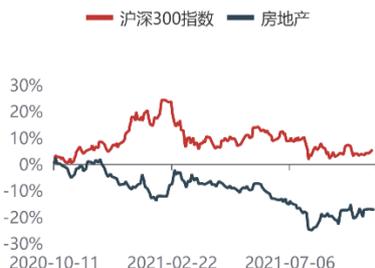


地产政策洞察系列之五

新规之下二批供地趋冷，央国企为市场拿地主力

中性（维持）

行情走势图



相关研究报告

- 《行业深度报告*地产*地产政策洞察之一：首批集中供地开幕，土拍市场有何特征》-----2021-05-12
- 《行业深度报告*地产*地产政策洞察之二：房地产税改革渐行渐近，全面开征或仍需时日》----2021-05-31
- 《行业动态跟踪报告*地产*地产政策洞察系列之三：多措并举力促提速，租赁发展进行时》-2021-07-04
- 《行业深度报告*地产*地产政策洞察之四：借行业政策东风，物企迎发展机遇》-----2021-08-12

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

研究助理

王懂扬 一般证券从业资格编号
S1060120070024
WANGDONGYANG339@pingan.com.cn



平安观点：

- **首批集中供地热度较高，二批供地规则多方面完善：**首批集中供地整体较热，22城平均溢价率达15%，较2019年（14%）、2020年（13.1%）呈上升趋势，部分热点城市土地溢价率超30%，高地货比地块占比超40%，甚至出现“面粉比面包贵”现象，与政府“稳地价、稳房价”初衷相违背。为平抑土拍高热情绪，8月自然资源部完善供地制度，各地相继调整土拍规则，涉及下调土地溢价率上限；竞价达上限后由从竞配建、竞自持转为“摇号”等，引入“竞品质”等方案；设置“禁马甲”规则；提高竞拍门槛；限制单一房企参拍土地数量；规范购地资金及参拍企业资质等。
- **二批土拍明显降温，央国企成拿地主力：**截至9月末，已发布二批供地公告的20城整体涉宅用地供地面积较首批增长4.3%。从已完成二批供地的城市来看，各地土拍具备以下特征：1）土地市场整体降温，土地溢价率均较首批供地明显下滑；2）重点城市流拍和撤牌率大幅上升，底价成交为主流；3）地块触顶成交比例大多下滑；4）央国企为土拍最大赢家，延续首批供地强劲拿地势头；5）热点地块隐含毛利率较首批略有改善。高价地及热点区域地块测算毛利率区间位于10-33%，平均毛利率为20%。
- **多因素抑制房企拿地意愿，短期低热度仍将延续：**房企资金端存在“内外交迫”窘境，楼市调控频频加码叠加按揭端收紧致房企回款压力增加，同时房地产金融审慎管理持续显效，房企出于财务安全考虑，趋于“以销定投”的审慎拿地策略。此外部分地块土拍规则对房企利润端改善相对有限，二批供地拿地紧迫性不及首批，均制约房企拿地热情。我们认为短期行业销售端仍将承压，叠加部分房企信用事件发酵，房企拿地热情或维持低位，预计第二批、第三批集中供地热度仍将处于降温通道。央国企或凭借其稳健的财务状况，将强化其市场拿地主力地位。
- **投资建议：**尽管土拍制度优化下第二批集中供地隐含毛利率改善，但资金压力加大背景下，房企更加注重财务安全，拿地意愿下滑，二批土拍整体降温。考虑9月房企销售大幅下行，叠加融资紧张背景下，预计短期多数民企投资仍将保持谨慎，不排除第三批集中供地热度进一步下降，具有融资优势、资金稳健的央国企仍将是市场拿地的主力。投资建议方面，由于行业流动性担忧尚未消除，短期建议优选财务稳健、现金健康的行业龙头，如金地集团、保利地产、万科A、招商蛇口等；中期来看，若后续个别房企信用风险逐步释放，关注财务状况好转，具备估值弹性的潜在“幸存”房企，如金科股份、新城控股、融创中国、龙光集团、佳兆业集团等。
- **风险提示：**1）房地产行业短期波动超出预期风险；2）个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；3）政策改善及时性低于预期风险。

