

楼市速冻 行业调整不容乐观

本月提要:

- 1、楼市急剧下挫: 新政出台后第二周除京、汉两地外, 其余城市周成交环比降幅达 3 成以上, 杭州、深圳两地降幅高达 9 成、7 成;
- 2、土地市场趋冷: 标杆房企本月购地支出 42 亿, 为近 12 个月最低水平;
- 3、多方力量博弈: 标杆房企尽管目前资金充足, 但调整已是大势所趋, 需做较长期准备。

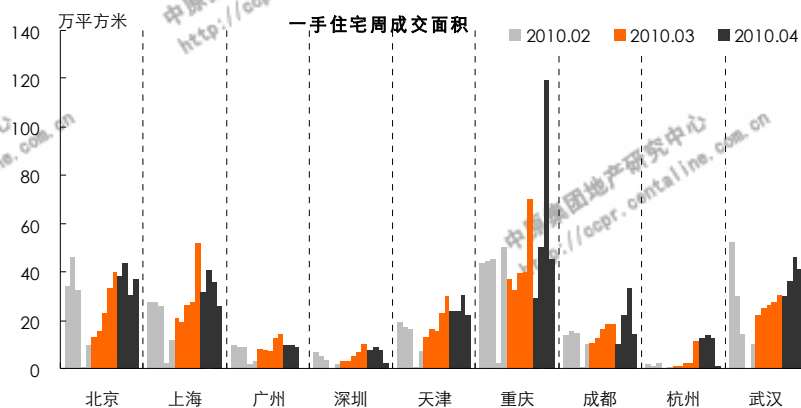
政策再出重拳 楼市加速下挫

2010 年 4 月 14 日, 国务院常务会再度部署遏制部分城市房价过快上涨措施“新国四条”及“国十条”, 此次调整距离“国四条”出台仅隔 3 个月, 凸现中央对于遏制房价的坚定态度。此次政策调整主要针对严控二套房贷、打击开发商捂盘、控制开发商贷款审查, 及规范保障房建设。政府力求以一刀切的形式迅速打击投机, 并将牺牲部分改善需求, 其目的是在短期内抑制恐慌性购房需求, 冷却市场, 为中期内开发商加速供应以缓解供不应求的局面争取时间, 并在长期以“保有税”的舆论弱化房地产的投资属性, 抑制整体经济畸形过热增长的势头。

在此基础上, 各地政府也陆续出台了更严厉的实施细则。北京最先出台细则, 同一购房家庭在新政后只能在北京市新购买一套商品住房。北京细则体现出对楼市的调控已由常规税收、利率手段上升至地方层面的行政干预手段, 即使可以预见在执行层面尚有难度, 但此举对购房者心理预期的震慑作用毋庸置疑。

在政策的威慑之下, 各地成交量应声下落, 观望氛围骤增。一手住宅成交则由于签约及登记延后等原因, 从新政颁布后第二周开始剧变。中原监测 9 个重点城市的成交量, 在新政出台后第二周除京、汉两地外, 其余城市成交均大幅下降, 环比降幅在 3 成以上, 杭州、深圳两地降幅高达 9 成、7 成。而二手房市场变化更为明显, 京沪穗深津五城市成交量, 在新政后即大幅下降。

图 1: 一手住宅新政前后周成交面积 (02.01-04.30)



数据来源: 中原住宅监测系统, 中原地产研究中心

发布日期:

