是最高的，大型企业对于防范企业短期债务危机也相当重视。第二梯队里，企业的现金增长并没有一梯队企业那么明显，主要是不乏融创、绿城、世茂这样近几年依然希望扩大规模的企业。但是第二梯队企业的现金短债比控制的较好，少数14年现金短债比低于1的企业主要是绿城、雅居乐这样出现过危机的企业。在三四梯队中的企业现金短债比总趋势是在升高。

债务总量持续增长，不同梯队振幅差异明显

土地成本、融资成本、营销难度的不断走高，使得房企对于资本的需求有增无减，就房企的债务情况来看有以下几个特征：

一、债务总量不断扩大；二、尽管企业债务规模差距明显但是债务结构基本相似。从长短期债务比来看，不论是一梯队的千亿房企还是四梯队的小房企，基本保持在2-3之间，尤其是进入14年这种集中度相当高。以长期债务为主导体现企业的信誉能力，也更有利于企业的长远发展，同样能够降低财务风险系数。这一点也可说是企业达成的共识，因此控制长短期债务比在合理范围内是行业的大势所趋。三、不同梯队中企业的长短期债务比的变化幅度差异不同。对于一二梯队的企业来说，长短期债务比的变化幅度较小，14年振动幅度在2左右，分布多集中在2-3之间，当然也有恒大这样仅有0.96的，明显低于梯队的整体水平。而三四梯队的企业长短期债务比的变化幅度就很大，。不过，纵向时间比较，不管哪一梯队的企业长短期债务比都在升高，且震动幅度在缩小。

负债率逐年上升，房企负债率控制显分化

2014年35家典型企业的净负债率为72.79%，较2013年增长6.38个百分点，房企负债率继续抬升。不过也可看到在大趋势下，不同规模企业的负债率分化显现。

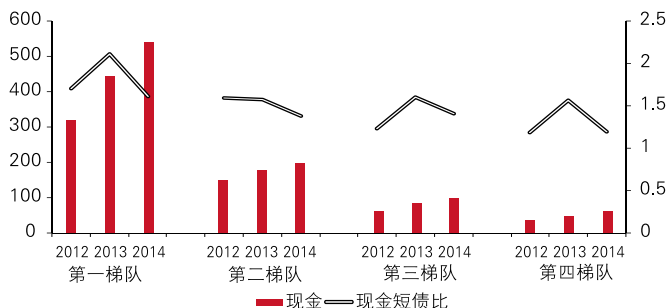
在第一梯队中，2014年企业负债率为65.11%，较2013年增长2.76个百分点，但是2013年同期增长为9.94个百分点，也进一步反映出千亿企业在负债率控制上进一步加强，企业运作更为稳健。

第二梯队的负债率最为稳定，每年的涨幅变动较小。2014年负债率73.23%，同比增长7.75个百分点，而2013年较2012年增长了8.84个百分点。第二梯队的企业规模已达到一定水平，运作也相对成熟，负债率控制能力开始显现，预计未来能进一步下降。

第三梯队属于受市场影响较为明显的。2014年负债率为100.39%，同比增长18.71个百分点，而2013年市场情况火爆的情况下企业负债率只增长了3个百分点。在2014年市场波动较大的情况下，企业负债率也随之出现较大波动，也反应出企业在抵御风险方面略显不足。

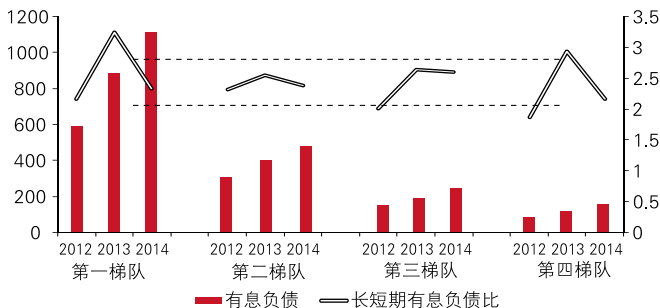
第四梯队的负债率水平属于长期变化较大的，2014年、2013年的负债率增长分别为16.55个百分点和12.4个百分点。主要是这一梯队的企业负债率长期在中高位，但是高杠杆的企业往往需要高周转解决问题，但是弱市时销售遇阻资金问题就会凸显。

图：典型房企2012-2014年持有现金量（含受限现金）及现金短债比 单位:亿元



数据来源：企业年报，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

图：典型房企2012-2014年总有息负债及长短期债务比 单位：亿元



数据来源：企业年报，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

重点企业偿债能力大PK^①

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

谁是最有钱的房企？

从35家重点企业2014年持有现金绝对量来看，“家大业大”的第一梯队龙头企业占据绝对优势，手握充裕资金，进可攻退可守。

其中万达以930亿元的持有现金成为最有钱的房企，现金持有量同比上涨26%，这与企业2014年底成功完成H股IPO有很大的关系。同时万科以627亿元位居第二，41%的同比涨幅则是第一梯队中名副其实的NO.1，万科持有现金的快速增加一方面得益于较强的融资能力，毕竟对于金融机构来讲，蝉联销售排行榜榜首的龙头老大便是最强有力的“担保”，另一方面企业运作多年的“小股操盘”也将逐渐显露峥嵘，以较小的资金投入撬动高额回报，开发同样的项目万科要较其他企业省钱不少。此外，阳光城和当代置业则是35家企业中现金持有量最少的企业，一方面是受到企业销售规模的限制，另一

