

# 研究札記

把脉、洞察  
借鉴、提升

第32期  
2020.6

 克而瑞  
研究中心

## 克而瑞研究中心简介

### 专业度

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

### 影响力

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

### 号召力

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



此处为封面折裁线

研究札记

第32期

2020.6

克而瑞研究出品

## 上半年，房地产市场走出深V型曲线

复杂多变的2020年上半年已结束。

在国内疫情趋于稳定的情况下，房地产市场也从停摆、断崖式下跌的行情中走出来，并以超预期的速度稳步复苏。

自2月房企销售规模跌至20年来最低纪录，增长速度-30%之后，3月市场开始恢复，4月增速上升为负个位数，5月同比回正，恢复速度逐渐企稳，房地产市场走出深V形曲线。

百强房企销售恢复情况也好于预期，头部房企销售回升速度甚至超过去年同期，6月百强房企单月全口径销售额达到14517.2亿元，同比增长13.8%。

疫情影响下，行业分化加剧。城市内部整体表现出3、4月份豪宅火热，5月份刚需接棒，部分楼盘摇号抢房，部分楼盘促销也没有客户“冰火两重天”现象。房企之间集中度愈发加强，TOP50正成为房企规模发展重要分水岭，上半年销售排行榜TOP50房企排位整体变化不大，但个别房企销售额出现大幅度下滑。

展望后市，虽然上半年市场快速复苏，但今年下半年市场仍需要较长时间的恢复，加上疫情的不确定性，行业整体去化承压，预计2020年全年销售规模将微降5%左右，一、二线城市整体销售规模可能会保持略微上升，三四线城市则销售压力较大。

对房企而言，分化或成常态，但机会仍旧存在。把握市场窗口期，“促销售、抓回款”将是2020年全年的重要目标。

丁祖昱

易居企业集团 CEO

007 最前研 ————— 壹

017 市场把脉 ————— 贰

2020上半年房地产市场总结与展望

楼市复苏“几人喜几人愁”，分化动因与持续性研判

疫情开启20城高价地入市窗口，如何影响2020年供应结构？

2020年房价是涨是跌？——地产赚钱效应减弱VS量化宽松避险预期

111 城市研判 ————— 叁

人口再聚集城市的发展前景研究——以宁波、佛山为例

房地产在人口流出大省的六大发展新机遇——以安徽为例

六市新政成功“闯关”，为何唯独湖南？

171 特别关注 ————— 肆

2019年长三角地区房企土储货值排行榜TOP30

2019年房地产企业粤港澳大湾区土储货值TOP30

189 企业纵深 

---

 伍

中小房企如何实现规模进阶

房企TOD项目发展现状及开发模式研究

房企如何迅速实现单城百亿？

房企三大收并购模式如何角逐？

房企“隐性债务”风险研究

274 更多 

---

 陆

研究预告

专题卡

## 编委会

Editorial Board

----- 2020年第二期 -----

[ 全国企业杂志特等奖  
中国房企优秀内刊 ]

出品单位： 克而瑞研究中心

总 编： 丁祖昱 张 燕  
主 编： 孟 音 林 波  
责任编辑： 杨 婕  
编 辑： 杨 燕 凌 曦 石琦峰  
撰 稿： 杨科伟 马千里 朱一鸣 沈晓玲  
房 玲 谢杨春 柏品慧 俞倩倩  
贡显扬 易天宇 吴嘉茗 邱 娟  
汪维文 羊代红 李诗昀 洪宇桁  
齐瑞琳 李 丹 周 奇 姚郑康  
万任澄 汪 慧 查明仪 马 娟

美术设计： 陆笑  
官方网站： [www.cricchina.com/research](http://www.cricchina.com/research)  
官方微信： 克而瑞地产研究（cricyjzx）  
邮件地址： [research@cric.com](mailto:research@cric.com)  
联系电话： 021-60867824 021-60867863



扫一扫加入研究微信帮，  
你也是房地产行业的百事通！

### 版权声明

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

### 免责声明

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

壹

# 最前研

### 两会 《政府工作报告》中房地产相关

【事件】5月24日上午，第十三届全国人民代表大会第三次会议隆重开幕，李克强总理做《政府工作报告》。但此次报告中，既没有再特别强调“不把房地产作为短期刺激经济手段”，也大大弱化了房地产相关内容的表述。

【CRIC点评】房地产行业没有被赋予经济增长的重任，继续回归其基本面，行业定调：继续坚持“房住不炒、因城施策”的政策主基调不动摇，强化住房的居住功能，支持居民自住以及改善性购房需求，弱化住房的金融属性。整体处于一种不紧不松、不惊不喜的状态。

### 政策 6·17国常会定调房地产金融，我们建议不妨分类管控

【事件】6月17日国常会再次强调多措并举为企业减负，推动金融系统全年合理让利1.5万亿元。6月18日刘鹤在陆家嘴论坛致辞表示：加强逆周期调节，促进金融与实体经济良性循环，全力支持做好“六稳”、“六保”工作。

【CRIC点评】国常会与两会的政策基调可谓是一脉相承，意即政策底线在于“六稳”、“六保”。我们认为2020年货币政策整体稳健偏积极，年内再降准、降息预期强烈，但不会搞大水漫灌式强刺激，更不会搞财政赤字货币化。

### 市场 5月行业持续改善:销售同比增10%、一线房价领涨

【事件】6月15日上午，国家统计局公布了2020年1-5月房地产行业各项指标显示市场恢复持续改善，全国商品房销售面积与房屋新开工面积单月同比增速均回正，分别增9.7%、2.5%。

【CRIC点评】我们对于后市给出如下几点判断：当前房地产行业已基本恢复正常水平，开发投资额规模已与2019年相当，销售、开工、土地等单月同比指标也已实现回正。预计房地产开发投资额在短期增速回正后也将面临继续大幅上升乏力的困境。



## 市场 线上售房常态化，618购房节怎么玩？

【事件】受到疫情影响，线下售楼处关停，140多家房企搭建线上售楼处或者重启线上卖房，同时以恒大推出“无理由退房”为主的线上销售新政为契机，进入房企“线上售楼”新篇章。

【CRIC点评】无论使用什么平台，本质上是房企借助618购物节的流量营销。其实房企618卖房和零售业的购物节一样，也是希望采用薄利多销的方式，通过让利消费者加快去化，提升销售。

## 市场 “高压”下深圳楼市为何仍异常火爆？

【事件】在4月银保监会要求彻查“房抵经营贷”后，深圳房地产市场依然热度不减，住建部门屡屡“窗口指导”，6月10日更是爆出光明区金融街华发·融御华府项目刚拿到预证，购房者就连夜排队。

【CRIC点评】在信贷资金宽松下购房“储蓄”、房价上涨预期倒逼恐慌性购房等一系列因素作用下，短期内深圳房地产市场热度仍将惯性延续，成交或将持续高位运行，房价犹存一定的上涨空间。

## 市场 刚需接力豪宅，沪宁杭等6城成交达近2年单月高点

【事件】据CRIC监测的百城5月成交数据，近半数（46城）同环比保持增势，值得关注的是上海、杭州、南京、宁波、温州、清远等城市6月单月成交量均达到了2018年以来的成交高点，疫后复苏动力显著强于其他同类城市。

【CRIC点评】房地产市场复苏动力较强的城市主要集中在核心一二线和强三线，多数城市主要依托刚需自住需求集中释放，短期市场迅速回暖。

### 市场 5月末百城狭义库存5.6亿平，广义库存已达35亿平

【事件】5月，房地产市场稳步复苏，房企推货节奏略有回调，供应同环比齐降，但成交热度不减，同比已经由负转正。供求相互作用之下，百城库存与上月基本持平，同比则稳步增长12%，去化周期收窄至15个月。

【CRIC点评】因国内新冠疫情得到有效控制，楼市供求已进入快速恢复期，狭义和广义库存量持稳，与上月相比基本持平，但是相较于去年还是有了显著增长，后期去库存压力依旧巨大。

### 市场 5·1成交同比跌幅仅10%，保持4月稳步复苏之势

【事件】“五一”假期房地产市场持续复苏，37个重点城市成交量同比跌幅进一步收窄至10%，北京、南京成交显著反弹。

【CRIC点评】“五一”假期房地产市场继续复苏，37城成交面积同比跌幅进一步收窄至10%，北京、广州等各城市市场持续分化，似乎预示着“红5月”市场行情值得期待。短期内，房地产市场仍将延续难得的销售窗口期，成交规模有望稳中有升。相较而言，一、二线以及强三线城市市场需求依旧坚挺，市场恢复进度或将更值得关注。

### 土地 二线城市5月供地井喷，重点关注三大看点

【事件】疫情过后，在优质土地持续入市的影响下，二线城市的土拍热度也直线上升，成交溢价率自今年开年以来已经实现4连涨。而5月适逢传统的供地高峰，今年也不例外，二线城市在5月的土地挂牌量较上月大涨4成，杭州、南京、武汉等多个城市在5月的挂牌量均明显超过4月。

【CRIC点评】综上，随着二线城市再次迎来供应小高峰，多数城市5月供应量同环比均呈上涨趋势，土地供应持续发力。



## 土地 成交量创年内新高，溢价率实现五连涨

【事件】2020年5月，在推进生产要素市场化的大环境下，土地市场交易景气持续回升，成交面积创下年内新高，溢价率也在上月上升的基础上再涨0.2个百分点。

【CRIC点评】综上所述，在土地供应量持续高位的影响下，5月份土地市场成交规模得以继续上涨。预计各城市后续还会有大量土地挂牌供应，成交体量也会在近几个月内维持年内较高水平。

## 土地 溢价率重回高位，高价地还有多少盈利空间？

【事件】随着大多数城市疫情得到较好地控制，各行业复工复产都在稳步推进，在相对宽松的货币政策和优质地块集中供应的刺激之下，土地市场升温之势渐显，5月中长三角城市涨幅最突出。

【CRIC点评】总的来看，虽然近期高溢价地块频出，且地价仍在上行，但受出让底价调低和部分城市限价松动的影响，高价土地的盈利预期依旧可期。

## 企业 花样年重启之路能否逆势破局？

【事件】2020年，花样年的合作拿地动作更为频繁，同时新引入华夏幸福、中交地产、济南高新城建等长期战略合作伙伴，推进未来合作的长效机制。

【CRIC点评】今年1月花样年官宣创始人曾宝宝正式出任集团CEO，至此历时一年的组织架构调整和人员换仓基本就绪。花样年2020年以来的“逆流而上”，以及从去年就开始铺排的合作、人事相关战略，都彰显其重启房地产主业的意图。

### 企业 泰禾集团：降负债抓回款，迎接挑战求稳发展

【事件】泰禾公布年报，2019年操盘销售金额达到了798.7亿元，同比下降39%，其中销售贡献主要来自北京及福州两城，销售金额分别达181、102亿元。

【CRIC点评】2019年泰禾在资产转让、加快回款、调整内部管理架构等一系列措施之下，资金面有一定的改善，净资产同比增长5.85%至337.54亿元，净负债率同比大幅下滑136个百分点至248%。但2019年末现金短债比仍较低，到期债务仍是其面临的主要挑战。

### 企业 “最后一家未上市千亿房企” 逐鹿资本市场

【事件】6月3日，最后一家未上市TOP30房企祥生控股向港交所正式递交了招股说明书，向资本市场发起冲击。

【CRIC点评】上市可帮助房企降低净负债率。像大多数扩张型房企一样，业绩的高增长往往都伴随着较高的债务比率，截止至2019年底，祥生地产净负债率达360.9%，企业净负债率已经取得持续下降。参考其他一年内IPO的房企来看，上市前企业净负债率较高是常见的行业现象，祥生又属于扩张期，后期随着上市扩大股本同时帮助企业融资获取现金，净负债率将有机会降至行业平均水平。

### 企业 越秀“轨道+物业”正式开启全国化布局

【事件】近日，广州市与湖南长沙市签署战略合作框架协议，就加强两市合作、推动合作项目加快建设进行了考察交流。活动中，长沙轨道集团、广州地铁集团、广州越秀集团正式签署了三方战略合作框架协议。

【CRIC点评】对于越秀而言，通过国企合作、资源互补，无论是在广州与广州地铁的深度合作，还是联合广州地铁与长沙轨道集团建立战略合作伙伴关系、进一步加码在长沙的战略布局，都为其未来多元化纳储奠定了良好的基础。特别是此次在长沙签署的三方战略合作框架协议，标志着越秀“轨道+物业”模式正走出广州、向全国其他城市复制拓展、开启全国化的战略布局。



## 企业 恒大：销售与回款创新高，新战略初见成效

【事件】4月，恒大持续发力线上营销，单月实现合约销售额652.1亿元，销售回款同比增长70.8%，达646.5亿元。

【CRIC点评】在新战略下，高增长目标的实现需要加快存货周转，恒大前四个月的逆势增长，销售与回款均创新高，不仅为全年的业绩目标的实现奠定了坚实的基础，同时也显示了新战略实施的成效。

## 企业 荣盛拟分拆“荣万家”上市，多元业务稳步发展

【事件】荣盛发展发布公告称其拟分拆物业管理公司荣万家于港交所上市，是继碧桂园服务、新城悦、永升生活服务、雅生活等一众房企旗下物业管理公司上市后的又一家拟上市的物业服务商。

【CRIC点评】荣万家的上市，将有助于突出荣盛发展生活服务板块的发展优势，提升物业服务的竞争优势。

## 企业 180亿重仓北京，合生创展能否踏上新赛道？

【事件】2020年5月9日，在公开市场上较少露面的合生创展击退了融创、中海数家房企，以72.2亿元竞得北京南城“地王”，溢价率26.2%，楼面价达6.7万元/平米；仅仅10天之后，合生创展再次以107.4亿的价格将分钟寺两宗地揽入囊中，楼面价及溢价率最高达7.6万元/平米、42.08%，均再次创造了北京年内新高。

【CRIC点评】整体来看，合生创展180亿重仓北京，既有资金上的底气，又与企业的战略发展相吻合。然而对于习惯了慢周转的合生创展而言，要重回赛道更困难的是改变企业的运作模式，而这需要的是制度及人的配合，并非一蹴而就。

### 企业 短期获批162亿，窥探中海商业未来之路

【事件】据深交所5月8日信息披露显示，中海企业2020年面向专业投资者公开发行住房租赁专项公司债券，以及2020年面向专业投资者公开发行公司债券均获深交所通过，两个债券拟发行金额分别为95亿元和24亿元。此外若加上4月获通过的中海商管1号及2号资产支持专项计划，4笔获批总规模将达186亿元。

【CRIC点评】整体来看，此次中海发行的专项债券和资产证券化，均是对其商业的较大利好。但长远来看，在集中式商业及长租公寓领域，中海仍有较长的路要走，尤其是在品牌影响力上，中海还需要一个标杆项目来实现自我证明。

### 融资 5月房企美元债“破冰”

【事件】随着4月底时代中国拟发行债券的公告发出，冰封近2个月的中资房企美元债发行重新恢复。

【CRIC点评】目前中资房企实现境外债破冰后，未来这段时间虽仍属于较为不稳定阶段，但迫于融资需求，将会有更多的房企开始恢复发行海外债。

### 融资 财务降杠杆，房企还能如何撬动发展？

【事件】房地产作为资金密集型的行业，项目开发期内会需要较大的资金，如何更好的利用外部资源，即所谓的杠杆，撬动规模发展就至关重要。然而，在国家推动企业降杠杆的大背景下，加上融资环境趋紧，房企开始逐步控制财务杠杆降低风险。

【CRIC点评】从长期发展来看，房企财务杠杆水平达到高位，就需要降负债以应对风险。特别是在疫情等影响下，房企应加大销售回款率保证未来现金流健康平稳发展。



融资

## 这些房企利息资本化率高于80%，利润增长压力几何？

---

【事件】在70家行业典型上市房企的年报中，有64家企业披露了2019年利息费用的资本化规模。其中，超7成房企的利息资本化率在70%以上、13家房企利息资本化率高于90%、15家房企利息资本化率在80%至90%之间。

【CRIC点评】综合来看，受房地产行业结算较销售相对滞后的影响，借款利息的资本化或费用化处理对房企财报中利润表现的延续性有一定的平滑作用。



贰

# 市场把脉

# 2020年上半年中国房地产市场 总结与展望

文/克而瑞研究中心

## » 核心观点 «

政策篇：上半年中央稳、地方放，下半年维持稳中有放

行业篇：房地产V形反转韧性强，预计全年销售规模小幅回落

城市篇：分化中快速回升，先豪宅再刚需、5月已同比转增

土地篇：成交量缩价涨，溢价率较2019年下半年明显上升

营销篇：折扣力度正在加大，直播售房将成营销新常态

产品篇：健康人居理念将更多融入住宅设计

业绩篇：销售恢复好于预期，年内“促销售、抓回款”仍是重要目标

投资篇：上半年先抑后扬，疫情后房企投资逐渐加码

融资篇：融资环境维稳，成本结构性下降



# 「政策篇：上半年中央稳、地方放，下半年维持稳中有放」

2020年上半年，中央政策层面继续坚持“房住不炒”的定位，落实城市主体责任，落实稳地价稳房价稳预期目标。央行三度降准，释放长期资金约1.75万亿元，LPR两度下调，5年期以上LPR累计降幅达15个基点，房贷利率趋势性下移，5、6两月迭创2018年以来新低。地方在土地出让及房地产交易环节为市场、企业减压，土地出让政策涉及取消限制性规定、增加优质土地供应、延期或分期缴纳土地款、延长竣工期限；房地产交易政策涉及放松预售、放松限价、人才新政变相松绑限购、购房补贴、公积金政策调整。

展望下半年，货币政策整体保持宽松基调，但边际放松空间有限，房地产信贷政策整体中性偏积极，房企融资环境或将分类放松，居民部门仍需稳杠杆。地方调控政策继续维稳，限价政策或将进一步放开，短期内放松限购、限售的可能性不大。地方有望从保市场主体出发为企业纾困，并在土地出让以及房地产交易环节给予企业更大力度的支持。

## 2020上半年总结

### 1、中央坚持“房住不炒”落实城市主体责任，稳地价稳房价稳预期（本节有删减）

上半年货币政策整体稳健偏积极，更加灵活适度，但要防止资金

跑偏和“空转”。房地产调控政策继续坚持“房住不炒”的定位，贯彻“三稳”预期。

2月21日，央行召开2020年金融市场工作会议，部署2020年六项重点工作。就房地产而言，保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。

……略……

6月17日，国常会部署引导金融机构进一步向企业合理让利，助力稳住经济基本盘，全年金融系统让利规模多达1.5万亿元。加大金融支持实体经济的力度，实际考量目标在于全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年。按照有保有控要求，防止资金跑偏和“空转”，防范金融风险。

## 2、央行三度降准、LPR两度下调，房贷利率趋势性下移（本节略）

## 3、土地出让为市场、企业减压，涉及延期或分期缴纳土地款等

上半年多省市在土地出让环节给市场、企业减压，主要涉及取消限制性规定、增加优质土地供应、延期或分期缴纳土地款和延长竣工期限。

其一，取消限制性规定，变相降低开发难度，提升开发收益。譬如上半年上海新晋出让的涉宅用地已然取消15%的自持比例要求，利于房企降低持有成本，加快资金回笼。又如苏州取消封顶和现房销售，土地出让价格超过市场指导价，不需要封顶销售；进入一次性报价，也不用现房销售。

其二，核心一、二线城市明显加大供地力度，优质土地供应持续增多。典型如北京，2019年之前供地以“双限双竞”地块居多，但2020年



上半年不限价地块供应持续增多，其中不乏丰台、海淀、石景山等核心区域优质地块，很大程度提振房企拿地热情，北京两度刷新今年最高单价纪录。

其三，调降土地出让门槛，延期或分期缴纳土地款，缓解房企拿地时的资金压力。一方面，西安、南昌、江门等市土地竞买保证金降至20%，一个月内缴纳50%的土地款，余款最长缴纳期限不超过一年。另一方面，南京、福州、无锡等延缴出让金至疫情一级响应解除，且延缴不产生滞纳金或违约金。

其四，顺延开竣工及交付期限，利于房企跟随疫情变化调整施工进度。按照疫情一级响应时间，顺延项目开竣工期限，已签订商品房买卖合同，顺延交房期限，并免除企业违约责任。

#### 4、房地产交易从供需两端助力市场复苏，涉及购房补贴等

房地产交易环节从供、求两端助力房地产市场企稳复苏，主要涉及放宽预售标准、适度放松限价、人才新政变相松绑限购、购房及契税补贴、公积金政策调整。

其一，放宽预售标准，全力支持企业促销售、抓回款。一方面，调降申请预售所对应的施工进度标准，典型如河南省鹤壁市，多层形象进度完成正负零、小高层完成地面1层、高层完成地面2层施工即可办理预售。另一方面，申请预售标准由形象进度调整为按投资额计算，避免因施工工期影响项目销售进度，譬如苏州、无锡等市房地产项目完成25%以上投资即可申请预售。

其二，适度放松限价，新批预售价格突破所在片区限价红线。上半年限价堰塞湖适度开闸，核心一、二线城市明显加快高价盘及豪宅预售证审批，部分项目新批预售价格更是突破所在片区限价上限。典型如上

海地王盘中兴路一号，新批预售价格12.98万/平方米，明显高于项目所在的不夜城板块限价上限。

其三，人才新政变相松绑限购，并支持人才购房消费。一方面，调降人才落户门槛，青岛、无锡等“先落户、后就业”，人才只要有来本地就业意愿便能落户；另一方面，南京、江门等优化人才购房资格，已落户人才可享受户籍居民待遇，变相取消了社保缴纳年限等硬性要求。

其四，购房补贴、税费减免最为直接有效，人才往往享受更高的补贴标准。典型如马鞍山，个人在市区首次购买90平方米及以下普通住房，给予房屋价值1%的补贴；本科及以上学历高层次人才在市区首次购买90-144平方米普通住房，给予房屋价值1.5%的补贴，显示人才补贴标准相对更高。

其五，适度放松公积金信贷政策，在一定程度上刺激居民购房消费。宝鸡提升公积金贷款额度，最高额度由40万元提高至50万元；南宁允许使用公积金贷款购买二套房，但首付比例、贷款利率适度上浮；四川乐山市调整公积金“认房认贷”标准，商贷已结清不纳入认定范围。

### 5、海南、唐山调控再升级，广州、驻马店、济南等新政一日游（本节有删减）

……略……

表：2020年上半年各地遭遇撤回的市场刺激措施

时间	城市	撤回的政策内容
3月4日	广州	取消商服类项目(公寓、商铺、写字楼)的限购政策。
3月5日	驻马店	下调居民首付款比例，首套房贷款最低首付比例由30%下调为20%；上调住房公积金贷款额度，公积金最高贷款额度由45万元提高到50万元；降低住房公积金贷款首付比例。
3月17日	济南	在先行区直管区范围内购买二星级及以上绿色建筑商品住宅的不受济南市限购政策约束。
3月24日	海宁	暂不执行“非海宁户籍人口在海宁限购一套住房”政策。



3月31日	柳州	居民首套房首付2成二套3成；公积金最高贷款额度40万；买房拿证后不需要满两年才能转让。
4月14日	青岛	鼓励改善型住房需求，不动产权证书满2年即可上市交易，针对本地相关就业人才购买首套房，不需要落户或社保纳税。
4月19日	赤峰	鼓励个人购房；给予税收财政补贴；限售政策取消。
4月22日	荆州	首套房贷款首付比例降至2成、二套房首付比例降至3成；公积金贷款最高额度从45万元提高至50万元；6月30日前买新房全额返还契税。
4月23日	淮安	外地户口在淮安无房者，可在淮安买一套房子，不限户口所在地，不再要求社保或个税证明。
5月18日	宁阳	从六个方面促进房地产销售，分别是实行购房补贴、取消二手房限售期、保障网签户子女入学、降低首付额度、降低贷款利率、鼓励企业优惠打折销售等。
5月25日	无为	取消商品住房2年限售。

资料整理：CRIC

## 2020下半年展望

### 6、货币政策边际放松空间有限，房企融资分类放松、居民稳杠杆

联系到在6月18日陆家嘴论坛上银保监会主席郭树清表示，中国十分珍惜常规状态的货币财政政策，我们不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率。另外，各国还需要考虑大规模刺激政策将来如何退出。

我们认为下半年货币政策整体保持宽松基调，但边际放松空间有限。房地产信贷政策整体中性偏积极，坚决遏制房地产金融化泡沫化，严防信贷资金过度流向房地产市场。

房企融资环境或将分类放松，受益主体或将倾向于大中型品牌房企，国企、央企以及头部房企更具融资优势，融资成本有望适度下移。但对于那些高杠杆、高负债经营的房企，以及拿地态度一贯激进、屡拿

地王的房企，仍要监督其有序去杠杆或者稳杠杆，整体受益程度有限。

居民部门仍需稳杠杆，确保居民杠杆率和负债率不再继续上升。部分压力城市或在现有限贷政策框架范围内适度放松限贷，放松公积金贷款、下调房贷利率、调降首付比例皆是可以考虑的选项。不过，认房不认贷、二套贷款已结清算首套等重磅刺激性政策较难落地。

### 7、地方政策维稳，从保市场主体出发为市场减压、房企纾困

我们认为地方因城施策，调控政策或将继续维稳，限价政策或将进一步放开，短期内放松限购、限售的可能性不大。

豪宅抢购、“万人摇”的核心动因在于售价低于预期，买到即赚到的心理预期强烈。因此，限价政策理应进一步放开，预售价格逐步市场化，避免地方政府给购房者打折降价，助涨市场投资、投机氛围。

短期内放松限购较难成行，尤其是一二线以及强三线城市，全面取消限购的可能性不大，多数城市更可能通过人才政策局部放松限购。譬如，调降人才落户门槛，先落户、后就业；已落户人才可享受户籍居民待遇，购房资格不受社保缴存年限限制。

放松限售的可能性不大，一方面，热点城市放松限售或将助涨市场投资炒作氛围，有违“房住不炒”的政策主基调；另一方面，压力城市放松限售难以刺激购房消费，却可能加剧二手房市场抛售压力，带动新房市场共振下行。

“两会”政府工作报告在“六稳”的基础上提出“六保”，预示着今年最大的压力还是在居民就业层面。保市场主体乃是实现“六保”的基本前提，意即只有保住市场主体，才能保居民就业、保基本民生。

我们认为地方政策有望从保市场主体出发竭力为市场减压、企业纾困，尤其是南宁、沈阳、肇庆这类土地财政依赖度明显偏高，以及镇



江、衡阳这类市场需求相较羸弱的压力二、三线城市，或将在土地出让以及房地产交易环节给予企业更大力度的支持。

其一，土地供应要有供有限，供地相对偏紧的核心一二线城市仍要增加土地供应，尤其要增加优质土地供应；供地整体过剩的弱三四线城市则要调降供地指标，给予市场修复的时间。

其二，调整及优化供地结构，增加住宅用地供应比重，调降非住宅用地供应比重，并取消诸如现房销售、自持比例这类限制性措施，将持有型物业转变为开发销售型物业，便于企业尽早实现现金流回正。

其三，适度调降土地出让价格，尤其要增加平价地以及低价地供应，给予企业一定的让利空间，最大程度保障项目开发的盈利空间，避免企业“赔本赚吆喝”。

其四，放宽预售标准，加快预售证审批，进一步支持企业促销售、抓回款。尤其是核心一、二线城市，限价堰塞湖或将逐步放开，便于房企加紧供货，更快地实现现金流回正。

其五，市场需求相较羸弱的压力二线城市，更要在需求层面予以刺激，购房补贴、税费减免皆是可以操作的选项，其对市场的拉动力也将更为直接有效。

#### 附表：2020年上半年重要政策汇总（略）

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。

## 「行业篇：房地产V形反转韧性 强,预计全年销售规模小幅回落」

2020年上半年，房地产业经历了停摆--重启一回升的过程，投资、销售、拿地等重要指标增幅创下20年历史低位后修复回升，到5月，销售金额同比已增14%、开发投资额已与近2年月均相当，足以见证中国房地产业具有强大韧性。但与此同时，需要明确的是行业下行压力仍如影相随，刚需群体受疫冲击下中部和东北地区销售表现恢复仍不理想，下半年行业依旧处于承压而行的反复、波动阶段。

### 2020上半年总结

1、1-2月创20年最低后，3-5月稳中有增、快速恢复，前5月销售面积同比降11%（本节有删减）

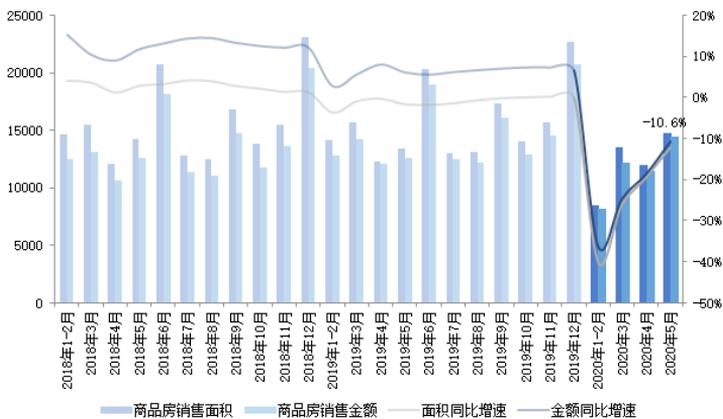
疫情影响下2020年上半年全国商品房销售经历了由停摆至重启的过程。1-2月由于疫情爆发后房地产市场全面停摆，销售面积与金额累计同比降40%和36%。后随着全国楼市逐步复工复产，城市积压需求与新增需求的持续释放下销售指标直线回升。至5月末，全国前五个月共销售商品房48703万平方米，累计同比降幅已收窄至11%。

单5月来看，全国商品房销售规模大幅增量，同比增速一举由负转正且创近一年以来增速新高。商品房销售面积达14730万平方米，同比增9.7%，销售金额14406亿元，同比增14%，显示房价进一步上涨。



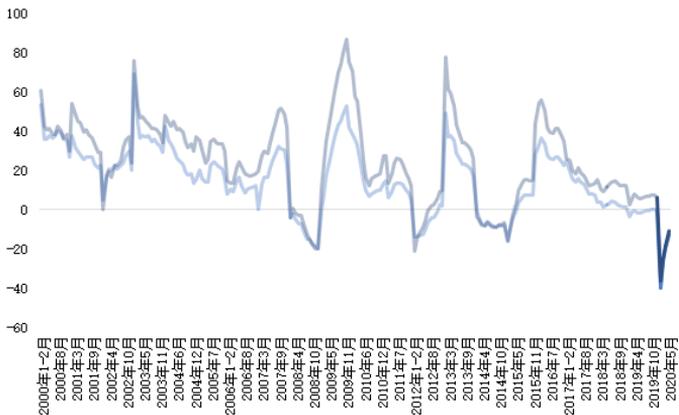
……略……

图：全国月度商品房销售面积、销售金额及其同比走势（单位：万平方米、亿元）



数据来源：国家统计局

图：2000年以来全国月度商品房销售面积、销售金额累计同比增速（单位：%）



数据来源：国家统计局

### 2、开发投资额波动上行至月均常态，前5月累计降幅已收窄至0.3% (本节有删减)

受新开工增速及土地购置增量支撑，前5月房地产开发投资额累计完成45920万元，规模已与2019年同期基本齐平，仅微跌0.3%。5月开发投资额为1.28万亿元，同比增长8.1%，已恢复达到近2年常态月度的高位水平。

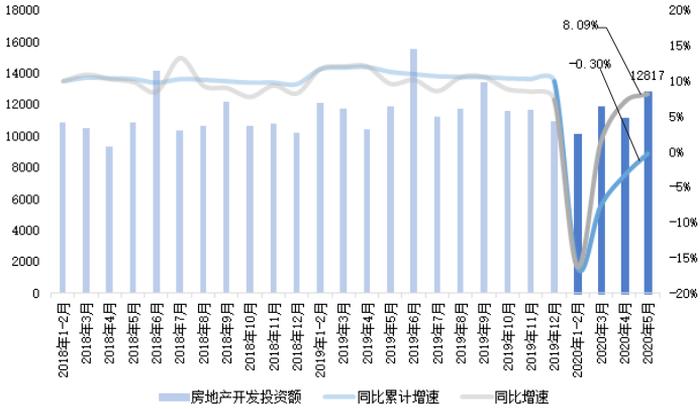
前5月开发投资额得以大增主要受新开工面积及施工强度持续走强推动，同时土地购置市场持续回升也为其提供了强力支撑。疫情逐步得到控制后，全国房屋新开工面积逐月回升，至5月已连续两月保持两千万平方米左右规模，且在核心城市新房火热、多数城市预售标准放松背景下，房企多督促施工方加紧工期进度。此外，疫后核心城市持续放出重点地段优质地块，土拍市场持续回暖，如杭州目前已实现土地出让收入过千亿。

鉴于前5月全国新开工面积单月增速已回正、土地购置面积累计增速创近两年新高，新开工施工与土地购置两方支撑下，预计全国开发投资额累计增速将在下半年回正。

……略……

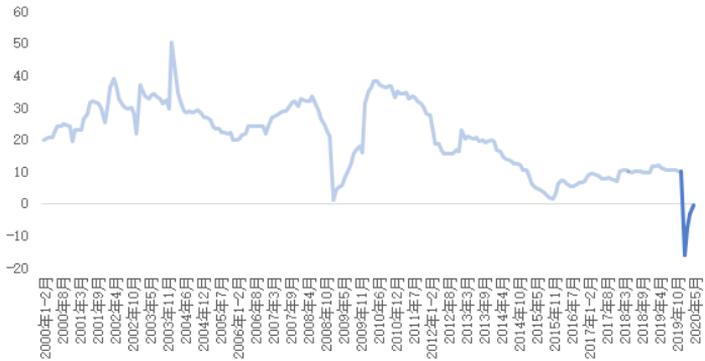


图：全国房地产开发投资额月度走势（单位：亿元）



数据来源：国家统计局

图：2000年以来全国房地产开发投资额累计同比增速（单位：%）



数据来源：国家统计局

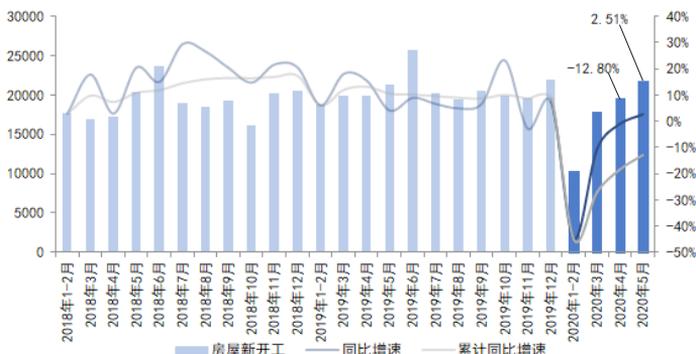
### 3、新开工停滞快速拔升、5月已同比转增3%，前5月累计降幅收窄至13%（本节有删减）

5月房屋新开工面积21765万平方米，环比增11%，达到今年新高且超过近两年多数正常月份水平，同比增速也由负转正、增2.51%，累计同比降幅也收窄至12.8%。

新开工面积仍将为开发投资额重要发力点，但单月规模或将见顶回落。一方面，从施工面积来看，自3月到达高点后单月规模已持续下降，至5月单月仅22060万平方米，同比增速已降至2.3%，因此预计新开工面积后续也将面临见顶；另一方面，从历年规律来看，新开工面积下半年规模普遍低于上半年，因此后续规模回落也是自然现象。

……略……

图：房地产开发企业新开工面积月度走势（单位：万平方米）



数据来源：国家统计局

图：房地产开发企业施工面积月度走势（单位：万平方米）（略）

图：2001年以来房地产开发企业新开工面积累计同比增速（单位：%）

（略）



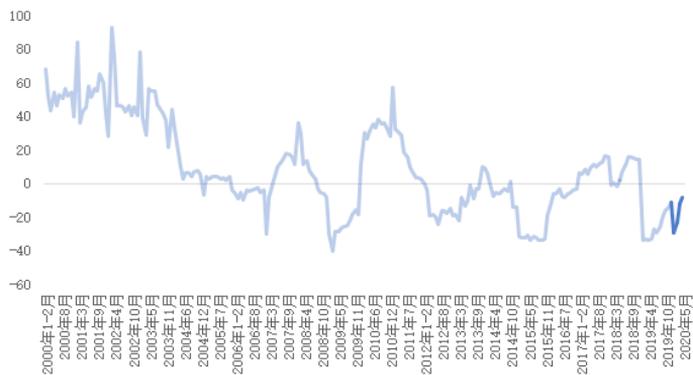
#### 4、一二线优质地块加快入市推动地市火热，房企土地购置面积累计降幅已收窄至8%（本节有删减）

从土地购置面积来看，前5月累计同比降幅已收窄至8.1%。在推进生产要素市场化的大环境下，疫后市场交易景气持续回升，前5月累计同比降幅收窄至8.1%。从单月来看，5月土地成交面积、成交金额等均创下年内新高。考虑到5月、6月挂牌土地的总建面仍处相对高位，预计第三季度土地购置面积仍将有大幅回升空间。

……略……

图：全国房地产开发企业土地购置面积增速（略）

图：2000年以来房地产开发企业土地购置面积增速（单位：%）



数据来源：国家统计局

#### 5、待售面积年初跳增后逐月下行但仍超5亿平，住宅与办公物业压力严重（略）

### 2020下半年展望

#### 6、一线与核心二三线热度保持，整体销售规模增速放缓，全年预期回调5%左右

随着国内疫情得到阶段控制，3-5月房地产市场稳步复苏，销售面积、金额5月单月同比已经回正，累计降幅也持续收窄至10%左右。考量到当前央行、地方政府发布了降息、免税、人才新政、购房补贴等多项纾困政策提振楼市，缓解经济下行压力，下半年需求仍能惯性释放，成交规模还会有一定增长，而增速或将放缓，全年成交规模预期较2019年小幅微跌5%，刚需购买力不足将成为制约楼市成交增长的重要因素。

不同城市间的分化将持续加剧，一线与核心二三线城市在2-3月豪宅和中高端产品率先热销后带动恐慌性刚需和投资客入场，短期市场热度还将延续，主要是基于高净值人群收入渠道多元、受疫情影响较小，加之央行连续降准降息，市场资金面宽松，货币多刺激投资大热，买房增值保值的预期持续强化。反观弱二线和广大三四线城市，目前仍是刚需主导型市场，疫情造成了低薪群体大幅减收，继而制约刚需释放。

#### 7、土地购置面积保持回升，叠加资金宽松与销售良好，新开工面积将保持高位波动

下半年，我们认为，多数城市政府在经济疲软的财政压力下，会加大土地供应，土地购置面积预期也会水涨船高，当前已有部分城市诸如上海、广州、南京、杭州等前5月的土地成交面积已显著高于去年同期，预计增速也将保持回升。

值得注意的是，下半年土地市场的结构性分化将更加明显：核心一二线城市由于房企融资改善、土地供给放量叠加楼市火爆成交带来的潜在住房需求预期，土地市场将持续回暖。而广大三四线城市因前期需



求透支严重，土地市场供过于求，投资风险逐步加大，房企将会更多的将土地储备集中在核心一二线，因而三四线城市的土地购置面积将进一步回落。

与此同时，考量到“两会”政府工作报告明确提出稳住经济基本盘，集中精力抓好“六稳”、“六保”，货币政策整体稳健偏积极，且当前房企融资环境维稳，成本结构性下降，叠加销售去化形势良好，预计多数企业下半年仍会加紧开工、加快推盘，弥补此前疫情带来业绩负面影响，也会刺激下半年新开工绝对量稳步增长，维持高位。但受2019年下半年基数较高影响，预计新开工面积同比增幅仍将保持低位波动。

## **8、房地产开发投资仍将是经济压舱石，新开工与土地购置支撑其预计增长5%左右**

整体来看，当前房地产开发投资额还是保持在乐观预期，刨除疫情影响，3-5月单月绝对量同比均保持增势。预判2020年下半年，我们认为，全年开发投资额增速依旧会稳步回升，预期全年应维持在5%左右。一方面土地购置面积增速稳步回升，将对房地产投资增速回升提供有力支撑；另一方面随着房企新开工、施工量的不断增长，也将逐步拉升总体开发投资额水平，累计增速不至于出现同比大幅下挫可能。

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。

「 目录  
导览 」

**第一章 政策篇：上半年中央稳、地方放，下半年维持稳中有放**

- 一、中央坚持“房住不炒”落实城市主体责任，稳地价稳房价稳预期
- 二、央行三度降准、LPR两度下调，房贷利率趋势性下移
- 三、土地出让为市场、企业减压，涉及延期或分期缴纳土地款等
- 四、房地产交易从供需两端助力市场复苏，涉及购房补贴等
- 五、海南、唐山调控再升级，广州、驻马店、济南等新政一日游
- 六、货币政策边际放松空间有限，房企融资分类放松、居民稳杠杆
- 七、地方政策维稳，从保市场主体出发为市场减压、房企纾困

**第二章 行业篇：房地产V形反转韧性强，预计全年销售规模小幅回落**

- 一、1-2月创20年最低后，3-5月稳中有增、快速恢复，前5月销售面积同比降11%
- 二、开发投资额波动上行至月均常态，前5月累计降幅已收窄至0.3%
- 三、新开工停滞后快速拔升、5月已同比转增3%，前5月累计降幅收窄至13%
- 四、一二线优质地块加快入市推动地市火热，房企土地购置面积累计降幅已收窄至8%
- 五、待售面积年初跳增后逐月下行但仍超5亿平，住宅与办公物业压力严重



六、一线与核心二三线热度保持，整体销售规模增速放缓，全年预期回调5%左右

七、土地购置面积保持回升，叠加资金宽松与销售良好，新开工面积将保持高位波动

八、房地产开发投资仍将是经济压舱石，新开工与土地购置支撑其预计增长5%左右

### 第三章 城市篇：分化中快速回升，先豪宅再刚需、5月已同比转增

一、市场综述：疫后需求有序释放，成交快速回升、城市项目分化加剧

二、城市分化：上半年宁杭等成交同比增20%左右，重庆、西安、长春等仍跌超30%

1、供应：降-升-稳，郑州、杭州等新增供应同比超30%，深圳、宁波等跌幅超40%

2、成交：先抑后扬、分化加剧，深沪杭宁等火热，广州、重庆等相对乏力

三、项目分化：3-4月一二线豪宅“一房难求”，5-6月刚需接力中低价产品旺销

1、3-4月深圳、南京等豪宅供应稀缺“一房难求”，低性价比刚需盘“无人问津”

2、5-6月杭州、成都等高性价比低档项目再现“万人摇”，价格优势刺激刚需入场

3、豪宅大热加剧刚需客群恐慌性购房，房企降价、一二手倒挂带动中低档热销

四、房价：同比涨幅收窄、环比先降后扬，一二线稳中有升三四线分化

延续

1、70城房价同比延续稳中有降，一线房价表现平稳二三线涨幅显著收窄

2、高房价城市整体小幅上扬，内陆二三线及沿海强三四线房价补涨

五、库存：近八成城市库存同比上升，四成城市消化周期超18个月

1、库存整体同比上升15%，武汉、青岛等近八成城市库存仍处上升通道

2、近八成城市消化周期同比上扬，天津、大连、北京等超30个月

六、二手房：京深宁杭等已达近两年高点，成都、苏州等同比仍跌40%以上

七、供应：2020年预期稳中有降，核心一线推盘节奏加快，三四线缩量显著

八、成交：小幅微跌，核心一二线、强三线成交回稳，一般三四线热度难延续

九、项目：分化延续，买房是“储蓄”驱动豪宅持续热销，购买力不足制约刚需释放

十、房价：2020年房价一二线涨幅收窄，三四线稳中有降“分化”在所难免

十一、库存：预计库存稳步增长，部分二线和强三线去化拉长但风险可控

#### 第四章 土地篇：成交量缩价涨，溢价率较2019年下半年明显上升

一、土地成交规模下滑，各能级城市地价全线上涨

二、多数中西部二线成交量收缩，长三角地市热度持续高位



- 三、二季度普通地块入市增多，无人竞拍再成流拍主因
- 四、下半年土地市场将回归平稳，预计全年成交规模和2019年基本持平

## 第五章 营销篇：折扣力度正在加大，直播售房将成营销新常态

- 一、线上营销加码，部分城市项目已达8折
- 二、线上营销、明星网红直播、购房节等方式为上半年主流
  - 1、线上营销成主流，推销售新政保障购房权益
  - 2、直播越做越火，明星网红涉足直播卖房
  - 3、房企购房节持续上线，热衷发放购房优惠券
- 三、折扣力度正在加大，直播售房将成营销新常态

## 第六章 产品篇：健康人居理念将更多融入住宅设计

- 一、功能性更强的横厅被广泛应用
- 二、开放式厨房等互动空间增强家庭交流
- 三、人性化、收纳设计关注度不断提升
- 四、重视多维社区公共空间构建
- 五、住宅设计将更加注重舒适性
- 六、绿色健康因素会更多地融入其中
- 七、智能科技赋能，持续推动住宅发展

## 第七章 业绩篇：销售恢复好于预期，年内“促销售、抓回款”仍是重要目标

- 一、业绩：单月业绩同比逐月回升，销售恢复情况好于预期

- 二、格局：规模房企集中度进一步分化，行业竞争加剧
- 三、目标：近半数房企业绩完成不及40%，下半年去化压力较大
- 四、企业表现：规模房企表现优于行业整体，部分企业业绩突出
- 五、去化压力犹存，全年预计梯队分化加大

### 第八章 投资篇：上半年先抑后扬，疫情后房企投资逐渐加码

- 一、TOP10新增货值集中度微降至36%，但规模优势依旧显著
- 二、百强拿地销售比回升至0.38，龙头房企最为谨慎
- 三、上半年拿地节奏先抑后扬，第二季度TOP50房企投资金额激增
- 四、房企整体投资态度分化，“一头一尾”表现相对较弱
- 五、中西部仍是投资重心，长三角地区竞拍最为激烈
- 六、预计下半年投资意愿进一步回升，拿地态度持续分化
- 七、聚焦核心二线城市优质地块，多渠道拿地控成本、防风险

### 第九章 融资篇：融资环境维稳，成本结构性下降

- 一、融资环境维稳，成本结构性下降
  - 1、融资总量同比微降，但正在逐步恢复
  - 2、企业分化，房企融资成本结构性下降
  - 3、到期压力下美元债重启，年内境内债权融资依然占据主位
  - 4、房企上市热情不减，分拆物业上市掀起新高潮
  - 5、破产企业达234家，部分上市房企相继出现危机
- 二、境外美元债重启加速恢复，将助力房企下半年加快发展



# 「楼市复苏“几人喜几人愁”， 分化动因与持续性研判」

研究员 / 杨科伟、俞倩倩、姚郑康

2020年开年后，宏观层面房地产业与整体经济一并被疫情拖累至负增长区间，且至二季度初开发投资、新房销售等主要指标依旧为负；而与之鲜明反差的是，微观层面楼市豪宅热销、地市地王频出等在核心城市陆续出现，种种现象似乎与宏观数据相左。究竟市场真实的情况如何？目前成交“抬头”是局部市场“大火”还是不同能级城市全线回暖？市场分化背后的动因为何？短期的市场热度又能否持续？

## 一、行业投资、销售低位徘徊vs部分城市楼市、地市疫后火爆恢复（本节有删减）

1、宏观房地产下行依旧，疫后销售、开工、投资累计增速持续为负（略）

2、微观楼市、地市供需火爆，豪宅劲销、土拍溢价、房企销售回升

整体上房地产市场复苏较慢，但事实上在微观层面上核心城市已快速升温，甚至表现远超疫情前。这一现象主要可以从三个方面概述：一方面“豪宅火”，复工以来豪宅项目频频劲销。例如深圳招商太子湾·湾玺开盘当日即售罄，总销42亿元。又如近日上海碧云尊邸开放认筹，

当前认筹率已超318%。又见深圳南山区、宝安区等热点区域新房项目出现“喝茶费”等现象。足以说明，后疫情时代核心城市豪宅正受火爆追捧。另一方面“土拍火”，二季度初土拍溢价重回高位，尤其是进入4月份以来，土地市场热度明显上升，这种上升趋势在五·一假期后一周表现更为显著，周度溢价率已经升至26%，创下今年以来的新高，较4月第一周溢价率的12%已经翻番。最后“房企火”，疫后房企积极推盘，销售额快速回升。4月百强房企全口径销售额突破九千亿元，环比上升17.2%，较去年同比上涨0.6%，首次同比转正。房企加快供货节奏，戴口罩排队购房的现象频频上演，带动部分城市市场快速转暖。

从楼市“豪宅火”、地市“土拍火”再到“房企火”，从微观上来看疫情对企业拿地，居民购房的负面影响似乎并不如宏观层面一般严重，那么在这二者的反差中究竟当前真实的市场情况是怎样的？目前是局部市场“大火”还是全面回暖，回暖背后的动因为何？是否具有可持续性？

## 二、分化：楼、地市稳步恢复但分化加剧，核心一二线豪宅大热，刚需回归“春风拂”（本节有删减）

1、疫后楼市快速修复，一线二手房降幅收窄至14%，三四线新房复苏较快（略）

2、城市间楼市分化，深圳、杭州率先正常化，广大三四线成交持续低迷（部分略）

城市层面而言，疫情影响加大了不同城市间居民购买力、购房者数量的差距，因此疫后不同城市间一二手房市场表现出现明显分化。



新房市场，核心一二线及强三线楼市已正常化，部分二三线恢复缓慢。核心一二线城市如深圳、兰州、杭州、青岛等疫后积压需求有序释放，后新增购房需求顺利接棒下楼市快速修复，至4月成交面积同比已超过2019年同期。此外江门、常德、常州、莆田等强三线城市供需两旺，4月同比增速均已回正。而东北、西部及部分沿海地区城市如长春、厦门、西安、苏州、湖州、德清、台州等城市4月成交表现依旧萎靡，同比均有超20%降幅。其中部分城市如厦门、苏州、西安、湖州由于疫情防控严峻，城市新增供应过少而制约了购房需求的对现；另外部分城市如衡阳、德清、芜湖则是由于疫后居民购买力受削弱导致购房需求不足。

表：2020年4月全国部分城市商品住宅成交情况（单位：万平方米）

城市能级	城市	2020年4月	环比	同比	城市能级	城市	2020年4月	环比	同比
一线	北京	37	74%	-24%	三四线	宁德	9	43%	115%
	上海	61	65%	-17%		常德	26	44%	94%
	广州	73	5%	-25%		六安	18	-22%	61%
	深圳	37	3%	20%		江门	11	1%	54%
	合计	208	27%	-17%		梅州	36	46%	31%
二线	兰州	73	41%	125%		韶关	20	-19%	30%
	杭州	142	40%	22%		莆田	16	21%	29%
	青岛	133	37%	14%		常州	81	80%	22%
	成都	112	-26%	2%		晋江	18	7%	22%
	合肥	75	9%	1%		柳州	41	29%	16%
	南京	80	33%	-3%		徐州	104	11%	10%
	郑州	118	159%	-7%		漳州	6	71%	7%
	南宁	85	32%	-10%		东莞	48	48%	2%
	天津	113	61%	-12%		湖州	44	7%	-22%
	沈阳	124	28%	-14%		龙岩	12	75%	-23%
	福州	26	7%	-15%		芜湖	17	24%	-24%
	昆明	82	42%	-18%		福清	14	-16%	-27%
	长春	65	5%	-20%	惠州	88	31%	-28%	
	厦门	12	3%	-21%	肇庆	28	7%	-31%	
	济南	70	32%	-22%	淮安	22	-20%	-36%	
	西安	62	11%	-33%	衡阳	17	139%	-40%	
	苏州	72	17%	-36%	泉州	12	19%	-43%	
	宁波	86	10%	-42%	昆山	13	29%	-56%	
	重庆	160	38%	-43%	德清	7	2%	-69%	
	长沙	83	4%	-50%	台州	10	-49%	-70%	
	武汉	69	5108%	-58%	合计	1434	13%	-15%	
	合计	1843	26%	-17%	总计	3485	21%	-16%	

