世联研究

2020年三季度
房地产行业回顾与后市展望

1. 住宅销售持续超预期，商办去化依旧艰难

2020 年前三季度，全国商品房、住宅**销售额**分别为 11.56 万亿、10.35 万亿，[illegible] 3.7%、[illegible]%；全国商品房、住宅**销售面积**分别为 11.71 亿㎡、10.36 亿㎡；同比增速分别为-1.8%、-1.0%。

增长 10.5%和 21.3%，[illegible]的各家价提升带来的 1.8 日工作收管升级，融资收紧之下，首期在售项只可经出现土面积以价换量的促销潮。

数据来源：Wind, [redacted]

数据来源：Wind,国家统计局,世联研究

2、三大城市群与西北表现最亮眼，九月市场转冷凸显隐忧

三季度延续二季度强力修复，表现更为亮眼，各大片区均实现正增长，以三大城市群、西北五省、福建最为亮眼，但 8 [illegible] 6 城导致市场开始降温，9 月在头

逐渐浓厚，市场转冷明显。

世联研究

数据来源：Wind,国家统计局,世联研究

长三角——[illegible]

作为疫情后 复工速度极快，二三季度在以江浙的[redacted]首，量价齐涨，土拍市场

——周边二手房价格上涨——以前拿地的新推项目因限价而与 ——

[illegible]尤以杭州、宁波表现最为突出，带动整体走强，上海和安徽

1、行业融资再度收紧，销售大幅回暖助力回款高增

[illegible]13.64

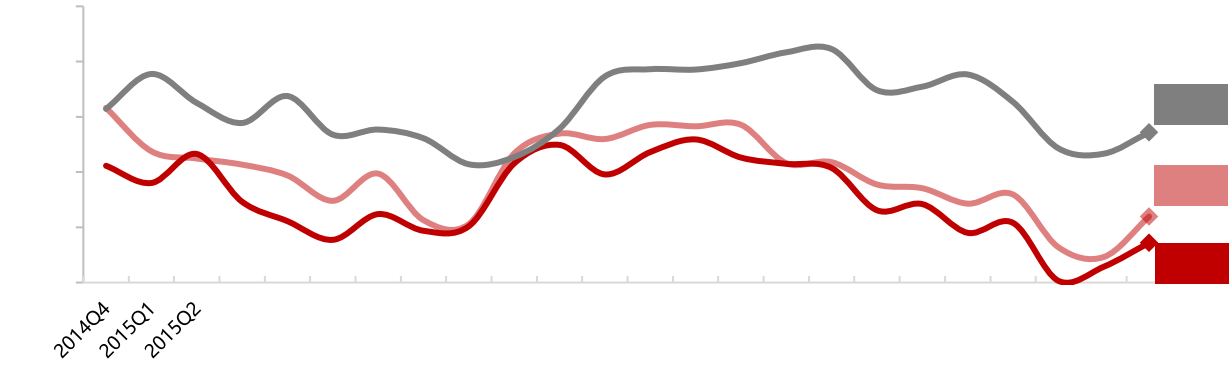
2、境外金融市场修复，民企海外发债环比大涨

2020 年前三季度

3、[illegible]触底回升，境外发债成本持续走低

上半年，受疫情影响，企业投资信心不足，国内 3 次降准 2 次降息，银行隔夜拆借利率 4 月最低至 0.7% [illegible]幅下降。

境内发债来看，随着二三季度经济反弹力度持续超预期，楼市亦销售旺盛，[illegible]流动[illegible]时点已过。加之[illegible]企业融资成本环比提升明显：央企、地方国企和民营房企的加权平均发债利率较二季度分别提升了 0.43%、0.73%、0.[redacted]。



数据来源：Wind,

数据来源：WIND，[illegible]

数据来源：WIND，[illegible]

境外发债来看，疫情扩散导致 3 月全球风险资产暴跌出现流动性挤兑，海外资金风险偏好骤降，但随后美联储无限量 QE 使得资产负债表 3 个月内膨胀 70%[illegible]得到修复。三季度疫情第二波来袭，海外大力度宽松继续，流动性泛滥叠加海外经济持续首创之下，资产荒加剧，而[illegible]