^① 本章节内容有删减。

表：35家重点企业2014年持有现金（含受限制现金）及同比

	企业	现金	同比
第一梯队	万达集团	930.35	26%
	万科地产	627.15	41%
	恒大地产	594.98	11%
	中海地产	404.62	24%
	保利地产	401.00	19%
	碧桂园	272.14	2%
第二梯队	华润置地	317.88	43%
	融创中国	250.41	87%
	世茂房地产	239.35	22%
	招商地产	229.83	-5%
	富力地产	198.30	-19%
	龙湖地产	190.37	30%
	金地集团	170.34	-8%
	远洋地产	163.36	2%
	雅居乐	114.30	-12%
	绿城中国	90.84	-19%
第三梯队	保利置业	177.56	15%
	首创置业	138.97	22%
	越秀地产	129.57	55%
	方兴地产（港币亿元）	110.88	-5%
	合景泰富	108.71	0%
	新城控股	74.36	-10%
	旭辉集团	71.24	-1%
	建业地产	64.92	14%
	时代地产	54.18	48%
第四梯队	阳光城	39.61	54%
	禹洲地产	92.96	139%
	金融街	80.62	-18%
	龙光地产	75.14	67%
	中国奥园	59.17	26%
	宝龙地产	49.49	13%
	中骏置业	47.32	-2%
	花样年	46.53	28%
	景瑞地产	43.80	30%
总计	当代置业	39.44	37%
		6699.69	18%

备注：中海、华润、方兴为采取2014年12月31日的汇率0.789进行换算

数据来源：企业年报，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

方面则与企业或迅猛拿地或融资能力有限有关。

而从35家重点企业2014年持有现金同比变动幅度来看，最大的特点是各梯队企业均有明显增持现金的举动。相较于第一、二梯队的企业来说，三、四梯队的企业融资能力整体偏弱，特别是随着近几年房企赖以生存的银行贷款以及基金、信托等均出现了不同程度的收紧，三、四梯队企业均面临着较大的资金压力。因此，对于三、四梯队企业而言，融资的源头出现了障碍，面对不明朗的市场前景、未知的市场风险，持有足额现金才是企业应对风险的最大依仗。

当然，在大多数房企增持现金的同时，也有房企出现现金持有量下滑现象，其中就有招商和金地这两家国企，不过对于这类企业而言，本身资金充裕，债务结构也比较合理，因而现金出现暂时性下滑，并不需要过分担忧。

谁是负债最多的房企？

2014年35家重点企业总有息负债为15412亿元，同比上涨25%，其中短期有息负债4569亿元，同比上涨43%，长期有息负债10843亿元，同比上涨19%。

总体来看，万达、恒大和保利是总有息负债最高的三家企业。对于房地产行业而言，房企毕竟是一种主要靠负债运营的企业形式，因此企业规模与负债额度在一定程度上呈正相关，即企业越大，总有息负债额度就有可能越高，所以一梯队的万达、恒大、保利、中海及万科位居总有息负债排行榜前五也就在情理之中。而景瑞、建业和当代置业则是总有息负债最少的三家企业，虽然负债少的企业在还债方面压力不是很大，但是在某种程度上较少的负债也意味着企业无法大规模扩张。

从总有息负债同比变动情况来看，除万科外，其余房企总有息负债均有不同幅度的上涨，且涨幅最大的企业主要是三、四梯队企业。对于这些企业来说，在整体市场销售不佳的情况下，为了保证企业正常运营，短期的信托融资成为企业的无奈之选，这导致企业的短

表：35家重点企业2014年总有息负债及同比

单位：亿元

	企业	总有息负债	同比
第一梯队	万达集团	1809.69	35%
	恒大地产	1560.65	43%
	保利地产	1261.44	27%
	中海地产	745.86	30%
	万科地产	689.81	-10%
	碧桂园	610.69	9%
第二梯队	华润置地	684.39	34%
	富力地产	676.58	10%
	世茂房地产	619.94	26%
	龙湖地产	477.41	27%
	远洋地产	456.04	21%
	雅居乐	423.22	7%
	金地集团	409.59	16%
	招商地产	375.42	23%
	绿城中国	358.15	17%
	融创中国	343.84	20%
第三梯队	保利置业	535.82	28%
	方兴地产	368.93	31%
	首创置业	325.68	41%
	越秀地产	320.56	34%
	合景泰富	245.13	17%
	阳光城	202.61	64%
	新城控股	139.32	0%
	旭辉集团	138.61	4%
	时代地产	111.09	50%
第四梯队	建业地产	95.57	17%
	金融街	383.58	27%
	宝龙地产	185.85	13%
	龙光地产	178.69	99%
	禹洲地产	154.04	59%
	花样年	145.43	23%
	中骏置业	122.27	26%
	中国奥园	114.97	21%
	景瑞地产	95.66	33%
总计	当代置业	45.07	109%
		15411.61	25%

数据来源：企业年报，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

期有息负债大幅上涨，特别是当代置业，其短期有息负债大幅增加了412%，使得总有息负债同比涨幅高达109%。尽管如此，考虑当代置业持有现金量及长短期债务结构，我们认为当代置业整体债务结构较为合理，短期还债压力也不大。而真正有着债务压力的是阳光城，2014年阳光城总有息负债大幅上涨64%达到203亿元，其中短期有息负债为大幅上涨206%达到124亿元，是企业持有现金的3倍多。

