

反者道之动：行业盈利能力改善的可能性

——房地产供给侧改革系列之一

2021年7月9日

看好/维持

房地产

行业报告

分析师	林瑾璐 电话：010-66554046 邮箱 linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
研究助理	曹钧鹏 电话：18801116497 邮箱 caojp@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070038
研究助理	陈刚 电话：010-66554028 邮箱 chen_gang@dxzq.net.c	执业证书编号：S1480119080008

投资摘要：

年初以来以销售、新开工、开发投资为代表地产行业基本面表现强势。前5月累计销售 yoy+18%、累计新开工 yoy+7%、累计开发投资 yoy+36%。如果看过去两年复合增速，累计销售、累计新开工、累计开发投资增速分别是 8.6%、-3.6%、9.3%，年初以来较为平稳。与基本面相背离的是地产股表现弱势，3月后主流开发股跌跌不休。

造成短期行业高景气的直接因素或是目前库存较低，中期库存去化周期不足1年。而从2018年以后的持续去杠杆造成房企减少拿地，积极推盘，是库存较难向上爬坡的主要因素。

盈利能力下降或是地产股表现低迷的直接因素。在住房建设的各项成本中，土地价格始终占大头且波动率较高。用地货比来描述楼面价对销售价格的比值，地货比越低，房企毛利率越高。地货比在2016年Q1后迅速攀升后始终位于高位，对应着行业的结算毛利率在2018年以后持续下降。另外，双集中供地新政弱化房企在土地、融资、新房三个市场的议价能力。实际结果显示部分热点城市土地实际成本较高，房企盈利能力进一步下降。除盈利能力下降以外，在去杠杆进程中，市场担心房企出现流动性风险是拖累地产股表现的另一个因素。

反者道之动，我们认为行业盈利能力改善存在三条可能路径，或将为土地市场降温、改善房企盈利能力，成为地产股上行的必要条件：

路径一：参拍主体被动减少。地方政府效仿上海&苏州模式，采取限地价+一次书面报价制度，为房企留存利润空间。较高的土拍溢价率绝不是自然资源部推出双集中供地的初衷，出于稳定房价上涨预期的角度考虑，地方政府有动力给政策打补丁。

路径二：参拍主体被动减少。地方政府效仿上海模式，严格限制“马甲”，或效仿成都模式，禁止三条红线踩线房企参与土拍。“马甲”造成了保证金的浪费；限制踩线房企参与和央行“三条红线”监管精神一脉相承。

路径三：参拍主体主动减少。下半年房企流动性或面临一定困难，部分房企主动退出土拍市场存在一定可能性。这将使得参拍主体主动减少。

投资策略：我们仍然对“好学生”房企充满信心，三条红线全绿、信用端长期良好表现使得其资金成本优势突出，构成了行业当下仅有的护城河，成长型房企即使采取果断的去杠杆策略，也很难让资金成本迅速下降。我们认为存在三种可能路径使得参与土拍主体减少，从而带动土拍回归理性，行业盈利能力改善。若第二、三批次集中供地溢价率下降，“好学生”房企拿地又更加积极，则有望成为行业最早走出“内卷”时代的“头号玩家”。推荐万科A、保利地产、金地集团、龙湖集团。

风险提示：行业政策进一步趋严的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E		
万科A	3.6	3.9	4.3	4.8	6.6	6.2	5.7	5.0	1.2	强烈推荐
金地集团	2.3	2.8	3.3	4.0	4.6	3.8	3.2	2.7	0.8	强烈推荐
保利地产	2.4	2.6	2.9	3.3	5.0	4.7	4.2	3.7	0.9	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

前言.....	4
1. 地产基本面和股价表现相互背离.....	5
2. 短期高景气来自于低库存，盈利能力下降或是地产股低迷的直接因素.....	7
3. 行业盈利能力改善的三条可能路径.....	11
3.1 路径一：政策打补丁，为房企留存更大的盈利空间.....	11
3.2 路径二：政策打补丁，参拍主体被动减少.....	13
3.3 路径三：受困于流动性，参拍主体主动减少.....	14
4. 投资建议.....	16
5. 风险提示.....	16
附件 1——2016 年以来房地产金融调控政策一览.....	17
附件 2——22 城首轮集中供地具体执行政策.....	18
相关报告汇总.....	19

插图目录

图 1： 2021H1 行业主要逻辑——盈利能力下降.....	4
图 2： 盈利能力改善或是“好学生”房企估值修复驱动力.....	4
图 3： 累计销售、新开工、投资同比增长.....	5
图 4： 单月销售、新开工、投资同比增长.....	5
图 5： 累计销售、新开工、投资过去 2 年 CAGR.....	6
图 6： 万科 PE-BAND.....	6
图 7： 保利 PE-BAND.....	7
图 8： 金地 PE-BAND.....	7
图 9： 金地、保利近年来可售比持续下降.....	8
图 10： 中期库存维持低位，去化周期仅为 0.92 年.....	8
图 11： 按揭利率自 2021 年 2 月开始回升，但仍然在 2017 年以来较低水平.....	9
图 12： 2019 年以来房企土地购置连续负增长.....	9
图 13： 2016Q1 以来行业地货比持续上升.....	9
图 14： 2018 年以来行业毛利率持续下降.....	9
图 15： 2021 年 2 月后百城宅地溢价率上升明显.....	10
图 16： 首次集中供地溢价率有所分化.....	11
图 17： 上海土拍实行限地价+一次书面报价模式 1.....	12
图 18： 上海土拍实行限地价+一次书面报价模式 2.....	12
图 19： 上海土拍禁止“马甲”.....	14
图 20： 上半年房企到位资金国内贷款增速 2%.....	15

表格目录

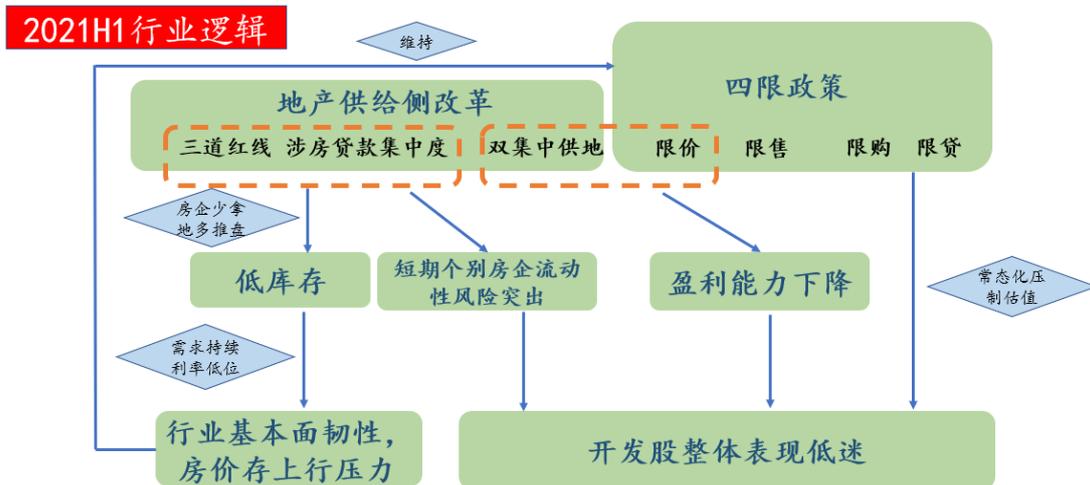
表 1： 上海一次书面报价地块成交明细	12
表 2： 苏州一次书面报价地块成交明细	13
表 3： 限制参拍主体的部分城市和政策	14