数据来源：CRIC

二手房市场上，深圳、杭州等成交率先恢复正常，其余城市同比降幅收窄，上海、苏州等复苏缓慢。随着疫后多个城市逐渐放开防控，陆续恢复二手中介带看业务，深圳、广州、杭州、南京等城市积压的购房、换房需求集中涌现推动4城在二季度初单月成交规模已超过2019年同期，其中南京更是同比正增34%。其余城市新房市场火热正向传导至二手房市场，多个城市同比降幅均有不同幅度收窄。但受疫情管控影响，上海、苏州、武汉、成都、重庆等城市二手房市场在较长时间停业后二季度初成交同比降幅仍超过4成。其中成都、重庆、苏州等二线城市看房者显著减少，4月成交同比降幅更超50%。

整体来说，疫后城市间楼市表现分化明显。深圳、杭州等强市楼市已正常化；武汉、苏州、重庆等一二房成交仍处于历史低位，部分三四线城市受疫情防控或购房需求不足影响成交持续萎靡。

### 3、疫后地市量价齐升，二线溢价率激增，三四线成交量同比仍降（部分略）

在疫后土地供应大幅放量推动下，全国土地成交量显著回升。至4月CRIC统计数据 displays，全国土地市场涉宅用地成交建筑面积增至17314万平方米，环比增长58%，较2019年同期也恢复至历史水平，同比增6%。

随着成交量的大幅回升，加之高价优质地块出让占比提升，疫后平均地价创2018年以来新高。至4月，成交总金额大幅增加至5298亿元，成交均价受此带动上浮至3060元/平方米，环比再增22%，突破2018年以来的新高。



图：2018年-2020年全国涉宅用地成交情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）



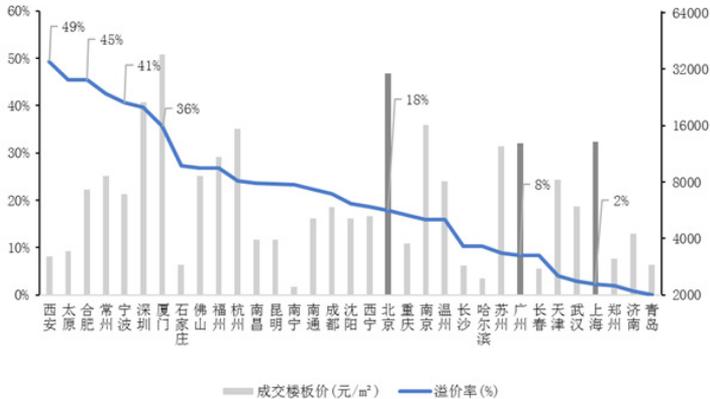
数据来源：CRIC

市场热度方面，溢价率与流标率双升凸显土拍市场优、劣地块间成交分化。从溢价率来看，在热点二三线土地出让增加且有优质土地高价成交的带动下，溢价率保持上升趋势，增至16.0%，环比上升3.8个百分点，并且创下去年7月以来新高。从流标率来看，由于优质地块供应大幅增加，大部分房企将主要精力放在这些地块上，对郊县地块的关注度普遍不高，郊县地块频遭流拍，使得整体流拍率有所回升。据CRIC重点监测的城市来看，本月土地流拍率升至9.2%，较上月增加2.5个百分点。

分城市来看，核心一线高价地底价成交，二线则普遍溢价较高，多数三四线则无溢价。从2020年3月以来部分城市涉宅地块成交情况来看，一线城市中，北、上、广高价地块多为底价成交，三城溢价率均在20%以内，其中上海溢价率更是仅2%。二线城市中，优质高价地大放出，多轮竞拍下推高土拍溢价率；仅少数城市如天津、武汉、郑州、济南、青岛等溢价率低于5%，西安、合肥、宁波、厦门等城市溢价率均超30%，其中厦门更是诞生“双料地王”，南京主城区内土拍地块溢价率也均在30%以上。而三四线城市中，除部分强市如佛山、温州、南通、

常州、绍兴等成交了多宗溢价率地块外，多数城市土拍成交均无溢价。

图：一二线及部分三四线2020年3月以来涉宅地块平均溢价率和楼面价（单位：%、元/平方米）



数据来源：CRIC

总而言之，疫后土地市场与新房市场均整体火热、局部分化，不同城市不同区域土拍表现差异明显。疫后多城优质地块的供应推动土拍市场快速回暖，单月土地成交建面回归正常水平，平均楼板价也到达阶段新高。但核心城市优质地块往往备受追捧，带动全国土拍溢价率快速上升；而郊县低价性价比地块则频遭流拍，致使全国土拍流标率也随之增长。

#### 4、项目分化：深、杭、宁等高端豪宅盘热销，蓉、渝、苏等高性价比刚需盘大火（部分略）

从当前市场表现来看，不仅不同城市间的行情相对独立，而且城市内部的产品销售情况也存在显著差异，大体呈现出以下特征：第一类城市低档刚需类项目持续热销，中高档去化相对平平，以成都、重庆、苏州、福州、北京为典型代表；第二类则刚好相反，高档和豪宅改善类产



品大卖，郊区低档刚需盘去化不佳，深圳、杭州、南京、郑州等城市高端产品需求依旧旺盛；第三类城市中档刚改类产品异军突起，以上海、西安、宁波为典型代表，中档产品去化率均高达70%以上；第四类为去化较差城市，各档次产品无明显差异。

### **(1) 成都、苏州、北京等高档产品去化不佳，中低档依托刚需客驱动保持热度（部分略）**

第一类城市以成都、重庆、苏州、福州、北京等为典型代表，刚需客户较为活跃，位于政策利好区域，价格相对适中的高性价比中低档楼盘持续热销。这类城市多为省会或区域核心，人口基数较大，“虹吸”效应显著，吸引了众多外来务工人员，买房自住居多，加之部分区域因政府限价原因一二手倒挂，不乏一些高性价比项目获得购房者的青睐。

以成都为例，2020年3月以来多个中低档楼盘开盘即售罄，这也是促使成都市场4月迅速回暖的重要原因。从下表中我们可以看出，去化率100%的项目多为中低档，譬如一圈层的成发紫悦府项目，因其地段好、性价比高而受到关注，作为项目最后一批次房源，叠加圈层内同类货源较少，促使项目成为近万人摇号的“网红楼盘”；再如处于天府新区的恒大天府半岛项目，二批次1170套房源一经推出也在开盘当天全部售罄，虽然部分客户因污水厂问题放弃选房，但超万人的报名人数依旧将其房源抢购一空。此外，同属二圈层的凯德卓锦万黛同样因其区位优势和较高的价格剪刀差吸引了2万人摇号，中签率低至1%，火热程度可见一般。

与之形成鲜明对比的是，部分处于城市边缘或是周边配套相对缺乏的高价项目依旧去化不佳。典型代表为佳兆业珑玺，地处温江光华新城，价格相较周边无明显优势，加之产品定位高端，面积大总价高，虽然4月仅推出124套房源，开盘当天去化率依旧不足30%。而天府新区的

麓玥府虽毗邻成都“神盘”，鲁湖生态城，但因自身配套呈现仍需较长时间，因而也面临一定程度的去化压力。

**表：成都2020年3月以来部分开盘项目基本情况（单位：元/平方米，套）**

项目	区域	项目档次	最近一次开盘时间	预售均价	推盘套数	去化套数	开盘当天去化率
恒大天府半岛	天府新区	中档	2020年4月	10906-13660	1170	1170	100%
自在轩	锦江区	低档	2020年4月	13400-17197	418	418	100%
鑫耀美泉悦府	武侯区	中档	2020年4月	12570-14370	628	628	100%
成发紫悦府	成华区	中档	2020年4月	14200-16500	180	180	100%
凯德卓锦万黛	龙泉驿区	低档	2020年5月	9400-10920	196	196	100%
麓玥府	天府新区	中档	2020年4月	17492-24649	145	43	30%
佳兆业珑玺	温江区	高档	2020年4月	18447-23347	124	32	26%

数据来源：CRIC

### （2）深圳、南京、郑州等豪宅供应稀缺“一房难求”，低性价比刚需盘“无人问津”（部分略）

第二类城市主要是依托高端、豪宅改善盘持续热销带动市场回暖，远郊刚需盘去化则相对缓慢，典型代表为深圳、杭州、南京、常州。之所以产生这样的分化，实则也是疫情对不同购买力客群的收入影响存在差异，“富人更富，穷人更穷”的分化格局所致。具体来看，一方面得益于中央对企业的“纾困”政策不断，央行去年以来连续降准、降息，适度宽松货币政策扶持企业增长，市场流动资金相对充裕，企业主等高净值人群抗风险能力更强。另一方面，低收入群体更加“边缘化”，很多企业在进行人员结构调整时，最有可能放弃或整合的就是可替代性强、低层级同时也意味着低收入的用工需求。

一线城市以深圳为例，高端、豪宅产品屡开屡罄：3月7日，104套总价区间在2000万-5000万的太子湾云玺房源当日售罄；3月16日，万科星城288套小户型公寓开盘七分钟全部售罄，预售均价也达到了3.6万元/平方米，此外，深圳南山区、宝安区等热点区域中高端项目也出现



“喝茶费”等现象，市场热度可见一般。对比而言，处于坪山、龙岗、光明区的部分项目则去化不佳，特建发乐府花园、君华时代花园、中骏云景府3-4月开盘去化率均不及50%。

**表：深圳2020年3月以来部分开盘项目基本情况（单位：元/平方米，套）**

项目	区域	项目档次	最近一次开盘时间	预售均价	推盘套数	去化套数	开盘当天去化率
太子湾云玺大厦	南山区	豪宅	2020年3月	105600-120000	118	118	100%
万科星城	宝安区	高档	2020年3月	36500	288	288	100%
恒大城二期	坪山区	高档	2020年3月	36500	288	288	100%
特建发乐府花园	光明区	中档	2020年3月	45600	1036	437	42%
君华时代花园	龙岗区	中档	2020年4月	38700	420	56	13%
中骏云景府	龙岗区	中档	2020年3月	34000	484	30	6%

数据来源：CRIC

二线城市以南京为例，分化情况和深圳类似，高档（73%）、豪宅（97%）产品的去化率也普遍好于中档（40%）、低档（5%）产品，受到供应结构的影响，推盘以中档产品居多，据CRIC监测，3-5月南京共推出57个楼盘，其中45个楼盘产品定位均为中档，去化冷热不均拉低了中档整体的去化率水平。聚焦热销项目，即去化率大于90%的项目，可以看出以高端和豪宅项目居多，集中在建邺、鼓楼、栖霞等核心区域，其中建邺区的仁恒江湾世纪、华新城；鼓楼区的绿地海珀紫金、栖霞区的万象天地九悦均实现了开盘即售罄的佳绩。

（3）西安、宁波、上海等中档刚改项目“异军突起”，低档、高端去化一般（略）

（4）广州、天津、厦门等项目去化普遍不佳，各档次产品去化率均维持低位（部分略）

第四类城市疫后成交已经尽显“疲态”，在售项目普遍去化不佳，

以广州、厦门、天津为典型代表，不同档次的项目并无明显的去化“分层”。以广州为例，不同档次项目开盘当天平均去化率基本维持在30%-40%，少数项目热销，譬如星河东悦湾开盘预售均价在2.7-2.9万元/平方米之间，对比城市均价而言属于中档项目，项目最近一次开盘推盘155套当天即去化71%，此外项目前期蓄客量达到330组。该项目得以热销的主要原因即在于优越的区位环境与成熟完善的配套。一方面，项目毗邻南沙区府，属于蕉门板块的核心区府板块；另一方面，项目内部配套有商业综合体与一贯制中小学教育配套。另外项目户型使用率高达82%，小面积户型打造三房两卫极具性价比。

### 三、动因：货币“放水”、地方“纾困”激活中高端，房企降价、一二手倒挂刺激刚需释放（本节有删减）

- 1、央行降准、降息，灵活适度的货币政策造就“借-房-贷”投机闭环助推楼市（略）
- 2、“四限”调控松动、企业纾困、购房免税补贴双管齐下，助推自住购房需求释放（略）
- 3、“限价”调整仍存一二手倒挂，成都等城市再现一房难求“万人摇号”

一二手倒挂或是预售均价显著低于板块内其他在售项目价格也是部分楼盘大火的原因，尤其是以刚需客驱动中低档项目热销的城市，以成都、苏州为典型代表，疫后迎来了一批限价盘入市，低廉的价格强化了购房者“买到就是赚到”的乐观预期，因而也促使城市市场迅速回暖，



以成都为例，2020年3月以来多个中低档楼盘开盘即售罄，去化率达到100%的项目，无一例外，均有比较显著的价格优势，天府新区的恒大天府半岛、锦江区的自在轩、武侯区的鑫耀美泉悦府较周边项目价格均便宜了将近一半，因而即便推盘量较大，也取得了不错的销售业绩。

再如苏州，3月以来楼盘热销频频，3月20日开盘的龙湖首开湖西星辰、中旅名门府和3月22开盘、5月加推的龙湖大境天成项目，无论是线上销售还是线下选房的项目，去化率均在85%以上。其中龙湖首开湖西星辰更是实现了一分钟销售12亿元的辉煌战绩。究其热销原因，主要与限价政策造成的一二手价格倒挂密切相关。据了解，龙湖首开湖西星辰就是名副其实的限价倒挂盘，由于被限价，备案均价仅约2.83万元/平方米，总价约249万元起，对比二手房，区域内倒挂严重。与之毗邻的万科湖西玲珑的小户型精装，近期普遍成交价为3.4万元/平方米。

#### 4、江门、清远等三四线项目降价促销“挽狂澜”，以价换量带动短期市场回暖（部分略）

房企因政府管控导致的“一二手倒挂”若被认为是被迫降价，那还有部分行情转冷的三四线城市楼盘为了刺激销售，则选择了主动降价促销，或给出让利折扣，或降低首付比例，或延长贷款年限，牺牲自身小部分利润空间来抢占市场，获得项目的快速去化。

以江门为例，据CRIC监测，3月以来不少楼盘的价格有一定的下调，位列3-5月江门商品住宅销售面积TOP20的保利·和悦华锦、万象华府、联发悦澜山项目均推出了不同程度的让利优惠，位于滨江新区的保利和悦华锦推出了“首付可分期60个月”的活动，据了解，若以首付3成计算，项目首付分期60个月需要先支付1成首付，另外2成带息分期5年支付，房企以降低购房门槛来加速产品去化。万象华府也推出了“9XXX元/平方米任选房源”活动，红遍江门朋友圈，该活动将于4月21日起，

涨价8%，均价将涨至10500元/平方米，吸引了不少恐慌性购房客群。联发悦澜山也推出首付分期5万起活动，目前项目最优惠单价可低至9500元/平方米。

**表：江门2020年3月以来部分项目折扣让利等营销活动情况**

项目名称	优惠活动
锦富汇景湾	置业9.2折，5天结首付再9.7折。另有全民推荐奖1万元、业主老带新各送1年管理费活动。项目毛坯出售，3月售价约13500元/平方米。现购房可享受92*97折，折后毛坯售价约11000-12500元/平方米。
越秀滨江盛悦	推出“公寓带装9字头起，18个月超长分期”的优惠。购房者需先支付首付（5成），余下5成房款在18个月分期付清，则可做到“全款免利息购房”。
保利和悦华锦	推出“首付可分期60个月”的活动。若以首付3成计算，项目首付分期60个月需要先支付1成首付，另外2成带息分期5年支付。
万象华府	推出9XXX元/平方米任选房源的活动红遍江门朋友圈，该活动将于4月21日起，涨价8%，均价将涨至10500元/平方米。
联发悦澜山	推出首付分期5万起活动。据悉，项目针对不同置业者需求推出多种首付分期方式。
荔园洋海蓝湾	认筹可享双重99折，单价9字头起，较前期毛坯均价1.1万/平方米，每平优惠约1000元。
格林春天	推出一口价单位，低至8304元/平方米，价格方面相当优惠。

数据来源：CRIC

再如清远，目前楼市成交恢复情况一般，4月成交同比下降了7%，1-4月累计成交同比降幅为16%，处于中等水平。聚焦其热销项目，以碧桂园、恒大、保利、融创等品牌开发商项目居多，尤其是碧桂园，TOP20项目中占据6席，市场占有率可见一般。

究其原因，与品牌开发商推行的营销让利活动密切相关，内容涵盖优惠76-95折不等、首付分期、全民营销、渠道联动，譬如碧桂园，针对其清远项目，推出了精选单位86折，线上持续9.9元抵3万元，全民营销1.0-2.4%佣金等诸多活动，事实上清远自3月中旬以来，各项目普遍采取



了以价换量的策略，较疫情价格降幅基本都达到了10-15%，价格逐步回归至内生购买力，来访、成交均有所复苏，市场整体供求相对平衡。

**表：清远2020年3月以来部分房企推出项目折扣让利等营销活动情况**

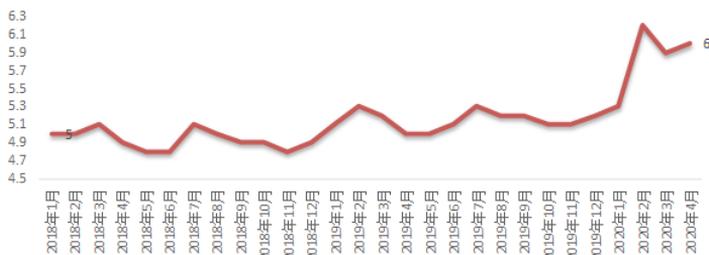
典型房企	具体营销手段
碧桂园	• 精选单位86折，线上持续9.9元抵3万元，推出精选9套一口价单位8字头起，全民营销1.0-2.4%佣金
	• 二手渠道联动，住宅佣金3.5%，商铺佣金3%。
融创	• 全民营销推荐佣金税前2.5-3万/套
	• 渠道佣金3.5-4.8%。
时代	• 限时99折、额外96折，赠送1万元物业管理费、2年免息分期
	• 一二手联动、全民营销提佣至总价2%+1万
恒大	• 限时购房78折，恒房通购房额外享受97折；3000元线上锁房全民营销，最高推荐成交可赚35000元+1%佣金
	• 渠道佣金：1.5%+电商5万
万科	• 每周推出一口价单位，折上再减10000元
	• 渠道佣金：1-9套2.5%；10套以上3.5%

数据来源：公开资料，CRIC整理

## 5、城镇失业率处6%高位、收入减少预期、消费降级使多数三四线楼市“凉凉”

虽然当前国内新冠疫情得到了初步控制，不过新冠疫情对于实体经济的影响仍在持续，城镇就业压力加大，失业率明显上升。从国家统计局近期公布数据来看，1-4月份，全国城镇新增就业354万人，与上年同期相比少增105万人。4月份，全国城镇调查失业率为6.0%，比3月份上升0.1个百分点，整体依旧维持在历史高位。不得不说今年以来，受疫情影响，多数企业招聘活动减少，市场就业机会不足，部分有意愿的求职者就业暂时较困难；一部分人就业意愿下降，不愿工作或不能工作，暂时退出劳动力市场。

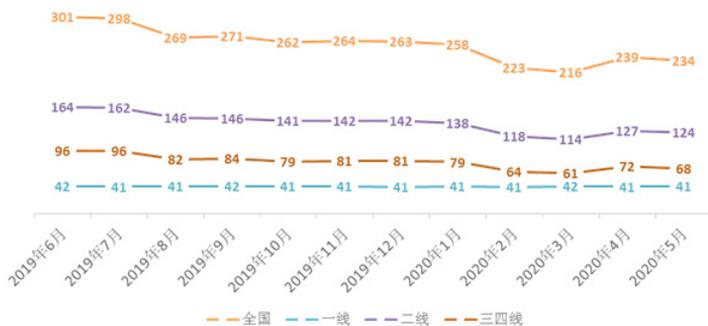
图：2018年以来中国城镇调查失业率月度变化图(单位：%)



数据来源：国家统计局

事实上，疫情发生后全国招聘岗位数量同样出现明显回落。2020年5月全国招聘总量相较1月下滑9%，相较2019年6月下滑22%，其中三线城市下滑最为显著，较去年年中降幅达到了近三成。直观反映多数企业压缩用工成本，全社会整体新增财富总量逐渐减少，居民收入将出现明显回落。

图：51job网站提供的招聘岗位数量（单位：万个）



数据来源：第三方招聘网站，CRIC整理

短期内失业率上升、就业容量收缩势必会导致部分购房需求的延期或降级，反映到楼市层面便是客户的刚需化属性更为明显，在房价趋



高的当下只能压缩购房面积段，中低档产品持续热销，而对于广大缺乏基本面支撑处于下行周期的一般三四线而言，低收入群体将彻底被楼市“拒之门外”，有钱的不想买，没钱的买不起将成为2020年多数三四线城市的真实写照。

#### **四、持续性研判：6月成交有望回正，短期以价换量但缺乏基本面支撑的三四线热度难延续（本节有删减）**

结合上文可知，随着国内疫情得到阶段性控制，全国楼市还是在稳步复苏之中，供应持续放量，成交跌幅较前几个月显著收窄。然而不同能级、不同城市甚至是同一城市的不同项目还是呈现出显著的分化特征：深圳、杭州、成都、合肥、常州等城4月成交同比都已回正，广州、北京、济南、长春等城市市场依旧“凉凉”，目前成交量仍显著不及2019年同期。究竟5-6月楼市行情会怎样发展，不能城市间的分化会加剧还是弥合？综合全篇，我们可以大体得到如下结论：

**1、5-6月房企冲刺季在即，推盘放量预期拉动成交由负转正，但涨幅相对有限（略）**

**2、核心一二线和强三线成交回稳，以价换量缺乏基本面支撑的三四线热度难延续**

结合上文不同城市现阶段的市场恢复情况，究竟目前恢复良好的城市能否持续“飘红”，恢复较差的城市逆风“翻盘”的概率有多大？中庸表现的城市5-6月又将何去何从？

一线城市成交量有望稳中微增，主要是依托北京、广州市场的稳步恢复。四个一线城市分化有望持续加剧，上海、深圳或将阶段性回调，

近期，网上出现深圳房产抵押经营贷资金违规流入房地产市场等相关传闻，中国人民银行深圳市中心支行于4月20日向深圳市各商业银行下发通知，要求进行自查。4月23日继深圳之后，中国人民银行上海总部召开上海房地产信贷工作座谈会，严禁以房产作为风险抵押，通过个人消费贷款和经营性贷款等形式变相突破信贷政策要求，违规向购房者提供资金。若信贷层面从紧，购买房产作为避险资产的渠道被阻隔，将抑制部分中高端需求的释放，从而使得短期的市场热度难以为继。

而针对北京、广州而言，目前主要是刚需、刚改客群自住属性驱动，短期内仍存在一定的释放空间，特别是广州，调政策仍存局部松动机会（如白云/花都的限购、二套限贷等），同时黄埔、白云、增城等区域交通建设加快，也有望改善客户预期，促进需求释放。

二线城市总体成交有望保持平稳，不同城市行情相对独立。其中值得关注的当属各都市圈内核心城市，长三角的部分城市诸如南京、杭州、合肥、苏州等短期内的复苏动力依旧较强，刚需、刚改置业需求依旧旺盛，加之近期人才新政等利好政策不断，对成交也有一定的刺激作用，预计这类城市的成交量会小幅转暖。其次，兰州、成都、南宁、昆明、郑州等中部城市成交热度仍有望延续，从数据层面看当前的成交基本已好于或者接近去年同期，成都、南宁5月去化率较4月有了稳步提升，随着年中房企业绩冲刺，推盘量增加，购房需求仍有望平稳释放；最后，济南、长春、长沙、西安、重庆、武汉等城市市场恢复动力相对较弱，因成交低迷，库存压力相对较大，即便地方政府出台刺激性政策，对于成交的促进作用也相对有限，后期走势不容乐观。

三四线城市稳步下行，降多增少，回调压力巨大。首先，环都市圈强三四线城市诸如常州、无锡、佛山、温州等短期内市场热度延续，仍有望稳步复苏，主要是基于这些城市短期内都有一些人才新政类的刺激



政策出台，强化了楼市向好预期，加之本地经济实力较强，居民购买力雄厚也对楼市需求有了稳固支撑。其次，以价换量缺乏基本面支撑的城市5-6月成交依旧不容乐观，以江门、韶关、清远为典型代表，这些城市的在售项目几乎都给出了不同程度的让利优惠，刺激了短期内购房需求的集中释放，但是客户刚需化的倾向已经显现，房企的让利行为也不是长久之计，因而后期需求也存在难以为继的可能。最后，针对广大已经“凉凉”，恢复缓慢的三四线城市而言，5-6月的成交表现依旧不及去年同期，譬如衡阳、肇庆、台州、芜湖等城市，目前成交就已尽显“疲态”，后期若无给力的刺激性出台，成交量势必会出现大幅下滑。

### 3、产品分化延续，深圳、上海豪宅持续热销，成都、长沙刚需盘仍将“坚挺”

当前，基于不同城市复苏情况差异性和“因城施政”纾困政策各不相同，城市间楼市行情相互独立，项目去化也表现出冷热不均的态势，通过以上分析，我们不难得出，一方面诸如深圳、上海、南京、郑州、厦门、常州等城市中端改善盘热销，相反远郊刚需盘去化相对缓慢。另一方面在部分一线和核心二线城市中，处于供应相对稀缺的热门板块的高性价比项目依旧是备受刚需购房者青睐，而市中心大面积段高总价产品则去化不佳，典型代表为北京、广州、成都、长沙、南宁等城市。预判5-6月，我们认为，这样的“分层”现象还将延续：

中高端豪宅类销售显著好于低端刚需盘的主要原因无外乎以下两点：一是针对房价趋高的核心一二线城市，诸如深圳、上海、南京，高净值人群聚集地，这类群体的收入受疫情影响较小，投资意识更强，以购买房产来构筑避险资产的动机仍能促进高档和豪宅类产品在短期内保持不错的成交表现。二是都市圈周边的强三线城市，例如无锡、常州，人民生活相对富裕，房价适中，本地居民的攀比心理，对面积较大，居

住舒适度较高的改善类户型更为偏好，加之高档和豪宅类产品一般也是优质教育资源、医疗资源、商业配套相对完善的区域，稀缺的板块价值也将带动此类产品持续热销。

还有部分城市刚需盘持续热销，显著好于中高端改善类项目的去化水平，这些城市基本都是常住人口众多或是典型的人口净流入城市，低购买力的刚需消费群体众多，典型代表为北京、广州、成都、长沙、南宁等城市。不同城市购房心理还是存在显著差异：北京主要源于限价房的集中入市带动了中低档产品的持续热销，广州当前成交恢复相对缓慢，前期需求透支造成了客户刚需化倾向显著；而成都、长沙等城市因房价相对“亲民”，政策“高压”下局部区域也存在显著的一二手倒挂，刚需购房者本着“买到就是赚到”的心理也会选择率先入场，而后逐步积累财富二次换房。

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。



## 「 目录 导览 」

### 一、行业投资、销售低位徘徊vs部分城市楼市、地市疫后火爆恢复

- 1、宏观房地产下行依旧，疫后销售、开工、投资累计增速持续为负
- 2、微观楼市、地市供需火爆，豪宅劲销、土拍溢价、房企销售回升

### 二、分化：楼、地市稳步恢复但分化加剧，核心一二线豪宅大热，刚需回归“春风拂”

- 1、疫后楼市快速修复，一线二手房降幅收窄至14%，三四线新房复苏较快
- 2、城市间楼市分化，深圳、杭州率先正常化，广大三四线成交持续低迷
- 3、疫后地市量价齐升，二线溢价率激增，三四线成交量同比仍降
- 4、项目分化：深、杭、宁等高端豪宅盘热销，蓉、渝、苏等高性价比刚需盘大火
  - (1) 成都、苏州、北京等高档产品去化不佳，中低档依托刚需客驱动保持热度
  - (2) 深圳、南京、郑州等豪宅供应稀缺“一房难求”，低性价比刚需盘“乏人问津”
  - (3) 西安、宁波、上海等中档刚改项目“异军突起”，低档、高端去

化一般

(4) 广州、天津、厦门等项目去化普遍不佳，各档次产品去化率均维持低位

### 三、动因：货币“放水”、地方“纾困”激活中高端，房企降价、一二手倒挂刺激刚需释放

1、央行降准、降息，灵活适度的货币政策造就“借-房-贷”投机闭环助推楼市

2、“四限”调控松动、企业纾困、购房免税补贴双管齐下，助推自住购房需求释放

3、“限价”调整仍存一二手倒挂，成都等城市再现一房难求“万人摇号”

4、江门、清远等三四线项目降价促销“挽狂澜”，以价换量带动短期市场回暖

5、城镇失业率处6%高位、收入减少预期、消费降级使多数三四线楼市“凉凉”

### 四、持续性研判：6月成交有望回正，短期以价换量但缺乏基本面支撑的三四线热度难延续

1、5-6月房企冲刺季在即，推盘放量预期拉动成交由负转正，但涨幅相对有限

2、核心一二线和强三线成交回稳，以价换量缺乏基本面支撑的三四线热度难延续

3、产品分化延续，深圳、上海豪宅持续热销，成都、长沙刚需盘仍将“坚挺”



# 「疫情开启20城高价地入市窗口，如何影响2020年供应结构？」

研究员 / 杨科伟、俞倩倩、姚郑康

当前，疫情防控逐步由单纯控制国内蔓延向防止境外输入与国内防控并举转换，复工复产形势严峻，为对冲国内经济下行压力，保企业、稳就业，各地纷纷出台企业纾困政策，房地产行业概莫能外。主要集中在土地出让金分期和延缓缴纳、税费减免、贷款债务延期、预售条件放宽、限价限售等措施松绑，但新建商品住宅的新增供应面积复苏仍非常缓慢，3月以来全国周度供应均值仅为300余万平方米，较去年同期降幅达7成。

随着现场销售逐步恢复、购房需求稳步释放，保证供应、促进供应、稳定市场预期成为当务之急，而放松“限价”将成为大概率事件。考虑到2016-2017年核心一、二线城市成交大量高价地块，因限价“面粉贵于面包”，入市进程放缓，此番契机亦可顺利“脱困”，究竟这些高价地块入市会对新房市场的供应结构产生怎样的影响？

### 一、促供应、稳预期，放开“限价”后高价地迎来入市契机 (本节有删减)

当前新冠疫情虽然国内已过“至暗时刻”，但其全球化大流行使得国内仍存较大反复可能，疫情对房地产业压力不降反增，疫情对全国房地产市场尤其是新房供应造成严重影响。疫情与市场自身下行的双重压力下，各地方存在进一步放松市场管控甚至刺激的内在冲动和可能性，尤其是放松“限价”，促进2016年后成交的高价地积极新开工、上市销售，一方面保证企业现金流，统一还能提高地方固定资产投资额。我们认为，前期积压的“高价地”有望迎来入市契机。

#### 1、境内外疫情防控双高压，地产项目复工压力巨大（略）

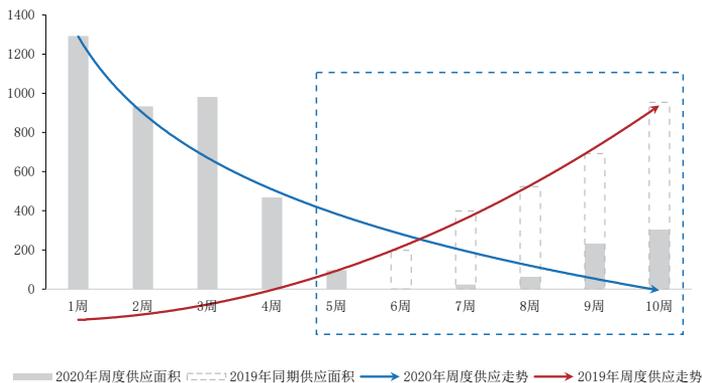
#### 2、新房“断供”后恢复缓慢，亟需弥合供求“剪刀差”

在新房市场上，疫情爆发后工地停工、销售暂停，多地已持续较长期“断供”。从全国重点城市周度供应面积的走势来看，自第4周疫情爆发后全国普房地产便进入“停摆期”。在各地防疫管控下在售项目的线下开盘加推全部停滞，多个城市进入了长达6周的断供期。

假定2020年应有供应面积体量与2019年相同，从两年全国周度新增供应的“剪刀差”走势来看，目前受疫情影响而暂停推入市场的缺失供应超过2000万平方米。



图：2020年全国商品住宅周度供应走势（单位：万平方米）



数据来源：CRIC

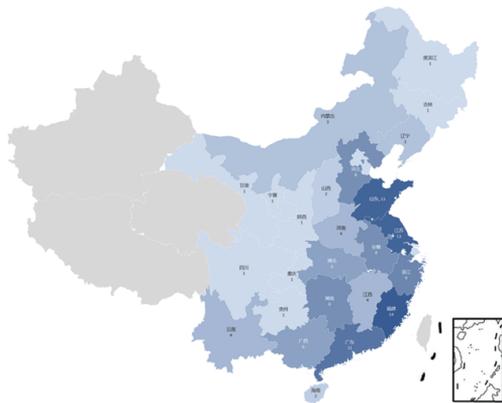
因此我们认为，在新房长期断供后的空虚时点，全国市场急需较宽松的政策从供给端给予引领，从而更好更快地弥补疫情导致的供应“剪刀差”。

### 3、促供应、稳预期叠加楼市低迷，放松限价有必要和空间

正如上文所说，考虑到当前新房市场对弥补供应“剪刀差”缺口余力不足，以及未来全球疫情可能带来的不利性，因此地方政府在保持“房住不炒”方针不变的前提下对新房供给端采取更宽松政策存在较大预期，而“适度放宽限价”则是地方政策工具箱中最重要的一环。

事实上，因限价政策全国推行，高价地整体面临入市难的“困境”。据不完全统计，截至2020年初目前共有32个城市出台了针对新建商品房入市预售价的管控，覆盖了全国多数省份。以天津为例，在限制新房入市价格不高于片区指导价定价，且二次加推申报价格上下浮动不得超过5pts。在此限价条例下，多地2016年后成交的高价地均无法申报到合适的预售价格，因而面临入市难的现状。

图：截至2020年初全国限价省区市一览



数据来源：CRIC整理

虽然，2019年限价政策执行层面就有松动的迹象，核心一、二线城市明显加快预售证审批，新增供应量明显回升，预售价格也适度向上调整。典型如南京，多区域、板块新开盘项目售价皆突破所在片区限价上限。疫情期间厦门、福州、无锡、佛山等多城相继放宽预售条件，全力支持企业促销售、抓回款，涉及顺延项目预售期限，调整预售审批标准，调整预售监管资金等。但我们认为，整体的政策扶持力度依然较弱，未来若疫情得不到有效控制，促开工、稳投资、保增长，促供应、稳预期的基本框架下，放松限价有极大的必要性和实施空间。



## 二、78%高价地块已经开工，预计2020年可如期入市（本节有删减）

在考量2016-2017年高价地入市对2020年潜在供应规模和供应产品档次结构的影响之前，我们必须先分析高价地块的开工情况，以此来判断这些地块在2020年能否入市供应的现实可能性。从CRIC监测的20城2016-2017年共成交了670宗地块，78%已全面开工，其余8%部分开工、14%地块还尚未开工。就城市层面来说，多数城市的开工率均可达到80%，昆明、徐州、成都的开工进度则相对缓慢，开工率在60%左右。

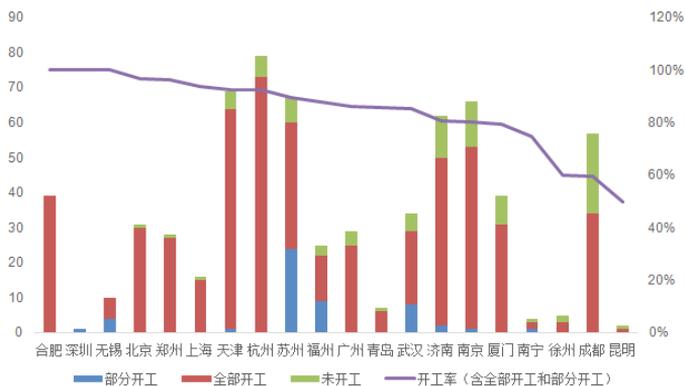
### 1、78%高价地全部开工，少数大体量、高单价地块未开工（略）

### 2、8成城市开工率80%以上，昆明、成都等开工缓慢

聚焦到单个城市，不同城市2016-2017年高价地的开工进度存在显著差异：

首先，从2016-2017年成交的高价地块目前的开工状态来看，多数城市的开工率均可达到80%以上，合肥、无锡、深圳的高价地均已开工，整体的工程进度在20城中位于前列，2020年若限价放松，这些地块转化为有效供应问题不大；昆明、徐州、成都的开工进度则相对缓慢，开工率在60%左右，不过考量到昆明、徐州2016-2017年高价地整体成交量并不是很大，因而对其2020年整体供应量的影响也相对有限。

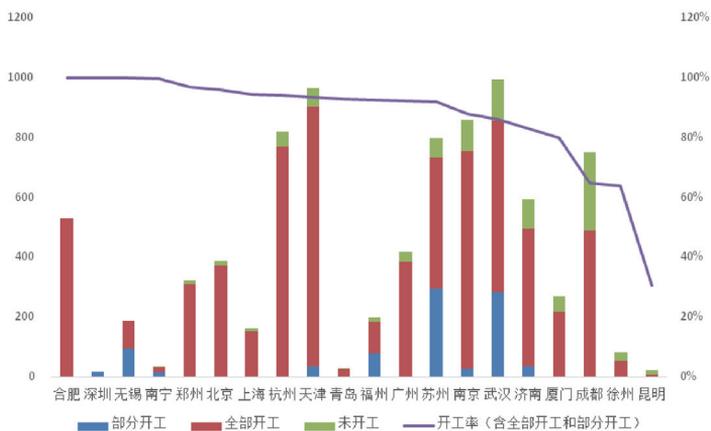
图：2016-2017年20城高价地块开工率变化（单位：宗）



备注：开工率=2016-2017年部分开工和全部开工高价地块数量/2016-2017年成交高价地块总数量

数据来源：CRIC

图：2016-2017年20城高价地块开工率变化（单位：万平方米）



备注：开工率=2016-2017年部分开工和全部开工高价地块数量/2016-2017年成交高价地块总数量

数据来源：CRIC



其次，为了更为客观的衡量2016-2017年高价地整体的开工进度，我们加入了2018-2019年的数据进行参照对比，得到的结论与上文类似，全部开工和部分开工地块中以2016-2017年地块居多，2018-2019年成交的高价地块则多数处于未开工阶段，值得关注的是，成都、济南、南京2016-2017年高价地未开工量相对较大，数量均在10宗以上，开发体量则在100万平方米以上，不过考量到这些地块在近4年未开工的高价地块整体占比仅为20%-30%，若2020年资金充裕加紧工期，对其整体供应结构影响并不会很大。

**表：2016-2017年和2018-2019年20城高价地块开工情况对比（单位：宗）**

城市	部分开工		全部开工		未开工	
	2016-2017年	2018-2019年	2016-2017年	2018-2019年	2016-2017年	2018-2019年
北京	0	0	30	29	1	3
成都	0	0	34	7	23	70
福州	9	0	13	19	3	13
广州	0	0	25	14	4	17
杭州	0	0	73	67	6	34
合肥	0	0	39	18	0	1
济南	2	3	48	6	12	34
昆明	0	0	1	4	1	17
南京	1	0	52	15	13	39
南宁	1	1	2	3	1	7
青岛	0	0	6	9	1	11
厦门	0	1	31	10	8	8
上海	0	0	15	16	1	1
深圳	1	0	0	0	0	4
苏州	24	22	36	15	7	29
天津	1	0	63	46	5	17
无锡	4	0	6	13	0	10
武汉	8	7	21	11	5	34
徐州	0	0	3	1	2	22
郑州	0	0	27	11	1	5
总计	51	34	525	314	94	376

数据来源：CRIC

表：2016-2017年和2018-2019年20城高价地块开工情况对比（单位：万平方米）

城市	部分开工		全部开工		未开工	
	2016-2017年	2018-2019年	2016-2017年	2018-2019年	2016-2017年	2018-2019年
北京	0	0	370	311	16	16
成都	0	0	487	77	265	632
福州	78	0	105	156	15	98
广州	0	0	383	205	33	195
杭州	0	0	769	746	49	383
合肥	0	0	529	254	0	11
济南	34	46	459	62	101	234
昆明	0	0	7	22	15	121
南京	25	0	728	185	105	380
南宁	14	13	17	46	0	87
青岛	0	0	25	45	2	106
厦门	0	10	215	83	54	76
上海	0	0	152	106	9	2
深圳	15	0	0	0	0	47
苏州	294	267	437	150	65	262
天津	34	0	868	561	62	147
无锡	92	0	94	163	0	132
武汉	280	226	575	181	139	504
徐州	0	0	52	17	29	268
郑州	0	0	310	138	11	56
总计	865	562	6581	3508	970	3756

数据来源：CRIC

### 三、 预计20城潜在供应约8500万方，近7成为高档产品

为了更好的测度2016-2017年这些高价地块入市对于新房市场供应结构的影响，我们选取了20个核心一二线城市<sup>①</sup>，以地价房价比（地块

① 20个核心一二线城市：北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、合肥、苏州、天津、厦门、福州、无锡、武汉、成都、济南、昆明、郑州、南宁、青岛、徐州



成交楼面价/2019年地块所在城市的商品住宅成交均价)  $\geq 0.6$ 作为高价地的筛选标准，之所以选取2019年房价，主要是考量到房地产开发周期较长，加之近些年来核心城市房价上升显著，的确存在2016—2017年的高价地项目目前已处于正常价格范围之内，因而我们主要还是要聚焦以2019年房价测度仍属于地价较高的地块情况。

本章我们着力解决两大问题：一是若20城限价完全“松绑”，即供应不受行政调控的理想状态，2016-2017年成交的高价地块入市会为2020年带来多少的供应量？二是以地价房价比合理预估产品档次，不同城市不同档次产品的大体分布结构是怎样的？

## 1、20城将新增供应8416万方，武汉、天津、南京居前三

基于上文，新冠疫情“黑天鹅”事件虽然短期内导致了新房供求呈现“断崖式”下跌，但是各地为对冲经济下行压力也提出了各种为房企纾困的政策，主要集中在土地出让金分期、预售条件放宽、税费减免、购房补贴、契税减免、人才新政等方面。我们认为，“限价”政策的放松会为2016-2017年成交的高价地入市带来的新的机会，为了计算方便，我们假定2016-2017年成交的高价地块会在2020年全部入市。

### (1) 20城今年预计入市670宗高价地块，潜在供应量高达8416万方

2016-2017年是高价地成交的高峰期，地王频出，从20城历年来成交的高价地总量我们也不难看出端倪。据CRIC监测，20个核心一二线城市2016-2017年成交地块幅数分别达到了284宗和386宗，在全年总成交占比均超16%；成交地块总建面分别为3808万平方米和4608万平方米，在全年总成交占比为18.02%和17.32%，显著高于2018年和2019年。由此可见，房企在2016年和2017年资金相对充裕，对于高价地块的青睐程度也相对较高；随着2017年末全国楼市调控加码，房企投资态度也日趋

谨慎，拿地总量虽有上升，但是高价地块占比却显著下滑。

若将2016-2019年成交的所有高价地块作为整体考量，2016-2017年共成交数量占比为48%，总建面占比为52%，对2020年整体供应量来说，还是占有举足轻重的比重的。我们预期，若限价全面放开，2016-2017年成交的670宗高价地块将迎来一波入市高峰期，2020年供应量有望提升8416万平方米。

图：2016-2017年20城高价地成交数量和年度占比情况（单位：宗）



数据来源：CRIC

图：2016-2017年20城高价地成交总建面和年度占比情况（单位：万平方米）



数据来源：CRIC



## (2) 高价地入市对合肥、济南、南京等城影响显著，单城均超500万方

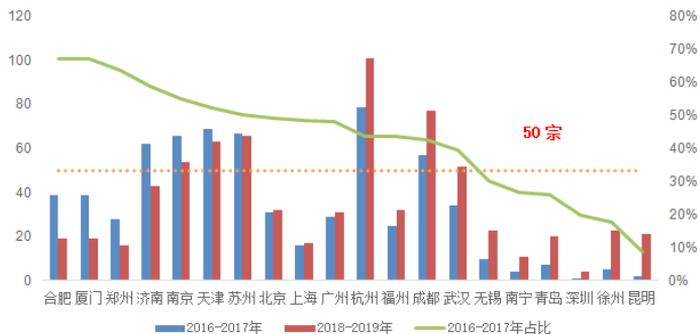
因不同城市2016-2017年高价地的成交量略有不同，因而对其2020年新房供应量的影响程度还是存在显著差异：

首先，从成交量层面来看，杭州、天津、苏州、济南、南京、成都2020年的潜在供应量都会比较大，这些城市2016-2017年土地市场成交的高价地块均突破50宗且成交总建面均超500万平方米，若这些地块能在2020年顺利入市，对于新房供应的促进作用可想而知。此外，还应关注的是武汉和合肥两个城市，虽然地块成交宗数不多，但考量到单个地块的建筑面积较大，因而2020年的潜在供应量依旧突破了500万平方米，武汉居20城之首，达到了994万平方米。

其次，我们测算了2016-2017年成交的高价地块在2016-2019年成交的所有高价地块中的占比，可以看出合肥、厦门、郑州、济南、南京等城的高价地成交总建面占比均超60%，可以说这些城市近年来成交的高价地块基本集中在2016-2017年，可以预期，这些高价地若能顺利入市，对于2020年整体供应结构的影响还是比较大的。

综上，我们可以重点关注2016-2017年高价地成交量偏大且占比较高的城市，诸如合肥、济南、南京，这些城市的“限价”政策一旦松动，房企也会加快工程进度，积极推进这些地块的入市，由此也会带动2020年新房供应量的攀升。

图：2016-2017年20城高价地成交数量和在近4年高价地总量中占比情况（单位：宗）



数据来源：CRIC

图：2016-2017年20城高价地成交总建面在近4年高价地总量中占比情况（单位：万平方米）



数据来源：CRIC

## 2、2016-2017年地价偏高致7成城市主力供应高档产品

对于2016-2017年高价地预计所供应产品档次结构的判断上，在横向对比历年20个核心城市高价地地价变化趋势的基础上，纵向对比不同



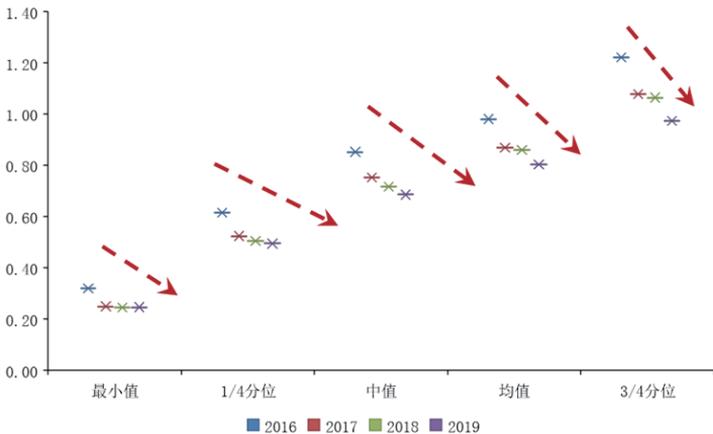
城市间2016-2017年高价地地价相对于2019年城市新房均价的高低，并以地价房价比测算未来入市产品是中档（0.6-0.8）、高档（0.8-1）、豪宅（1以上）。

### （1）2016-2017年地价远高于2018-2019年，地价房价比最高可达0.98

横向对比历年高价地，2016-2017年地价处于历史高点。根据上述20个核心城市2016-2019年所成交的高价地的地价房价比的统计数值来看，无论是1/4分位、中值、均值、3/4分位2016年、2017年均高于2018年和2019年。

最明显的，2016-2017年多数高价地的平均水平远高于2018-2019年。从高价地地价房价比的中值与均值可以看到，2016年高价地地价的中值与均值最高，分别相当于2019年房价的0.85倍和0.98倍。随后数年高价地地价的平均水平逐年下降，至2019年高价地地价的中值已降至2016年的1/4分位水平。

图：2016年-2019年20城高价地地价房价比走势



数据来源：CRIC

**表：2016年-2019年20城高价地地价及地价房价比（单位：元/平方米）**

地价房价指标		2016	2017	2018	2019
高价地均价		21917	19404	19236	17963
20城总量均价		15190	15103	16836	15371
2019年房价		22365	22365	22365	22365
高价地价与 2019年房价 作比	最小值	0.32	0.25	0.25	0.25
	1/4分位	0.61	0.52	0.50	0.49
	中值	0.85	0.75	0.72	0.69
	均值	0.98	0.87	0.86	0.80
	3/4分位	1.22	1.08	1.06	0.97
	最大值	4.48	2.72	2.74	3.11

注：以地块成交楼面价/2019年地块所在城市的商品住宅成交均价>=0.6作为高价地的筛选标准。

数据来源：CRIC中国房地产决策咨询系统

## (2) 半数核心城市高价地地价中枢逐年下移，2016年成地价高点

纵向对比各个核心城市，2016年-2019年半数以上城市高价地平均地价持平微降，仅北京、成都、徐州、郑州等少数城市地价小增。

半数核心城市广深、武汉、杭州、南京、苏州等高价地均价下降，2016年成地价高点。深圳、广州、杭州、南京、武汉、苏州、合肥、青岛、天津等9城从高价地地价年度变化趋势来看2016年均为最高点，其中天津、广州高价地地价中枢下移最大，2019年平均地价较2016年分别下降24%和39%。

这一部分城市2016年呈地价高点主要由新房火热与供地稀缺两方面原因所致。以广州为例，在新房成交上，2016年尤其是下半年，广州房地产市场销售火爆，全年成交量价齐创新高，房价快速攀升与宽松的市场政策刺激给予了房企足够的溢价拿地信心；在土地供应上，由于供地稀缺而房企拿地热情高涨，致使地王、高价地遍地开花，如白云区成交的纯宅地块“白于新城AB2804012地块”成交地价高至45470元/平方米，不仅超过2016年同区域二手房售价，而且仍然高于2019年同区域一手房均价。正是在这两种因素推动下半数以上核心城市于2016年到达高