谁的短期偿债能力最强？

2014年，35家重点企业短期偿债能力整体下滑。其中现金短债比均值为1.47，同比降18%，长短期债务比为2.37，同比下滑17%。

从现金短债比及长短期债务比的绝对值来看，一、二梯队企业短期偿债能力较为稳健，而三、四梯队企业短期偿债能力分化极为明显。既有如建业、方兴和合景泰富这类债务结构较为稳健，短期偿债能力较强的企业，也有如阳光城和景瑞等面临极大还债压力的企业。建业能够得到当地政府的扶持，在银行贷款方面极具优势，另一方面建业与百瑞信托的合作也为建业提供了雄厚的资金支持。而阳光城为了保证快速扩张，不惜以高额利率进行短期信托融资，这不仅导致企业短期债务高企，偿债压力剧增。

从同比变动来看，23家企业的现金短债比、26家企业的长短期负债比同比出现下滑，之所以大部分企业短期偿债能力指标出现下滑，主要是因为2014年市场发生变化，企业销售现金回流受阻，加上一部分长期负债到期及企业新增了不少短期银行贷款和信托，从而导致短期负债大幅上涨。

谁的长期偿债能力最强？^❶

谁的融资成本控制力最好？

企业综合偿债能力分化，部分企业亟需“脱胎换骨”

❶ 以下内容略。

表：35家重点企业2014年现金短债比及长短期债务比

	企业	现金短债比	同比	企业	长短期负债比	同比
第一梯队	万科地产	2.70	99%	万达集团	3.96	-42%
	万达集团	2.55	-27%	保利地产	3.40	-27%
	中海地产	2.30	-82%	中海地产	3.20	-85%
	碧桂园	1.82	-15%	碧桂园	3.09	-17%
	保利地产	1.40	-13%	万科地产	2.00	41%
	恒大地产	0.75	-50%	恒大地产	0.96	-55%
第二梯队	龙湖地产	2.39	48%	龙湖地产	4.99	14%
	招商地产	2.33	2%	华润置地	3.47	-16%
	华润置地	2.08	19%	远洋地产	3.08	15%
	融创中国	1.81	6%	招商地产	2.81	7%
	远洋地产	1.46	17%	世茂房地产	2.31	-37%
	世茂房地产	1.28	-23%	富力地产	2.06	-18%
	金地集团	1.14	-28%	绿城中国	1.94	-51%
	富力地产	0.90	-33%	雅居乐	1.80	-14%
	绿城中国	0.75	-60%	金地集团	1.73	-21%
	雅居乐	0.70	-34%	融创中国	1.48	-44%
第三梯队	建业地产	4.61	82%	方兴地产	10.48	51%
	方兴地产	3.45	43%	合景泰富	6.07	-12%
	合景泰富	3.14	-11%	建业地产	5.78	60%
	时代地产	3.03	64%	时代地产	5.22	11%
	越秀地产	1.54	53%	旭辉集团	3.57	-3%
	新城控股	1.43	-63%	新城控股	3.13	-36%
	首创置业	1.20	-14%	越秀地产	2.81	-1%
	保利置业	0.88	-12%	首创置业	1.80	-30%
	旭辉集团	0.43	-83%	保利置业	1.65	-23%
第四梯队	阳光城	0.32	-50%	阳光城	0.64	-67%
	当代置业	3.00	-73%	宝龙地产	3.33	7%
	禹洲地产	2.44	25%	禹洲地产	3.05	-48%
	龙光地产	1.51	-8%	龙光地产	2.58	-45%
	中国奥园	1.33	-32%	当代置业	2.43	-80%
	中骏置业	1.28	-36%	中骏置业	2.30	-35%
	宝龙地产	1.15	21%	花样年	2.13	-55%
	花样年	0.96	-46%	金融街	2.06	-41%
	景瑞地产	0.87	-19%	中国奥园	1.58	-46%
	金融街	0.64	-52%	景瑞地产	0.90	-38%

数据来源：企业年报，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

《房企偿债能力“体检”报告》导览

一、偿债能力分析指标选择

二、房企债务、现金水平双增长，大房企风险抵御能力更强

- 1、“手中有粮心中不慌”，现金为王是企业的共识
- 2、债务总量持续增长，不同梯队振幅差异明显
- 3、负债率逐年上升，房企负债率控制显分化

三、重点企业偿债能力大PK

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

四、企业综合偿债能力分化明显，“两星”企业亟需“脱胎换骨”

本文为《房企偿债能力“体检”》报告
删减版，如需完整版，请联系我们。

作者简介

房玲，CRIC研究中心研究经理，专注房地产企业分析和土地市场研究
电话：021-60867885 邮箱：fangling@cric.com
柳启慧，CRIC研究中心土地研究员，擅长土地数据采集及分析
电话：18221073980 邮箱：liuqihui@cric.com
尹鹏，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业研究
电话：021-60867860 邮箱：yinpeng@cric.com