2010 年 5 月 10 日

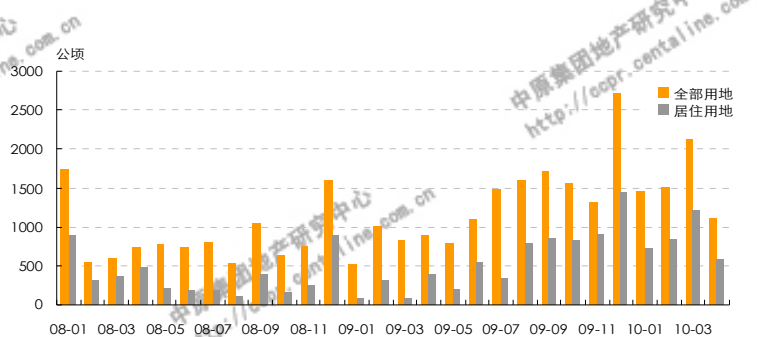
土地市场遇冷 各地成交回落

受新政调控的影响，开发商对于未来房价出现了不确定性预期，导致近期土地市场成交接近冰点，4 月全国 12 个被监测城市土地成交面积 1108 公顷，为今年以来最低点。其中，居住用地成交面积 579 公顷，环比下降 52%，低于前 12 个月均值 25%。分城市来看，除武汉、长春较上月成交有较大幅度增加，其他城市均有所回落，其中北京、上海、广州、深圳、重庆、杭州无宅地成交。

4 月地价出现明显下滑，12 个被监测城市居住用地楼面地价平均值约为 1866 元/平方米。由于上月热点高地价城市本月均无成交，楼面地价均值跌至 09 年 5 月以来最低位。

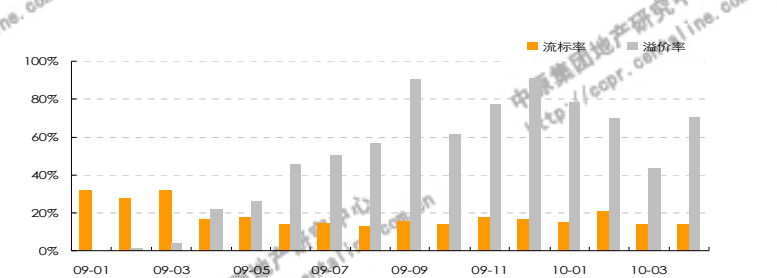
4 月居住用地溢价率回升至 2 月水平（70%），但与 2 月高溢价特点有所不同，本月主要以二线城市低底价小规模地块溢价高为主。本月累计流标率与上月持平，因此与上月成交旺盛相比，本月成交大幅缩减的同时流标地块亦多。分城市来看，累计到本月，除沈阳流标率相对较高外，其他城市流标率均在 25%以内，广州和深圳由于宅地供应分别仅为 2、1 幅，流标率一直保持为零。

图 2：12 个城市土地成交量（2008.01-2010.03）



数据来源：中原土地监测系统，中原地产研究中心

图 3：12 个城市居住用地溢价及流标情况（2008.01-2010.03）



数据来源：中原土地监测系统，中原地产研究中心

本月，标杆房企用于购地的开支也大幅回冷，受新政及土地供应两方面影响。仅有中海、万科、保利等“稳健型”房企未放缓扩张步伐，仍在各二三线城市追逐优质项目。事实上，自今年 2 月末以来，标杆房企中复地、华润、金地、绿城及雅居乐均已暂停拿地，表现出谨慎态度。值得注意的是，5 月初富力又掷金 70 亿以获得天津一幅大面积宅地，溢价率 21%，考虑到其 1 季度末现金余额仅约 100 亿，此举将加重其资金压力。

表 1：开发商 4 月购地明细

开发商	城市	区域	成交价 (亿)	建筑面积	占地面积	楼面地价	途径
保利	中山	火炬开发区	19.0	—	97	—	招拍挂
万科	吉林	高新区	13.8	214.3	72.8	646	招拍挂
万科	贵阳	贵宝项目	1.0	7.3	2.9	1370	招拍挂
中海	成都	武侯区	8.3	43	12.3	1923	招拍挂

数据来源：中原行业监测系统，中原地产研究中心

注：建筑面积（万平方米），占地面积（公顷），楼面地价（元/平方米）

多方博弈 调整宜作长期准备

可以预见未来成交量的急速下降是新政调控的必然结果。伴随成交量急剧缩减，房价和地价的“下跌”已成定局，但在 2009 年全行业大举融资，销售火爆的背景下，各开发商是否降价、何时降价、降价空间等方面，仍存有极大的不确定性。