此外，民营房企境外融资票面利率显著高于境内，县房企之间分化极大，前三季度[illegible] 166 只海外债，发债加权平均票面利率为 8.57%，其中有 57 只≥10%[illegible]15%，最低为龙湖 1 月的一笔 2.5 亿美元的 7.25[illegible] 3.38%。

海外疫情第二波正掀高潮，流动性泛滥将继续，在疫情冲击全球经济下，资产荒加剧，经营稳健的头部房企尤其是国央企发债尤其受追捧，其发债成本仍有下行空间。

4、[illegible]持续下行

截至 2020 年二季度末，[illegible]2.5 万亿元，存量规模进一步压缩。伴随流动性宽松和社会无风险收益率下行，房企信托融资成本也进一步下行，但依然是呈现分化，国央企或评级高、经营稳健的房企融资成本下降尤为显著。

根据信托业协会和用益信托网数据，2020 年前三季度[illegible]托项目规模six[illegible]4468 亿元，同比增长-26%；其中三季度发行规模 2129 亿元，环比下降 25%，同比下降 8%，平均收益率 7.46%，创近两年的新低。

[illegible]3 数据),世联研究

[illegible](收益率),世联研究

去年 5 月银保监会针对房企融资监管的"23 号文"和 7 月初对多家信托公司进行了窗口指导和约谈后，房地产信托项目的余额管控一直处于强监管状态。

此外，2020 年 5 月，[illegible]([redacted]

1、土地成交禁售环比回落，一线与强三线

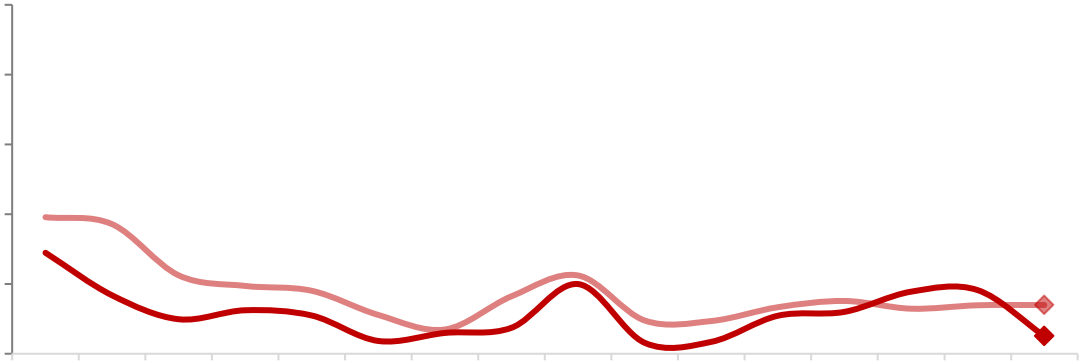
2020 年 1-9 月，全国招拍挂土地出让累计规划建面 [illegible]亿㎡，同比增长 6.1%，

2、一线与强三线溢价率[illegible]，各线土拍[illegible]

一季度土地成交虽有下降，但[illegible]。

进入二季度，地方政府出于财政和“六稳”“六保”压力加大土地供应，且挂出更多优质地块，在楼市[illegible]。

三季度随着 8 月下旬多个热点城市调控升级叠加融资收紧，9 月[illegible]现金，市场转冷之明显，一线与[illegible]



数据来源:世联研究，此处核心城市群指京津冀、长三角、珠三角(泛指广东)

数据来源:世联研究，此处核心城市群指京津冀、长三角、珠三角(泛指广东)

从流拍情况看，从 2019 年[illegible]。二三季度，楼市的强劲复苏又使得民企信心修复，大举补仓[illegible]。

2. 全球宽松力度不减，无风险收益率持续下行

随着新冠疫情的第二次爆发，全球经济复苏的不应势开，欧美经济加速险落，为对冲疫情影响，各国宽松的货币政策和积极的财政政策力度继续保持大力度不变。

美国——“无限量”QE 继续，美联储资产负债表略有回落，仍处于绝对高位（较 3 月膨胀超过 60%）；9 月美联储 FOMC 议息会议点阵图显示，预计将维持当前 0%至 0.25%的利率水平直至 2023 年底，此外还声明将以当前步伐继续购债。