聚焦房企融资新常态、 新趋势和新方式

文/CRIC研究中心研究员 朱一鸣、陈开朝、董妍

VIEW 2015年，房地产行业继续呈现分化调整态势，实力强的大型房企在这轮触底回升的行情中最为受益，其次是中型房企，很多小型房企今年不容乐观。

资金永远跟着效益和安全走，所以房企融资能力不仅取决于企业规模实力，更取决于产品的适销性和运营的稳健度。水无定形，房企还应根据形势变化与时俱进调整融资着力点。

2014年以来国内外宏观环境变化对房企融资的影响

2014年，尤其下半年以来，国内房企无论是股权融资还是债券融资，都较去年有大幅攀升。与此同时，2014年9月以来，国内房企大额融资出现爆发式增长。

2014年以来房企融资有三大变化：新高位：108家重点房企融资总额攀新高。根据CRIC监测，108家重点企业2014年融资总额达5928亿元人民币，同比上涨71%。其中，重点房企下半年融资数额明显大于上半年，特别是9-12月融资量一直维持在600亿元以上的高位。新趋势：房企融资大额化、长期化。根据CRIC监测，108家重点房企50亿元人民币以上的大额融资次数由上年的10次增长到19次，大额融资总额由635亿元猛增至1956亿元，增幅高达208%。尤其是10月份，

保利地产、金地集团、招商地产分别发行150亿元债券、95亿元10年期债务、80亿元6年期可转债，月度大额融资合计创今年峰值。受益于中期票据开闸，房企大额融资频频且期限拉长。

新特点：低息中期票据比重明显提升，高息信托融资逐渐降低。随着上市再融资及银行间中期票据开闸，房企原先较为集中的信托融资比重大幅下降12个百分点6%；相反地，票据、债券类融资工具增长迅速，上升10个百分点至35%。由此可见，2014年国内两大资本市场放开对房企的融资影响甚为明显。

新常态：银行、债券仍是主流，非主流方式涌现^①

2014年12月，万科与招商地产发布公告，获得中国银行间市场交易商协会批准注册，金额分别为18亿元、50亿元；2015年3月26日，万科又宣布将发行90亿元银行间中期票据。

银行贷款依然最主流，抵押担保方式比重上升

·
·
·
·

信托和基金之后，中期票据和企业债将成为融资主流

信托：一度流行，渐渐边缘化。2013年房企境外低息发债融资方式兴起，2014年国内上市再融资、银行中票等低息融资方式开闸，加之2014年楼市调整，行业净利润进一步承压下滑，信托因为成本高而逐渐被边缘化。

基金：债权形式相对其他融资方式并无优势。根据CRIC监测，108家典型房企融资基金融资占比从2012年的2%下降至2014年的1%。

^① 本章节内容有所删减。

其中融资额较大的企业以中小型企业为主。如中南建设、金科主要是考虑到基金融资的操作灵活等优点。但目前基金融资仍以债权型为主，股权型方式较少，融资成本相对其他方式来说并无优势。

票据：政府大力支持，中期票据、企业债成房企债券融资首选。随着银行间债券市场对房地产行业放开，越来越多的房企开始选择中票融资这种渠道来满足公司的资金需求并降低融资成本。不缺钱的万科，发行巨额中票，是为了替换短期、“高”成本的银行贷款，以进一步优化财务结构和降低融资成本。

多种非主流融资方式涌现

关联担保是指发生于有关联的或间接关联企业之间的担保。房企关联担保融资可以通过旗下项目在建工程、现房、或土地使用权、项目收益权作抵押，或受让股权及股东借款的方式，向金融机构借款，然后由关联的母公司或子公司提供担保的融资方式。

很多房企将这种模式作为融资的辅助手段，也有个别房企如泰禾集团，将这种模式作为主要的融资模式加以运用。总体来看，关联担保融资并非主流融资手段。

委托贷款一般额度较小，期限也较短。持有经营物业比重高的房企运用的比较多：如2014年4月荣盛发展委托中国农业银行向荣盛建设工程有限公司提供4亿元贷款；2014年8月华发股份委托珠海华发集团财务有限公司向下属子公司提供3200万元贷款。目前，委托贷款经常被用于关联公司间的资金拆借，作为一种对外融资方式，仍然非常小众。

永久债券指一种不规定本金返还期限，可以无限期地按期付息的债券。永久债券的持有者除因发现公司破产或有重大财务事件外，一般不能要求公司偿还，而只能定期地获得利息收入。永久债券与股票的性质相近，在财务核算时，可以计入股本而非债务，因此被高负债率企业青睐。利率方面，永久债券一开始年利率不会很高，但几年后年利率就会逐年大幅上升，甚至超过20%。所以名为永

久，但企业迫于巨大的偿付压力，都会及时还清。

与国外基金设立合营公司。目前国内房企与国际基金以真股权形式合营共同开发国内项目，还不多见。

新趋势：境外发债难度加大，境内股权融资将上升，

根据Wind统计，2014年房地产行业完成并购和正在筹划并购的案例逾200个，涉及交易金额超过1886亿元，相较2013年的1083亿元，并购金额同比增长七成。

自2014年4月开闸以来，国内上市房企纷纷尝试再融资方式。如2014年6月，厦门国贸按10:2.8比例向全体股东配售股份，共计3.73亿股，募集资金总额约16亿元。2014年8月，莱茵置业获核准非公开发行股票约3.4亿股，募集资金总额约10.2亿元。2014年10月，云南城投公司非公开发行7.77亿股，募集资金40亿元。2014年11月，阳光城非公开发行新增2.28亿股，募集资金总额约26亿。2014年末，招商地产公告，拟发行80亿A股可转换公司债券，票面利率不超过每年3.0%，存续期限为6年。目前已获股东大会批准，正在等待证监会审批。