前言

在2月26日的报告《让子弹再飞一会儿，好公司更重要》中，我们对土地集中挂牌和集中出让的“双集中”新政进行了点评。主要观点是：“双集中”供地使得房企在土地、融资、新房三个市场的议价能力下降，房企盈利能力或将继续下滑。市场表现一定程度上验证了我们的判断。当前，我们认为盈利能力下降仍是板块的主要矛盾。

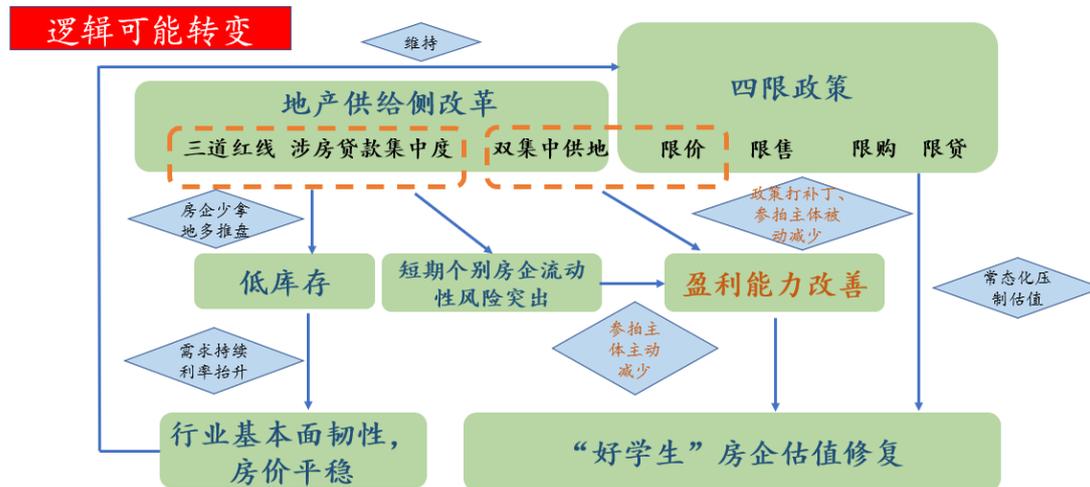
反者道之动，事物总会走向自己的反面。在最艰难的时候，我们对行业仍然有信心。我们近期观察到行业盈利能力改善存在可能性，在本篇报告中予以讨论。

图1：2021H1 行业主要逻辑——盈利能力下降



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图2：盈利能力改善或是“好学生”房企估值修复驱动力



资料来源：wind, 东兴证券研究所

说明：供给侧改革无疑在长期有助于行业平稳健康发展，短期影响或构成了地产股交易的一些背景或催化剂

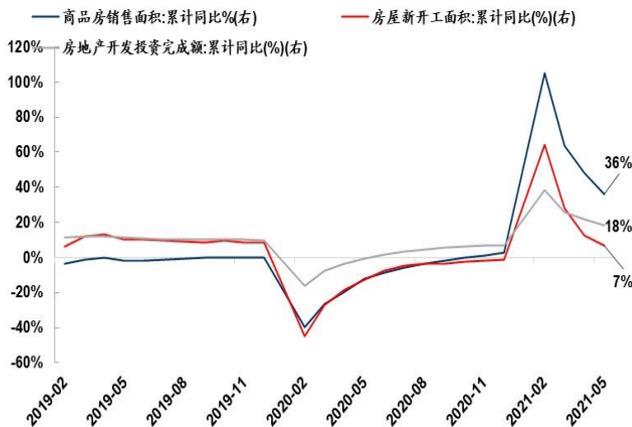
1. 地产基本面和股价表现相互背离

2021年以来基本面韧性十足，前5月累计销售 yoy+18%、累计新开工 yoy+7%、累计开发投资 yoy+36%。考虑到2020年疫情影响，累计增速有一定失真，我们统计上述三个数据的过去两年复合增速。这一组数据从年初以来波动率较弱，截止5月底，累计销售、累计新开工、累计开发投资过去2年CAGR分别是8.6%、-3.6%、9.3%。新开工虽然表现较弱，但单月新开工同比增速已经开始拐头向上，我们预计随着第二、三批次双集中供地的推进，房企可开工面积将获得积极补充，新开工表现有望更好。

基本面数据的意义在于把握行业政策拐点，年内难觅政策拐点。从历史数据上看，每次地产股走出波澜壮阔的行情，前提是政策转向。之后房企销售量价齐升，预期地产股业绩大幅增长，地产股迎来一波先估值后业绩的行情。

即使经历过疫情冲击，房地产基本面似乎更具韧性。对于2021年，我们预计数据整体偏于强势，预期累计销售面积同比增长2%，累计销售金额同比增长8%；累计新开工同比增长6%；累计开发投资同比增长10%。这样的基本面组合持平甚至好于2019年底时的水平，那时销售面积、新开工、开发投资累计同比增速分别为-0.1%、8.5%和9.9%。因此，年内很难见到地产需求端“限购限贷限售限价”政策出现宽松。

图3：累计销售、新开工、投资同比增长



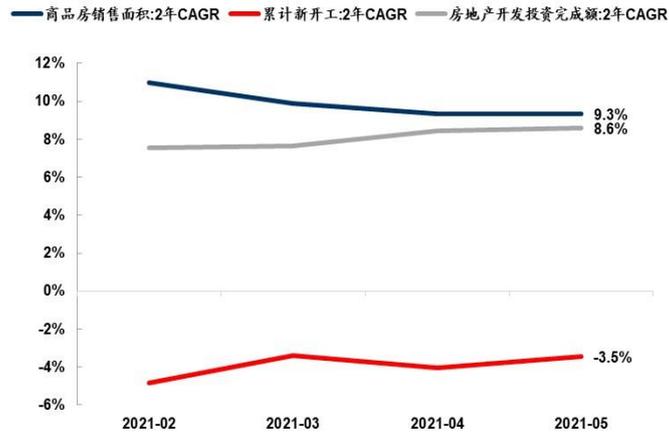
资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：单月销售、新开工、投资同比增长



