

房企销售利润率正在筑底?——基于土地流拍和 2000 个样本项目的总结

房地产

行业动态信息

土地流拍的真相：今年土地市场供需分歧加大，流拍率甚于 14 年。以土地宗数为口径，今年前 7 月流拍率约 6%，二季度以来，流拍率均值为 7%。流拍率高于近轮周期中最低迷的 2014 年，当时平均流拍率也仅为 4%。尤其是一线城市，流拍率更是在二季度创下 17% 的最高值。从整体流拍规模来看，今年将达到历史峰值。14 年是近年来流拍量最高的一年，总流拍宗数为 345 宗，较 15-17 年分别高出 23%、219% 和 13%，但今年前 7 月 300 城总流拍宗数达 258 宗，与 14 年同期相比高出 59%。

然而对比此次与 14 年流拍潮，我们发现以下两点不同。

1、土地供应力度。14 年宅地新增供应建面同比持续下滑，一季度即呈现负增长，四季度甚至出现单月同比-60% 的大幅下滑，但今年 3 月以来，新推出的宅地同比持续增长，单月增速基本都在 20% 以上，个别月份甚至达 80% 以上增长。

2、销售市场热度。14 年四个季度全国销售面积同比跌幅均超过 6%，其中三季度同比跌幅 14%，可见市场低迷程度。然而近 4 个季度，仅 17 年 3 季度微跌 2%，今年以来单季度同比均为正增长，尤其对于龙头而言，今年前 7 月销售额依然维持 30%-40% 增速，目前的销售形势依然稳健。

综上所述，此次流拍的动因与上一轮不同，14 年是因为销售市场低迷导致开发商拿地能力与意愿均十分疲弱，然而这一轮，销售市场稳定，流拍现象的蔓延主要是房企基于利润率以及去杠杆下的理性选择。

我们在此前报告《那些正在积累的积极因素》中强调，房地产行业的积极因素正在累计：1、货币政策转向带来流动性边际改善；2、去杠杆节奏趋于缓和；3、下半年重点城市成交增速修复。而房企由于限价令影响下，持续下行的利润率能否改善是需要关注的第 4 点。此轮土地流拍潮的背景和原因和 2014 年时期有所不同，但对于房企而言积极因素都是一致的，也将有望倒逼土地出让环节在定价层面带来更为合理的预期，同时结合我们对于 2018 年样本城市新推盘项目的总结，我们可以看到，房企的拿地理性化已经逐步影响 2018 年销售利润率，这是对于带来此前利润率以及 ROE 持续回落的预期修正。