价地地价最高点，随着后续几年高价地地价中枢下移，2016年在这一部分城市竞得高价地的房企被迫“站岗”，推地入市热情一般。

少数核心城市高价地地价持稳微降，以福州为代表主要受竞地政策所控。事实上福州、济南、无锡、昆明等城市地市受市场的自然推动在2017年也出现了地王与高价地的浪潮，但以福州为例在2018年一改往年高价高者得的竞地方式为“限房价、控地价、公开摇号”，一举打消了高价地赖以产生的地价、房价上涨预期，加上后续出台的“用地预审申请”制度使得地市降温明显。在政策的管控下，市场的推动与其形成对冲，从而使得福州、济南、无锡、昆明等城近4年高价地地价大体持平。

其余部分核心城市高价地地价则由不同幅度的上扬，以成都、徐州最为显著。以徐州为例2019年高价地平均地价较2016年上升达16%。这主要由于近年城市所成交的高价地愈发集中于置业热门的核心区域，且多为新进房企囊获。一方面核心区域挂牌地块普遍起始价相对偏高，另一方面新进房企急于“拿地王、立标杆”的心理也使得所成交的高价地溢价率逐年偏高。因此这一部分城市所成交的高价地地价在高起始价、高溢价的双重作用下，被不断新进的房企逐年抬高。

表：2016年-2019年20城高价地平均地价变化情况（单位：元/平方米）

城市	2019年较2016年变化	变化趋势	2016年	2017年	2018年	2019年
成都	24%	升	9902	11359	11124	12267
徐州	16%	升	-	6428	7373	7481
北京	13%	升	35482	39894	39776	40216
郑州	10%	升	16451	18819	17057	18145
南宁	7%	升	9279	7127	6900	9969
上海	2%	升	46467	35672	41481	47455
厦门	2%	升	30327	28201	29694	30858
济南	-1%	持平	11520	11437	11511	11355
福州	-2%	持平	18723	19019	19001	18393
无锡	-2%	持平	14331	15214	13295	14024
昆明	-3%	持平	-	11259	11204	10885

杭州	-6%	降	25454	24891	25254	23884
南京	-7%	降	23329	21739	18062	21609
武汉	-11%	降	12053	10992	11651	10777
苏州	-11%	降	20208	20310	20326	18031
合肥	-13%	降	14898	14374	10962	12902
深圳	-17%	降	56781	-	-	47099
青岛	-17%	降	12520	10618	10436	10367
广州	-24%	降	33971	24034	19320	25682
天津	-39%	降	22668	17935	14628	13735

数据来源：CRIC

### (3) 近7成城市高价地以高档产品入市，仅济南等少数城市以中档为主

以城市高价地成交价相比新房在售房价的高低程度作为参照，对于20个核心城市中2016-2017年所成交的高价地，我们预估将有近7成城市的多数地块将以高档住宅入市，如广州、杭州等；仅少数能够选择中档住宅入市。

一线城市及苏锡杭等新一线城市2016-2017年成交的高价地均将以高档住宅入市，其平均地价均在2019年城市新房均价的0.8倍以上，其中深圳、苏州、南京、杭州2016-2017年高价地的地价房价比更是接近1，高档甚至近豪宅的产品打造将是房企的唯一入市方案。

具体以杭州为例：杭州于2016-2017年地价高企，新房市场大量外来户籍购房带动的购房需求与新一线城市经济高增速使得房企对土地未来升值信心满满。众多高溢价项目纷纷采取“高+低”配置以提升整体溢价，主流板块地价全面上涨，多个板块冲破既有天花板，高价地飙高。而然时至2018-2019年，此前的高地价预期仍未在新房实际中体现。受到“房住不炒”方针及地方限价、限酒令、建筑新规等政策性影响，杭州新房均价4年仅年复增长13%远不及预期。导致杭州于2016-2017年所成交的高价地相较于2019年房价的地价房价比高达0.91。实际上，2018年末杭州已有一部分地王集中入市，但普遍面临限价导致亏损情况，多存



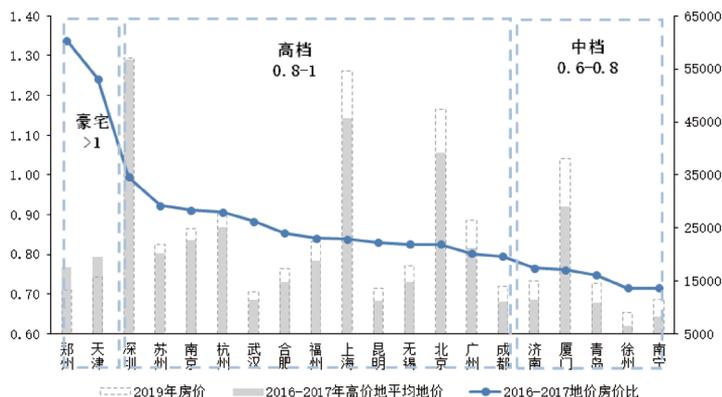
在装修“减配”现象。相延续的，我们预计在房企成本控制与利润回报的双重诉求下，以一线及新一线为主的大多数城市的高价地将以高档住宅入市，并将遵循“高总价”逻辑与“高标减配”策略。

而济南、厦门、青岛、徐州、南宁等少数城市则有更大的产品档次跨度，部分高价地预计将选择中档住宅入市。其中需要指明的是，厦门2016-2017年高价地的平均拿地成本已达2.89万元/平方米，实际已较高。但近年厦门房价涨幅更甚，同时由于岛内供地稀缺，2018-2019年高价地的拿地成本更加高昂。因此厦门2016-2017年所呈交的高价地从历史水平来看仍有较足利润空间。当然考虑到区域板块具体情况，我们预计厦门这一部分高价地入市的产品结构将出现差异化。具体而言，岛内所成交的高价地由于岛内房价较高且新盘供应较少下土地存在更多利润空间，因而预计2016-2017年厦门岛内成交的高价地将以高档甚至豪宅产品入市；而岛外成交的高价地则相反将选择以更贴近市场中档住宅入市。

其余济南、青岛、徐州、南宁等城则是由于2016-2017年城市地价估值较低，土地成交价格较低故而存在较大利润空间。总体而言，厦门、济南、徐州等5城2016-2017年成交的高价地相比2019年房价而言具有较大利润空间，房企将根据具体板块属性决定入市产品档次，中档、高档等均在范围之内。

最后需要特别说明的是天津、郑州2城，二城2016-2017年成交的高价地地价已高于2019年新房价均价，豪宅产品是其入市的选择。2016-2017年二城所成交的高价地均位于城市热点，如郑州均处于郑东新区北龙湖板块、天津多处于武清区、西青区等毗邻北京地带。房企基于2城2016-2017年市场火热、房价高增的事实，也乐于在城市热点重点“押宝”，因而出现地价高于房价的现象。另外以郑州为例，2016-2017年成交高价地所在的郑东新区北龙湖板块已成为整个城市的豪宅板块，因此这一区域高价地未来以豪宅入市也是顺理成章。

图：20城2016-2017年高价比平均地价与2019年新房价对比情况（单位：元/平方米）



数据来源：CRIC



表：20城以2016-2017年地价房价比预估高价地产品入市结构一览（元/平方米）

产品结构分布	城市	2016-2017年地价 房价比	2016-2017年高价地 平均地价	2019年房价
豪宅	郑州	1.34	17635	13180
	天津	1.24	19581	15766
高档	深圳	0.99	56781	57099
	苏州	0.92	20245	21927
	南京	0.91	22606	24803
	杭州	0.91	25098	27671
	武汉	0.88	11397	12912
	合肥	0.85	14764	17291
	福州	0.84	18865	22430
	上海	0.84	45792	54611
	昆明	0.83	11259	13552
	无锡	0.83	14772	17882
	北京	0.83	39183	47446
	广州	0.80	21263	26495
	成都	0.80	11077	13937
	中档	济南	0.77	11460
厦门		0.76	28964	38075
青岛		0.75	10889	14543
徐州		0.72	6428	8979
南宁		0.72	8203	11472

数据来源：CRIC中国房地产决策咨询系统

#### 四、总结：限价放松加速约6000万方高价产品入市,汉津宁杭等竞争激烈（部分略）

基于上文分析，新冠疫情“黑天鹅”事件虽然在短期内对楼市供求造成了巨大冲击，不过随之而来调控政策的局部放松也为前期高价地“脱困”带来了新的契机，而具体的机会点和2020年供应结构的影响，我们大体可以得出如下结论：

## 市场把脉

- 1、仅14%高价地未开工，放松限价或将加速年内悉数入市（略）
- 2、武汉近千万方、津宁杭等均超800万方，市场竞争激烈（略）
- 3、郑津深苏等15城高端豪宅集中，济厦等中档为主（略）

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。



## 「 目录 导览 」

### 一、促供应、稳预期，放开“限价”后高价地迎来入市契机

- 1、 境内外疫情防控双高压，地产项目复工压力巨大
- 2、 新房“断供”后恢复缓慢，亟需弥合供求“剪刀差”
- 3、 促供应、稳预期叠加楼市低迷，放松限价有必要和空间

### 二、78%高价地块已经开工，预计2020年可如期入市

- 1、 78%高价地全部开工，少数大体量、高单价地块未开工
- 2、 8成城市开工率80%以上，昆明、成都等开工缓慢

### 三、预计20城潜在供应约8500万方，近7成为高档产品

- 1、 20城将新增供应8416万方，武汉、天津、南京居前三
  - (1) 20城今年预计入市670宗高价地块，潜在供应量高达8416万方
  - (2) 高价地入市对合肥、济南、南京等城影响显著，单城均超500万方
- 2、 2016-2017年地价偏高致7成城市主力供应高档产品
  - (1) 2016-2017年地价远高于2018-2019年，地价房价比最高可达0.98
  - (2) 半数核心城市高价地地价中枢逐年下移，2016年成地价高点
  - (3) 近7成城市高价地将以高档产品入市，仅济南等少数城市中档为主

#### 四、总结：限价放松加速约6000万方高价产品入市，汉津宁杭等竞争激烈

- 1、仅14%高价地未开工，放松限价或将加速年内悉数入市
- 2、武汉近千万方、津宁杭等均超800万方，市场竞争激烈
- 3、郑津深苏等15城高端豪宅集中，济厦等中档为主



# 「2020年房价是涨是跌？」

## —地产赚钱效应减弱 VS 量化宽松避险预期—

研究员 / 杨科伟、俞倩倩、姚郑康

2020年开局很“南”：新年伊始，新冠肺炎疫情凶猛来袭，企业延期复工、售楼处被迫关闭，对因调控发酵持续低迷的楼市而言，无异于雪上加霜。目前虽然国内疫情已经得到了初步控制，但海外疫情却呈现出“此消彼长”的态势，目前累计确诊人数已超过100万人，主要集中在美国、意大利、西班牙等欧美发达国家，以此引发了一系列多米诺骨牌效应：以美股为代表，8个交易日中出现4次熔断，此前绝无仅有；法、德、英、日，多国金融市场均表现出20%以上的跌幅；澳币等多种外币贬值，全球经济贸易面临着前所未有的挑战和冲击，有悲观者认为，以疫情为导火线，甚至有可能带来新一轮全球金融危机。

聚焦国内房地产行业，目前正处于下行周期，面临着规模见顶、棚改收缩、购买力透支、财富效应减弱等诸多问题，而新冠疫情来袭更是将楼市的发展推入了更加扑朔迷离的境遇，对于整体房价的影响又会是怎样的呢？

### 一、经济内忧外困叠加量化宽松，房价涨跌成关注焦点（略）

1、新冠疫情百万大流行，触发整体市场步入熊市（略）

2、疫情反复干扰叠加规模见顶事实，2020房价何去何从（略）

### 二、购买力受限，2020年全国房价下跌概率大于上涨（本节有删减）

后疫情时代下，疫情经济后遗症、央行货币宽松、中央及地方政策波动、楼市复苏期自身供求关系等诸多因素均会对全国房价水平造成或扬或抑的扰动。我们认为对全国层面房价水平涨跌的分析逻辑归根结底仍是以后疫情时代楼市供求关系为主线。以供求维度切入，我们认为影响房价涨跌的有利、不利因素可分为：

供给侧，有利因素主要是当前商品住宅库存量偏低且多城市新房供应不充裕，未来高价地入市也将对房价提供成本性支撑，房企在供应端缺乏降价动力；不利因素则是自2019年起融资环境收紧，加上疫情影响房企资金链逐渐绷紧，后续处于尽快回款现金的策略，在部分销售压力较大的城市房企很可能降价推货。

需求侧，有利因素主要是中央通过降准搭配特别国债释放流动性，同时地方楼市调控也存在松动，后续将刺激城市居民参与到包括购房在内的“公共消费”中；另外人民币持续通胀也将通过物价劳工价等方式推动房价上涨；不利因素则包括新冠疫情突发对经济、居民消费势必存



在拖累作用；以及地产行业自生规模“见顶”，买房投资的财富效应已大不如前这两大宏观背景，此外受到棚改体量收紧、居民购房杠杆率过高的影响，包括三四线城市在内的绝大多数购房者购买力难以企及城市房价，囊中羞涩下购房需求若出现显著萎缩，城市房价水平自然难以维系。

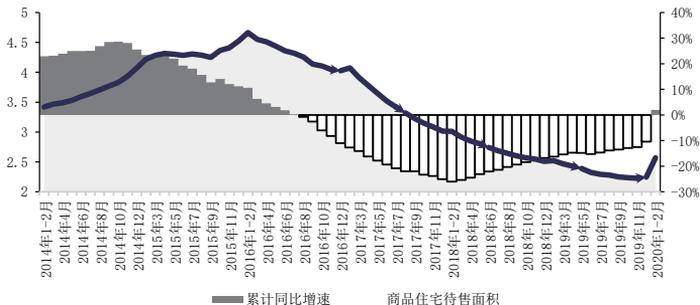
### **1、供给侧看涨因素：库存偏低供应不足，高价地入市支撑房价（本节有删减）**

供给层面，主要有利判断在于在宏观层面全国“去库存”后整体新房存量较低，加上早前成交的高价地入市后在拿地成本的支撑下也将高价入市，进而对房价形成一定的支撑作用。

#### **（1）八成一二线、六成三四线城市供应不足且库存偏低，房企缺乏降价动力**

宏观“去库存”下商品住宅供不应求，房企缺乏降价动力。全国整体商品住宅待售面积自2016年下半年起便进入“去库存”阶段，累计同比增速常年维持在负区间。至2020年初，虽受疫情影响全国商品住宅可售面积增至2.6亿平方米，但仍处于历史低位。持续缩减的库存表明当前全国整体新房供小于求。

图：2014-2020年2月全国商品住宅待售面积及累计同比增速（单位：亿平方米、%）



数据来源：国家统计局

具体到城市供求表现上，八成一二线及六成三四线新房供不过于求。2019年各能级城市全年新房供求关系普遍处于供小于求或供求平衡。具体来看，一线城市中，仅深圳供求比高于1.2，广州供求比更是低至0.88表现出供小于求；二线城市中供应偏低的情况更甚，超过八成共24城供求比小于1.2，其中长沙、呼和浩特、海口、沈阳等城供求比更是在0.7以下。此外六成三四线城市供应无法满足城市新房销售需要，其中21城供不应求。

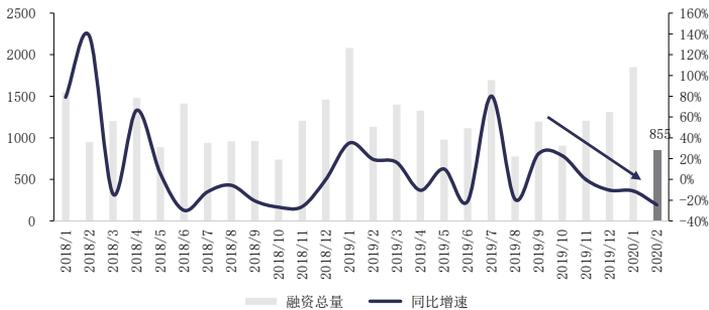


(2) 高价地入市遵循“高地价-高售价”，对城市均价构成成本性支撑（略）

## 2、供给侧看跌因素：房企资金链紧张，以价换量成为可能

房企融资持续走低，销售回款愈发重要下降价走量存在可能。由于整体融资政策收紧，房企自2019年三季度起融资持续保持低位同比增速的涨幅持续持续收窄，四季度后更是由正转负进入负增长区间。2020年2月受疫情影响，典型房企融资总额仅855亿元，环比降53%、同比降24%。此外考虑到未来全球疫情走向尚不明朗，相关融资动作推迟，叠加金融市场震荡、因全球出行及活动管控导致大部分融资机构路演停摆等原因，我们预计房企在疫情的长端影响下未来融资依旧保持较低水平，房企资金链紧绷。

图：2018年1月-2020年2月95家监测企业融资额及同比增速（单位：亿元、%）



数据来源：CRIC整理

在房企资金链相对紧张的预期下，加快销售回款将成为重要策略。因而对于疫后市场热度恢复较慢、项目销售压力较大的城市，房企可能降价走量以尽快回款。



### 3、需求侧看涨因素：中央货币宽松、地方调控松动，带动需求以支撑房价（略）

(1) 央行货币宽松叠加地方纾困政策，助力疫后房价整体维稳（略）

(2) 人民币持续通胀下，全面物价飞升带动房价持续上扬（略）

### 4、需求侧看跌因素：收入增长落空，预期购买力疲软难以支撑房价上升（本节有删减）

需求层面不利因素主要是对疫后经济衰退、全行业打击下居民购买力水平降低的判断。在货币化棚改临近收尾、居民贷款杠杆高企等既定事实下，疫后经济衰退下新增工资减少后居民整体财富及购买力水平滑坡是大概率事件，届时购房需求萎缩下城市房价自然难以维系。

(1) 疫情对经济、消费严重拖累，疫后负面影响仍将持续（略）

(2) 地产行业规模已然“见顶”，从增量时代向存量时代过渡（略）

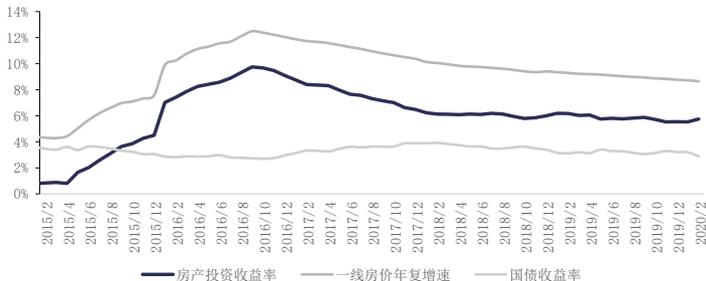
(3) 房地产财富效应减弱，3成典型城市居民购房“明涨暗亏”

各省区市在2016年后陆续出台了繁多的楼市限制政策，受到各地限价政策以及中央“房住不炒”的影响，我们发现房价上涨所带来的房地产财富增值效应已长端减弱，房产已不适为高回报投资标的，因此房价自然缺乏涨势。

以一线城市为例，房产投资收益率已降至6%左右，且未来预期将长期维持将长期维持。以十年期国债收益率作为全社会投资基准收益率，以房价年复增速与基准收益率的差值计算一线城市房价投资收益率。我们可以看到，2016年末起房产投资收益便持续下降至2018年后便长期稳定在6%左右。因此对于城市居民而言，未来保持低位的房产收益使得购

房不再是优质的投资标的。

图：2015-2020年2月一线城市房产投资收益率、房价年复增速及国债收益率（单位：%）



数据来源：国家统计局、央行

放宽至全国来看，24个典型城市买房中3成以上亏损。对比近3年各典型城市房价涨幅可以看到，厦门、青岛、北京、福州、郑州、济南、昆明等城市吸金能力明显减弱。其中厦门、青岛2城房价更是同比下跌3%、1%，房产不仅难为投资“炒资”，而且居民购房收益显著为负。居民购房房价“明涨”而收益“暗亏”，长期来看房价难有涨劲可言。

图：2017-2018年24个典型城市房价和居民购房收益情况（单位：%）



数据来源：CRIC



#### (4) 居民购房杠杆高增、薪酬所得回落，购买力降级后房价失去推动力

居民杠杆率快速提升，购买力触顶下房价缺乏上涨推动力。以住户中长期消费贷款占GDP比重测算居民购房杠杆率，不难发现居民购房杠杆率直线提升。2015年以来，随着房地产行业销售规模迭创新高，居民购房杠杆率急速拉升，说明各省区市房价翻高是建立在居民加杠杆购房基础上的。

值得玩味的是，居民购房杠杆率从10%升至20%将近花费10年时间，但杠杆率从20%升至30%只需2015年至2018年短短4年时间，说明在市场购买力明显透支的情况下，很多居民仍在不断地加杠杆购房。而2019年居民购房杠杆率已升至34%，事实上众多三四线城市房价较2015年已翻番，居民对房购买力已越发逼近瓶颈，房地产市场或将“风声鹤唳”。

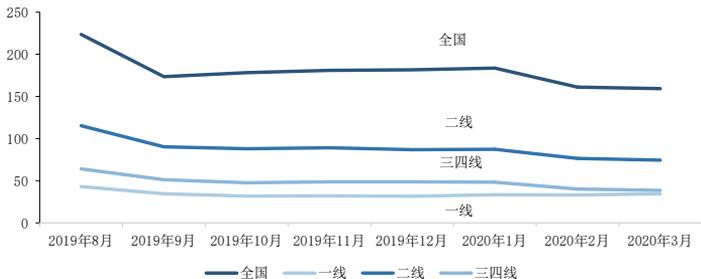
图：2007-2009年住户中长期消费贷款占GDP比重（单位：万亿元、%）



数据来源：国家统计局、央行

事实上，疫情发生后全国薪资总量同样出现明显回落。2020年3月全国薪资总量相较1月下滑13%，相较2019年7月下滑34%，其中三线城市下滑最为显著，薪资总量较去年8月近乎腰斩。直观反映多数企业压缩用工成本，全社会整体新增财富总量逐渐减少，居民收入将出现明显回落。

图：2019年7月-2020年3月全国各能级城市薪资总量变化情况



数据来源：招聘网站

考虑到眼下居民杠杆率已接近瓶颈，贷款杠杆高无可高下未来社会薪资总量降低也是雪上加霜，二类不利因素下城市居民购买力将在现有水平上继续降级。在这一事实下，购买力难以继续维持购房需求下，城市销售规模必然滑坡，房价也难言上涨。

**(5) 三四线棚改收紧“釜底抽薪”，缺乏基本面支撑三四线房价普遍疲软（略）**

### 第五节 总结：对比供、需两侧因素，房价看跌概率大于看涨

综合所有供应侧与需求侧对全国房价看涨和看跌的影响因素，总体上对房价的平抑效应大于刺激效应，预估2020年全国房价小幅微跌。

即低库存、成本性支撑、货币宽松以及调控放松等有利因素无法与整体疫后经济失速、消费降级、房产财富效应减弱以及购房者购买力亏空、房企资金链紧绷等所产生的不利因素完全对冲。

具体而言，购房者需求及购买力水平是主导市场供需，既而影响房价涨跌的核心项。纵使中央及地方政策及金融层面的宽松给予了房价一定的维稳预期，但在疫后经济面临衰退、消费降级、居民既有以及新增



财富萎缩下，居民购买力面临大概率疲软的可能。购买力水平降低下城市购房需求必将出现延后甚至打消，从而导致市场进入供过于求或者供求双低的局面，进而房价被迫降低。

此外，房企加快回款“稳现金”诉求高于一切，降价冲量存在可能。纵使存在市场库存呢较低，项目开发成本支撑等客观因素，但资金链紧绷的主观影响下，房企于疫后或将出于现金回款等诉求暂时搁置对在售项目的“成本观”，在部分城市降价冲量以尽快回款。

当然，伴随着疫后各地充分发挥地产主体责任，“因城施策”下不同城市间势必形成相对独立的楼市行情。因此单单对房价涨跌从全国层面判断远远不够，面对不同城市间、城市内不同区域间的差异情况，“分城”、“分区域”、“分产品”一一讨论才洞悉对后疫情时代下楼市房价走势。

### 三、预期核心一二线房价稳中有增，一线豪宅、二线刚需房价保持“坚挺”（本节有删减）

2016年一季度，一二线城市打响了地产调控的第一枪，2017年，三四线城市也开始陆续跟进，接着越来越多的调控政策开始层出不穷。与此前“一刀切”的楼市调控有所不同，此轮中央以“房住不炒，因城施政”为主基调，地方贯彻也呈现出“一城一策”，甚至是“一区一策”，致使整个房地产市场出现了少有的结构化行情，不同能级，不同城市，不同区域、不同产品都在日渐分化，预期2020年细分市场的房价也存在显著差异。

#### 1、核心一二线微增，强三线微降，一般三四线显著下跌（部分略）

根据楼市周期发展规律，每当经济危机或是大萧条时期，楼市一般也处于下行周期，优质资源基本都在向核心城市聚集，这点不难理解，从企业层面来看，危机来临，投资的主要考量在于“避险”，核心一二线城市的抗跌能力显著好于普通的三四线城市；从购房者角度来看，无论是自住还是投资，都会考量房屋的增值保值性，买涨不买跌心理驱使下，核心一二线城市项目的去化基本也会好于普通三四线，因而我们预判2020年不同城市房价涨幅基本呈现出核心一二线>弱二线和强三线>广大一般三四线，而且整体市场转冷征兆会从一般三四线城市逐步传导到核心一二线城市。

(1) 核心一二线高价地集中入市，2020年房价维稳或小幅微增（略）

(2) 弱二线和强三线房价持平或小幅微降，收入压缩“消费降级”为主因

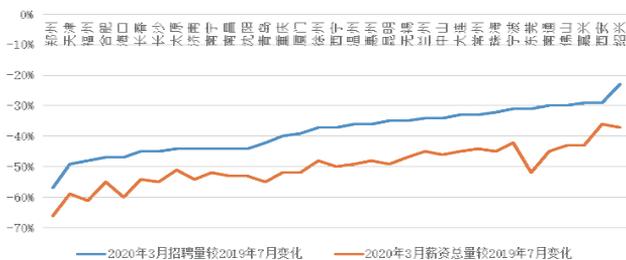
针对于弱二线和环都市圈的强三线城市而言，房价水平仅次于核心一二线，预判2020年变化，我们认为，或与2019年持平或保持小幅微降态势。因疫情影响，收入下降致“消费降级”为主因。

下图我们罗列了30余个二三线城市2020年3月就业环境较疫情前的变化情况，可以看出无论是从招聘数量还是薪资总量都出现了显著下滑，较2019年7月平均降幅分别达到了39%和50%，工资几乎“腰斩”，与核心一二线形成了鲜明的对比。其中郑州、天津、福州招聘总量急剧下降，跌幅均在50%左右，薪资降幅也达到了60%。造成的直接影响便是这些城市居民购房预期的改变，“囊中羞涩”的购房者不得不延迟购房需求或者取消二次改善的计划，房企为保住“销售”，很可能采取打折促销等策略，诸如恒大7.5折卖房等，从而造成成交均价下滑，即便部分开发商可以抗住销售压力“不降”，但是整体“横盘”的



可能性也较大，购买力乏力是制约房价增长的主要原因。

图：30余个弱二线和强三线城市疫情前后就业环境对比情况



数据来源：招聘网站

为了更好的判断不同城市房价可能变动情况，我们引入了2015-2017年宅地消化周期的相关数据，对于消化周期较高（大于4年）的城市，2020年的潜在供应量也相对较大，徐州、大连、太原基本都超过了5年，集中推盘带来的影响是各房企间的竞争压力相对较大，尤其是这三城的薪资总量也近乎“腰斩”，“消费降级”显著，在购房热情并不高涨的情况下，不排除房企打“价格战”的可能，从而带动整体房价回落。值得关注的当属济南和郑州，2016-2017年两地分别拍出了594万平方米和321万平方米的高价地块（房价地价比大于0.8），这些地块若在2020年入市，即便定价较高可能也将面临“有价无市”的可能，对于拉升本地房价的作用并不是很大。

表：宅地消化周期超4年的典型城市疫情前后招聘量、薪资总量变化情况（单位：个，万元，年）

城市	2020年3月招聘量	2019年7月招聘量	招聘量较2019年7月变化	2020年3月薪资总量	2019年7月薪资总量	薪资总量较2019年7月变化	2015-2017年宅地消化周期
徐州	7176	11464	-37%	4572	8814	-48%	7.36
大连	23552	35403	-33%	13489	24534	-45%	6.08
太原	4881	8709	-44%	3244	6600	-51%	5.24

济南	23521	42216	-44%	14770	32370	-54%	4.80
南通	13006	18495	-30%	7923	14379	-45%	4.41
兰州	4042	6163	-34%	2463	4468	-45%	4.39
郑州	35811	83801	-57%	22487	65256	-66%	4.19

数据来源：招聘网站，统计局，CRIC整理

对于宅地消化周期较低（小于2年）的城市，2020年的潜在供应量并不是很大，房企降价动力略有不足，房价大概率与2019年保持持平。惠州、东莞、长沙2015-2017年宅地消化周期基本都在1年左右，市面上库存量相对较小，尤其是刚需购房者，很有可能再度面临“一房难求”，以长沙为例，因政府按成本核定项目销售均价，目前在售楼盘基本呈现出“一盘一价”，同区域不同项目房价跨度较大，存在显著价格梯度，以雨花区为例，既有保利中航城毛坯在售均价8100元/平方米，也有万科金色麦田，含2400元/平米精装，在售均价15500元/平米，剔除精装，毛坯价差也达到了5000元/平方米，高低错配使得房价保持在一个相对中等可控的水平；加之目前长沙整体的薪资降幅也都在50%左右，房价上涨、下跌的可能性都不是太大，2020年维持现状将是大概率事件。

**表：宅地消化周期小于2年的典型城市疫情前后招聘量、薪资总量变化情况（单位：个，万元，年）**

城市	2020年3月招聘量	2019年7月招聘量	招聘量较2019年7月变化	2020年3月薪资总量	2019年7月薪资总量	薪资总量较2019年7月变化	2015-2017年宅地消化周期
惠州	16992	26751	-36%	10590	20237	-48%	0.95
东莞	69683	100485	-31%	38845	81345	-52%	1.00
长沙	53521	97565	-45%	34723	77545	-55%	1.12
佛山	55578	79128	-30%	35173	61423	-43%	1.68
福州	22891	44325	-48%	14254	36521	-61%	1.82
无锡	40093	62083	-35%	24987	46830	-47%	1.90
沈阳	40814	72487	-44%	21105	44935	-53%	1.92

数据来源：招聘网站，统计局，CRIC整理

### (3) 广大三四线重回“高库存”周期，棚改驱动型城市房价将显著下跌（略）



## 2、核心一二线城市中心、近郊、产业热门区域抗跌性较好（部分略）

针对于单个城市内部，不同区域的房价又呈现出显著的分化特征，核心一、二线城市多为省会和直辖市，因经济水平相对发达，人口吸附力较强，吸引了众多省内三四线或是临近省份的外来务工人员，因而整体的城镇化进程相对较快，城市发展也衍生出了多个圈层，大体可分为市中心、近郊和远郊。而三四线城市内部也存在一定的分化：一类是以常州、中山等为代表的东南沿海环都市圈的强三线城市，这类城市不仅市区购买力强劲，下属县、镇的房地产市场基本也是自成一体，发展动能较强；另一类为广大的中西部三四线城市，特点是人口、资源在不断向市区集中，下属郊区因持续为市区“供血”，“空心化”现象严重，库存量高企。以下我们将根据不同类型城市内部区域的具体情况进行2020年房价变化的具体分析。

### （1）核心一二线城市中心房价“坚挺”，近郊升，远郊降，热门板块价格上行

对于核心一二线城市而言，因城镇化率相对较高，除了按照中心区域发散衍生出多个圈层，比如上海的内环、中环、外环概念之外；也有可能形成了多个城市副中心，比如上海的大虹桥，徐家汇、莘庄片区等等，虽然不同城市的区域划分并不尽相同，但是预测其2020年房价变化的规律，大体还是有以下一些共性的特点：

一是市中心房价相对“坚挺”，基本维持不涨不跌：一方面，从供应层面来看，受房地产开发进程逐步深入的影响，市中心的土地供应量相对比较稀缺且呈现出逐年递减的态势，造成了房企拿地价格普遍较高，产品以高端改善为主，成本驱动下，企业降价销售的意愿并不是很强；另一方面，从成交层面来看，高净值人群收入渠道来源多样，购买

力相对充裕，置业需求稳定，受疫情冲击较小，因而供求关系决定了市中心房价的下跌空间并不是很大。

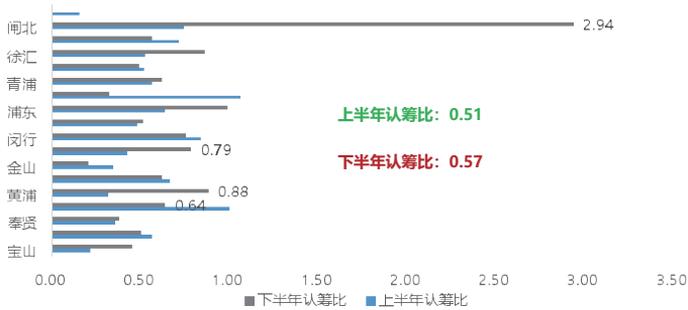
二是近郊房价大概率保持稳中微增，主要是刚需客群驱动：因房价高企，刚需客群在选择购房时也将更加注重性价比，近郊项目的优势在于随着城镇化进程的深入，城市副中心的发展规划更容易得到兑现，商业、教育等配套正逐步完善；加之项目多为中端改善产品，价格、面积适中迎合了刚需购房者“一步到位”的置业需求。

三是远郊产品因供应扎堆，房企竞争相对激烈，2020年房价大概率保持稳步回落。一般而言，远郊区域都是城市土地供应的“大头”，以成都为例，三圈层的近2年的土地成交量基本都在45%左右，房企项目扎堆现象非常普遍；而从成交来看，远郊项目对刚需客群的吸引力在日渐下降，受地理位置原因，刚需客户上班基本都在市区内，加之远郊项目的商业、教育配套往往不完善，虽然价格有优势，但是对自住客群的吸引力还是相当有限。

分城市来看，比如上海，外围客户的购买力支撑明显不足，2019年下半年转冷征兆显著，以2019年下半年各区域的认筹情况来看，闸北、静安、黄埔、虹口等核心区域表现相对较好，认筹比普遍超过0.57，而金山、奉贤、南汇等外围区域认筹明显较差，认筹比均不及0.51。预期2020年房价分化也将持续，对于外围区域的部分“去化难”项目，房企折扣营销，吸引客户的几率相对较大，房价很可能一降再降。



图：2019年上海各区域客户认筹比变化



数据来源：CRIC

再如深圳，2020年新房的供应锐减，不足70个，同比减少约40%，供应相对紧张，也是造成房价稳中微增的重要原因，分区域来看，西部福田、罗湖本就是价格高地，房价均超7万元/平方米，单区域2020年供应量基本都在5盘以下，供应收缩，需求稳定，2020年房价有望保持稳中有增；而东部的龙岗、坪山、大鹏新区市场热度显然不及西部，加之3个区域2020年累计推盘量达30个，项目扎堆，预期2020年房价也难有亮眼表现。

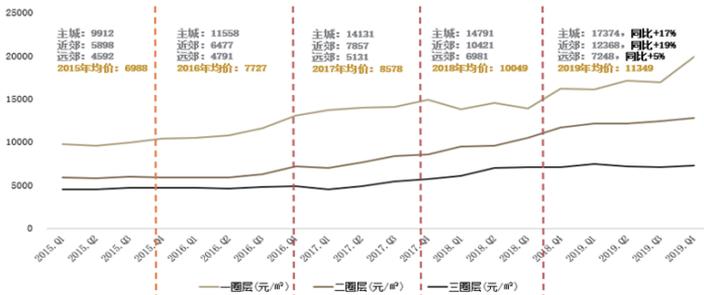
图：2020年深圳各区域预计推盘情况



数据来源：CRIC

最后是成都，2019年随着整体市场热度下降，主城、近郊和远郊三圈层便呈现出典型的“冷热不均”，一、二圈层受多个热盘助力，认购率可超5成，三圈层近8成项目转为顺销，开盘认购率不及5成。而且价格分化也是比较显著的，2019年末主城、近郊、远郊的商品住宅成交均价分别为17374元/平方米，12368元/平方米，7248元/平方米，同比增幅则为17%、19%和5%，可见房价成长性来看，近郊>主城>远郊，由此对于2020年房价预判，我们认为，近郊仍能维持增势，主城区保持持平，而远郊有可能迎来稳步回落。

图：2015-2019年各圈层价格走势



数据来源：CRIC

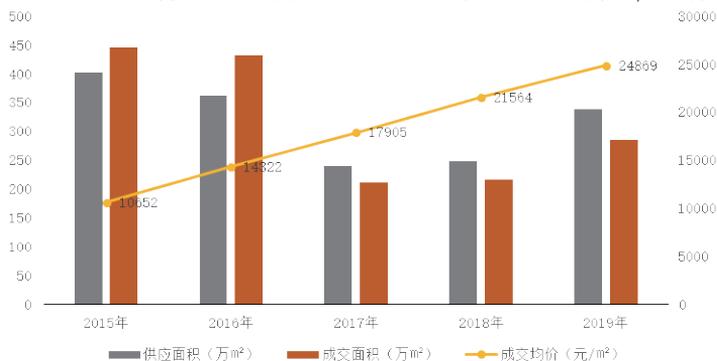
四是针对于国家或是地方政府规划的以产业驱动人口导入的热门区域，房价上涨动力依旧强劲。主要源于政策利好的持续驱动，政府不仅会加大投资促进区域发展，而且限购松动、人才落户、购房补贴等激励政策也会层出不穷，从而拉动区域和板块价值。典型代表为上海的青浦、虹桥、临港片区；南京的江北新区、杭州的未来科技城、钱江新城、萧山经开区等。

比如南京的江北新区，目前属国家级新区、芯片之城、基因之城、新金融中心。因战略地位高，国家扶持大，对标上海浦东新区，长期规



划利好；2019年金洽会，签约项目22个，总投资达362.75亿。2019年8月，江北自贸区正式批复，全部落定江北新区，占地约40平方公里，重点发展集成电路、生命健康、人工智能、物联网和现代金融等产业。自贸区和国家级新区两大国家战略叠加，江北新区利好持续加码，对于房价的助推左右也是有目共睹，即便在调控持续加码的2018年和2019年，房价仍保持正增长，2019年成交均价为24869元/平方米，较2015年已经增长一倍有余。预期2020年南京江北新区商品住宅的成交均价仍有望保持小幅微增。

图：2015-2019年南京江北板块商品住宅成交量价走势（单位：万平方米，元/平方米）



数据来源：CRIC

(2) 强三线老城房价仍属“高地”保持微降，新城、郊县“自成一体”价差缩小（略）

(3) 一般三四线市区房价“高位回落”，周边郊县供过于求持续下行（略）

3、一线豪宅、二线刚需房价稳中有增，三四线房价预期全线回落（部分略）

2017年以来，改善需求动能明显减弱，随着房价上涨、居民负债率上升，购房者的买房支付能力已然趋近“天花板”，加之2020年初遭遇了新冠疫情影响，购买力逐年衰退的现象不断被强化。由此，单个城市内部，不同档次产品的价格同样呈现出一些分化特征，以下我们将根据不同类型城市内部产品档次的具体情况进行2020年房价变化的具体分析。

### **(1) 4个一线城市90平米小三房房价稳步回落，抗通胀预期驱动豪宅类房价“看涨”**

针对一线城市不同档次产品2020年的房价变化，我们认为，大体呈现出以下一些特征：

一是90平米以下小三房房价大概率稳步回落，购买力压缩是主因：不得不说，90平米小三房在一线城市也算是适销对路的产品，一方面当前随着地价不断走高，房企不得不考量成本驱动带来的后期运营风险，高单价小户型低总价不失为房企规避销售风险的主流方法之一；另一方面，一线城市聚集了较多的外来务工人员，因购买力受限，也倾向于选择面积较小，总价偏低同时兼顾居住性的小三房产品，基本可以达成“一步到位”的居住需求。而预判其2020年房价稳步回落的主要原因是基于疫情对于一线刚需群体购买力的压缩效应，据CRIC监测的某招聘网站数据，北京、广州、深圳月薪5千元以下岗位数跌幅都在30%以上，用工数量的减少势必会导致刚需购房者总量的压缩，加之疫情对于整体收入的负面影响，2020年一线城市的90平米小三房户型极有可能面临供过于求，房价稳步回落的尴尬境地。

**表：4个一线城市2020年3月、2019年10月招聘量情况**

薪资城市	2020年3月各薪资档次岗位数量						相比2019年10月岗位量变化					
	<0.5	0.5-1	1-2	2-3	3-5	>5	<0.5	0.5-1	1-2	2-3	3-5	>5
北京	28779	72626	21930	4317	1073	244	-53%	-38%	-26%	-29%	-42%	-61%
广州	190761	223908	29974	4725	1507	386	-34%	-23%	-22%	-21%	-21%	-49%
上海	201884	540199	130716	19842	5974	1092	19%	44%	56%	60%	49%	9%
深圳	105569	211845	37889	5422	1752	363	-45%	-35%	-20%	-21%	-23%	-62%

数据来源：招聘网站

二是中高端改善户型存在明显的需求乏力，特别是120-140平米的三房户型，房价有可能缓步下行。主要是基于2016-2017年一线城市集中成交了大量的高价地块，此前因“限价”影响，“面粉贵于面包”，预期2020年将集中入市，产品定位也将偏于中高端；而对于这类产品的购买人群而言，属改善而非刚需，买房需求并不是十分迫切，加之新冠疫情、全球金融危机等消极因素影响，很可能取消置业计划，房企为促进销售不排除降价促销的可能，以此也会带动房价缓步下行。

三是对于豪宅类产品，2020年房价稳中有增的概率较大，有望保持小幅上行。按历史规律，这类产品每年推盘量总体较小，且有逐步下行趋势，产品在市面上也算相对稀缺；另一方面，高净值人群本就“先知先觉”，尤其是全球经济不景气的大环境下，投资房地产无疑是保值增值抗通胀的最好方式之一。这一预期主要基于房地产在中国经济支柱地位，基于屡屡被验证的历史经验主义……2008年次贷危机之后2009的房价翻倍、2014年供给侧改革去库存之后2015的房价翻倍。经济面临大调整时，宽货币、宽财政以刺激消费，随之“买房抗通胀”的经验主义再一次接棒。近期一线豪宅项目开盘热销刷屏不断也印证这一观点，诸如深圳太子湾项目3月13日推出14套房源，4200万元/套起步价，仅8秒就宣告售罄，销售金额达6亿元。若这样的市场热度延续，豪宅盘有望在2020年迎来新的春天，房价也有望稳中微增。

(2) 二线和强三线中高档、豪宅类房价预期下跌，刚需类房价依旧保持增势（略）

(3) 一般三四线不同档次产品房价全线回落，低档跌幅显著高于中高档

而对于广大中西部的三四线城市而言，购买力受限是制约房价上涨的主要因素，预期2020年不同档次产品价格都将稳步回落，其中低档刚需类产品跌幅将显著高于中高档产品。

首先，三四线城市疫情后企业招聘需求锐减，即使招聘旺季用工需求仍低迷。反映在全国招聘岗位数2020年2月、3月连续下滑，尤其是本该是招聘旺季的3月，相较1月仍减少了40余万个岗位，相较2019年7月岗位数缩减幅度更是高达27%。其中三四线城市更受疫情影响，用工需求大幅滑坡，尤其是三四线城市，3月招聘岗位数相较2019年6月减少了34.7万个，降幅达36%。

图：2019年6月-2020年3月三四线城市招聘总量变化情况



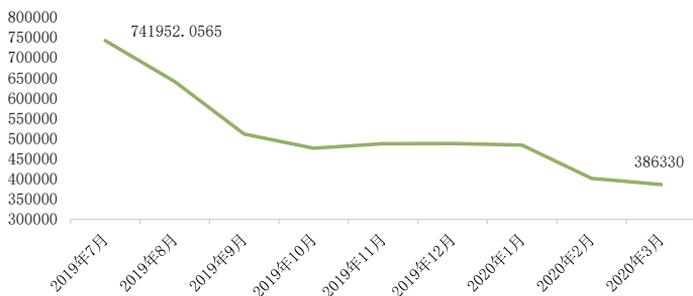
数据来源：招聘网站

其次，薪资总量在疫情发生后同样明显回落，2020年3月全国薪资总量相较1月下滑13%，相较2019年7月下滑34%，其中三线城市下滑最为显著，薪资总量相较去年7月近乎腰斩。直观反映多数企业压缩用工成



本支出，整体居民收入或将明显回落。

图：2019年7月-2020年3月三四线城市薪资总量变化情况



数据来源：招聘网站

值得关注的是，三四线城市疫情后用工需求的萎缩更具普遍性，98个重点监测的三四线城市中，近9成招聘岗位数缩量超30%，沧州、遵义等岗位数下滑过半。

图：分总价段、面积段意向客户2020年弃购比例



数据来源：CRIC

此外，虽然各类产品房价全线回落，但我们认为，低档刚需类产品跌幅将显著高于中高档产品。主要源于底层刚需家庭大都是低收入群体，收入来源单一化，工资性收入往往占据极高的比重，更易受疫情的负面冲击。基于未来收入预期下滑，底层刚需家庭购买力难以为继，弃购的可能性自然也将更高。从我们的调研数据显示，2020年50万以下、70平方米以下产品的准客户弃购现象最为严重，此类产品去化速度或将显著放缓。譬如，意向购买50万以下产品的准客户中，约31.1%的高意向客户或将取消2020年置业计划；又如意向购买70平方米以下产品的准客户中，约32%的高意向客户或将取消2020年置业计划，弃购比例皆明显高于其他档次产品。

#### 四、总结:今年房价大概率高位回落，不同城市、区域、产品走势差异显著（本节有删减）

2020年伊始，新冠疫情突发，如多米诺骨牌般在全球迅速蔓延，对中国经济乃至全球经济带来的负面冲击不言自明。而对于本就处于下行周期的房地产行业来说无异于“雪上加霜”，成交规模高位回落将是大概率事件，而对房价的影响究竟有几何呢？综合全篇，我们得到的大体结论如下：

- 1、受限于购买力瓶颈，2020年整体房价大概率下跌（略）
- 2、核心一二线城市房价“坚挺”，三四线显著“滑坡”（略）



### 3、大都市近郊远郊“冰火两重天”，强三线价差不断缩小

针对于单个城市内部，不同区域的房价又呈现出显著的分化特征，核心一、二线城市多为省会和直辖市，因经济水平相对发达，人口吸附力较强，吸引了众多省内三四线或是临近省份的外来务工人员，因而整体的城镇化进程相对较快，城市发展也衍生出了多个圈层，大体可分为市中心、近郊和远郊。而三四线城市内部也存在一定的分化：一类是以常州、中山等为代表的东南沿海环都市圈的强三线城市，这类城市不仅市区购买力强劲，下属县、镇的房地产市场基本也是自成一体，发展动能较强；另一类为广大的中西部三四线城市，特点是人口、资源在不断向市区集中，下属郊县因持续为市区“供血”，“空心化”现象严重，库存量高企。不同区域也存在显著的房价分化：

对于核心一二线城市而言，市中心房价相对“坚挺”，基本维持不涨不跌；近郊房价大概率保持稳中微增，主要是刚需客群驱动；远郊产品因供应扎堆，房企竞争相对激烈，2020年房价大概率保持稳步回落；值得关注的是，针对于国家或是地方政府规划的以产业驱动人口导入的热门区域，房价上涨动力依旧强劲。主要源于政策利好的持续驱动，政府不仅会加大投资促进区域发展，而且限购松动、人才落户、购房补贴等激励政策也会层出不穷，从而拉动区域和板块价值。

而针对于核心都市圈，尤其是东南沿海经济较发达的的强三线城市，虽然老城房价仍属“高地”，但是整体城市发展和价值核心仍在新城，且由于乡镇经济异常发达，周边郊县楼市发展也是“自成一体”，故而老城、新城、郊县的房价“价差”正在逐步缩小。

对于广大中西部的一般三四线而言，房价高位回落是大概率事件，郊县的跌幅将远大于市区，一方面郊县本身供地量较大，供过于求，库存高企；另一方面，人员外出务工，本地产业“空心化”，具备购买力

人群基本会选择市区置业，这也导致了郊县整体楼市不景气加剧。

#### 4、一线豪宅、核心二三线刚需、刚改类房价保持增势

2017年以来，改善需求动能明显减弱，加之2020年初遭遇了新冠疫情影响，购买力逐年衰退的现象不断被强化。由此，单个城市内部，不同档次产品的价格同样呈现出一些分化特征：

针对一线城市不同档次产品2020年的房价变化，我们认为，大体呈现出以下一些特征：一是90平米以下小三房房价大概率稳步回落，购买力压缩是主因；二是中高端改善户型存在明显的需求乏力，特别是120-140平米的三房户型，房价有可能缓步下行。三是对于豪宅类产品，2020年房价稳中有增的概率较大，有望保持小幅上行。

对于二线城市和强三线城市来说，“居住降级”现象不如一线城市严峻，中高档、豪宅类房价可能遭遇“瓶颈”，增长动力不足或面临稳步下行。刚需、刚改类，即100-120平米三房房价依旧可以保持增势。低档产品90平米以下二房房价大概率下滑显著。

而对于广大中西部的三四线城市而言，购买力受限是制约房价上涨的主要因素，预期2020年不同档次产品价格都将稳步回落，其中低档刚需类产品跌幅将显著高于中高档产品。

本文为报告节选版，如需查阅全本报告，请联系我们。



## 「 目录 导览 」

### 一、经济内忧外困叠加量化宽松，房价涨跌成关注焦点

- 1、新冠疫情百万大流行，触发整体市场步入熊市
- 2、疫情反复干扰叠加规模见顶事实，2020房价何去何从

### 二、购买力受限，2020年全国房价下跌概率大于上涨

#### 1、供给看涨因素：库存偏低供应不足，高价地入市支撑房价

(1) 八成一二线、六成三四线城市供应不足且库存偏低，房企缺乏降价动力

(2) 高价地入市遵循“高地价-高售价”，对城市均价构成成本性支撑

#### 2、供给侧看跌因素：房企资金链紧张，以价换量成为可能

#### 3、需求侧看涨因素：货币宽松、地方调控松动，带动需求以支撑房价

(1) 央行货币宽松叠加地方纾困政策，助力疫后房价整体维稳

(2) 人民币持续通胀下，全面物价飞升带动房价持续上扬

#### 4、需求侧看跌因素：收入增长落空，预期购买力疲软难以支撑房价上

升

(1) 疫情对经济、消费严重拖累，疫后负面影响仍将持续

(2) 地产行业规模已然“见顶”，从增量时代向存量时代过渡

(3) 房地产财富效应减弱，3成典型城市居民购房“明涨暗亏”