可以看到，可转债的最大优势就是低成本，3%的年利率不仅低于普通企业债券的利率，也低于同期的银行贷款利率。由于转换期权的存在，也使得投资者愿意接受较低的债务利息，进而大大节省公司的现金流，减轻公司的财务负担。

相比信托，私募股权基金的投资期限较长，成本更低，量也一般更大，因此越来越受房企青睐。这一模式不仅可有效降低房企资产融资成本和负债率，同时也可分散项目风险，增强企业的扩张能力和资产质量，提高市场抗风险能力。

从运营角度看，通过与私募股权基金的合作，房企可以用很少的资金做杠杆撬动后续大量的开发资金，并降低企业的融资成本。

在项目的选择上，私募股权基金公司对企业和项目的挑选十分严格，要对项目的前期规划，后期收益进行细致的可行分析报告，通过对项目的预测从而决定是否进行投资。因此，被选择的投资项目在未来的收益上有一定的保障。

并购贷款，即商业银行向并购方或其子公司发放的，用于支付并购交易价款的贷款。

目前为止，房地产行业的并购贷款仍属零星案例。2009年3月27日，华远地产首次尝鲜，获得兴业银行6亿元并购贷款；2012年10月18日，中粮地产（北京）与中信银行签订3年期2亿元并购借款。

受到佳兆业事件以及近期欧美结束量化宽松、美元对人民币的强势反弹，房企在境外融资成本也在提升。从2月份几家房企发行的海外债券融资成本来看，平均的融资成本达到7.7%，高于国内银行贷款利率。2月份发行海外美元债券的房企中，除了远洋2月份获取的两笔高级债券融资额度分别在4.45%-5.95%之外，融资成本最低的是碧桂园，其融资成本也在7.5%；绿城中国为8%，世茂房地产8.38%，最高的是恒大地产，其海外债券的融资成本高达12%，接近国内信托利率。

尽管海外债券的融资成本正在提高且难度也在加大，但在开发商眼中，海外融资的优势仍然明显。

表：2015年房企境外融资一览

企业名称	时间	融资总额（美元）	年息	年限
恒大地产	2月	10.0	12.00%	5
绿城中国	2月	2.0	8.00%	4
世茂房地产	2月	8.0	8.38%	—
碧桂园	2月	9.0	7.50%	5
远洋地产	1月	7.0	4.45%	5
远洋地产	1月	5.0	5.95%	12

数据来源：企业资讯、中国房地产决策咨询系统（CRIC）

新方式：互联网金融、众筹等将成为明日之星

2014年，一些全新的融资方式诞生，这些方式虽然目前房企用得比较少，但发展前景被看好。到了2015年，这些新的融资方式预计会有所突破。

金融地产：房企控股银行推动运营轻资产化

2013年10月31日，万科以4亿美元代价实现对徽商银行的控股，开创纯房企控股商业银行的先河。房地产行业有望进入金融地产时代，融资便利和成本大幅优化。通过“控股银行”，房企可以布局金融地产，尤其是那些致力于持有经营型物业发展的房企，可以联合“控股银行”开发各类理财产品，以盘活商业地产。

资产证券化：政策接踵利好，行业发展驶入“快车道”

在政策的“快马加鞭”下，资产证券化驶入“快车道”。

从近年趋势看，资产证券化呈指数发展态势：从2012年5月信贷资产证券化恢复试点以来，资产证券化产品发行规模占债券市场发行规模比重从2012年末的0.35%上升为2014年末的2.72%；其中，2014年新发行的资产证券化产品已接近过去所有年度的总和，发行规模亦创出历史之最。更为重要的是，国家高层已经明确表示要大力支持。2015年资产证券化预计会延续2014年的井喷态势。

互联网金融：两会明确扶持态度，个别房企已抢先布局

2015年3月两会召开，政府工作报告两次提及互联网金融，给这个发展势头迅猛的新兴行业再次注入新的活力和强心剂。

房地产行业已有融资个案，一些房企抢先布局互联网金融。国内P2P互联网金融平台如合时代，已有为房地产项目融资的先例。不过，目前这种融资方式只能满足小额且中短期的资金需求，较为适合小型房企单个小项目的少量资金需求。

个别房企已开始涉足互联网金融。2015年初，绿地集团宣布，将牵手阿里巴巴和中国平安，推出一款房地产金融产品“地产宝”，并通过互联网平台销售。2015年2月4日，泛海控股表示，将在做好持有型物业的基础上，拓展围绕地产的服务延伸业务，引入互联网概念，包括咨询、租赁、金融服务等方面。2015年3月6日，新湖中宝出资3亿元认购歌华有线A股股份，进一步完善互联网金融领域布局。

房地产众筹：三种模式初具雏形，亟待推动

目前房地产众筹有三种模式：一是投资理财产品型。比如团贷网推出了住宅众筹产品“房宝宝”，该网站从中信御园项目预订了一批房源后，从互联网募集购房资金购买。待网站将别墅转手出售之后，众筹者们将按照投资份额分配售房所得。

二是营销推广型。比如搜房网推出天下贷，首单与苏州万科合作后，在各地与其他房企均有合作。实质上只是将众筹的概念应用在了营销活动上，没有大范围推广的价值和可能性，起到的仅仅是吸引购房者注意、提高品牌知名度的作用。

三是合作建房型。如“众筹网”发起的“乐居众筹”。其模式是，先寻找购房群体，然后根据客户的购房居住需求拿地，并通过专业开发商代建直至最终交付使用。相比其他三种模式，合作建房型更可能惠及到普通刚需购房者。

