

# 房地产开发

## 集中供地规则优化助力毛利率改善，但集中度提升存疑

**多城延期第二批集中供地，供地规则或将全面调整。**日前深圳、青岛、天津、福州、上海、长沙等城市相继发布公告中止或延期第二批集中供地，北京、广州、南京、宁波等城市虽未发布相关公告，但实际出让时间已经较原计划延后。此外，天津和福州等城市发布新规，修改出让规则，下调溢价率上限。各城市纷纷调整供地节奏，旨在优化土拍规则，目前暂未延期的城市预计后续也将会陆续跟进。

**各城市频频调整集中供地或由于以下原因：**（1）上轮集中供地结果不佳，土地市场依然火热，与政府“稳地价、稳房价、稳预期”的初衷不符。（2）地方政府通过竞配建和竞自持的方式变相抬高土地价格，房企利润严重压缩，叠加销售下滑、融资趋紧、投资受限，越来越多的房企选择观望。（3）房企压力过大可能向上下游传导，影响购房者、供应商、金融机构等多方利益，引发系统性风险。（4）政府通过给开发商合理让利，一方面可以提高开发商拿地积极性，避免财政收入受到影响，另一方面可以减少土地市场暴冷暴热的不稳定因素，更好地稳房价稳预期。同时也可以维持开发商的稳定经营，形成多方共赢的良性发展。

**土拍规则优化后拿地端毛利率有望迎来拐点。**行业毛利率自2018年起持续下滑，2021年第一批集中供地由于高溢价率加上高自持/配建比例，房企拿地端毛利率出现更加严重的恶化，无锡第一批成交的16宗土地平均毛利率仅13%。后两批集中供地中地方政府如果能减少甚至取消竞自持和竞配建的方式，到达上限价格后改用不确定性更大的摇号机制或一次性报价，可以锁定拿地端最低毛利率水平，避免由于房企盲目增加自持和配建导致利润率过低。

**当前房地产板块估值已到历史最低点，毛利率回升有利于估值修复。**截至2021年8月13日，申万房地产板块估值（PE-TTM）为7.31倍，基本处于10年来最低水平。市场对板块的担忧主要源于政策管控可能对房企利润率造成影响，目前行业景气度持续回落，上半年累计土地购置面积和成交价款分别下降12%和6%，6月投资和新开工也都较弱，7月百强房企销售额增速同比转负至-7.6%，后续政策压力有望减缓。如果在第二轮集中供地中房企拿地毛利率能够企稳回升，板块将迎来估值修复的行情。

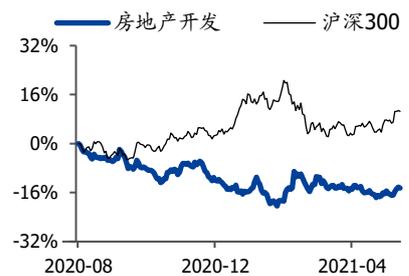
**多城禁止“马甲”拿地，行业集中度提升速度可能放缓。**首轮供地中，部分热点城市出现“马甲”拿地的情况，即房企在竞拍前设立多家子公司参与同一块地的竞争，以提高中签概率。因为参与土拍的企业需要缴纳一定的保证金，所以“马甲”多的一般都是具有资金实力的头部房企。为了规范市场，给土地降温，上海、南京、苏州、福州、无锡、合肥等城市已陆续出台相关政策禁止“马甲”拿地，并对违反规则的行为给予不同程度的惩罚。在此背景下，头部房企难以凭借资金优势获得更多拿地机会，行业集中度提升或将放缓。

**投资建议：**我们认为供地规则的完善将助力毛利率触底回升，看好板块估值修复。我们推荐：（1）经营稳健、现金流充裕、同时销售有一定增长潜力的金地集团、保利地产、万科A；（2）现金流优秀、运营能力逐渐得到市场认同从而估值提升的商业地产：华润置地、龙湖集团、新城控股。