资料来源：wind，东兴证券研究所

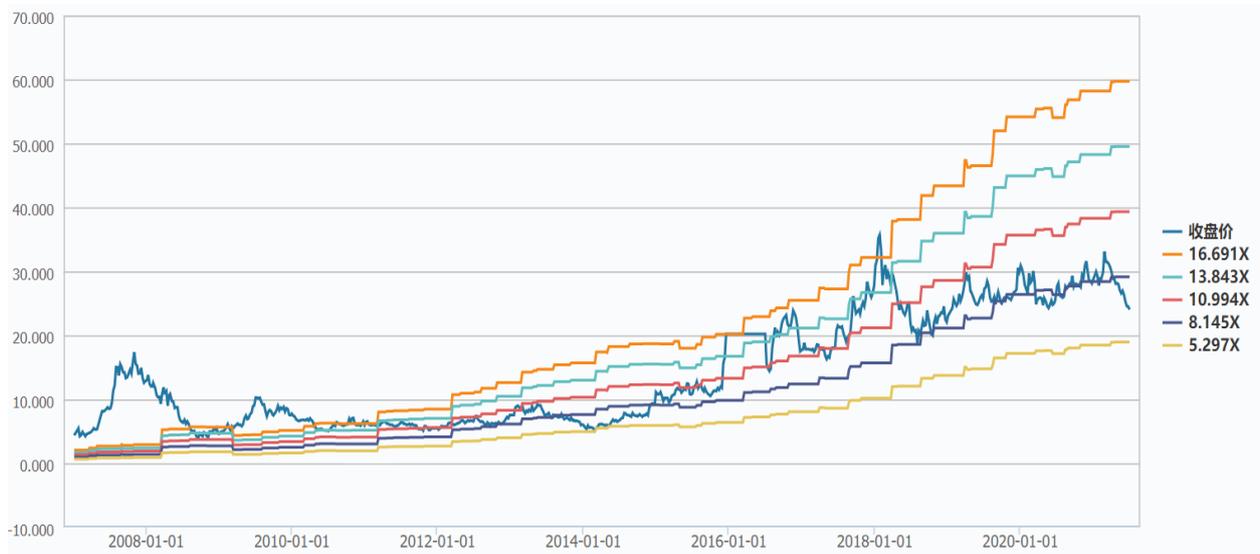
图5：累计销售、新开工、投资过去2年 CAGR



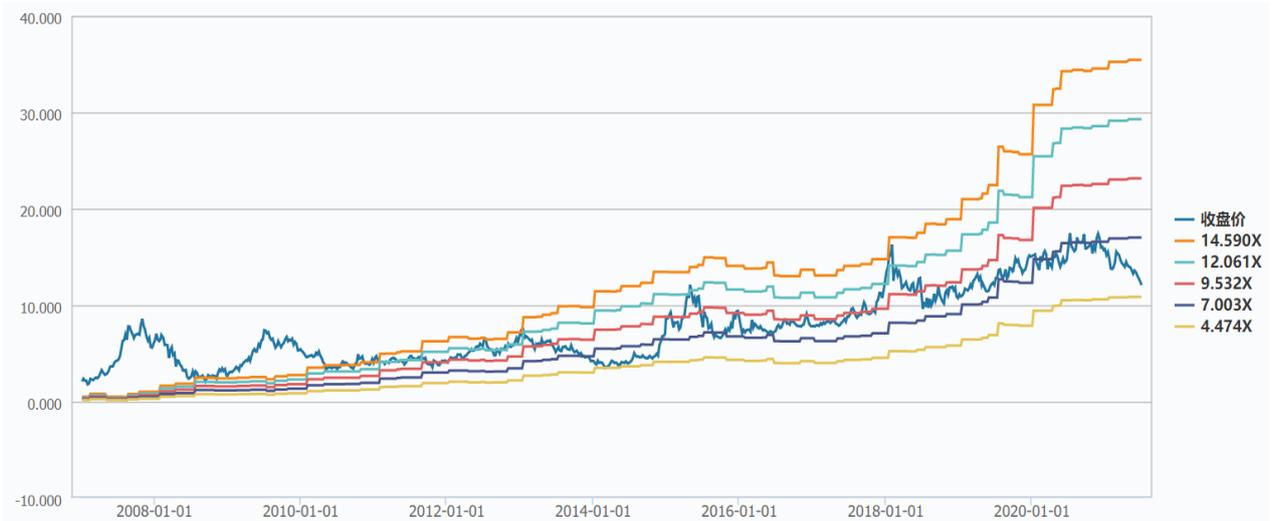
资料来源：wind，东兴证券研究所

与稳健的行业基本面相背离的是地产股表现低迷。典型地产开发股如万科、保利、金地股价自3月初以来持续下滑。截止2021年7月5日万科、保利和金地的PE（TTM）仅为6.7、4.9和4.9倍。

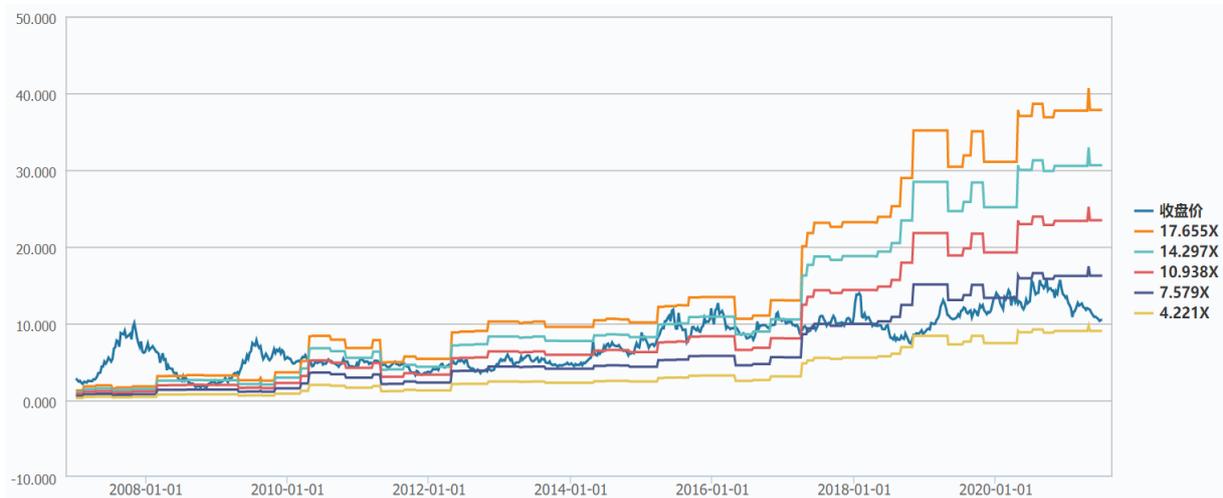
图6：万科 PE-BAND



资料来源：wind，东兴证券研究所

图7：保利 PE-BAND


资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：金地 PE-BAND


资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 短期高景气来自于低库存，盈利能力下降或是地产股低迷的直接因素

中期库存的去化周期位于 10 年来最低水平，带动销售和投​​资韧性。库存是供给和需求之间起桥梁作用的关键变量，以累计新开工和累计销售之间的差值作为中期库存。另外，我们引入可售比的概念，原因是销售面积是可售面积口径，而开工面积是建筑面积口径，二者比值称之为可售比。可售比不足 100% 的部分包含一些自持、配建或小区内其余不可售的部分等等。我们统计布局一二线的典型房企如金地和保利的可售比，发现自 2015 年以来持续下降，截止 2020 金地和保利的可售比分别为 71.6% 和 70.6%。考虑到广大三四线城市

市在土地出让时规定的自持和配建部分较少，我们假设全国的可售比为 80%。因此计算全国可售库存为 16.3 万方，去化周期（可售库存对 2020 年销售面积的覆盖率）仅为 0.92 年。