正文目录

一、前言	4
二、首批集中供地热度较高，二批供地规则多方面完善	4
2.1 首批集中供地热度较高，与“稳地价”初衷相违背	4
2.2 平抑市场土拍热度，二次土拍规则重新部署	6
三、二批土拍明显降温，央国企成拿地主力	8
3.1 二批供地规模较首批略增，各城市分化明显	8
3.2 二次拍地整体降温，流拍率明显上行	8
3.3 央企及国企为拿地主力，“丰收”依旧	10
3.4 拿地端毛利率企稳，热点项目盈利空间较首批略有改善	12
四、多因素抑制房企拿地意愿，短期低热度仍将延续	12
4.1 房企资金端“内外交迫”，补库存意愿较低	12
4.2 短期土拍热度或仍处低位，央国企迎来“拿地窗口期”.....	13
五、投资建议	14
六、风险提示	14

图表目录

图表 1 22 城首批集中供地土地溢价率	4
图表 2 首批供地部分盈利空间较窄地块	5
图表 3 首批供地典型城市盈利空间及热度	5
图表 4 自然资源部明确集中供地要求，溢价率不得超过 15%	6
图表 5 22 城第二批供地土拍规则变化	6
图表 6 主要城市首批 VS 第二批集中供地政策对比	7
图表 7 22 城第二批集中供地规模	8
图表 8 已完成二批供地城市土地溢价率均下滑	9
图表 9 已完成二批供地城市地块成交情况	9
图表 10 已完成二批供地城市流拍率上行	10
图表 11 除深圳外，已完成二批供地城市地块触顶比例大多下滑	10
图表 12 已完成二次供地的 7 城*中，拿地成交价款前 20 企业以央国企为主	11
图表 13 典型城市二批供地央国企及民企拿地数量	11
图表 14 50 强房企国企、民企拿地销售金额比	11
图表 15 典型城市高价地盈利空间测算	12
图表 16 全国首套及二套房贷平均利率上行	13
图表 17 2021H1 全国新增房贷占比显著降低	13
图表 18 克而瑞百强房企单月销售增速连续 3 个月同比下跌	13

一、前言

2021年年初“供地两集中”出台以来，4-5月首批集中供地呈现较高热度，与中央“稳地价”初衷相违背。“控房价、稳地价、提品质”下，8月自然资源部从拿地资质、资金来源、溢价率、品质等方面完善供地制度，多地城市亦调整及完善土拍规则。同时8、9月重点城市及房企销售快速下行，楼市明显遇冷，叠加个别房企信用事件冲击，行业流动性压力逐步加大。在新的土拍政策及行业形势下，9-11月多数城市将迎来第二批集中供地，截止9月末，已有14个城市完成第二批集中供地，那本批集中供地又将呈现哪些特征，本篇报告将就第二批供地的新变化、新特征进行分析。

二、首批集中供地热度较高，二批供地规则多方面完善

2.1 首批集中供地热度较高，与“稳地价”初衷相违背

首批集中供地整体较热，土地溢价率走高。22城首批集中供地平均溢价率达15%，较2019年（14%）、2020年（13.1%）呈上升趋势。热点城市土地溢价率居高不下，重庆、深圳平均土地溢价率超30%，无锡、南京、宁波高地货比（地货比大于等于0.7）地块占比超40%。部分热点地块竞争激烈，出现“面粉比面包贵”现象，同时在“竞自持”或“竞配建”出让规则下，实际拿地成本和可售楼面地价或更高，与政策出台“稳地价、稳房价”初衷相违背。

图表1 22城首批集中供地土地溢价率



资料来源：中指院，平安证券研究所

注：土地溢价率统计范围仅包含涉宅用地

图2 首批供地部分盈利空间较窄地块

城市	地块名称	地货比	自持/配建比例
北京	东小口镇马连店 1803-610 地块	0.8	30%
北京	东坝北东南一期土地储备项目 1104-612 西侧 地块	0.8	26%
北京	北七家镇中心起步区(暨海静落新村建设) 土地一级开发项目一期 HQL-09 地块	0.7	70%
杭州	余杭区塘栖小城市核心区地块 34 地块	0.7	29%
杭州	城东滨湖新区单元 G-R21-01 地块	0.5	40%
杭州	祥符东单元 GS0806-R21/B1/B2-05 地块	0.5	38%
广州	番禺区桥南街蚬涌村大口涌以西地块	1.3	3%
广州	白云区金沙洲皇冠 AB3701008 地块	1.2	32%
广州	中新广州知识城南起步区,花莞高速以西-E3	0.9	22%