**风险提示：**疫情影响超预期，集中供地规则完善不及预期，毛利率改善不及预期，集中度提升速度不及预期。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 杨倩雯

执业证书编号：S0680521070004

邮箱：yangqianwen@gszq.com

### 相关研究

- 1、《房地产开发：杭州、东莞等多城调控政策加强；无锡第二批集中供地揽金262亿元》2021-08-09
- 2、《房地产开发：住建部约谈房价增长过快5城；百强房企7月业绩环比降低33%》2021-08-02
- 3、《房地产开发：住建部等8部门发文持续整治房地产市场秩序，上海、佛山上调房贷利率》2021-07-26



## 内容目录

拿地端毛利率有望触底回升，板块将迎来估值修复 .....	3
部分城市出让土地毛利率不合理，预计将调整土拍规则 .....	5
多城禁止“马甲”拿地，房企集中度提升存疑.....	6
投资建议 .....	8
风险提示 .....	8

## 图表目录

图表 1: 各个城市第二批集中供地时间安排&是否延期 (截至 2021 年 8 月 15 日) .....	3
图表 2: 全国销售 TOP40 城的拿地端毛利率 (按不同售价区间统计) .....	4
图表 3: TOP40 房企结算毛利率变化情况.....	4
图表 4: 申万房地产板块估值 (PE(TTM)) .....	4
图表 5: 截至 2021 年 8 月 15 日已经发布第二批集中供地计划但是尚未完成出让的 8 个城市的竞拍规则变化以及土地 毛利率测算.....	5
图表 6: 各城市禁“马甲”拿地相关政策梳理 .....	7
图表 7: 各梯队房企权益销售额占全国商品房销售额比重.....	7
图表 8: 全国商品房销售额集中度 .....	7

## 拿地端毛利率有望触底回升，板块将迎来估值修复

深圳、天津、青岛、长沙、上海等城市发布公告延期或中止第二批集中供地，天津和福州等城市发布新规修改出让规则，后续供地规则或将面临全面调整。

- 深圳公共资源交易中心于8月6日发布补充公告，中止原定于8月9日的第二批土地集中出让，具体出让时间待定；
  - 天津市规划和自然资源局发布补充公告，将原定于8月20日的第二批集中供地延期至9月10日，将60宗地块的溢价率上限调整至15%，在竞价达到上限是转为摇号，不再竞自持，同时加强房企资格审查，提高准入门槛；
  - 青岛于8月11日发布公告，终止原定于8月23日-25日的集中供地，具体出让时间待定；
  - 长沙市8月11日发布公告，将第二批住宅用地集中出让时间由7月推迟至8月；
  - 上海土地市场与8月13日发布公告，将原定于8-9月集中出让计划修改至9月
- 此外，部分城市虽然并未发布延期公告，但第二批集中供地时间较原计划已经延后。北京计划于今年7月第二批集中挂牌；广州原计划于6-7月完成第二批集中供地；南京拟于7月集中供应47宗土地；宁波第二批集中供地计划于7月进行。各城市延期供地旨在完善供地规则，剩余城市虽然目前暂未延期，但预计之后也将陆续跟进。

图表1: 22城第二批集中供地时间安排&是否延期(截至2021年8月15日)

是否延期	城市	原计划出让时间	延期出让时间
已发布延期公告	深圳(已挂牌)	8月9日	时间待定
	青岛(已挂牌)	8月23日-25日	时间待定
	福州(已挂牌)	8月19日-20日	9月7日-8日
	天津(已挂牌)	8月20日	9月10日
	上海	8-9月	9月
	长沙	7月	8月
	北京	7月	时间待定
未发布延期公告但实际较原计划已经延期	广州	6-7月	时间待定
	南京	7月	时间待定
	宁波	7月	时间待定
	重庆	7-8月	
暂未延期	成都	7-8月	
	武汉	8月	
	济南(已挂牌)	8月30日	
	沈阳(已挂牌)	8月19日-30日	
	合肥	8-9月	
	苏州(已挂牌)	9月1日-3日	
	杭州(已挂牌)	9月7日-8日	
	郑州		
已完成出让	厦门	6月10日	
	长春	6月17日-18日	
	无锡	8月2日	