资金充足 各房企不乏过冬实力

从企业经营环境来看，当前各房企的生存状况已与 2008 年时大相径庭，从 2009 年底十大标杆房企持有现金状况来看，大部分开发商资金实力均处于较优水平。中原监测的标杆房企 2009 年底的持有现金与 2008 年同期相比，增幅达 15%至 878%不等，平均增幅达到 217%，而今年年内需归还的短期借款及一年内到期的长期借款总额与 2008 年末相比减少 21%。

表 2：标杆房企现金状况（2008-2009）

单位：亿

时间 房企	持有现金			一年内到期的借款额		
	2008 年底	2009 年底	变化率	2008 年底	2009 年底	变化率
保利	55	152	178%	43	40	-7%
复地	12	37	203%	25	30	18%
富力	14	66	358%	95	69	-28%
华润	56	172	209%	41	18	-55%
金地	9	27	200%	37	33	-12%
绿城	17	118	587%	39	85	119%
万科	200	230	15%	179	86	-52%
雅居乐	30	44	44%	35	22	-36%
招商	74	88	19%	50	27	-46%
中海	80	209	163%	35	38	11%
龙湖	32	73	126%	65	37	-43%
恒大	7	73	878%	62	64	2%
碧桂园	30	46	53%	28	33	15%
平均	47	103	217%	56	45	-21%

数据来源：中原行业监测系统，中原地产研究中心

当前开发商手持现金充足，按 1 季度末的现金流及年内负债情况预估，如果楼市成交量持续低迷的状况持续超过 6 个月，即便不依赖外部融资，只要房企不再拿地，大部分企业 6 个月内仍能够维持超过 2008 年底的现金流状况。而这个半年左右的极限时间也为各类房企在降价扩张，或捂盘求收益的各种决策间提供了余地。

表 3：标杆房企现金流压力测试（依据 1 季度末数据）

月份	2010 年 7 月底	2010 年 10 月底	2010 年 12 月底
现金流安全	7 家	6 家	6 家
现金低于 2008 年底	3 家	3 家	1 家
可能出现资金短缺	0 家	1 家	3 家

数据来源：中原行业监测系统，中原地产研究中心

处境不同 各房企或有不同取舍

内地及香港地区的过往多次房地产低谷期经验表明，在市场持续下行的后期往往会有一些资金链出现问题的中小型开发商被迫转让优质项目。因而在调控前期保障充分的资金流是公司谋求扩张、趁低吸纳的基础。而此次政府出重手的调控对于大型房企来说更不啻为增加份额，巩固品牌效应，获得优质项目，及进入新兴市场的良机。然而，在维持项目收益及回收现金这两个因素的取舍之间，各类开发商的选择又有所不同。

按企业经营者区分：民营企业由于自有资金有限，融资能力一般，对于降价表现得较为激进，力求在颓势中先行抢占购买力，保证生存，再力求发展；而国企由于资金实力雄厚，资信较高又易于获得银行、证券的亲睐，生存压力小，扩张的资金亦能得到保障，因而对于销售速度敏感度稍低，可以放缓进度的方式挺过困境。

按海外上市或内地上市划分：目前来看，雅居乐、恒大、碧桂园、华润、龙湖等在香港上市的开发商近期均有获得数额巨大的境外贷款、高息债，暂时未受到国内调控政策的直接影响。但外资投行对公司营运数据较为关注，一旦市场持续低迷，融资很难继续，再加上蛰伏的“限外”政策，远期来看仍存有一定风险。

表 4：近期大型开发商融资动态表

开发商	金额(亿)	类型	途径
华润	55	债权融资	海外贷款
雅居乐	-27.2	债权融资	赎回 2013 年到期的 9%优先票据
雅居乐	34	债权融资	发行 5 亿美元高息债以赎回 2013 年票据
龙湖	-	信托融资	拟参与平安信托合作
龙湖	18	债权融资	海外贷款，协议期限 4 年，年利率低于 4%
恒大	41	债权融资	发行 6 亿美元，票据于 2015 年到期，年利率为 13%
碧桂园	37.4	债权融资	为其 5.5 亿美元按揭本金额 99.408%发行
金地	9	债权融资	与 UBS 合作的房地产基金