资料来源: 亿翰智库, 各地自然资源和规划局官网, 平安证券研究所

注: 地块地货比=地块成交楼面价/地块销售限价或周边新房在售均价。

图3 首批供地典型城市盈利空间及热度

	高地货比地块占比	平均自持比例	平均配建比例
厦门	40%	-	15%
重庆	20%	-	-
北京	33%	-	27%
广州	19%	-	15%
无锡	50%	10%	-
杭州	35%	16%	-
南京	47%	-	-
苏州	7%	-	-
宁波	45%	8%	7%
合肥	17%	20%	-
深圳	0%	-	37%
成都	20%	20%	-
长沙	6%	11%	-
武汉	29%	-	-
沈阳	0%	-	5%
福州	5%	8%	5%

资料来源: 亿翰智库, 各地自然资源和规划局官网, 平安证券研究所

注: 地块地货比=地块成交楼面价/地块销售限价或周边新房在售均价。其中地块成交楼面价指原始成交楼面价。城市平均地货比由城市所有成交地块的地货比平均得来, 一些城市地块地货比数据暂难以估算的在计算时未列入; 高地货比指地货比大于等于0.7的地块; 重庆地货比仅统计主城区地块; 平均自持/配建比例指所有需竞自持/竞配建地块的自持/配建比例的平均值, 地块自持/配建比例=自持或配建面积/地块总建面。

2.2 平抑市场土拍热度，二次土拍规则重新部署

平抑土拍高热情绪，22城调整土拍规则。考虑首批集中供地热度高企，在“三稳”政策导向下，若地价不稳，成本上行带来房价上涨预期；若严格限房价，地价上涨而限价背景下毛利率空间压缩，压成本背景下或导致房屋建筑质量下降。“控房价、稳地价、提品质”下，8月自然资源部已从拿地资质、资金来源、溢价率、品质等方面完善供地制度。

图表4 自然资源部明确集中供地要求，溢价率不得超过15%

方面	规定
资质	参加宅地竞拍企业需具有房地产开发资质。
资金	建立有效的购地审查制度，加强对房地产企业购地资金的来源审查。参与土地竞买的主体必须提供资金来源证明
控地价	单宗地溢价率不得超过15%，绝不允许通过提高起拍价格调整溢价率，否则将严肃公开处理，严控城市楼面地价新高。
提品质	在达到地价或溢价率上限的时候，不得以竞配建等方式增加实际地价，可通过一次性合理报价、摇号、竞更高更优品质建设方案等方式确定竞得人

资料来源：自然资源部官网，平安证券研究所

随着自然资源部相关规定的出台，各地亦相继对首轮拍地暴露的问题“打补丁”。整体看，二轮土拍规则调整涉及严格双限，引入“定品质”、“竞品质”、“摇号”等机制取代“竞自持”、“竞配建”，下调土地溢价率上限，提高保证金比例及参拍门槛等。

图表5 22城第二批供地土拍规则变化

	限地价	限房价	竞自持	竞配建	竞人才房	竞品质	竞政府持有产权比例	竞现房	70/90比例	摇号/抽签	一次报价	限参拍	禁马甲	定品质	竞品质	溢价率上限(第二批)	保证金比例(第二批)
厦门																50%	20%
长春																30%	20%、100%
无锡																20%	20%、30%
天津																15%	20-50%
福州																15%	20%、100%
济南																15%	20-50%
青岛																15%	50%、100%
苏州																15%	30-50%
沈阳																15%	20%
成都																10%	20-30%
杭州																15%	20%
深圳																15%	50%
南京																15%	20-50%
合肥																15%	20-30%
广州																15%	20%
北京																15%	20%
重庆																15%	20-50%
武汉																15%	20-50%
上海																<10%	20%
长沙																15%	20-50%
郑州																30%	50%
宁波																30%	20%
	前两批均有																

资料来源：各地自然资源局官网，平安证券研究所

对比主要城市两次拍地政策，调整主要涉及以下几个方面：

- 进一步完善房地价联动机制，严格“限地价+限房价”，多数城市下调土地溢价率上限至15%，如深圳下调新房限价，

福州下调部分地块起拍价

- 竞价达上限后由从竞配建、竞自持转为“摇号”等，同时部分城市引入“竞品质”、“定品质”方案
- 多数城市设置“禁马甲”规则提高竞拍门槛，如取消勾地、提高保证金比例
- 限制单一房企参拍土地数量，如杭州要求除竞品质地块外，同一集团成员企业拿地不超 5 宗
- 严格规范购地资金及参拍企业资质