维持

买入

陈慎

chenshen@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号：S1440514080003

刘璐

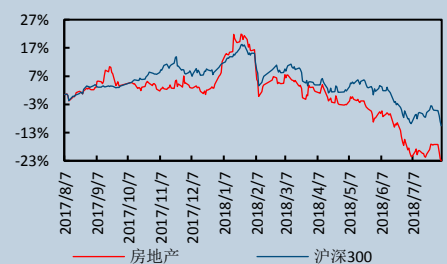
liulu@csc.com.cn

18621286899

执业证书编号：S1440513090012

发布日期：2018 年 08 月 06 日

市场表现



相关研究报告

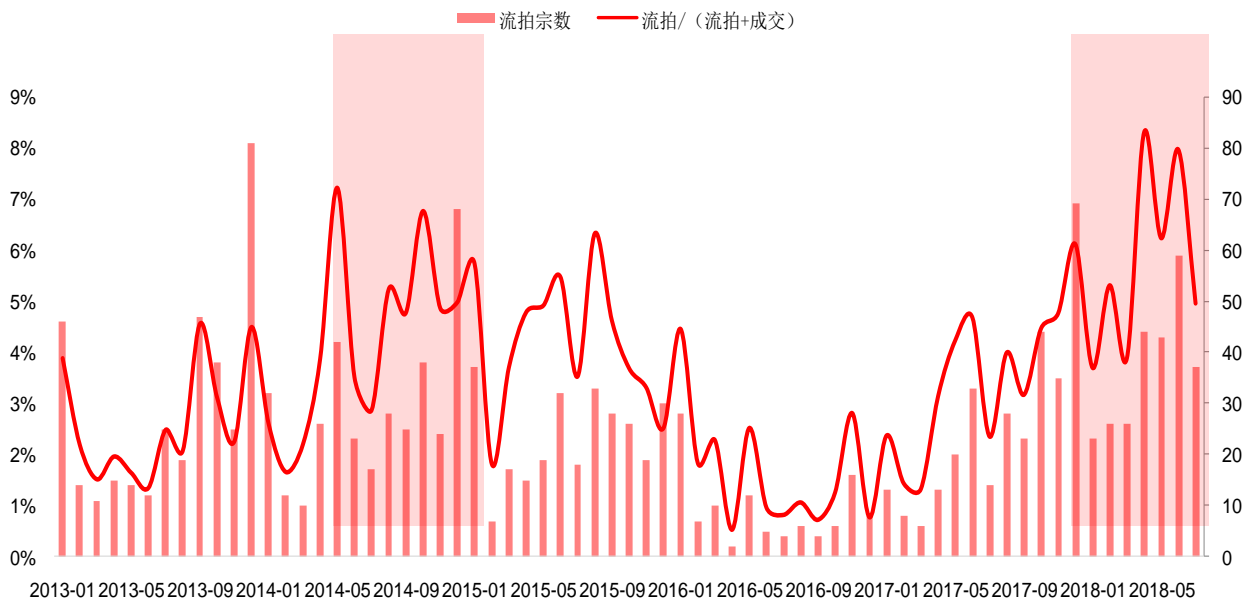
土地流拍的真相

今年土地市场供需分歧加大，流拍率甚于 14 年

今年以来，土地供需分歧变大，体现在成交规模提升，但是流拍率也在不断加大。

以土地宗数为口径，今年前 7 月流拍率约 6%，二季度以来，流拍率均值为 7%。流拍率高于近轮周期中最低迷的 2014 年，当时平均流拍率也仅为 4%。尤其是一线城市，流拍率更是在二季度创下 17% 的最高值。从整体流拍规模来看，今年将达到历史峰值。14 年是近年来流拍量最高的一年，总流拍宗数为 345 宗，较 15-17 年分别高出 23%、219% 和 13%，但今年前 7 月 300 城总流拍宗数达 258 宗，与 14 年同期相比高出 59%。

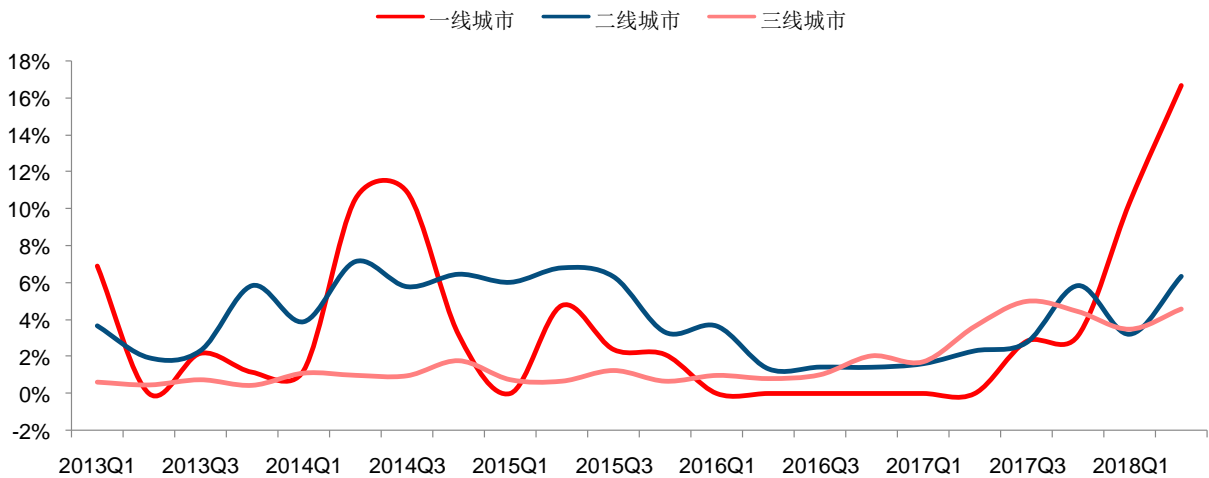
图：300 城宅地流拍宗数以及流拍率



资料来源：中指院，中信建投研究发展部

以城市能级划分，各线城市流拍率在今年明显提升。一二线城市流拍率峰值在今年 6 月，分别达 19% 和 7%，属于 13 年以来的峰值水平。季度数据显示，一线城市的流拍率自 17 年以来不断上行，今年二季度创下 13 年以来最高水平，二线城市与 14 年基本持平，三四线城市流拍率也显著高于 14 年。

