

所属行业

房地产

发布时间

2021年6月17日

行业研究

利润率下行难挡房企华东高价拿地，规模仍是唯一诉求

核心观点：

房企热衷华东拿地已成行业显著特征，但是根据2020年和2021年E50房企在华东成交土地的地货比来看，普遍在0.4以上，利润空间相对较小。同时，2021年集中供地实施后，以杭州为主的华东土地市场竞争激烈，地块溢价率高企，较大程度抬高了拿地成本，再有竞配建、竞自持拿地条件和销售限价的调控政策，项目盈利情况很难乐观。我们认为，项目利润空间小甚至近乎亏损的情况下，房企仍坚定布局华东地区，主要目的是促进企业规模增长，保持市场占有率，以谋求可持续发展机会。

一、高价地去化遭限价，上下两端挤压行业利润率

当前房地产行业利润率普遍下行，主要原因有：第一，2016年至2018年的高价地陆续入市，遭遇政府限房价，高成本与低售价从上下两端挤压房企利润空间；第二，疫情黑天鹅影响项目销售，企业针对售价不及预期，以及工期延误的项目集中计提减值，利润因此受到侵蚀。

二、利润愈低愈拿高价地，规模增长是唯一诉求

华东地区项目盈利空间从上下两端被压缩特点明显。尽管如此，房企仍不断加大对华东地区的投资力度，究其原因，华东地区购买力充足，有助于项目快速去化，资金回笼速度也更快，现金流得到强效保障，因此诸多房企将华东地区作为稳定销售基本盘的重要选择。无论是通过高价地打造企业自身IP，或是通过高价地进入新区域，引起广泛关注，最终目的都是通过提升品牌知名度，利用华东地区的强大购买力，巩固企业在当地的竞争力与市占率，为企业销售业绩的持续增长筑起坚实围城。

三、利润下行灰犀牛已现，城市更新或可为利润兜底

高价地消化遭限价，企业仍坚持华东高价拿地，短期内利润难以回升。而在增量市场逐步见顶，存量市场逐渐占据主导地

相关研究：

2021年5月地产月报 集中供地改变投资结构，警惕住宅集中供应下的去化难题【第35期】	20210606
重磅 2021年1-5月中国典型房企销售业绩TOP200研究报告【第83期】	20210531
重磅 2021年1-5月中国典型房企新增货值TOP100研究成果【第41期】	20210530
2021年4月地产月报 集中供地已至，中小房企短时获利，但长期生存难度依然偏高【第34期】	20210506

研究员

于小雨

rain_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

姜晓刚

18516525402 (微信号)

jiangxiaogang@ehconsulting.com.cn

陈颖

15295771258 (微信号)

chenying@ehconsulting.com.cn

位的背景下,单一招拍挂方式已不能满足房企对优质土地储备的需求量,此时城市更新凭借巨大潜在市场容量及丰厚利润,对房企产生不可小觑的吸引力。因此我们认为,房企意欲通过城市更新、旧城改造项目降低拿地成本,扩大利润空间以平滑高价地及限价政策对利润率产生的波动。但通过多元化拿地降低成本的成效还有待观望,并且长期来看,已经很难再有高利润项目,行业利润率在 2020 年降至低位后,难有改善,短期内或将保持现有水平。

引言

房企热衷华东拿地已成行业显著特征，但是根据 2020 年和 2021 年 E50 房企在华东成交土地的地货比来看，普遍在 0.4 以上，利润空间相对较小。同时，2021 年集中供地实施后，以杭州为主的华东土地市场竞争激烈，地块溢价率高企，较大程度抬高了拿地成本，再有竞配建、竞自持拿地条件和销售限价等方面的调控政策，项目盈利情况很难乐观。我们认为，项目利润空间小甚至近乎亏损的情况下，房企仍坚定布局华东地区，主要目的是促进企业规模增长，保持市场占有率，以谋求可持续发展机会。

目录

一、高价地去化遭限价，上下两端挤压行业利润率	3
二、利润愈低愈拿高价地，规模增长是唯一诉求	4
三、利润下行灰犀牛已现，城市更新或可为利润兜底	7

一、高价地去化遭限价，上下两端挤压行业利润率

利润率是企业经营所得的利润与营业收入的比重，是能够反映企业经营效率的相对指标。利润率既可以用来考察企业不同时期的盈利情况，作为提高经济效益的参照，也可以用来比较企业与企业之间的经营管理水平。2020 年房地产行业利润率普遍下行，主要原因有：第一，2016 年至 2018 年的高价地陆续入市，遭遇政府限房价，高成本与低售价从上下两端挤压房企利润空间；第二，疫情黑天鹅影响项目销售，资产减值侵蚀企业利润。