图表6 主要城市首批 VS 第二批集中供地政策对比

城市	首批集中供地	二批集中供地
杭州	<ol style="list-style-type: none"> 1、限地价+限房价，达到地价上限后，转为竞自持。 2、最高土地溢价率约 30%。 3、保证金比例 20%，其中一宗为 80%，勾地保证金上限 5000 万。 	<ol style="list-style-type: none"> 1、10 宗宅地试水“竞品质”，获得资格后进入竞价程序。 2、除“竞品质”地块外，同一集团成员企业最多只能参与 5 宗地块竞买。 3、一般地块溢价率上限调整为 15%，“竞品质”试点地块溢价率上限调整为 5%。 4、出让地块达到上限价格后，转为摇号竞得。 5、关联公司不参加同一宗地竞买。 6、取消预公告，暂停单宗地 5000 万勾地模式。 7、严格规范购地资金来源、竞买人开发资质。
深圳	<ol style="list-style-type: none"> 1、限地价+限房价，达到地价上限后，转为竞配建。 2、最高土地溢价率约 45% 	<ol style="list-style-type: none"> 1、土地溢价率上限统一由 45%调整为 15%。 2、出让地块达到上限价格后，转为摇号竞得。 3、关联公司不参加同一宗地竞买。 4、新房销售限价在原限价基础上下调 3%-9.2% 不等。
南京	<ol style="list-style-type: none"> 1、限地价+限房价，达到地价上限后，转为摇号。 2、最高土地溢价率约 30%。 3、保证金比例以 20%为主。 4、限马甲。 5、摇号后成交的地块商品住宅预售条件为完成住宅部分投资额的 50%。 	<ol style="list-style-type: none"> 1、实行“限房价、定品质、竞地价”全新出让模式。 2、土地溢价率上限下调至 15%。 3、竞得土地后 6 个月内商品住宅不得上市。 4、部分地块不得合作开发，限制拿地房企转让项目。 5、同一竞买人在同一批次报名地块不得超过本次公告土地总量的 30%（不含高淳、溧水）。 6、“一地一策”，提高部分地块竞买门槛，部分地块保证金比例不低于 50%，成交价款须在成交后一个月内全部付清。
天津	<ol style="list-style-type: none"> 1、限地价，达到地价上限后，转为竞配建。 2、最高土地溢价率约 49%。 	<ol style="list-style-type: none"> 1、土地溢价率上限下调至 15%。 2、严格规范购地资金来源、竞买人开发资质。 3、出让地块达到上限价格后，转为摇号竞得。
福州	<ol style="list-style-type: none"> 1、限地价+限房价（部分）、达到地价上限后，竞自持社会租赁住房建筑面积/竞限价商品住房建筑面积/摇号 2、宅地最高土地溢价率约 49% 	<ol style="list-style-type: none"> 1、出让地块达到上限价格后，转为摇号竞得。 2、土地溢价率上限下调至 15%。 3、禁止房企“马甲”拍地。 4、部分地块调低起拍价，如红光村地块出让底价调整为 149000 万元，下调 1300 万元。 5、取消竞配建，对部分地块初始配建进行调控，明确配建面积及售价。

资料来源：各地自然资源局官网，平安证券研究所

三、 二批土拍明显降温，央国企成拿地主力

3.1 二批供地规模较首批略增，各城市分化明显

二批供地整体规模增加，城市分化明显。截至9月末，22城中除郑州、宁波外均已发布挂牌公告，20城整体涉宅用地供地面积总计4953万平方米，相较首批供地总面积（4747万平方米）增长4.3%。各城市供应规模分化明显，厦门、深圳、沈阳等加大供应，苏州、杭州、重庆等供应明显收缩，沈阳、广州、长春二批供地占全年比重相对较高。从计划供应完成率来看，前两批沈阳涉宅用地供地规模已超过全年计划，广州完成率已超90%，厦门、深圳、重庆、北京完成率不足40%，后续第三批供地或将进一步加大供应规模。

图表7 22城第二批集中供地规模

	2021计划 供应量 (公顷)	计划供应 量同比 (%)	首批供地面积 (万平方米)	首批占全 年比重	第二批供地面 积(万平方米)	二批占全 年比重	较首批供 地增幅
厦门	195	3%	19	10%	49	25%	160%
深圳	363	24%	36	10%	82	23%	127%
沈阳	586	-11%	230	39%	388	66%	69%
青岛	806	12%	142	18%	240	30%	68%
长春	1776	-15%	449	25%	710	40%	58%
成都	1050	45%	230	22%	379	36%	65%
北京	1060	6%	169	16%	244	23%	44%
无锡	352	-32%	95	27%	123	35%	30%
广州	634	16%	285	45%	305	48%	7%
福州	360	-2%	87	24%	90	25%	3%
合肥	660	12%	162	25%	149	23%	-8%
武汉	1200	-21%	367	31%	325	27%	-11%
济南	864	39%	239	28%	209	24%	-13%
上海	-	-	290	-	252	-	-13%
南京	919	2%	297	32%	242	26%	-19%
天津	-	-	402	-	327	-	-19%
长沙	791	94%	295	37%	237	30%	-19%
重庆	2292	-11%	427	19%	274	12%	-36%
杭州	1107	-9%	302	27%	192	17%	-37%
苏州	615	10%	224	36%	136	22%	-39%
郑州	1166	17%	233	20%	-	-	-
宁波	582	-25%	132	23%	-	-	-