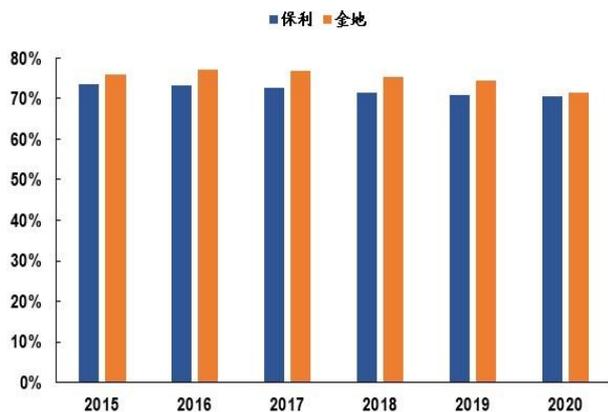
较低的库存是销售韧性重要的因素。因为全国口径的可售面积没有具体数据，而开工是达到可售条件的必经之路，因此我们用开工未售面积（中期库存）来作为比可售库存（短期库存）的替代指标。新房从开工建设到达到预售条件之间存在时间差，而疫情后新房的需求恢复较快，供需之间存在一定的矛盾，因此新房销售的量和价复苏较为显著，销售呈现短期高景气。房地产开发投资是房企用于房屋建设工程、土地开发工程的投资额以及公益性建筑和土地购置费等的投资。销售具备韧性，一定程度上支撑了房地产开发投资。

中期库存下降或是房企接受政策引导持续去杠杆的结果。房企为了完成降杠杆任务，一方面减少拿地和开工，另一方面加大推盘力度。而减少拿地导致开工能力不足，新开工表现弱势，2019 年以来新开工 2 年复合增速持续负增长。房企加大推盘，因此行业销售面积维持高位。

房地产去杠杆政策自 2018 年连续至今，从最早的管融资工具到管融资主体（三道红线），或是低库存的直接因素。持续的去杠杆政策一个直接影响就是让房企减少拿地，增加推盘销售回笼资金，从而造成了行业库存自 2018 年以来始终在较低水平，且爬升较慢。具体的房地产金融调控政策见附件《2016 年以来房地产金融调控政策一览》

除库存之外，较低的首套和二套房贷款利率也在一定程度上有利于销售保持韧性。

图9：金地、保利近年来可售比持续下降

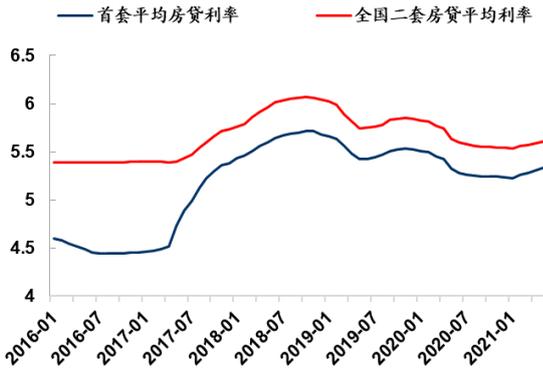


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

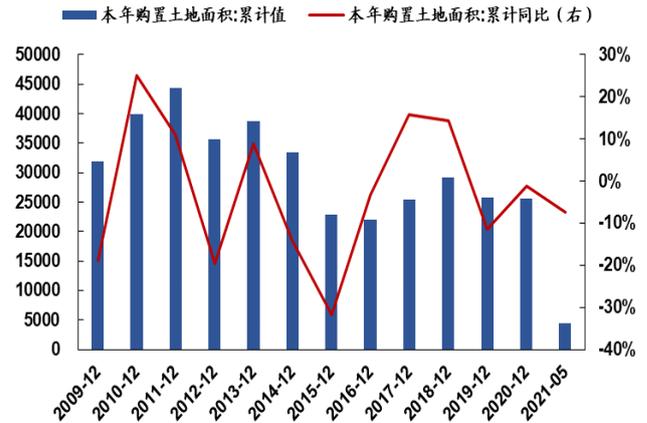
图10：中期库存维持低位，去化周期仅为 0.92 年



资料来源：wind，东兴证券研究所

图11：按揭利率自2021年2月开始回升，但仍然在2017年以来较低水平


资料来源：wind，东兴证券研究所

图12：2019年以来房企土地购置连续负增长


资料来源：wind，东兴证券研究所

盈利能力下降或是地产股表现低迷的直接因素。我们认为持续的去杠杆、房住不炒、“限购销售限贷限签”等政策只是表象，地产股表现低迷的直接因素是盈利能力下降。在地产的NAV估值方法中，盈利能力非常重要。在历次地产板块走出波澜壮阔的行情中，也都可以看到盈利能力预期改善。

在住房建设的各项成本中，土地价格始终占大头且波动率较高。用地货比来描述楼面价对销售价格的比值，地货比越低，房企毛利率越高。地货比在2016年Q1后迅速攀升后始终位于高位，对应着行业的结算毛利率在2018年以后持续下降。地货比上行和越来越多的城市执行限价政策有直接关系。另外房企竞争策略较为一致、投资研判趋同造成了热点城市土拍竞争激烈，抬升了土地出让均价即楼面价。

图13：2016Q1以来行业地货比持续上升


资料来源：wind，东兴证券研究所

图14：2018年以来行业毛利率持续下降


资料来源：wind，东兴证券研究所

双集中供地进一步加剧了行业盈利能力下降。2021年2月底，自然资源部指导22个热点一二线城市（主要是东部的省会城市+计划单列市），全年分三次集中出让住宅用地，集中发布住宅用地出让公告并集中组织出让活动。这一举措改变了之前每个月都会供应土地的“零售”模式。我们在2月26日报告《让子弹再飞一会儿，好公司更重要》中提到“新政弱化房企在土地、融资、新房三个市场的议价能力，土地价格能否下降有待观察。”

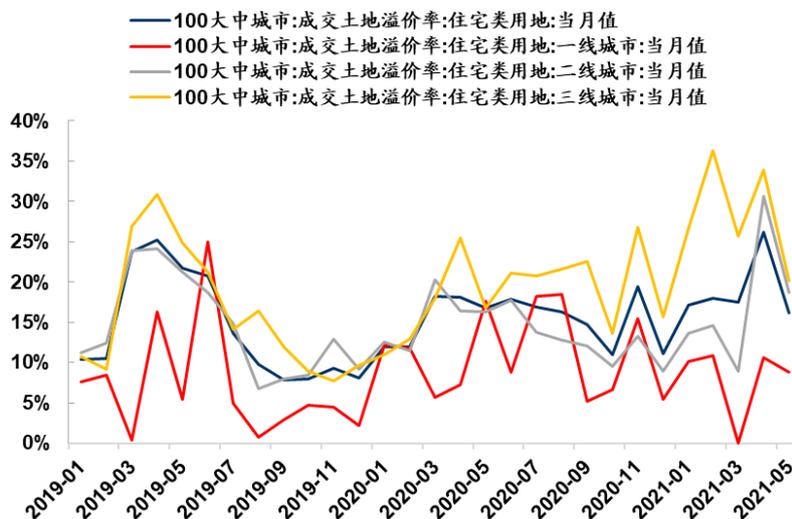
- 土地市场：房企拿地自由度下降，房企经营难度提升，另外集中拿地除了研判土地质量还要考虑竞争者能力，博弈难度提升。出于提升资金使用效率角度，房企可能在非集中供地期在22城以外的城市进一步博弈，这些城市土地市场热度或将提升。这弱化了房企对地方政府的议价能力，土地价格能否下降有待观察。
- 融资市场：在集中拿地期前是对土地资金需求的迫切提升，在集中拿地期后是对银行开发贷的追逐，这弱化了房企对金融机构的议价能力。
- 新房市场：集中拿地后6-9个月是集中开盘推货，对项目的蓄客要求进一步提高，甚至会加大以价换量来吸引购房者。这弱化了房企对购房者的议价能力。