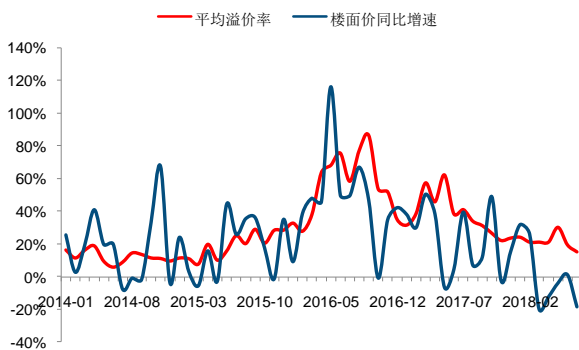
图：一二三线城市宅地流拍率



资料来源：中指院，中信建投研究发展部

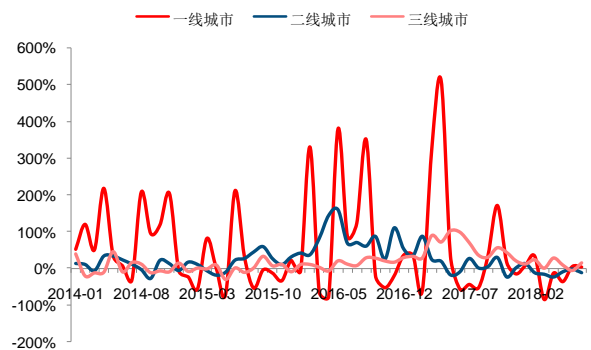
从溢价率角度，300城以及各线城市能级的数据均显示，土地溢价率均从17年下半年开始持续下滑，从平均楼面价角度，今年3月开始也出现了下滑。最明显的是一线城市，3-5月平均跌幅达44%，二线城市自2月起持续下降，平均降幅12%，仅有三线城市维持增长，但增速也在下行通道。