欧洲——7 月，7500 亿欧元复苏基金达成协议；7 月与 9 月欧洲央行管理会议均要刺激，维持利率和计划不变（每月 200 亿欧元购债计划）……

日本——日本央行维持经济刺激力度不变，其 月金融政策会议决定：政策利率维持在 不变，年期国债收益率目标维持在 附近不变，还常见标把除食品的 为 不变……

数据来源：BIS,Wind,

3、三驾马车强劲修复

4、新开工与竣工增速表现疲弱，短期仍受制于市场转冷与融资收紧

三季度，在新房销售总体尚可的情况下，新开工与竣工同比增速分别为3.9%、-14.1%，表现疲弱。

我们认为，这一方面是融资收紧之下，开工与竣工或受到一定影响，尤其一些存量过大、销售不畅的地区（绝大部分是三四五线城市）中小房企因资金受制经营困难而被迫停工和拖延竣工，投资开发完成额中代表后期工程的“安装工程”同比增速持续走低也印证了这一事实；

另一方面，8
冷，也一定程度影响了开工（今年以来大部分地区预售门槛降低，达到预售条件后强制预售的城市越来越多）与竣工的积极性。

但在庞大在建工程以及土地购置费增加的带动下，三季度房地产投资完成额同比增长11.8%。此外，巨量在建工程的陆续完工，后期竣工有一定修复，但受制于融资收紧与市场转冷，开工与竣工的背离近一两年内将成为常态。

数据来源：Wind,国家统计局,世联研究

数据来源：WIND,国家统计局，世联研究

数据来源：WIND,国家统计局，世联研究

1、住宅库存回落明显，商办库存去化维艰

截止三季度末，全国商品房待售面积 4.96 亿㎡、同比增长 0.5%，其中，商品住宅 2.24 亿㎡、同比下降 0.4%；办公楼 0.38 亿㎡、同比上升 2.6%；商业营用房 1.33 亿㎡，同比下降-1.8% 。

数据来源:WIND,国家统计局,世联研究

数据来源:WIND,国家统计局,世联研究

待售面积仅反映已竣工的未售面积，在以预售为主的

2、[redacted]容与库存齐上升，部分城市去化难言乐观

三季度，世联重点跟踪的重点城市房企加速推盘，一线、二线、三线供应同比分别增长 40.4%、9.0%、9.0%，在三季度销售较好且全国整体库存回落明显的情况下，世联重点跟踪

1、偿债规模再创新台阶

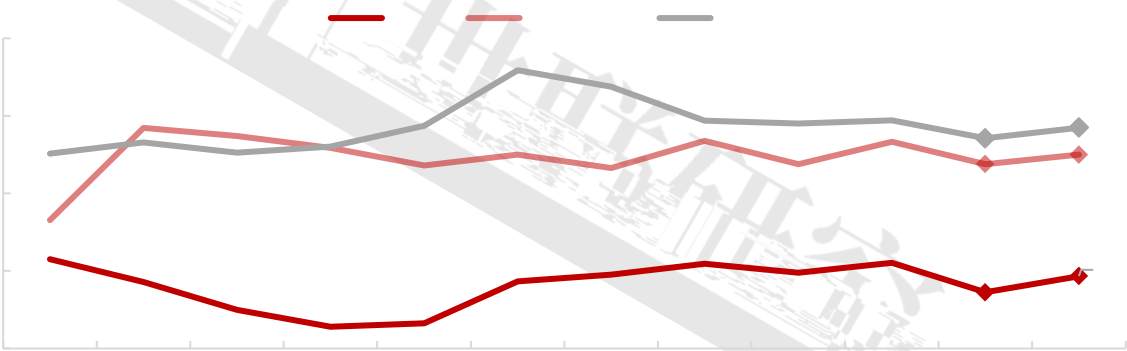
2020 年下半年，房企到期债务再上台阶，到期规模环比上半年增长超过 5 [illegible]之，房企资金链进一步趋紧。然而，2021 年前三个季度的到期规模仍创新高，同比飙升：

