所属行业	房地产
发布时间	2020 年 10 月 28 日

企业研究

长三角和珠三角，实质是规模与利润的选择——以滨江集团及时代中国为例

相关研究：

2020 年第四季度策略报告：房住不炒下行业空间仍在，锚定资源是未来竞争关键	20201026
2020 年 9 月地产月报：多地出台调控政策，金九悄然来临，但成色稍显不足	20201006
2020 年 8 月地产月报：土地供应与成交同环比均下行，“三道红线”短期抑制投资力度	20200906
月度数据点评：住宅成交连续两月正增长，土地成交创 2020 年新高（2020 年 1-6 月）	20200716

核心观点：

从滨江集团及时代中国的销售业绩走势来看，滨江集团在 2015-2017 年期间的业绩涨幅明显，拉开了与时代中国的差距，2018 年增速回落，但双方差距依旧保持扩大的趋势，部分原因是 2015 年后房地产市场热度从一二线转向三四线，而滨江布局重点集中在一二线城市。时代中国布局的城市除广州之外均为三四线，如佛山、珠海等，销售规模仅 2018 年超过滨江，但整体波动更为平稳。

我们认为两家房企销售规模差异逐渐拉大的原因如下：

第一，市场布局方面，杭州湾加速发展，大湾区布局城市市场表现较弱。滨江集团主要深耕的杭州市场区域经济发展迅速，吸引了大量人口流入，加上政府货币化安置的拆迁政策，带来需求的快速增加，使企业销售规模随之扩张；时代中国布局的广州受调控政策影响较大，市场热度受到压制，另外布局的佛山、清远等城市能级偏低，限制了公司销售规模的快速。

第二，发展战略方面，滨江集团以权益换规模，时代中国重视盈利增长。从企业历年新增的土地储备来看，滨江集团采用低权益战略，以杠杆撬动规模，实现销售额的快速提升；时代中国坚持稳扎稳打，2013 年至 2020 上半年土地储备平均权益占比均在 80%以上，同时 2018-2020 上半年年销售权益占比均在 90%以上，虽然销售额规模以及增速低于滨江，但是公司实现了盈利的长期稳定增长。

研究员
于小雨
rain_yxy（微信号）
yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn
王玲
w18705580201（微信号）
wangling@ehconsulting.com.cn
徐鹏
17601350466（微信号）
xupeng@ehconsulting.com.cn
何志芳
18301781335（微信号）
hezhifang@ehconsulting.com.cn

按照所处发展阶段，房企可以分为三类：已完成全国化、正在布局全国化和坚持深耕区域。今天我们要谈的就是第三类：坚持深耕型的房企，具体选出深耕浙江省的滨江集团与深耕广东省的时代中国控股作为代表来分析市场和战略对房企的发展影响。

选取两家房企进行分析的原因如下：一是两者深耕程度类似，截至 2019 年大本营省份的土储布局均高于 90%；二是两者布局省份一个为浙江省，一个为广东省，均是房企对外投资布局必争之地，土地市场与住宅市场热度一直在全国领先水平。