(4) 居民购房杠杆高增、薪酬所得回落，购买力降级后房价失去推动

力

(5) 三四线棚改收紧“釜底抽薪”，缺乏基本面支撑三四线房价普遍疲软

5、总结：对比供、需两侧因素，房价看跌概率大于看涨

### 三、预期核心一二线房价稳中有增，一线豪宅、二线刚需房价保持“坚挺”

1、核心一二线微增，强三线微降，一般三四线显著下跌

(1) 核心一二线高价地集中入市，2020年房价维稳或小幅微增

(2) 弱二线和强三线房价持平或小幅微降，收入压缩“消费降级”为主因

(3) 广大三四线重回“高库存”周期，棚改驱动型城市房价将显著下跌

2、核心一二线市中心、近郊、产业热门区域抗跌性较好

(1) 核心一二线市中心房价“坚挺”，近郊升，远郊降，热门板块价格上行

(2) 强三线老城房价仍属“高地”保持微降，新城、郊县“自成一体”价差缩小

(3) 一般三四线市区房价“高位回落”，周边郊县供过于求持续下行

3、一线豪宅、二线刚需房价稳中有增，三四线房价预期全线回落

(1) 4个一线90平米小三房房价稳步回落，抗通胀预期驱动豪宅类房价“看涨”

(2) 二线和强三线中高档、豪宅类房价预期下跌，刚需类房价依旧保持增势

(3) 一般三四线不同档次产品房价全线回落，低档跌幅显著高于中高档



#### 四、总结:今年房价大概率高位回落，不同城市、区域、产品走势差异显著

- 1、受限于购买力瓶颈，2020年整体房价大概率下跌
- 2、核心一二线城市房价“坚挺”，三四线显著“滑坡”
- 3、大都市近郊远郊“冰火两重天”，强三线价差不断缩小
- 4、一线豪宅、核心二三线刚需、刚改类房价保持增势



叁

# 城市 研 判

# 「人口再集聚城市的发展前景研究」

## ——以宁波、佛山为例

研究员 / 马千里、邱娟、周奇

2005年后，随着沿海城市产业结构升级，东部沿海区域的常住人口增长明显放缓。不过，广东和浙江却在2016年以后实现了人口的再集聚，尤其是杭州、深圳、广州、宁波等城市，常住人口保持高速增长，2019年常住人口增量均超30万人。不禁让人联想，这些城市为何又能实现人口的高速增长，当地的房地产市场又会迎来怎样的机遇？

### 一、综述：近年广东、浙江人口再集聚，刚需增长下楼市同步受益

近年来，东部城市进行产业升级，随着生产率低的劳动密集型产业逐步向成本更低的中西部地区转移，导致东部沿海省人口增长明显放缓。不过，广东和浙江两个省份却走出了不一样的道路，常住人口增长近年来反而呈现加速趋势。接下来，我们就从人才政策、经济发展等几个方面来探究这一现象出现的原因，并分析这一现象对当地房地产市场发展的影响。

#### 1、人口规模：浙江、广东近年人口增速回升，明显快于其他沿海省份（略）



2、人才发展：高端人才、技能人才兼容并蓄，打造一流人才生态（略）

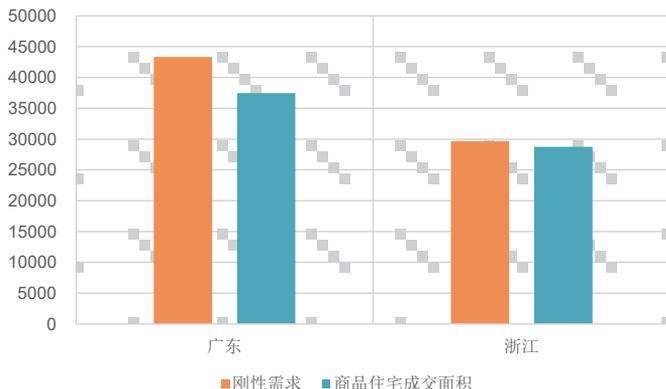
3、经济发展：产业发展升级换代，加强高端人才吸引力（略）

4、购房需求：人口规模及购买力双重利好，保障楼市需求长期稳定

随着流动人口重新向广东和浙江聚集，当地的房地产市场也迎来了巨大利好。单就2019年两省新增常住人口规模来看，即可为两省带来近千万方的住房需求。具体而言，在2017年~2019年间，广东省和浙江省常住人口规模增量分别为522万和250万，由此估算，在近三年间新增的住房需求分别高达1.86亿平方米和1.26亿平方米。再考虑期间增加的置换需求，近三年广东和浙江的刚性购房需求分别达到4.33亿平方米和2.96亿平方米。

将这一需求对比近三年商品住宅成交规模来看，2017年~2019年广东的住宅成交面积为3.75亿平方米，仅能满足三年期间广东省刚需的86%；浙江的住宅成交面积为2.88亿平方米，同样也未能完全满足在此期间产生的刚性购房需求。由此可见，在人口大量流入的影响下，两省的住宅市场上购房需求充裕，能充分支撑住宅市场成交规模。

图：近三年广东和浙江产生的刚需和住宅成交规模对比（单位：万平方米）

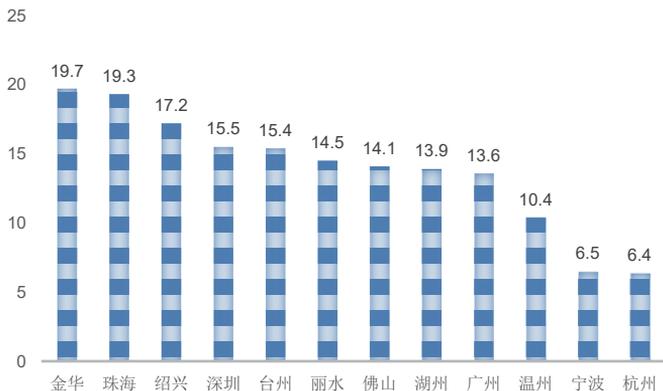


数据来源：CRIC，广东省统计局，浙江省统计局

再联系两省主要城市的商品住宅去化周期来看，大部分城市的住宅去化周期都在12~18个月之间，库存压力相对较小，市场表现要好于全国大多数城市。除了由于人口的快速增长导致住房需求也随之增加外，购买力也是当地楼市需求长期稳定的重要保障。如近两年人口增量居前的杭州和宁波，当地居民的购买力也比较强，绝大部分的住房需求能转化为购房需求，因此住宅市场表现要明显好于其他城市，2019年商品住宅去化周期分别仅为6.4个月和6.5个月，是两省所有城市中去化周期最短的城市。



图： 2019年广东和浙江主要城市的商品住宅去化周期（单位：月）



数据来源：CRIC

## 二、典型城市：宁波诠释千方百计“留人”，佛山重点关注中高端人才

经过上一章的梳理，可以看到广东和浙江近年来随着新兴产业的快速增长，成功实现了人口再集聚。就常住人口增量和增速来看，除了杭州、广州和深圳三大核心城市外，宁波和佛山近年来也表现十分突出，常住人口增量在2019年均位列全国TOP10。为了进一步探究两市实现人口高增长的原因，接下来我们将从产业发展、人才政策两大方面来探讨，并分析人口的快速增长为两城市房地产市场带来的变化。

### 1、宁波：家有梧桐树，也要主动请凤栖

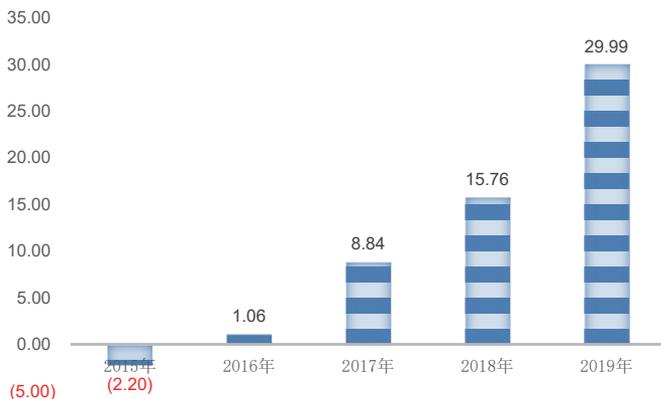
聚焦优势产业基础，发展战略性新兴产业，宁波的经济得以快速发展，2018年GDP成功迈过万亿门槛，2019年更是超过青岛，全国排位进一步上升。但想要保持经济长期的发展，人才至关重要。对于地处长三

角区域的宁波来说，想在上海、杭州、苏州、南京等临近核心城市的夹击之下突围，就必须拿出更具吸引力的条件吸引人才。通过构建“1+x”人才生态平台，依据本市产业特点错位竞争，宁波成功突围，近两年常住人口规模增长实现快速增长，2019年常住人口增量更是跃居全国第四位。

### (1) 人口增长：近三年“引人”显著加速，人口增量高居全国第四

受人才政策的利好影响，2016年后宁波的引人速度就呈现出明显加快的趋势。以更能反映出流动人口吸引力的常住人口机械增量指标来看，2017年至2019年间宁波的机械增量每年几乎都翻了一倍。截止2019年年末，宁波的常住人口机械增量已接近30万，成为浙江省内人口增长的又一极点。

图：2015年以来宁波市常住人口机械增量（单位：万人）



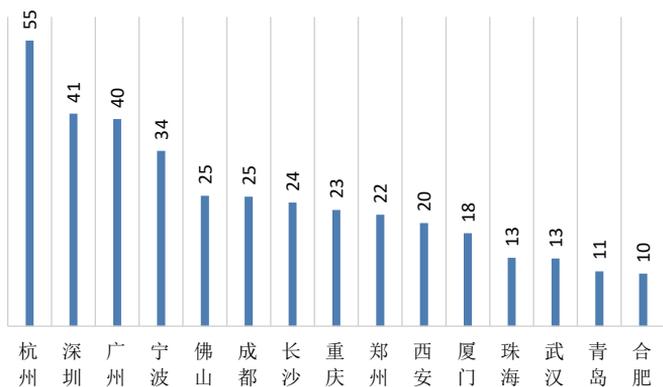
数据来源：宁波市统计局

即使和国内其他城市相比，宁波近年来的人口规模增长也十分突出。以2019年常住人口变动情况来看，宁波常住人口增量高达34万，



在国内主要城市中排在第四位，仅次于杭州、深圳和广州。值得注意的是，宁波的常住人口规模仅有852万，而处于同一量级的长沙、合肥等城市2019年的常住人口增量都远低于宁波。由此可见，宁波对流动人口吸引力明显增强。

图： 2019年主要城市常住人口增量（单位：万人）



数据来源：各城市2019年统计公报

**(2) 产业升级：“万千亿”吸引更多高端人才，制造业人才净流入率居全国第一（略）**

**(3) “留人”政策：大幅降低落户门槛，提升人才生态综合竞争力**

相比临近的杭州和南京，宁波的知名度略低一筹，高等教育资源也较为匮乏，无论是“引人”能力还是“育人”能力都相对较弱，人才资源较为稀缺。为了有效扩大人口规模，吸引人才到宁波安居就业，在新一轮“人才大战”中，宁波多次出台引人政策，在户籍保障、就业创业、安居补贴等多个方面为人才提供保障，解决人才后顾之忧。近两年来，宁波人才政策更是频繁发布，逐步将各类人才纳入，提升人才生态

综合竞争力。

以户籍政策来看，继2018年降低人才落户门槛后，2019年7月宁波又出台了《关于进一步放宽我市户口准入条件的通知》，两度放松人才落户门槛。新政中，将“先落户后就业范畴”扩大为毕业15年内的全日制普通高校、中等职业学校（含技校）毕业生，对于技能型人才将社保缴纳年限缩短至6个月，大幅放宽人才落户门槛；同时，考虑到老年父母随迁对跨省流动子女居留意愿的影响，取消了老年父母投靠落户限制，减轻人才落户宁波的压力。户籍政策放宽后实施效果明显，据宁波市官方数据，在实施新政后仅两个月的时间，就有1.2万人成功落户宁波，同比增长近两成。

表：近两年宁波出台主要人才政策一览

时间	政策名称	主要内容
2018年3月	宁波市市区户口迁移实施细则（试行）	大专及以上学历毕业生在宁波可先零门槛落户后再就业，取消住房和工作限制
2018年10月	关于加快推进开放揽才产业集聚的若干意见	推出人才生态建设30条举措，并制定完成引进顶尖人才、打造青年友好城、保障人才安居等系列实施办
2018年11月	宁波市人才安居实施办法	对毕业10年内的基础人才在宁波首次购买家庭唯一住房的，可享受购房总额2%、最高8万元的购房补贴
2019年7月	关于进一步放宽我市户口准入条件的通知	大幅放宽落户门槛，取消父母随迁限制，新增租房和投资创业落户
2019年12月	2020年宁波市高层次人才和高端创业创新团队引进“3315计划”公告	新设的“海鸥人才”计划，让短期来甬工作的高层次人才也能享受到相应的人才政策

资料来源：CRIC整理

## 2、佛山：广佛同城带来大量溢出口，现阶段重点在提高引人质量

除了核心城市之外，浙江和广东两省中人口规模增长最快的还有佛山，连续多年常住人口规模增长在20万以上，2019年常住人口规模已经突破810万，提前实现规划目标。初步分析来看，当地人口的快速增长主



要还是得益于广佛同城一体化的利好，增加的人口主要来自广州的溢出人口，实际到佛山就业的人口并不多，且多以中低层次的人才为主。为了加大一流人才的引入，满足城市发展需求，佛山现阶段人才政策的重点也是放在高层次人才的介绍上。

(1) 人口增长：受益广佛同城一体化利好，近年来人口增量跻身全国TOP10（略）

(2) 产业发展：打造制造业创新中心，引入更多一流人才（略）

(3) 政策重点：实施青年企业家培养计划，激活人才存量、做大高素质人才增量（略）

### 三、房地产走势回顾：需求支撑性佳，助力市场稳健运行

受益于良好的产业基础，在流动人口规模逐年下滑的大背景下，浙江和广东两省实现了常住人口的再集聚，相较其他省份，房地产市场需求也有较强的支撑。下文我们将以粤、浙两省中选出典型的人口再集聚城市进行研究（近三年常住人口累计增量多于前三年的城市）。如杭州、佛山、宁波2016-2019年常住人口累计增量较前三年均超40万人，人口再集聚趋势尤为突出。为进一步研究这些人口再集聚城市的房地产市场走向，下文将分别从成交规模、供求关系、成交结构、企业入驻、价格走势和板块格局方面着手，进一步剖析其房地产市场。

图：典型人口再集聚城市（单位：万人）



注：人口再集聚增量=2016-2019年常住人口累计增量-2013-2016年常住人口累计增量，下同。

数据来源：根据各城市统计公报整理

## 1、成交规模：成交规模持续高位，宁波2019年创历史新高（节选）

根据CRIC对这些城市商品住宅成交面积变化的相关数据来看，浙江和广东大部分城市2019年商品住宅交易量持续高位，2019年商品住宅成交建面同比2015-2018年均值大幅增长，典型如珠海、丽水、宁波等城市，增幅均在45%以上。究其原因，也是由于这些城市具有强有力的人口支撑，但个中原因不同，珠海是由于粤港澳大湾区规划的利好，而丽水和宁波则依托于较强的产业经济，城市人口集聚能力不断增强。尤其是宁波，在一二线整体大环境不佳的大背景下，2019年依然保持高速增长，商品住宅销售面积达1426万平方米，较2015-2018年均值增加44%，也创下历史新高。

值得一提的是，东莞住宅成交量虽然较前三年均值下跌了26%，



但主要是供应规模较前三年均值下降了40%所致，就年度供求比来看，2019年东莞商品住宅去化速度较前三年快了33%。

图：浙江、广东典型人口再集聚城市商品住宅成交量变化情况

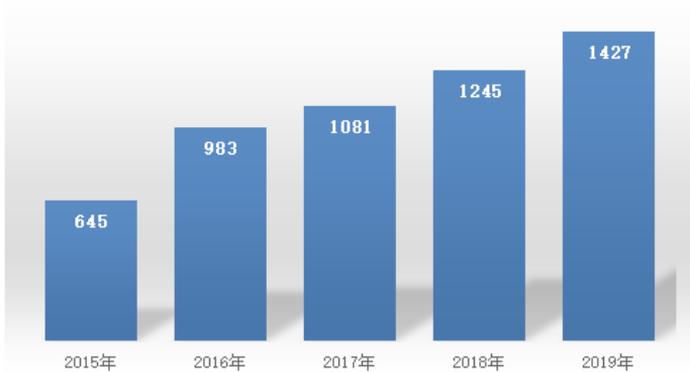


数据来源：CRIC

以成交规模居首的宁波为例，尽管其在2017年、2018年多次出台调控政策收紧楼市，但由于近几年来当地外来人口规模快速增长，带来大量新增住房需求；另一方面，当地的落户门槛不断降低，且有相关人才购房补贴政策，新增住房需求也因此能较大比例的转化为购房需求。

在上述因素的利好下，宁波的住宅市场容量增长趋势也得以一直保持。自2015年以来，宁波的商品住宅成交规模连续四年上升，至2019年末，全市的商品住宅成交规模已达到1426万平方米，首次超过杭州，成为省内住宅成交规模之首。

图：2015年以来宁波商品住宅成交规模（单位：万平方米）



数据来源：CRIC

2、供求关系：得益于充沛需求支撑，杭州、宁波去化周期均在6月左右（略）

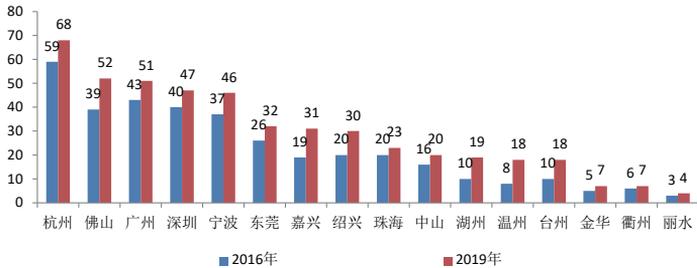
3、成交结构：刚需、首改占比持续走高，宁波、佛山90-110平方米产品更畅销（略）

4、企业入驻：百强房企热衷进驻，佛山3年增加13家

由于人口再集聚城市多是产业经济较发达的一二线城市，购买力水平高、购房需求也较充沛，房地产市场支撑性较高，因此吸引了大量的百强房企入驻。总的来看，二线和环一线的三四线城市更受房企青睐，不仅百强房企入驻数量居于前列，并且新进入该城市的百强房企数量也较突出，以受益广佛一体化的佛山为例，2016年入驻百强仅有39家，2019年就增至52家（在典型人口再集聚城市中仅次于杭州），增加了13家之多，是房企扩张最快的城市。



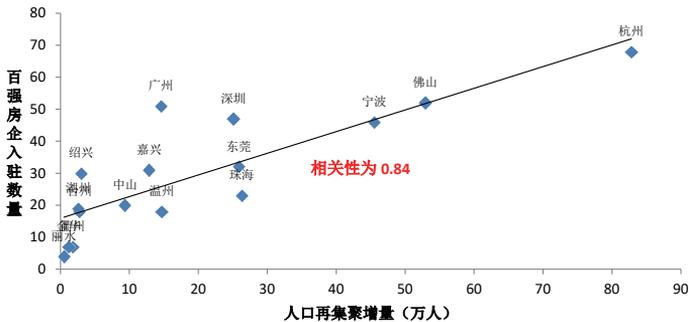
图：典型人口再集聚城市百强房企入驻个数



资料来源：CRIC整理

房企之所以在这些城市加速布局，也是基于人口快速增长下的需求增长前景。通过对这些人口再集聚城市的百强房企入驻数据和人口新增集聚量进行相关分析，结果发现：这些城市2019年百强房企入驻数量和人口在集聚增量的相关性高达0.84。究其原因，主要是由于人口再集聚城市在产业、经济、购买力等方面都极具优势，购买力和需求均有较好的保障，长远来看房地产市场尚有较大潜能，因此房企热衷于进驻这类城市，土地市场关注度也比较高。

图：典型人口再集聚城市百强房企入驻数量和人口再集聚增量相关分析



资料来源：CRIC整理

5、价格走势：前期房价波动强于市场大势，相关调控亦更为全面（略）

6、板块格局：新城板块快速崛起，宁波北仑、佛山南海房价涨幅比肩市中心（略）

## 四、房地产市场展望：成交规模长期无虞，中大户型更具潜力

通过上文的分析和梳理，可以发现人口再集聚城市大多经济产业基础好、购买力也相对较强，再加上人才和户籍政策逐步宽松化，人口增速较快，尤其是杭州、深圳等城市对高素质人才吸引力明显优于其他城市，房地产市场受益显著。基于目前的这些变化，对于这些城市房地产市场的未来发展，我们将分别从成交规模、板块价值、供求关系、需求转化、需求结构等五个方面作出前瞻性预判。

### 1、需求规模：人口增速加快注入更多需求“新血”，楼市长期发展无虞

受益于良好的产业经济基础，加之人才新政的刺激，浙江、广东大部分城市人口增速在全国名列前茅。2019年，杭州、深圳、广州、宁波4城常住人口增量均超30万，稳居全国常住人口增量前4位，佛山、珠海等城市表现也不错，常住人口增量均在10万人以上。大量的人口增加，尤其是在杭州、宁波等市，随着年轻高学历人口纷纷落户，这类人群很快面临着结婚安家，一方面本身的收入水平相对较高，另一方面家庭对于其购房也给予较好的经济支持，这无疑对城市的“刚需”市场构成强大的支撑，需求转化率也会大大提升，总的来看楼市长期发展无虞。



以杭州为例，互联网经济十分发达，就业机会、工资水平表现较佳，人口集聚能力表现突出，2019年常住人口增量高达55.4万人，在全国居于首位，2019年商品住宅总量高达1320万平方米，去化周期仅有6个月，去化明显好于其余城市。基于其良好的人口吸纳能力、购房需求上自然无需担忧，加之杭州经济增长势头良好，购买力有进一步提升的潜力，楼市长期规模可以保证。

**2、板块价值：人口涌入下三四线城市板块格局快速变化，打造产品更需精准定位（略）**

**3、供求关系：规划兑现时间差不可避免，部分板块将面临短期“空城”阵痛（略）**

**4、需求转化：落户标准全面放宽下，刚需推迟入市但需求不会消失（略）**

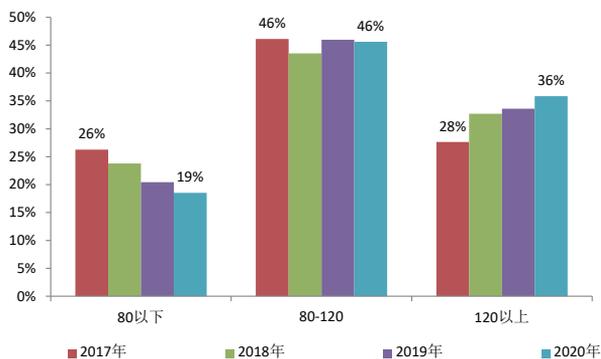
**5、需求结构：中产阶层增长空间大，中大户型发展前景更值得看好**

受益于良好的产业经济，人口再集聚城市居民收入水平提升较快。2017年以来浙江、广州人均可支配收入增速均保持在8%以上，其中深圳、杭州、宁波、温州等城市的全市居民收入水平都超过了5万元，居民收入水平位居全国前列。加之本地民营经济活跃，当地民富基础深厚。根据胡润发布的《2019胡润财富报告》，广东的中产家庭数量在全国范围内仅次于北京，浙江的中产家庭数量也高达433万，远超下一位江苏。就各个城市来看，除深圳、广州和杭州等中心城市外，宁波和佛山的中产家庭数量也均在30万以上，当地居民购买力明显要强于大多数城市。

此外，随着高素质人才的大量涌入，中产阶层的增量空间巨大，尤其在当前二胎全面放开以及限购、限售政策依旧偏紧的当下，中大户型

产品更值得关注。以高素质人口导入较多的杭州为例，2017年120平方米以上的中大户型套数占比仅占28%，到了2020年这一比重已经升至36%，并且从2017-2020年之间呈现逐年递增之势；与此同时，80平方米以下的小户型套数占比由26%降至19%，可看出，这类人才引进较多的城市，来自中产阶层的需求成长性更好，中大户型产品也更畅销。

图：2017-2020年杭州主要面积段成交占比（单位：套数，平方米）



注：2020年成交数据截止4月26日。

数据来源：CRIC

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。



## 「 目录 导览 」

### 一、综述：近年广东、浙江人口再集聚，刚需增长下楼市同步受益

- 1、人口规模：浙江、广东近年人口增速回升，明显快于其他沿海省份
- 2、人才发展：高端人才、技能人才兼容并蓄，打造一流人才生态
- 3、经济发展：产业发展升级换代，加强高端人才吸引力（略）
- 4、购房需求：人口规模及购买力双重利好，保障楼市需求长期稳定

### 二、典型城市：宁波诠释千方百计“留人”，佛山重点关注中高端人才

#### 1、宁波：家有梧桐树,也要主动请凤栖

(1) 人口增长：近三年“引人”显著加速，人口增量高居全国第四

(2) 产业升级：“万千亿”吸引更多高端人才，制造业人才净流入率高居全国第一

(3) “留人”政策：大幅降低落户门槛，提升人才生态综合竞争力

#### 2、佛山：广佛同城带来大量溢出人口，现阶段重点在提高引人质量

(1) 人口增长：受益广佛同城一体化利好，近年来人口增量跻身全国TOP10

(2) 产业发展：打造制造业创新中心，引入更多一流人才

(3) 政策重点：实施青年企业家培养计划，激活人才存量、做大高素质人才增量

### 三、房地产走势回顾：需求支撑性佳，助力市场稳健运行

- 1、成交规模：成交规模持续高位，宁波2019年创历史新高
- 2、供求关系：得益于充沛需求支撑，杭州、宁波去化周期均在6月左右
- 3、成交结构：刚需、首改占比持续走高，宁波、佛山90-110平方米产品更畅销
- 4、企业入驻：百强房企热衷进驻，佛山3年增加13家
- 5、价格走势：前期房价波动强于市场大势，相关调控亦更为全面
- 6、板块格局：新城板块快速崛起，宁波北仑、佛山南海房价涨幅比肩市中心

### 四、房地产市场展望：成交规模长期无虞，中大户型更具潜力

- 1、需求规模：人口增速加快注入更多需求“新血”，楼市长期发展无虞
- 2、板块价值：人口涌入下三四线城市板块格局快速变化，打造产品更需精准定位
- 3、供求关系：规划兑现时间差不可避免，部分板块将面临短期“空城”阵痛
- 4、需求转化：落户标准全面放宽下，刚需推迟入市但需求不会消失
- 5、需求结构：中产阶层增长空间大，中大户型发展前景更值得看好



# 「房地产在人口流出大省的六大发展 展新机遇——以安徽为例」

研究员 / 马千里、邱娟、周奇

近年来，中西部省份承接了大量东部沿海的产业转移，并且随着一代农民工的老去，为中西部城市带来了更多人口回流。回流的人口为这些省份的房地产市场带来了新的置业需求，即使在市场整体表现一般的2019年，不少城市也有着不错的表现。而2020年初新冠疫情的爆发，同样在一定程度上增加了这些城市吸纳回流人口的可能性。种种积极因素的出现，使得我们有必要对人口流出大省的房地产发展前景重做审视：在其中，哪类城市的房地产市场表现有望持续向好，又有哪些城市只是昙花一现，值得警惕？

## 一、全国综述：产业转移推动人口回流，为中西部带来更多置业需求

得益于东部地区的产业转移，中西部地区经济发现追赶之势显现，流动人口也呈现回流迹象。同时，由于东部地区房价居高不下，购买能力不足，更多的购房者或将踏上返乡置业的征途，尤其是在疫情影响之下，外出务工人员春节后返程受限，加之应对经济恢复，各省市推行新政促复工复产，中西部的人口流出大省或将迎来返乡置业的良好契机。

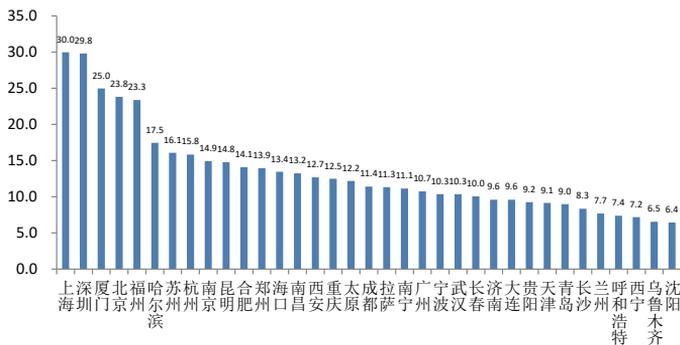
- 1、产业经济：产业转移推进，促进中西部省份经济较快增长（略）
- 2、人口回流：全国流动人口逐年下降，中西部省内流动占比显著提升（略）
- 3、人口规模：基数庞大叠加高生育意愿，中西部省市人口增长不应小觑（略）
- 4、城镇化发展：中西部城镇化率提升空间更大，近年来城镇人口快速增长（略）
- 5、购房需求：高房价门槛下，更多购房者选择落叶归根（节选）

通过对35个一二线城市购房的难易程度进行衡量，结果发现：上海、深圳和厦门三个城市房价收入比均超25年，远高于6-8年的合理水平，购房难度十分之大；其次，房价收入比处于15-25之间、购房难度处于第二梯队的北京、福州、哈尔滨、苏州、杭州5个城市，也均是东部地区的中心城市，除哈尔滨外，其余城市住房均价均在2万元/平方米以上，购房难度也处于较高水平，大部分流动人口无力负担。东部中心城市房价高企，大部分流动人口无力负担。

相比之下，中西部中心地区的房价收入比相对较低，典型如西北中心城市乌鲁木齐、西宁、呼和浩特、兰州等城市房价收入比均在8年以下，处于6-8年的合理区间之间。此外，即使是处于中部的郑州、武汉、西安、合肥等中心城市，房价收入比均在15以下，明显低于东部的发达城市，加之近些年这些城市经济表现相对较好，叠加人才新政的利好，人口吸引力有了很大程度的提升，在房地产方面可能存在机会点。



图：35个典型一二线城市房价收入比

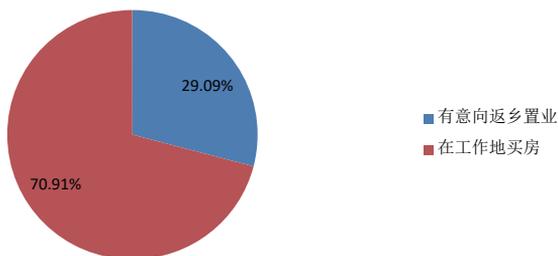


数据来源：CRIC整理

三成购房者有意向返乡置业，家乡省会因此受益。基于CRIC研究中心返乡置业意愿调查研究，结果发现：近三成购房者有意返乡置业。在人口流出大省中，福建返乡置业意愿最高，高达40%，这与福建的宗族观念较强有极大关联，其次是四川、安徽、广东、湖南、河南等省份，返乡置业比重均在30%以上，相比之下，浙江、江苏、河北等东部省份相对较小。总的来看，中西部省份返乡置业意愿强于东部省份。

返乡置业的目標城市，则以省会城市为主，主要是由于省会城市相较其他三四线城市，在就业岗位、收入水平等方面表现较优，加之医疗、教育等配套相对完善，尤其是经济整体欠发达的中西部省份，省会受益最明显。

图：35个典型一二线城市房价收入比



数据来源：研究中心调研数据

### 6、复工就业：3月末仍有近半跨省迁徙人口留在家乡，2020年本地就业有望进一步增长（节选）

受新冠肺炎疫情的影响，人口的流动受到极大的影响，2020年春节后全国总体迁徙量仅为2019年同期的38%，呈大幅下滑趋势。本应在春节后流出的人口被迫滞留家乡，这些现在湖北、贵州、广西、江西等中西部劳务输出大省尤为显著。为了加快复产复工进度，许多省市密集发布促复工政策，尤其是劳务输出大省安徽，表现更为积极，各城市均在积极引导流动人口本地复工。

即使时间到了3月末，仍有近四成跨省迁徙人口留在家乡。尤其是湖北省，受疫情管控的影响，依然有高达92%的流动人口依旧留在家乡。其次是贵州，45%的流动人口尚未返工；此外，广西、江西、安徽和河南等人口流出大省均有超三成流动人口留在本地，湖南、四川比重稍小，分别为26%和12%。



图：人口流出大省中，仍在家乡的跨省迁徙人口占比



数据来源：根据百度迁徙数据整理

## 二、以安徽为例：合肥吸引大部分回流人口，滁州、蚌埠发展机遇亦可期

近年来，随着经济社会的快速发展，人口外流大省之一的安徽迎来了明显的人口回流迹象，从2013年到2019年已经连续六年人口回流。在2019年，安徽被纳入长三角一体化发展规划，各城市也迎来了新的机遇。接下来，我们将结合产业、人口流动、城镇化、返乡置业、留乡置业以及当前的房地产市场规模等多方面指标来重新审视安徽各城市的发展机遇。

1、产业转移：紧抓长三角一体化机遇，滁州、宣城承接产业转入初见成效（略）

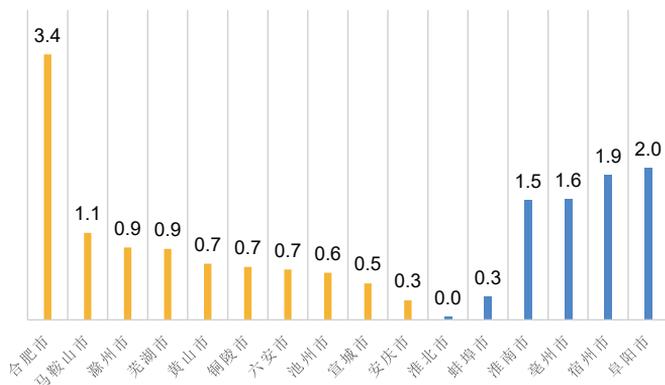
2、人口迁徙：马鞍山、滁州人口回流迹象明显，但多数城市人口外流仍未明显改观

长久以来，由于经济发展和江浙沪之间的差距较大，安徽省内外出务工人员一直保持在较高规模，省内各城市中仅有合肥、淮北和马鞍

山是人口净流入的城市，其余城市均处于人口净流出的状态，如宣城在2010年~2016年间户籍外流人口均在20万以上。不过，近些年来安徽省各城市积极承接产业转移，也吸引了部分外出人口回乡就业，2013年起安徽省就出现了人口回流的迹象，至2018年已连续六年持续回流。

各城市方面。近几年来合肥的综合实力明显增强，其对人才的吸引力正在提升，2019年常住人口机械增长量超过3万人，位居全省首位。其他城市中，除皖北六市外，其余三四线城市在2019年均有人口回流的迹象；其中，马鞍山表现最为突出，2019年常住人口机械增量超过1万人，位居十五个城市首位；2019年经济大幅跨步的滁州表现也比较突出，2019年常住人口净流入量也接近1万人，排在第二位。

图：2019年安徽各城市常住人口机械增长量（单位：万人）



注：黄色为正值，蓝色为负值

数据来源：安徽省统计局

就长期趋势来看，随着省际交流的加深，安徽省内大部分城市均表现出了“人口流动双向加速”的现象，即虽然外来人口增加但外流人口规模也在增加。这也意味着大部分城市的人口外流现象并没有得到明显



改善。值得注意的是，安庆、芜湖、六安和亳州四个城市却出现了人口流动双向收缩的现象。虽然外出人口规模在减少，但本地的外来人口规模的减少则表明当地对外来人口的吸引力在减弱，这对当地房地产市场长期发展是不利的。

合肥虽然也出现了“人口流动双向收缩”的现象，但主要是由于近年合肥大力吸引人才落户，降低了落户门槛，流动人口获得户籍的速度加快，因此导致外来人口规模有所减少，近年来人口增长较快的西安等二线城市均有此现象。

**表：各城市2018年外出人口和本地流动人口规模较2015年变动情况（万人）**

城市	外出人口增减	外来人口增减
安庆市	-73.8	-66.2
宿州市	42.7	49.6
马鞍山市	17.6	24.5
宣城市	10.2	16.8
淮北市	8.5	14.7
芜湖市	-9.7	-4.4
滁州市	4.0	9.1
铜陵市	0.8	4.1
池州市	-0.5	2.7
蚌埠市	6.8	9.2
黄山市	-0.7	1.7
阜阳市	32.2	34.6
六安市	-22.2	-20.6
淮南市	44.9	44.5
亳州市	-34.0	-36.9
合肥市	-39.2	-49.7
安徽省	8.1	54.3

数据来源：安徽省2019年统计年鉴

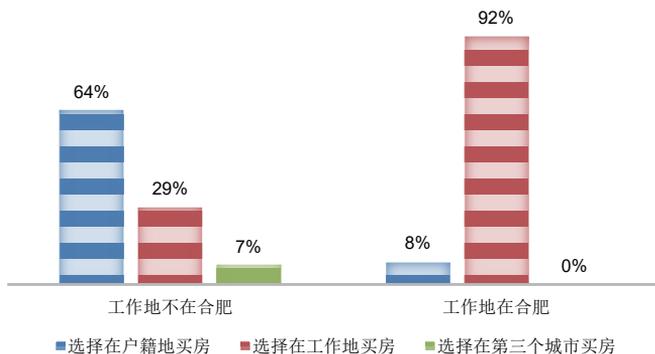
### 3、城镇人口：蚌埠城镇化率快速增长，城镇人口增速超过省会合肥（略）

### 4、返乡置业：“返省不返乡”，七成购房者希望在合肥置业（节选）

再进一步来看省内跨城就业的安徽人的置业需求。对于工作地点不在合肥的人群，有6成以上都选择在户籍地买房，仅有不到三成的比例选择在当前工作的城市买房；而在合肥工作的省内流动人口中，9成以上都愿意在合肥购房，仅有8%选择回到家乡置业。由此可见，合肥对于省内人口的吸引力明显要强于省内其他城市。

无论是省外回乡置业，还是省内跨城置业，合肥都是安徽人跨城置业的首选，聚集了8成左右的安徽省跨城购房需求。其余城市中，外出人口规模较大的阜阳以及省内第二大城市芜湖的比例相对较高，但也分别仅为5%和3%，难敌合肥的优势。

图：在省内异地工作的安徽人购房目的城市分布（单位：%）



数据来源：CRIC调研

### 5、留乡就业：多举措支持省内转移就业，宣城表现更为积极（略）

### 6、房地产市场：淮南、淮北投资增速过快，2020年需警惕库存积压风险（略）



7、小结：人口增长与产业发展优势并存，中小城市中滁州发展前景值得期待（略）

### 三、总结：特殊时期下流动人口留乡就业加速，置业需求亦由此受益

通过上文对人口流出大省的经济、产业发展、人口规模变动尤其是回流趋势、城镇化增量空间、返乡置业需求以及面对疫情出台的“留人”举措进行系统分析，我们对人口流出大省未来房地产市场的发展有了更为清晰的认知。

在东部产业转移的利好之下，中西部人口输出大省的产业水平有了明显改善，购房需求和购买力水平也随之提升，同时中西部省份也处于城镇化的快速提升期，这样势必也会增加部分购房群体。此外，疫情管控下四成人暂未离乡，也进一步催生留乡置业需求。当然大部分三四线城市产业承接优势不足，经济发展动能滞缓，依然面临严重的人口外流。至于城市未来的发展前景，总体上还是以二线省会城市为主，长沙、成都、郑州、武汉在各指标上表现均较优，市场前景整体优于合肥、贵阳、南昌、南宁；此外，三四线中的滁州、株洲等城市在省会辐射带动下，近年来经济发展指标表现较佳，人口回流趋势渐显，可适当考虑。

#### 1、省会城市赢得承接产业转移先机，对省内三四线人口虹吸效应进一步增强

长久以来，中西部省份由于经济相对落后，人口外流十分严重，而近些年在东部地区产业结构调整 and 升级的利好之后，产业升级效果逐渐

显现，部分中西部城市已经出现了人口回流，加之在疫情影响之下，更多的人在思考要不要离开家乡，有数据显示即使到了3月末，仍有近四成人口跨省迁徙人口依然留在家乡，购房需求潜在一定的上升空间。当然，这种利好并非全部覆盖，部分城市由于承接东部地区产业转移的能力和优势不足，无法提供足够的就业机会，人口外流还在不断加剧。就此来看，人口输出大省房地产市场依旧机会与风险并存。

### (1) 机会点：产业转移推动、城镇化率更快提升、留乡置业

就机会点来看，主要体现在产业转移的推动、城镇化率的快速上升以及疫情影响下留乡置业机会的增多等方面：

第一，承接产业转移提升本地产业水平，购房需求和购买力有一定程度提升。东部地区产业结构调整 and 升级的利好之下，劳务中西部地区尤其是劳务输出大省迎来了春天，承接了大量的产业转移，此举既提升了本地产业水平，又增加了劳动力岗位的数量，增加外流人口返乡的可能性；另一方面，产业的升级也在一定程度上提升当地居民的收入水平，提升了购房能力。以承接产业转移较突出的滁州为例，2019年常住人口达414.7万，较2018年增加3.3万人，其中自然增加了2.4万人，人口机械迁入量0.9万人，人口回流已经显现。同时，滁州全市规上工业增加值同比增长11.6%，高于全省4.3个百分点，居安徽全省第1位，2019年其全市房地产销售面积达1076万平方米，这对于一个仅有400余万人口的城市来说表现尤为突出。

第二，城镇化处于快速上升期，豫、川、皖城镇人口增量仅次于粤、鲁、冀。相较于东部地区，中西部人口流出大省城镇化率处于相对较低水平，多处于47%-59.1%之间，根据城镇化发展的“S”型轨迹经验模型，这些区域还处于城镇化的加速期，城镇人口还有较大的增长空



间。以城镇化率处于低位，但增速突出（近3年城镇化增量均超5个百分点）的贵州、湖南为例，城镇人口增量分别为228万、413万人，在31个省、自治区、直辖市中分别排13、6位，增量高于大部分东部地区省市；此外，人口基数突出的河南、四川、安徽等表现更为突出，近3年城镇人口增量均超350万人，仅次于广东、山东和河北三个东部省份。

第三，疫情管控下四成人暂未离乡，进一步催生留乡置业需求。疫情管控之下，无论是主动还是被动，有近四成的流动人口放缓了返城步伐。有些人可能是受工作暂未恢复等因素影响，短期暂留家乡，难得的“长假”也催生了部分购房需求；有些人也可能经过此番疫情，发现了家乡的闪光点，譬如经济、就业机会、配套等都有了改善，加之家乡出台的种种“留人”政策，综合权衡之下，考虑长期留在家乡发展，这些人的留下势必在一定程度上提升房地产市场需求。

**(2) 风险点：部分城市对流动人口回迁吸引力不足，产业转移或面临短期放缓（略）**

## **2、城市综合预判：人口回流显著的长沙、成都未来可期，滁州、株洲优势也较为突出**

为了对中西部人口流出大省各城市房地产市场发展趋势做出更为客观的评价，结合2020年疫情背景下的特殊情况，加入了与复工相关的指标，最终形成一个包含经济基本面、人口基数、潜在需求量和购买力四个方面8个指标的一个相对完备的评价体系，进而选出更值得关注的城市。由于二线城市与三四线城市在人口、经济规模上差异较大，我们将这些城市分能级进行预判。

### (1) 二线城市：新冠疫情促流动人口加速向省会集聚，置业需求有望加速增长

中西部人口流出大省的二线城市均为各省省会城市，均为各省的经济中心，在承接东部地区产业转移方面具有先导优势，除南宁外，2019年经济增速均在7.4%以上，同时这些城市在就业、配套等方面表现均较为突出，尤其是成都，2019年求职竞争指数高达35.3，与东部一二线城市相差无异。

此外，这些城市房价水平相较东部一二线城市偏低，房价收入比多在12年以下，尤其是长沙，房价收入比仅有8.3，购房负担较轻，这些城市凭借这些优势条件，近些年均已经显现出人口回流迹象，尤其是长沙，2018年人口机械迁入量18万人，占当年常住人口比重为2.2%。这无疑对于当时房地产市场形成较大利好，根据返乡置业调研数据，有三、四成的流动人口有返乡置业的打算，而省会城市，则他们的首选目标城市。

新冠疫情爆发之后，这些城市或多或少的出台了促进复工政策，且力度明显高于周边三四线城市，流动人口省内像省会聚集的速度会进一步加快，置业需求也有望快速增长。



表：人口流出大省二线城市房地产市场需求综合评价

城市	经济基本面		人口基数		潜在需求			购买力	关注点
	GDP (亿元)	GDP 增速	城镇化率	常住人口 (万人)	机械迁入 (万人)	求职竞争指数	返乡置业意愿		
长沙	11574	8.1%	79.1%	815	18.03	25.3	34%	8.3	GDP增速快，房价水平低、购买力强，人口回流显著
成都	17013	7.8%	73.1%	1633	23.30	35.3	38%	11.4	人口规模大，潜在回流量大，返乡置业意愿较强
郑州	10143	8.1%	73.4%	1014	18.50	24.6	33%	13.9	GDP增速快，对周边三四线城市虹吸效应显著
武汉	17157	7.8%	80.3%	1108	11.66	21.6	42%	10.3	经济总量大、基本面好，返乡置业显著，房价水平较低
合肥	9409	7.6%	75.0%	809	5.09	15.7	36%	14.1	房价水平高，人口吸引力不足
贵阳	4040	7.4%	75.4%	488	3.82	30.3	22%	9.2	房价水平相对较低，但返乡置业意愿低
南昌	5596	8.0%	74.2%	555	4.44	15.6	17%	13.2	返乡置业意愿低，购买力不足
南宁	4507	5.0%	62.4%	725	3.19	12.3	40%	11.1	返乡置业意愿较高，但人口吸纳能力不强

数据来源：CRIC整理

## 2、三四线城市：人口外流致部分城市需求受限，滁州、株洲提升空间更可期（略）

(1) 人口持续流出、本地产业发展缓慢，阜阳、周口等市难抓发展新机遇（略）

(2) 积极促进流动人口留乡置业，滁州、株洲需求规模有望进一步加大（略）

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。

### 「 目录 导览 」

#### 一、全国综述：产业转移推动人口回流，为中西部带来更多置业需求

- 1、产业经济：产业转移推进，促进中西部省份经济较快增长（略）
- 2、人口回流：全国流动人口逐年下降，中西部省内流动占比显著提升
- 3、人口规模：基数庞大叠加高生育意愿，中西部省市人口增长不应小觑
- 4、城镇化发展：中西部城镇化率提升空间更大，近年来城镇人口快速增长
- 5、购房需求：高房价门槛下，更多购房者选择落叶归根
- 6、复工就业：3月末仍有近半跨省迁徙人口留在家乡，2020年本地就业有望进一步增长

#### 二、以安徽为例：合肥吸引大部分回流人口，滁州、蚌埠发展机遇亦可期

- 1、产业转移：紧抓长三角一体化机遇，滁州、宣城承接产业转入初见成效
- 2、人口迁徙：马鞍山、滁州人口回流迹象明显，但多数城市人口外流仍未明显改观
- 3、城镇人口：蚌埠城镇化率快速增长，城镇人口增速超过省会合肥
- 4、返乡置业：“返省不返乡”，七成购房者希望在合肥置业
- 5、留乡就业：多举措支持省内转移就业，宣城表现更为积极



6、房地产市场：淮南、淮北投资增速过快，2020年需警惕库存积压风险

7、小结：人口增长与产业发展优势并存，中小城市中滁州发展前景值得期待

### 三、总结：特殊时期下流动人口留乡就业加速，置业需求亦由此受益

1、省会城市赢得承接产业转移先机，对省内三四线人口虹吸效应进一步增强

(1) 机会点：产业转移推动、城镇化率更快提升、留乡置业

(2) 风险点：部分城市对流动人口回迁吸引力不足，产业转移或面临短期放缓（略）

2、城市综合预判：人口回流显著的长沙、成都未来可期，滁州、株洲优势也较为突出

(1) 二线城市：新冠疫情促流动人口加速向省会集聚，置业需求有望加速增长

(2) 三四线城市：人口外流致部分城市需求受限，滁州、株洲提升空间更可期

# 「六市新政成功“闯关”，为何唯独湖南？」

研究员 / 杨科伟、俞倩倩、姚郑康、李诗昀

2020年新年伊始，以武汉为中心爆发了多年不遇的新冠肺炎疫情，短期内伴随着返乡置业的人群席卷全国，现阶段国内疫情基本被控制，但国外疫情集中爆发，防范境外输入风险形势依旧严峻。湖南毗邻湖北省，同属疫情重灾区，产业经济尤其是房地产市场首当其冲，楼市近乎陷入停摆、土地延拍停拍、项目停工停建、房企资金链面临巨大考验。

疫情对湖南省房地产市场造成多大负面影响？哪些城市在疫后率先复苏？中长期来看，湖南片区各城市又有怎样的发展空间？

## 一、市场下行遭遇疫情雪上加霜，湖南六市相继成功“闯关”楼市激励新政

新冠肺炎疫情于2020年春节前后在全国范围内大规模爆发，湖南所在的中部地区是本次疫情的“震中”，面临巨大防控压力。疫情导致短期内社会经济活动骤然降温，也让楼市按下“暂停键”。在此背景下，湖南省内衡阳、岳阳等六市相继出台针对楼市的扶植性政策，益阳等三市更是不惜祭出购房补贴“大招”，以期刺激需求、提振楼市。我们认为，湖南各地政府急于出手“救市”，其原因无外乎两点：湖南楼市承压日久、疫情让楼市雪上加霜。



## 1、与湖北毗邻的湖南首当其冲，复工复产后六市出台楼市扶持政策

2020年伊始，新冠肺炎疫情在武汉暴发，十几天时间内迅速蔓延至全国。当前，疫情仍在全球范围内肆虐，据世界卫生组织统计，截至4月7日，疫情易造成全球累计128.3万人感染，7.3万人死亡。尽管国内疫情防控形势持续好转，但境外疫情输入风险和压力仍然不容忽视。

对于国内而言，中部地区是本次疫情的“震中”，面临巨大防控压力，湖南省内岳阳、长沙、娄底等城市新冠肺炎发病率在十万分之二左右，显著高于国内其他省市。疫情导致短期内社会经济活动骤然降温，也让楼市按下“暂停键”，湖南省房协2月初发文号召湖南房地产开发企业应暂时停止售楼处销售活动、房产中介机构暂停门店营业。2月，衡阳、益阳等多地罕见地出现新房供应挂零，成交量也一度跌破历史低位。

在此背景下，湖南省内衡阳、岳阳等六市相继出台针对楼市的扶植性政策，其中，湘潭、岳阳、的政策着力点在于扶持房企，缓解企业资金压力，主要政策涵盖是缓缴土地出让金、降低预售取证标准等多方面。衡阳、怀化、益阳等三市更是祭出购房补贴“大招”，以期刺激需求、提振楼市。最晚出台新政的资兴市可谓集大成者，十二条措施涵盖纾困企业和刺激购房需求。

表：疫情发生以来湖南六个地级市和一个省管县级市出台的稳楼市政策概览

城市	供应端					需求端		其他	利好程度
	分缴/缓缴土地出让金	放宽预售	减(缓)税降费	信贷支持	容缺办理手续	购房补贴	人才引进		
衡阳	√				√	√	√	√	高
怀化			√		√	√	√		高
湘潭		√	√	√					中
益阳	√	√	√	√	√	√		√	高
岳阳	√	√	√	√					中