资料来源: 各城市政府官网, 国盛证券研究所

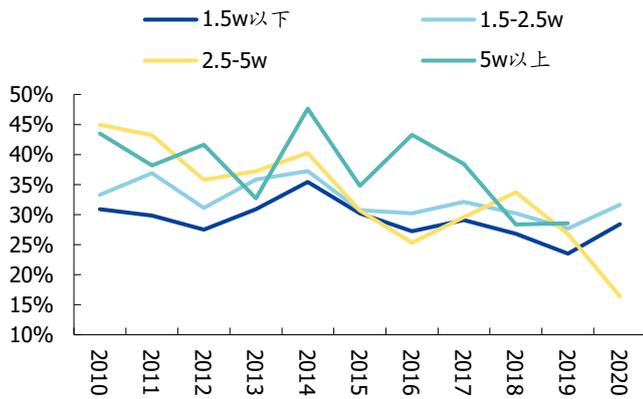
我们认为各城市频频调整第二批集中供地可能由于以下几方面原因: (1) 上一轮集中供地的结果来看, 土地市场依然火热, 与政府“稳地价、稳房价、稳预期”的初衷不符。

(2) 地方政府通过竞配建和竞自持的方式变相抬高土地价格, 房企利润被严重压缩。经

过上一轮集中供地的反思，加上销售下滑、融资趋紧、投资受限的环境，房企拿地态度愈加谨慎，越来越多的房企选择观望。(3) 房企压力过大可能会向上下游传导，影响购房者、供应商、金融机构等多方利益，引发系统性风险。(4) 通过给开发商合理让利，一方面可以提高开发商拿地动机，避免政府财政收入受到影响，另一方面可以减少土地市场暴冷暴热的不稳定因素，维持新房市场的有效供给，更好地达到稳房价稳预期的目的。同时也可以维持开发商的稳定经营，形成多方共赢的良性发展。

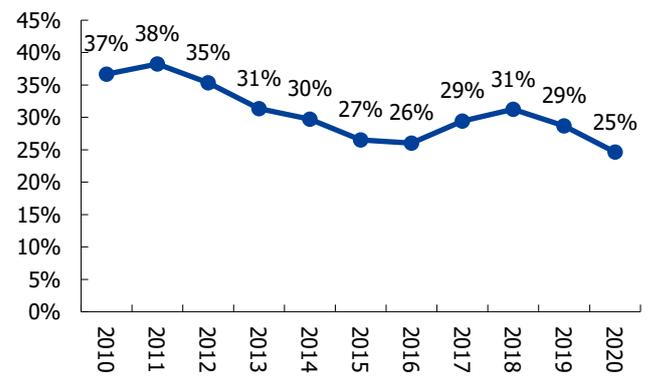
**土拍规则优化后拿地毛利率有望迎来拐点。**行业毛利率自2018年起持续下滑，2021年第一批集中供地由于高溢价率加上高自持/配建比例，房企拿地端毛利率出现更加严重的恶化，无锡第一批成交的16宗土地平均毛利率仅13%。后两批集中供地中地方政府如果能减少甚至取消竞自持和竞配建的方式，到达上限价格后改用不确定性更大的摇号机制或一次性报价，可以锁定拿地端最低毛利率水平，避免由于房企盲目增加自持和配建导致利润率过低。

图表2: 全国销售TOP40城的拿地端毛利率(按不同售价区间统计)



资料来源: CRIC, 国盛证券研究所

图表3: TOP40房企结算毛利率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**当前房地产板块估值已到历史最低点，毛利率企稳回升利于估值修复。**截至2021年8月13日，申万房地产板块估值(PE-TTM)为7.31倍，基本处于10年来最低水平。市场对板块的担忧主要源于政策管控可能对房企利润率造成影响，目前行业景气度持续回落，上半年累计土地购置面积和成交价款分别下降12%和6%，6月投资和新开工也都较弱，7月百强房企销售额增速同比转负至-7.6%，后续政策压力有望减缓。如果在第二轮集中供地中房企拿地毛利率能够企稳回升，板块将迎来估值修复的行情。

