



# 审视房企的长期路径，静待毛利拐点到来

## 房地产行业2021年中期投资策略

姓名 齐东（分析师）

证书编号：S0790520060001

邮箱：qidong@kysec.cn

姓名 陈鹏（分析师）

证书编号：S0790520100001

邮箱：chenpeng@kysec.cn

2021年05月11日

**1、土拍“两集中”政策：供地量、供地节奏以及地价上会更加谨慎，供地过程将更平稳透明，中长期看土地溢价率有望下降**  
中短期看，由于制度落实初期房企资金较为充裕，市场并未如期降温，对土拍热度的抑制作用还需要观察。

**2、如何理解当下的地产政策：稳，既是目标，更是底线。**

政策目标：去杠杆，稳预期，降波动。居民端和企业端的加杠杆行为都被严格管控。对行业来说，未来行业格局更加稳定：强管控后，行业格局更加稳定，弯道超车难度加大。

**3、未来，房地产行业怎么看：我们认为在“两集中”和强管控下，未来行业单纯依靠土地增值获取利润已经穷途末路。未来房企需要更多地想管理和运营要红利，从业务亮点看，轻资产输出、多元化拿地、持续性收入是潜在房企业绩增长点。**

**投资建议：**短期看“两集中”并没有对土地市场产生降温作用，但我们不悲观，建议保持耐心，静待土拍市场降温带来的毛利率拐点。欣喜的是，已经有很多房企开始重新审视发展的长期路径，做难且正确的事。建议重点关注两类标的：（1）具备能够多元化拿地和获取持续性收入的标的；（2）多元化业务未来具备价值重估潜力的标的。重点推荐金地集团、旭辉控股集团、新城控股、中南建设、保利地产。