以上种种在财务上或会表现为毛利率微降和费用率提升，二者带动房企盈利能力下滑。

首次集中供地已经在6月底结束，事实一定程度上验证了我们的观点。并且激烈的土拍市场不仅仅存在于22个双集中供地城市，出于提升资金效率的原因，房企在22城以外的部分热点三线城市也展开激烈争夺。2021年Q1后百城宅地出让溢价率显著上升，其中二三线城市上行较快。

此处我们引入名义溢价率的概念， $\text{名义溢价率} = \text{成交楼面价} / \text{出让底价}$ 。由于部分城市设置溢价率上限，之后转入竞自持、配建，因此名义溢价率有所失真。考虑自持、配建、无偿移交、政府有价回购等面积后，实际溢价率将高于名义溢价率。

图15：2021年2月后百城宅地溢价率上升明显



资料来源：wind，东兴证券研究所

除盈利能力下降以外，在去杠杆进程中，市场担心房企出现流动性风险是拖累地产股表现的另一个因素。我们也确实看到一些房企在进入 2021 年后评级被下调。地产的需求是永续的，这一点从发达国家城市化完成后依然稳定的开工、销售数据可以证明。但地产股受困于高周转的商业模式，项目普遍较多，如果面临项目回款困难+债权人挤兑的情况，容易出现流动性风险，房企的永续经营属性难以被确认。

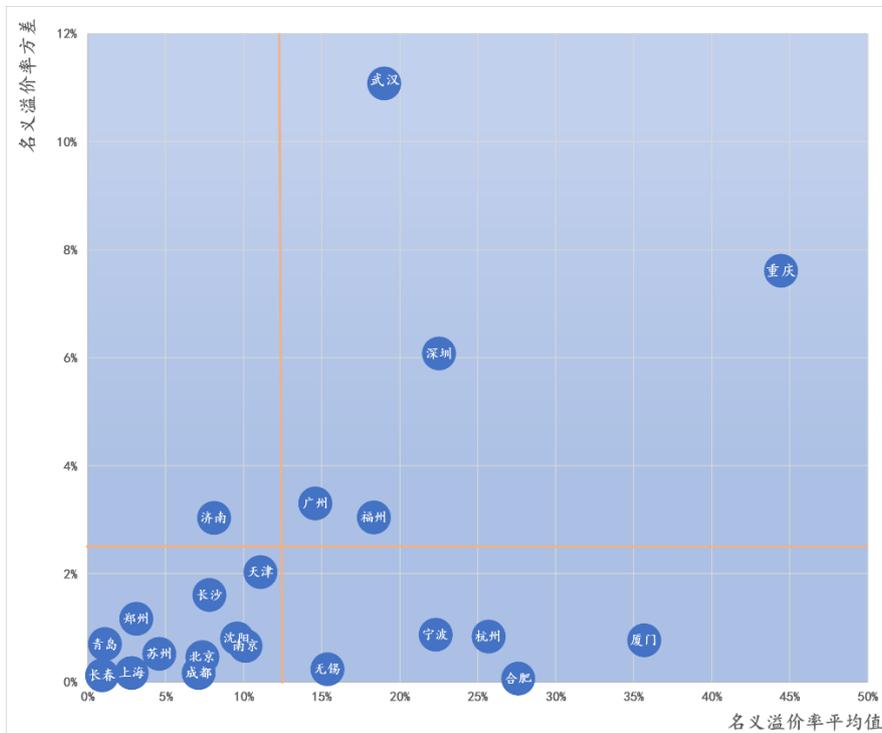
优质房企的流动性得以验证，或是一个长期“大浪淘沙”的过程，只有经历过房地产金融审慎监管之后，各项政策落地，在后续紧信用过程中生存下来的房企，才有望确认其主体信用是良好的。我们认为甚至地产税都不能作为行业政策出清的标志。只有建立相对分割的租、售两个市场，使得租赁需求得以满足，针对商品房的调控政策才有可能实现常态化，行业估值才会不受政策拖累。

3. 行业盈利能力改善的三条可能路径

3.1 路径一：政策打补丁，为房企留存更大的盈利空间

首次集中供地 22 城溢价率分化，部分热点城市设置合理出让条件为房企留存盈利空间。分析 22 城首次集中供地成交结果，我们发现新房和土地市场同周期的特点较为明显，即新房需求稳定、销售去化快的城市，其土地市场热度也较高，这样的城市如厦门、合肥、杭州、宁波、深圳、福州、无锡、广州等。但也有城市因为新房不限价，土地溢价率较高，如重庆。值得关注的是，上海、苏州等城市房地产市场火热，土地溢价率却并不高，是因为他们实行了新的土拍出让制度，为房企留存了一定的盈利空间。

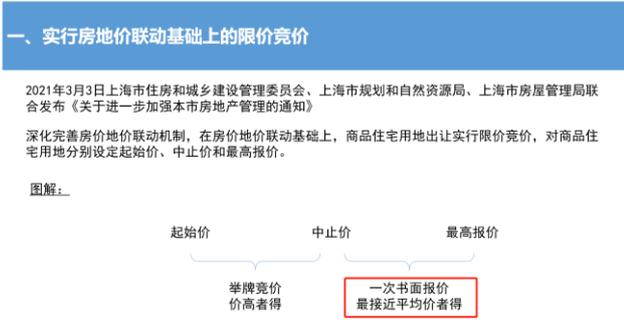
图16：首次集中供地溢价率有所分化



资料来源：东兴证券研究所

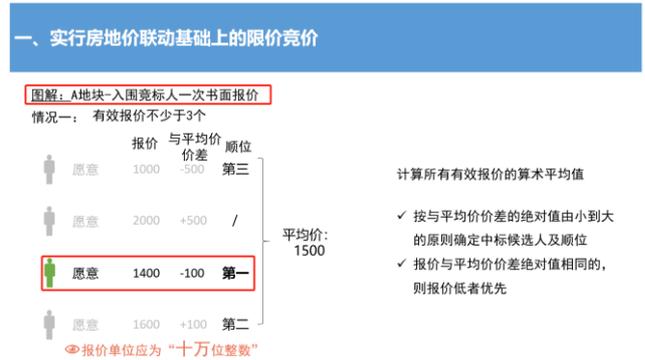
以上海和苏州的模式为例，采用限地价+一次书面报价的方式有效控制溢价率，为房企留存利润。设立起始价格、中止价格，在竞价达到中止价格后转入一次书面报价阶段，最接近平均报价的竞拍者得。这样的方式有效控制溢价率，且不存在配建和自持侵蚀房企利润率的情况。

