

2021年08月11日

## 土地“自由竞争”的减弱，地产底层逻辑的改善

证券分析师：任鹤	010-88005315	renhe@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040006
证券分析师：王粤雷	0755-81981019	wangyuelelei@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030001
联系人：王静	021-60893314	wangjing20@guosen.com.cn	

### 事项：

近日，深圳、天津、青岛等城市相继发布公告延期第二次土地集中供应。

### 评论：

#### ■ 改进拍地方式，确保合理利润

近日，深圳、天津、青岛等城市相继发布公告延期第二次土地集中供应：

- 8月6日，深圳交易集团有限公司（深圳公共资源交易中心）发布《深圳市土地使用权出让补充公告》称，中止出让二十二宗地的使用权，具体出让时间另行公告。
- 8月10日，天津市规划和自然资源局发布天津市国有建设用地使用权挂牌出让补充公告，61宗国有建设用地使用权挂牌截止时间统一调整为2021年9月10日，并将60宗地块对原最高限价从底价的150%调整为115%（溢价率上限由50%调整为15%），单宗住宅用地达到最高限价后，采用摇号方式确定竞得人。
- 8月11日，青岛市自然资源和国土局发布公告，称7月30日青岛公示的第二批次集中出让的100宗地拍卖活动因故“终止”，再次实施公开出让时间，以届时公告为准。

我们预计，在22个重点城市中，除已完成第二次土地集中供应的厦门、无锡、长春，及已发布公告延期第二次土地集中供应的深圳、天津、青岛外，其余城市后续均有可能延期第二次土地集中供应，或以天津为例改进拍地方式。此次天津的土拍规则改变，或能通过严格限制溢价率上限及削弱自由竞争方式降低地价，从而确保了房企的合理利润。

#### ■ 利润率持续压制，是地产板块的最大逻辑缺陷

不管是“三道红线”下的行业出清，还是集中出让下的土地竞争减弱，必须看到的中介变量都是土地市场热度的下降，以及整体拿地利润率的提升。但第一轮土地集中出让之下，多数热点城市拿地利润率迭创新低。叠加同期的信用风险事件，行业估值持续压缩。可以认为，市场对拿地利润率改善的期待和落空，是上半年地产股表现不佳的核心原因，截至上周末，房地产板块2021年累计跌幅17.9%，跑输沪深300指数12.3个百分点，在28个行业中排名第24名。

图 1: A 股地产板块净利率水平持续下降



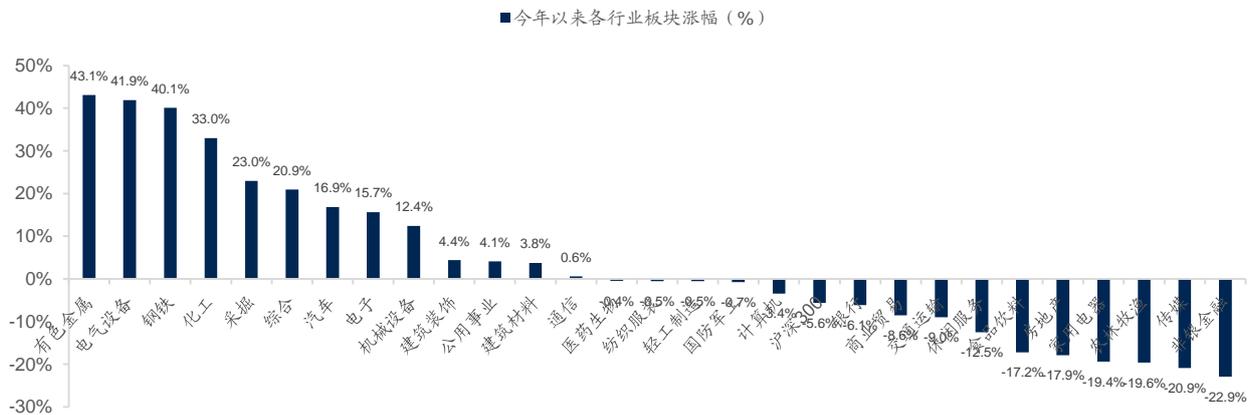
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: A 股地产板块毛利率水平持续下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 2021 年以来各行业涨幅情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