目前房地产众筹还处于萌芽状态，模式很美，但存在诸多障碍。如果中国政府重视，并借鉴美国JOBS方案制定出符合国情和行业发展的房地产众筹法律法规，未来房地产众筹肯定会迅猛增长，成为房企融资的明日之星。

表：房企典型融资解析

类型	融资方式	优点	缺点	受益主体	发展前景
主流	银行贷款	成本低、数额大	期限短， 资质要求高	大型/国资房企	市场份额稳定
	信托	模式可升级	兑付风险大	中小房企	主流地位渐失
	基金	股权方式风险低	债权方式成本 无优势	各类房企	分化：股权上升， 债权下降
	票据	政府支持，灵活、 成本低	数额和期限 取决于运营状况	稳健运营房企	中期票据、企业 债快速上升
非主流	关联担保、委托 贷款、永久债券、 与国外基金 设立合营公司	灵活	金额小	不限	小众
新趋势	上市再融资	永久性、成本低、 可优化负债结构	稀释股权	上市房企	快速上升
	私募股权基金	期限长，成本低， 金额大	投资方不愿 长期投入，市场 供应量较少	非上市房企	稳步提升
	并购贷款	政府支持，7年 期限，时间较长	银行基于风险 考量，审核 比较严格	财务稳健 的实力房企	迅猛发展
	境外发债	数额大、 成本相对低	受国际环境 影响大	境外上市房企 /龙头房企	明显回落
新方式	金融地产	融资便利、 成本优化	政策不明朗	控股银行 的房企	加速发展
	资产证券化	政策支持，增强 资产的流动性， 融资成本低	对项目盈利能力 要求高；市场交 易体系不够健全	优质持有 经营物业 较多的房企	
	互联网金融	政策支持， 成本低、覆盖广、 效率高	期限短，量少	不明朗	
	房地产众筹	降低建筑成本、 共担风险	模式不成熟、 缺乏政策支持	不明朗	

数据来源：企业年报，CRIC决策咨询系统

2015年房企融资的着力点

面对行业融资的新常态、新趋势、新方式，2015年房企有效融资，大的方向应该是：继续采用主流融资形式，更多采用快速上升的融资方式，同时关注和尝试那些新兴有潜力的融资方式。但不同类型房企的着力点肯定不一样：房企应根据规模实力、盈利能力、财务状况等自身禀赋以及宏观经济政策变化，融合运用，为自己量身订制最佳的融资方案。

上市/非上市房企的融资着力点

相对来讲，国家针对房企重新开放再融资和银行中票两大资本市场，上市房企最为受益。但在今年进一步放开企业债市场后，非上市房企也大为受益。

2015年，上市房企要充分利用好上市再融资、银行中票和企业债三大资本市场。在此基础上，要根据自身规模实力、负债水平、盈利能力和业态制定出符合自己的融资组合方式。

而非上市公司，应该多与私募股权基金合作，积极运用企业债融资，同时关注产权融资方式，减量使用信托融资方式，可以尝试互联网金融和房地产众筹等新兴融资方式。

大型/中型/小型房企的融资着力点

相应地，大、中、小型房企今年融资的着力点肯定也不一样。具体而言：大型房企今年业绩预计继续稳定增长，销售回款顺畅，所以融资方面可以按部就班，延续以往的态势。大型房企应该关注并积极获取成本更低的融资如上市再融资和银行间中票融资，然后主要用于债务替换，优化财务结构和成本。财务稳健的大型房企应该积极考虑并购贷款融资，以把握战略性收购良机。

中型房企由于有继续规模扩张的内在需求，但又因为财务杠杆已经普遍较高，所以应该更多考虑股权融资方式，尤其是多与私募股权

基金合作，上市公司还应积极考虑A股再融资，少用高息信托融资方式，可适当考虑并购贷款融资方式。

小型房企受制于企业规模，获得融资难度依然较大，建议多用项目抵押融资、产权融资，适当考虑信托融资方式，少用民间借贷，千万不要碰高利贷。

高负债率/低负债率房企的融资着力点

不同融资方式的财务风险各不相同。一般而言，债务融资方式因其必须定期还本付息，存在不能偿付的可能，因此融资风险较大。而股权融资方式由于不存在还本付息的风险，因而融资风险较小。

因此，如果房企净资产负债率很高，由于财务杠杆的作用，一旦当企业的息税前利润下降时，税后利润及每股收益下降得更快，从而给企业带来财务风险，甚至可能导致企业破产的风险。此时，房企应该更多考虑股权融资，尤其是上市再融资。当然，如果有条件获得低息银行贷款、银行中票和企业债，也应该积极考虑，但应该主要用于替换高息债务融资。

如果房企净负债率较低，说明企业没有充分利用杠杆推动更高效的扩张。典型如招商地产，企业没有必要考虑股权融资，而应该更多考虑去获取成本更低的债务融资，通过适度提高财务杠杆来推动更高效的扩张。当然，企业也应该积极考虑上市再融资的增发、配股、可转债等形式，尤其是当企业股价偏低时，再融资方式可以让公司市值更快回到合理区间。

高利润率/低利润率房企的融资着力点

如果房企的盈利能力较强，同时财务状况也较好，说明企业变现能力较强，就越有能力承担财务风险。按照常识：在房企投资利润率大于债务利息率的情况下，负债越多，企业的净资产收益率就高，对企业发展及权益资本所有者也越有利。