资兴 (县级市)	√	√	√	√	√	√		高
郴州	√	√	√	√	√	√		高

资料整理：CRIC

**表：疫情发生以来湖南六个地级市和一个省管县级市出台购房激励政策**

日期	城市	政策名称	核心内容
2月18日	衡阳	关于促进房地产市场平稳健康发展的若干政策	在实行购房补贴方面，对购买新建商品房和存量住房，签订网签协议并缴纳契税，所缴契税税率为1%的，由市财政按所交契税对购房人予以全额补贴；所缴契税税率为1.5%的，由市财政按所交契税的2/3对购房人予以补贴；所缴契税税率为2%以上（含2%）的，由市财政按所交契税的50%对购房人予以补贴。扩大人才购房补贴对象范围，非“双一流”大学全日制本科生一次性购房补贴5万元。
3月6日	怀化	怀化市应对新冠肺炎疫情推动房地产市场健康有序发展10条措施	从2020年2月1日起至2020年6月30日止，在怀化市中心城区购买新建商品房和存量住房，签订网签协议并缴纳契税，所缴契税税率为1%的，由市财政按所交契税对购房人予以全额补贴；所缴契税税率为1.5%的，由市财政按所交契税的2/3对购房人予以补贴；所缴契税税率为2%以上（含2%）的，由市财政按所交契税的50%对购房人予以补贴。疫情期间，对纳入我市人才引进计划的对象，在怀化市中心城区购房时在享受我市已出台人才优惠政策的基础上再给予一次性购房补贴3~5万元，由市财政对购买人予以补贴。
3月13日	湘潭	关于应对新冠肺炎疫情促进房地产市场平稳健康发展的若干措施	疫情防控期间，对资信等级优良的开发企业，可适当调整预售许可形象进度标准，但最低形象进度不低于正负零；商品房预售资金监管部门可依据企业申请，适度提高预售资金拨付比例；探索推行银行保函抵顶一定比例的商品房预售监管资金，有效化解开发企业资金压力。
3月24日	益阳	关于促进市中心城区房地产市场平稳健康发展的政策措施	对个人购买市中心城区144平方米以下的新建商品住房的，按缴纳不动产契税的50%对购房人给予补助，房屋销售合同网签、网签合同备案、契税交纳三个时间均须在政策有效期内方可补助。



3月3日	岳阳	岳阳市有效应对新冠肺炎疫情促进中心城区房地产市场平稳健康发展的十条措施	暂停办理市中心城区定向限价商品住房新项目立项审批和开发建设。暂停市中心城区商品住房价格管制，实行备案制度。 对房地产开发企业已办理了用地不动产登记且领取了建设工程规划许可证、施工许可证，投入开发建设的资金达到工程建设总投资的25%以上，且多层建筑工程进度达到设计形象进度的三分之一及以上、高层建筑工程进度达到设计形象进度的四分之一及以上的楼栋，可办理《商品房预售许可证》。鼓励合理住房消费方面，《措施》提出，给予契税补贴，2020年4月1日至12月31日期间在资兴市中心城区（唐鲤东城区范围）购买新建商品房住宅（以网签备案时间为准）且已缴清契税的，按契税50%给予补贴。 2020年4月1日至12月31日期间，对本市户籍农民进城购房、外地在资创新创业并注册或在资公司工作两年以上的人才购房以及来资工作的大学生、中级以上职称专业技术人才购房，年内在我市中心城区购买70-144㎡首套新建商品房住宅的，一次性给予1万元/户购房安家补贴。 产权户选择货币化安置且在我市中心城区购房的按照2万元/户进行货币安置奖励；
4月16日	资兴市 (郴州市代管省辖县级市)	资兴市支持促进房地产健康稳定发展若干措施	对购买商品房、门面房、办公用房的，按缴纳契税额50%对购房人予以奖励，初次购买新建商品房项目地下车位并缴纳契税的，按每个车位1000元的标准给予纳税人奖励。延期缴纳税款、分步收取报建费用、容缺办理“三通一平”分期缴纳土地出让价款阶段性放宽预售申请条件、顺延项目工期和交付期限加大信贷支持力度，加大公积金贷款支持力度。
4月30日	郴州	《关于应对新型冠状病毒感染的肺炎促进房地产业可持续发展的实施意见》	对购买商品房、门面房、办公用房的，按缴纳契税额50%对购房人予以奖励，初次购买新建商品房项目地下车位并缴纳契税的，按每个车位1000元的标准给予纳税人奖励。延期缴纳税款、分步收取报建费用、容缺办理“三通一平”分期缴纳土地出让价款阶段性放宽预售申请条件、顺延项目工期和交付期限加大信贷支持力度，加大公积金贷款支持力度。

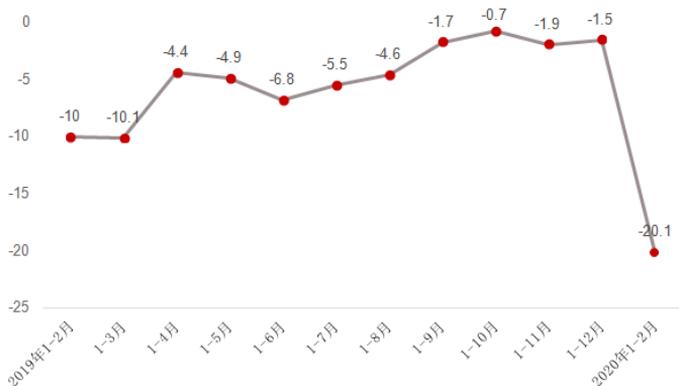
资料整理：CRIC

### 2、市场下行压力、疫情负面影响是近期湖南楼市政策暖风频吹的主要原因

湖南六市前赴后继出台政策维稳楼市，尤其是衡阳等三市汲汲于提供购房补贴以期刺激需求，究其原因有二，第一，湖南楼市承压日久，市场本就处于下行期；第二，新冠肺炎疫情的爆发进一步加剧市场压力。具体来说：

2019年湖南楼市整体持续低迷，全年商品房销售面积同比下滑1.5%，为5年来首次负增长。尽管去年三四月小阳春和金九银十皆对销售有一定提振作用，但四季度以后楼市再度转冷，成交量呈现筑底波动。

图：湖南省商品房销售面积累计同比增速（单位：%）



数据来源：湖南省统计局

新冠肺炎疫情更是让湖南楼市雪上加霜，疫情期间楼市近乎陷入停摆、土地延拍停拍、项目停工停建、房企资金链面临巨大考验。2020年1-2月，湖南房地产开发投资333.08亿元，同比下降10.2%。湖南商品房销售面积仅535.01万平方米，同比下降20.1%，其中，降幅居于前三的



市、州为益阳、邵阳、岳阳，降幅分别达到39.7%、32.4%、30.4%。

## 二、长江中游城市群战略地位提升，但湖南“比上不足”的短板突出（略）

1、长江中游城市群战略地位提升，湖南片区迎来了新的发展契机（略）

2、湖南省“比上不足”，地产成交增速放缓，居民收入偏低等问题突出（略）

(1) 行业规模：2019年商品住宅销售面积增速放缓，仅占全国比重达5.3%（略）

(2) 经济产业：GDP增速略高于全国平均，第三产业占比53%仍有待优化（略）

(3) 人口增长：人口常年净流出，近期重现回流态势，长沙人口吸附力提升（略）

(4) 居民购买力：基数偏低不足4万元，同比增速8.6%，低于湖北、江西（略）

### 三、疫情前：调控“一紧多松”，三四线棚改“退潮”加速市场持续下行（本节有删减）

湖南省会长沙房地产调控政策之严苛当属全国二线城市标杆，一定程度上，正是这种严苛造就了湖南房地产市场今日两大特征：特征之一，城市之间房价差距小，经历前几年“补涨”的省内三四线城市之间以及与省会之间的房价差距不大；特征之二，城市间市场相对分化，紧邻长沙的城市如益阳、湘潭楼市难以避免受到长沙行情影响，而相对独立的常德市场更具内生动力。结合2019年1-12月全省土地成交量同比大增20%但溢价率持续下跌的事实，不难得出结论，房企在湘拿地已经日趋谨慎，但政府供地节奏并未放缓。事实上，联系数据以及我们实地调研结果，岳阳、株洲、衡阳楼市饱受库存高企困扰久矣，如此持续供地，未来去库存情势着实堪忧。

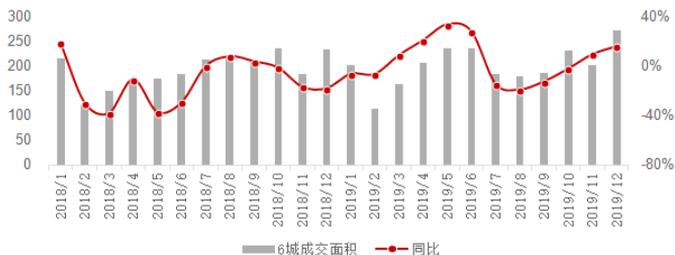
**1、政策环境：四限政策“一紧多松”，棚改计划开工量“腰斩”跌幅达7成（略）**

**2、新房成交：2019年市场“先热后冷”，棚改“退潮”加速三四线持续低迷**

湖南片区上半年楼市行情向好，3月起小阳春行情显现，直至6月成交量逐月回升，单月成交量同比增幅在5月最高达到34%，市场有所回暖。但进入下半年，市场再度转冷，7-9月间成交量持续低位盘桓，同比降幅皆在15%左右。10月以来虽然成交量表现出稳中有升态势，但究其原因，主要是受到年末房企以价换量、业绩冲刺的周期性因素和长沙人才购房细则出台的政策性因素驱动。



图：2018年1月-2019年12月湖南省6个重点城市商品住宅成交面积（单位：万平方米）



注：6市包含长沙、湘潭、岳阳、益阳、常德、衡阳

数据来源：CRIC

值得关注的是，棚改“退潮”促使众多三四线城市楼市加速转冷，但相较而言，常德成交热度略优于岳阳、株洲。从常德、岳阳、株洲的棚改来看，自2018年下半年中央棚改政策收紧起，三城的棚改不仅进程缓慢甚至一度叫停，而2019年计划棚改开工量也大幅缩水，其中岳阳、株洲下降7成以上。相较之下，常德情况略好于岳阳和株洲。虽然棚改腰斩但体量尚存，但棚改客购买力不降反升，2019年1-12月常德商品住宅成交面积累计同比增速达8%，高于省内其他三四线城市。一方面是棚改计划相比新房成交体量而言依旧很大，另一方面提高了房屋拆迁安置的补偿标准。实际上这也是常德市场热度要显著好于其他两个三四线城市的主要因素。这一批征拆对象全面走向市场，需求层面的支撑相对较足。比如体量达3500亩的常德某项目棚改客户占比达20%。

图：2019年1-12月湖南部分城市商品住宅成交面积累计同比增速（单位：%）



数据来源：CRIC

我们认为，短期内的成交反弹难以长久维持，中长期来看，城市间的分化依旧会持续。具体来说，长沙市场正处在筑底波动期，被政策抑制的需求不在少数，未来一旦释放成交量将迎来大幅增长。三四线城市中，以常德为代表的内生型城市市场长期来看稳中向好，而岳阳、衡阳等住宅产品库存高企、房价仍存在一定下滑预期，中长期市场料将进一步走弱，湘潭、益阳属于承接外溢性城市，市场表现则一定程度上依赖于长沙行情。

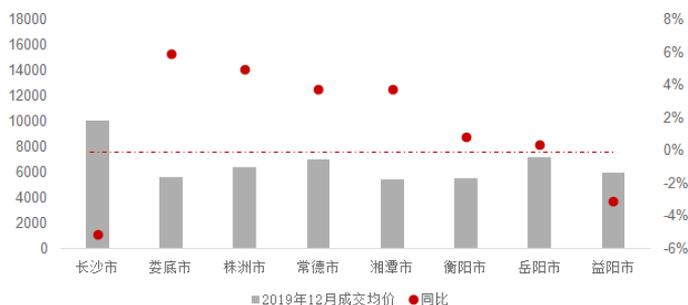
### 3、房价：省内各城间无明显价差，岳阳、株洲等三四线价格体系紊乱

静态地看，湖南各市房价的第一大特征是“价差小”。三四线城市与省会长沙之间的价差不甚明显，长沙成交均价将破万，而常德、岳阳等市成交均价皆在7000元/平米左右。从我们实际调研情况，长沙的望城区、长沙县房价在6000-7000元/平方米不等，外围宁乡、浏阳房价仅为5500-5600元/平方米，而常德武陵区各板块房价基本在7500-8500元/平方米不等，株洲天元区整体成交均价也在7000-8000元/平方米左右。



第二大特征则是岳阳、株洲等省内三四线城市内部价格体系混乱。以岳阳为例，由于2018年下半年市场逐步转冷，导致岳阳大部分项目采取“以价换量”的策略，价格均有不同程度下滑。一方面因不同项目间对彼此实际售价“三缄其口”，信息不对称也导致“一盘一价”现象比比皆是；另一方面，为了抢客、回稳现金流，导致目前部分板块价格管理相对混乱。

图：湖南省部分城市商品住宅成交均价及同比涨幅（单位：元/平方米，%）



数据来源：CRIC

动态地看，2019年湖南各市房价基本保持平稳，同比涨跌幅皆在8%以内。跌幅相对显著的是长沙和益阳。具体来说，长沙今年整体市场观望情绪浓厚，尤其是下半年以来，项目蓄客普遍不足，去化率持续下行迫使房企选择以价换量，全市成交均价同比有5%左右的下滑。而益阳由于毗邻省会，难以避免地受到长沙调控的溢出效应影响，此前长沙重加码限购时益阳楼市行情向好，但随着这部分外溢需求释放殆尽，益阳房价在今年再度回归常位。

- 4、潜在供应：长沙、湘潭新房潜在供应可控，衡阳、岳阳未来库存风险较大（略）
- 5、土地市场：全省土地成交溢价率持续走低，房企在湘拿地积极性下降（略）
- 6、房企竞争格局：三四线“恒大、碧桂园”两家独大，省会长沙诸强“混战”（略）

### 四、疫情后：衡阳、湘潭、长沙等新房成交同比“腰斩”，株洲、益阳地市“凉凉”（本节有删减）

一季度湖南主要城市在疫情影响下楼市、地市短暂停滞，新房以返乡置业为成交主力的益阳、衡阳等城市受损尤为严重；地市株洲土地成交同比跌逾9成。疫情后，主要城市陆续出台了楼市纾困政策，新房及土地成交也逐渐恢复正常化。我们预计，在短期政策及地市预期等利好加持下，衡阳、岳阳将率先回暖，而缺乏政策刺激的常德、株洲复苏将相对缓慢。

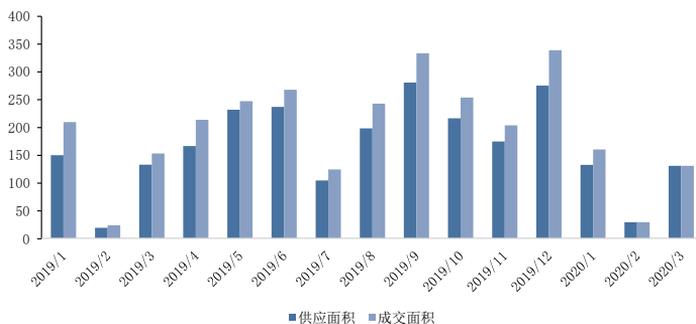
- 1、疫情影响下三四线返乡置业“爽约”，益阳、衡阳受损度偏高，株洲最小（略）
- 2、新房成交“腰斩”，衡阳销售面积同比降7成，湘潭、长沙跌幅5成以上

2020年一季度，受疫情影响销售规模大幅下降，3月稍有复苏迹象。整体来看，长沙、常德、衡阳、湘潭、岳阳、株洲、益阳等7城一季度共成交320万平方米，同比规模收缩50%。受疫情管控影响各城市项目



暂停线下开盘加推活动，供应量的大幅减少直接制约了城市销售规模。随着国内尤其是湖北疫情得到控制，3月湖南主要城市供求面积有显著回升，供应面积已齐平1月水平。预计二季度整体市场将陆续复苏。

图：2019年1月-2020年3月湖南主要城市商品住宅供求面积（单位：万平方米）



数据来源：CRIC

具体到城市层面来看，各城市销售规模均打折，衡阳同比降超7成最为严重。省会长沙由于2月销售停滞，一季度整体成交面积同比腰斩。而与湖北接壤的常德、岳阳面临最严格的疫情管控，成交面积同比分别降33%、34%。衡阳市场受灾最为严重，由于城市销售主要以内生性需求为主，受疫情影响2、3月新房销售叫停下一季度仅成交20万平方米，同比大跌75%，受灾最为严重。

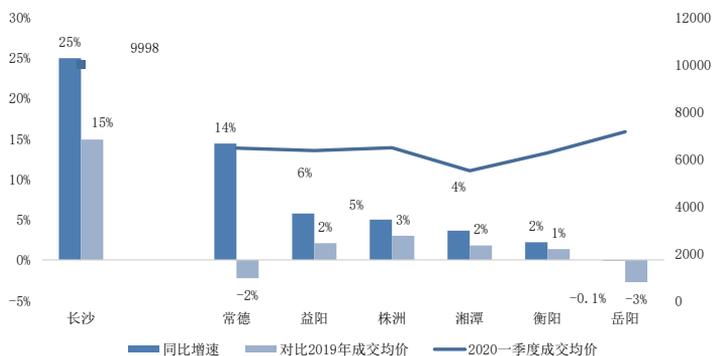
图：2020年第一季度湖南主要城市商品住宅成交面积（单位：万平方米、%）



数据来源：CRIC

新房均价则涨跌分化，常德、岳阳销售承压房价下调。在各城市销售规模普遍受疫情影响下，长沙、株洲、益阳、湘潭、衡阳同比均保持正增。但常德、岳阳销售均价对比2019年平均已有下降，降幅分别为2%、3%。

图：2020年第一季度湖南主要城市商品住宅成交均价（单位：元/平方米、%）



数据来源：CRIC

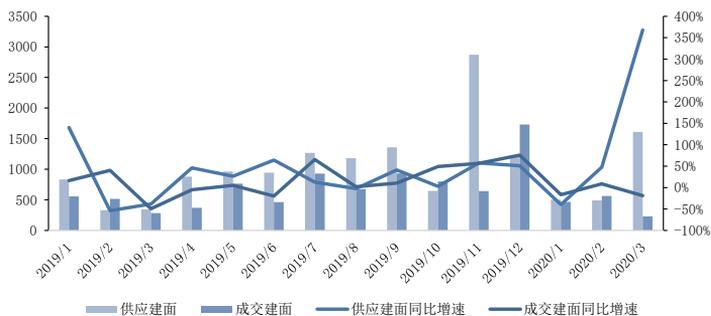


总的来说，一季度湖南新房销售普遍性地受到疫情打击，但各城市市场情况略有差别。具体而言，对返乡置业依赖较大的衡阳成交规模缩水最为明显；与湖北接壤的常德、岳阳等销售规模降幅不突出，但房企在销售悲观预期下已有降价措施。

### 3、土地成交同比降20%，长沙同比增18%、株洲下行加剧同比跌9成

疫情对整体地市影响表现在1、2月，一季度整体土地成交同比跌20%。从整体来看，疫情对湖南土地市场的影响主要表现在前两月。1、2月主要城市土拍纷纷撤牌，供应、成交面积分别同比跌15%和4%，其中1月土地成交面积更是跌幅达17%。3月随着主要城市正常化，地市土地挂牌量激增，单月供应超2019年一季度之和。受此影响，一季度整体土地供应同比增73%，成交同比跌20%。

图：2020年第一季度湖南主要城市商品住宅成交均价（单位：元/平方米、%）



数据来源：CRIC

分城市而言，一季度益阳、株洲地市成交遇冷明显，长沙、衡阳同比不降反增。长沙、衡阳一季度地市火热，土地成交建筑面积均超200万平方米，同比分别增18%、8%。其余重点城市则在疫情影响下加重了土

地市场的下行趋势，成交建筑面积较2019年同期降幅均在20%以上。其中，株洲地市成交尤为惨淡，一季度仅成交土地建筑面积13万平方米，同比大跌90%。

图：2020年第一季度湖南主要城市土地成交建筑面积（单位：万平方米、%）



数据来源：CRIC

总体而言，疫情加重了湖南省内城市的土地市场分化，益阳、株洲等城下行明显。在成本与利润的考量下，房企疫情期间拿地更加审慎，多回归核心城市如长沙以及内生性需求充裕城市如衡阳，其余城市地市则愈加降温。

## 五、中长期发展前景：长株潭经济、民富底蕴深厚，内生型三四线发展前景可期（本节有删减）

对于城市内在变化的动因是人口、购买力、经济发展、城市建设等方面多个因素共同作用的结果。我们认为这些因素不仅作用当前城市发展，而且在中长期也将对城市房地产市场的差异化发展起到至关重要的影响。



## 1、城市发展前景：人口为湖南片区最大“短板”，区域经济发展并不均衡（本节有删减）

对于湖南片区内各城市发展的前景，我们以下根据不同指标的类型拆解为人口、购买力、经济实力、城市宜居性4个方面依次进行考量：

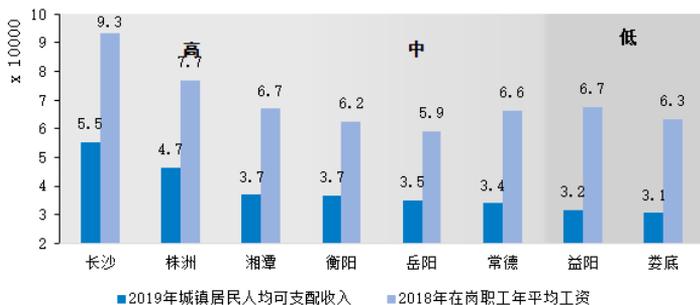
**(1) 人口增长：三四线普遍净流出，衡阳居首，株洲、常德常住人口负增长（略）**

**(2) 居民购买力：长、株、潭购房压力相对小，岳阳、益阳、娄底民富基础薄弱**

在购买力方面，除了考察以居民收入高低为标准的城市富水平即绝对购买力外，由于各城市房价差距悬殊，对于房地产而言居民绝对购买力并不能全面反映城镇居民的购房能力，因此结合了各城市房价的房价收入比才能恰当地描述各城市居民的相对购买力，即针对商品住宅的支付能力。绝对购买力与相对购买力相结合才能全面描述各城市在购买力水平上的差异。

湖南片区各城市绝对购买力水平可分为三类。从2018-2019年城镇居民收入水平来看，长株潭城市圈内的3城凭借省会的产业凝聚力以及城市圈效应拥有相对最高的城镇居民人均可支配收入以及在岗职工平均工资。而拥有发达的第二产业的衡阳、岳阳、常德3城在民富基础上稍稍弱于前者；益阳、娄底则人均可支配收入较低，处于居民绝对购买力的洼地。

图：湖南部分城市2019年城镇居民人均可支配收入及2018年在岗职工年平均工资（单位：元）



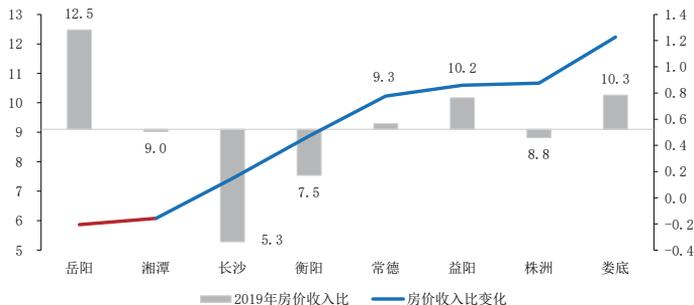
数据来源：CRIC

与之类似的，湖南片区诸城居民相对购买力也可分为三类：

长沙、湘潭2城城市居民具有高住房购买力。长沙受严格的限价政策影响，高居民收入与低房价水平使得其2019年房价收入比仅5.3年，虽较2018年稍有延长但依旧是片区内居民相对购买力最强的城市。而湘潭2019年房价收入比为9年，较2018年不升反降，因此居民的住房购买力也有一定提高。常德、衡阳、株洲3城居民购房压力适中，3城2019年房价收入比均处于片区内城市平均线上下，且虽相比2018年有所延长但仍处于适中范围。岳阳、益阳、娄底3城居民购房较困难，高房价低收入下3城房价收入比均超10年，其中岳阳更是达到12.5年，从实际当地楼市来看岳阳楼市在2019年也出现了一定的购买力瓶颈。



图：湖南部分城市2019年房价收入比及较2018年变化情况（单位：年）



数据来源：CRIC

综合而言，结合城镇居民绝对购买力所代表的民富水平和相对购买力所代表的购房支付能力，我们认为各城市在购买力方面可分为三个梯队：一是具有较高的民富水平与相对强的购房支付能力的城市，如：长沙、湘潭、株洲；二是民富水平与城市房价相匹配，居民购房支付能力适中的城市，如：常德、衡阳；三是城市房价水平超出居民收入水平的城市，如：岳阳、益阳、娄底。

### （3）经济实力：因辐射效应，长、株、潭3城经济实力最强，衡阳产业结构不佳

在经济实力方面，通过对城市经济的质与量两方面进行综合考量。其中利用GDP同比增速与人均GDP代表城市经济发展体量，利用第二、三产业占整体GDP比重代表城市经济发展质量。

需要指出的是，由于主要考量城市未来发展空间，因此在对各城市经济实力水平的区分上更优先考量经济发展的质量。

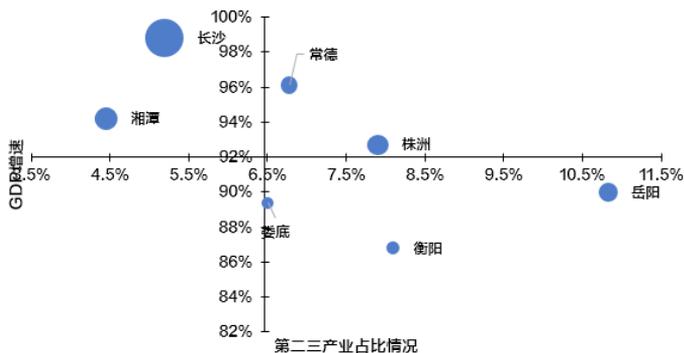
长株潭3城经济发展相对成熟，第二三产业占比高。长沙、株洲、湘潭3城作为片区内核心城市圈城市在长沙的带动下经济体量均居省内

前列，2018年人均GDP均超过7万元。此外由于湘潭、株洲承接了长沙老工业的外迁落地，使得2城产业结构快速优化，经济发展提质保量。而长沙也在摆脱了旧有第二产业后完成了城市产业升级，至2019年城市第二三产业占GDP99%

岳阳、常德、益阳、娄底4城经济增速较高，但发达程度一般。除长株潭3城外片区内其余城市产业结构尚未成熟，但以岳阳、常德为代表的4城在拥有不俗的人均GDP的同时也具有相对较高的GDP增速。可见这4城在自身既定发展规划下城市经济正在增长，经济发展质量在未来也有较大提高潜力。

衡阳经济增速相对较慢且产业结构不佳。如上文所提及衡阳由于常年劳动力输出，自身人口的老龄化使得城市经济发展面临失速。2019年城市人均GDP绝对值处于片区内三四线城市末尾。在经济发展体量难升下，自身产业结构优化升级更是无从谈起。

图：2019年湖南部分城市人均GDP、GDP同比增速、第二三产业占比情况（单位：%）



注：气泡宽度为人均GDP大小。

数据来源：湖南省统计局

综合而言，结合对湖南片区各城市经济发展质与量的考量，我们认



为各城市在经济实力方面可分为三个梯队：一是经济发展提质保量，产业结构基本成熟的长沙、株洲、湘潭3城；二是经济增速较高，人均经济产出较大的岳阳、常德、益阳、娄底4城，未来产业结构优化潜力较高；三是人口流出下老龄化城市无力升级产业结构，城市经济体量与质量双低的衡阳。

**(4) 城市宜居性：长、株城市配套成熟，基建投资力度最大，宜居性较高（略）**

## 2、城市间内部分化加剧，长沙四项全能，湘潭、常德、娄底尚有成长空间

综合上文所提及的人口、购买力、经济实力、城市宜居性4方面指标，我们给出关于湖南片区各城市未来发展空间的宽窄梯度。

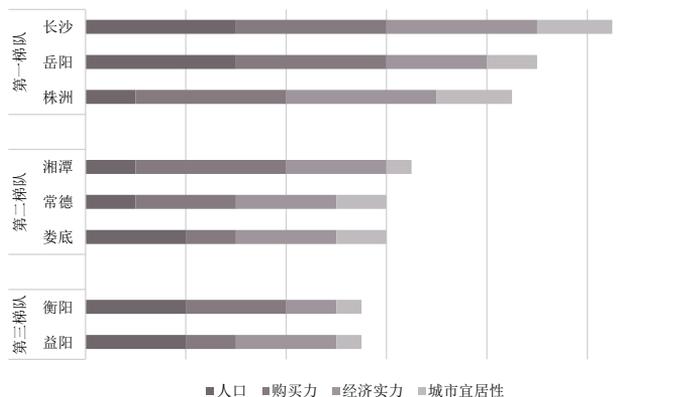
第一梯队，长沙四项全能，岳阳、株洲在宜居性、人口方面存短板。长沙作为区域中心，在人口、购买力、经济发展及宜居配套方面均处于区域最佳；而岳阳、株洲则均存在一定短板。岳阳的基础设施建设尚处于初级阶段，应当提升现有地均基建投资额。当前新建的岳阳三荷机场年吞吐量极为有限，适当提高该支线机场的航班数有效改善交通通达情况。而株洲作为长沙毗邻城市，在享受发展利好辐射的同时也饱受人口虹吸的影响，较差的人口基本面是其最大短板，也是制约其城市发展的主要绊脚石。

第二梯队，湘潭、常德、娄底未来可在人口数量与财量方面谋求突破。这3城均处于片区内城市中游水平。湘潭、常德分别存在人口基数小和常住人口负增长两大人口层面问题。在未来发展前景上，提高城市对人口吸附能力便成为2城共同的成长源，利用2城现有经济基础继续大力发展拳头产业以增加人口吸附力则成为一剂良方。而娄底则主要困于居

民购买力较为薄弱，当前居民购房支付压力较大。从未来成长性来看，放宽居民房贷限制、限制新房房价涨幅或将在短期内提高居民对房购买力。

第三梯队，衡阳、益阳提升自身经济实力是要事。益阳、衡阳2城的共同特征在于其经济实力相对较弱。从未来前景来看，依托2城较大的人口基数，建立经济发展-人口回流-产业升级的正向闭环，提升自身经济实力将为城市提供一定的成长潜力。

图：长江中游城市群湖南区域城市发展前景排名



数据来源：CRIC

## 六、市场总结预判与风险提示（本节有删减）

正如前文所述，湖南片区虽有政策利好，但是“比上不足”，短板依旧突出。2019年湖南片区各城市房地产市场还是存在显著降温的，主要是基于棚改收缩、需求阶段性透支等外部原因，2020年初又遭逢新冠疫情突袭，使得本就低迷的楼市“雪上加霜”，短期来看，株洲、长



沙等城市虽未发布纾困政策，但整体复苏程度较快；而衡阳等缺乏基本面支撑的三四线城市即便政策“给力”，但依旧难掩下行趋势。中长期来看，因湖南片区的各城市尚属中部“价格洼地”，未来核心城市还是有一定的成长空间，而缺乏经济支撑、人口长期净流出的一般三四线城市，发展前景则不容乐观。

## 1、2020年湖南片区整体销售承压，购买力不足是制约楼市发展的主因

2019年下半年以来，随着全国楼市的逐步转冷，整个长江中游城市群的多数城市也面临回调的压力，而聚焦湖南片区，2019年也基本呈现出“先热后冷”的态势，年末迎来一波小幅放量，但终究难改整体颓势，今年湖南6城商品住宅成交量与去年大体持平，即便在省会长沙，当前项目去化率也仅在6成左右，渠道分销盛行，打折促销力度加大，然而对成交促进作用相对有限。

2020年初又遭逢新冠疫情来袭，使得本就低迷的湖南楼市更加难以为继，在这样的背景下，湖南省内衡阳、岳阳等六市相继出台针对楼市的扶植性政策，但是我们认为，即便有政策加持，也很难挽回湖南省的销售“颓势”，2020年整体销售依旧承压。

究其原因，房价的增速快于收入的增速，购买力不足是制约其成交增长的核心因素，需求面缺乏支撑最终会对中长期楼市发展起到负面作用。据湖南各地统计公报显示，2018年湖南片区多数三四线城市居民人均可支配收入在3万元左右，岳阳、益阳、娄底三市房价收入比偏高，均达到了10年以上，对于本地低收入群体来看，购房还是存在一定的压力的，且因产业结构、经济发展等因素，房价暴涨带来的需求透支问题短期内还难以得到根本解决。

### 2、疫后株洲新房成交快速恢复，长沙地市“火热”，衡阳、益阳等复苏相对缓慢

我们以楼市、地市一季度的成交情况来测度疫后各城市楼市短期的复苏情况，可以看出：首先，株洲短期内楼市的复苏程度最高，虽未出台任何短期内的纾困政策，但是得益于核心城市长沙的人口外溢和去年成交集中备案的影响，2020年一季度楼市成交表现良好，较去年稳步增长18%。而地市却不尽如人意，同比去年降幅超90%，可见房企观望情绪还是比较浓厚，投资相对谨慎。

其次，长沙地市一季度成交也已“回正”，疫情对于土地市场的短期影响也在逐步消退，迫于土地供应计划及财政压力，政府正加快地块供应节奏，大量优质地块进入市场，房企迎来拿地窗口期，虽然当前累计成交跌幅依旧高于50%，不过基于湖南省会地位的“虹吸效应”，加之因限价原因本身就处于中部房价“洼地”，2020年整体的成交规模依旧可期。

最后，衡阳、益阳等城市恢复最为缓慢，是短期内受疫情影响最为严重的城市。衡阳虽出台了较为给力的需求端刺激政策，实施购房补贴，契税减免并扩大了人才购房补贴对象范围，非“双一流”大学全日制本科生一次性购房补贴5万元，但是一季度的新房成交跌幅依旧高达75%，地市成交虽小幅微增8%，但难掩低迷走势。益阳暂未出台任何短期内的纾困政策，从楼、地市成交来看大不如前，基本都处于行业下行周期，后续恢复可能也需要较长的时间。

### 3、中长期：长沙、常德等内生型城市前景可期，环都市圈城市株洲、湘潭风险犹存（略）

本文为报告节选版，如需查阅完整版报告，请联系我们。



## 「 目录 导览 」

### 一、市场下行遭遇疫情雪上加霜，湖南六市相继成功“闯关”楼市激励新政

- 1、与湖北毗邻的湖南首当其冲，复工复产后六市出台楼市扶持政策
- 2、市场下行压力、疫情负面影响是近期湖南楼市政策暖风频吹的主要原因

### 二、长江中游城市群战略地位提升，但湖南“比上不足”的短板突出

- 1、长江中游城市群战略地位提升，湖南片区迎来了新的发展契机
- 2、湖南省“比上不足”，地产成交增速放缓，居民收入偏低等问题突出
  - (1) 行业规模：2019年商品住宅销售面积增速放缓，仅占全国比重达5.3%
  - (2) 经济产业：GDP增速略高于全国平均，第三产业占比53%仍有待优化
  - (3) 人口增长：人口常年净流出，近期重现回流态势，长沙人口吸引力提升
  - (4) 居民购买力：基数偏低不足4万元，同比增速8.6%，低于湖北、江西

### 三、疫情前：调控“一紧多松”，三四线棚改“退潮”加速市场持续下行

- 1、政策环境：四限政策“一紧多松”，棚改计划开工量“腰斩”跌幅达7成
- 2、新房成交：2019年市场“先热后冷”，棚改“退潮”加速三四线持续低迷
- 3、房价：省内各城间无明显价差，岳阳、株洲等三四线价格体系紊乱
- 4、潜在供应：长沙、湘潭新房潜在供应可控，衡阳、岳阳未来库存风险较大
- 5、土地市场：全省土地成交溢价率持续走低，房企在湘拿地积极性下降
- 6、房企竞争格局：三四线“恒大、碧桂园”两家独大，省会长沙诸强“混战”

### 四、疫情后：衡阳、湘潭、长沙等新房成交同比“腰斩”，株洲、益阳地市“凉凉”

- 1、疫情影响下三四线返乡置业“爽约”，益阳、衡阳受损度偏高，株洲最小
- 2、新房成交“腰斩”，衡阳销售面积同比降7成，湘潭、长沙跌幅5成以上
- 3、土地成交同比降20%，长沙同比增18%、株洲下行加剧同比跌9成

### 五、中长期发展前景：长株潭经济、民富底蕴深厚，内生型三四线发展前景可期

- 1、城市发展前景：人口为湖南片区最大“短板”，区域经济发展并不均衡



(1) 人口增长：三四线普遍净流出，衡阳居首，株洲、常德常住人口负增长

(2) 居民购买力：长、株、潭购房压力相对小，岳阳、益阳、娄底民富基础薄弱

(3) 经济实力：因辐射效应，长、株、潭3城经济实力最强，衡阳产业结构不佳

(4) 城市宜居性：长、株城市配套成熟，基建投资力度最大，宜居性较高

2、城市间内部分化加剧，长沙四项全能，湘潭、常德、娄底尚有成长空间

## 六、总结：预判与风险提示

1、2020年湖南片区整体销售承压，购买力不足是制约楼市发展的主因

2、疫后株洲新房成交快速恢复，长沙地市“火热”，衡阳、益阳等复苏相对缓慢

3、中长期：长沙、常德等内生型城市前景可期，环都市圈城市株洲、湘潭风险犹存



肆

# 特别关注

# 「2019年长三角地区房企土储货值排行榜TOP30」

## 一、榜单发布

表：2019年长三角区域房企土储货值排行榜TOP30

按货值排名	企业名称	土储货值 (亿元)
1	融创中国	7869
2	绿地控股	7292
3	中国恒大	6249
4	碧桂园	5612
5	万科地产	4897
6	保利发展	4346
7	中海地产	4237
8	新城控股	4102
9	世茂集团	3435
10	中国金茂	3417
11	中南置地	3374
12	宝龙地产	2982
13	绿城中国	2821
14	招商蛇口	2654
15	龙湖集团	2522
16	滨江集团	2151
17	融信集团	1932
18	正荣集团	1928
19	德信地产	1821
20	金地集团	1803
21	中梁控股	1801
22	瑞安房地产	1551
23	中国铁建	1551
24	美的置业	1551
25	众安房产	1507
26	旭辉集团	1485
27	明发集团	1443
28	禹洲集团	1333
29	弘阳地产	1328
30	光明地产	1138



数据说明:

- 1.企业范畴: 主营业务在中国内地的房地产开发企业; (华夏幸福、华侨城等企业的土地储备中含有大量产业用地和文旅用地且无法区分,暂不计入。)
- 2.项目属性: 本榜单土地数据包含招拍挂土地以及收并购项目; 包含住宅、商业、办公等经营性用地, 而一级土地开发、未确权土地不予计入。
- 3.指标解释: 货值计算中参考的项目市场价值以报告期当前时点为准, 不对未来价格预测。
- 4.时间跨度: 各项数据如无特殊说明, 统计时间段均为截止到2019年12月31日。
- 5.数据来源: 企业公告, CRIC系统。

## 二、榜单解读

长三角地区产业基础深厚、民营经济发达, 经济总量居于三大经济区首位, 一直以来都是众多品牌房企的土储首选。2018年末, 中央宣布长三角一体化将被上升为第五个国家战略, 2019年上半年召开的中央政治局会议上, 更是审议了相关规划纲要, 明确要求加速推进长三角一体化发展, 同年12月, 《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》正式公布, 将核心区进一步拓宽到27城; 各地方积极响应, 江苏、浙江、安徽先后发布长三角一体化专项行动计划。近期, 国家发改委和交通运输部编制的《长江三角洲地区交通运输更高质量一体化发展规划》也随后出炉, 新增规划建设重点项目至少有100个, 以干线铁路为例, 将加快沪通铁路一期、宣城至绩溪铁路、黄山至池州铁路、沪通铁路二期、上海经苏州至湖州铁路、商合杭铁路等项目建设, 长三角一体化进程仍在稳步推进。

随着规划落地的有序推进, 长三角城市之间的联系会越发密切, 交通也会愈加便利, 以原计划2020年实现北段送电的商合杭铁路为例, 早在2019年12月即已实现北段通车, 并有望在2020年实现全线开通。一旦开通, 将衔接起合宁、宁安、宁杭等多条高铁线, 并与规划的沪苏湖等

## 特别关注

高铁相连；合肥至马鞍山、芜湖、宣城、阜阳、亳州等省内城市，都可实现1小时高铁到达，原来交通不便的宣城、芜湖、亳州等城市将大大受益。不仅如此，通车后，将打通前往中原腹地的快速通道，成为新的“华东二通道”。这类城市还有盐城、扬州等，一体化之后这类城市将迎来较好的发展机会，房企可择机抄底。

### 1、TOP30房企长三角区域总货值达9万亿元

基于良好的产业基础、发达的经济活力，长三角区域房地产成熟度明显高于其他区域，房企竞争较为激烈，尤其是品牌房企竞相入驻，土储规模遥遥领先，譬如融创、绿地和碧桂园在长三角总土储均超5000亿元；当然，滨江、弘阳等本地房企规模也不容小觑。至于城市竞争格局方面，则是在经济基础较好、购买力较强的上海、杭州、苏州、南京和宁波等城市，业内竞争更为激烈。

具体来看，截止2019年底，TOP30企业于长三角41个城市的土地储备货值和建面总量分别达9万亿元和5亿平方米；其中TOP10房企土储货值和建面总量分别达5万亿元和3亿平方米，占比均超过55%。根据统计局数据显示，长三角三省一市2019年商品房销售面积为3.43亿平方米，按此来看，仅TOP30企业的货值即可支撑长三角未来约1.4年的销售。

表：各梯队房企长三角区域总货值及土储建面情况（单位：万亿元、亿平方米）

房企规模	货值总量	货值占比	土储建面	建面占比
TOP1-10	5.1	56%	2.9	57%
TOP11-20	2.4	27%	1.3	26%
TOP21-30	1.5	17%	0.8	17%
合计	9.0	100%	5.0	100%

数据来源：CRIC整理

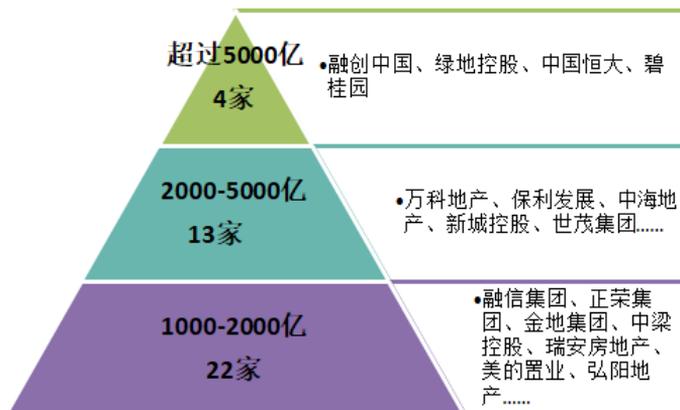


## 2、融创、绿地、碧桂园超5000亿货值领跑，部分浙系、苏系房企规模也不容小觑

从货值排行榜上榜的企业来看，融创、绿地、碧桂园等四家企业在长三角41个城市的总货值超过5000亿，遥遥领先其他房企。四家企业总土储货值占据长三角土储总额TOP30总和的29%，优势十分显著。其中融创是在长三角土储最多的企业，2019年土储额高达7869亿元；第二位企业绿地大本营本就在长三角；其余两家也都是全国化布局的排头兵，总的来看，总土储TOP4的头部企业均是全面布局的规模房企，运营能力较佳，未来业绩稳定攀升可期。

长三角总土储货值超过2000亿的17家企业也基本被销售前三十的企业所覆盖（仅宝龙、绿城、滨江未在前30之列）。除了上文提到的TOP4房企，万科、保利、中海等粤系房企紧跟其后，土储额均超4000亿元。值得注意的是，陷入黑天鹅泥淖的苏系房企代表新城，尽管2019年规模有所收缩，但货值依然保持在4000亿以上。

图：房企在长三角区域货值的梯队划分



数据来源：CRIC整理

## 特别关注

此外，走全国化布局的宝龙地产、融信中国等闽系房企，绿城、滨江、德信等浙系房企，在长三角区域总土储排名居于前TOP20，规模不容小觑。考虑到融资收紧、棚改缩量等大环境的变化，近两年大部分公司均加大在长三角的布局与扩张，长三角区域将成为其规模进阶的踏脚石。

### 3、德信、滨江等长三角布局扩容，新城显著收缩

在长三角一体化的利好之下，部分房企加快了在长三角土地储备的速度，譬如德信、滨江、雅居乐等房企2019年在长三角的土储总额较2018年均的大幅增加，其中德信扩张最为迅速，2019年长三角土储量增至1821亿元，较2018年已然实现翻番。作为一家在县城（德清县）起家的房企，2000年就制定了“以长三角为基地”的发展战略，后在2005年把总部迁去杭州，又在2010年把战略升级为“精耕杭州、深入长三角、拓展全国版图”。不过就2019年数据来看，德信90%的土储依然集中在长三角，其中大本营杭州的土储量高达1124亿元（含已售未结转数据，下同），占到其在长三角土储量的48%，其次是温州、宁波、南京和湖州，土储总额均在100亿以上，四城占据长三角土储的33%。德信的迅速扩张是由于其在大本营杭州的土储激增导致的（2018年其在杭州的土储量仅377亿元），增量高达747亿元，增幅高达198%。

此外，滨江、雅居乐2019年的土地储备较2018年也有较大增幅，以滨江集团为例，作为深耕型企业的代表，滨江做到了极致，2019年在杭州的土储也是跃升至1145亿元，较2018年增幅高达70%。这也是源于2018年其投资深圳失利之后做出的战略调整，滨江在杭州的主战场地位再次确认，正是在优势区域的深耕，才让滨江在激烈的竞争中脱颖而出。总体来看，扩张型房企多是区域深耕型房企，尤其是深耕杭州这类



房地产前景较佳的城市，基于其对市场、客群的透彻研究，加之其在当地拥有良好的产品力、品牌知名度和忠诚度，并有着深厚的资源积累，有着较强的竞争优势。

表 典型房企在长三角土储变化情况（单位：万平方米、亿元）

企业类型	企业名称	2019年较2018年变化		2019年在长三角土储情况		
		土储建面	土储货值	土储建面	土储货值	长三角货值排名
收缩企业	新城控股	-456	-730	3014	4102	8
	旭辉集团	-189	-450	743	1485	27
	中南置地	-224	-226	2792	3374	11
	远洋集团	-32	-70	353	1012	35
	龙湖集团	-60	-53	1041	2522	16
扩张企业	弘阳地产	18	65	819	1328	30
	光明地产	7	91	408	1138	32
	华发股份	89	264	418	1007	37
	招商蛇口	165	304	1173	2654	15
	禹洲集团	83	374	550	1333	29
	金辉集团	169	383	621	1000	38
	雅居乐	242	517	552	1011	36
	滨江集团	189	674	670	2151	17
	德信地产	482	1221	912	1821	20

注：含已售未结转数据

数据来源：CRIC整理

#### 4、浙系房企深耕大本营，在杭州湾竞争优势明显

环杭州湾城市群是长三角一体化之下人口规模较大的城市群，也是覆盖城市最多的城市群。杭州、宁波两大核心城市当前均已成为二线城市经济发展的龙头，杭州以科技创新、互联网发展带动城市大幅发展，宁波也依托产业升级实现经济新跨越。环杭州湾以杭州和宁波为核心，带动绍兴、金华、湖州、舟山共同发展。环杭州湾布局的巨大优势在于这些城市民营经济活跃，区域内居民购买力都较强，同时在户籍政策利好下，杭州和宁波近几年常住人口增量均位居全国前列，购房需求长期发展前景可期，城市房价上涨动力充足。

## 特别关注

聚焦环杭州湾布局的典型企业也以浙江本土房企为主，如滨江、众安、德信等，德信、滨江及众安在环杭州湾土储的比例占到其在长三角总土储的6成以上，并且这些企业在杭州的土地储备占比均超过了3成。而在长三角区域土储占比相对较少的外来房企融信和融创，在环杭州湾的土储占集团在长三角区域内的总土储占比也相对较高，且高度集中于杭州。就此来看，在环杭州湾区域布局的企业，土储聚焦程度较其他三个城市群显著提升，杭州的核心地位非常突出。

表：部分典型环杭州湾布局企业土储分布聚焦城市情况（按建筑面积）

企业名称	杭州	宁波	湖州	金华	绍兴	舟山	环杭州湾土储合计占比
滨江集团	47%	3%	6%	11%	/	1%	69%
众安房产	56%	6%	/	6%	/	/	68%
德信地产	36%	7%	10%	4%	/	5%	62%
宝龙地产	14%	17%	2%	10%	9%	4%	56%
融信集团	22%	2%	5%	2%	7%	1%	38%
融创中国	22%	8%	5%	/	/	/	35%

注：土储占比指的是城市土储在长三角的占比，如上表指各企业长三角土储中，在环杭州湾城市建筑面积占比。

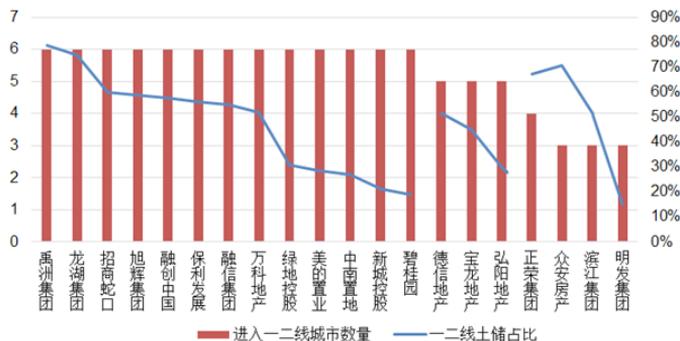
数据来源：CRIC

### 5、大部分典型房企聚焦于一二线城市，部分企业需警惕三四线风险

从企业角度来看，典型房企在长三角的布局战略大多是一二线为主，三四线为辅，土储集中于一二线城市的房企比例可达7成左右，大部分规模房企都完成了在6个一二线城市的布局。一二线土储比例明显突出的企业以外来房企或国企、央企为主，其中禹洲、正荣、龙湖在长三角土储中有6成以上位于一二线。对外来房企来说，首选二线城市进驻长三角带来的风险更小；立足于核心城市，更容易在小城市圈范围内打造品牌知名度，且核心城市房地产发展成熟、市场透明度更高，外来房企进驻的壁垒相对降低。