**风险提示：**宏观经济不景气，居民购房意愿下降；土地价格和融资成本上升，行业毛利空间持续压缩；行业规模下滑风险；企业运营风险。

# 目录

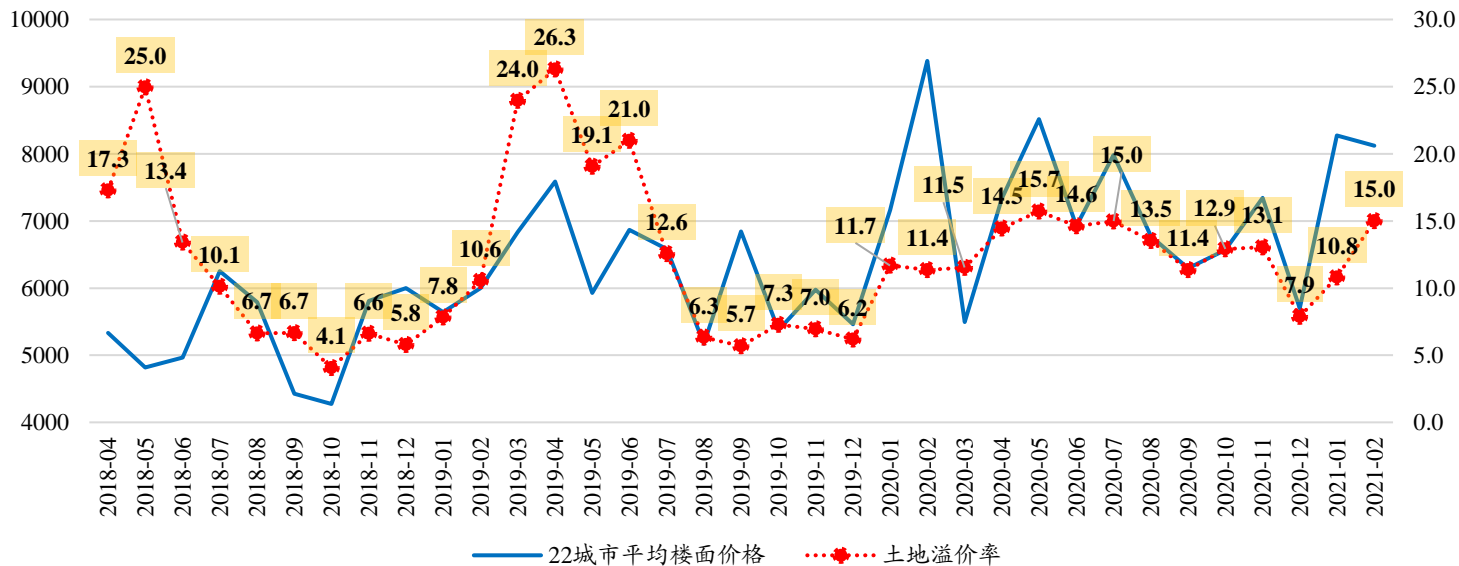
## CONTENTS

- 1 拿地“两集中”政策
- 2 如何理解当下的政策逻辑
- 3 未来，房地产行业怎么看
- 4 投资建议
- 5 风险提示

- 两集中：集中发布出让公告、集中组织出让活动，全年将分3批次集中统一发布住宅用地的招拍挂公告并实施招拍挂出让活动。
- 覆盖22个重点城市：4个一线城市（北上广深）、18个二线城市（南京、苏州、杭州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、天津、无锡）。
- 出让方式：零售改批发，供应节奏变化。

- 2018年4月-2019年12月，楼面均价5800元/平米；2020年1月之后，楼面均价7300元/平米；
- 考虑到新出让地段价值逐渐下降，涨幅可观。

图1：2021年以来集中供地的22城土地出让平均溢价率稳中回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 从时间看，目前出台细则的城市，是有一定错开的：

表1：22城市中公布集中供地细则的城市在供地时间上有错开

城市	首次集中供地面积（万平方米）	2021年宅地计划供应量（万平方米）	首轮集中供地占比	首轮集供地时间	备注
天津	376	-	-	5月10日-14日	
广州	394	634	62%	4月26-27日	
济南	402	864	47%	-	按年供地计划估算
杭州	302	698	43%	5月7-8日市区	
长春	400	958	42%	4月15日	
沈阳	230	600	38%	4月30日	
重庆	752	2014	37%	4月28日起市辖区	
长沙	294	791	37%	预公告集中供应含商住用地	
南京	225	710	32%	5月20日	
无锡	95	341	28%	4月28日	
厦门	48	195	24%	-	按年供地计划估算
福州	42	198	21%	5月12日福州四区	
北京	169	1060	16%	5月10日	
深圳	36	360	10%	5月13日	

资料来源：各政府官网、开源证券研究所

### 对地方政府:

供地量、供地节奏以及地价上会更加谨慎，供地过程将更平稳透明，中长期看土地溢价率有望下降

### 对房企:

- (1) 融资集中，前融、开发贷都面临“挤兑”，银行及其他金融机构会进一步优先考虑头部房企
- (2) 现金流管理能力：22城市集中拿地，其他城市滚动开发
- (3) 对市场和城市的研判要强化，机会成本增加
- (4) 勾地能力仍然是获取高毛利项目的利器