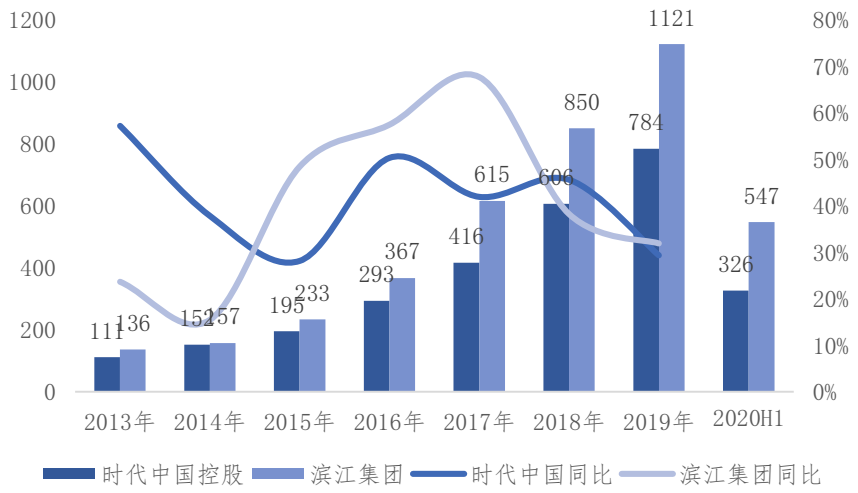
目录：

一、规模差距持续扩大，市场及战略为主因；
二、市场方面：杭州湾发展迅猛，大湾区受政策影响较大
1. 杭州湾市场加速发展，助力滨江规模快速扩张；
2. 大规模布局三四线，时代规模涨幅受制。
三、战略方面：滨江以权益换规模，时代重视盈利增长
1. 滨江采用低权益战略，达成规模高速增长；
2. 重视高质量发展，时代土地储备权益高于 80%
四、做高规模选长三角，做强利润珠三角更占优
1. 长三角市场广阔，适合房企做规模扩张；
2. 珠三角覆盖城市有限，更有利于企业做高盈利。

一、规模差距持续扩大，市场及战略为主因

从销售业绩走势来看，滨江集团在 2015-2017 年期间的业绩涨幅明显，逐渐拉开与时代中国的差距，2018 年增速回落，但双方差距已经保持持续扩大的趋势，部分原因是 2015 年后房地产市场热度从一二线转向三四线，而滨江布局重点集中在一二线城市。时代中国布局的城市除广州之外均为三四线，包括佛山、珠海等，销售规模的增速仅在 2018 年超过滨江，但是整体增速更为平稳。

图表：2013-2020H1 时代中国及滨江集团销售业绩（亿元）变化情况



资料来源：亿翰智库，企业公告

我们认为，滨江集团全口径销售额高于时代中国有两大原因：

第一，市场布局方面，杭州湾加速发展，大湾区布局城市市场表现较弱。滨江集团深耕的杭州市场经济发展迅速，且随着 G20 峰会的举办以及亚运会的成功申办，吸引了大量人口流入，加上政府货币化安置的拆迁政策，需求快速增加推动了本地房地产市场的快速发展；时代中国布局的广州受政策限制较大，市场热度受到抑制，另外深耕的佛山、清远等城市能级偏低，更多依靠广州的辐射效应，自身需求不甚充足，房价及成交热度相对杭州较弱，限制了时代中国的规模上升空间。

第二，发展战略方面，滨江集团以权益换规模，时代中国重视盈利增长。从滨江集团历年新增土地储备来看，公司大多数的项目均为合作开发，自 2014 年开始新增项目权益占比由 35.1%逐渐走低，2016 年仅为 28.0%，后期新增项目权益占比虽有所上升，但 2018 年至 2020 上半年销售权益占比仍低于 50%，使得滨江集团在短时间内实现了销售规模的扩张；相比较来看，时代中国 2013 年至 2020 上半年土地储备平均权益占比均在 80%以上，2018 年至 2020 上半年销售权益占比均在 90%以上，高权益战略对企业的运营能力及资金要求较高，导致时代中国的规模扩张速度相对较慢，但是这样的策略使公司盈利能力表现远超滨江集团。

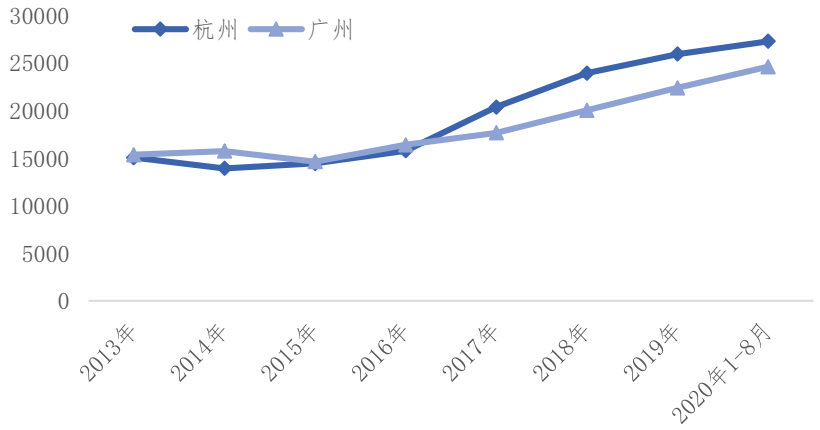
二、市场方面：杭州湾发展迅猛，大湾区部分三四线市场表现偏弱

滨江集团深耕杭州，时代中国深耕粤港澳大湾区，为了比较市场表现对企业销售规模增长的影响，我们选取滨江重点深耕的杭州，时代中国重点深耕的广州、佛山、清远三个城市作为代表。