图17：上海土拍实行限地价+一次书面报价模式 1



资料来源：上海土地市场官方网站，东兴证券研究所

图18：上海土拍实行限地价+一次书面报价模式 2



资料来源：上海土地市场官方网站，东兴证券研究所

表1：上海一次书面报价地块成交明细

宗地	区域	竞得人	成交楼面价(元/m ²)	同区 2020 年平均楼面价 (元/平米)	名义溢价率 (%)	同区 2020 年平均名义溢价率 (%)
奉贤新城 16 单元 27-06 区域地块	奉贤区	佳兆业	22988	9809	9%	4%
灵石社区 N070403 单元 095a-02、095b-01 地块	静安区	保利	51707	34150	8%	0%
广富林街道 SJC10004 单元 2 街区 23-02 号地块	松江区	中骏	16849	14600	8%	12%
定海社区 B3-1 地块	杨浦区	杨浦城投	64040	77669	9%	29%
松江区佘山镇 G7SJ0002 单元 11-07、14-01 号地块	松江区	雅居乐	25180	14600	9%	12%
松江区车墩镇 SJC10022 单元 07-07、08-01 号地块	松江区	金地	16750	14600	9%	12%
崇明区陈家镇 CMS15-0305 单元 14A-01 (实验生态社区 18 号) 地块	崇明区	建发	14418	5227	13%	9%

资料来源：东兴证券研究所

表2：苏州一次书面报价地块成交明细

宗地	区域	竞得人	成交楼面价 (元/m ²)	同区 2020 年平均楼 面价 (元/平米)	名义溢价 率(%)	同区 2020 年平 均名义溢价率
苏地 2021-WG-16 号	姑苏区	华侨城	27778	20341	13%	11%
苏地 2021-WG-17 号	姑苏区	华侨城	28352	20341	13%	11%
苏地 2021-WG-18 号	虎丘区	绿城	12328	15819	12%	12%
苏地 2021-WG-19 号	吴中区	旭辉集团	11654	13444	14%	10%
苏地 2021-WG-20 号	吴中区	万科	17736	13444	14%	10%
苏地 2021-WG-21 号	吴中区	美的置业	14207	13444	13%	10%
苏地 2021-WG-31 号	相城区	华侨城	13793	12418	11%	6%
苏地 2021-WG-29 号	相城区	万科集团	12246	12418	11%	6%
苏地 2021-WG-30 号	相城区	中锐集团	14521	12418	12%	6%
苏地 2021-WG-32 号	虎丘区	武汉城建	15193	15819	13%	12%
苏地 2021-WG-33 号	虎丘区	保利地产	15647	15819	13%	12%
苏园土挂(2021)02号	苏州工业园区	南京安居	25224	22178	15%	9%

资料来源：东兴证券研究所

我们认为上海&苏州“限价+一次书面报价模式”或存在全国推广的可能，具体原因如下：

- 较高的溢价率不利于引导“稳地价稳房价稳预期”。在“房住不炒、租购并举”的政策背景下，较高的溢价率和楼面价绝不是自然资源部此次推出双集中供地的初衷，不利于引导形成稳地价稳房价的预期。
- 房企盈利能力下降过快也不利于住宅质量和房企健康运营。房企积极参与双集中土拍的因素有很多，但如果拿地后盈利空间较小，不利于住宅质量稳定。当前市场处于由低库存造成的短期高景气阶段，下半年如果按揭收紧、房贷利率上行等都将拖累行业销售量价向下。如果部分房企前期投拓阶段对房价过于乐观，可能会在后期销售难度超预期加大，销售回款不如预期。集中拿地后的集中开盘也或许是房企开启一轮价格战的催化剂，盈利能力仍将面临下滑风险。

综上，我们认为适度控制溢价率，有利于引导居民形成房价稳定的预期、也有利于保障住宅质量和房企平稳运营。同时实现了自然资源部引导宅地市场理性竞争、体现土地充足保障的政策初衷。

3.2 路径二：政策打补丁，参拍主体被动减少

参拍主体被动减少指的是房企虽有拿地意愿但受政策限制，无法进入土拍市场，本次双集中供地中上海和成都均出台了类似政策，有力抑制了土地市场激烈竞争。上海采取严格限制马甲的做法，规范“同一申请人”概念，凡与申请人之间有直接或间接参股、控股、投资等关联关系的法人或其他组织，也视为同一申请人，不得参与土拍。成都则将土拍和“三条红线”挂钩，对同踩“三道红线”（即剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%，现金短债比小于1倍）的开发企业纳入竞买限制名单。

表3：限制参拍主体的部分城市和政策

城市	政策全称	具体内容
上海	《上海市第一批住宅用地集中出让信息预告》	规范“同一申请人”，凡与申请人之间有直接或间接参股、控股、投资等关联关系的法人或其他组织，也视为同一申请人
成都	《关于房地产开发企业参与我市商品房建设用地竞买的主体资格审查办法（试行）》	对同踩“三道红线”的开发企业或发生严重失信情形的开发企业纳入竞买资格限制名单

资料来源：政府部门网站，东兴证券研究所

图19：上海土拍禁止“马甲”

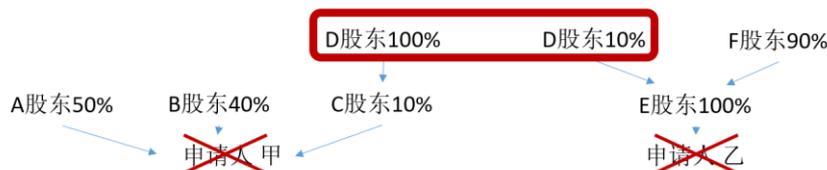
二、维护公平公正的市场环境

1、规范“同一申请人”概念。

相关交易规则：

“同一申请人只能进行一次交易申请（含联合申请）。自然人及由其担任法定代表人或负责人的法人或其他组织，或者同一法定代表人或负责人的法人或其他组织视为同一申请人；凡与申请人之间有直接或间接参股、控股、投资等关联关系的法人或其他组织（申请人的母公司为上市公司的，该上市公司的非控股股东或非实际控制人除外），也视为同一申请人。”

图解：



意向申请人应审慎确定申请主体，避免因触及该项条款，无法获得或被取消交易资格。

资料来源：上海土地市场官方网站，东兴证券研究所

我们认为上海严格限制“马甲”、成都不允许踩线房企进入土拍市场的方法也存在一定的合理性，不排除后续其他地方政府学习上海、成都的可能性：

- 上海限制“马甲”参与土拍：房企采取马甲是为了提高拿地的成功率。但也会造成保证金浪费等负面影响。资金优势的房企对中小房企也将形成冲击，不符合自然资源部推出双集中制度的初衷。
- 成都限制踩线房企参与土拍：央行出于金融审慎的角度出台了“三条红线”的要求，对踩线房企存在去杠杆要求。成都限制踩线房企参与土拍和央行要求踩线房企去杠杆的调控思路一脉相承。