数据来源：Wind,世联研究（含公司债、企业债、ABS、短融、定向工具、中期票据、次级债、可转债、项目收益票据等）

2、上半年行业债务恶化，民营房企短期偿债压力巨大

上半年，内地房企依然处于加杠杆阶段（存在部分因销售回款受掣而导致被动上升的因素），筛选 A 股+港股内地房地产开发业务占营收比重超过 70%的房企共计 136 [illegible]2020 年半年报财务数据（因 A 股房企三季度财报披露较少，港股不披露三季度报），央企、地方国企和民营房企的资金结构均有不同程度的上升，其中央企提升 6 [illegible]

[illegible]略有不同，央企与民营房企下降显著，地方国企[illegible]看，民营房企仅 0.85，短期偿债能力下降严重，而临较大短期总付压力[illegible]



数据来源：上市公司财报,WIND,

数据来源：上市公司财报,WIND,世联研究

总体来看，[illegible]流动性宽松，[illegible]企纷纷一改之前谨慎，纷纷加仓和补仓，债务情况和偿债能力有所恶化。

更重要的是，8 月下旬央行与住建部约谈部分房企，[redacted]三道红线”以压降房企杠杆规模，“踩线”房企的有息负债规模将受限，这将对部分踩线房企的资金链造成更大压力。

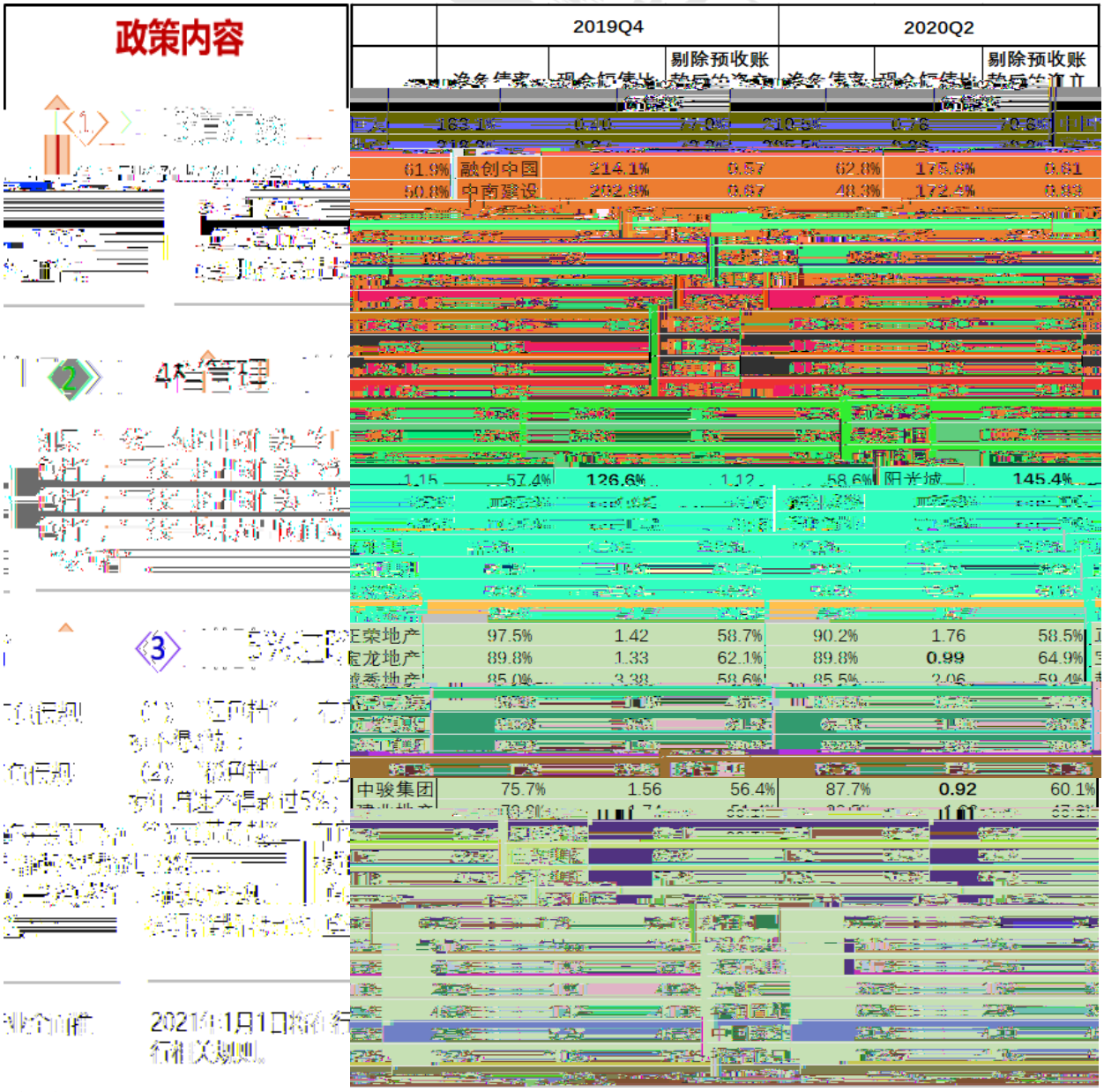
海外疫情，疫情[illegible]全球经济冲击以及国际贸易链的撕裂影响长远。此外，大国对抗升级[illegible]对于房企来说，在市场转冷、融资收紧的大环境下，加快去化与回款、谨慎拿地仍是核心。