图表4: 申万房地产板块估值(PE(TTM))



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 部分城市出让土地毛利率不合理，预计将调整土拍规则

图表 5: 截至 2021 年 8 月 15 日已经发布第二批集中供地计划但是尚未完成出让的 8 个城市的竞拍规则变化以及土地毛利率测算

城市	第一批竞拍规则	第二批竞拍规则 (修改前)	第二批竞拍规则 (修改后)	第二批底价毛利率	第二批上限价毛利率	备注
福州	限地价、限房价、竞配建、竞自持、摇号	限地价、限房价、竞配建、摇号	限地价 (下调限价)、限房价、摇号	32.0%	29.3%	毛利率上限 32%，摇号模式将毛利率下限锁定 29.3%
天津	限地价、竞自持、竞配建	限地价、竞自持、竞配建	限地价 (下调限价)、摇号	27.7%	23.7%	毛利率上限 27.7%，摇号模式将毛利率下限锁定 23.7%
深圳	限地价、限房价、竞自持、竞配建	限地价、限房价、竞自持、竞配建	已延期， <b>新规则待定</b>	34.1%	24.6%	原规则下，因竞配建实际毛利率可能较 24.62% 更低。但现已中止后续可能修改。
青岛	限地价、竞自持	限地价、竞自持	已延期， <b>新规则待定</b>	35.5%	未公布上限价	底价合理，但竞自持会大幅拉低实际利润率。现已终止后续可能修改
苏州	限地价、限房价、一次性报价	限地价、限房价、 <b>一次性报价</b>	-	25.6%	21.1%	报价实际毛利率可能高于上限价对应的毛利率 21.1%
济南	限地价、竞配建	限地价、 <b>竞配建</b>	-	24.5%	未公布上限价	底价较高，毛利率上限仅 24.5%，竞配建将进一步压缩利润
杭州	限地价、限房价、竞自持、竞配建	限地价 (下调限价)、限房价、 <b>竞配建、竞品质</b> 限地价、 <b>竞地块</b>	-	20.8%	14.3%	虽下调了限价，但底价抬高，毛利率上限仅 20.8%，且部分采用竞配建，实际毛利率可能比 14.3% 更低
沈阳	限地价、竞配建	<b>范围外闲置 (烂尾) 项目处置建筑面积</b>	-	20.2%	未公布上限价	底价过高，毛利率上限仅 20.1%，竞烂尾项目将进一步压缩利润

资料来源: CREIS, 各地方政府官网, 国盛证券研究所。注: 底价毛利率为假设以竞拍起价成交对应的毛利率水平, 上限价毛利率为假设以上限价格成交对应的毛利率水平

我们将各个城市的竞拍起价和上限价格对应的毛利率分别进行了测算, 对于采用“限价+摇号”模式的城市来说, 上限价毛利率即为最差情况的毛利率; 而对于采用“限价+竞自持/竞配建”的城市来说, 当房企到达封顶价时, 这些额外竞争会使房企利润率较上限价毛利率更差。据此可以看到:

**福州和天津底价和上限价都较为合理, 且采用摇号模式锁定毛利率下限, 可为房企预留足够的利润空间。**天津和福州分别于 8 月 10 日和 8 月 13 日发布公告, 修改竞拍规则为“限价+摇号”模式, 且皆下调溢价率上限至 15% (之前最高为 50%)。其中福州的毛利率最高, 底价和上限价毛利率分别为 32% 和 29%, 福州虽然采取“双限”模式, 既限制地价又限制商品房销售指导价, 但是价格设置合理, 给开发商留足了利润空间。其次是天津, 底价和上限价毛利率分别为 27.7% 和 24%。部分地块上限价格较高, 16 宗 (占比 26%) 地块上限价格毛利率低于 18%。

**杭州利润压缩最为严重, 虽然第二批土拍降低了溢价率上限, 但因底价提升实际利润率不一定提高。**杭州底价毛利率为 20.8%, 上限价格毛利率为 14%, 底价已经较高, 加上采用竞配建, 如果土拍热度过高可能突破 14% 下限。相较于上一轮集中供地, 杭州规则有大幅调整, 取消竞自持改为竞无偿移交政策性租赁住房, 试点竞品质+现房销售, 并