1、杭州湾市场热度持续走高，助力滨江规模快速扩张

从房价表现来看，作为浙江的省会，杭州虽为二线城市，平均房价却在 2017 年便超越了广州，同时 2013-2020 上半年的杭州市场变化与滨江集团的销售变化情况较为吻合：2013 年至 2014 年，受温州金融危机事件影响，杭州经济处于转型调整期，需求受到抑制，导致杭州 2014 年商品房销售均价较 2013 年下降了 7.5%，滨江集团销售额增速相应下降 9 个百分点；2014 年后房价开始上涨，滨江集团的销售规模随之进入加速扩张阶段，2015 年至 2017 年平均增速在 50%以上。

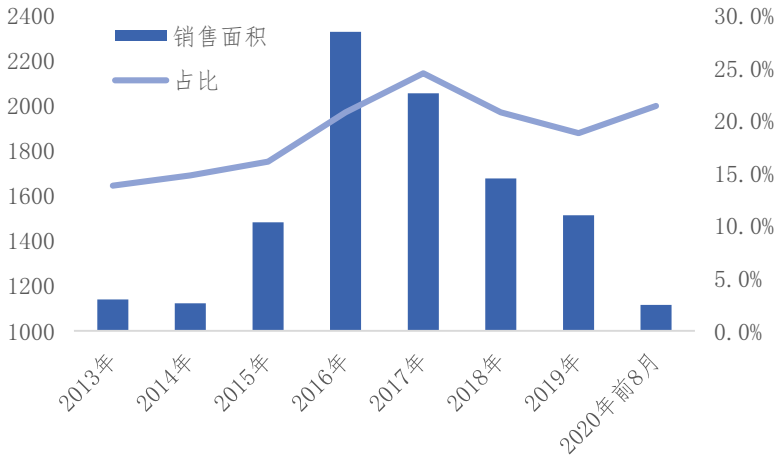
图表：2013 年-2020 年前八月杭州平均商品房销售价格走势（元/平米）



资料来源：wind，亿翰智库

从成交规模来看，2014 年以来，杭州商品房成交量逐年增长，2016 年达到巅峰，由 2015 年 1482 万平米大幅上升至 2328 万平米，2016 年后由于调控政策持续出台，导致成交量逐渐下行，杭州在长三角一二线城市中销售面积的占比也呈现相同的趋势，自 2017 年起比重持续下降，至 2020 年前 8 月杭州商品房销售占比重新回到 21.4%。从整体来看，杭州住宅市场发展迅速，较高的市场热度带动了滨江销售规模的快速增长。

图表：2013 年-2020 年前 8 月杭州商品房销售面积（万平米）及长三角占比变化



注：占比=杭州销售面积/（上海+杭州+南京+苏州+合肥）销售面积
资料来源：wind，亿翰智库

杭州住宅市场能够实现量价齐升的原因有两点：

第一，G20 峰会的举办以及 2022 年亚运会的申办成功，促使杭州的轨道交通建设加速发展，如杭州计划在 2022 年亚运会前开通 10 条地铁线以及杭州各大城际铁路、高速的建设，基础设施的持续完善使本地房价水涨船高，市场热度增强；

第二，得益于互联网经济，杭州经济快速发展，GDP 由 2016 年的 1.13 万亿提高至 2019 年的 1.54 万亿，复合增长率为 10.9%，高于全国平均 GDP 增速，不断提升的经济水平促进人口的流入，2019 年新增人口达 55.4 万，位列全国第一，年末常住人口破千万，为城市带来住宅需求的提升。