3、“三道红线”出世，行业或将进入供给侧改革

“三道红线”若严格执行，行业或将迎来供给侧改革。即使“绿色档”房企，有息负债规模年增长亦不得超过 15%。这一方面使得逆周期猛加杠杆拿地十受限制，另一方面部分房企以“高杠杆+高周转”为核心的[illegible]。

尤其对于中小房企，在融资能力、成本管控、产品溢价、对上下游议价和占款能力上均处于明显劣势。在销量增速见顶、市场转冷、叠加短期“踩线”房企被迫去杠杆之下，行业竞争加剧，这对于多数以负债滚动、借新偿旧的中小房企而言，其模式难以为继，资金链无疑将遭受重大打击[illegible]愈强。考虑到[illegible]地方诉求，这[illegible]

因此，房企在经营模式上，引入外援合作开发将更为普遍；从融资模式看，[illegible]“三道红线”的起落平衡，需要有更精密的考量。



数据来源: WIND,

1、头部房企

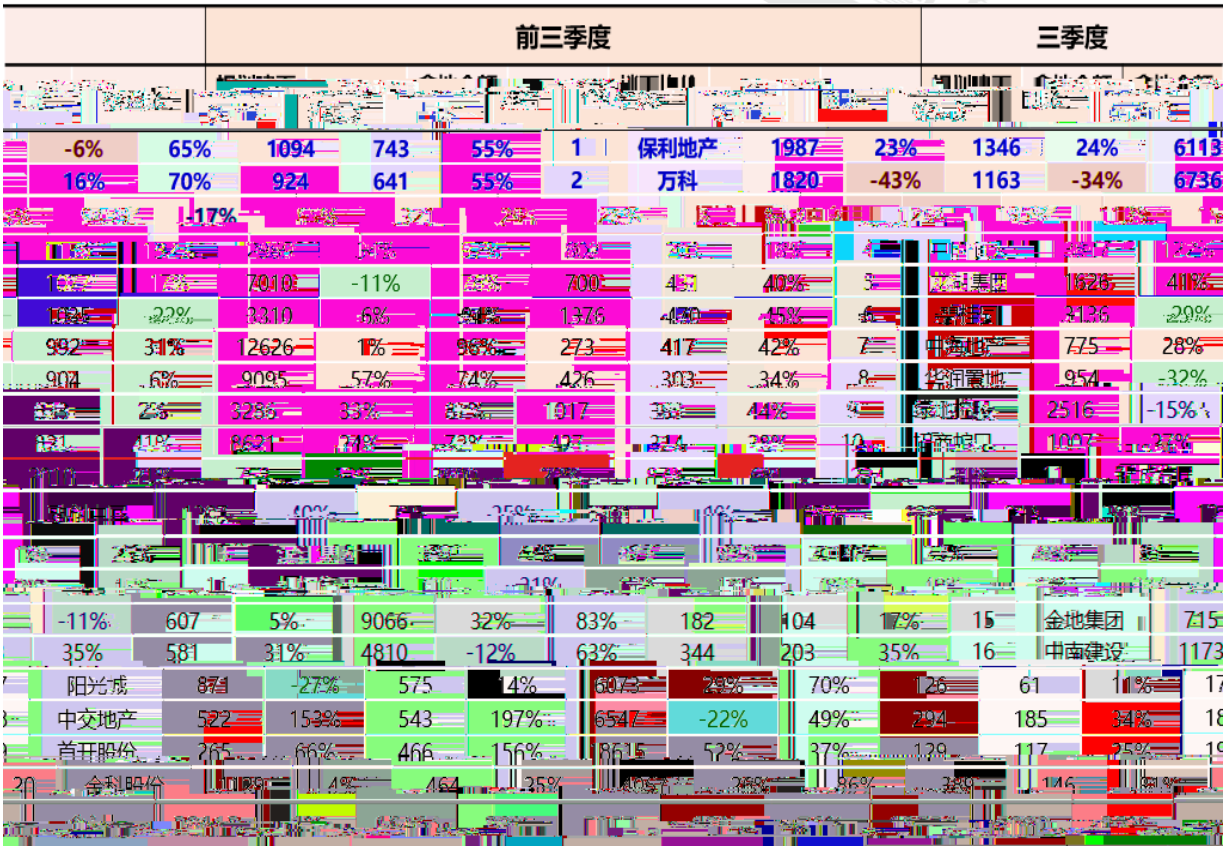
[illegible]