图：300城宅地平均溢价率以及楼面价同比增速



资料来源：中指院，中信建投研究发展部

图：300城分能级城市楼面价同比增速



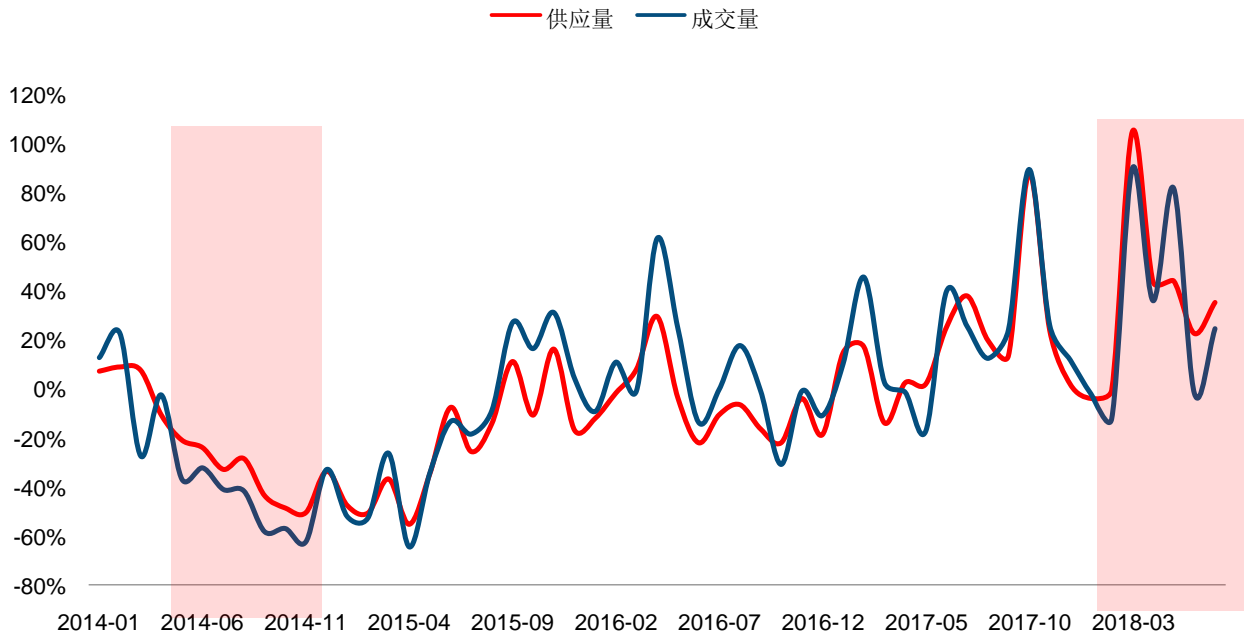
资料来源：中指院，中信建投研究发展部

流拍的原因：利润率预期+去杠杆压力

从以往的经验来看，土地市场的流拍背后是销售市场的持续低迷，从而影响房企拿地策略以及政府的市场预判，然而对比此次与14年流拍潮，我们发现以下两点不同。

- 1、**土地供应力度**。14年宅地新增供应建面同比持续下滑，一季度即呈现负增长，四季度甚至出现单月同比-60%的大幅下滑，但今年3月以来，新推出的宅地同比持续增长，单月增速基本都在20%以上，个别月份甚至达80%以上增长。

图：300 城宅地推出量以及成交量

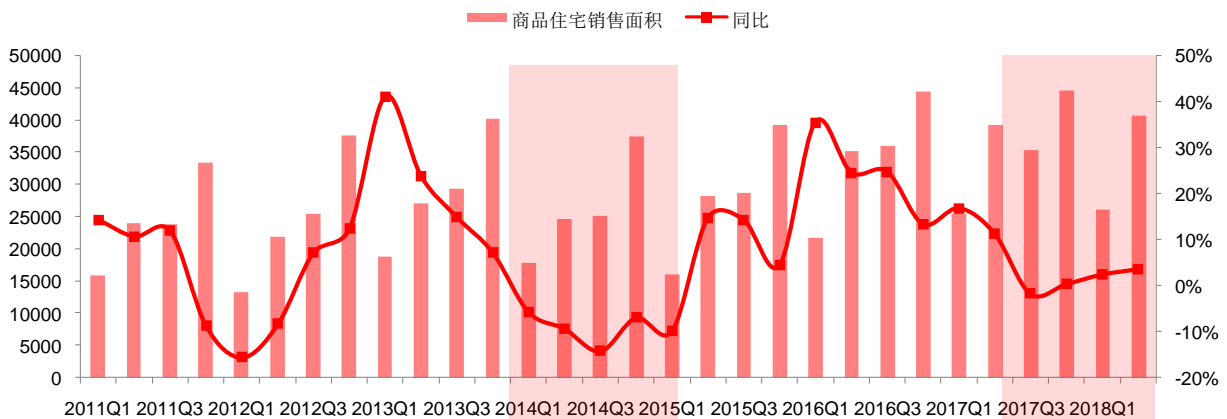


资料来源：中指院，中信建投研究发展部

2. 销售市场热度。14 年四个季度全国销售面积同比跌幅均超过 6%，其中三季度同比跌幅 14%，可见市场低迷程度。然而近 4 个季度，仅 17 年 3 季度微跌 2%，今年以来单季度同比均为正增长，尤其对于龙头而言，今年前 7 月销售额依然维持 30%-40%增速，目前的销售形势依然稳健。

综上所述，此次流拍的动因与上一轮不同，14 年是因为销售市场低迷导致开发商拿地能力与意愿均十分疲弱，然而这一轮，销售市场稳定，流拍现象的蔓延主要是房企基于利润率以及去杠杆下的理性选择。