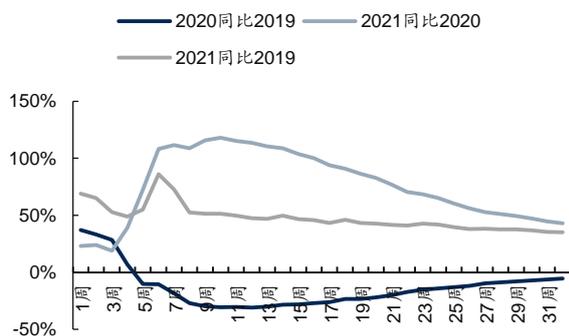
### ■ 严格控制溢价，削弱自由竞争，第二次集中供地有望明显改善拿地利润率

从历史经验来看，不管如何限制表观溢价率，只要仍然是通过“完全自由竞争”进行土地出让，那么辅以“竞配建”、“竞自持”、“竞品质”等其他约束条件，都只能是“掩耳盗铃”，无法对房企的拿地利润率产生较为明显的改善。以天津为例，第二次土地集中供应规则的核心是**严格控制溢价，并且减弱土地市场竞争的自由度**，以此提高房企整体的拿地利润率，若其余城市效仿天津改变土拍规则，则第二次集中供地的拿地利润率有望得到明显提升，**地产板块的底层逻辑将被重大改善**。

### ■ 投资建议：底层逻辑或将被改善，期待后续土拍结果

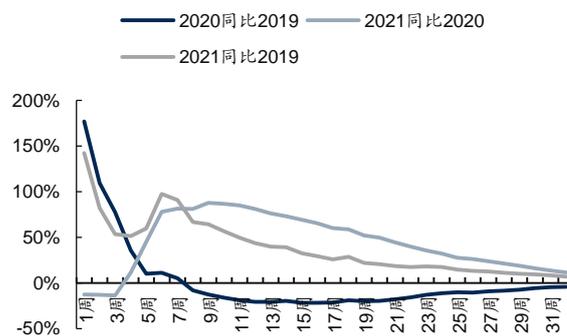
从行业景气度来看，新房、二手房销售的高增速均在收窄，在一系列因城施策的重压之后，政策大幅收紧的必要性正在迅速减弱。此外，通过直接减弱竞争的方式改变土拍规则，来降低地价水平，预计将会有效的控制土地热度。随着销售景气度及土地热度边际下行，行业整体利润率系统性改善可期，**后续集中土拍结果是板块行情持续演绎的关键条件**。

图 4：28 城商品住宅销售面积增速



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图 5：10 城二手房成交套数增速



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

伴随房企信用事件接近尾声，市场担忧缓解，行业低估值有望逐渐修复，具备优秀管理能力的房企将脱颖而出。个股方面，我们看好货值充沛的房企，以及持有型资源较多的房企，二者的补库压力相对较小，同时亦能充分分享资产增值的收益。建议关注融创中国、保利地产、金地集团、龙湖集团、华润置地。

#### ■ 风险提示

自由竞争减弱导致行业出清的滞后，新的土拍方式仍然无法提升真实利润率。

## 相关研究报告:

- 《八部门关于持续整治规范房地产市场秩序的通知点评：促进有序经营，助力长远发展》 ——2021-07-25
- 《统计局 6 月房地产数据点评：销售投资增幅收窄但热度依旧，土地市场降温仍需等待》 ——2021-07-17
- 《土地出让金划转税务征收政策点评：并非针对地产，但潜在影响值得关注》 ——2021-06-07
- 《统计局 4 月房地产数据点评：数据背后的行业图景，兼论新开工的弱势》 ——2021-05-18
- 《统计局 6 月房地产数据点评：维持“销售下、投资稳、竣工上”的核心判断》 ——2020-07-16

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032