高价地去化遭遇限价，上下两端压缩利润空间。2015 年至 2016 年，信贷政策整体宽松，资金使用成本明显降低，宽松的货币政策提高了房企发债扩储的积极性，土拍市场因此掀起一波热潮。地块竞争激烈，溢价率顺势上升，大批高价地涌现，调控政策也在此时频繁出台，各城市不断出台限价政策，最终高成本与限房价从上下两端挤压房企的利润空间，导致利润率下降。例如融信中国，2016 年至 2018 年期间，高价收获上海静安中兴社区地块、南京仙林湖 G58 地块以及萧山市北东一地块等多宗高价地，然而曾经的高价地集中在 2020 年结转，逐步蚕食公司利润率。2020 年融信中国录得毛利润率 11.0%，相比 2019 年减少 13.2 个百分点。

图表：2016 年-2018 年融信中国获取的高价地块（部分）

序号	城市	项目名称	总成本（亿元）	平均楼面价	售价	地货比
1	杭州	融信萧山公馆	17.0	18559	61686	0.30
2	杭州	庆隆地块	23.6	31404	47726	0.66
3	厦门	厦门同安铂湾	26.3	23207	35000	0.66
4	杭州	钱江世纪城地块	32.6	19230	37500	0.51
5	上海	新江湾城	31.6	52840	116452	0.45
6	上海	青浦 36-01 地块	19.6	21610	51000	0.42
7	上海	静安中兴地块	110.1	100091	129800	0.77

序号	城市	项目名称	总成本(亿元)	平均楼面价	售价	地货比
8	苏州	唐宁府	30.6	15993	60789	0.26
9	合肥	唐宁府	9.4	18156	25770	0.70

数据来源: 亿翰智库、企业公告

疫情影响项目销售, 资产减值侵蚀利润。2020 年上半年受新冠疫情的影响, 经济活动短期停滞, 造成待售项目售价不及预期, 待开发项目工期延误, 部分企业将资产集中进行减值处理, 利润再度被侵蚀。例如 2020 年度, 招商蛇口计提资产减值 25.7 亿元, 同比上升 22.8%; 中国金茂计提存货减值 30.6 亿元, 而 2019 年度无减值。另外商业地产受疫情影响较大, 即使后期经济活动有序恢复, 商业地产的招商难度不免因零售商的谨慎而增大, 高空置率时期拉长。头部企业回血速度较快, 但仍有部分房企租金收入遭受重创, 使商业部分为企业带来的利润偏离预期。例如大悦城 2020 年持有物业租金及相关服务收入 44.4 亿元, 相比 2019 年同期减少 7.1 亿, 下降了 14%。

尽管 2016 年至 2018 年获取的高价地在 2020 年能够陆续去化完成, 但房企在 2020 至 2021 两年期间获取的地块价格同样很高, 项目盈利空间依然较小。2021 年热点城市土地集中供应, 房企集中竞争优质地块, 使部分优质地块溢价率较预期更高。因此我们认为, 房企接连高价拿地, 成本始终保持较高水平, 且未来在房住不炒的背景下, 预计房价上涨空间有限, 因此短期内毛利率回升在客观上存在一定难度。

二、利润愈低愈拿高价地, 规模增长是唯一诉求

在行业利润率下行的背景下, 市场对企业的成本管控能力要求逐渐提高, 对房地产企业来说最主要的成本就是土地, 但从土拍市场表现来看, 整体呈现华东地价高, 而企业偏往华东拿地的趋势。2020 年至 2021 年, 企业在华东地区投资的土地地货比普遍超过 0.4, 部分优质高价地的地货比甚至在 0.8 以上, 利润空间小于其他地区。

图表: E50 华东集中供地土拍情况

序号	时间	企业名称	城市	建筑面积(万平方米)	土地总价(亿元)	溢价率	楼面价(元/平方米)	地货比
1	4月27日	华润置地	无锡	28.4	50.0	7%	17600	0.59
2	4月28日	招商蛇口	无锡	4.9	9.6	15%	19500	0.59
3	4月29日	融创中国	无锡	5.7	5.7	16%	10000	0.67
4	4月29日	万科地产	无锡	20.0	31.9	19%	16000	0.70