### 对竞争格局:

供地集中，企业合作进一步增强

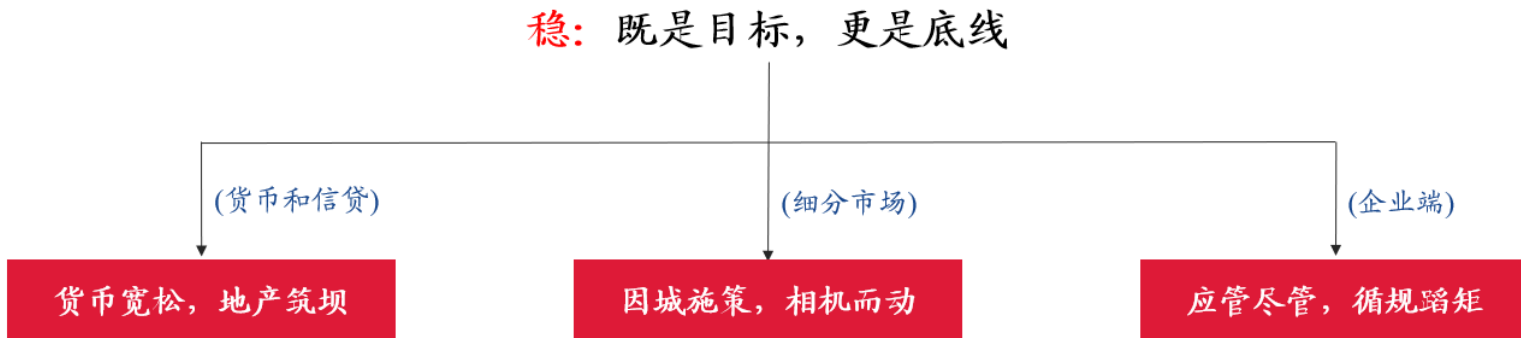
# 目录

## CONTENTS

- 1 拿地“两集中”政策
- 2 如何理解当下的政策逻辑
- 3 未来，房地产行业怎么看
- 4 投资建议
- 5 风险提示

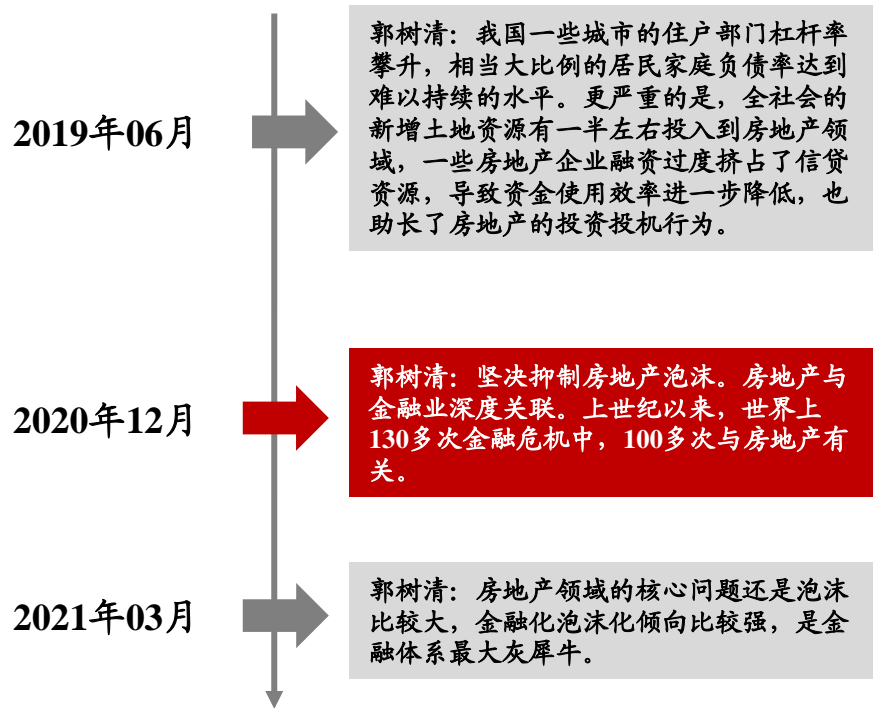


图2：当下地产政策“稳”既是目标，更是底线



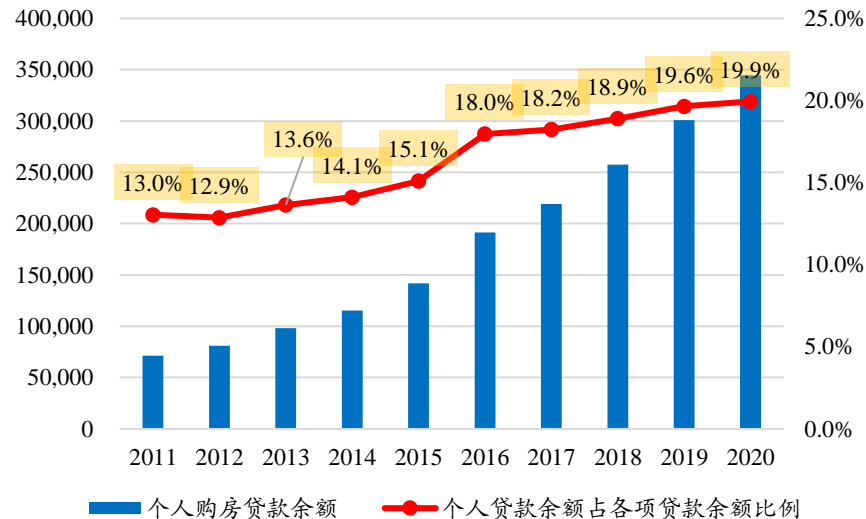
资料来源：开源证券研究所

图3：当局始终警惕房地产的杠杆和信贷问题



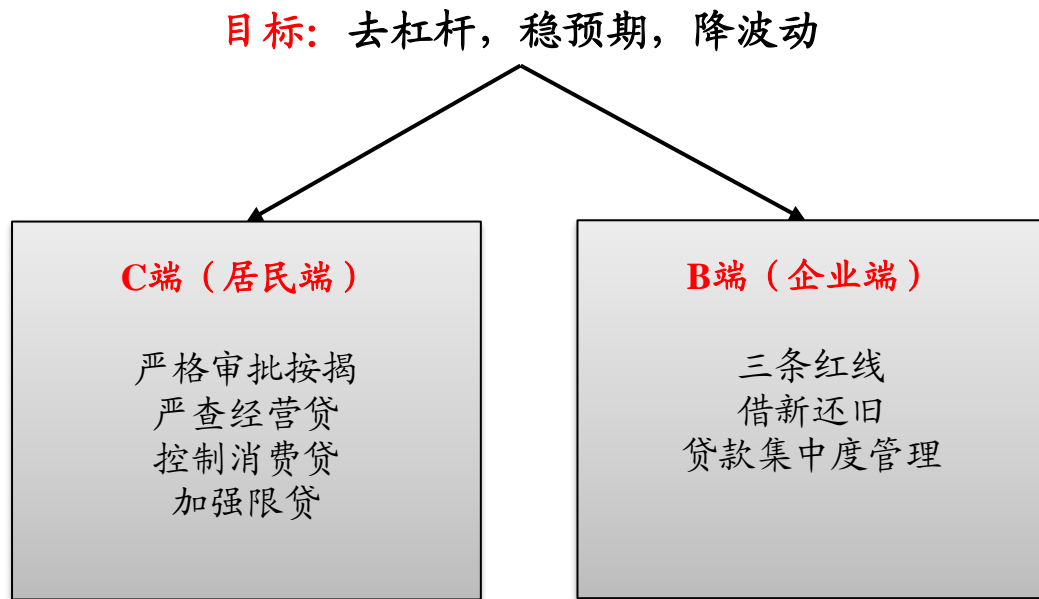
资料来源：政府网站、开源证券研究所