良好的市场预期以及大量人口流入导致杭州商品房市场在 2016 年至 2018 年出现供需失衡的现象，推动了房价的快速上涨。根据杭州市住保房管局的统计数据，2017 年 3 月杭州限购政策升级抑制的主要是外地人进杭购房的需求，2017 年外地购房者在杭置业的总套数占市区新建商品住房成交总套数的比例为 14.4%，较 2016 年大幅下降 19 个百分点。但是由于杭州大规模的拆迁及货币化安置，本地人的住宅需求增加，调控政策对这类人的影响比较小，因此杭州楼市热度居高不下，不过随着政府降低货币化安置比例以及限购限贷政策持续升级，自 2018 年后杭州量价逐渐回落，房地产市场趋于稳定。

结合滨江集团 2013 年至 2020 上半年的布局来看，滨江集团专注于深耕大本营杭州，除 2014 年及 2018 年之外，其余年份在杭州的新增土地储备均超过当年总新增土地储备的 50%。除了杭州之外，其他城市多是仅连续两年拿地，后续并未加大深耕力度，**而杭州市场在近年来表现较好，使得滨江集团的销售规模扩张速度较快，但是在杭州住宅市场逐渐稳定的情形下，为滨江带来的规模增长红利随之降低。**

图表：2013-2020H1 滨江集团新增土地储备建筑面积分布情况（万平米）

城市	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1
杭州	251.2		38.1	121.7	102.7	136.0	158.6	247.9
金华	20.1						57.4	
衢州	33.0							
绍兴	39.7							
平湖		53.0	54.2					
义乌				14.2	38.5			
温岭					16.9	14.7		
温州					28.2	71.7	29.0	
湖州						37.8	10.0	
宁波						45.4		21.3
台州							33.9	
嘉兴							6.4	19.0
南通						19.8		
苏州								25.8
上饶						21.6		
深圳					34.2			

城市	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1
上海			12.0	25.0				
总计	**344.0**	**53.0**	**104.3**	**160.8**	**220.5**	**347.0**	**295.4**	**313.9**

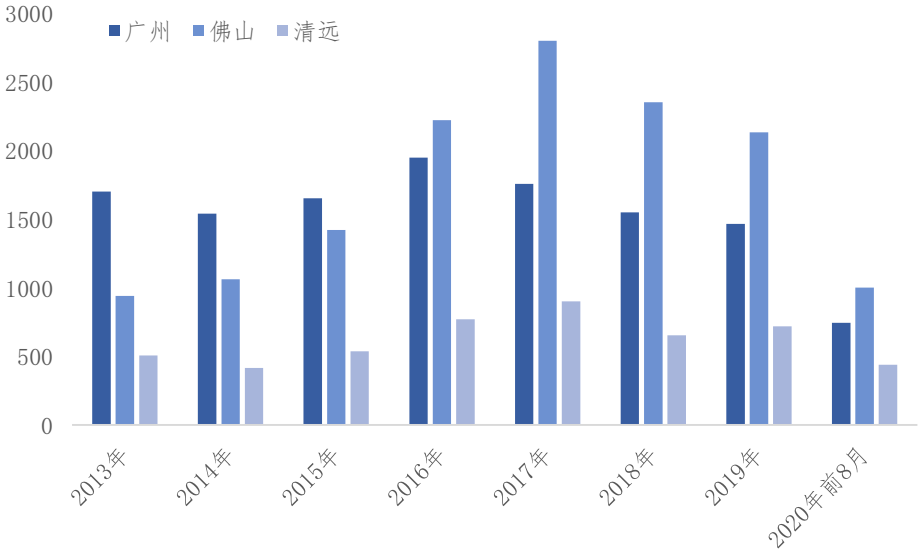
资料来源：亿翰智库、企业公告

2、大规模布局三四线，时代规模涨幅受制

时代中国主要布局广州、佛山、清远三大城市，土地储备占比 55.4%。从房价表现来看，该三大城市均弱于杭州，广州平均房价为 24589 元/平米，一方面因为广州是一线城市，限价、限购、限贷政策较严，另一方面是广州面积较大，从城市结构来看，增城、花都、从化区距离主城区较远，拉低了广州的平均房价水平。佛山本身是强工业市，随着广佛同城建设的加快，房价持续上涨的可能性较大，但目前来说平均房价为 13710 万/平米，与杭州差距较大。清远在 2016-2018 年受益于广清一体化发展计划，交通环境有所改善，房价出现一定涨幅，但楼市热度依靠的还是广州的辐射效应及限购限贷政策下的外溢效应，内需不足，2020 年前 8 月平均房价为 7233 元/平米。