图：典型企业在长三角进驻一二线城市数量及土储占长三角总土储比例



数据来源：CRIC

除了少数全面布局三四线的碧桂园等头部房企外，土储集中于三四线的企业更多以本土或深耕型房企为主，并且集中布局江苏的企业更多，如新城、中南、明发均是如此。

这些重仓三四线城市的企业，过去几年内得益于长三角三四线城市房价的快速上涨规模也迅速扩大，但过于重仓三四线的风险也不容小觑。可以看到，自2019年开始市场整体下行，大部分城市房价涨幅趋缓，部分城市成交规模萎缩，风险较此前明显加大。因此，对于在三四线城市布局过多的企业来说，应及时优化调整土储结构增强抗风险能力、增强接受政策红利的能力。

综上，从规模排名来看，融创、绿地、碧桂园等规模房企在土储货值上依旧遥遥领先，优势依然突出，并且布局覆盖城市较广，除此之外，德信、滨江等本土房企加大长三角布局，尤其在杭州湾的竞争优势尤为突出；而城市格局方面，则是上海、杭州、苏州、南京和宁波等核心城市竞争更为激烈。

结合2020年市场走势来看，长三角地区在购买力强、需求支撑性

## 特别关注

佳等优势支撑下，受疫情影响较轻，土地市场升温趋势表现也更突出。展望未来，伴随着《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》的落地，长三角城市之间的联系会越发密切，交通也会愈加便利，原因为交通不便被低估的盐城、扬州、宣城、亳州等城市将迎来交通利好，建议可择机进入；而从拿地时机来看，鉴于近期土地市场高热不退，在中央一再强调“稳地价”和地方经济发展渐回正轨的情况下，优质供地潮将很快退去，建议企业要紧抓上半年的拿地机遇；长远来看，人口发展仍是衡量投资前景的第一要素，就人才吸引力变化指标来看，杭州、宁波等人口再集聚城市依旧值得长期关注。



# 「2019年房地产企业粤港澳大湾区土储货值TOP30」

## 一、榜单发布

表：2019年粤港澳大湾区房地产企业土储货值TOP30

排名	企业简称	货值（亿元）
1	碧桂园	4321.6
2	世茂集团	3712.1
3	中海地产	3696.4
4	万科地产	3422.0
5	保利发展	3409.4
6	招商蛇口	3038.8
7	龙光集团	2845.2
8	佳兆业	2820.9
9	越秀地产	2775.9
10	时代中国	2395.2
11	合生创展	2364.1
12	合景泰富	2342.6
13	融创中国	1984.6
14	敏捷集团	1928.6
15	保利置业	1871.9
16	深业集团	1846.9
17	华发股份	1780.4
18	远洋集团	1753.2
19	雅居乐	1547.3
20	华润置地	1438.4
21	奥园集团	1314.5
22	金地集团	1207.4
23	卓越集团	1059.2
24	海伦堡	1055.0
25	绿地控股	1043.8
26	阳光城	899.7
27	仁恒置地	877.6
28	美的置业	869.5
29	新力地产	805.9
30	龙湖集团	626.7

表：2019年粤港澳大湾区房地产企业土储建面TOP30

排名	企业简称	土储建面（万平方米）
1	碧桂园	3193.2
2	保利发展	1926.9
3	龙光集团	1917.8
4	世茂集团	1546.0
5	时代中国	1324.2
6	佳兆业	1253.8
7	合生创展	1228.5
8	雅居乐	1228.0
9	万科地产	1213.6
10	敏捷集团	1129.1
11	中海地产	1124.0
12	越秀地产	1121.6
13	融创中国	1041.5
14	合景泰富	951.0
15	海伦堡	858.2
16	华发股份	826.6
17	奥园集团	778.3
18	招商蛇口	763.1
19	美的置业	612.3
20	远洋集团	608.1
21	卓越集团	605.9
22	绿地控股	591.2
23	金地集团	548.2
24	华润置地	533.1
25	新力地产	517.0
26	保利置业	441.5
27	深业集团	419.1
28	阳光城	403.5
29	中洲控股	328.0
30	新城控股	298.9

数据说明：

- 1、企业范畴：以房地产开发为主营业务的企业，位于粤港澳大湾区内的未售土地储备面积（因华夏幸福、华侨城等企业的土地储备中还有大量产业和文旅用地，暂不计入）
- 2、项目属性：包含所有招拍挂和收购项目；包含住宅、商业、办公等经营性用地，而一级开发、未确权土地不予计入；不含投资性物业
- 3、指标解释：货值计算中参考的项目市场价值以报告当期时点为准，不对未来价格做预测
- 4、时间节点：没有特殊说明，所有数据截止2019年12月31日
- 5、数据来源：企业公告，CRIC系统



## 二、榜单解读

2019年2月，中央出台的《粤港澳大湾区发展规划纲要》，规划囊括香港、澳门及9城的中长期发展路径，在香港、澳门、广州、深圳4个中心城市的基础上，进一步形成了广州—佛山、深圳—香港、澳门—珠海三个城市群极点，通过极点带动湾区内11个城市的整体发展。2020年4月，为激活要素市场改革以推进强大内需市场的形成，发改委印发《2020年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》，同日国务院印发《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，两个文件一个指明新型城镇化的方向，一个为继续城镇化破除相关制度障碍（土地、户籍、资本、技术、数据等五大要素），预期相关领域改革可能提速，中长期利好粤港澳大湾区。受新型城镇化推进，将加快发展重点城市群，大力推进大湾区同城化建设，未来湾区将加速推进土地、户籍、投融资、社保、技术等制度改革进程，解决相关要素约束，以城镇化升级为主线，激活内需市场活力，进而带动基建、交通、地产、医疗、产业等方面协同发展，提前布局大湾区房企也能更好的享受政策红利。

### 1、TOP30房企大湾区总货值达6.1万亿元

2019年底，TOP30企业于粤港澳大湾区的土地储备货值和建面总量分别达6.1万亿元和2.9亿平方米，分别同比增长7%及下降10%；其中TOP10房企土储货值和建面总量分别达3.2万亿元和1.6亿平方米，占比超过50%。而根据统计局数据显示，大湾区9座内地城市2018年商品房销售额和面积分别为1.52万亿元和0.94亿平方米，按此来看，TOP30企业的货值可以支撑大湾区未来约4年的销售。

此外，从大湾区（不含港澳）2016至2019年的招拍挂土地成交情况

## 特别关注

来看，TOP30房企的新增土地储备总量达到了0.81亿平方米，而9个城市的招拍挂土地成交建面总量则为2.24亿平方米，TOP30房企拿地占比达36%。可见，TOP30房企凭借提前布局和持续深耕，已掌握了湾区大量的优质资源。在充足的货源支撑下，TOP30房企未来在粤港澳大湾区的发展优势显著。

表：各梯队房企大湾区总货值及土储建面情况（单位：万亿元、亿平方米）

房企规模	货值总量	货值占比	土储建面	建面占比
TOP1-10	3.2	53.13%	1.6	54.42%
TOP11-20	1.9	30.89%	0.9	29.61%
TOP21-30	1.0	15.98%	0.5	15.98%
合计	6.1	/	2.9	/

数据来源：企业公布、CRIC整理

## 2、碧桂园位列第一是粤港澳大湾区最大受益者

从货值排行榜上榜的企业来看，大多都为规模房企。2019年操盘销售金额排名在TOP30内的房企数量多达16家，占据货值榜单的半壁江山，其中销售TOP10的房企达到了8家；此外销售TOP30-50的房企也占到了8席。

在众多房企中，碧桂园无疑成为了最大受益者，其在粤港澳大湾区的土地储备超过3000万方，远远超过其他企业；拥有大湾区的土储货值4321.6亿元，占到了30家房企总量的7%。由于在大湾区拥有充足且优质的土地储备，碧桂园近年来于该地区的销售成绩也十分可观。2019年碧桂园国内权益合约销售前十城市中，就包括粤港澳城市佛山、惠州、广州及东莞，其中佛山更是位居各城市销售魁首，2019年权益合约销售达150亿元，占到了总权益销售占比的3%，市场占有率排名第一。

此外碧桂园于大湾区仍有较多可售货值，截止2019年其于大湾区内拥有潜在权益可售资源约3226亿元。相信随着潜在项目的不断释放，将



进一步推高碧桂园于大湾区的销售规模。

**表：2019年碧桂园国内权益合约销售额贡献前十大湾区城市（单位：亿元、万平方米、元/平方米）**

城市	销售贡献排名	权益合同销售金额	权益合同销售面积	权益合同销售均价
佛山	2	150	146	10387
惠州	3	140	127	11190
广州	4	140	60	23434
东莞	6	120	64	18610

数据来源：企业公布、CRIC整理

### 3、保利、万科等老牌广东起家的龙头房企占据先发优势

大湾区所涵盖的深圳、广州、佛山等城市恰好也是众多老牌龙头企业的发源地，这类企业以大湾区为原点，开启了全国化的规模扩张，其中包括从广州起家的企业保利；从深圳走出的招商、万科、金地等等。从货值排行来看，老牌广东起家的龙头房企强势占领了大湾区货值TOP5中的四席。

以保利为例，自1992年于广州成立以来，经过多年发展其已形成了完善的全国化产业布局优势，其中在粤港澳地区，保利发展已实现了除澳门、香港外的湾区城市全覆盖。截止至2019年，保利发展于粤港澳地区的土地储备继续增长，拥有总货值3409.4亿元，土储建面达1926.9万平米，皆位于货值榜及土储建面榜的5强之内。

**表：老牌广东起家的房企大湾区土储和占比情况（单位：万平方米）**

企业简称	大本营	2019年土储建面	集团总土储占比
碧桂园	佛山	3193.2	13.16%
保利发展	广州	1926.9	11.93%
万科地产	深圳	1213.6	10.68%
中海地产	香港	1124.0	15.94%
招商蛇口	深圳	763.1	20.45%
金地集团	深圳	548.2	13.20%

数据来源：企业公布、CRIC整理

### 4、龙光、佳兆业等本土企业深耕布局辐射发展

除老牌广东起家的龙头房企外，还有许多扎根于本土深耕的当地开发商，实力也不容小觑，在粤港澳大湾区崛起的过程中充分享受政策红利。货值榜单中，本土企业的数量最多，达到了13家，拥有的货值总量占比达到了42%。这些房企凭借地缘优势，以大本营为核心，在深耕布局的同时向周边城市辐射发展，典型如龙光、佳兆业、合生创展、越秀地产、奥园集团等等。

其中龙光集团2019年底在粤港澳大湾区的土储约为1917.8万平方米，在本土企业中遥遥领先，此外龙光未来还有较多潜在孵化中项目，可成为其未来新的利润增长点。此外，奥园集团立足于大本营广州，近些年来向周边城市延展的步伐明显加快，2014年首入佛山、2015年进驻深圳，2016年布局惠州，截止2019年已实现了粤港澳大湾区9+2城市的全覆盖，于粤港澳的土储量为778万平米。

表：大湾区本土房企于湾区土储和占比情况（单位：万平方米）

企业简称	2019年土地储备建面	集团总土储占比
龙光集团	1917.8	64.86%
时代中国	1324.2	57.56%
佳兆业	1253.8	51.00%
合生创展	1228.5	49.46%
敏捷集团	1129.1	59.17%
越秀地产	1121.6	59.69%
合景泰富	951.0	46.18%
华发股份	826.6	37.23%
奥园集团	778.3	24.61%

数据来源：企业公布、CRIC整理



## 5、后起之秀世茂夺得外来房企货值榜首

值得注意的是，作为中国经济活力最强的区域之一的粤港澳大湾区，也成为了众多外来全国化房企的必争之地。在货值排行榜中，此类房企的数量达到了10家，总货值达到了1.5万亿元，占到了总货值的25%。在全国化扩张需求推动下，加上看好湾区未来的发展机遇，这类企业包括世茂、融创、远洋等，积极地在广州、深圳、佛山等地频频落子。

以世茂为例，最初是以上海为起点着重布局长三角，2010年世茂首次落子广州，2013年新进入深圳，2014年首次进入香港，2017年新进入惠州、中山、佛山，2018年新进入东莞。

随着2019年湾区纲要的发布，世茂同时通过大规模收购，实现重点拓展及补仓大湾区，享受湾区政策红利。据不完全统计，2019年世茂通过完成收购粤泰、泰禾、颐和、鸿荣等公司大湾区项目，涉及10宗并购交易，其中世茂收购大湾区项目的交易对价为177.3亿元，占同期全年交易总对价的35.6%。2019年世茂于粤港澳地区收并购及招拍挂新增土储建面518万平米，同比大幅增长1169%，并首次进入肇庆、江门、珠海三城，完成了大湾区除澳门外的十城布局。

在此背景下，截至2019年世茂于粤港澳的土储及货值快速增加，拥有湾区总货值3712.1亿元，相应土储建面达1546万平米，超越融创，夺得外来规模房企粤港澳货值榜及土储建面榜榜首。若伴随世茂与福晟“世纪大并购”的落地，未来世茂粤港澳货值还将大幅增长。

## 特别关注

表：2019年世茂收购的已确权部分粤港澳资产包（单位：万平方米、亿元）

宣布日期	卖方	标的物业	交易总价值	权益建面
2019/12	鸿荣	深圳龙华清湖三旧改造项目51%股权	40.23	15.29
2019/12	皇庭	深圳福田梅林49%股权	7.84	3.73
2019/9	泰禾	福建中维50%股权及债务	4.42	24.08
2019/5	泰禾	福建中维30%股权及债务	3.23	14.45
2019/7	粤泰	江门银湖湾项目70%股权	28.00	49.00
2019/7	颐和	江门台山颐和项目75%股权	13.00	66.43
2019/6	粤泰	中浩丰20%股权	2.79	5.40
2019/6	粤泰	广州天鹅湾二期100%股权	27.80	4.70
2019/6	粤泰	广州嘉盛100%股权	24.99	4.33
2019/5	泰禾	广州增城项目40%股权及债务	25.00	42.99
合计			177.30	230.39

备注：部分世茂收购的项目因无法在公开市场找到交易对价，交易价款（权益）按年报披露的对公允值计入；不含福晟正计划安排转股工作。

数据来源：企业年报、CRIC整理

展望未来，受益于粤港澳大湾区远景规划，释放巨大的改革制度红利，湾区将加速推进土地、户籍、投融资、社保、技术等制度改革进程，高素质人才的大量引进，及基建、交运、医疗、教育等基础设施的建设，高新科技产业的支撑，将给粤港澳9城房地产市场提供更为坚实的需求支撑，市场前景长期看好。

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

伍

# 企业纵深

## 「中小房企如何实现规模进阶」

研究员/谢杨春、吴嘉茗

当前房地产行业发展逻辑已然发生转变，由经济助推器变为稳定器、压舱石的过程中，过去高增长、高杠杆、高周转模式逐步向有质量、高质量的发展。行业变革中，规模房企已经率先做出反应，而原本资源、资金、销售等不占优的小房企生存压力显然更大。但“时代造英雄”，洗牌带来了风险，同样带来机遇。对于小房企而言，如何活下去、活得久是首要问题，之后才是如何活的好，实现规模的进阶。

如何在逆势中向阳而生？中小企业需要在“钱、地、产、营、人”等五大方面做好优化、做对选择、做好战略。其中“资金、土地、产品”护航企业活下去，“运营、组织”则是实现规模进阶的重要支撑力。

融资作为核心能力，是企业发展的命脉。对于当下资金为王的行情中，小企业更应注重资金的风险，坚持流动性、安全性高于收益性。

土地则是企业赖以生存的根本，鉴于房企资金有限，坚持区域深耕、做熟做透城市是首选策略。“先走再跑”意味着做最安全的投资、选对城市在当下尤为重要。

产品力的打造可以让企业在细分领域提供差异化的服务，提升品牌的同时可以提升企业的综合竞争力，一定程度上可以弥补资金的劣势。

如何才能在逆境中制胜以及弯道超车？除了在资金、投资和产品上持续变革，在运营和组织上小型房企同样需要苦练内功。



## 一、面临困局，小型房企生存空间遭挤压

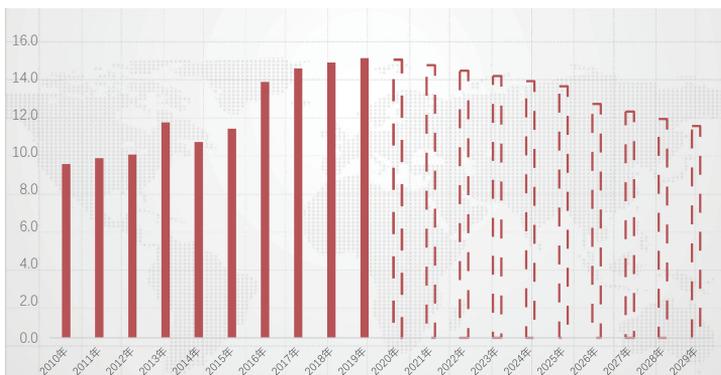
规模房企在行业内掌握绝对话语权，凭借自身资金实力，无论是销售还是投资上，资源都更倾向于龙头企业，小企业的生存空间进一步遭受挤压。尤其在当前行业规模触及天花板后，市场份额的减少加剧了这一生存困境。

### 1、规模见顶、行业集中度愈发集中，资源成为小房企发展的掣肘

2010-2019年是房地产行业高速发展的十年，期间商品房销售金额、面积增长215%和64%。在行业火爆的十年里，造就了万科、恒大、碧桂园等长期稳居前十的龙头房企，同样见证了新城、世茂等房企的崛起。

随着经济调结构的不断优化，当前房地产行业定位由原来的“助推器”转为“稳定器”。房住不炒大方向下，正逐步由高速发展转向有质量的发展。在大部分居住需求得到满足后，行业销售规模天花板已经显现。预计2020-2029年仍有130亿平方米增长空间，但年成交绝对量和增速都将放缓。

图：2010年-2029年商品房销售面积（单位：亿平方米）



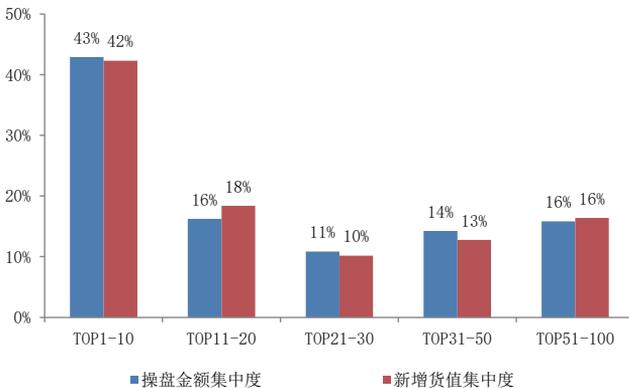
数据来源：国家统计局、CRIC测算

行业规模见顶之下，资源更集中在规模房企之间无疑进一步挤压了小房企的生存空间、加大了规模进阶的难度。

数据显示，2019年销售排行榜TOP50房企权益销售金额集中度达到43%，几乎占据行业一半。而TOP51-100、TOP101-200梯队集中度在下滑。竞争格局加剧的同时梯队内名次变动更频繁，小房企的生存空间不容乐观。

投资端凭借着资金优势，资源同样流向规模房企，小房企拿地越来越难。2019年42%的新增货值都被销售TOP10占据，TOP50更是占据了84%的货值。且在拿地方式上，联合拿地虽然已经成为常态，但多数仍是以强强联合为主，小企业想要分一杯羹难度颇大。

图：2019年百强房企销售金额、新增货值集中度



数据来源：CRIC及公司公告

因此，在行业规模触及天花板，市场份额不断缩小的大背景下，销售、投资话语权主要集中在规模房企当中，小房企的生存空间不容乐观。



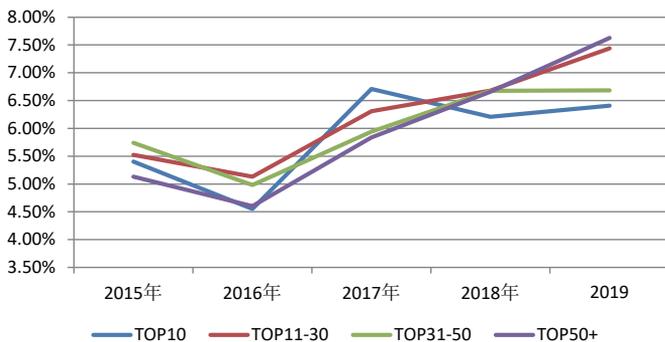
## 2、资金面几无优势，融资成本过高成为小企业的悬顶之剑

作为企业发展最核心指标，融资的优势是企业规模快速发展的助力之一，也使得这些企业能够充分的去调整自己的战略布局。

过去高杠杆、高负债发展模式背后是公司规模的背书。相较规模房企而言，业绩在100-300亿小企业贷款难、融资难，且多数没有上市，融资渠道相对单一。资金面的“先天劣势”会加大土地资源获取、营销等多方面难度，阻碍规模快速扩张。例如资金充足、融资成本低的国企及部分区域深耕的规模房企已经提前在疫情期间“逆市布局”。小企业没有资金支撑“抄底”，规模进阶受影响，反过来又会影响融资，陷入恶性循环。

尤其是自2019年以来，行业的融资环境收紧，整体融资成本升高的情况下，小企业的融资劣势被进一步放大。2019年CRIC监测的80家房企来看，平均融资成本达7.47%，为近五年最高。值得注意的是销售50强以后房企融资成本上升的速度非常快，不仅为各梯队最高，也显著高于行业平均，融资压力十分显著。2020年以来，这种趋势并未缓解，即便疫情期间央行多次放水，但最终流入房地产资金有限，小企业所获更是杯水车薪。

图：2015年-2019年各梯队融资成本变化



数据来源：CRIC监测及企业公告

此外，从近两年企业融资具体业务情况来看，融资利率高于10%的企业中超过4成来自于TOP50以后房企。其中不乏已经上市房企如当代、景瑞发行的境外优先票据融资成本高达13%。由此可见，对致力于规模再上台阶的小房企而言，资金的压力将影响到各个方面。

表：近两年融资成本高过12%房企融资情况（略）

### 3、品牌溢价不高，机制体制尚不成熟成规模增长“拦路虎”（略）

## 二、以史为鉴，周期波动中“黑马”房企发展模式值得借鉴

如何在当前行情中突破重重阻碍实现规模进阶？我们认为过往崛起的“黑马”房企发展路径、战略重点值得借鉴和学习。

过去的数年中，房地产行业曾经历两次较大规模的整体扩张：2008年受到国际金融市场震动的影响，国家采用了宽松货币政策积极救市，热钱涌入楼市带动了房企业绩大幅扩张，2009年万科、绿城、保利、中



海的销售额都超过400亿元，后来也成为第一批“千亿房企”。

在经历过一段调整横盘期后，受到去库存政策刺激，2016年的房地产市场迎来新一轮高热。一二线城市房价率先大幅上涨带动了三四线城市热度攀高，整体楼市量价齐升。不少提前深度布局三四线的房企抓住红利，业绩得到了大幅增长，其中中梁控股从2015年仅有168亿的销售额到2019年全口径销售额突破1500亿元，成为行业最受瞩目的“黑马”房企。

对于目前仍处于百亿规模的小型房企而言，如何在行业集中度持续上行中维持生存，以及实现规模扩张、业绩逆市增长是当前面临的主要难题。而理解中梁等企业是如何完成“突围”、其战略方式如何，对小型房企规模提升具有一定借鉴意义。

**表：部分2015年至2019年业绩增长较快的中型房企**

对标企业	2019年全口径金额	2018年销售额	2017年销售额	2016年销售额	2015年销售额
中梁控股	1527	1289	758	337	168
祥生地产	1159	1029	568	325	109
美的置业	1011	790	450	213	115
新力地产	987	887	428	161	36
卓越集团	949	553	367	325	233
华发股份	923	555	350	371	118
俊发地产	528	550	381	190	108

数据来源：历年销售排行榜

## 1、战略上采取先深耕、后扩张，从区域型转向全国型（节选）

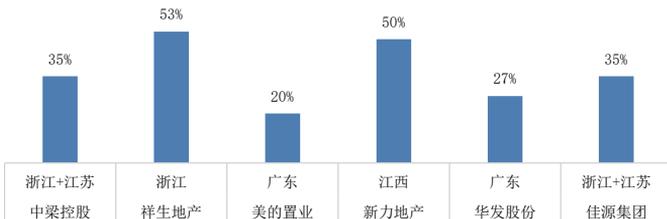
回顾以上逆市扩张房企成立以来的布局历程，明显可以看出小型房企的发展主要遵循“从区域到全国”的路径，在立足大本营、有一定资本后再向全国扩张：以中梁、祥生和佳源三个浙系房企为例，三家房企在踏出浙江后的首选区域一般为江苏或上海，一方面江浙沪之间互通便捷，便于企业组织架构的拉开和建立，另一方面长三角作为经济基础最

好的城市群，房地产发展底蕴十足。

在长三角建立大本营后，佳源2016年开始进驻珠三角，2018年进军北京、天津等更远的城市，中梁早在2017年便开始开拓西南、西部市场。

截止至2019年上半年，这些房企总土储中仍有较大的比例位于“大本营”区域，在向外拓展的同时，也依然注意保持深耕区域的土地储备。从六家典型企业的土储来看，平均仍有近4成位于深耕区域，而其中祥生、新力这一占比超过50%

图：中梁、祥生、美的、新力、华发、佳源总土储中位于深耕省份的比例（按建面）



数据来源：CRIC整理，总土储数据截止至2019年上半年

## 2、短期业绩快速上涨，规模扩张各有“打法和长处”（略）

区域经济发展的不平衡导致企业在投资布局偏好上有一致性，尤其三四线城市的布局上有明显共同点。除土地储备以外，过去几年业绩快速上涨的企业在项目运营、投资、产品等方面各有所长，打法不一，其中不乏值得小型房企借鉴参考的模式。

**中梁：精准投资回避过热市场，强调资金高周转（部分略）**

**祥生：“四全打法”+“五个前置”，实现三四线降维打击（略）**

**佳源：收并购助力规模扩张，标准化、产业化推动产品发展（略）**



美的：凭借差异化定位，智慧产品提升企业利润（略）

### 三、他山之石，聚焦“资金、投资、产品、组织”优化

参考业绩快速上涨的企业成功之处，可以给小型房企运营带来一定的借鉴。在小房企发展中，“钱”、“地”、“产品”和“人”是重要一环，因此本章主要聚焦于资金、投资、产品、组织架构四个方面，看看“黑马”房企是如何具体优化。

#### 1、资金：开发多渠道融资，提高资金使用效率

小型规模房企在扩张规模时面临的一大难题在于平衡高杠杆、高速扩张与企业现金流安全稳定，尽量多渠道融资、且通过合作等方式提高资金利用率，是小型房企维持现金流周转的重要方式。

2016年以来，cric监测的近百家上市公司平均融资成本为6.13%，而本次主要对标的典型房企发债的平均融资成本显然偏高，佳源、中梁、俊发、新力、卓越平均融资成本均高于行业平均，仅有美的、华发平均融资成本较低。

图：部分典型房企2016年以来平均融资成本



注：仅计算境内外债权融资，且不含银行贷款、信托贷款、委托贷款和其他非标融资方式

数据来源：CRIC

对标企业中，华发、美的在融资成本方面优势较为明显。具体来看，华发2018年的年报显示，报告期内，华发积极创新融资模式，积极优化融资结构，成功发行两期私募债，共计募集资金40亿元；通过银行间市场交易商协会成功发行中票10亿元，申请注册永续中票额度50亿元并首期发行15亿元，为公司筹集到较低利率水平的发展资金，整体平均融资成本5.87%，保持在行业较低位。

美的置业财报显示，2019年上半年，美的置业低成本银行借款比重由50%提升至67%，成本较高的信托融资占比由24%下降至8%。近期市场受到疫情影响整体表现趋冷，美的2月24日公告称发行14.4亿公司债券，票面利率4%，在房企发债利率中几乎达到最低水平，此笔融资也大大增强了美的置业抗风险的能力。<sup>①</sup>

对于小型房企而言需注意调整自身债务结构，尽量增加中长期债券的比例，控制现金短债比，保证现金的流动性；同时尽可能增加利率相对较低的银行贷款，调低信托融资比例。此外，境外贷款的平均利率较高，需谨慎评估偿债压力。

虽然从央行、财政部等部门表态来看，房企的融资环境不会“大水漫灌”，但住建部提出促进银企合作，鼓励商业银行给予信用优良的企业以融资支持，部分地方政府也在“一城一策，因城施策”的思想指导下对当地房企的融资政策给予了优惠，对房企融资产生利好。

表：2015年至2020年前3月监测上市房企境内外融资成本

分类	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年前3月
境内债券融资	5.15%	4.73%	5.59%	5.87%	5.21%	3.87%
境外债券融资	6.87%	5.61%	6.79%	7.27%	8.10%	8.51%
合计	5.42%	4.81%	6.27%	6.53%	7.04%	6.58%

数据来源：CRIC

<sup>①</sup> 参考资料《108亿超额认购、利率4%，美的置业发债利率创新低》，<https://tch.sina.com.cn/roll/2020-02-25/doc-iimxsstf4175319.shtml>



除拓宽融资渠道，降低融资成本以外，提高项目周转速度和资金的使用效率也是小型房企需要修炼的能力：以祥生为例，2018年6月以前拿地项目在年内可完成85%的去化，得益于资金高速滚动，祥生的总资产负债率低于行业平均水平；另一快速扩张的典型企业中梁也实行以现金流为中心的运营策略：鼓励项目开工5个月现金流回正，6个月资金进行第二次投入，资金的高速转动降低了不良资产沉淀，也对中梁持续投资拿地提供了保障。

为提高运营效率和资金使用率，美的置业表示2019年上半年持续优化了内部管理体系，通过建立数字化运营体系，数据化销售平台等方式提高运营效率，进一步提高了库存去化率和资金周转率，已竣工待售物业从43.83亿下降至38.13亿元。<sup>②</sup>小型房企要做到高效运营、资金高效使用，应当同步发展数据化运营管理和销售平台，打好高效运营的基石。

## 2、投资：聚集长、珠三角三四线，深耕大本营区域

此类规模逆市扩张的企业多发源于三四线城市，对城市运营方式更加熟悉。如中梁发源于温州、祥生成立于诸暨、佳源起步于嘉兴，优先选择三四线后，在规模达到一定程度再转向一二线拿地。

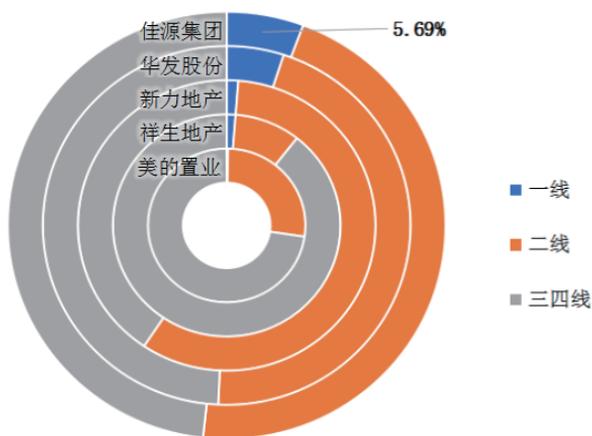
从企业的总土储能级分布情况来看，位于一线城市的土储占比较低，仅华发、佳源各有5%左右的土地储备位于一线城市。一线城市土地资源稀缺，优质地块的竞争也较为激烈，其次各类公共设施、保障房配建等要求严格，上市后也面临限价、限售等较多政策调控，运营难度和盈利难度都较大，不适合中小型房企早期拿地发展。

回归二线城市是不少房企2019年拿地的主要战略，相对一线而言，

<sup>②</sup> 参考资料：《美的置业半年报里的行业趋势：持续高质量增长得走这条路》，[https://www.sohu.com/a/335206390\\_639898](https://www.sohu.com/a/335206390_639898)

二线城市既有人口、产业的优势，土地资源又相对宽裕，更适合作为中小型房企转向高能级布局的第一站，布局二线城市时也主要选择深耕区域的核心城市。成立于南昌的新力地产总土储中有58%位于二线城市，除南昌外还积极布局了长沙、武汉等同为长江中游城市群核心的两个省会城市；佳源也有接近5成土储位于二线，主要位于杭州、合肥、南京、宁波等长三角城市。

图：佳源、华发、新力、祥生、美的总土储城市能级分布情况（按建面）



数据来源：CRIC整理、2019半年报

长三角、珠三角由于区域整体经济情况良好，三四线居民也有较强的购买力，且区域内的核心城市具备较强的辐射能力，带动了周边三四线城市需求、房价的上升，导致珠三角和长三角的三四线城市成为房企最青睐的选择。

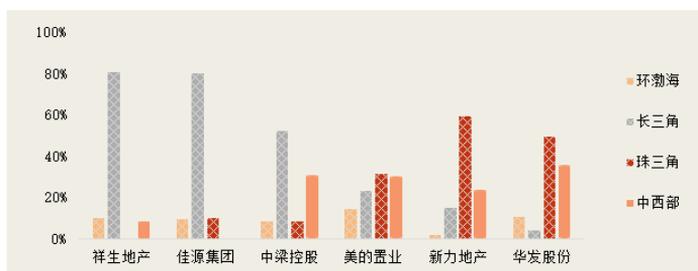
从典型房企来看，三四线城市的总土储分布中，长三角和珠三角明显占比最高。扎根长三角的祥生、佳源均8成以上的总土储位于长三角，



中梁2019年上半年新增土储中也有52%位于长三角；而从深耕珠三角的企业来看，华发、美的三四线土储中各有50%、31%位于珠三角。扎根于长、珠三角的企业在布局优质三四线城市上有天然优势，也是企业规模得以较快扩张的原因之一。

对于深耕区域不在长三角、珠三角的企业而言，积极布局这两个区域也对业绩提升有重要作用：新力集团的三四线城市土储中有59%位于珠三角、15%位于长三角，从布局策略来看，长三角、珠三角也是其选择深耕的两大区域；俊发集团作为云南本土龙头房企，以“深耕云南，布局全国四大区域”为战略，目前云南以外的三四线城市中目前仅进驻了无锡、佛山和海南万宁。

图：6个典型企业三四线城市总土储分布情况（按建面）



数据来源：CRIC整理、2019半年报

此外根据企业的战略的不同，拿地偏好也有一定差异。以祥生为例，特色小镇集团作为祥生的重要战略板块，在全国布局了30多个特色小镇，受到小镇项目性质的影响，祥生的土储下沉程度较深，分布在地级市和县级市的比例为5:7。

祥生在城市选择上有两个标准：一：能够产生高溢价；二：城市的房地产活力较强，能够实现快速去化是选择城市的硬指标。祥生选择的

绍兴、湖州、衢州、嘉兴、舟山都是平均宅地容积率较低的城市，祥生2016年在诸暨新增50万平方米土储，平均容积率仅1.4。在三四线城市房地产已经不缺供应的情况下，依靠改善产品更能够提升业绩。总的来看，祥生在三四线城市的布局上偏好一、二线大城市的卫星城市群，一方面承接大城市外溢客群，另一方面可通过品质型产品获得高溢价。

**3、产品：拥有成熟产品线，根据不同市场打造特色产品（略）**

**4、组织：集团放权支持区域发展，人才培养保障企业扩张（略）**

## 四、变革突破，区域深耕之下保持资金稳健和精准布局

通过借鉴典型企业的发展路径和经验来看，结合当前“增量未结束、存量刚开始”、城市愈加分化的市场行情来看，小房企突围集中在“钱、地、产、运、人”等方面，仍应该通过聚焦资源进行区域深耕，做熟做透市场，“先走再跑”避免为追求规模盲目扩张。资金上以稳健为主，坚持流动性>安全性>收益性，保证现金流。投资上选对城市尤为重要，核心城市圈内三四线并非无利可图，小项目快进快出，通过周转速度抢占市场红利。

### 1、集中资源区域深耕，深入增量市场之后找寻存量增值服务（节选）

目前行业处于“增量未结束，存量刚开始”的格局。对于小房企而言，即要把握好增量市场空间，也要紧抓存量市场的机遇。

对于增量市场，战略上依旧以住宅为核心，从过往周期中黑马房企来看，初始阶段多元化的布局几乎尚未涉及，由于资金、资源有限，因



此主要精力仍需集中在住宅开发。无论是一二线还是三四线，商业办公市场销售都面临巨大困境，且商业模式发展需要大量资金和长期的回报周期，因此例如新城、旭辉、龙湖等商住双轮驱动的发展模式并不适合小型房企。

增量市场采取区域深耕的战术，做熟市场，提高市占率，只有深耕才会有新机遇。一方面是实力、资金的限制，需要小房企采取“先走后跑”的策略，专注在自身所熟悉的区域市场。例如中梁、祥生等发展都是从区域深耕转向全国化，且销售重点仍在大本营区域。另一方面，小房企往往在当地地缘优势明显，企业决策链更短，对当地的熟悉程度是其深耕的优势和机会。如果盲目对外扩张，资金分散，不仅面临行业周期波动的风险，也会直接影响自身所在区域的销售情况。

通过城市深耕，尤其是做熟做透市场。单个城市来说，市占率达到30%甚至更高才能获得品牌溢价、服务溢价，更重要的是能够形成多盘联动，面对市场外来的分食者才能有与之对抗的砝码。

## 2、稳健经营保证现金流，强调流动性>安全性>收益性（略）

## 3、把握周期做精准投资，小项目快进快出提高周转力（节选）

在目前城市分化的行情当中，精准、高效投资显得尤为重要，如何抓住市场周期的结构性机会，是小企业活下去甚至弯道超车的关键。如何精准投资？主要聚焦在选择哪里、选择怎样的地、用什么策略三个方面。

第一，选择一二线还是三四线？我们认为三四线不比一二线机会差，仍有发展潜力。但随着棚改退潮、需求透支，三四线市场要比一二线更难做。城镇化大背景下，强调区域深耕和地货比策略中，下沉三四线依然是首选。

从上文中过去几年中快速扩张的企业发展路径来看，主要起源于三四线城市，得以借势扩张，虽然是得益于这一轮三四线崛起，但也从另一方面也反应了小型房企要从一二线城市立足难度较大。

对于小型房企而言，一二线城市土地资源稀缺，且土拍门槛逐渐提高，基本已经被龙头房企、规模房企或是国企垄断，在市场分一杯羹难度较大。

城镇化推动下三四线仍有发展潜力。三四线城市经历一轮上行后，刚需基本得到满足，但随着城镇化率持续推进，三四线城市仍有大量农村转化为城市人口的红利。统计局数据显示，截止2019年末全国城镇化率达到60.06%，城镇常住人口达到8.5亿人，据中国社科院研究预测，到2030年城镇化率能达到70%，城镇人口达到9.5亿人<sup>⑤</sup>。城镇化的红利将大部分利好三四线城市，整体来看未来十年三四线市场仍有增量空间，以三四线城市作为突破口也能与区域深耕的战略相匹配。

第二，如何选择三四线？密切关注城市圈周边有人口、有产业、有收入支撑的优质城市。

在选择三四线城市时，由于城市数量庞大、范围广泛，且部分城市的房地产需求已经过一轮透支，短期内市场活跃程度难以恢复，所以选择优质三四线城市是小型房企需把握的首要方向。选择进入城市时，城市人口、产业、经济基础以及新经济活跃程度等都是重要参考指标。

结合2019年克而瑞发布的《286城市投资前景排行榜》来看，优质三四线城市主要集中于长三角、珠三角区域，佛山、无锡、惠州、东莞、温州等投资前景较好，房地产市场也较活跃的城市，位于长三角和珠三角的小型房企有天然地缘优势；而对位于中西部、环渤海区域，洛

<sup>⑤</sup> 参考资料：《中国网：社科院报告称2030年前3.9亿农业转移人口需市民化》，[http://cass.cssn.cn/meitiguanzhu/201308/t20130827\\_396113.html](http://cass.cssn.cn/meitiguanzhu/201308/t20130827_396113.html)



阳、株洲、湘潭和郴州以及环渤海则有淄博、唐山、临沂等城市发展潜力依旧巨大。

当然，如何精准选择城市布局也需要和企业的战略相匹配，以城市群作为深耕的基点对外扩张和选择。

第三，地块如何选择？控制风险不拿地王，通过小项目快进快出提高土地转化率，加快项目周转能力分散风险、聚焦收益。

首先，坚决不拿地王，小房企可凭借地缘优势尽量低成本拿地、避免高价地块。此外建议小型房企拓宽拿地渠道，寻找协议拿地、收并购拿地等方式。

其次，在项目地块的选择上，小型房企可以效仿扩张期的中梁：根据城市的人口、经济水平、成交量等指标将地块进行分级，从市中心到郊县地块的拿地体量从大到小。多数情况下市中心地块竞争激烈，小型房企拿地难度较大，如果在城市新区、外围、甚至郊县区域拿地，建议以小体量的项目为主。一方面小体量项目的操盘难度较低，另一方面小体量项目资金沉淀较少，对于小型房企来说一个大体量项目和多个小体量项目相比后者风险系数更低，资金滚动的效率也会更高，所以对小型房企而言选择快进快出的打法较为保险。

最后，打造快周转能力。虽然目前市场正逐渐从快周转型转向品质型，企业的高周转能力在当下并不被刻意被提起，但对于小型房企而言，即使目前不以高周转的方式操盘，仍然需要修炼“内功”，锻炼高周转操盘的能力。在此可以借鉴祥生“五个前置”的拿地模式，在拿地阶段提前完成设计、招采定标等工作的前置，提高项目落地后的开发速率。只有具备了高周转的能力，才能够市场机遇来临的时候把握窗口期，完成出货。

#### 4、重视产品力，通过产品提高溢价、提升品牌（略）

#### 5、提升管理、搭建组织，通过机制创新释放活力（略）

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。



## 「 目录 导览 」

### 一、面临困局，小型房企生存空间遭挤压

- 1、规模见顶、行业集中度愈发集中，资源成为小房企发展的掣肘
- 2、资金面几无优势，融资成本过高成为小企业的悬顶之剑
- 3、品牌溢价不高，机制体制尚不成熟成规模增长“拦路虎”

### 二、以史为鉴，周期波动中“黑马”房企发展模式值得借鉴

- 1、战略上采取先深耕、后扩张，从区域型转向全国型
- 2、短期业绩快速上涨，规模扩张各有“打法和长处”

### 三、他山之石，聚焦“资金、投资、产品、组织”优化

- 1、资金：开发多渠道融资，提高资金使用效率
- 2、投资：聚集长、珠三角三四线，深耕大本营区域
- 3、产品：拥有成熟产品线，根据不同市场打造特色产品
- 4、组织：集团放权支持区域发展，人才培养保障企业扩张

### 四、变革突破，区域深耕之下保持资金稳健和精准布局

- 1、集中资源区域深耕，深入增量市场之后找寻存量增值服务
- 2、稳健经营保证现金流，强调流动性>安全性>收益性
- 3、把握周期做精准投资，小项目快进快出提高周转力
- 4、重视产品力，通过产品提高溢价、提升品牌
- 5、提升管理、搭建组织，通过机制创新释放活力

# 「房企TOD项目发展现状及开发模式研究」

研究员/朱一鸣、贡显扬、汪慧、李丹

TOD模式是以公共交通为导向的开发模式。近年来，越来越多的规模房企参与TOD项目的投资开发，如万科、龙湖、绿地、绿城在广州、上海、杭州、珠海等城市都有TOD项目的布局。

对于政府而言，TOD可以提升城市公共出行的交通效率以及土地的利用效率，优化城市结构。对于房企而言，可以通过挖掘轨道交通物业的商业价值，实现区域物业的价值增长，并提升项目溢价能力。进而通过沿线商业及土地开发收益反哺轨交建设，构建城市发展良性循环。

但同时，TOD项目也具有开发周期长、前期投入高、整体回报慢以及空间设计难度高、业态规划复杂等特性，对开发企业的开发经验和资金实力有较高的要求。本文，我们将基于TOD模式，对房企TOD项目的获取途径、开发模式以及典型项目发展现状进行研究。

## 一、TOD模式概述及发展前景

### 1、规模房企参与TOD项目开发增多

近年来，有越来越多的规模房企通过与地铁公司合作或独立投资拿地的形式参与TOD项目的开发，TOD项目地块价值日益凸显。如万科、绿地、龙湖、绿城、越秀等企业在北京、深圳、上海、广州、南京、杭



州、重庆等城市都有TOD项目布局。

一方面，TOD项目主要布局在一二线城市。在城市土地资源稀缺的背景下，城市特定区域内的TOD发展规划可以为房企带来开发资源。另一方面，TOD项目具有与生俱来的区位和功能性优势。地铁上盖地块的交通配套优势，能为项目带来更强的溢价能力。

**表：近年规模房企TOD项目开发典型项目**

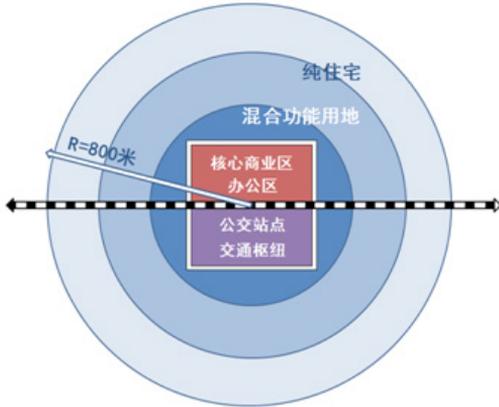
房企简称	TOD模式典型项目
万科集团	上海UNI-CITY万科·天空之城、杭州地铁万科未来天空之城、南昌UNI-CITY鸿海万科·天空之城
绿地集团	南京绿地万科云都会（金马路枢纽商业综合体）、无锡绿地·天空树（雪浪坪地铁上盖）
龙湖集团	重庆龙湖光年（沙坪坝高铁站枢纽）、重庆北城天街、北京房山天街、成都龙湖·西宸天街
绿城中国	杭州地铁绿城·杨柳郡、宁波轨道绿城·杨柳郡、宁波奉化绿城·桂语映月、哈尔滨TOD项目
越秀集团	广州地铁越秀·品秀星图、广州地铁越秀·品秀星樾、广州地铁越秀·品秀星瀚
京投发展	北京昌平京投发展·公园悦府、北京海淀京投发展·琨御府、北京丰台京投发展万科·西华府

资料来源：CRIC、公开资料整理

## 2、TOD模式以公交站点为导向延伸，多业态集聚

TOD（Transit-Oriented Development）是指在城市区域开发、规划设计的过程中，以交通运输为导向的一种发展模式，而非简单意义上的地铁上盖。其中，交通运输是指基于轨道交通或机场的公共交通站点，在城市中一般以火车站、机场、地铁站点或轻轨站点为主。区别于依赖私家车出行的形式，TOD更注重引导公共交通的通勤方式。同时，在公共交通站点的延伸区，主要通过步行、自行车等方式出行。

图：TOD模式示意图



数据来源：CRIC、公开资料整理

在用地规划上，TOD模式以公共交通站点为中心，400-800米（5-10分钟步行路程）划定半径，对范围内的土地进行深度开发，规划建设成为覆盖商业、办公、住宅、文化、教育等功能集聚的发展区域，并更注重垂直立体空间的开发利用。从城市整体的发展前景来看，TOD模式更倾向于借助公共交通线路及节点规划引导土地开发、产业及人口导入。最终通过构建多中心的城市发展格局，形成生态、低碳、交通便捷的宜居城市。



图：基于TOD的城市多中心发展格局



《上海市土地利用总体规划（2006-2020）》空间发展战略结构图

数据来源：CRIC、公开资料整理

### 3、TOD模式提高土地利用效率，优化城市结构（略）

### 4、城市轨交发展为TOD开发奠基，万亿规模蓝海市场可期（略）

### 5、近年来各城市TOD开发相关政策陆续出台

近年来，随着城市土地资源的日趋紧缺，在国务院、住建部、自然资源部等部门的统筹部署下，我国各城市在轨道交通建设的基础上，陆续出台TOD开发相关政策。在提高土地利用效率的同时，也为房地产开发商的市场挖掘带来新模式的契机。截至目前，我国40个开通轨道交通的城市中，已有近一半出台了TOD开发相关政策。其中，北京、上海、广州、天津、成都等城市更是积极探索“轨道+物业”的TOD开发模式，在促进集约用地的基础上，进一步考虑到周边及沿线规划的一体化，重构城市空间与服务，并将政策落实到细节。

（表略）

## 二、TOD主流开发模式及项目特征

### 1、目前国内主要的三类TOD项目类型

TOD模式根据公共交通运输载体的不同，自身的规划规模、主要用地属性、和区域影响力也会有较大的差异。目前从国内已有的TOD项目发展情况来看，主要可分为区域型TOD、城市型TOD、社区型TOD三类。

#### (1) 以商圈高铁TOD为代表的区域型TOD

区域型TOD是指以城际铁路站点、高铁站点为中心，以区域交通枢纽、商业办公、商务功能为主导的混合开发模式。通常，在这类TOD模式中，一般住宅属性用地比例较少。同时，区域型TOD除了铁路站点之外，还会与单条或几条地铁线路多轨交汇，构成规模较大的区域交通枢纽，并集成公共服务属性。相对而言区域型TOD具备更强的区域影响力，在国内以商圈高铁TOD居多，并最终发展成为城市副中心或城市商务中心区。

(图略)

如重庆龙湖光年项目作为“全国首个商圈高铁TOD综合体”，基于沙坪坝高铁站枢纽，以400-800米为半径，纳入龙湖集团旗下的商业、办公、长租公寓、养老等多种业态，总建筑面积约48万平方米。通过高铁、地铁、快轨、公交、客运五轨合一连通城区与城际，同时引进酒店、教育、餐饮、运动、休闲娱乐等多种功能商业形式，服务周边362万常住人口，成为重庆城市文化地标。



(2) 城市型TOD构建换乘枢纽与节点性商圈（略）

(3) 社区型TOD中纯住宅产品占比最高（略）

## 2、房企与地铁公司合作成为主流，实现优势互补

“轨道交通”和“复合业态”是TOD项目两大典型要素，与一般项目相比，TOD项目不仅对开发商物业组合开发能力提出要求，并且在土地出让、开发建设等环节对轨道交通专业背景和建设经验也都有较高的门槛，这也决定了TOD项目开发模式也具有一定的特殊性。

### (1) 目前房企参与TOD开发较为常见的三种模式

当前，由于具备轨道交通专业背景和开发资质的房企仍为少数，加上TOD项目开发复杂、投资大，多数房企发展TOD项目还是选择合作开发模式，房企与地铁公司合作已经成为主流趋势。从不同合作方式角度来看，目前国内较为常见的合作模式有三种：项目公司式合作、股权合作以及收益权合作。

项目公司合作模式，是房企与地铁公司先合作成立项目公司，再进行合作拿地开发，典型案例即为杭州地铁绿城杨柳郡项目。该模式下项目资金来自双方自筹资金，按所占股权比例进行投入。这种合作模式有助于满足拿地条件，同时可以分担拿地成本。

股权合作模式，是地铁公司拿地后，房企通过收购股权方式获取地铁公司TOD项目的部分权益，参与到开发建设中，典型案例即上海万科·天空之城项目。这种合作模式在国内采用较为广泛，主要是由于地铁公司具备轨道建设相关专业能力和开发经验，在拿地环节更具备优势。在该模式下，项目资金在合作前全部来自地铁公司，合作后由双方按股权比例承担。