因此，如果房企盈利能力依然处于较高水平，应该积极考虑债务

筹资。当然，盈利能力较强且具有股本扩张能力的企业，若有条件通过新发或再融资方式筹集资金，则可用股权融资或股权融资与债务融资两者兼而有之的融资方式筹集资金。

如果房企盈利能力不断下降，财务状况每况愈下，发展前景欠佳，企业应尽量少用债务融资方式，多用股权融资方式，以规避财务风险。当然，如果在银行间中票市场获得低息融资，房企应该全力以赴，因为企业可以用此偿还高息债务以降低融资成本和优化债务结构。对于很多中小房企而言，如果上市再融资和银行间中票融资都有困难，最好通过产权交易或抵押贷款形式进行融资。

重资产运营房企的融资着力点

哪些持有经营物业（如办公楼、购物中心）重资产运营的房企，如万达、招商局置地、中粮置地，应该从三方面入手实现高效融资：

债务贷款中，应充分利用抵押贷款和担保贷款等主流形式。可以看到，万达历来采用的就是项目抵押贷款为主导、公司担保为辅融资模式滚动壮大。随着多元化转型逐步深化，众房企的重资产比例越来越高，以后可能需要更频繁地采用抵押贷款和担保贷款融资模式去推动良性扩张。

股权融资中，应多多采用上市再融资和私募股权基金等上升势头明显的融资方式。采用这两个手段，房企可以有效降低融资成本和财务风险，同时又能在掌控运营主导权的前提下，让扩张速度倍增。

新形式中，重资产运营房企还应积极考虑金融地产和资产证券化等新融资手段。

本文为《聚焦房企融资新常态、新趋势和新方式》报告删减版，如需完整版，请联系我们。

《聚焦房企融资新常态、新趋势和新方式》导览

一、2014年以来国内外宏观环境变化对房企融资的影响

- 1、2014年上市再融资和银行中票市场开放，房企融资有三大变化
 - (1) 新高位：108家重点房企融资总额攀新高
 - (2) 新趋势：房企融资大额化、长期化
 - (3) 新特点：低息中期票据比重明显提升，高息信托融资逐渐降低
- 2、2015年境内外融资环境有大变化，房企融资须做相应调整
 - (1) 美联储退出QE3和人民币贬值将加大房企海外融资难度
 - (2) 降准降息通道确立，国内融资环境将大大改善

二、调整分化时期，房企融资的新常态、新趋势、新方式

- 1、新常态：银行贷款、债券融资仍是主流，非主流方式涌现
- 2、新趋势：境内股权融资将快速上升，境外发债融资难度加大
- 3、新方式：金融地产/资产证券化/互联网金融/众筹将成为明日之星

三、2015年房企融资的着力点

- 1、上市/非上市房企的融资着力点
- 2、大型/中型/小型房企的融资着力点
- 3、高负债率/低负债率房企的融资着力点
- 4、高利润率/低利润率房企的融资着力点
- 5、重资产运营房企的融资着力点

四、结语

作者简介

- 朱一鸣，CRIC研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、融资及财务分析
电话：021-60867872 邮箱：zhuyiming@cric.com
- 陈开朝，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业研究
电话：021-60867750 邮箱：chenkaichao@cric.com
- 董妍，CRIC研究中心企业研究员，擅长房地产企业研究
电话：021-60867876 邮箱：dongyan@cric.com

本文为《聚焦房企融资新常态、新趋势和新方式》报告
删减版，如需完整版，请联系我们。

[研究预告]

NO1

2015年中国城市房地产市场发展前景评测

供应结构性过剩已是当前行业最为突出的矛盾。城市分化进一步加剧的挑战已经到来，因此在城市进入选择时，如何从纷杂的数据中选择有效指标，对市场前景作出客观的量化评价，也更加为企业所关注。对此，本研究以地级市为样本单位，对城市房地产市场发展前景做出翔实的定量测评，揭出不同城市间的市场特征，为政府、企业及金融机构决策提供借鉴和依据。

NO2

一线城市高端豪宅的需求客群在哪里

2013年以来一线城市优质宅地争抢激烈异常，这些为地价所累的“地王”高价住宅项目开始批量集中入市；然而，长期以来千万元总价的高端豪宅成交量相对恒定。今年股市造富效应下深圳、上海等一批高端豪宅成交火热，就有必要探讨一下这些城市高端需求的后续再生问题。通过对热销豪宅的总价、户型、面积段分布分析，理清高端豪宅的主流产品需求，为后续项目开发的产品客群定位提供参考。

NO3

深度剖析绿地三大板块与地产主业融合

2015年，绿地集团的战略突破频频，在房地产外主业确立了大金融、大消费和大基建三大板块，整体上市也即将完成。在金丰投资公布的重资产重组关联交易报告中，绿地披露了集团近三年的财务数据及土地储备。我们将基于该报告和绿地近年来战略动态，对绿地发展三大板块的优势、劣势、前景，以及和主业间能擦出怎样的“火花”，进行深入解析。

NO4 房企进军“大行业”，都是“泡沫”？

随着竞争和分化加剧，房企对转型和创新的需求也更为紧迫。2015年，房企基本确立了转型方向，并开始加快执行速度，逐步将战略落地。但同时，活跃的资本市场也带来了“概念炒作”，房企也纷纷加入到布局的“大金融”，“大健康”，“大文化”等各种领域的行列，股价随之飙涨。那么，这些领域究竟是否适合房企进入？长期来看，对于房企的发展是否有意义？