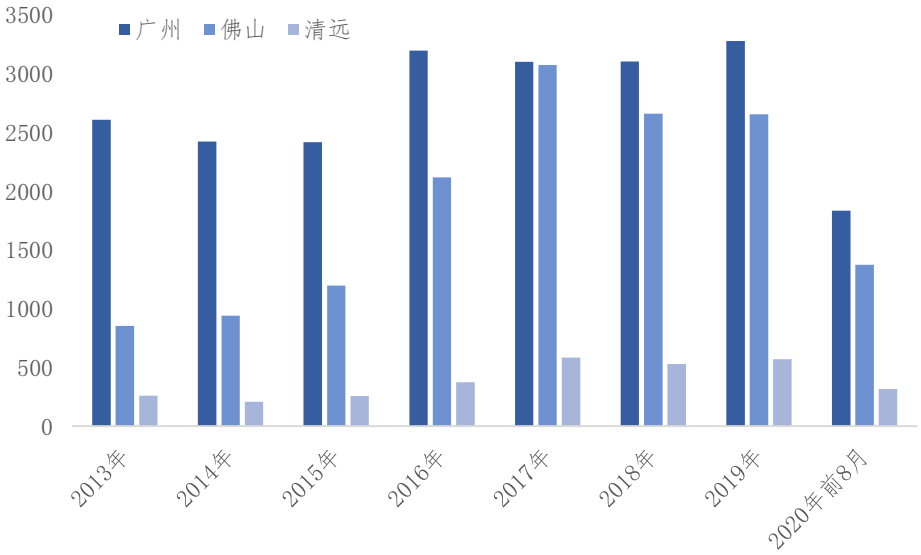
从成交量来看，三大城市中佛山的楼市热度较高，自 2016 年起便超越了广州成为珠三角销售面积第一的城市，不过由于房价与广州相差甚远，因此最后的销售额表现不如广州。在各种调控政策的限制下，广州商品房成交量波动与佛山相比较为平稳，销售额保持稳中上升的趋势。清远无论从销售面积还是销售额来说均弱于其他两个城市。

图表：2013 年-2020 前 8 月广州、佛山、清远的商品房销售面积（万平米）



资料来源：wind，亿翰智库

图表：2013 年-2020 前 8 月广州、佛山、清远的商品房销售额（亿元）



资料来源：wind，亿翰智库

结合时代中国的布局与销售情况来看，时代中国持续聚焦佛山、广州、清远、珠海、中山及东莞六个城市，其中 2017 年分别在清远及江门大规模拿地，新增土地储备建筑面积达到 153.0 万平米及 100.0 万平米，截至 2020 上半年，时代中国土地储备占比排名前三的为清远、广州及佛山，分别为 23.8%、19.1%及 12.6%。但是时代中国的销售与布局有着较大的错位，截至 2020 年 6 月底，时代中国在清远的布局并未贡献出相应的销售占比，合约销售额占比仅为 4.5%，销售面积占比为 7.2%。目前来看，深耕清远的效果并未显现。此外，2018 年后时代中国在广州区域的销售均价一直跑输全市均价，主要原因是近年来出售的楼盘大多位于增城、从化、花都等区域，拉低了销售均价。**因此，时代中国一方面由于布局的城市市场热度低于杭州，导致去化不畅；另一方面布局的部分城市虽有较多的土地储备，但并没有实现相应的销售贡献，因此导致时代中国的销售规模扩张速度慢于滨江集团**。