图4：个人购房贷款余额占各项贷款余额比例持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：当下地产政策注重去杠杆、稳预期及降波动



资料来源：开源证券研究所

图6：以2020年为例，看逆周期调节

## 2020上半年：疫情之下，政策松动

疫情之下，政策逐渐放松

拿地、预售、资金等多方面支持

二季度市场逐渐走出阴霾，东部区域率先复苏

## 2020下半年：市场恢复，逐渐收紧

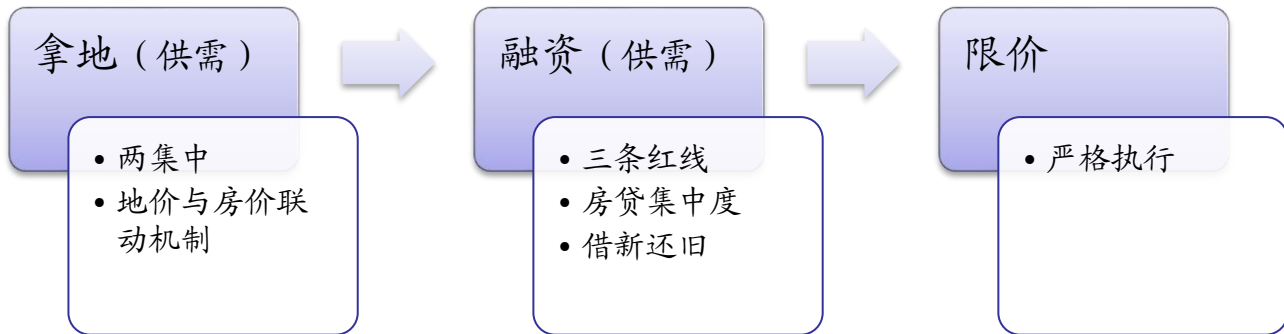
三季度以来各地量价齐升、地王频出

三条红线、房住不炒、因城施策

四季度调控逐渐升级，政策收紧

资料来源：开源证券研究所

图7：新政策背景下企业端回归“强管控”