资料来源：各地自然资源局官网，平安证券研究所

注：统计口径为涉宅用地（住宅用地和综合用地），青岛按照第二批集中供地按第二次挂牌地块计算

3.2 二次拍地整体降温，流拍率明显上行

土地市场整体降温，土地溢价率均较首批供地明显下滑。从已完成二批供地的城市情况看，厦门在自然资源部土拍政策新规前已完成供地，福州受优质地块出让比重增加影响，两城土地溢价率较高，分别为25.4%、12.8%，其余城市土地溢价率均不足10%，济南、长春等楼市低迷的北方城市溢价率均不足1%。二批供地整体溢价率均较首批供地下滑，其中济南、天津、重庆、南京、广州跌幅达两位数。重庆由于首批土拍未设置地价上限，土地溢价率（38.8%）居22城之首，二批供地则明

显遇冷，42宗地块仅1宗以0.43%的溢价率成交，跌幅最甚。

图表8 已完成二批供地城市土地溢价率均下滑



资料来源：中指院，平安证券研究所

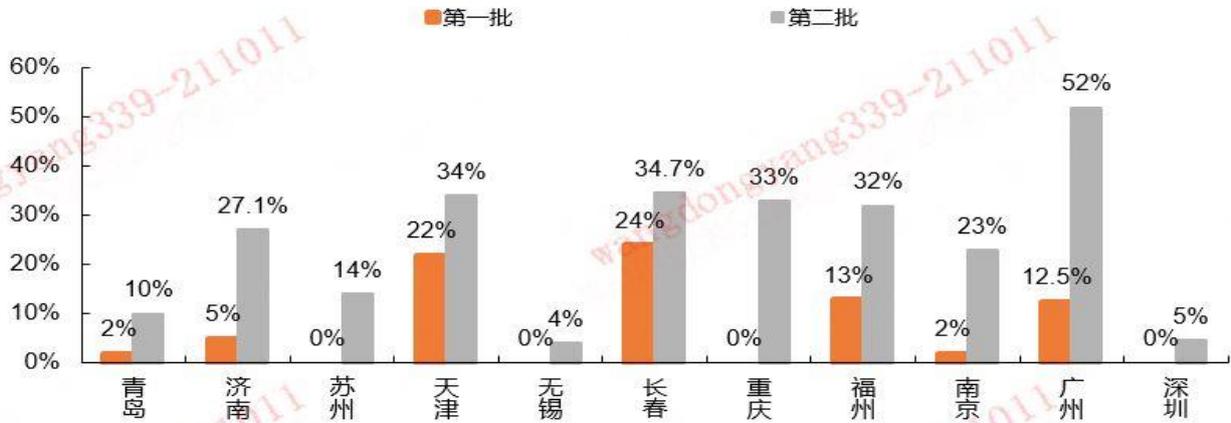
重点城市流拍和撤牌率大幅上升，底价成交为主流。截止9月末，14城中7城土地底价成交占比过半，以长春、天津、济南等北方城市为主，此前首批供地较热的成都、苏州土地底价成交占比亦达到50.7%、72.7%。同时福州等5城流拍率（含中止出让）超30%；广州流拍率最高，达52%；尚未二次拍地的杭州，10宗竞品质地块因报名房企不足均已流拍；无锡、深圳地市成交则相对有支撑，流拍率分别仅4%、5%。

