



# 房地产专题报告：龙头至暗 已过 压力边际缓释



## 上半年板块为何表现不佳？

盈利预期和政策预期是核心压制因素。上半年需求保持相对强势，但供应（土地和开工）并未跟上，“低库存”是行业显著特征，开工未售库存去化周期已接近过去十年低点，这相应导致两个结果：一是房价上涨压力加大，结构性上涨压力尤为明显，政策预期自然偏紧，影响板块估值水平；二是资金链整体有改善（回款的贡献高于融资的拖累，资金来源好于开发投资），房企拿地热情仍较高，但土地供应总量有所收敛，导致溢价率整体较高，且第一批集中供地也是摸着石头过河，规则有较大完善空间，平抑地价的预期并未兑现，核心城市和部分三四线拿地端的盈利能力普遍承压，影响板块业绩预期。

## 龙头房企盈利能力最差能有多差？

项目层面大个位数净利率和报表层面 15%左右 ROE 可能是底部区间。从土地市场供需视角去展望，二季度可能是拿地端盈利能力最差的时候，“至暗”时刻龙头房企盈利能力的底部在哪儿？可以从三个层次去理解，一是行业整体回归类制造属性，净利率已普遍下降至个位数水平；二是源自融资成本、周转效率、两费管控的“广义费用率”优势，优秀龙头房企在公开拿地市场上有 5%左右的超额净利率；三是依托商业、产业等资源去勾地，进一步降低土地成本。综合而言，考虑“管理优势”，部分龙头企业可维持至少大个位数净利率，叠加“勾地优势”，净利率可以进一步提高至 10%左右。参照当前的周转效率和杠杆水平（投入资本角度），上述

净利率可保障 15%左右的 ROE。

下半年可以期待哪些边际改善？

上半年的压制因素有望边际缓释。下半年的产业环境有三大特征，一是销售增速边际回落，信贷约束逐步体现，导致拿地热情和政策压力边际趋缓；二是融资环境惯性承压，但不构成明显边际变化，风险房企的“暴露”仍是个案，对龙头反而可能是利好；三是稳地价要求下，土地供应总量将适度增加，示范效应下部分城市土拍规则将趋于“柔性化”，溢价率有望回落。需辩证看待销售回落对权益资产的影响，核心是幅度，适度降温可能是好事，拿地竞争和政策压力将有所舒缓，且净利率修复预期可对冲销售放缓。

投资建议：龙头至暗已过，压力边际缓释

开发板块下半年的盈利预期和政策预期有望边际缓释，优秀龙头房企已处于底部区间，1XPB 买入 15%ROE 可确保底线回报率，且隐含行业整合和创新业务两大期权。关注四条结构性线索：1) 赛道切换，首选“开发有效率+运营有能力”的类资管型房企；2) 腰部成长——分子视角；3) 风险缓释——分母视角；4) 头部蓝筹——股息视角。

风险提示

1.土拍政策完善程度不及预期；

2.宅地供应放量不及预期；

3.销售边际回落高于预期。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_33547](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33547)