图：住宅销售面积及同比

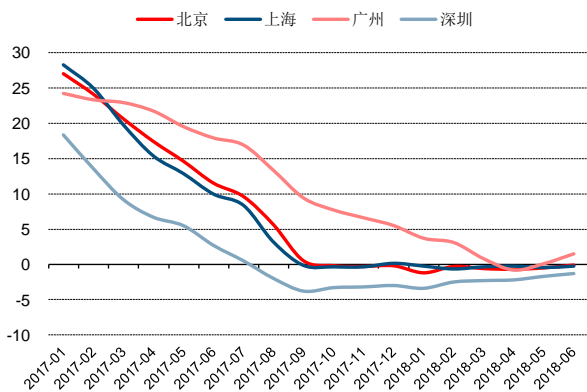


资料来源：wind，中信建投研究发展部

开发商拿地更为理性

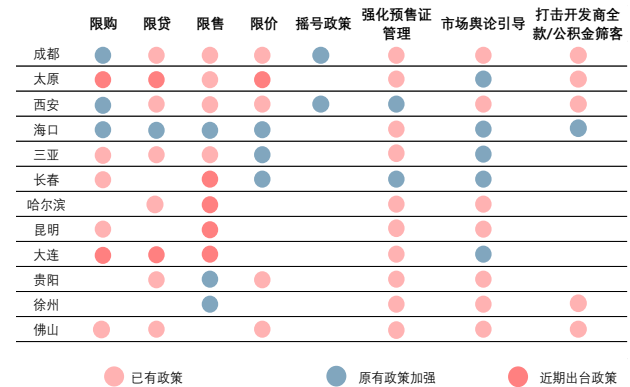
从利润角度出发，影响因素之一是**限价政策**。一线城市自去年下半年以来基本进入全面限价，北上深的新房价格同比不增长已经持续了一年，二线城市以及热点三线城市也开始进入限价时代。8月2日，政治局工作会议上“坚决遏制房价上涨”的提出预示着目前的限价政策将长期执行，“时间换空间”战略拿下高价地的逻辑不再顺畅，房企拿地也更为理性。

图：一线城市新建商品住宅价格指数同比(%)



资料来源：CRIC, Wind, 中信建投证券研究发展部

图：住建部约谈 12 城调控方向



资料来源：中信建投研究发展部整理

影响因素之二，是项目的**实际地价**。尽管目前土地市场溢价率大幅下降，但实际楼面价下滑幅度有限（下文有详细数据），这主要因为土地起拍价有所提高，与此同时，项目的隐性成本更高。

我们以 6 月苏州流拍的吴中区越溪苏地 2018-WG-8 号地块为例，项目地处近年来的热点板块，但地块在支付条件、户型面积、产品建筑条件、配件面积等多有要求，即隐性成本较高，同时给与开发商自主选择的空间不大。起拍楼面价为 1.3 万/平，而所处位置的限价在 2 万/平左右，楼面价已占售价约 65%左右比重，再加上配建、装修标准等隐形成本，盈利空间进一步盈缩，这是被开发商放弃的主要原因，也是近期多数流拍土地的共性。

表：苏州吴中区越溪流拍地块附加条件

项目	内容
支付条件	签订合同支付土地出让金 60%，剩余 40%及代征行政规费于 2018-10-24 前付清
户型面积	>=100 m ²
建筑条件	100%成品化，100%装配式，建筑高度 40<H<80
配建面积	占地 4050 平米幼儿园(占总面积比重达 5%)

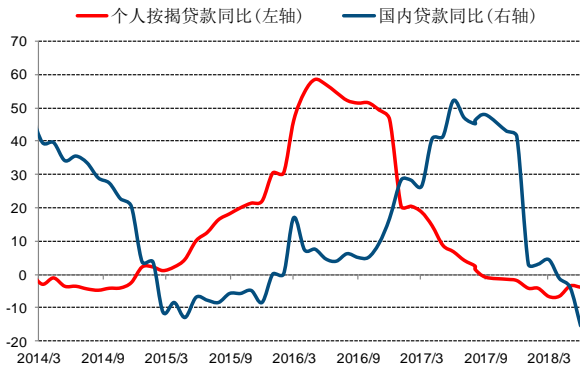
资料来源：苏州政府官网, 中信建投证券研究发展部

融资环境压力

在融资环境收紧、严控资金走向的大环境下，房企各类融资渠道持续受到严格管控，股权融资冻结、公司债受到严格监管、银行贷款更加关注“合规”，资管新规对部分非标渠道的关闭等，且和此前周期不同，在今年“宽货币、紧信用”的格局下，带来房企融资的剧烈分化。