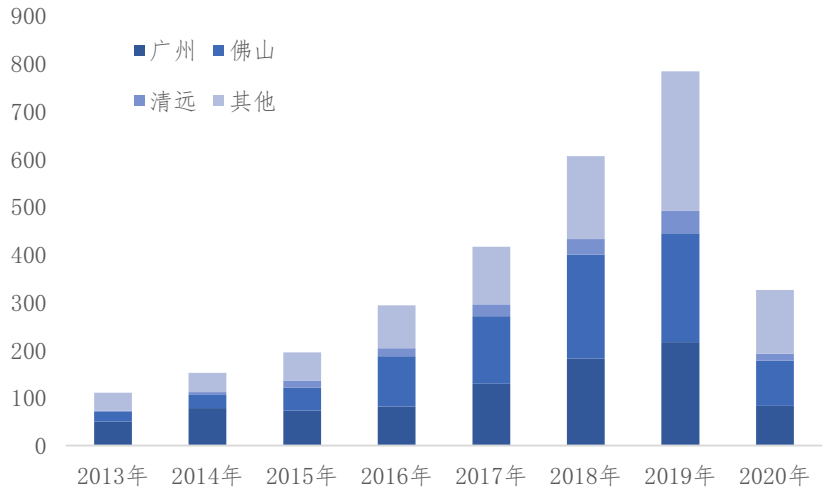
图表：2013 年-2020H1 时代中国新增土地储备变化情况（万平米）

城市	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1
佛山	14.7	51.5	51.4	55.3	75.8	79.9	73.1	32.8
广州	7.5	13.7	88.7	80.2	51.9	59.0	153.4	
清远		44.2		23.6	153.0	34.7	19.4	
珠海	46.9		55.6	29.9	8.8	13.1		
中山	11.7			49.9	51.9	16.6	17.0	
东莞				41.6		46.1	12.4	52.8
江门					100.0	46.4	68.6	

城市	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1
惠州				63.2	38.6			
肇庆						17.9	22.1	
汕头							18.3	
汕尾							16.3	
河源							12.6	
武汉							28.7	
长沙					18.5		28.7	6.8
成都						6.1	13.9	
杭州							7.5	
总计	**80.8**	**109.4**	**195.7**	**343.7**	**498.5**	**319.8**	**492.0**	**92.4**

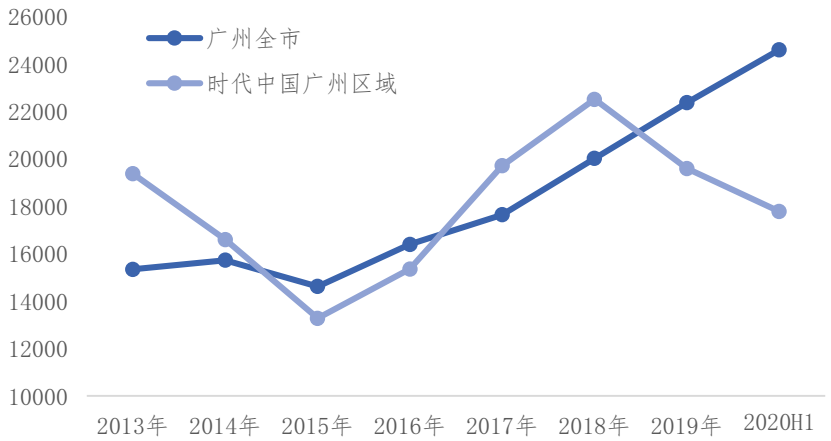
资料来源：亿翰智库、企业公告

图表：2013 年-2020H1 时代中国销售情况（亿元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