图表9 已完成二批供地城市地块成交情况



资料来源：各地自然资源局官网，平安证券研究所

图表10 已完成二批供地城市流拍率上行

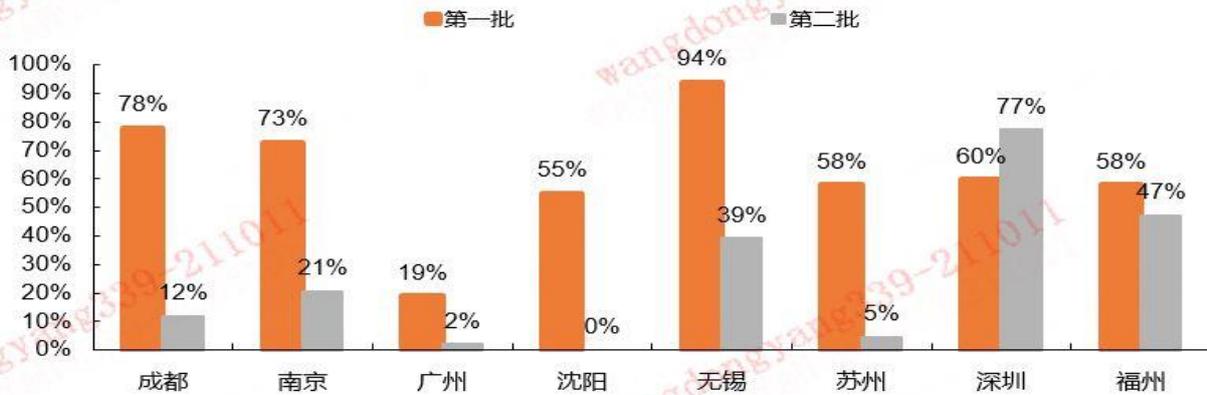


资料来源：克而瑞，平安证券研究所

注：流拍率计算含中止出让

地块触顶成交比例大多下滑。对比成都等 8 城两次供地表现看，7 城首批供地过半数地块触及竞价上限，仅广州触顶比例为 19%。从二批供地表现来看，除深圳外，其余城市触顶比例均较首批供地有所下滑，5 城跌幅超 50 pct。

图表11 除深圳外，已完成二批供地城市地块触顶比例大多下滑



资料来源：亿翰，中指院，平安证券研究所

3.3 央企及国企为拿地主力，“丰收”依旧

央企国企为土拍最大赢家，延续首批供地的强劲拿地势头。我们此前在《地产政策洞察系列之一：首批集中供地开幕，土拍市场有何特征》报告中对首批供地中重点城市的央国企拿地情况进行分析，由于集中供地更加考验房企的资金筹集及区域多地块研判能力，具备资金优势的央企、国企在首轮供地中表现相对抢眼。从已完成二次土拍的城市看，央国企拿地优势持续凸显。厦门等 7 城拿地成交价款前 20 企业中，央国企 12 家，其中前 5 家均为央国企，总成交价款于前 20 房企占比 54.7%。从拿地宗数上看，苏州、重庆、厦门、成都等地央国企拿地亦占据主导；二次土拍热度较高的深圳，成交 21 宗地块中保利落子 3 块，中海落子 4 块，同为央国企“围猎场”。

我们认为在当前行业融资端趋紧、销售端快速下行、个别房企信用事件冲击的背景下，大多数民企将更加注重财务安全，收

缩投资，央国企凭借稳健的财务状况，较顺畅的融资渠道，短期仍将是市场拿地的主流。

图表12 已完成二次供地的7城*中，拿地成交价款前20企业以央国企为主

序号	房企性质	房企	拿地幅度	总成交价款(亿)
1、	国企	中海发展	9	205.62
2、	国企	保利发展	8	103.62
3、	国企	厦门建发	2	101.2
4、	国企	中国中铁	18	93.97
5、	国企	中国金茂	7	68.04
6、	民企	绿城中国	5	48.87
7、	民企	龙湖集团	7	47.26
8、	民企	大华集团	4	47.2
9、	国企	华发实业	3	46.69
10、	国企	厦门住宅建设	1	34.9
11、	国企	中国铁建	5	30.3
12、	国企	鲁信置业	1	28.85
13、	民企	厦门弘桥	1	27.1
14、	国企	万科企业	4	26.31
15、	民企	青岛和达置业	4	25.37
16、	民企	金辉控股	2	24.9
17、	国企	中信泰富	1	24.17
18、	民企	正荣集团	3	22.27
19、	国企	金融街控股	2	20.44
20、	民企	远创置业	2	20.36

资料来源：克而瑞，平安证券研究所

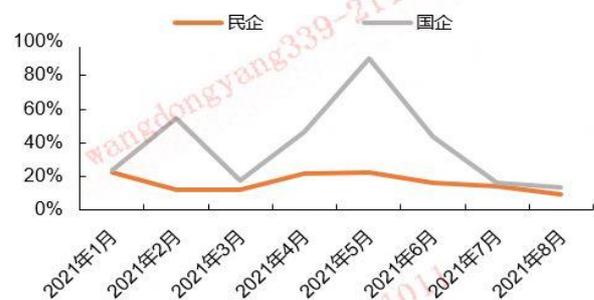
注：7城包括厦门、沈阳、天津、无锡、长春、福州、青岛；因企业联合拿地，部分地块存在重复计入情况