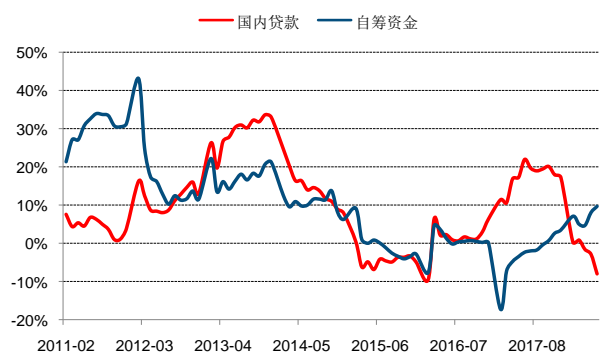
前6月开发资金来源同比增长4.6%，其中国内贷款占比持续下降，以销售回款为主的其他资金项占比逐月递增，二者同比增速分别为-7.9%和6.1%。在贷款大幅收紧的环境下，房企广开渠道，自筹资金同比增长9.7%，但在非标等其他渠道严控的环境下，自筹资金空间也十分有限。这也是各大房企，尤其是诸多民企在今年年报中均明确提出要降杠杆的重要原因。“降杠杆”最先影响的就是拿地策略，因此，整体融资环境也是目前房企对于拿地更加精挑细选的原因。

图：国内贷款和个人按揭贷款累计同比



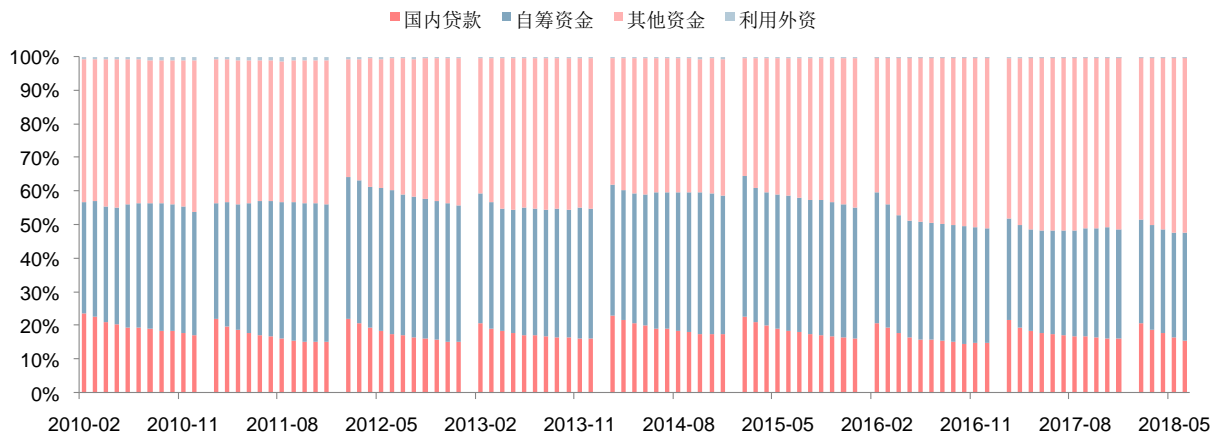
资料来源：统计局，中信建投研究发展部

图：国内贷款与自筹资金累计同比



资料来源：统计局，中信建投研究发展部

图：房地产开发资金来源结构



资料来源：wind，中信建投研究发展部

表：房企关于降杠杆表述

公司	去杠杆和负债表述
碧桂园	面对行业的新形势，本集团将矢志坚持稳健的财务政策和风险控制措施。
万科 A	探索投融资更多创新模式，保持安全健康的资债结构以及行业领先的信用评级。
中国恒大	2018 年，集团计划进一步降低净负债率。
融创中国	二零一八年，进一步降低本集团的杠杆水平。

绿地控股	加强融资与财务管理。创新融资方式，拓宽融资渠道。降低融资成本，控制融资风险。整体资金成本继续下降。
华夏幸福	公司将继续保持和开拓丰富的融资渠道，重视融资成本的控制。
中海地产	确保能维持健康合理的借贷水平和充裕财务资源。
龙湖地产	坚持稳健的财务管理策略，继续保持公司优质的财务状况和负债率水平，优化债务结构，拉长账期和降低成本，令公司财务结构更加安全和稳健。
金地集团	保持良好的债务结构和资金状况来确保公司经营的安全稳定。
阳光城	合理控制公司负债率水平，实现优化公司财务结构的承诺，确保公司良性健康可持续发展
首开股份	着力在拓展融资渠道、优化融资结构、降低资产负债率方面实现新突破。
南湖中宝	公司一贯坚持财务稳健的经营风格，处理好稳健经营与快速成长的关系，始终把控制资金风险放在第一位。
富力地产	我们预计融资成本短期内将开始逐步上升，而本集团正就此积极采取措施。为抵销融资成本上升的影响
世茂房地产	本集团秉承稳健的财务政策，保持融资结构安全。
中国金茂	创新融资渠道和方式，降低财务成本，为企业发展奠定良好的基础。