收益权合作模式，是项目用地不发生股权转让，房企与地铁公司按照收益权比例进行投资，招标过程中，收益权与BT融资建设招标捆绑进行，典型案例即深圳红树湾项目。该模式是在股权合作模式受限的情况下的一种创新，目前还不成熟。

表：目前国内TOD项目常见合作模式比较

	项目公司合作模式	股权合作模式	收益权合作模式
参与开发方式	先成立项目公司，再合作拿地开发	地铁公司拿地后，通过股权收购获取项目权益参与开发	投标获取收益权比例
项目资金来源	合作双方按股权比例自筹资金	收购前地铁公司承担全部出资，收购后双方按股权比例出资	BT融资
主要优势	成本分担，减轻资金压力；前期投入可控	模式成熟，操作经验丰富	快速高效、减轻资金压力
主要劣势	获取土地存在风险	股权转让流程复杂，历程长	法律风险大，模式尚未成熟

资料来源：CRIC、公开资料整理

### (2) 合作拿地或股权合作获取土地是主流（略）

## 3、多业态垂直分布，住宅产品定位区域中高端（略）

## 三、典型房企参与TOD项目开发代表案例

### 1、万科集团：TOD开发成为业务新的增长曲线

TOD项目的布局是万科转型“城市配套服务商”的重要战略方向。2019年9月，郁亮就在交流会上表示，希望在TOD项目上寻求突破，为传统开发业务带来新的增长曲线，可见TOD项目的发展对万科转型的重要意义。

万科作为国内较早引入TOD开发模式的房企，不仅积累了丰富的经



验，同时也取得了一定的成果。开发模式上，万科主要通过和地铁公司合作，并已与杭州市地铁置业有限公司、深圳市地铁集团有限公司、长春轨道交通集团等多个地铁公司达成合作。目前，万科TOD项目已经布局上海、杭州、南昌等多个核心城市，并成功推出天空之城系列热销项目。

**表：目前万科主要TOD项目布局（万平方米）**

城市	TOD项目名称	建筑体量	交通站点
上海	万科天空之城	80	地铁17号线徐盈站
广州	万科世博汇	134	广州南站
珠海	万科翡玲苑、万科翠珑苑	100	珠海北站
南昌	UNI-CITY鸿海万科·天空之城	70	地铁3号线斗门站
杭州	杭州黄龙万科中心	41.3	杭州地铁10号线+机场快线
杭州	地铁万科杭行道	6.8	地铁10号线祥园路站
杭州	万科良渚未来之光	24.55	杭州地铁2号线新良路站
杭州	万科中城汇	16	杭州地铁10号线国际会展中心站
杭州	地铁万科天空之城	134	地铁5号线五常站
东莞	万科首铸东江之星	52	东莞R1线滨江体育公园站
东莞	万科城市之光	18.7	穗莞深城轨商贸城站
东莞	万科金地天空之城	12	R1线大朗西站

资料来源：CRIC、公开资料整理

### 典型案例：上海万科·天空之城（徐泾车辆段上盖项目）

上海万科·天空之城依托虹桥综合交通枢纽，位于17号线徐盈路站旁，总规模约80万平方米，是万科在上海的首个TOD项目。

该项目由万科与上海申通地铁资产经营管理有限公司合作开发，采取的是股权合作模式。2015年，上海申通地铁资产经营管理有限公司与上海轨道交通上盖物业股权投资基金通过合资方式成立项目子公司上海广欣投资发展有限公司，竞得青浦区徐泾车辆段上盖地块，即上海万科·天空之城项目，万科通过收购上海广欣投资发展有限公司50%股权获取该地块权益，从而参与到开发中。

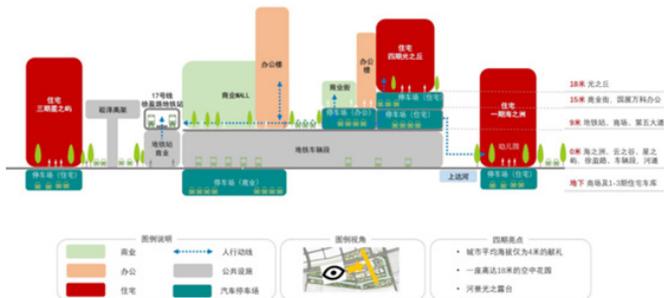
业态布局上，项目采取了垂直业态布局，融合了住宅、商业、办

公、体育公园、幼儿园等多重业态，其中有约10万方综合体，达到了土地的高效利用，满足了业主办公、商业、文化、教育、居住、休闲等不同生活需求。从业态规划来看，住宅产品占比最高，且地铁线较为单一，属于社区型TOD。

在设计规划上，整体项目路网规划复杂、多元，呈现蛛网式交错分布，将任何一栋楼与周边资源距离控制在500米，为此，项目还设计了一条高架步行桥。此外，地下结构规划了四层以上立体交通。值得一提的是，四期光之丘地块整体抬高18米，实现物理空间延伸，项目的独立性也更强。

上海万科·天空之城共推出四期，产品定位区域中高端。一期海之洲、二期云之谷、三期星之屿分别2017年3月、2018年3月、2019年7月开盘，四期光之丘是上海万科·天空之城最新一期，于今年5月开盘，占据整个项目最核心的地段。上海万科·天空之城的推出，在市场引起巨大反响，成为现象级产品，可见上海市场对TOD项目的认可。

图：上海万科·天空之城剖面图



数据来源：CRIC、公开资料整理



## 2、绿城集团：加快TOD项目的全国布局（略）

典型案例：杭州地铁绿城杨柳郡（七堡车辆段综合体地块）（略）

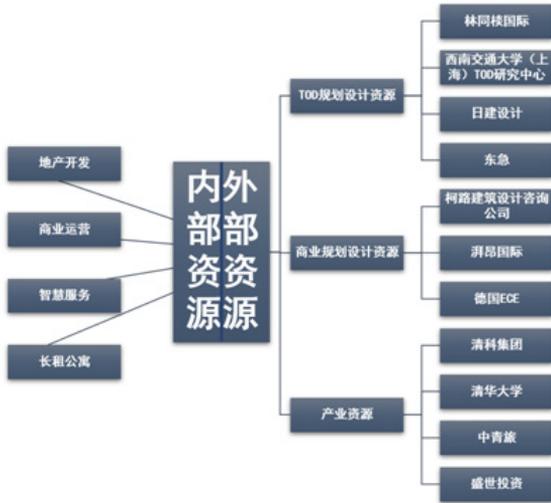
## 3、龙湖集团：以商业优势引领TOD发展

龙湖可谓房企中TOD开发的先行者，最早于2003年就开始对TOD模式进行尝试探索，代表作品为重庆北城天街。对龙湖而言，其本身丰富的商业经验为TOD项目的打造奠定了良好的基础。截至2019年年末，龙湖商业累计已开业商业项目39个，其中以TOD为主的天街商业项目开业26座，累计开业面积401.2万平方米。从目前的储备项目来看，预计至2025年龙湖天街项目将接近70座，其中基于轨交节点上盖的TOD项目将占到较大比重。

龙湖的TOD项目主要分布在高能级城市，并因地制宜细分为区域型及城市型产品，具体涉及聚焦地铁站枢纽的城市节点级项目和城市商圈级项目，以及围绕高铁站、轻轨、地铁等多交通节点的城市门户级和城市产业级项目。

拿地及开发模式方面，龙湖凭借内部复合业态叠加内外部资源优势，通常采用独立开发模式。龙湖打造专业的TOD团队，在全球范围内配置了优质的TOD规划设计资源、商业规划设计产业资源，鉴于丰富的资源优势，龙湖和当地政府、轨交公司进行的协调沟通也更加顺畅，例如重庆龙湖光年项目已得到国家发展改革委和中国铁路总公司的高度认可。产品业态方面，龙湖基于集团内部住宅开发销售、商业运营、长租公寓、物业服务、产城、养老等多元产业发展的经验，在TOD项目的打造上融入多元复合业态，并建立产业平台，提升管理效率。

图：龙湖内外部TOD资源优势



数据来源：CRIC、公开资料整理

## 典型案例：重庆龙湖光年（沙坪坝高铁站枢纽）

重庆龙湖光年是国内首个城市中心类高铁上盖TOD项目，属于典型的商圈高铁TOD项目。项目位于重庆沙坪坝区商圈，总建筑面积约48万平方米，通过高铁、地铁、快轨、公交、客运五轨合一连通城区与城际，以“站城一体化”为理念，设计以解决城市功能为主的市中心。

(部分略)

## 4、绿地集团：合作开发与一二级联动并进（略）

典型案例：无锡绿地·天空树（雪浪坪地铁上盖项目）（略）



## 5、越秀集团：联合广州地铁设立城市更新基金

越秀集团通过与广州地铁集团战略合作，自2016年以来探索实践“轨道+物业”TOD发展模式。截至目前，已有品秀·星图、品秀·星樾、品秀·星瀚三大TOD项目在广州落地。

发起设立广州轨道交通城市更新基金，合作成立平台公司进行TOD项目开发。越秀集团自2016年4月牵手广州地铁集团，在资本运作、金融服务、物业开发、云计算等领域达成全方位合作。2017年7月，由越秀集团牵头，联合广州地铁集团、珠江实业等企业共同参与发起设立广州城市更新基金，总规模2000亿元。其中，首期“广州轨道交通城市更新基金”规模为200亿元。

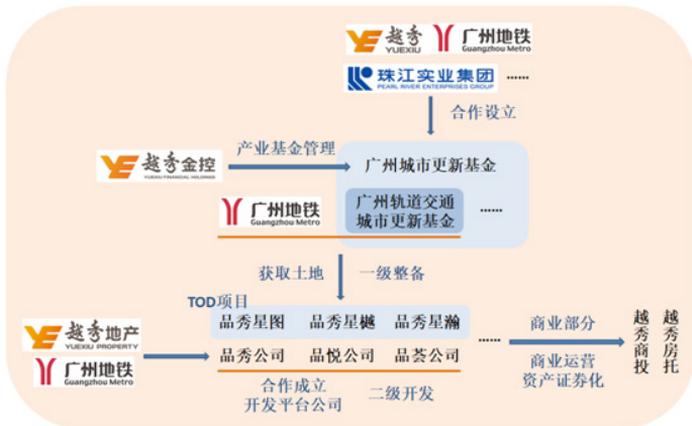
表：越秀地产于广州的三个TOD项目基本信息（单位：亿元、万平方米）

项目名称	区位	地块	土地成交时间	地块总价	总建筑面积	最早开盘时间
品秀星图	增城区-新塘板块	地铁13号线官湖车辆段	2017/12/1	131.6	87.7	2018/12/8
品秀星樾	黄埔区-科学城板块	毗邻广州地铁6号线香雪站	2018/11/22	76.2	58.6	2019/11/30
品秀星瀚	番禺区-南站板块	地铁22号线陈头岗车辆段	2018/12/6	63.7	58.3	2019/12/27

资料来源：CRIC、公开资料整理

凭借自身的开发实力以及国企之间的合作便利，在开发模式上，前期主要由广州地铁集团获取土地，越秀金控产业基金管理联合广州轨道交通城市更新基金，完成地块的土地整备与一级开发。之后，由越秀地产通过股权收购的形式，与广州地铁集团合作成立项目开发平台公司，对TOD项目进行实际操盘开发。项目开发完成后，项目的商业部分还可以借助越秀旗下的商投和房托平台，进行商业运营或资产证券化。目前，越秀地产已经成立了城市更新集团，提供“一级整备+二级开发+商业营运+资产金融化”的全链条服务。

图：越秀集团轨道交通城市更新“地产+金融”全链条



数据来源：CRIC、公开资料整理

### 典型案例：广州品秀星图（官湖车辆段上盖项目）

广州品秀星图（官湖车辆段上盖项目）位于广州地铁13号线官湖站车辆段，与地铁13号线官湖站有机连接，直线距离约500米，步行5分钟即可到达。通过13号线即可直达未来广州东部交通枢纽新塘站，出行相对便捷。

项目总建筑面积达87.7万平方米，包含普通住宅、复式、别墅等多种产品，其中住宅部分建筑面积79.6万方，占总建筑面积近91%，是广州东首个百万方级的社区型TOD项目。另规划有商业建筑面积2.5万平方米，公建配套建筑面积5.2万平方米，包含两所幼儿园、一所公立初中及一所公立小学。

同时，作为广州市首个车辆段上盖项目，品秀星图利用车辆段上盖独有的高度差打造出四季不同、六级层级递进的落差园林。将地铁文化与城市美学融入园林设计，并通过高低设计引入自然风与低碳生态循环



系统，构建绿色生态的地铁文化社区。

图：广州官湖品秀星图项目效果图



数据来源：CRIC、公开资料整理

## 6、京投发展：轨道交通物业综合开发核心优势持续累积（略）

典型案例：北京·公园悦府（8号线平西府站上盖）（略）

## 四、房企发展TOD项目面临难点，有待进一步突破

尽管TOD项目的发展已经成为一种趋势，价值潜力不断凸显，但是也并非所有企业都能参与其中分享红利。当前，TOD项目发展还并不成熟，开发建设面临着资金投入、专业技术要求、利益博弈等一系列的难题。

### 1、主要布局在一、二线城市，拿地总价门槛高

TOD项目主要布局在一、二线城市交通中心的优势地段，地块资源稀缺，项目价值高，但同时也存在高地价、高溢价的问题。一方面，TOD项目一般由不同功能性地块组成，规模体量较大，拉高总价门槛；另一方面，TOD地块挂牌价普遍较高，且市场竞争激烈，也具备较强的溢价能力。

从2019年下半年以来的TOD地块情况来，成交总价均不低，甚至近百亿。例如，今年4月中信泰富广船联合体拿下广州地铁11号线地铁上盖地块，总价高达81.96亿元，折合楼面价约37216元/平方米，溢价率达45%，该地块创造了广州新的总价地王，将打造125万平方米的TOD城市综合体。在高总价门槛下，竞拍方需要具备一定的资金实力。

表：2019年下半年以来部分TOD项目成交情况（单位：亿元）

成交时间	城市	地块	竞得企业	总价
2020/4	广州	白云区地铁13号线二期槎头站场站综合体地块	广州地铁	43.17
2020/4	佛山	南海桂城林岳TOD地块（编号TD2020(NH)WG0005）	中交城投	52.65
2020/1	广州	荔湾区芳村大道南广船地铁上盖地块	中信泰富广船联合体	81.96
2020/1	杭州	武林新城华丰单元TOD地块(编号XC1004-R/B-06)	地铁集团&下城城投&蓝绿	20.55
2019/12	广州	黄埔区21号线镇龙车辆段上盖地块	广州地铁	51.89
2019/12	广州	黄埔区7号线水西停车场地块	广州地铁	35.80
2019/9	杭州	萧山地铁5号线停车场盖下区地块	万科	33.12
2019/7	成都	成都龙泉驿区行政学院TOD项目	成都轨道	27.27
2019/7	成都	成都武侯双凤桥TOD项目	成都轨道	23.64

资料来源：CRIC、公开资料整理



## 2、投资规模大、开发周期长，考验房企可持续投入能力（略）

## 3、空间设计和施工难度大，对专业技术和开发经验要求高

对于TOD项目来说，并不是轨道+物业的简单叠加，而是更加强调两者之间的协调和融合性发展，这对于开发商专业技术和开发运营经验都提出了更高的要求。TOD项目开发的难点主要体现在三方面：

一是空间结构复杂，空间设计和施工难度大。TOD项目要求对土地的高效利用，涉及不同工程的叠加。地铁上盖物业开发和地下空间的对接，一方面非常考验空间设计能力，空间设计的合理性和科学性是项目顺利开发的第一步，另一方面也要求施工团队需要具备专业性的开发技术和经验。

二是地上与地下空间对接，减振降噪技术解决方案是项目品质的保证。轨道交通是TOD项目的有机组成部分，不可避免地会产生不同程度的振动噪声，影响到居民正常生活。开发商需根据不同功能区振源特性和不同减振降噪需求，采取不同的减振降噪措施，尽可能避免这种影响，打消客群顾虑，因此减振降噪技术解决方案显得尤为重要。

三是多样业态叠加，如何布局将影响到整体运转效率。TOD项目不再局限单一业态，而是更加强调多元业态的复合，这也就意味着开发商来不仅要具备物业组合开发能力，也要具备商业、办公等多业态的运营管理能力。如何在空间上合理布局不同业态，促进业态之间融合是TOD项目的难点之一，将影响到整体运转效率。

此外，TOD项目牵涉多方利益需要协调。TOD项目的基本构成要素包括土地、轨道、物业等，并且这些要素的所属不一，一般TOD项目会涉及到政府、地铁公司、房企三大主体，如何平衡好各方的利益关系决定了TOD项目是否能顺利落地，这中间可能需要经历一段较长的协调博弈

过程。总体来看，TOD项目的开发建设面临了一系列的难题，房企参与TOD项目的门槛并不低，对资金实力、融资能力、专业技术、开发运营经验都有较高的要求。

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。



## 「 目录 导览 」

### 一、TOD模式概述及发展前景

- 1、规模房企参与TOD项目开发增多
- 2、TOD模式以公交站点为导向延伸，多业态集聚
- 3、TOD模式提高土地利用效率，优化城市结构
- 4、城市轨交发展为TOD开发奠基，万亿规模蓝海市场可期
- 5、近年来各城市TOD开发相关政策陆续出台

### 二、TOD主流开发模式及项目特征

- 1、目前国内主要的三类TOD项目类型
  - (1) 以商圈高铁TOD为代表的区域型TOD
  - (2) 城市型TOD构建换乘枢纽与节点性商圈
  - (3) 社区型TOD中纯住宅产品占比最高
- 2、房企与地铁公司合作成为主流，实现优势互补
  - (1) 目前房企参与TOD开发较为常见的三种模式
  - (2) 合作拿地或股权合作获取土地是主流
- 3、多业态垂直分布，住宅产品定位区域中高端
  - (1) 多业态垂直分布，满足全方位生活需求
  - (2) 住宅部分定位区域高端、产品“内外兼修”

### 三、典型房企参与TOD项目开发代表案例

- 1、万科集团：TOD开发成为业务新的增长曲线

典型案例：上海万科·天空之城（徐泾车辆段上盖项目）

2、绿城集团：加快TOD项目的全国布局

典型案例：杭州地铁绿城杨柳郡（七堡车辆段综合体地块）

3、龙湖集团：以商业优势引领TOD发展

典型案例：重庆龙湖光年（沙坪坝高铁站枢纽）

4、绿地集团：合作开发与一二级联动并进

典型案例：无锡绿地·天空树（雪浪坪地铁上盖项目）

5、越秀集团：联合广州地铁设立城市更新基金

典型案例：广州品秀星图（官湖车辆段上盖项目）

6、京投发展：轨道交通物业综合开发核心优势持续累积

典型案例：北京·公园悦府（8号线平西府站上盖）

#### 四、房企发展TOD项目面临难点，有待进一步突破

1、主要布局在一、二线城市，拿地总价门槛高

2、投资规模大、开发周期长，考验房企可持续投入能力

3、空间设计和施工难度大，对专业技术和开发经验要求高



# 「房企如何迅速实现单城百亿？」

研究员/沈晓玲、万任澄、查明仪

随着地产行业总量见顶，行业集中度不断提升，房企间的竞争持续加剧。一方面，规模房企凭借品牌、资金、财务等多方面优势不断抢占中小型房企的市场份额，中小房企面临生存之争；另一方面，规模房企之间的竞争也从未停歇，30强、50强房企面临地位之争，即使是龙头房企之间的霸主之争也依然存在。故对于不同规模的企业来说，扩大规模却是共同的诉求。

为扩大规模，势必要拓展布局城市数量，势必要在已拓展的城市快速占据市场。但是进入不熟悉的新城市，拉长管理半径，风险和成本不言而喻。那么如何选择城市，又如何在城市内快速做出规模，是所有企业面临的问题。

为解决此等问题，我们用“单城百亿”作为研究目标，即如何在一个新城市内实现销售破百亿。“单城百亿”即企业快速占据城市市场的实现，不仅能为房企的销售端带来增量空间，对于品牌力、市场影响力的建设也颇有裨益。我们从城市进驻、项目打造、营销手段、优势巩固四个维度展开分析，并以融创、金茂、旭辉为例，探究房企新进城市后，如何在三年内迅速达到百亿规模。

### 一、城市进驻优中选优，产品、营销奠定房企百亿之势

#### 1、根据市场容量和房企竞争强度锁定机会型城市

房企若想在进驻新城后快速实现百亿销售，选择有潜力的城市是第一步也是至关重要的一步。我们通过分析重点城市市场容量和房企竞争强度两个方面，来了解城市当前的房地产市场空间、竞争格局，以及未来的趋势。

城市市场容量指标，涉及2个方面，包含4个指标。现有市场容量由2019年商品住宅成交额反映，若商品住宅成交能占领高位，说明该城市目前有较为充裕且稳定的市场需求；未来市场容量由3个指标体现，分别是2013-2018每年常住人口平均增量、地均年均基础设施投资以及城镇化率。常住人口年平均增量能直接表示城市间人口迁移引起的变化幅度，城镇化率和基础设施投资共同作用更多反映了潜在的内在需求，若城镇化程度低且城市大力投资基础设施，说明城市化仍有较大空间且政府正在积极推进，这些人口未来涌入城市，将带来源源不断各层次的购房需求。

城市内房企竞争强度指标，由2个指标反映，分别为2019年城市金额前十房企市占率和前十房企中本土房企的金额占比。城市前十房企销售金额与城市总销售额之比越高，说明头部房企在城市的认可度较高，具备较强的竞争力，相对而言其他房企想要后来居上难度较大。另一方面，本土房企对当地的市场环境、户型结构、居民偏好等方面十分了解，且与政府的合作更为密切和长远。在这种情况下，若城市中本土房企当道，外来房企直接切入并占据一席之地有较大难度。



表：城市潜力评估模型

一级指标	二级指标
城市市场容量指标	2019年商品住宅成交额
	2013-2018常住人口年平均增量
	2013-2018地均年均基础设施投资
	第六次人口普查城镇化率
房企竞争强度指标	2019年城市金额前十房企市占率
	2019年前十房企中本土房企金额占比

注：市场容量指标越大代表市场容量越大，房企竞争强度指标越大代表房企竞争越激烈

数据来源：CRIC整理

结合上述选取的指标，针对市场容量及竞争强度两个维度进行打分，将样本城市（CRIC重点监测的22个城市）分为四种类型，并构建样本城市潜力指数散点图。

第一象限为机会型城市，整体市场容量较大，同时房企竞争较为温和，这类城市很有潜力，房企进驻后快速实现单城破百亿目标的机会较大。这类城市在市场容量方面表现突出，当前商品住宅成交量大，有较广的购房者群基础，同时在群体迁移上表现为人口流入和城镇规模扩大，人口持续增长在未来会带来持续的购房需求；另一方面房企竞争压力较小，市场开放程度更高，头部房企势力不是很强且未形成大型的本土势力，进驻风险较小。成都、上海、西安、杭州等均属于这一类城市，将在下文重点讨论。

第二象限和第四象限为突围型城市，整体市场容量与竞争形势相对均衡，这类城市潜力一般，机会相对不多，房企入驻需要找好切入角度突围，才能较快做到销售百亿。第二象限城市房企竞争小但可探索的市场空间不大，包括长春和沈阳；第四象限市场天花板较高但相对房企间竞争也大，包括北京、广州、深圳三个一线城市。这两类城市的房地产市场已经处于一种相对平衡的状态，现有布局的房企在当前市场容量下已达到相对饱和，若想在这类城市中打破平衡、突出重围，需要塑造差

异化的优势，从产品、营销、运营等角度辟出一片天地。

第三象限为谨慎型城市，整体市场容量相比城市不大，同时房企竞争也较为激烈。一面城市容量相对较小，一面强势房企不容小觑，所以快速实现百亿销售机会相对较小，主要包括厦门、福州和南宁。

图：22个样本城市潜力指数散点图



注：横轴代表市场容量，指标越大，即分布越靠右，表示城市的市场容量越大；纵轴代表竞争强度，指标越小，即分布越靠上，表示城市中房企竞争越小。

数据来源：CRIC整理

整体来看，机会型城市市场空间相对充盈，房企竞争格局相对缓和，但根据指标的选取，市场容量大有可能是因为当前商品住宅成交量大，也有可能是城镇化进程推进快，可发展程度高导致的。对于新进驻房企而言，这两种情形选择的进驻时机、方式以及开发节奏可能有所不同。若当前市场容量大应尽快进驻，尽快打造项目或选取与已进驻房企合作的模式；若仍处于城市化高速发展阶段，由于人口决定了中长期的房地产市场，可盯紧市场变化，伺机而入。

上海、杭州、重庆、青岛属于目前市场容量大的城市，2019年商品住宅成交总额均达到了3000亿元以上。其中上海成交额最高，约为4948



亿元，同时是22城均值的2倍，作为超大型一线城市，供需两旺且高均价拉高了房地产市场的成交规模。其次，虽城镇化已相对成熟，但基于对外来人口强大的吸附力，长期来看人口福利不会消失。最后，上海最大的优势在于市场包容性强，前列房企中过半都是外来规模房企，且前十市占率不高，仅为31%，呈现百家争鸣的竞争格局。在这样的情形下，应把握掘金机遇抢占先机，尽快切入市场以分得一杯羹。

苏州、西安、成都、长沙和郑州属于中长期机遇较大的城市，城镇化仍存空间且处于白热化阶段，城镇化率位于0.6-0.8之间，近五年年均地均基础设施投资最高达1909万元/平方公里。长沙2019年商品住宅成交额并不高，为2117亿元，但市场前景可期。一方面是由于城市化将带来巨大的市场需求，城镇化率仅为0.62，但投资额代表了22城中的最高水平，说明政府正在全力推动城镇化进程，城市发展迅速，会持续释放大量的需求；另一方面，常住人口平均增量也反映了潜在的市场空间，2013-2018年该数值为18.67万人/年。加上城市内房企竞争不是很激烈，从中长期看，此类城市投资价值较高。由于这类城市人口福利缓慢释放，房企可择机进入再持续深耕。

## 2、产品定位清晰、优质资源附加打造热销项目（略）

在入驻了适合的城市后，后续项目的打造则尤为重要，网红盘、爆款项目的出现往往能引爆市场热点、赚足吸引力，从而迅速提升房企在当地市场的品牌知名度，也有利于房企后续深耕。因此下文将从项目定位、体量两个角度分析，房企如何打造出热销项目从而迅速实现单城百亿？这些项目存在哪些特点以及共性？

定位清晰明确，核心区域主推高端精品系住宅，周边郊区主要定位刚需及刚改。以杭州热销项目为例，2019年杭州核心区域的热销盘包

括保利澄品、金地滨江万科悦虹湾、杭州壹号院、绿城晓风印月及保利滨江上品，单盘销售金额均突破60亿。由于项目地处萧山、滨江及上城三大核心区，拥有极佳的配套及区位优势，周边客群普遍具备较强购买力，对价格敏感度较低，更注重住宅居住舒适度、品质、设计感等方面因素。因此项目主打大四房、面积介于110-216平方米的改善系住宅，并配备4000-6500元/平方米的精装修，单房售价集中在500-1000万元/套，主要面向杭州中高端客群。而市区之外，由于其潜在购房群体收入水平相对较低，购买力有限且对于价格的敏感性较高，性价比则显得更为重要。以深圳万科星城项目为例，项目地处宝安区沙井板块，周边配套相对稀缺，距离市中心福田地铁站通勤时间约1小时40分钟。因此项目定位首置及刚需，主力户型则为79-81平方米的两房，43000元/平方米带精装交付，主打99万低首付。而周边在售项目均价在45000元/平方米，且不含装修，较高的性价比优势使得万科星城成为沙井片区的网红热盘。

表：杭州2019年热销项目基本情况（单位：亿元）

项目名称	区域	2019年销售金额	定位	主力户型及面积
保利澄品	萧山区	77.2	改善型	四房，111-120m <sup>2</sup>
金地滨江万科悦虹湾	萧山区	73.0	改善型	四房，110-127m <sup>2</sup>
信达壹号院	滨江区	63.4	改善型	四房，130-170m <sup>2</sup>
绿城晓风印月	滨江区	61.9	改善型	四房，130-216m <sup>2</sup>
保利滨江上品	上城区	60.9	改善型	四房，120-128m <sup>2</sup>

数据来源：CRIC整理

大盘“造城”运动，往往能引爆当地市场。2019年，不少房企通过“造城”的运动实现了单城销售金额的迅速增长，例如融创文旅城、中海华山珑城、亚运城以及金辉世界城等项目。这些项目的特点一方面在于体量大，整体建筑面积多在百万平之上，济南融创文旅城、中海华山珑城的建筑面积分别达到550万平方米、1020万平方米，因而初始投入较高，需滚动开发。其次选址离市区有一定距离、周边配套相对较少，



整体拿地楼板价较低。最后，开发商通过教育、商业、产业、文旅等多种附加方式，进行相关配套引入，提升板块价值。如亚运城引入重本率达到80.5%的名校广铁一中，实现0-18岁教育700米范围内全覆盖。融创文旅城则导入主题乐园、商场、医院等多种设施配套，居民在社区范围内即可享受到吃住娱购游一站式服务，对购房群体有较大的吸引力。值得注意的是，热门的大盘项目虽然能够在1-2年内实现单盘50亿甚至上百亿的销售额，帮助房企迅速实现单城销售金额的突破，但需注意其初始投入大、运营周期长、风险高的特点，如若前期未能形成良好口碑，后续加推销售将存在较大压力，因而对开发商的整体操盘运营能力以及相关资源导入都有较高要求。

**表：部分热销大盘项目情况（单位：亿元、万平方米）**

城市	项目名称	2019年销售金额	建筑面积	热销原因
济南	融创文旅城	134.5	550	吃住娱购游一站式服务
济南	中海华山珑城	110.3	1020	生态景观资源，教育、医疗导入
广州	亚运城	110.0	500	低总价，名校资源导入
西安	金辉世界城	95.9	300	商业、教育、办公资源导入
广州	科慧花园	71.0	78	产业资源导入

数据来源：CRIC整理

### 3、营销助燃热销项目，促企业打造单城百亿（略）

### 4、土储、产品、营销三大组合拳，巩固房企百亿优势

选好城市持续深耕，保证一定推盘供货节奏。打江山容易守江山难，实现单城百亿突破后，如何巩固优势并持续提升市占率将会是另一个难题。以龙头房企万科、保利为例，两家房企连续多年在多个城市均实现了单城百亿。根据企业最新年报披露，2019年，万科在21个城市销售金额位列第一，在12个城市位列第二，在CRIC监测的22城中，14城实现销售破百亿。保利在全国11个城市中销售金额排名当地第一，

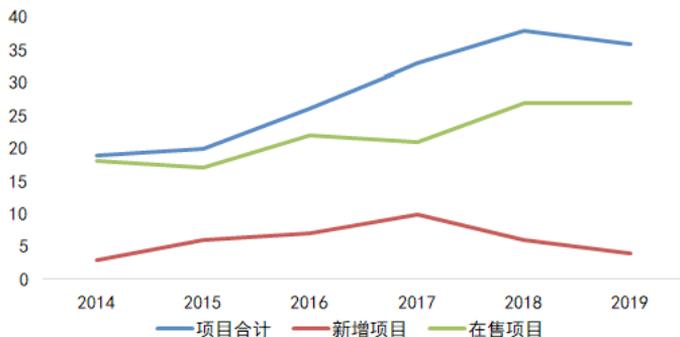
25个城市进入前三，在CRIC监测的22城中，11城实现销售破百亿。究其原因，主要在于万科、保利在选择好城市后，会持续不断进行深耕，每年保持一定的在售项目以及储备项目。以成都市场为例，保利自2013年销售首破百亿后，为保证当地市场份额，持续在项目拓展及储备方面发力。2014-2019年，保利每年保持20-30个在售项目，且每年拓展4-10左右新项目保证后续的推盘供货节奏稳定。

图：万科、保利2017-2019年在部分百亿城市当年项目总数（单位：个）



数据来源：企业年报、CRIC整理

图：保利2014-2019年成都项目情况（单位：个）



数据来源：企业年报、CRIC整理



持续贴近市场需求，注重产品提升。连续多年单城突破百亿的房企中，取得优势的第三点在产品力的提升。随着经济水平的增长，人均收入的提升，居民的购房置业需求不断变化，相应对于房屋品质、户型、设计等也提出的更高的要求，持续不断提升产品力的开发商往往能更受市场的青睐。以保利成都为例，2017-2019年，保利在成都连续三年销售均破百亿，其中17年更是突破200亿。除了较多的项目布局外，产品力的更迭创新也成为保利取胜的重要原因。17年，随着成都改善性需求购房群体的不断出现，保利首次引入产品系中“悦系”高端住宅项目——保利·堂悦。19年，成都保利举办主题为“让城市因设计而伟大”的产品力发布会，并在会上发布和光屿湖、国际广场、时代三大高端项目，三大项目侧重点均有所不同，为改善型客户提供更多的选择方案。

表:2017-2019年保利成都高端项目销售均价与成都商品房销售均价(单位:元/m<sup>2</sup>)

销售均价	2017	2018	2019
保利堂悦	19616	25905	/
和光屿湖	/	/	29420
国际广场	/	/	29267
成都商品房销售均价	11764	14636	15682

数据来源:企业年报、CRIC整理

互联网经济下，线上售楼、网红带货也有不错成效。巩固百亿优势的第三点在于营销拓客的能力。目前除了多盘联动、老带新、渠道拓客、折扣等传统营销手法之外。由于疫情影响，网上卖房、网红带货等互联网营销方式近期也逐渐兴起，并也取得了不错的成效。如恒大通过线上优惠+奖励+保障的三重组合拳刺激市场购房需求，通过低成本锁定房源、推荐享受高额佣金奖励、无理由退房等多种手法，提升客户线上购房的转化率，实现了销售金额的快速增长。此外，也有不少房企通过网红直播带货进行项目引流，如碧桂园在抖音打造“5爱5家直播购房节”，引入汪涵、大张伟等明星主持，直播总观看人数达到约800万。在

互联网经济下，开发商也可以尝试邀请城市名人宣传、在城市热门公众号、APP投放广告等方式进行项目营销。

## 二、融创驻泉城、金茂入温州、旭辉进杭，迅速实现百亿规模

### 1、融创中国：合作开发入驻济南，高端豪宅切入实现三年百亿

融创自14年11月首入济南，17年便实现单城销售破百亿，并且在随后两年不仅保持了单城百亿的销售额，更是位列济南销售金额榜首，进一步巩固了在济南的领先优势。下文将从进入方式、项目打造、优势巩固三个方面对济南融创如何迅速实现单城破百亿进行分析。

图：融创中国2015-2019年操盘金额及市场排名（单位：亿元）



数据来源：企业年报、CRIC整理

#### (1) 通过合作开发首入济南，凭借高端豪宅项目切入市场

14年11月，融创通过与深耕济南多年的本土房企建邦集团合作，开



启了济南的布局之路。借助建邦在济南一级土地开发资源，融创得以迅速获取核心区位大量优质土储。2015年5月，双方合作的首个项目财富中心首次开盘，项目位于历下区经十路与转山西路交汇处、奥体CBD核心区，定位高端精品豪宅，总建面达到167万方，分为多期滚动开发，前期的一级土地开发由建邦负责，融创则全权负责操盘及设计。高端的定位以及区位优势使得项目首开便获得热销，开盘当天去化接近七成，成交总额达到9.6亿元，并于当年实现了约23亿的销售金额，成为历下区销冠、位列济南单项目销售金额第五，核心区位高端项目的热销为融创在济南后续深耕打下了基础。

## **(2) 多项目齐发力，助力融创销售破百亿**

在赢得了一定市场认可后，融创与建邦又开启了东拓西进步伐。在济南东侧及西侧分别布局了中新国际城、财富壹号、财富壹号融悦等项目，单项目体量均超过50万方，其中中新国际城更是达到200万方。项目定位上，财富壹号、财富壹号融悦保持了高端精品的定位，中新国际城由于位于雪山片区，属于智慧新区，周边配套较少，主打刚需及刚改，16年7月首开1019套房源，开盘当天基本售罄。凭借前期积累的口碑、精准的项目定位以及较为优秀的操盘能力，融创17年销售金额顺利突破百亿，达到129.4亿元。

表：融创2017年主要在售项目情况（万平方米）

项目名称	规划建筑面积	开盘时间	项目区位
财富中心	167	2015/5/17	历下区
中新国际城	200	2016/3/5	雪山片区
财富壹号	84	2016/5/15	槐荫区
财富壹号广场	152	2017/9/25	槐荫区

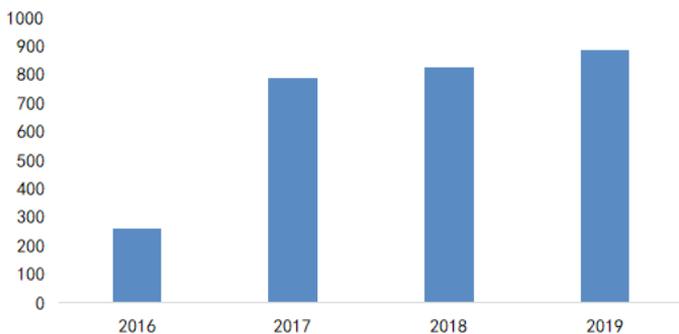
数据来源：CRIC整理

### （3）收购万达文旅大盘奠定优势，融创围绕济南持续布局

2017年7月，融创通过与万达商管签订协议，获取了万达商管包含济南文旅城在内的13个文旅项目，从万达商管接手的文旅城项目奠定了融创在济南的优势地位。文旅城项目体量达到550万方，是集旅游休闲、购物消费、文化娱乐、体育健身为一体的大型综合项目，业态十分丰富，受到济南市政府高度重视。18年首开当年实现销售收入56亿元，19年更是突破百亿。除了文旅城项目外，融创也在顺应居民需求的变化，于18年首次引入三大高端产品系之一的府系产品，推出了融创望岳府、融创清照府两大低密别墅系，单套售价800-1200万不等。19年，融创围绕济南持续布局，在历城区的孙村、彩石斩获多幅优质地块，新增土储建面达到173.5万方，拿地总价达到50亿元。截至19年末，除已开盘在售项目外，融创在济南的未开发土地储备建面达到888.5万方，货值超千亿，充足的土地储备能够有力巩固后续的销售优势。



图：济南融创2016-2019年未开发土地储备建筑面积（单位：万平方米）



数据来源：CRIC整理

2、中国金茂：“城市运营商”身份入驻温州，“府系”IP助两年破百亿（略）

3、旭辉集团：项目定位偏刚需，借助合作开发实现百亿规模（略）

### 三、好城市、好产品、好营销助力房企实现单城百亿

整体上看，在房企间竞争越发激烈的当下，单城百亿的突破不仅能为房企的销售端带来增量空间，对于品牌力、市场影响力的建设也颇有裨益。而选好城市、建好项目、做好营销是房企实现百亿规模的三大重要因素。因此我们提出如下建议：

#### 1、城市进驻：优先选择经济动力强、人口持续流入等高能级城市

基本面良好有利于持续深耕，政策调整影响较小。由于基本面良好，需求不易受到政策调控而大起大落，持续的人口流入能提供稳定的购房置业需求，有利于房企的持续深耕。对于有一定规模、财务相对稳

健的房企可以优先选择竞争激烈度相对较低、市场容量较广的上海以及杭州、苏州等热点二线城市。这类城市由于拿地成本相对较高，少数优质项目的打造即可实现单城百亿的突破。但相对三四线城市，房企间的竞争也会更为激烈，可以采取合作开发等方式进入。对于体量相对较小，资金实力并不占优的房企，则可以选择长沙、西安、成都、重庆等长期向好的二线以及部分三四线城市，进入门槛相对较低，但实现百亿的难度更高，需要个别大盘的热销或是多个项目共同发力。

### 2、项目打造：做好前期定位，在合适的地点做合适的产品

项目定位保持灵活，根据潜在客群打造对应户型。项目定位的成功与否直接影响后续去化的难易程度。整体上看，在地理位置优越、周边配套齐全的区域，潜在客群具备购买力强、价格敏感度低等特点，更注重产品的品质、设计、舒适度等方面因素，因此以改善型为主的项目更易实现快速去化。而在偏远郊区域，潜在客群的价格敏感度较高，性价比则显得更为重要，项目定位以首置及刚需为主。

### 3、营销手段：根据城市能级、区位的不同，制定针对性营销方案

热门城市核心区域宣传为主，外环远郊可适当加大折扣幅度。对于热门城市、核心区位的标杆项目，以宣传、推广等方面的营销工作为主，或加上小幅度折扣优惠，力度不宜过大。这类项目代表了企业的品牌形象，频繁或者较高的折扣优惠虽然短期有利于项目的去化，却不利于企业在当地的长远发展。企业可采取首次推盘时给与适当优惠，后续加推逐步提高售价等方式进行营销。对于城市能级较低、区位较偏的项目，购房群体的价格敏感度较高，适当提升折扣力度，并给予实物赠送、购房补贴等优惠能够加速项目的去化。此外，除了线下的营销方法外，房企也可尝试网上卖房、网红带货等互联网营销方式，通过多元化



的网络渠道开拓更多潜在客户。

#### **4、优势巩固：保证一定推盘供货节奏，持续打造标杆产品**

保证推盘供货节奏不断，持续提升产品力。实现百亿规模后，企业需要在拿地、开发、销售方面具备持续性，保证一定的推盘供货节奏。既要避免无货可售，也要防止大量同质化项目集中入市的尴尬局面，根据市场热度进行动态调整。此外，还需在标杆项目的打造、更新上持续发力，在行业增长由供给侧向需求侧的转变中，客户也将面临更多的选择，产品力将逐步成为未来竞争的关键点之一。

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。

# 「 目录 导览 」

## 一、城市进驻优中选优，产品、营销奠定房企百亿之势

- 1、根据市场容量和房企竞争强度锁定机会型城市
- 2、产品定位清晰、优质资源附加打造热销项目
- 3、营销助燃热销项目，促企业打造单城百亿
- 4、土储、产品、营销三大组合拳，巩固房企百亿优势

## 二、融创驻泉城、金茂入温州、旭辉进杭，迅速实现百亿规模

- 1、融创中国：合作开发入驻济南，高端豪宅切入实现三年百亿
  - (1) 通过合作开发首入济南，凭借高端豪宅项目切入市场
  - (2) 多项目齐发力，助力融创销售破百亿
  - (3) 收购万达文旅大盘奠定优势，融创围绕济南持续布局
- 2、中国金茂：“城市运营商”身份入驻温州，“府系”IP助两年破百亿
  - (1) 综合体项目切入温州市场，立良好口碑
  - (2) 中心城区布局“府系”产品，助金茂业绩冲高
  - (3) 为瑞安大盘项目造势，大力贡献业绩
  - (4) 持续拿地布局，将巩固百亿优势
- 3、旭辉集团：项目定位偏刚需，借助合作开发实现百亿规模
  - (1) 一南一北落子杭州，引入绿地、恒基合作开发
  - (2) 加大合作开发力度，实现规模迅速扩容



(3) 业绩稳定性欠缺，项目定位多为刚需

### 三、好城市、好产品、好营销助力房企实现单城百亿

- 1、城市进驻：优先选择经济动力强、人口持续流入等高能级城市
- 2、项目打造：做好前期定位，在合适的地点做合适的产品
- 3、营销手段：根据城市能级、区位的不同，制定针对性营销方案
- 4、优势巩固：保证一定推盘供货节奏，持续打造标杆产品

# 「房企三大收并购模式如何角逐？」

研究员/朱一鸣、贡显扬、汪慧、李丹

自2016年以来，房地产行业收并购热度持续高居不下，对于房企而言，收并购已经成为实现战略调整和维持规模增长的有效路径。但2018年以来，随着行业收并购机会减少，寻求优质项目难度的加大，收并购也面临更多的风险与挑战。

在此背景下，选择合理、有效的收并购模式是提高效率和效益的保证。本文我们通过梳理2019年收并购案例，总结了当前房企收并购的三种主流模式，并分析比较了不同模式的优劣势。面对收并购市场机会减少、竞争加剧的态势，房企该如何借助这三种模式脱颖而出？

## 一、2019年行业收并购机会减少，规模房企收并购力度不减

### 1、行业收并购持续，2018年以来市场收并购机会减少

2019年，政策调控持续、行业增速放缓，龙头房企提质控速发展。但同时，千亿房企数量进一步增长，行业集中度继续提升，各梯队房企面临洗牌。在这样的竞争格局下，2019年各大房企在拿地更趋理性的同时，拿地方式也更趋多元化，行业收并购持续。

据统计，2019年中国房地产市场行业收并购规模1839.6亿元（包含中国境内房地产开发、经营及服务），较2018年同比增长4%。但近两年



房地产行业的收并购较2015-2017三年间的规模有明显降低。可见虽然房地产行业收并购对企业的投资纳储和开发经营有着诸多优势，但随着早期性价比较高的优质标的被不断消化，从整个行业来看，2018年以来市场收并购机会减少、获取优质项目的难度加大。

图：2011-2019年中国境内房地产市场行业收并购规模



注：年度数据、包含中国境内房地产开发、经营及服务

数据来源：Wind、CRIC整理

## 2、规模房企主导、2019年收并购力度不减

虽然行业收并购机会减少，但2019年规模房企收并购力度不减。一方面，房企通过收并购获取的土地拿地成本较低、开发周期缩短、优势显著。另一方面，在2019年整体市场去化承压、行业洗牌的背景下，对自身财务情况较好、有布局扩张或规模增长意愿的房企而言，目前仍是较好的收并购时机。

(部分略)

## 二、企业收并购的四大战略意图

在行业增速放缓、政策调控常态化、招拍挂竞争激烈的背景下，房企资金端和销售端普遍承压，可持续增长面临挑战。面对行业变局，收并购成为越来越多房企实现战略调整和维持持续增长的有效路径。

从当前参与收并购房企的战略意图来看，主要分为四种：一是快速扩充土储；二是加快规模扩张；三是巩固市场布局；四是降低进入门槛。

### 1、快速扩充土储：融创、阳光城等土储规模高速增长

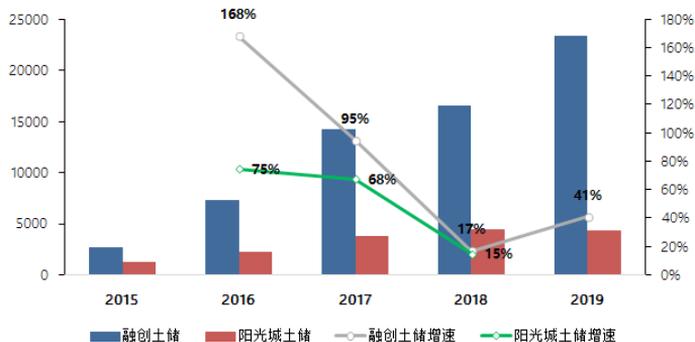
近年来，土地市场调控常态化，各城市在土地出让中设置不同程度的条件限制，叠加部分热点区域土地招拍挂市场竞争激烈，起拍价高居不下，房企拿地面临高门槛、高溢价的困境，优质项目更是难求。因此，越来越多房企转向二级市场，通过收并购获取项目资源，扩充自身的土地储备。相比招拍挂市场，二级市场收并购成本优势更加突出，土地、项目资源利润具备可控性，另外，收并购的项目资源选择空间较大，有利于优质地块资源的获取。

当前，收并购已经成为房企土储扩张的主要的方式，融创、阳光城等房企在收并购模式下均实现了土储规模快速扩充。融创自2016年开始减少在公开市场拿地，全面开启收并购拿地模式，全年新增土地土地储备5394万平方米，其中收并购占到2/3。此后2017-2019年，融创收并购持续发力，交易额连续三年在行业领先。在大举收并购拿地模式下，融创的土地储备也实现了越级跳，2016年年底土地储备达到7291万平方米，较上年末增加168%，2017年继续保持了大跃进式增长，增速达到95%，储备规模达到1.44亿平方米，到2019年融创的土储规模已经达到2.34亿平方米。



此外，2016年阳光城也加速推进收并购拿地模式，全年新增计容建面977.80万平方米，通过收并购方式获取13个项目，计容建面达835.9万平方米。2017年，阳光城收并购项目个数进一步扩张至53个，计容建面超过1000万平方米。借助收并购模式，阳光城2016、2017年土储规模分别增长75%、68%，达到增长高峰。近年来，阳光城保持了较高的收并购力度，土储规模也持续维持在高位。

图：2015-2019年融创、阳光城土储情况（单位：万平方米）



注：融创2019年土储规模截至年底；  
阳光城2019年土储规模截至6月底。

数据来源：企业公告、CRIC

## 2、加快规模扩张：世茂、金科通过收购在建项目加快实现销售

在行业增速放缓的背景下，通过收并购实现项目并表是房企实现销售规模扩张的快速通道。特别是收购一些在建项目，可以有效缩短项目的开发周期，快速形成销售，从而作用到企业业绩上。当前，房企在收并购项目选择上，一般倾向于现金流导向型项目，一是已经处于开发中的在建项目，二是积累了一定品牌效应的项目后期开发工程，这些项目有助于提高资产转化率，实现规模快速扩张。

(部分略)

3、巩固市场布局：阳光城大举并购进入核心城市（略）

4、降低进入门槛：恒大、绿地跨行业收并购推进多元业务顺利开展（略）

### 三、企业收并购模式比较及案例分析

通过梳理2019房企收并购案例，我们总结出房企收并购的三种主流模式，一是单项目导向型收购模式，二是资产包收并购模式，三是规模房企之间的股权并购模式。房企结合自身的战略规划与综合实力，选择合适的收并购模式，是收并购效益实现的关键。

#### 1、通过单项目导向型收并购，项目选择与参与更加灵活

单项目导向型收并购，是针对目标项目，以项目或所属项目公司的股权为标的进行收并购的模式，通常通过在建工程转让或项目公司股权转让方式进行。单项目导向型收并购的目的在于获取目标地块或项目，且目标地块或项目具有针对性，避免盲目接收。

在单项目导向型收并购模式下，由于目标项目或地块明确，总价、建设规模及区域位置各指标清晰，可以充分且全面地进行收购价值评估，也有利于项目后期规划，顺利实现销售、盈利。

##### (1) 单项目导向型收并购选择灵活，有助于获取高性价比项目

单项目导向型收并购模式最大的特点在于选择的主动权强，实际操作较为灵活，在项目的操盘、并表、控制权等方面均具备较强的选择空间，单笔交易总价也较为可控，有利于抓住市场机会，获取性价比高的



优质项目。

从2019年收并购案例来看，世茂单项目导向型收并购特征最为显著。2019年，泰禾、粤泰在现金流及债务危机下进行资产出售，世茂顺势接盘了多个项目。从收购方式来看，世茂并未一次性全盘接收，而是一个项目一个项目选择性收购，部分选择全权收购单独操盘，还有通过收购项目公司股权参与项目合作。在这样的模式下，世茂不仅更加自主地选择项目，而且掌握了对项目操盘、并表的选择权。