图表13 典型城市二批供地央国企及民企拿地数量



资料来源：各地自然资源局官网，平安证券研究所

图表14 50强房企国企、民企拿地销售金额比



资料来源：中指院，克而瑞，平安证券研究所

3.4 拿地端毛利率企稳，热点项目盈利空间较首批略有改善

热点地块隐含毛利率较首批供地明显改善。我们在《地产政策洞察系列之一：首批集中供地开幕，土拍市场有何特征》中对首批供地的7城代表性地块盈利能力进行测算，部分热点地块如广州金沙洲地块测算毛利率约13%；杭州自持比例达40%的城东滨湖新区地块测算毛利率仅1%。由于二批供地取消“竞配建”、“竞自持”等竞拍方式降低房企实际拿地成本，同时对土地溢价率严格限制，典型城市高价地盈利空间呈现改善趋势。我们选取福州、苏州的高价地（地房比超50%或触顶成交）以及深圳热点区域的典型地块进行测算，毛利率区间位于10-33%，平均毛利率为20%，较首批供地有所改善。

图表15 典型城市高价地盈利空间测算

城市	地块	竞得企业	成交总价(亿元)	溢价率	名义楼板价	房价	地房比	测算毛利率
福州	榕宗地 2021-40 号地块	保利	17.13	15%	21507	32000	67%	10%
	榕宗地 2021-49 号地块	福州特艺城	1.08	15%	11332	20100	56%	20%
苏州	2021-G-42 相城区 经开区 春申湖路南、澄阳路东	中铁建	55.81	0%	17500	26000	67%	14%
	苏地 2021-G-49 号 苏州 工业园区高贸区 兴浦路 西、民胜路南	五矿	21.97	7%	19652	30424	65%	20%
	苏地 2021-G-51 号 苏州 工业园区普惠路北、永庆路东	中海	13.62	15%	22990	38000	61%	23%
深圳	桂湾片区三开发单元 04 街坊	天健	52.41	15%	41490	92000	45%	33%
平均								20%

资料来源：克而瑞，中指院，平安证券研究所

注：福州房价为商品住销售指导价；苏州房价为周边平均房价；深圳房价为地块出让房价限价；福州、苏州建安成本按照4500元/平米估算，深圳建安成本按照6000元/平米估算；财务费用率按照1%估算；深圳地块竞得人，竞全年期自持租赁住房面积28000平方米，测算未考虑自持部分将带来的租金等收益；福州榕宗地2021-40号地块，含2万平人才限价房，按照备案价7折出售

四、多因素抑制房企拿地意愿，短期低热度仍将延续

4.1 房企资金端“内外交迫”，补库存意愿较低

- 楼市调控频频加码叠加按揭端收紧致使房企回款压力增加，制约房企拿地热情。年初以来北上广深杭等重点城市楼市调控持续加码，叠加房贷两集中管理制度落地，二季度以来银行贷款额度持续吃紧（2021H1全国新增房贷占同期新增人民币贷款比例为19%，较2020年全年降7pct）、按揭放款周期明显拉长（房贷放款周期普遍需要3-6个月，最长可达半年以上；二手房贷款停贷现象较为普遍）、多地上调房贷利率（9月全国首套房贷利率较年初上涨30bp，二套房贷利率较年初上涨24bp），楼市调整力度加大导致房企销售回款压力明显增加（7-9月百强房企单月销售额连续三个月同比下跌，9月百强房企单月销售额跌幅已扩大至36%），从而影响房企现金流制约投资。

图表16 全国首套及二套房贷平均利率上行



资料来源: Wind, 克而瑞, 平安证券研究所

图表17 2021H1 全国新增房贷占比显著降低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ **房地产金融审慎管理持续显效, 房企出于财务安全考虑, 趋于“以销定投”的审慎拿地策略。**“三条红线”融资规则持续发力并完善, 将商票和拿地销售比被纳入监管, 同时二批供地严查房企购地资金来源, 房企拿地热情受到抑制。在信用事件频发叠加民企发债难度加大背景下, 房企倾向弱化规模诉求、强化财务安全。往后看, 预计部分房企资金端仍将承压, 加快销售回款仍为短期内房企工作重心。随着部分城市市场调整压力加大, 叠加首批集中供地项目或于四季度集中入市, 预计房企销售端将面临考验, 趋于“以销定投”的审慎拿地策略。