缩明显，央企凭借融资优势却继续大手笔拿地——拿地金额 TOP10 房企国央企占据 8 席，且除了绿地外拿地金额均大幅增长，多家百强民营房企一季度零拿地。

[illegible]的民营房企中，除龙湖外，二季度拿地金额占上半年比重均超过 70%。

三季度，头部房企继续积极补仓，拿地金额 TOP100 房企其拿地金额同比增长 20%，而 TOP20 拿地金额更是猛增 48%。此外，拿地金额 TOP100 房企的集中度提升同比提升了 10 个百分点。

从头部房企的拿地策略来看，“质量重于规模”拿地标准已成为共识。具体体现为前三季度 TOP20 拿地楼面均价整体同比增长 18%，远高于拿地面积的增速。



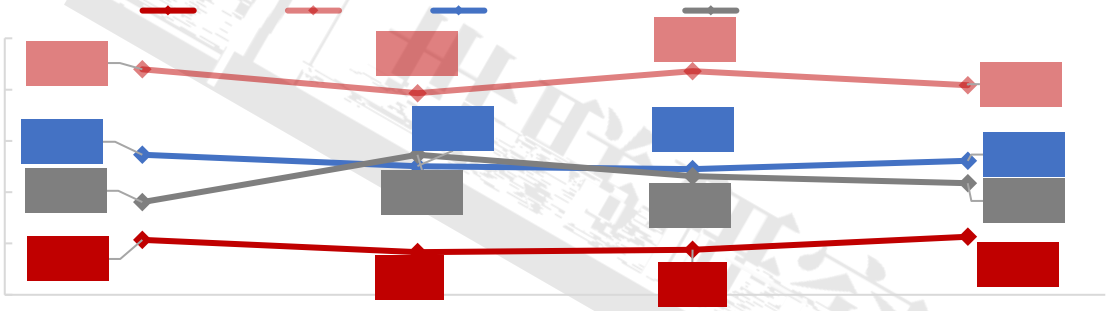
数据来源:CREIS,

在旧改接力棚改、外部环境面临多重不确定、都市圈与城市群成为区域经济发展核心背景下，对于非核心城市群三四线城市拿地则应有更高的标准和更全面的考量。此外，在城市拿地研判上，须提防出口业务占比高或产业链相关占比较大但受创严重的三四线城市(分行业看待，如防疫物资出口较好)，