将封顶溢价率从**30%降低至20%**（竞品质地块降低至**10%**）。但实际上部分地块底明显抬高，因此实际上更容易到达封顶价格。再加上100%地块限房价以及80%的地块都需配建公租房，实际底价毛利率仍在低位徘徊。

深圳底价毛利率较高，但因为后续规则或有调整所以上限价毛利率目前未知。深圳底价毛利率和上限价毛利率都较高，分别为**34.1%**和**25%**，但考虑到深圳历来是各家房企必争之地，如果采用竞自持+竞配建的模式，实际成交毛利率很可能比**25%**更低。目前深圳已经发布公告中止第二批集中供地，预计将重新调整供地计划，所以深圳的土地毛利率如何需要看后续的上限价格和规则调整情况。

苏州底价较为合理，且采用“一次性报价”有助于控制溢价率。苏州底价毛利率为**25.6%**，上限价毛利率为**21%**，且到达上限后采用“一次性报价”的模式，最接近平均价者为竞得人。在这种模式下房企出价过高反而会降低拿地机会，因此房企出价会更加谨慎，实际溢价率不会过高。

青岛、济南和沈阳目前尚未公布上限价格，竞拍模式不合理后续可能面临调整。底价毛利率来看，青岛毛利率最高，为**35.5%**；其次是济南，为**24.5%**；最低的是沈阳，仅**20.2%**。三个城市都尚未公布上限价格，但是从竞拍模式来看，济南采取竞配建，青岛采取竞自持，沈阳采取地块范围外沈阳市闲置（烂尾）项目处置建筑面积”模式，三种模式本质都是价高者得，因此即使公布了上限价格参考性也不大。目前青岛已经发布延期供地公告，济南和沈阳虽暂未延期，但是预计也将会做出调整，因此实际地价是否降低还需看之后规则的修改以及真实的成交楼面价情况。

## 多城禁止“马甲”拿地，房企集中度提升存疑

房企频频通过“马甲”拿地，多城出台政策限制此类行为。在第一批集中供地中，多个热点城市出现了“马甲”拿地的情况，即房企在竞拍前密集设立多家子公司参与同一块地的竞争，以提高中签的概率。因为参与土拍的企业需要缴纳一定保证金，所以“马甲”多的一般都是具有资金实力的头部房企，因而进一步加剧了行业分化。为了规范市场、给土地降温，上海、南京、苏州、福州、无锡、合肥等城市陆续出台了相关政策加以限制，并对违反规则的行为给予不同程度的惩罚。此外，苏州第二批土拍上调了保证金比例，这将加大通过“马甲”拿地的资金压力，也间接打击了“马甲”拿地的行为。