图表：2013 年-2020H1 广州及时代中国广州区域项目销售均价走势（元/平米）



资料来源：亿翰智库、企业公告

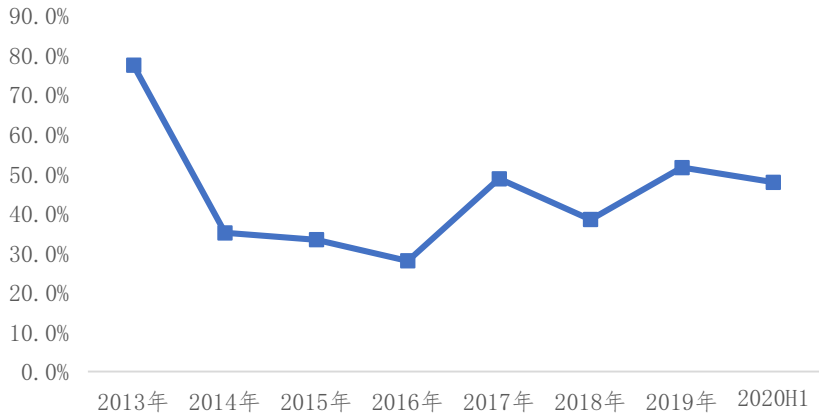
三、战略方面：滨江以权益换规模，时代重视盈利增长

除市场因素外，企业发展战略不同也是导致二者销售额差距扩大的因素。

（1）滨江采用低权益战略，达成规模高速增长

滨江集团选择以权益换取销售规模的扩张，细看滨江集团的项目发现，2014 年公司唯一新增的平湖项目是以低权益合作的方式获取的，权益比例仅占 35.1%，并且此后几年维持这种拿地方式。2015 年联合平安成功进驻上海，权益比例为 30%，随后 2016 年继续在上海拿了两块地，加权平均权益比例仅为 13.5%，总新增土地储备加权平均权益占比在 2016 年达到最低，为 28.0%。尽管后续的新增土地储备权益占比有所上升，但就 2020 上半年披露的 39 个销售项目中，有 19 个项目权益占比没有超过 50%。

图表：2013 年-2020H1 滨江集团新增土地储备加权平均权益比例情况



注：加权平均权益比例=$\frac{\sum_{i=1}^{n}\text{新增项目 i 的计容建筑面积}*\text{权益占比}}{\text{当年新增总计容建筑面积}}$，下同

资料来源：亿翰智库、企业公告

低权益占比使得滨江集团的销售规模实现了快速扩张。据亿翰智库数据显示，2020 上半年滨江集团权益销售占比为 48.1%，2019、2018 年的权益销售占比分别为 39.9%及 43.1%。尽管目前房企合作开发是常态，但滨江集团的权益销售占比相对较低，甚至是千亿房企中唯一一个权益销售占比低于 50%的房企。**合作拿地的方式使得滨江集团以较少的资金完成了规模扩张，但带来的弊端也非常明显：**

第一，过低的权益侵蚀了滨江集团的营业收入及利润，并且不利于企业品牌溢价的积累，造成近年来滨江集团的销售规模一直领先于时代中国但盈利能力却落后于时代中国的现象。2019 年，滨江集团实现营业收入 249.5 亿元，净利润 39.7 亿元，时代中国实现营业收入 424.3 亿元，净利润 55.6 亿元；

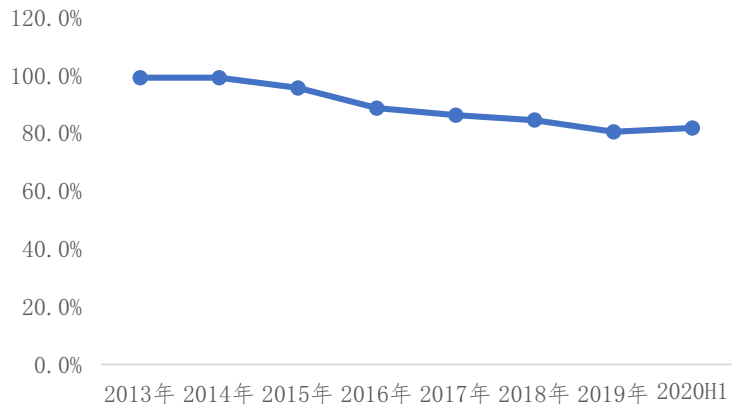
第二，相比其他类型的开发项目，房企合作开发涉及多方，在合作的过程中很有可能存在违约的现象，且滨江集团对浙江以外的市场较少涉足，**跨省合作经验较少，**加大了项目违

约风险，如上海湘府项目合作方违约，深圳龙华区城市更新项目因深圳“史上最严工改政策”搁浅，给滨江造成了巨大损失。

（2）重视高质量发展，时代土地储备权益长期高于 80%

时代中国的发展战略显然不同，尽管在 2013 年至 2020 年间，企业总土地储备的权益占比有轻微下降，不过总体保持在 80%以上，就 2020 中期业绩公告中披露的 133 个物业开发项目组合来说，其中 52 个项目权益占比为 100%，仅 26 个项目的权益占比不超过 50%，据亿翰智库的数据显示，其 2018 年至 2020 上半年的权益销售占比均不低于 90.0%，**我们认为，适当的降低权益占比有助于企业规模扩张，但若权益偏低则容易影响企业的盈利。**