序号	时间	企业名称	城市	建筑面积 (万平方米)	土地总价 (亿元)	溢价率	楼面价 (元/平方米)	地货比
5	4月30日	龙湖集团	无锡	3.5	4.0	18%	11317	0.63
6	4月30日	龙湖集团	无锡	5.6	6.4	20%	11500	0.64
7	4月30日	招商蛇口	无锡	6.6	11.9	20%	18000	0.53
8	5月7日	龙湖集团	杭州	35.6	52.5	30%	14776	0.45
9	5月7日	融创中国	杭州	24.1	52.1	30%	22193	0.47
10	5月7日	保利发展	杭州	8.5	20.0	30%	23394	-
11	5月7日	万科地产	杭州	14.1	29.3	21%	20721	0.69
12	5月7日	祥生控股集团	杭州	14.7	26.1	30%	17798	0.68
13	5月7日	祥生控股集团	杭州	15.4	28.2	30%	18331	0.65
14	5月7日	融信中国	杭州	8.5	15.6	30%	18441	0.67
15	5月7日	融信中国	杭州	5.4	14.8	30%	27253	-
16	5月7日	融信中国	杭州	14.7	25.6	30%	17413	-
17	5月7日	建发房产	杭州	9.2	16.3	29%	17816	0.51
18	5月7日	融创中国	杭州	8.7	23.8	28%	27321	0.72
19	5月7日	融创中国	杭州	10.8	22.7	21%	17445	0.58
20	5月7日	融创中国	杭州	13.6	28.4	21%	20962	0.70
21	5月7日	滨江集团	杭州	5.2	10.1	30%	19436	0.60
22	5月7日	滨江、融信	杭州	18.0	80.9	30%	44942	0.67
23	5月7日	滨江、融信	杭州	10.9	48.4	30%	44345	0.67
24	5月7日	滨江、融信	杭州	12.7	24.8	30%	19474	0.70
25	5月7日	滨江、融信	杭州	8.4	18.5	29%	22006	0.66
26	5月8日	中骏集团	杭州	81.3	91.0	30%	11205	0.39
27	5月17日	建发房产	杭州	5.5	7.7	16%	13861	0.73
28	5月22日	万科地产	南京	6.3	14.2	30%	22702	0.80
29	5月22日	中国海外发展	南京	11.6	22.2	31%	19107	0.90
30	5月23日	招商蛇口	南京	5.7	20.7	30%	36190	0.80

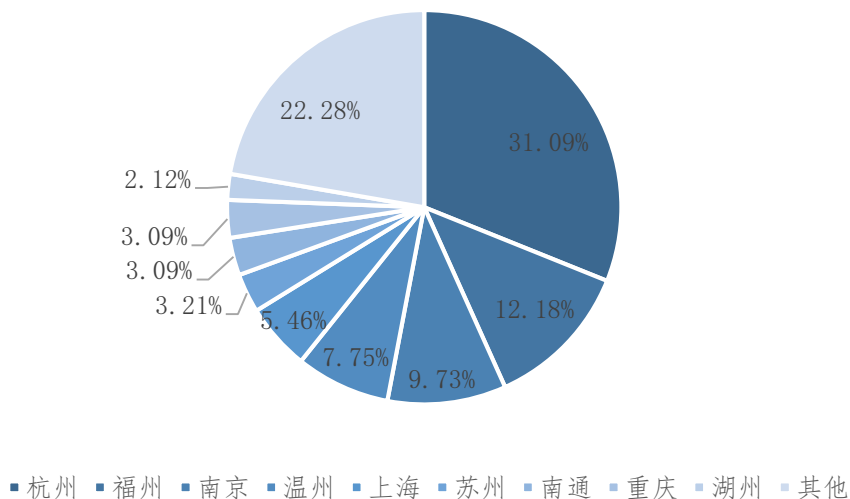
数据来源: 亿翰智库

值得关注的是, 5月初杭州集中供地热度空前, 房企拿地激进, 近六成成交地块地货比起0.6。成交地块中, 祥生竞得的西湖区杭政储出[2021]12号, 自持比例最高, 达到29%, 高自持比例极大抬高了项目开发成本; 豪掷96.3亿元获取5宗宅地的滨江, 管理层在答投资者提问时更是说到这几块地要做到1%至2%的净利润水平。该回答一时间引起激烈讨论, 令人唏嘘。我们猜测, 房企在当前低利润形势下, 仍加大华东布局力度的出发点有三:

第一, 华东地区多数城市为人口流入型城市, 尤其是以上海、苏州、杭州为首的都市圈, 需求充沛, 住宅市场火热, 布局于此能够助推项目顺利去化, 推动企业销售规模持续增长。并且从以往企业的销售情况来看, 长三角是诸多房企的基本盘, 较大比例的货值位于长三角地区, 能够保障企业自身现金流安全。因此即便是盈利空间小, 甚至是亏损的项目, 也能够为公司的规模增长贡献业绩, 而规模的持续增长才能保证企业在市场中保持一定的占有量。**有规模, 有市占率,**

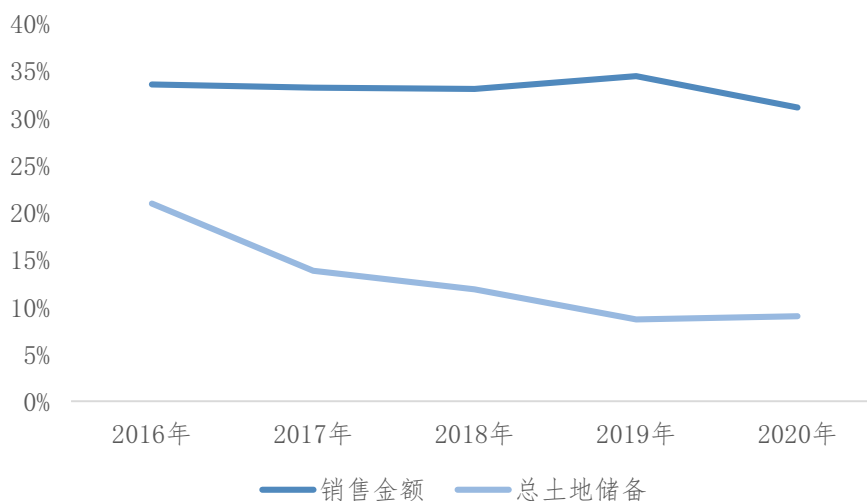
企业未来的发展才有可持续发展的机会。例如此次杭州土拍中拿地最多的融信，融信本就深耕杭州，2020年杭州为融信贡献了大部分销售业绩，482.5亿元，占比31%；而2016年至2019年，公司在杭州的土地储备占比不断减小，因此融信需要对杭州进行快速补仓，保持市占率的同时借助杭州市场热度推动公司规模持续稳定增长。

图表：融信中国 2020 年销售业绩城市分布



数据来源：亿翰智库、企业公告

图表：2016年-2020年融信中国杭州总土地储备和销售金额占比情况



数据来源：亿翰智库、企业公告

第二，拿高价地更容易打造 IP 产品，提升品牌竞争力。有些土地凭借周边成熟的配套或政府的重点规划等优势，成为稀缺项目资源，企业想获取该类项目就需要付出比较高的代价，业内称之为“地王”，地王的产生总能引起行业的广泛关注。尽管高价地项目未来多以高售价入市，但许多开发商获取高价地的目的不仅仅在于获得利润，而在于打造属于企业自身的 IP 产品，尤

其是在住宅市场火热的区域,以提升企业整体的品牌影响力,进而巩固企业在当地的竞争力和市场份额占有率。例如中国金茂在 2009 年竞得广渠门 15 号,进入北京市场,以广渠金茂府为开端,打造高品质住宅,后陆续在宁波、杭州、上海等城市高价拿地,继续打造金茂府,现在“府”系列已经成为金茂的品牌代表。2020 年,北京金茂府开盘便打破北京高端市场首开货值、首开速度、销售业绩记录,成为年度霸榜红盘;徐州云龙湖金茂府两次开盘,当月去化率超 80%。再如前文频繁出手高价地的融信,地块开发项目多是萧山公馆、杭州世纪和上海中兴路一号等高端住宅项目。高价地项目本身具备得天独厚的位置条件,打造 IP 产品能够为企业吸引优质流量,对企业树立良好口碑产生极大帮助。