图表18 克而瑞百强房企单月销售增速连续3个月同比下跌



资料来源: 克而瑞, 平安证券研究所

- **部分地块土拍规则对房企利润端改善相对有限。**尽管下调溢价上限和取消触顶后“竞配建”可以降低房企实际拿地成本以增厚利润, 但天津等地部分地块仍保留配建或自持等地块初始出让要求, 苏州、杭州等城市增加“竞品质”方案, 武汉需竞房屋全装修建筑面积、一次性付款等, 诸多附加条件下房企利润端改善有限。
- **房企二批供地拿地紧迫性不及首批。**对比首批供地背景, 首批供地前重点城市受“两集中”政策影响连续多月未供地, 且首批出让地块可于年内入市, 对房企当年业绩产生贡献, 叠加年初金融机构额度相对宽松及销售向好, 房企资金压力相对较小且对楼市预期乐观, 因而补货意愿强烈。下半年以来行业景气度急转直下, 房企对于后续批次供地观望情绪上升, 市场更加趋于理性。

4.2 短期土拍热度或仍处低位, 央国企迎来“拿地窗口期”

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

短期行业迎来阵痛期，房企投资意愿收敛。在资金趋紧背景下，房企投资及拿地意愿明显下降，在第二批土拍拿地毛利率改善背景下，流拍率(含中止)不降反升，房企拿地意愿低于预期。尽管近期央行一周内两次会议罕见提及房地产“两个维护”及部分地方释放积极信号(哈尔滨出台16条利好楼市政策，广东部分城市已出现房贷利率下行现象)，但考虑当前房企面临销售端增速下行及回款速度放缓，融资端面临金融机构投放“厌恶”，叠加部分房企信用事件发酵，房企资金端隐忧仍在，短期房企拿地热情或维持低位，预计第二批、第三批集中供地热度仍将维持低位。

央国企或凭借其稳健的财务状况，强化市场拿地主力地位。短期行业将迎来阵痛期，基本面仍将承压，未来不排除部分流动性紧张的房企被动出清，部分“幸存”房企或面临规模增速放缓甚至下滑，在“紧资金+库存累积”组合下，央企及国企或凭借稳健的财务状况，或将持续强化其市场拿地主力地位。

五、 投资建议

从已完成二批供地城市表现来看，各城市主要从严格“限地价、限房价”、提升土拍门槛、引入品质相关要求等方面优化土拍规则。城市间、地块间分化加剧，热点城市优质地块仍为众房企焦点，但部分利润空间小、位置偏远、出让要求高的地块多以底价成交，甚至出现流拍和中止出让情况。同时由于房企资金压力加剧叠加拿地紧迫性下降等因素，抑制房企拿地意愿，重点城市土地市场整体降温。后续随着楼市景气度下行和房地产行业融资环境持续收紧，预计短期房企投资端仍将保持审慎态度，具有融资优势、财务状况稳健的央国企或将进一步强化拿地优势。

板块投资方面，优选资金稳健房企，关注潜在“幸存”房企及地产上下游产业链的估值修复。我们认为短期行业阵痛期有望加速房企优胜劣汰，未来“幸存”房企无论经营、财务将更加稳健，拥有品牌、管理、融资等优势的企业有望持续享受更高利润率水平。投资建议方面，由于行业流动性担忧尚未消除，短期建议优选财务稳健、现金健康、销售高增的行业龙头，金地集团、保利发展、万科A、招商蛇口等；中期来看，若后续个别房企信用风险逐步释放，关注财务状况好转，具备估值弹性的潜在“幸存”房企，如金科股份、融创中国等。物业管理方面，考虑行业空间广阔、自主发展强化以及具备抗周期属性，看好中长期发展，建议关注综合实力突出、关联房企发展稳定的物管龙头，如碧桂园服务、保利物业等。同时建议关注融资端缓和带来的地产上下游产业链修复机会，如防水龙头科顺股份等。

六、 风险提示

- 1) 房地产行业短期波动超出预期风险：若后续行业下行程度超出预期，各房企规模发展受到影响，将导致业绩表现不及预期风险。
- 2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：房企信用事件发生除影响自身发展之外，也可能对行业销售、融资带来负面影响，进而影响房地产行业整体发展环境。若个别房企流动性问题持续发酵，带来超出预期的连锁反应，可能导致行业波动加剧，不利于行业持续稳定发展。
- 3) 政策改善及时性低于预期风险：若后续房地产行业波动加大，而政策改善及时性较低，可能导致调整幅度及时间超出预期风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033