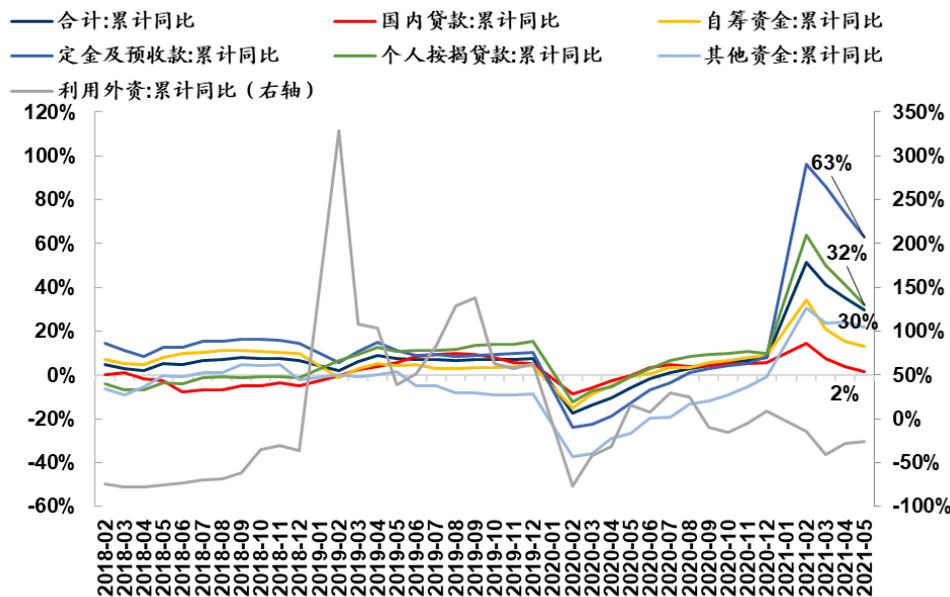
3.3 路径三：受困于流动性，参拍主体主动减少

房企的运营行为在一定程度上类似于金融机构，房企的流动性包括资金回笼和资金投放两方面。资金回笼主要是项目权益销售额的回款，资金投放包括拿地支出、工程款、税金、销售管理费用、利息支出、债务融资净偿还等等。这其中销售回款有一定不确定性，和产品区位、品质、销售价格、客户需求有关；土地款、工

程款、税金、销售&管理费用、利息支出、债务偿还的时间是确定的。如果房企资金回笼不及预期，部分融资未按原计划偿还，销售利润率再下降，利润无法覆盖利息支出，流动性风险就容易出现。而一旦挤兑出现，房企流动性风险容易演化成流动性危机。一个安全的房企，应该是在资金回笼和资金投放两方面都游刃有余的，销售回款有保证是房企避免流动性风险的前提。

2021年以来，房企到位资金非常依赖销售资金回笼，其中定金及预收款和个人按揭贷款这两类与销售强相关的资金分别同比增长62.9%和32%，国内贷款（根据历史数据银行贷款占比八成）同比增速仅为1.6%。前5月累计新增人民币贷款增速3.6%。可见在涉房贷集中度政策实行后，商业银行对房企开发贷支持是下降较快的。

图20：上半年房企到位资金国内贷款增速2%



资料来源：上海土地市场官方网站，东兴证券研究所

我们认为，下半年部分房企流动性或面临一定困难，拿地资金或不如上半年充足，部分房企存在主动退出的可能性，土地价格或将回落：

- **开发贷或出现缺口影响房企拿地。**我们在前期报告中曾提到，双集中制度出台后，拿地前房企集中对土地资金需求提升，拿地后则是集中对银行开发贷的追逐。房企对金融机构议价能力弱化。后续银行若继续控制开发贷增速，部分房企或无法获取足够开发贷。房企或因此面临流动性风险，房企主动选择退出土拍市场。
- **按揭贷或出现缺口影响房企回笼资金进而影响房企拿地。**集中供地之后面临的是集中开盘，银行按揭贷额度是否充足，将是考验房企的另一个难题。一般来讲，银行按揭贷和开发贷是绑定产品，银行打包提供给房企。涉房贷款集中度实行后，部分银行个人按揭贷款超标，存在压降压力。这或影响部分银行原对口房企的销售资金回笼。

- 部分区域布局不佳的房企回笼资金困难且面临挤兑风险，或将退出土地市场。年初以来部分百强房企也出现了流动性风险，体现为公开市场债券违约或商票违约，我们认为本质是资产质量不足或者说前期拿地失误影响了后期销售回笼资金，资金沉淀为无法销售的货值。而后可能仅是一单债务未及时偿还，引发连锁反应，金融机构和总包方开始挤兑。这些房企无疑也是没有能力参与土拍的。

上述三种房企面临的流动性风险在 2021 年下半年可能会有不同程度的体现，但都会拖累房企参与土拍的能力，主动减少土拍参与度。而主体信用较好，流动性较为宽裕，金融机构融资渠道宽裕的房企，或将享受“最后赢家”的待遇。

4. 投资建议

盈利能力下降是地产股跌跌不休的主要因素，反者道之动，盈利能力改善或将成为地产股上行的必要条件。盈利能力改善存在三条途径，即 1) 政策打补丁，为房企留存较大的盈利空间；2) 限制马甲、限制踩线房企参与土拍，使得参拍主体被动减少；3) 受困于流动性，参拍主体主动减少。三种不同的路径殊途同归，最终都将引导土拍市场回归理性、房企盈利能力提升。

若第二、三次土拍市场确实降温且有房企把握逆周期拿地机会，全年拿地踩准市场节奏变化，第一次拿地少，而后两次尤其是第三次拿地多。这样的房企最大程度享受了双集中供地的红利，在财务上体现为盈利能力逆市提高。全年看，拿地多且便宜或将重新成为选择地产股的条件。

我们仍然对“好学生”房企充满信心，三条红线全绿、信用端长期良好表现使得其资金成本优势突出，构成了行业当下仅有的护城河，成长型房企即使采取果断的去杠杆策略，也很难让资金成本迅速下降。若第二、三批次集中供地溢价率下降，“好学生”房企拿地又更加积极，则有望成为行业最早走出“内卷”时代的“头号玩家”。推荐万科 A、保利地产、金地集团、龙湖集团。