2、[illegible]

前三季度，一二线与三四线的住宅用地招拍挂成交金额占比分别为 52.5%、47.5%，线动作明显，三季度市场成交继续回暖，非核心城市群的三四线市场表现得到回补。

但总体来看，随着去年旧改接力棚改，房企对三四线城市的布局仓位有明显降低；在面对疫情冲击和[illegible]地资金的分配上选择向去化保障的一二线和强三[illegible]



数据来源: CREIS,

		前三季度						三季度		
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	杭州市	3081	4%	2274	1%	7279	10%	[illegible]	[illegible]	20%
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
-3%	[illegible]	[illegible]	1390	476	[illegible]	[illegible]	武汉市	[illegible]	-8%	1164
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	-1%	[illegible]	24%	[illegible]	[illegible]	[illegible]	福州市	[illegible]	[illegible]	-17%
[illegible]	[illegible]	2031	17%	[illegible]	[illegible]	14%	成都市	4515	5%	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]

数据来源: CREIS,

随着 2019 年一系列促进都市圈和城市群发展的文件出台，城市群与都市圈的发展建设被摆在更突出的位置。经历疫情以来长三角与湾区的市场表现更是引人瞩目，围绕三大核心城市群布局深耕成为[illegible]行业共识：

前三季度土地成交金额 TOP30 城市有 14 个位于三大核心城市群，其余则为成渝和中部核心城市武汉与长沙；成交金额 TOP50 地块更是 4 [illegible] 86%。

今年 4 月出台的《3030 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》再度强调加快发展重点城市群并[illegible]口向城市转移；加大“人地[illegible]

今年 3 月中央将用地审批权下放至省级政府，这将使空、建用地指标的调剂与跨区域项目的审批更灵活有效，[illegible]。

[illegible]位，产业格局趋于固化，城市地位也将随之固化，不同城市之间人才的流出与虹吸也将持续。

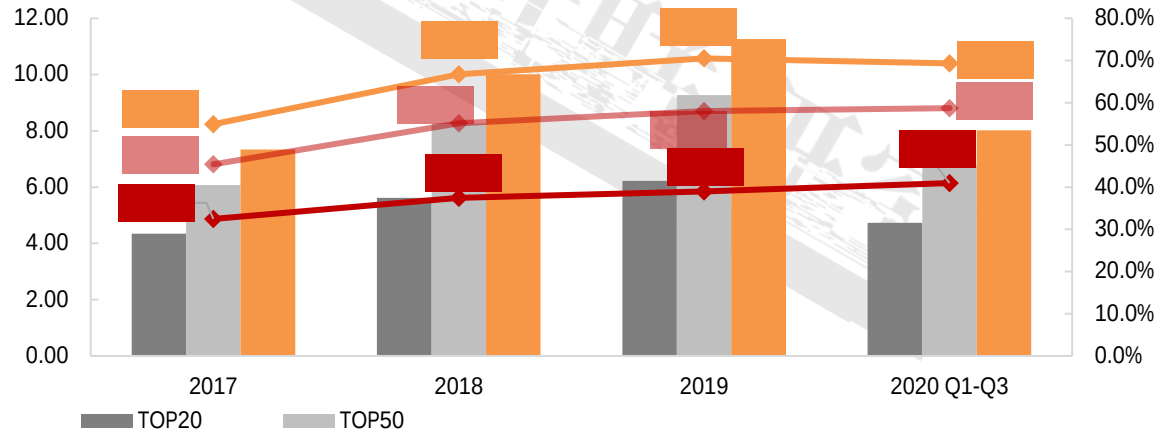
房企围绕一二线及核心城市群三线城市为主布局，既是必要，也是定局。布局共识亦带来竞争加剧，这也考验房企如何以组织、技术变革迎接买方时代。