NO5 解密房企股价疯涨真相

2015年以来，沪深房地产企业股价涨势强劲，多数房企跑赢大市，但是房企股价疯涨是否与企业发力地产有关？房企如果要提升股价，提高市值，是否存在某种特定的方式来实现？我们将以沪深两地股价跑赢大市的房地产企业作为样本，从股价变动情况、促进股价上涨的动因、以及不同动因带来的效用时间进行分析，并给出提高市值的建议，以供大家参考。

NO6 傲战一线的华润置地

今年以来，华润置地北京、上海4幅地块入账，其中2幅分别刷新北京、上海的总价地王。是什么支撑了华润置地如此大手笔的傲战？除了拥有央企的背景，华润置地是否还有其他的杀手锏？我们将从企业背景、产品业务结构、以及产品和营销创新等方面为大家来揭秘华润置地的的发展路径。



CRIC研究专题卡



咨询热线: 021-6086 7863

系统化的房地产企业情报定制方案，旨在用专业的行业知识与精湛的行业预判为房地产企业**预测走势、预警风险、提供借鉴。**

专题卡以CRIC研究专题为基础，融合交流、考察、沙龙、论坛、培训、咨询为一体。每年为企业**提供八大类，五十个专题以上的选择。**



地产金融 CRIC 研究中心 数据库

房价怎么走？

CRIC独家288个城市房价指数+项目交易详情

股价怎么走？

CRIC独家数据采集+超300家房企运营数据+NAV估值

市场怎么走？

CRIC独家80个城市项目汇总+结构数据

经济怎么走？

CRIC独家专业点评+官方数据

最**全面**的监测企业

最**专业**的团队



最**广泛**的覆盖城市

最**独家**的数据挖掘及分析

最**强大**的数据库支持

[illegible]

关于CRIC研究中心

建十年以来，一直致力于对房地产行业各领域全面研究及企业专项课题的深入探索。迄今为止，我们已经连续六年成功发布**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。

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

CRIC研究中心主要研究成果一览

类别	成果	简介	出品时间
市场	市场日报	以日为维度，实时监测房地产市场、土地成交和政策方面的变化。	每日17:30
	市场周报	以周为节点，汇总一周内市场新动向，内容包括成交情况、土地成交、最新政策等。	每周一
	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。	每月第1个工作日
	市场年报	汇总整个年度房地产市场风云变幻，从市场、政策、企业等方面多角度深入盘点年度全国房地产市场。	1月
	购房者信心指数报告	在对全国50个以上城市购房者的访问，汇总5000份以上的问卷的基础上，建立起供应、成交、经济走向、消费环境、购买力等五个维度的信心指数体系。	每季度首月中旬

类别	成果	简介	出品时间
宏观	事实与观点	对每日热点进行的深入评论。	每日17:30
	快评	对业内的重大政策、事件进行及时的分析和深入点评	不定期
	宏观月报	对宏观经济、政策走势进行盘点和分析，包括国家和地方政策分析与预测、国内外经济走势、经济指标分析判断。	每月15日
土地	土地日报	包括每日的政策要闻、房企拿地、全国土地市场走势等内容，对土地供应、成交数据进行分析。	每日17:30
	土地周报	每周土地市场数据、政策、动态等进行的监测和分析	每周一
	全国土地月报	主要内容包括月度土地整体市场走势、土地政策、企业拿地、重点地块排行等，提供30个重点城市、5大区域的土地成交、供应、流拍、溢价数据等等。	每月15日
	土地年报	总结年度全国及重点城市土地市场发展情况，对供应、成交、价格、结构等数据进行的全面盘点和深入研究。	1月
	企业每日资讯	对房地产企业拿地、营销、融资、收并购、公司经营等资讯的汇总	每日17:30
企业	企业周报	一周内企业拿地、营销、融资、收并购、公司经营等资讯汇总。	每周一
	企业研究月报	建立在对15家标杆企业24小时监测的基础上，从土地储备、企业推案、销售业绩以及包括营销表现、人事变动等在内的企业动态，第一时间反馈刚刚过去的一个月中标杆企业的最新动向	每月15日
	企业研究年报	汇总整个年度房地产企业发展，从企业销售、拿地、布局、战略等多角度深入盘点，并对主流的开发企业进行重点分析。	1月
	百城千企报告	通过对100个城市中近千个开发企业中，经理级别以上的高级管理人员的调研，从房地产开发的第一线，及时反馈企业决策者们对包括近期热点、政策执行、整体市场、土地交易等在内的预测判断。	每季度首月中旬
	企业销售TOP50排行榜	每季度对全国TOP50企业销售业绩排行，并对行业格局、企业业绩、重点企业等进行深入分析	每月度首月上旬
营销	企业财务季报点评	对上市房企发布的财务报告进行专业点评分析	每季度末出上季度点评
	营销周报	内容包括项目和企业盘点、30家重点企业营销动态、营销案例点评等。	每周一
	营销半月报	对半个月全国重点城市降价项目进行的排行和深度分析	每月



 **CRIC** 研究中心

联系地址：上海市闸北区广延路383号秋实楼10楼

联系电话：021-60867863

传真号码：021-60867392

E-mail: research2@cric.com