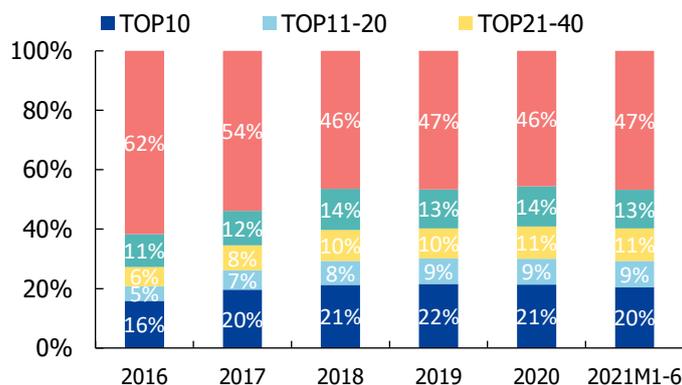
图表6: 各城市禁“马甲”拿地相关政策梳理

城市	关于禁“马甲”拿地的相关政策梳理
上海	上海, 在4月份召开的房地产市场信息交流会上, 相关负责人表示, 杜绝“马甲”拍地, 凡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。
南京	2020年9月, 南京市规划和自然资源局发布《关于网上交易有关事宜的补充说明》, 禁止马甲公司参与同一副土地竞拍。
苏州	5月21日, 苏州市自然资源和规划局发布《关于严格落实竞买要求的通告》, 禁止同一自然人、法人或其他组织直接绝对控股的公司不得参与同一商住或住宅地块竞买, 且竞买人土地出让金的资金来源应为自有资金。失信行为人三年内不得参与苏州土拍, 所支付的全部保证金不予退还。此外, 苏州7月29日公布第二批集中供地的土地信息, 保证金比例提高, 吴中区、相城区、高新区、工业园区地块全部上调至50%, 园区的租赁住房用地的比例达到100%, 也在一定程度上防止马甲公司参与竞拍。
福州	福州第二批集中供地中明确, 同一申请人不得与其所属集团参加同一宗住宅地块的竞买, 也不得与申请人或其所属集团的控股企业参加同一宗住宅地块的竞买。违反者被取消竞得资格, 已缴纳的竞买保证金不予返还; 已签订土地出让合同的, 出让人解除合同并收回已出让土地, 定金不予返还。
无锡	3月, 无锡市自然资源和规划局发布“关于无锡土地市场公开出让挂牌文件中《承诺书一》的有关解读”, 严禁马甲公司参拍, 违反者将一年内禁入无锡土地市场。
合肥	合肥在首批集中供地中明确, 尽可能避免关联公司参加同一宗地的竞买。违反者纳入“黑名单”, 两年内不得报名参与合肥市范围内土地竞拍的处理。

资料来源: 各城市政府官网, 国盛证券研究所

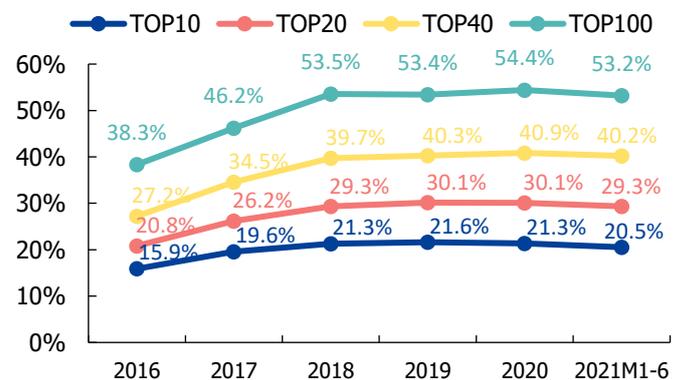
禁“马甲”拿地使得头部房企难以凭借资金优势获得更多拿地机会, 行业集中度提升速度或将放缓。行业集中度近几年有显著提升, 2016年百强房企市占率仅38%, 2021年上半年已提升至53%。随着房地产行业从增量时代进入存量时代, 行业格局正在发生变化, 在资金、品牌、规模等方面更具优势的头部房企, 可以有更多机会拿到优质土地从而获得更快的发展, 而竞争力不强的企业会逐步淘汰。但在禁“马甲”拿地的背景下, 面对同一块地, 头部房企无法再组建多个“马甲”公司同时参与, 各家房企将面临相对公平的竞争机会, 头部房企的资金优势难以体现, 因此行业集中度提升速度或将放缓。

图表7: 各梯队房企权益销售额占全国商品房销售额比重



资料来源: CRIC, 国盛证券研究所

图表8: 全国商品房销售额集中度



资料来源: CRIC, 国盛证券研究所

## 投资建议

截至 2020 年 8 月 13 日，申万房地产板块估值（PE-TTM）为 7.31 倍，基本处于 10 年来最低水平。我们认为市场对板块的担忧主要源于房企利润率的下行，而供地规则的完善将助力毛利率触底回升，看好板块估值修复。我们推荐：（1）经营稳健、现金流充裕、同时销售有一定增长潜力的金地集团、保利地产、万科 A；（2）现金流优秀、运营能力逐渐得到市场认同从而估值提升的商业地产：华润置地、龙湖集团、新城控股。

## 风险提示

疫情影响超预期，集中供地规则完善不及预期，毛利率改善不及预期，集中度提升速度不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com