5. 风险提示

行业政策进一步趋严的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险。

附件 1——2016 年以来房地产金融调控政策一览

序号	时间	政策及发布机构	具体内容	影响
1	2016年12月	中央经济工作会议	坚持“房住不炒”的定位	首次提出“房住不炒”
2	2017年2月	中基协《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号——私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》	限制16个热点城市普通住宅地产项目于缴纳土地款、补充流动资金或者支付首付贷。目的债权投资，限制所有地产项目的债权融资	
3	2017年10月	党的十九大	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居	
4	2018年1月	银保监会发布《商业银行委托贷款管理办法》	受托管理的他人资金、银行的授信资金、具有特定用途的各类专项基金（国务院有关部门另有规定的除外）、其他债务性资金（国务院有关部门另有规定的除外）、无法证明来源的资金”均不得作为发放委贷的资金	银行委贷大量限缩，利用银行委贷通道试图向地产发放委托贷款的方式宣告结束，同时封堵了很多资管产品非标投资的重要渠道
5	2018年1月	保监会发布《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》（保监资金〔2017〕282号）	强调保险资产管理机构设立股权投资计划，应当主动承担主动管理职责，严防“名股实债”，不得直接或变相开展通道业务，不得投资嵌套其他资产管理产品的私募股权投资基金等	此后险资进入地产亦将遇到较大的障碍
6	2018年1月	上海银监局《关于规范开展并购贷款业务的通知》	要求严格控制并购贷款投向，落实宏观调控政策，并购贷款投向房地产开发土地并购或拥有土地的项目公司股权并购的，应按照穿透原则管理，拟并购土地项目或项目公司股权项下的土地应当完成在建工程开发投资总额的百分之 25%以上。	并购贷使用减少，后续并购贷要求和开发贷要求逐渐趋同
7	2018年4月	央行等四部委联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号，即“资管新规”）	近年来，我国资产管理业务快速发展，在满足居民和企业投融资需求、改善社会融资结构等方面发挥了积极作用，但也存在部分业务发展不规范、多层嵌套、刚性兑付、规避金融监管和宏观调控等问题。按照党中央、国务院决策部署，为规范金融机构资产管理业务，统一同类资产管理产品监管标准，有效防控金融风险，引导社会资金流向实体经济，更好地支持经济结构调整和转型升级，提出了多项意见。	未来所有的资管产品将受制于统一的监管标准，按产品类型而非机构类型进行监管。禁止多层嵌套和规范通道业务，明确了穿透式监管，规范适当性标准不一致、未实现第三方托管、刚性兑付、资金池等问题。
8	2018年12月	国家发展改革委发布《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》（发改财金〔2018〕1806号）	申报材料应明确债券募集资金禁止投向领域，形成“负面清单”。“负面清单”包括但不限于：将募集资金借予他人，用于房地产投资和过剩产能投资，用于与企业生产经营无关的股票买卖和期货交易等风险性投资，用于弥补亏损和非生产性支出等	
9	2019年5月	银保监会下发《关于开展“巩固治乱成果促进合规建设”工作的通知》（下称“23号文”）	禁止信托公司向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过“股权投资+股东借款”“股权投资+债权认购劣后”以及应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资；直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资，直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款等	信托前端融资受到政策严格监管调控
10	2019年6月	国家发展改革委办公厅发布《关于对地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	通知要求“所有企业（含地方国有企业）及其控制的境外企业或分支机构发行外债，需由境内企业向国家发展改革委申请备案登记”	严控境外外债备案登记
11	2019年7月	《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》（发改办外资〔2019〕778号）	房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务	房企海外债只能借新还旧，且期限不能超过一年
12	2020年3月	各地银保监会向辖区信托公司传达 2020 年信托监管要求	继续大力加强房地产信托业务管控，原则上 2020 年各信托公司房地产信托资产余额不得高于 2019 年末存量规模	
13	2020年5月	银保监会有关部门负责人	今年防范化解金融风险的工作重点包括：四是坚决落实“房住不炒”要求，持续遏制房地产金融化泡沫化	
14	2020年8月	中国人民银行公布的《中国货币政策执行报告（2020 年第二季度）》	“下一步，牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度”	首次提出“房地产金融审慎管理制度”
15	2020年8月	住建部、央行在北京召开重点房地产企业座谈会，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。	三道红线：剔除预收款后的资产负债率大于 70%；净负债率大于 100%；现金短债比小于 1 倍	从管融资工具到管融资主体
16	2020年9月	上人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜	目前重点房地产企业的资金监测和融资管理规则起步平稳，社会反响正面积极。下一步，将不断完善规则，稳步扩大适用范围。	
17	2020年12月	央行、银保监会《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》	将银行根据规模划分为5档，设立房地产贷款和个人住房贷款集中度管理制度	房地产贷款增速需要与银行全口径贷款增速保持一致，集中度才会不下降
18	2021年2月	自然资源部	在22个城市实施住宅用地全年分3次统一发布招拍挂公告并统一实施出让活动，简称“三批次两集中”	房企拿地自由度下降，房企之间博弈加剧
19	2021年6月	网贷部分热点城市二手房停贷	部分城市二手房停贷或放款周期延长	

数据来源：各部委网站、东兴证券研究所

附件 2——22 城首轮集中供地具体执行政策

城市	政策详细解读	名义溢价率平均值	名义溢价率方差
长春	限地价+竞配建租赁住房	0.90%	0.13%
青岛	限地价、竞自持或配建	1.08%	0.70%
上海	限地价+一次报价（网上竞价超过中止价时，转为网上一次报价，以一次报价中最接近所有一次报价平均价的原则确定竞买人）； 禁马甲	2.82%	0.17%
郑州	限地价+摇号/一次竞价	3.11%	1.17%
苏州	限地价（溢价率不超过15%）+一次报价（网上竞价超过中止价时，转为网上一次报价，以一次报价中最接近所有一次报价平均价的原则确定竞买人）	4.58%	0.53%
成都	限房价、限地价+竞配建、自持。 超出三条红线的房企禁止拍地	7.11%	0.17%
北京	限地价+竞高标准建设方案（部分同时含有限制房价，竞公共租赁住房面积，90/70共有产权住房或人才住房等要求，公共租赁住房将会由政府回购）	7.32%	0.47%
长沙	限地价+竞自持；限地价+摇号	7.79%	1.61%
济南	限地价+竞政府储备性住房	8.08%	3.04%
沈阳	限地价+竞配建	9.56%	0.81%
南京	限房价、竞地价+摇号； 禁马甲	10.10%	0.67%
天津	限地价、竞自持	11.07%	2.04%
广州	首次供地：限地价（设置最高溢价率）+竞配建+摇号	14.59%	3.31%
无锡	限地价+摇号或竞租赁住房面积； 禁马甲	15.35%	0.24%
福州	限地价，限房价，竞配建，摇号（部分配建商业将会由政府回购）	18.33%	3.05%
武汉	部分竞配建或自持	18.98%	11.09%
宁波	限房价、限地价、竞配建或自持	22.29%	0.88%
深圳	限地价、限房价（不含装修）+竞配建人才住房（无偿移交给政府）	22.51%	6.08%
杭州	限地价、限房价+竞自持+竞配建	25.68%	0.84%
合肥	限地价+竞配建+摇号	27.58%	0.07%
厦门	限房价、限地价、竞配建	35.64%	0.78%
重庆	限地价、竞自持或配建；部分地块溢价率超过50%时，土地价款支付周期缩短	44.42%	7.62%

数据来源：东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	东兴证券房地产行业 4 月统计局数据点评：雄关漫道真如铁	2021-05-19
行业普通报告	东兴证券房地产行业点评：让子弹再飞一会儿，好公司更重要	2021-02-26
行业深度报告	房地产行业报告：城市更新——城市进化必由之路、湾区房企必争之地	2021-02-04
行业普通报告	指引行业发展，助力边界扩张——《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》点评	2021-01-07

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

研究助理简介

曹钧鹏

南开大学金融硕士，本科毕业于中南大学土木工程专业，2019年加入东兴证券研究所从事房地产研究。

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019年加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526