数据来源: WIND,

1、头部房企集中度再上升，行业格局向倒金字塔演变

前三季度，Top100 房企实现销售额 8.01 万亿，同比增长 7.0%，强于全国市场整体增速。疫情期间停[illegible]

[illegible]执行，在行业偿债规模再上台阶、销售总量触顶、海外疫情失控且大国对抗升级的背景下，行业整合将继续[illegible]强者愈强趋势不变，行业格局将向倒金字塔演变。



数据来源: WIND,

[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
7.5%	13.3%	TOP3	49.4%	20.9%
17.9%	2.1%	TOP4-10	42.2%	30.6%
25.4%	4.9%	TOP11-20	56.2%	42.7%
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
15.3%	37.1%	22.6%	-8.3%	TOP51-100
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]

数据来源: WIND,

TOP3 房企增速领跑要是恒大贡献，前三季度销售额增长高达三成。主要是上半年以[illegible]75[illegible]营销口号，以及“恒房通”先声夺人博取较高市场关注度，一季度抢收告捷，二季度继续维持大力度促销，[illegible]“[illegible]折”再度打响抢收战。

TOP11-20 主要受金茂、金地、招商、绿城四家国资房企以及世茂带动，前者[redacted]年或今年大举逆势拿地；世茂则在近两年大举并购，土储项目大幅增长。

2、[illegible]下行趋缓，市场转冷迹象明显

[illegible]，中行加大[illegible]，并在 2 月和 4 月分别下调了 5 年期 LPR 利率 5 个基点和 10 个基点以引导利率下行，[illegible]，但随着二三季度成交转暖再无动作。

前三季度，

3、金九银十显著弱于去年，市场热度继续回落

[illegible] 个月之后的市场热度和成交。

三季度，根据世联行全国代理项目案场的客户上门情况，一线、二线、与核心城市群三线城市的周均客户上门指数自 8 月下旬后(第 34 周开始)明显弱于去年，仅非核心城市群的三四线表现较好。

此外，黄金周前后（40-41 周）促销力度仅有短暂脉冲，随即迅速回落并弱于去年，这也预示这市场热度转弱之后短期将难有起色。

数据来源：Wind，[illegible]

总结

1、

[illegible]其他发展中国家医疗资源紧缺和检测试剂仍是常态，拐点远未到来，疫苗全球普及尚需时日。受冲击的经济与飙升的失业率使得民族主义、民粹主义、贸易保护主义抬头，进一步撕裂全球化，大国对抗升级使得外部环境[illegible]提高拿地标准、加速去化与回款仍是核心。

2、“五限”调控[illegible]

虽然从去年下半年以来，“五限”城市的调控政策已现频繁松动，未明确放松的城市亦伴随着实际执行[illegible]力度的下降；但大多是以降低人才落户认定门槛以及可观的人才购房补贴，“一区一策”[illegible]。[illegible]宽松的政策得以维持。

3、行业融资再度收紧[illegible]行业或

从 5 月房地产信托融资新规草案透露融资再度收紧趋势，三季度“三道红线”如果全面铺开并严格执行，杀伤力将更是巨大。但考虑到地方利益诉求，以及三四线城市对于非上市房企的监管力度可能难以到位，实际政策执行力度[illegible]

数据说明

1.世联城市等级划分：

a) 一线城市:北京、上海、广州、深圳；

b) [illegible]
[illegible]南京、杭州、福州、南昌、海口、南宁、贵阳、长沙、武汉、成都、昆明、拉萨、西宁、大连、青岛、宁波、厦门、苏州；(非一线的省会城市、直辖市、计划单列市、苏州)

a) 核心城市群:京津冀(北京、天津、河北)、长三角(上海、安徽、浙江、江苏)、珠三角(泛指广东)

b) ；

c) 非核心城市群三线城市：一线、二线、三大核心城市群三线之外的所有城市。

2.城市销售数据说明：

跟踪的 48 [illegible]
所采纳数据为地方分公司人员更认可及更符合城市实际情况的数据。

3.世联客户上门指数：