资料来源：各房企年报，中信建投研究发展部

销售利润率正在筑底——来自 2000 个样本楼盘的总结

过去由于限价令的横空出世，市场较为担心房企利润率的负增长，但是如果说房企在土地获取端能够更为理性，我们认为利润率的下滑是有底线的。这次我们细化分析了 17 个重点一二线城市 2018 年全市场推盘情况，共收集 1998 个楼盘的细项数据，也在印证这一判断。

18 年以来拿地趋于理性，助推房企利润率边际筑底

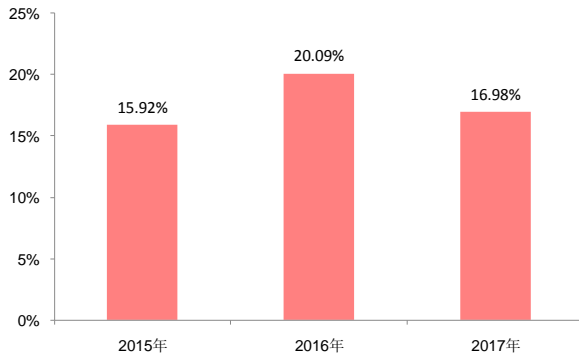
从我们对 17 个城市 18 年新推项目的梳理，总结在于：

1、入市节奏趋于平稳。15、16、17 年所出让的土地建面占比分别为 16%、20%、17%，整体相差不大，16 年占比略高。去年年末我们去个别热点城市调研，当地研究机构预判今年可推项目中 15 年拿地项目占比高于 16、17 年总和，但从 17 个城市的样本数据来看，这一现象并不普遍，今年一二线城市整体供货节奏较为平稳。

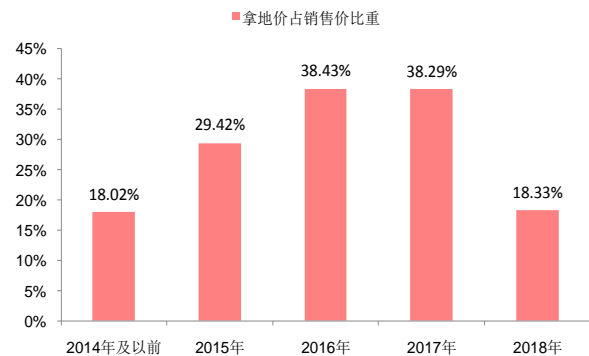
2、2017 年以来利润率持续下滑趋势改善。我们以地价占售价比重衡量项目盈利情况，可以看到 15、16 年随着地价大幅上行，地价占售价比重也显著提升，15 年所获地块地价占售价比重达 29%，与前三年项目平均水平上升 11 个百分点，而 16 年这一比值达 38%，同比进一步提升 9 个百分点，即 16 年房企所获地块的利润空间确实大幅收缩。

但到了 17 年，这一比值为 38%，与 16 年整体已经持平，实际上 17 年土地成本并未下降，但 17 年项目的利润空间有所改善，说明开发商去年的拿地策略已充分考虑政策持续性，18 年项目的地价占售价比重仅 18%，虽然样本量相对有限，但确实意味着房企销售利润率的见底企稳。