第三,高价拿地,为企业进入新城市造势引流。拿高价地尤其是地王项目,更容易引起轰动,得到更广泛的关注;例如赣系房企新力,2020 年 3 月首进徐州,便以 6.66 亿元拍下北区新地王。徐州作为华东地区三四线城市,热度虽然没有一二线城市高,但作为淮海经济区重心城市,较其他同能级城市经济更发达,购买力更充足,住宅项目去化也能更加顺利。三四线城市客户对房企品牌认知不高,保持良好的口碑是最有效的传播方式,因此房企新进这类城市的第一个项目尤为重要,直接影响到企业是否能够站稳脚跟。又如金隅集团 2016 年高价拍下蜀山区 W1502 号叉车厂地块首进合肥,打造南七里项目,开盘即罄,此后金隅在合肥开发的大成郡及金成府项目热度居高不下,尤其是金成府项目,多次推出新品,总体去化率超九成。通过拍下地王的方式进入华东城市,一方面能够引起潜在客户的关注,增强企业品牌传播力,为项目引流;另一方面充足的购买力能够保障项目顺利去化,促进销售金额上升,而后通过多个项目继续巩固企业在当地的市场地位,有利于进一步提高市场占有率。

我们认为,重仓华东地区将对企业获利空间发出警告。从土地供应端来看,竞配建、竞自持、限规划面积等地块出让要求降低了项目可售建筑面积上限;从土地需求端来看,激烈的竞争促进土地溢价率上行,拿地成本下限被顺势抬高;华东地区项目盈利空间从上下两端被压缩特点明显。尽管如此,房企仍不断加大对华东地区的投资力度,究其原因,华东地区购买力充足,有助于项目快速去化,资金回笼速度也更快,现金流得到强效保障,因此诸多房企将华东地区作为稳定销售基本盘的重要选择。无论是通过高价地打造企业自身 IP,或是通过高价地进入新区域,引起广泛关注,最终目的都是提升品牌知名度,利用华东地区的强大购买力,巩固企业在当地的竞争力与市占率,为企业销售业绩的持续增长筑起坚实围城。

三、利润下行灰犀牛已现,城市更新或可为利润兜底

企业仍坚持华东高价拿地,短期内利润难以回升。而行业除了利润率下降这一特点外,城市更新、旧城改造等字眼频繁出现在 2020 年房企业绩会上。在增量市场逐步见顶,存量市场占据主导地位的背景下,单一招拍挂方式已不能满足房企对优质土地储备的需求,此时城市更新

凭借巨大潜在市场容量及丰厚利润方面对房企产生不可小觑的吸引力。因此我们认为，房企意欲通过拓展城市更新、旧城改造项目降低拿地成本，扩大利润空间以平滑高价地及限价政策对利润率产生的波动。

龙光集团在 2020 年房企业绩会上表示，公司城市更新的地价占房价比例在 20%至 30%之间，占用资金较少，既能保障城市更新开发力度，又能通过商业项目投资为公司带来高收益。其中龙光总部中心项目，系龙光在 2017 年从深康佳收购而来的康佳总部厂区更新改造项目，总成本 99.8 亿元，目前可售货值愈 300 亿元，毛利润率超 65%。此外，雅居乐集团的太原店坡顶城市更新项目，于 2020 年 11 月取得预售证，货值超过 50 亿元，毛利润率高于 40%。相比住宅项目，城市更新更能为企业锁住利润，因此通过城市更新来为利润率兜底不失为一个好选择。

杭州集中供地中，华润以 111 亿元竞得未来科技城区域挂牌出让的绿汀路 TOD 综合体地块，该地块是杭州此次土拍中价格最贵的地块，也是杭州楼市历史第三位。大手笔拿地的华润，在 2020 年业绩会中也曾表示未来城市更新、长租、康养等生态圈要素型业务将被纳入公司十四五展望中，并且 2020 年全年已转化三个城市更新项目，毛利润率均在 22%以上。另外，我们注意到万科在广州、深圳、上海等多个城市均有城市更新项目，且多项目已成为当地居民打卡地，未来城市更新或将成为万科新优势，有望为公司利润率提供有力支撑。

华东地区土地市场竞争激烈，地价普遍较高，外加竞配建，竞自持等条件，企业利润空间严重受限，利润下降已成为行业灰犀牛。房企想扩大盈利空间，必然要降低成本，尤其是拿地成本，也因此收并购的拿地方式受到房企欢迎，现在城市更新、TOD、一二级联动开发等方式也在被企业利用，例如融信自 2016 年便开始启用一二级联动的拿地方式，截至 2020 年，已确权建筑面积 519 万平方米。多元化拿地能够降低企业对招拍挂的依赖度，避免为竞争激烈而支付过多溢价成本，因此多元化拿地方式成为诸多房企用来降本增效的重要决策之一。但通过多元化拿地降低成本的成效还有待观望，并且长期来看，已经很难再有高利润项目，行业利润率在 2020 年降至低位后，难有改善，短期内预计将保持现有水平。

【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、房产部门网站、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