数据来源：中原行业监测系统，中原地产研究中心

在内地上市的如万科、招商等一批大型房企，目前受政策直接作用较大，由于对房地产开发商融资的限制，去年提交的增发再融资申请至今未批。但从中长期来看，由于此次政府对于楼市的调控旨在打击投资需求，而不是开发企业本身，因此一旦危机加剧，中资股的企业较外资股企业更易获得政策性融资。日前，国土资源部通过了广宇集团、天保基建等八家地产公司的再融资审批，尽管大型房企由于土地储备审查而尚未获批，但再融资政策尚未对地产行业全面告停亦是利好消息。

按照公司发展阶段划分：大型房企均经过一轮高速扩张才得以形成规模。标杆房企中大部分于 2007 年之前上市，得益于上一次融资热潮已形成规模优势。而对于未赶上上一波扩张潮的房企来说，此次调整更是一次机遇，表现会相对更为激进。其代表房企有恒大、龙湖等。以恒大为例，5 月初恒大地产率先展开全国 13 个在售楼盘全线 85 折的降价活动，以求可先行抢占市场购买力，并在未来有更多选择项目的余地，扩大市场份额。而中海、万科、保利此类房企已具有相当的规模，业务增长稳定，对降价的态度将更为谨慎与理性。

表 5：开发商分类

	类型	典型企业
企业所有制	民企	绿城 雅居乐 恒大 金地 龙湖 富力 复地
	国企	保利 招商 中海 华润 万科（国企背景）
上市地点	海外上市	绿城 雅居乐 恒大 龙湖 富力 复地 华润 中海
	内地上市	金地 保利 招商 万科 中海（母公司 A 股上市）
公司发展阶段	扩张型	恒大 龙湖 富力 金地
	稳健型	保利 万科 中海

数据来源：中原行业监测系统，中原地产研究中心

政策空前严厉 调整周期不容乐观

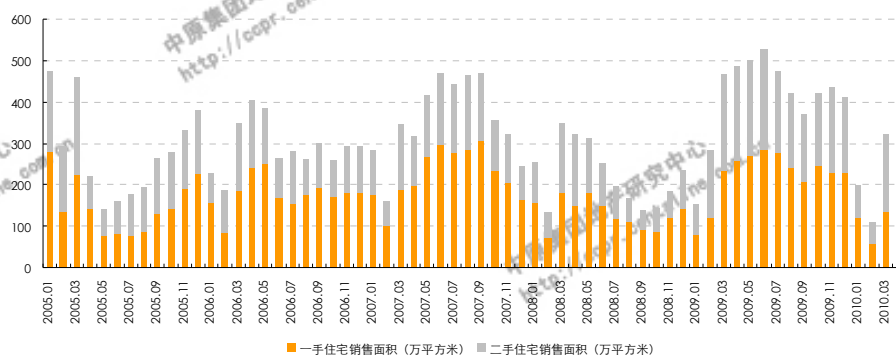
2010 年首季全国 GDP 增长达到 11.9%，比全年 GDP8% 的增速超出 48.7%，而房地产价格快速上涨集中体现了当前宏观经济发展中的不健康因素。因此，此次政策重手出击，旨在调整整体经济的畸形过热现状，房价的最终下调是本次调控的目的所在。

一方面在已出台的政策中除常规贷款限制、利率手段外，行政手段的出台更说明政府此次对于打压房价的决心，另一方面各地细则仍未完全出台，地方性物业税的出台仍有可能，一旦物业税出台则对于楼市的影响将更为深远。开发商不应政策保有幻想，无论短期内现金流是否充足，都应及早做好充分应对的准备，选择适当项目降价回款，为先求生存再谋发展赢得机会。

从调控范围来看，尽管此次调控针对的过热城市直指京沪深，但全国性的新政对各地市场均带来限制，伴随各地地方性细则陆续出台，一些在过去几年中房价过热增长的二三线城市同样面临严峻政策下的调整压力。尽管标杆房企布局已大幅倾斜向非一线城市，但全国范围内的调控无法回避，尤其布局在热点的二三线城市的房企同样也将遭受到较大冲击。