图：18年新推盘项目结构（土地出让年份分类，建面口径） 图：18年新推盘项目地价占售价比重（土地出让年份分类）



资料来源：CRIC，中信建投研究发展部



资料来源：CRIC，中信建投研究发展部

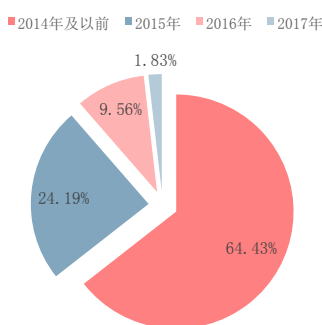
二线城市新推盘已经呈现一定程度利润率回升

分城市能级来看，一二线城市呈现明显差异：

一线城市 16 年以后所获地块的占比远低于二线城市，一方面一线城市新增供应较少，旧盘新推的占比更高；另一方面与成本有关：一线城市拿地楼面价占售价比重逐年递增，16 年项目占比达 47.4%，17 年这一比值直达 62.7%，盈利空间已十分有限。

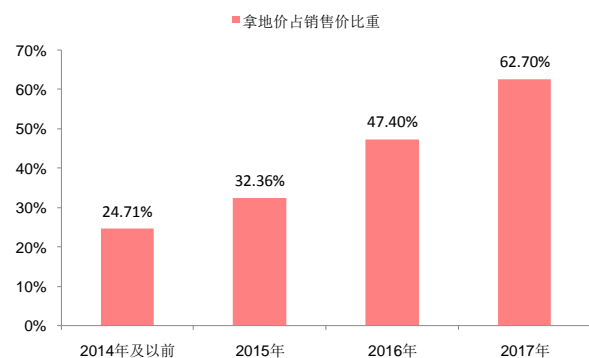
从盈利性角度，二线城市能够看到项目盈利性最低的是 16 年所获地块，地价占售价比重为 38%，但 17 年项目则降至 36%，同比下降 1.5 个百分点，即 17 年项目的盈利空间有一定改善。严格执行限价的背景下，一线城市所受的影响更明显。

图：一线城市 18年新推盘项目结构（建面口径）



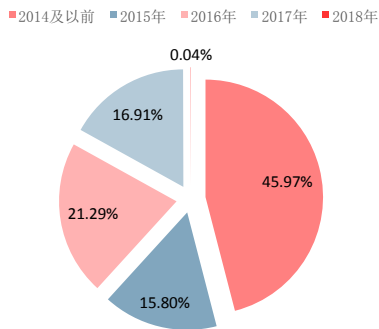
资料来源：CRIC，中信建投研究发展部

图：一线城市 18年新推盘项目地价占售价比重



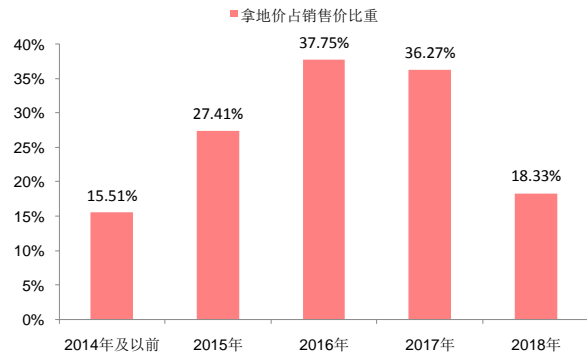
资料来源：CRIC，中信建投研究发展部

图：二线城市 18 年新推盘项目结构（建面口径）



资料来源：CRIC，中信建投研究发展部

图：二线城市 18 年新推盘项目地价占售价比重



资料来源：CRIC，中信建投研究发展部

我们在此前报告《那些正在积累的积极因素》中强调，房地产行业的积极因素正在累计：1、货币政策转向带来流动性边际改善；2、去杠杆节奏趋于缓和；3、下半年重点城市成交增速修复。而房企由于限价令影响下，持续下行的利润率能否改善是需要关注的第 4 点。此轮土地流拍潮的背景和原因和 2014 年时期有所不同，但对于房企而言积极因素都是一致的，也将有望倒逼土地出让环节在定价层面带来更为合理的预期，同时结合我们对于 2018 年样本城市新推盘项目的总结，我们可以看到，房企的拿地理性化已经逐步影响 2018 年销售利润率，这是对于带来此前利润率以及 ROE 持续回落的预期修正。

分析师介绍

陈慎：上海财经大学经济学学士，英国纽卡斯尔大学金融学硕士，6 年房地产研究经验，2013 年加入中信建投房地产研究团队，所在团队获 2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名，2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

刘璐：毕业于复旦大学，从事房地产研究 4 年，所在团队获 2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名，2013 年第十一届新财富房地产最佳分析师第二名，2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名。

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859