例如，2019年5月，世茂受让佛山泰禾院子项目30%权益，并未实现并表，2019年9月，再次收购了31%的股权，掌握了项目的控制权，并实现并表，这主要基于世茂对于该项目发展预期看好，并表有利于助力世茂业绩的实现；杭州蒋村项目也是通过二次收购，进一步提升项目的持有权益；此外，世茂还接手了广州天鹅湾二期、广州嘉盛项目两个在建工程，并全权操盘，值得注意的是，世茂在此之前在广州并无全权操盘项目，这两个项目的选择具备战略意义。

总的来看，世茂对于各个项目的评估各有不同，这也决定了世茂对不同项目的参与程度。在单项目导向型收并购模式下，可以充分考虑收并购效益最大化，项目的选择品质更有保证，有助于成功实现“抄底”。

**表：2019年世茂单项目导向型收并购事件（单位：亿元）**

收并购日期	转让方	目标公司	目标项目	交易价
2019/3/22	泰禾集团	杭州艺辉商务咨询有限公司 51%股权	杭州蒋村项目	3.8
2019/3/27	泰禾集团	漳州泰禾房地产开发有限公司 40%股权	漳州泰禾红树湾项目	6.3
2019/4/26	泰禾集团	杭州临安同人置业有限公司 49%股权	杭州临安同人项目	9.3

2019/5/17	泰禾集团	增城荔涛房地产有限公司、增城荔丰房地产有限公司各51%股权	广州增城项目	32.0
2019/5/17	泰禾集团	佛山市顺德区中维房地产开发有限公司30%股权	佛山泰禾院子项目	3.2
2019/5/17	泰禾集团	江苏东恒海鑫置业有限公司20%股权	苏州淀山湖项目	4.4
2019/8/12	泰禾集团	让福州泰禾运成置业有限公司30%股权	杭州富阳“野风山”项目	2.0
2019/9/18	泰禾集团	杭州艺辉商务咨询有限公司39%股权	杭州蒋村项目	2.9
2019/9/18	泰禾集团	佛山市顺德区中维房地产开发有限公司31%股权	佛山泰禾院子项目	4.4
2019/9/27	泰禾集团	福建泰信置业有限公司30%股权	漳州泰禾香山湾项目	3.0
2019/9/27	泰禾集团	福州泰盛置业有限公司50%股权	青云小镇项目	6.0
2019/6/5	粤泰股份	淮南粤泰天鹅湾置业有限公司20%股权	淮南洞山天鹅湾项目	0.8
2019/6/5	粤泰股份	淮南恒升天鹅湾置业有限公司80%股权	淮南公园天鹅湾项目	7.6
2019/6/8	粤泰股份	/	广州天鹅湾二期	27.8
2019/6/8	粤泰股份	/	广州嘉盛项目	25.0
2019/6/8	粤泰股份	深圳市中浩丰20%的股权	深圳贤合旧改项目	2.8

数据来源：企业公告、CRIC

### (2) 单项目导向型收并购模式下更加考验企业价值权衡

单项目导向型收并购模式，不仅提高了企业在收并购中讨价还价的能力，同时可以兼顾项目回报率，在项目的选择、参与方式、参与程度上更加灵活。但与此同时，也更加考验企业对于项目的选择、评估和预判能力。

(部分略)



### (3) 典型案例评估：广州天鹅湾二期项目（略）

## 2、通过收购区域管理平台公司，可以快捷高效地一次性获取打包资产

资产包收购模式，通过收购区域管理平台公司的全部或50%以上股权，取得平台公司的控股地位，从而全部或实际控制平台公司旗下各项目公司的经营管理权和财务权，实现资产包项目的操盘和并表。这种模式下一般涉及项目多，交易总价也高，项目跨城市、区域的可能性大，不仅对企业资产规模和资金实力要求更高，也考验企业的整合能力。融创和阳光城为这类收购模式的典型房企代表。

2019年11月，融创斥资152.69亿元收购云南城投持有的环球世纪和时代环球各51%股权，其中环球世纪和时代环球即为这次交易的平台公司，融创通过这两个平台公司一次性获取了位于成都、武汉、长沙、昆明等城市的18个房地产开发项目的经营管理权，截止公告日总建筑面积（不考虑潜在意向土储）达3071.6万平方米。

**表：融创中国及阳光城部分典型资产包收购（单位：亿元、万平方米）**

房企简称	协议时间	卖方	目标公司	交易金额	建筑面积	包含项目
融创中国	2019/11	云南城投	环球世纪及时代环球各51%股权	152.69	3071.60	成都、武汉、长沙、昆明等城市共18个开发项目
	2019/7	新湖中宝	瓯瓴实业、玛宝公司各90.1%股权	67.05	214.01	温州15个地块、启东市4个地块及上海一个地块
	2019/4	阳光100	重庆阳光一百70%股权	13.34	118.80	重庆国际新城项目、慈云寺老街项目
	2019/1	武汉中央商务区	泛海建设控股有限公司100%股权	125.52	129.65	北京泛海国际项目1号地块、上海董家渡项目
阳光城	2018/9	西藏旭瑞嘉	上海桑祥企业管理有限公司100%股权	49.71	133.68	重庆、乌鲁木齐四个项目（嘉湾壹号、长悦府、中央大道、银河财智中心）
	2017/9	Cheerworld Group Limited	Smooth Ever100%股权	31.85	28.46	广州天一地块、福林地块
	2017/6	富天国际	长晖投资和都思公司各100%股权	16.81	/	成都半山艾马仕、华阳绿野村
	2017/3	信业国际	上海信业100%股权	39.84	95.41	上海一宗地、佛山5宗地块

数据来源：企业公告、CRIC



### (1) 通过资产打包收购有助于实现更高的收购效率与性价比

资产包收购模式的优势主要体现在交易环节和交易对价上。一方面，该收购模式的交易主体为收购方和目标平台公司的原股东，双方达成收购协议后签订《股权转让协议》即形成转让，不需要征得平台公司旗下各项目公司的管理层或实际项目经营管理人的同意。如是，省去了收购方与每个项目公司沟通协商的繁琐步骤，收购效率大幅提升。

另一方面，资产打包一次性收购的性价比往往更高。相对于单项目交易或者公开市场拿地而言，大宗交易更容易通过协商降低溢价；亦或是涉及转让方的不良资产或财务问题，收购方出于规避风险考虑压低价格，整体项目均价往往更低廉。

(部分略)

### (2) 通过资产包收购能够快速扩储，巩固并优化战略布局 (略)

### (3) 资产包收购需谨慎关注不良资产掺杂以及潜在债务风险 (略)

### (4) 典型案例评估：融创收购泛海资产包

收购事件：融创于2019年1月，与泛海控股的控股子公司武汉中央商务区签订协议，以总对价125.53亿元收购其持有的泛海建设剥离部分资产后的100%股权。交易完成后，融创获得目标公司的剩余资产，即北京泛海国际项目1号地块，以及上海董家渡项目，总建筑面积达129.65万平方米。为控制风险，双方在协议中约定，拟剥离资产及其有关的所有债权、债务以及相应风险、义务、责任、收益均由武汉中央商务区享有及承担，与融创无关。

项目概况：融创此次通过泛海收购的两个项目均位于一线城市的核心区位。其中，北京泛海国际项目1号地块位于北京朝阳区核心位置，

紧邻朝阳公园，周边环境CBD、燕莎、丽都、朝青四大商圈，且教育、医疗配套成熟。该地块占地面积7.52万平方米，总建筑面积66.85万平方米，主要涉及住宅、商业、写字楼和酒店的开发，截至公告日项目刚启动，尚未开售。

泛海的上海董家渡项目包括10、12、14号三块外滩核心区位地块，位于上海黄浦区核心板块，紧邻黄浦江、豫园；周边环境外滩、人民广场、南京路、老码头、董家渡金融城，教育、医疗、商业等配套资源成熟。该地块占地面积12.03万平方米，总建筑面积62.8万平方米，主要业态包括住宅和商业。截至公告日，除了10号地块部分项目已经入市销售，其他均未开售。

表：截至公告日融创收购泛海控股项目情况（单位：万平方米）

收购标的	目标包含项目	项目属性	所在城市	建筑面积	权益	截至公告日项目进度
泛海建设控股有限公司剥离部分资产后的100%股权	北京泛海国际项目1号地块	商住、写字楼、酒店	北京	66.85	100%	刚启动建设，尚未开售
	上海董家渡项目	商住	上海	62.8	100%	大部分尚未建设

数据来源：公司公告、CRIC

项目评估：北京泛海项目地处在北京的四至五环间，位于朝阳公园板块，1号地将建成东四环地标性建筑综合体，业态包括5A级写字楼、顶级奢华酒店、高档购物中心及智能城市观景豪宅等，将打造成为CBD的功能补充和延伸。2019年6月，经北京市规划和自然资源委员会批准，该地块调整了规划，适当增加了住宅比例，缩减了商业比例。根据CRIC，周边在售住宅项目均价约10-19万元/平方米，周边在售写字楼项目均价约5-10万元/平方米，预计项目货值在300-600亿元之间。

上海董家渡项目地处上海黄浦区，为内环内浦江“S”湾核心地段，



在金融聚集带上，掌握城市重要脉络。随着“一城一带”的拟定，董家渡与外滩金融集聚带、陆家嘴形成鼎足之势，担负起全球第三大金融中心的核心位置，全球影响力攀升，将成为世界级不动产配置的优选。根据CRIC，融创·外滩壹号院（10号地块）目前已开盘的在售项目均价约11-12万元/平方米。值得注意的是，由于地块位置优越，在转让存在拆迁工作困难、进度缓慢等遗留问题。

预售情况：截至目前，上海董家渡项目的10号地块已部分开售，即融创·外滩壹号院。该项目总建筑面积约23万平方米，其由6栋18-22层高层住宅，和约2000m<sup>2</sup>的运动会所组成，最近加推时间为2019年11月。项目定位为高端改善型，社区内规划有大型综合商业、公众开放的大型景观绿化带。目前共推出289-334m<sup>2</sup>面积段的四种户型，进门双联排立体玄关设计，南向三房三卫，自然通风采光，全屋静流线区分明确，打造高品质豪宅。根据CRIC，该项目2019年全年实现销售金额65.43亿元，销售面积5.48万平方米，销售业绩领先周边项目。

综上，融创凭借强劲的操盘实力，足以应对遗留问题，实现项目价值收益的最大化。此外，区位地段的绝对优势，叠加融创卓越的产品力与品牌影响力，项目未来升值潜力可期。

图：融创·外滩壹号院周边在售项目情况



数据来源：CRIC

### 3、通过搭建战略合作平台，推进资产规模更大的股权并购

(1) 规模房企之间以股权并购的模式共同组建合作平台，实现“1+1>2”（略）

(2) 房企之间的股权并购涉及资产规模更大、交易周期更长

相较于单项目层面的并购、以及收购资产包形式的股权并购外，在两家或多家规模房企之间的股权并购中，涉及的资产规模更大、整体的交易周期也会显著拉长。而正是通过搭建战略合作平台的模式，规模房企之间才得以在更长的时间周期内，对规模庞大的股权及资产进行有序的交割。

一方面，规模房企之间基于股权并购的合作平台，涉及的资产规模更大。如在融创、富力、万达的战略合作中，交易总对价达637.5亿元。



其中，融创以438.5亿元收购西双版纳万达文旅项目、南昌万达文旅项目等13个文旅项目的91%股权，富力以199.1亿元收购万达商业77个酒店的全部股权。而在中交、绿城的合作签约中，计划总投资超过人民币2500亿元。其中，包含福州苏洋项目、宜昌南灵小镇项目、庐山西海项目等近30个项目在内，共签订了16份意向合作协议。

另一方面，规模房企之间的平台合作整体的交易周期更长。如早在2014年末，中交集团就以60亿港元购得绿城中国24.288%股权，与九龙仓并列为第一大股东。2015年，中交集团增持绿城中国股份至28.912%，超过九龙仓所持股份成为绿城第一大股东。而直至2018年，中交与绿城才进一步加深合作、签署了仅30个项目的合作协议，为绿城开拓了新的市场和土地获取渠道。

### **(3) 平台调整升级过程中，进一步优化人员配置和组织架构（略）**

### **(4) 典型案例评估：世茂收购福晟70%股权，组建世茂福晟平台**

2020年1月，世茂收购福晟集团70%股权，并通过举办品牌发布会宣布双方达成全面的战略合作伙伴关系。收购完成后，世茂、福晟将通过输出全新的品牌平台——“世茂福晟”开展战略合作，实现“1+1>2”的效果。此次股权合作以世茂和福晟为主，由世茂操盘，金融机构提供相应支持。今后双方涉及合作的项目品牌输出一律用“世茂福晟”，合作内容涵盖所有项目。目前世茂主要通过代建、品牌输出等方式介入福晟日常运营，包括对项目进行债权债务重组。

一方面，对于世茂而言，此次世茂对福晟的股权并购为世茂新增了大量的货值储备、并补齐了世茂在旧改土地储备上的短板。福晟包括在深圳、惠州、镇江、扬州、郑州等地的旧改及城市更新项目在内，有着丰富的土地储备资源。其中仅在大湾区，福晟就拥有建筑面积逾1000

万平方米的项目。未来，世茂和福晟将合作进行房地产开发，并针对旧城改造项目成立城市更新平台。有助于世茂的业绩在2019年行业销售TOP10的基础上实现进一步增长。

另一方面，对于福晟集团而言，福晟集团自2017年以来的高杠杆扩张虽然积累了大量的土地储备，但也在财务上带来了较高的短期流动性压力。此次通过世茂福晟平台的搭建，依托金融机构东方资产、信达资产的支持，得以逐步化解经营中的资金压力。并借助世茂更具优势的资金运作、项目操盘、产品赋能以及营销实力，为合作平台中项目的后续操盘经营带来更多的提升。

## 四、总结与建议

### 1、总结

通过2019年典型房企收购案例梳理与分析，我们总结出三种主流模式：

一是单项目导向型收购模式，即以项目或所属项目公司的股权为标的进行收购的模式。该模式选择性较为灵活，且目标项目明确，避免盲目接盘，更易于获取高性价比优质项目，但考验企业对项目的评估和预判能力。

二是资产包收购模式，即通过收购区域管理平台公司，全部或实际控制平台公司旗下各项目公司的经营管理权和财务权，实现资产包项目的操盘和并表。该模式享受更高的性价比与收购效率，但可能涉及不良资产、潜在债务风险与目标公司的整合等问题。

三是规模房企之间的股权并购模式，通过搭建战略合作平台来推



进，侧重后续的合作经营，通过双方资源、经营管理能力等多方面的优势互补实现 $1+1>2$ 的合作效应。该模式涉及更大的资产规模及更长的交易周期，同时在平台调整升级过程中，面临人员配置和组织架构整合。

以上三种模式各有利弊，房企需结合自身发展现状与目标，在不同的情形下选择相对合适的收并购模式，是实现效益最大化的保障。

## 2、机会与建议

2020年伊始，突来的疫情打乱了市场秩序与节奏。尤其是部分中小型房企，资金链承压严重，短期内面临财务困境的概率较大。随着行业洗牌的推进，以收并购为主流方式的行业整合或迎来新契机。在此背景下，资金充裕的房企可伺机而动，抓住窗口期。

值得注意的是，在行业调整期下，收并购市场竞争更加激烈，同时也将涌现更多风险标的，房企在抓住机遇、抢占市场的同时，选择合理的收并购方式显得尤为重要。同时，收并购除了对房企的现金流有着高要求，也考验房企的运营、品牌建设、项目操盘等各方面能力，是一场综合实力的较量。房企在收并购前期应提前关注管理、政策、债务等多层面的风险因素，并做好预期风险的控制防范工作。

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。

# 「 目录 导览 」

## 一、2019年行业收并购机会减少，规模房企收并购力度不减

- 1、行业收并购持续，2018年以来市场收并购机会减少
- 2、规模房企主导、2019年收并购力度不减

## 二、企业收并购的四大战略意图

- 1、快速扩充土储：融创、阳光城等土储规模高速增长
- 2、加快规模扩张：世茂、金科通过收购在建项目加快实现销售
- 3、巩固市场布局：阳光城大举并购进入核心城市
- 4、降低进入门槛：恒大、绿地跨行业收并购推进多元业务顺利开展

## 三、企业收并购模式比较及案例分析

- 1、通过单项目导向型收并购，项目选择与参与更加灵活
  - (1) 单项目导向型收并购选择灵活，有助于获取高性价比项目
  - (2) 单项目导向型收并购模式下更加考验企业价值权衡
  - (3) 典型案例评估：广州天鹅湾二期项目
- 2、通过收购区域管理平台公司，可以快捷高效地一次性获取打包资产
  - (1) 通过资产打包收购有助于实现更高的收购效率与性价比
  - (2) 通过资产包收购能够快速扩储，巩固并优化战略布局
  - (3) 资产包收购需谨慎关注不良资产掺杂以及潜在债务风险
  - (4) 典型案例评估：融创收购泛海资产包
- 3、通过搭建战略合作平台，推进资产规模更大的股权并购



(1) 规模房企之间以股权并购的模式共同组建合作平台，实现“1+1>2”

(2) 房企之间的股权并购涉及资产规模更大、交易周期更长

(3) 平台调整升级过程中，进一步优化人员配置和组织架构

(4) 典型案例评估：世茂收购福晟70%股权，组建世茂福晟平台

#### 四、总结与建议

1、总结

2、机会与建议

# 「房企“隐形债务”风险研究」

研究员/朱一鸣、贡显扬、汪慧、李丹

自2018年以来，面对房地产市场波动和政策持续调控，房企纷纷调整债务结构，优化杠杆指标，转向稳健发展。从2019年财报来看，上市房企的有息债务规模增速呈放缓趋势，多数房企净负债率控制显成效。

然而，当前融资环境趋紧，并且正处债务偿还高峰期，对于房企来说降杠杆显然也面临了一定的压力。在此形势下，越来越多房企通过增加应付款的方式缓解资金压力，实现加杠杆经营。由于应付款主要为无息资金，并不计入房企的有息负债，成为房企的“隐形债务”，因此也是房企达成优化显性负债率指标的有效途径。

但是，应付款“隐形债务”的偿还也会影响到企业的流动性，同样考验房企的偿债能力和项目的周转能力。基于此，本文对房企无息债务压力进行进一步测算，以更加全面认识企业整体的债务压力。

## 一、研究目的与方法

近年来，受政策调控影响，房企外部融资渠道持续收紧，融资成本高居难下，资金来源在相当程度受阻，加上当前迎来偿债高峰期，流动资金紧张加剧。为对冲外部融资压力，满足自身发展需求，经营性融资



方式受到关注。

经营性融资通常体现在应付款中，主要为无息负债。由于净负债率、现金短债比等常见偿债指标仅考虑到有息债务的偿还，并不计入经营性无息债务，因此应付款无息债务资金则成为了企业“隐形债务”。考虑到“隐形”债务的偿还也会影响到企业的流动性，我们认为房企的实际债务压力有待进一步评估，这既有利于更加准确认识不同房企债务风险状况，也对企业自身发展或投资者投资有积极的参考意义。

为综合分析房企的偿债压力，本文通过对84家样本房企<sup>①</sup>应付款中与业务往来相关的经营性无息债务进行分离、测算。主要指标构建如下：

无息债务规模：主要包括贸易业务相关应付款、合作方相关应付款以及收并购业务相关应付款，是贸易应付款、收购股权应付款、应付联营、合营款项、应付土地款、工程款、第三方垫款等业务往来相关经营性无息债务的合计。

无息债务压力：以无息有息债务比反映房企无息债务相对压力，无息有息债务比=无息负债/有息负债，比值越高，说明房企的无息债压力越大，若比值超过100%，说明房企无息债务高于有息债务，更加需要引起关注。

<sup>①</sup> 84家样本房企：明发集团、万科A、禹洲集团、碧桂园、中交地产、美的置业、建业地产、新城发展、宋都集团、中梁控股、绿地控股、朗诗绿色地产、中国恒大、中南建设、大名城、龙湖集团、汇景控股、福星股份、葛洲坝、建发房产、当代置业、时代中国、华润置地、银城国际、招商蛇口、德信地产、越秀地产、绿城中国、信达地产、旭辉集团、华远地产、景瑞地产、中国金茂、合景泰富、荣盛发展、正商实业、力高集团、世茂房地产、中骏集团、融信集团、正荣地产、新力地产、弘阳地产、融创中国、宝龙地产、广宇发展、雅居乐、金地集团、滨江集团、奥园集团、荣安地产、合生创展、远洋集团、北辰实业、华侨城、阳光城、保利地产、大发地产、龙光集团、中海地产、国瑞置业、中洲控股、三盛控股、华夏幸福、光明地产、首开股份、众安房产、大悦城、佳源国际、佳兆业、保利置业、富力地产、中华企业、首创置业、路劲集团、华发股份、蓝光发展、阳光100、瑞安房地产、花样年、金隅集团、金融街、金科集团、新湖中宝

此外，贸易应付比、合作待付比、收并购欠款比为无息有息债务比的衍生指标，是从不同业务角度来反映无息债务压力的来源。

**表：无息债务压力评估指标说明**

一级指标	二级指标及说明
无息债务规模	应付贸易及其他账款（包括联合合营）科目中贸易应付款、收购股权应付款、应付联合合营款项、应付土地款、工程款、第三方垫款等业务往来相关无息经营性债务合计
无息债务压力	无息有息债务比=无息债/有息债
其中：	
贸易业务债务压力	贸易应付比=贸易应付款/有息债务
合作往来债务压力	合作待付率=应付合营联合关联企业等应付款/有息债务
收并购欠债压力	收并购欠款占比=股权收购应付款/有息债务

数据来源：CRIC

## 二、“隐形债务”压力评估

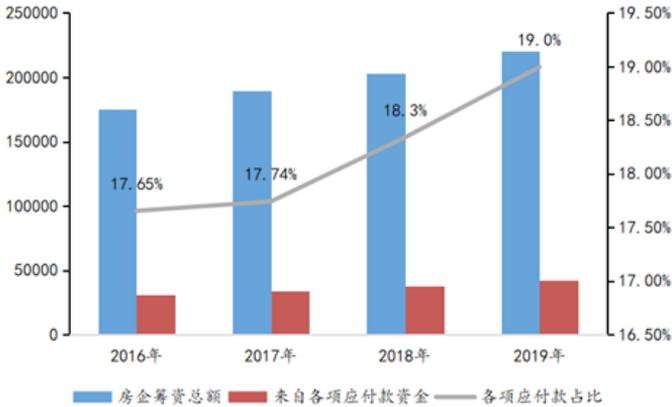
### 1、房企资金中应付款占比提升，经营性融资成为房企资金重要来源

根据国家统计局分类，我国房企资金来源主要有国内贷款、利用外资、自筹资金、其他资金以及各项应付款。从统计数据来看，2016-2019年房企各项应付款规模稳步攀升，且同比增速不断提高。2019年各类应付款项总额达41884.3亿元，同比增长12.4%，占房企筹资总额的19%，占比也呈现持续走高的趋势。可见，应付款已经成为房企资金越来越重要的来源。

与股权、债权等外部融资所形成的债务相比，应付款的特点在于既可以减少资金成本、提高企业ROE水平，同时有助于调整的债务结构。房企可以通过增加应付款项，控制有息债务规模，达到优化显性负债率、美化财务指标的目的，但也可能会导致偿债能力虚高的现象。



图：2016-2019年房企资金来源情况（单位：亿元）



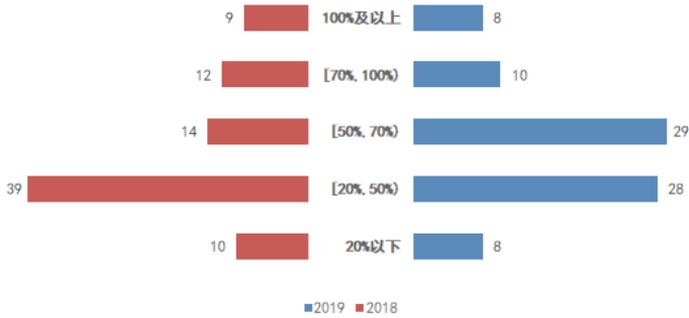
数据来源：国家统计局、WIND、CRIC

## 2、2019年无息有息债务比整体上升，50%-70%区间房企明显增加

整体来看，2019年84家典型房企平均无息有息债务比为59.1%，较2018年增长3.8个百分点，其中该比值增长的房企家数达55家，占总样本房企的65.5%。

从区间分布情况来看，2019年50%-70%无息有息债务比区间的房企数量显著增加。可见，房企通过无息债务撬动经营性负债杠杆，继而提规模、促发展的模式已逐步趋势化。此外，无息有息债务比的高低值区间的房企数量变动并不大，基本保持稳定。

图：2018-2019年84家典型房企无息有息债务比分布



数据来源：CRIC

(部分略)

值得注意的是，新上市房企往往处于迅速成长阶段，融资诉求普遍较高，但大部分于2018-2019年新上市的房企都经历了从净负债率高企到明显改善的过程，这种现象显然存疑。经测算我们发现，净负债率控制有效或显著优化的新上市房企，其无息有息债务比均较高或呈明显上升趋势。无息债务能与房企的财务杠杆形成一定互补效应，起到降低房企的净负债率的作用。特别是，大部分新上市房企本身净负债率向上偏离行业均值显著，无息有息债务比的提升可能加重其流动性负担。

### 3、规模房企贸易应付比普遍较高，通过挤占上下游资金保证流动性

贸易业务债务压力主要产生于房企业务往来过程中的无息债务，包括应付工程款、应付材料款等等。我们通过其与房企自身有息债务的比值，得到贸易应付比，来衡量房企贸易应付债务压力。一方面，贸易应付比越大，说明房企通过贸易业务产生的无息债务比重越高，房企在行业内的竞争优势突出，得以占据上下游资金来支撑自身发展。通过样本房企显示，在贸易应付比较高的房企中，TOP10房企占据7家，包括碧桂园



园、万科和恒大，印证了规模房企在房地产行业的强势地位。

另一方面，过高的贸易应付比也可能由于房企自身资金周转不周导致，需要引起关注。例如明发集团，2019年以165.1%的贸易应付比位居行业首位，同比增长73.3个百分点；于其自身的总体无息债而言，贸易相关无息债也占据主导。但其居高不下的贸易应付比却很可能传递着负面信号，明发集团至今已停牌4年之久，一直以来通过发新债还旧债方式缓解资金压力，2019年年末现金余额35.9亿元，同比下降36.9%，现金短债比仅0.55，短期偿债压力持续增加。在此背景下，贸易应付比的大幅增长意味着其资金周转情况的恶化，前景堪忧。

(部分略)

#### 4、警惕合作待付比与合作收益差双高，或存在明股实债风险

应付款项中除了贸易应付款，应付往来款也是房企筹资的重要体现，主要包括应付合营联营及关联方公司款项、应付少数股东权益款等，这类应付款一般都是合作方投资，也是房企借助无息杠杆扩张的有效渠道。

当前，房企合作开发已经成为常态，也因此推高房企的应付款债务，借助合作开发有助于双方融通资金，一方面房企可以通过联营合营以及关联公司融资，另一方面即以“明股实债”的方式隐性融资。

合作待付比，是应付合营联营等关联方及其他往来资金与有息债务的比值，反映的是合作杠杆带来的债务风险。从样本房企应付账款债务来看，应付合营、联营等关联方及其他往来资金占比普遍较高。特别是，新上市房企的无息债务中，应付合营联营等关联方及其他往来资金比例基本占据主导，所形成的债务压力呈上升趋势。合作待付比超过50%以上的包括中梁控股、德信地产、美的置业三家新上市公司，这些

公司还处于规模快速上升阶段，借助合作开发是实现规模扩张的重要途径，由于合作项目的不断增加，产生的应付债务压力也较大。

值得注意的是，合作开发是“明股实债”的重要实现形式，需要警惕借助合作开发之名、实则“明股实债”融资的现象。“明股实债”融资通常计入少数股东权益，通过分析少数股东权益、损益以及往来款项是判断企业隐性债务的方式之一。本文采取合作收益差指标，即归母净利润/母公司权益-少数股东损益/少数股东权益，判定少数股东权益与损益是否存在问题，指标值越趋于0越合理，偏离绝对值越大说明错配现象越严重，需要做进一步分析。

通过计算，我们发现多数的高合作待付比房企也伴随着较为严重的少数股东权益与损益错配的现象。例如中梁控股、时代中国、新城控股、新力控股等合作收益差值均超过20%，偏离程度较为严重，这种情况下存在明股实债以及大量关联交易的可能性均较大。

表：部分典型房企2019年合作待付比与合作收益差（略）

### 5、部分房企收并购力度大，通过收并购欠款加杠杆（略）

## 三、四类房企“隐形负债”特征分析

单一的无息有息债务比指标仅仅反映了房企自身无息债务相对于有息债务的规模比重，而对比净负债率可以更直观地看出房企面临的债务压力的总体情况。基于2019年的无息有息债务比和净负债率两个维度，以净负债率75%和无息有息债务比51%（84家房企中位数）为交叉点构建散点图，我们发现样本房企大致可分为四类：稳健型、显性激进型、隐性激进型、风险型。



图：2019年84家样本房企净负债率与无息有息债务比散点图（略）

## 1、稳健型：无息有息债务相对适中，发展节奏平稳

该类房企分布于第一象限，净负债率和无息有息债务比均处相对均衡的水平，总体债务规模适中。从散点图看出，84家典型样本房企中，有11家属于这一类型，占比并不高。这类房企虽并不激进，但已找到适合自己的发展模式，其中不乏保利、中海等跻身千亿阵队、排名保持稳定、发展较为成熟的规模型房企；同时也存诸如“慢周转”的合生创展、“轻重并举”的花样年等中小规模房企，因自身的战略定位而倾向于保守发展。

## 2、显性激进型：以利用财务杠杆为主，需注意控制有息债务规模

该类房企分布于第二象限，净负债率高，无息有息债务比较低或相对适中。样本房企中的这类房企有26家，占比约30%。这类房企主要通过外部融资支撑发展。一种是以融创为代表的规模型房企，通过外部融资优势积极举债促发展，保持竞争地位的的稳定，且规模优势得以缓冲高财务杠杆的压力；另一种是以银城国际为代表的新上市房企，基于业务快速扩张需要，采取相对激进的融资策略。

这类房企无息有息债务偏低，不排除是由于有息债务过高而拉低的，对于净负债率过高的房企，叠加无息债务，显然总债务压力更进一步，面临的财务风险叠加。例如采取“高杠杆+高周转”战略的富力地产，2019年净负债率进一步提升至近200%，而现金短债比仅0.62，现金不能覆盖短期负债，债务风险较高。

### 3、隐性激进型：经营性融资依赖性大，借助无息杠杆优化财务指标

该类房企分布于第四象限，无息有息债务比高，净负债率较低或相对适中。样本房企中的这类房企有30家，占比约36%，所占比例最高。这类房企表面来看财务策略低调稳健，实则通过较大负荷的无息债务促进经营发展。例如，碧桂园、万科等龙头房企均位于该象限，这类房企往往占据较强的行业竞争地位，在行业内信誉度较高，具备稳定的上下游客户资源，议价能力突出。

但同时也可以发现，朗诗、建业这类房企也分布在该象限，这类房企有息负债位于行业低位，例如朗诗以代建业务为主，融资需求本身并不高，因此无息有息比较高的主要原因是无息负债过低，整体来说总体债务规模仍可控。因此，对于隐性激进型房企仍要分类分析，不可一概而论。

### 4、风险型：净负债率和无息有息债务比双高，杠杆风险大

该类房企分布于第三象限，无息有息债务比和净负债率均较高。这类房企有17家，样本房企涉及绿地控股、中南置地等，这类房企本身的净负债率位居行业高位，拥有较高的有息债务规模；同时无息有息债务比也处于较高水平，即形成无息与有息债务双高的局面，需要格外注重控制总体债务规模，以及建立财务风险从防范体制。

总的来看，风险型房企与隐性激进型房企占比达56%，这也表明，在行业倒逼房企降杠杆、转向稳健经营和外部融资环境趋紧的背景下，多数房企是通过增加无息债务来加杠杆经营或优化净负债率，但过高的无息债务偿还，房企也将面临更高的偿债压力。此外，还有较多的显性激进房企，尽管无息有息债务比相对较低，但叠加起来，总体债务规模仍然不容小觑。



## 四、典型房企分析（略）

### 总结：

考虑到经营性无息债务较少在偿债指标中体现，本文通过对应付款中业务往来相关的无息债进行评估，综合分析了房企的实际偿债压力。结果显示，尽管房企整体净负债率优化向好，但是多数房企是通过增加经营性融资来降低显性负债率的，即考虑到经营性无息债务压力，可知当前房企的偿债能力被高估。

在经营性融资中，贸易赊账和合作未付款占比均较高。规模房企在行业竞争优势突出，贸易往来中议价能力强，通过挤占上下游资金来维持高规模发展。此外，合作开发成为房企扩张的主要路径，特别是加速扩张规模的房企，合作开发比例高，应付合营联营及关联方的账款多，债务压力受关注。值得注意的是，合作开发也是“明股实债”的重要实现形式，需要警惕借助合作开发之名、实则“明股实债”融资的现象。

结合净负债率来看，本文将房企分为四类：稳健型、显性激进型、隐性激进型以及风险型。其中，对于显性激进型房企与隐性激进型房企来说，财务杠杆与无息杠杆存在一定的互补性，显性激进型房企主要通过外部融资解决资金需求，而隐性激进型房企更倾向于通过经营性融资来保持低负债率。而对于财务杠杆与无息杠杆双高的风险型房企来说，要格外注重控制总体债务规模。

总的来说，评估房企的偿债压力还是要综合考虑有息债务和经营性无息债务压力，特别是无息债务压力虽然没有资金成本，但该类债务的偿还也会影响到企业的流动资金，同样考验房企的偿债能力。房企在优化财务指标的同时，要慎重考虑无息有息债务的配比，保证自身的偿还能力可控，有利于实现稳定经营。

本文为报告节选版，如需查阅全版报告，请联系我们。



# 「 目录 导览 」

## 一、研究目的与方法

## 二、“隐形债务”压力评估

- 1、房企资金中应付款占比提升，经营性融资成为房企资金重要来源
- 2、2019年无息有息债务比整体上升，50%-70%区间房企明显增加
- 3、规模房企贸易应付比普遍较高，通过挤占上下游资金保证流动性
- 4、警惕合作待付比与合作收益差双高，或存在明股实债风险
- 5、部分房企收并购力度大，通过收并购欠款加杠杆

## 三、四类房企“隐形负债”特征分析

- 1、稳健型：无息有息债务相对适中，发展节奏平稳
- 2、显性激进型：以利用财务杠杆为主，需注意控制有息债务规模
- 3、隐性激进型：经营性融资依赖性大，借助无息杠杆优化财务指标
- 4、风险型：净负债率和无息有息债务比双高，杠杆风险大

## 四、典型房企分析

## 区域市场：十大新一线城市房地产市场发展阶段及前景系列研究

---

聚焦十大新一线城市依次为成都、杭州、重庆、武汉、西安、苏州、天津、南京、长沙、郑州，梳理其城市房地产市场发展脉络、研判其发展阶段，与一线城市相比和其他二线城市相比，从城市人口、经济、宜居性、基础设施建设等多层面分析每个城市市场发展潜力，发现其优势与短板。

## 区域市场：警惕这些高库存压力城市

---

随着房地产市场持续转冷，部分城市库存压力开始浮现，且有加剧的趋势。从狭义库存（住宅消化周期）、广义库存（近3年土地消化周期）分析库存压力城市，重点聚焦7-8个城市盘点近三年出让土地的广义库存量，并对重点压力城市分区域、分产品类型研究库存压力，进而预判哪些高库存城市需要重点规避？哪些高库存城市仍存在结构性机会？

## 区域市场：居民高杠杆率内生型三线城市市场研究

---

通过居民收入、房价、负债率等维度，聚焦居民杠杆率（贷款余额/GDP）100%以上的需求内生型的三线城市市场规模天花板，购买力是否还有继续加杠杆的空间？结合人口、经济、产业、收入等城市基本面数据，综合分析各城市未来发展的机会和暗藏的风险，给出中长期前景预判

## 区域市场：产业经济 286城市发展前景排行榜

---

本文在2012-2019年的研究基础之上，继续将研究对象覆盖全国286个地级以上城市，综合运用因子分析、相关性分析、回归分析、层次分析、德尔菲法等多种数学工具，并进一步对指标体系进行调整，重点考核购买能力、供求关系等主导市场稳定发展的内生变量，结合GIS空间分析，对房地产市场前景进行量化研究。

## 区域市场：新经济视角下，五大维度解析中国TOP50城市房地产市场竞争力

---

为多角度深入评判典型城市的房地产市场发展前景，本文将研究目标聚焦到城市发展前景排行榜中的TOP50，从资源禀赋、城市建设、人口发展、房地产基本面、新经济等五个方面切入，对这五十座城市房地产竞争力作全面立体式的解析研究。

## 区域市场：长三角高铁发展对于城市的购房需求影响分析

---

近年来，我国高铁建设一直保持高速发展，并且已经从大城市互联向城市群联通发展。诚然，就列车运力而言，对跨城居住需求的支撑极为有限；但对于紧邻中心城市的三四线高铁站点来说，势必会更多的得到中心城市产业的辐射转移利好，本地新增住房需求也会随之而来。由此，本文将以长三角为例，结合产业经济、人口发展等指标，以最新开通的商合杭等沿线城市为要点，分析高铁开通对于中心城市和辐射城市房地产市场影响。

## 土地市场：典型城市地房比空间测算

---

2020年以来，面对新冠疫情带来的负面影响，在中央“生产要素市场化”的大政策背景下，地方政府供地力度明显加强，优质土地供应显著增多，二季度以来土地市场热度显著回升，成都、南京、厦门等典型城市不少板块纷纷创下地价新高。为了及时把控盈利空间的变化，我们对典型城市的地价房价比进行了新一轮测算，以便企业把脉各城市的投资利润空间。

## 土地市场：农地集约化与建设用地跨省调剂，对房地产用地供给影响几何？

---

2019年以来，自然资源部加速推动全域土地综合整治，确保农村土地集约化发展，并加速推进新增建设用地的跨省调剂。就1000亿平方米的农村建设用地规模来看，农村土地集约化至少可释放出100亿平方米的潜在土地供应，这相当于2-3年的全国建设用地供给总量。本文将从新增建设用地指标跨省调剂的角度切入，量化分析这一系列政策对各地供地规模、尤其是对大中城市供地指标带来的正面影响。

## 人口与房地产：人口增长“归零”的沈阳，如何走出楼市回升之路

---

对于房地产市场而言，人口始终是影响住房需求最根本、最重要的指标。但是对于辽宁省会而言，在近五年常住人口增长率不足1‰、GDP一度倒退的情况下，这一规律却似乎“失效”：近年来沈阳不仅供求关系趋于平衡，市场规模增长也持续处于大中城市前列（2019年1400亿元，2015年来复合增长率25%）。为探寻这一现象背后的原因，本文将东北地区的经济发展格局切入，从沈阳的经济首位度、人口发展、楼市供求等角度进行分析，研究这一现象的成因、持续性，以及是否可能在其他城市重复出现，并由此为企业投资布局提供新的参考方向。

## 人口与房地产：二线城市人口红利“含金量”对比分析——以杭州、武汉、西安为例

---

近年来，二线城市人口规模大都呈现上涨趋势，但导致其人口增长的因素各不相同，或因巨大的人口基数，或因人口高自然增长，或因人才新政带动的人口增加所致。即便是人才新政带来的利好，各城市新增人口的学历也各不相同。基于以上分类，我们对典型城市进一步梳理，对各城市人口红利的“含金量”做对比分析，分析各城市购房需求增长的推动力会有何不同。

## 人口与房地产：小学生数量与三四线房地产市场发展的关联性研究

---

房地产市场需求和人口结构质量高度相关。在三四线老龄化、空巢化日益突出的背景下，三四线城市人口结构变化值得特别关注。在三四线城市人口结构数据大多不披露的情况下，学生人数成为了值得重点关注的人口发展指标。为此，我们从小学生这一指标切入，在小学生总量比较大、增长比较快的城市中，找出适龄购房人口更多的城市，并结合房地产市场发展指标，以此研究小学生数量与楼市发展的关联性。

## 企业深度：高周转消失？房企真实开发周期到多少

---

在行业步入有质量发展、投资回归一二线的大背景下，曾经风靡的高周转已经被越来越多的房企淡化。三四线房企真的房企高周转了么？深耕二线企业周转速度如何？我们通过市场和企业两个维度，从拿地到开发时间来梳理，不同规模房企、不同体量地块的周转速度是多少？

## 企业深度：房企营销各阶段关键点研究

---

营销是房企经营中最为重要的一环，2020又是房企营销大年，直播卖房等新形势层出不穷，房企卖房节规模持续扩大。那么一场好的营销活动需要具备哪些元素，各个阶段又该做好什么样的准备工作来扩大影响促成销售呢？我们将以成功的房企营销案例为研究样本，通过对这些案例的研究，分析房企营销各个阶段的关键点，为想要提升营销效果的房企提出参考。

## 企业深度：房企营销流程线上化研究

---

疫情的影响推动了房企营销的线上化进程，5月20日北京出台又出台政策鼓励开发企业充分利用电话、互联网、虚拟现实技术（VR）、直播售楼等非直接接触方式，开展线上楼盘展示、宣传等营销活动。对开发商而言，营销流程线上化更加便捷，也可以帮助降低成本。那么究竟有哪些流程可以迁移至线上，又该如何做好营销流程的线上化部署呢？带着这些疑问，我们将对房企营销流程线上化进行探究。

## 企业深度：营销费用率低、销售增速高的房企是怎么做的？

---

今年受到疫情影响，房企铆足劲积极打好营销战。从搭建线上售楼处、直播卖房、到特价房推售，均在做不同的尝试。那么今年房企的营销费用是否上涨？积极的营销是否推动了销售的快速增长？是否存在营销费用率不高，销售却跑赢行业的高效营销房企？我将以这类高效营销房企为研究样本，通过分析他们的营销策略、产品、投拓布局等，找出原因，以给其他房企提供参考。

## 企业深度：离千亿规模还差几座城？

---

行业见顶，但房企仍有稳定且持续增长的市场占有率需求，故均面临着规模扩张的诉求，而临近千亿的房企仍有追求千亿销售规模的目标。本文以千亿作为门槛，研究已经实现千亿规模的房企在跨越千亿时的城市布局状态、单城产能以及与之相匹配的产品、人力等角度，给力图实现千亿规模的房企提供借鉴和参考。

## 企业深度：30强房企近两年新进入哪些城市？

---

经历17年土地市场火爆，18年后土地市场整体逐步降温，企业拿地及新进城市相对谨慎。但即使如此，依然能够监测到部分房企新进城市，那么这都是哪些城市？是基于什么原因选择了进驻？我们将以30强房企为研究样本，统计近两年新进入城市，并结合城市企业竞争格局及城市竞争力，来分析原因，已给准备拓展疆土的房企提供参考。

## 企业深度：房企利润率展望

---

从土地端、销售端和融资端三方面分析房企未来的利润水平走势。土地端：通过对比房企历史土地价格以及近年来的土地价格，推算房企土地成本走势。产品方面：利用产品力排行榜，结合房企高端产品线推广度，看房企是否有更高的溢价能力。融资成本方面：通过对比房企历史融资成本以及近年来融资成本，预估融资成本的变化。通过这三个方面反映展望企业未来的利润率走势，分析企业在利润方面可以改善及注意的地方。

## 企业深度：房企城市战略转移的原因与成效研究

---

由于一二线城市的购房需求稳定，库存压力较小，房地产市场仍有较大的发展空间，不少房企从原先聚焦三四线城市的战略转移到一二线或强三线城市，比如，中梁从最初的降维打击又重新回到高维城市，去年80%的新增土储位于强三线城市及以上城市。那么这些房企战略转移的原因分别是什么，成效又如何？

## 企业深度：准千亿地方国企系列研究——华发股份

---

华发股份作为珠海龙头国企，早年间逆周期囤地、实行慢周转开发模式，与华润、中海、招商、保利等相比，规模发展显然掉队，但自2018年开始提速扩张，销售规模高速扩张，成为千亿后备军。在当前行业增速放缓、政策持续调控以及市场不确定性积聚的背景下，华发股份的国企属性和中型规模，在市场竞争中具备一定的优势，同时也面临挑战。本专题就华发股份的规模发展特点进行梳理总结，并对其成长空间进一步评估。

## 企业深度：准千亿地方国企系列研究——建发房产

---

建发房产是厦门建发集团旗下的房地产开发企业。在2017年之前经营稳健，在2018-2019年房地产行业增长放缓的背景下规模快速增长。建发以新中式住宅作为产品核心，建筑风格迎合主流市场需求、项目开发因地制宜、品牌优势积累增加项目溢价，这些都是建发的核心竞争力。在经营方面，建发有着国企背景带来的融资优势和拿地优势，也通过多元化布局、多模式合作等增强实力。未来，建发有望通过双上市平台的优势，充分利用国企的资源，保持新中式产品力方面的特点，加入千亿规模的房企队列。

## 企业深度：准千亿地方国企系列研究—越秀地产

---

越秀地产是国企越秀集团旗下的综合性房地产开发企业。其地产业务主要集中在广州地区，目前已逐步拓展至珠三角、长三角、环渤海及中西部地区。近年来越秀发展加速，销售复合增长率超30%、略高于行业平均水平，已经成为准千亿房企，将成为千亿梯队有力竞争者。本文，我们将从越秀的规模发展、投资布局、各区域业绩贡献、资本运营、财务表现以及国企合作模式、多元业务等角度，对越秀地产的发展战略及业务前景进行探究。

## 企业深度：本土粤系与外来房企大湾区发展对比

---

大湾区是未来企业区域发展的重中之重，本土粤系房企在土储和适应性上更有优势，旧改资源也更加丰富，而外来的全国化房企更加拓展项目的动力，更有狼性。两类房企各有优势与特征，专题将从布局、土储量和质、货值、投资态度、市场占有率、深耕战略等方面进行对比。

## 企业深度：典型房企代建业务优劣势比较研究

---

在轻资产运营模式下，房企代建业务的发展受到关注，目前除了规模型房企积极开展代建业务的探索和实践，一些特色房企也加入其中。本专题将围绕房企代建业务的发展展开，一方面对当前发展现状和未来发展趋势进行分析和总结，另一方面通过对典型房企代建业务发展特色、模式、成效进行比较，分析优劣势与适用性，为不同房企提供一些价值参考。

## 企业深度：构建十强全能下的房企发展情况探究

---

房地产企业高速或大规模增长的黄金时代已经过去，随着行业集中度的不断提升，未来房企面对行业洗牌需要全面升级，构筑“十项全能”提升企业综合竞争力至关重要，包括培养融资的核心能力，投资、产品、开发、营销、服务的专业能力（大运营），组织、人力、激励、文化的管理能力。

## 企业深度：起底商业轻资产化的新玩法

---

商业地产轻资产化已形成行业共识，而国内商业轻资产化的短板，一定程度上，导致国内自持商业变现难，容易过渡挤压资金，成为商业发展的一大痛点。他山之石，可以攻玉，国内外有几种主流玩法？第一类，以万达为代表的管理输出，也是国内主流玩法，后起之秀新城、宝龙之流；第二类，以铁狮门、西蒙为代表的基金模式，第三类，以凯德为代表的PE+REITS模式。

## 企业深度：不良资产管理公司的地产发展道路

---

作为地产行业而言，希望更多元且更低价的土地获取方式；作为AMC而言，希望更优质且更大资金量的投资标的，二者实际上需求吻合，遥相呼应。房企与AMC公司的契机已出现。近期地方AMC数量增加，在地方AMC悄然扩容同时，越来越多房地产企业正“隐身其中”。比如长沙湘江资产管理有限公司的股东方——长沙南润投资公司旗下拥有秀龙地产，万科则直接担任深圳资产管理有限公司的第二大股东。

## 企业深度：房企与金融资本的合作模式

---

在传统融资渠道收紧的环境下，越来越多的房企寻求与金融资本的合作，如正荣、泰禾等。房企与金融资本的合作有哪些方向呢？效果如何？

## 企业深度：从房企现金流表看企业经营与融资

---

房企的现金流更能反映其实际的经营状况，2019年哪些房企的现金流情况较为良好？哪些房企的现金流又陷入危机？哪些房企的现金流在这期间得到了改善？企业的拿地以及融资情况都可以窥见一斑，此外，房企的销售回款能力也将从这里看到，将可以更好的去了解企业的运营以及未来的发展潜力。

## 产品力：产品收纳体系的趋势和创新点

---

房价不断攀升下，消费者更青睐低总价，但使用空间较大的住宅产品，二胎家庭增加等，储物能力强的收纳系统开始频发应用在住宅尤其是刚需和首改产品中，也成为企业产品的加分项。

## 产品力：社区适幼设施的新趋势研究

---

社区适幼设施的打造已经成为衡量产品品质的重要指标，也成为购房者选择产品的重要参考因素。

## 产品力：社区与室内宠物设施配置研究

---

宠物经济已经成为购房者消费的重要方向，越来越多的房企在社区内规划宠物游玩设施，在室内精装方面也充分考虑宠物的生活习惯，宠物类设施渐渐开始成为购房者选择产品的参考因素

## 产品力：社区健康设施的新趋势研究

---

运动、健康设施的打造已经成为衡量产品品质的重要指标，也成为购房者选择产品的重要参考因素。

## 产品力: 智能化的新变化、新突破 (智能化白皮书)

---

随着科技的进一步发展, 今年房企在住宅智能化方面有哪些新方向和新突破?

## 人力资源: 2019 年-2020 年人力资本价值白皮书

---

随着行业跨入“白银时代”, 高增长转变为有质量的发展, 注重硬实力和软实力的同时, 精益的管理思维始终贯穿其中, 业务扩张和组织效能相辅相成, 企业也愿意将更多的精力投入组织变革、优化和人才培养方面。我们将从战略管理与创新、组织管理与效能、企业文化管理、绩效与薪酬管理、雇主品牌 5 个方面对企业人力资本进行解析。

## 人力资源: 2019 -2020 年雇主品牌影响力白皮书

---

“钱、地、人”是企业发展的最重要三个要素, 其中人牵涉到企业战略每一层面, 组织、机制、文化最终落脚点都在于人。员工对于战略的理解、组织的满意度以及自身的敬业程度, 一定程度上将对未来房企发展起到决定性作用。作为雇主, 在人才培养和招聘上的竞争力将决定未来企业发展的持久性。

# 2020 研究专题卡

系统化的房企情报定制方案

预测走势  
预警风险  
提供借鉴

## » 白金卡

自选专题报告50份（包含白皮书系列）

## » 金卡

自选专题报告20份（不包含白皮书系列）

## » 普卡

自选专题报告5份（不包含白皮书系列）

### 自选专题

根据企业自身需求 从十大类50个精选专题列表中进行选择

宏观研究 | 市场研究 | 企业管控 | 项目借鉴 | 营销案例

产品案例 | 运营模式 | 企业深度 | 企业融资 | 盈利模式

TEL 021 6086 7863



10大类别

50余个精选专题量  
量身定制的专业服务

 克而瑞  
研究中心



# 研究札記

 易居企业集团

联系地址：上海市静安区广中路788号秋实楼5楼

联系电话：021-60867863

传真号码：021-60867392

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