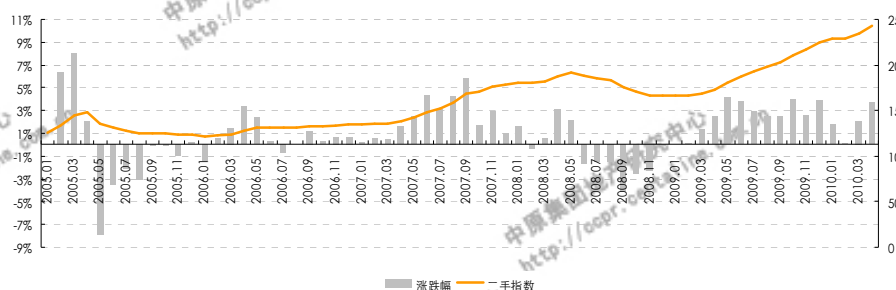
从调控时间来看，市场的再度反弹不会在短期内快速来临。由于本次调控前期市场成交异常活跃，经济发展也已全面复苏，与上海 2005 年 3 月宏观调控背景更为相似。参照上海当时所经历的情况，在政府的严厉政策之下，上海一二手住宅成交总量在一年后才恢复至历史平均水平，而房价也耗时一年才止跌回稳，于两年后才恢复至调控前水平。以史为鉴，开发商对于此次调整的周期也需要做好较长期的准备。

图 4：上海一二手住宅销售面积（2005.01-2010.04）



数据来源：CLI 中原领先指数系统，中原地产研究中心

图 5：上海 CLI 二手住宅价格指数月度走势图及涨幅（2005.01-2010.04）



数据来源：CLI 中原领先指数系统，中原地产研究中心

作者

许萌 +8621 51787512
Xumeng@centaline.com.cn

易虹 +8621 51787515
Yihong@centaline.com.cn

刘渊 +8621 51787510
Liuyuan@centaline.com.cn

程滢 +8621 5178 8518
Winnie@centaline.com.cn

中原地产研究中心

地址：上海市延安西路 889 号
太平洋中心 809 室

电话：+8621 5178 7508

传真：+8621 5118 7311

电邮：

网站：ccpr.centaline.com.cn

说明

土地监测系统

数据来源：

中原地产研究中心根据各城市土地资源管理部门公布的相关信息整理补充而得。

数据说明：

统计数据为十二城市相关数据加总所得，这些城市分别为：北京、上海、广州、深圳、天津、重庆、成都、武汉、沈阳、长春、南京和杭州。

住宅监测系统

数据来源：

中原地产研究中心根据各城市房管局、统计局公布的相关信息，及中原当地调研数据整理补充而得；

数据说明：

本报告中各城市数据覆盖范围见下表

城市	数据覆盖范围
北京	全市 16 区 2 县
上海	全市 11 区 1 县
广州	全市 10 区
深圳	全市 6 区
天津	全市 15 区 3 县
重庆	主城 9 区
成都	中心五区
杭州	市辖 8 区（不含余杭、萧山两区）
武汉	主城 10 区（不含蔡甸、黄陂、汉南、新洲四区）

行业监测系统

数据来源：

中原依靠自身研究网络及公开渠道对标杆上市房企项目进行定期跟踪监测。

数据说明：

本报告中所称“标杆上市房企”包括有以下 10 家公司：保利、复地、富力、华润、金地、绿城、万科、雅居乐、招商、中海

监测项目包括：土地储备、在建项目、在售项目

©2010 版权声明

本报告由中原地产研究中心编写，所有提供的信息均通过本公司可靠的途径获得，其准确性、有关观点及预测均以此为基础推断所得，仅供读者参考。

本报告版权归中原地产研究中心所有。未经本公司正式书面许可与授权，任何个人和组织均不得以任何手段与形式对本报告进行发布或复制。如引用、刊发，须注明出处为“中原地产研究中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本报告中的信息或所表达的意见并不构成对房地产市场投资咨询建议。本公司不就报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。任何人因使用本报告或其内容而导致的直接损失或间接损失，本公司不承担任何责任。