资料来源：开源证券研究所

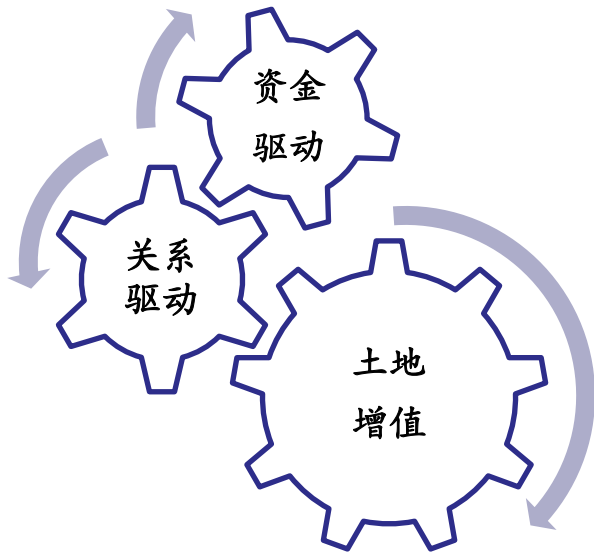
- 格局更加稳定：强管控后，行业格局更加稳定，弯道超车难度加大；
- 潜在风险更小：部分TOP30房企暴雷是“强管控”的重要催化剂。