图表：2013 年-2020H1 时代中国总土地储备加权平均权益比例情况



资料来源：亿翰智库、企业公告

图表：2018 年-2020H1 滨江集团及时代中国销售及权益占比情况

企业	时间	全口径销售额（亿元）	权益销售额（亿元）	权益销售占比
滨江集团	2020H1	551.7	265.1	48.1%
	2019 年	1120.5	447.3	39.9%
	2018 年	869.5	374.8	43.1%
时代中国	2020H1	325.7	306.4	94.1%
	2019 年	783.6	705.2	90.0%
	2018 年	618.1	556.3	90.0%

资料来源：亿翰智库

四、做高规模选长三角，做强利润珠三角更占优

总结滨江集团和时代中国，我们发现两者有着不同的特征，即：深耕长三角的滨江规模增幅更快，深耕珠三角的时代中国盈利能力更强。以小见大，两家房企的特点实质上也是长

三角和珠三角的区别。

（1）长三角市场广阔，适合房企做规模扩张

长三角是中国经济水平最高的城市群，在行业下行周期之际，多数房企都选择增加长三角地区的投资力度，主要有两个原因：

第一，从覆盖城市来看，长三角地理位置广阔，涵盖了江苏、浙江、安徽以及上海三省一市共计 27 个城市，2019 年拥有常住人口 2.26 亿，占全国总人口 16%，同时 2020 上半年长三角商品房销售额总计 2.1 万亿元，占全国比重 31.3%。**广阔的地理面积和人口规模为住宅市场带来了充足的需求，降低了房企规模增长的容错率。**

第二，从经济水平来看，长三角城市群的发展呈现以上海为中心，其余城市百花齐放的局面，整体发展较为均衡，诸如杭州、南京、苏州的经济水平整体较高。为此，**长三角最大的优势就是居民的经济实力普遍较强，在需求充足的情况下，购买力较强，有利于实现住宅销售的快速去化，从而实现房企规模的增长。**

（2）珠三角覆盖城市有限，更有利于企业做高盈利

珠三角同样是中国经济水平较高的城市群，但相比长三角来说，深耕此地很少能实现规模的快速增长，主要原因有两个：

第一，从覆盖的城市来看，珠三角地区覆盖城市数量较少，且所占面积也较低，这就决定了与长三角相比在占地面积和人口方面不占优势。**房企在珠三角做深耕很难做到广铺面，多是在有限的城市中往更深处挖掘需求，**这样的特点就导致深耕华南的房企规模增长速度相对平稳。

第二，旧改开发保障企业盈利下限。相比长三角，珠三角的城镇化率较高，2018 年已达 85.3%，因此招拍挂地块相对较少，土地的获取很大程度上依赖城市更新，这也是华南房企的普遍特征之一。城市更新项目多位于城市中心，**虽然项目开发周期较长，但是城市更新改造成本底、利润空间高的特点有利于房企盈利能力的提高。**

总体而言，长三角更有利于房企销售规模扩张，滨江以杭州为核心，辅以深耕周边城市，得以进入千亿房企俱乐部。但从目前来看，继续实现规模的快速扩张已经不是滨江的首要工作，如何提高企业的盈利能力成为摆在公司面前的任务，只有收入、利润的持续增长，方能为企业更长远的发展提供助力。深耕珠三角的时代中国虽然规模增幅弱于滨江，但是盈利能力强于滨江集团，并且随着公司加大对中部和长三角地区核心城市的布局，预计这些城市或能推动公司实现销售金额的快速提升。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写，公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径，但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因，本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入，对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分，请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分，如未经亿翰智库授权，传播时私自修改其报告数据及内容，所引起的一切后果或法律责任由传播者承担，亿翰智库对此等行为不承担任何责任，亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构，隶属亿翰股份，其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用；定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次，亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。

亿翰智库二维码