# 目录

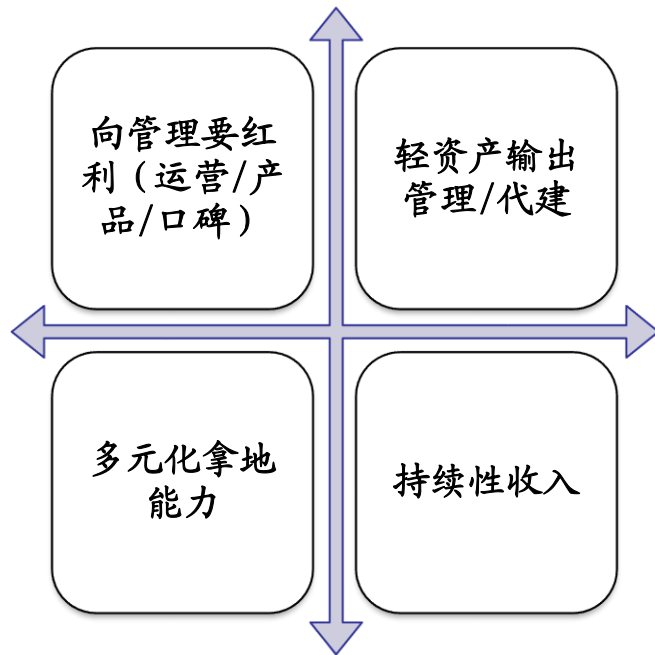
## CONTENTS

- 1 拿地“两集中”政策
- 2 如何理解当下的政策逻辑
- 3 未来，房地产行业怎么看
- 4 投资建议
- 5 风险提示

过去时

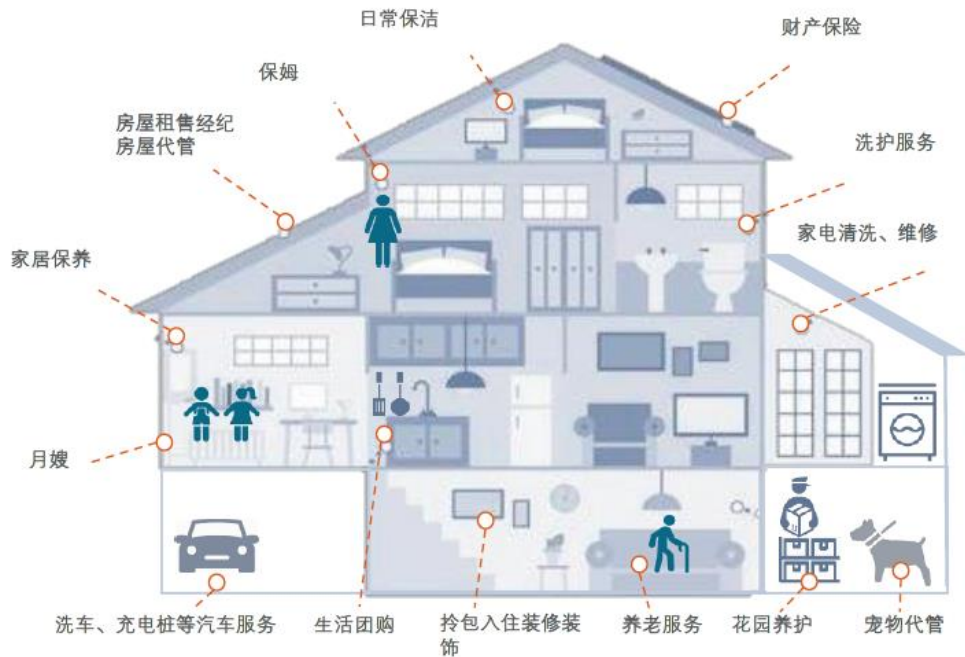


也许以后？



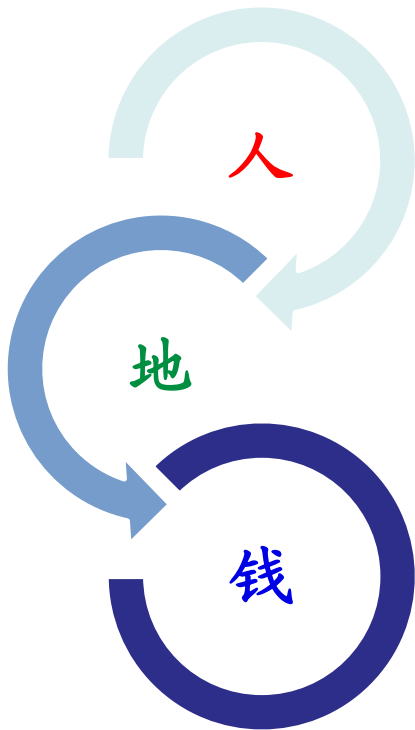
- 向业主提供全生命周期的生活空间：住宅、商办、文旅

图8：未来房地产行业更注重存量市场生态链的开拓



资料来源：碧桂园服务2020年业绩会PPT





- 产品和客户研究重回管理视野
- 成本、研发、设计、可研兑现度
- 学习标杆，降低内部摩擦，复制优秀做法

图9：未来具备多元化拿地能力的企业更具市场竞争力



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 1 拿地“两集中”政策
- 2 如何理解当下的政策逻辑
- 3 未来，房地产行业怎么看
- 4 投资建议
- 5 风险提示

1、土拍“两集中”政策：供地量、供地节奏以及地价上会更加谨慎，供地过程将更平稳透明，中长期看土地溢价率有望下降。中短期看，由于制度落实初期房企资金较为充裕，市场并未如期降温，对土拍热度的抑制作用还需要观察。

2、如何理解当下的地产政策：稳，既是目标，更是底线。

政策目标：去杠杆，稳预期，降波动。居民端和企业端的加杠杆行为都被严格管控。对行业来说，未来行业格局更加稳定：强管控后，行业格局更加稳定，弯道超车难度加大。

3、未来，房地产行业怎么看：我们认为在“两集中”和强管控下，未来行业单纯依靠土地增值获取利润已经穷途末路。未来房企需要更多地想管理和运营要红利，从业务亮点看，轻资产输出、多元化拿地、持续性收入是潜在房企业绩增长点。

**投资建议：**短期看“两集中”并没有对土地市场产生降温作用，但我们不悲观，建议保持耐心，静待土拍市场降温带来的毛利率拐点。欣喜的是，已经有很多房企开始重新审视发展的长期路径，做难且正确的事。建议重点关注两类标的：（1）具备能够多元化拿地和获取持续性收入的标的；（2）多元化业务未来具备价值重估潜力的标的。重点推荐金地集团、旭辉控股集团、新城控股、中南建设、保利地产。

表2: 重点推荐公司盈利预测与估值

代码	公司	市值 (亿元)	评级	归母净利润(亿元)				PE		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600383.SH	金地集团	501	买入	104.0	114.5	126.1	136.7	4.4	4.0	3.7
0884.HK	旭辉控股集团	454	买入	80.3	90.8	102.5	114.7	5.0	4.4	4.0
601155.SH	新城控股	963	买入	152.6	183.1	216.6	255.1	5.3	4.4	3.8
000961.SZ	中南建设	256	买入	70.8	90.4	102.8	112.8	2.8	2.5	2.3
600048.SH	保利地产	1652	买入	289.5	317.0	345.7	376.3	5.2	4.8	4.4

数据来源: Wind、开源证券研究所(日期截至2021年5月11日, 汇率为: 1港币=0.83人民币)

# 目录

## CONTENTS

- 1 拿地“两集中”政策
- 2 如何理解当下的政策逻辑
- 3 未来，房地产行业怎么看
- 4 投资建议
- 5 风险提示

- 宏观环境风险：宏观经济不景气，居民购房意愿下降
- 行业盈利恶化风险：土地价格和融资成本上升，行业毛利空间持续压缩；
- 行业规模下滑风险：行业销售规模收缩
- 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动；企业收并购误判风险

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券