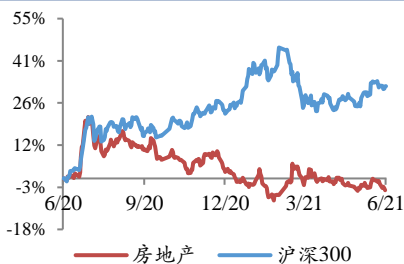


# “两集中”加速结构分化，行业“周期”重估

行业评级：增持

报告日期：2021-06-11

## 行业指数与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

## 相关报告

1.2021.4 统计局数据点评：销售、投融资韧性，土拍新规或带动开发节奏变更 2021-05-18

2.“集中供地”引导市场良性竞争，3月基本面延续稳增态势 2021-04-18

## 主要观点：

- **“以稳为主”逻辑未变，“土拍新政”带动区域发展“内生外延”。**  
高能级城市承载力不断提升，中小城市受益都市圈协调发展，表现为：**1) 城镇化越过高速发展期进入缓慢爬升期；2) 人口流动呈现三大方向：a. 非热点城市群人口向热点城市群涌入；b. 热点城市群内部分城市人口流入流出加速；c. 进一步形成“南强北弱”的格局；3) 房地产行业发展周期受政策影响显著，信贷政策、限购限贷政策向严，“以稳为主”、“房住不炒”的调控风向未变。**自房地产调控长效机制建立以来，现行的仅按照城市能级（一、二、三线等）或者城市群划分只能代表房地产遵从市场规律“野蛮生长”式的旧周期的运行逻辑，本文在传统划分方法基础上综合考虑政策影响和长期房价走势规律，得出合理反应未来房地产遵循“房住不炒”基调下新周期变化规律的全新城市划分方法，**将城市划分为：1) 刚性限价城市，2) 弹性限价城市，3) 供给放量城市，4) 需求透支城市。**
- **“两集中”供地整体均衡，城市及城际冷热不均。**  
根据九大城市住宅用地集中供应计划，九大城市首批供应土地面积达2696万平方米，占2020年总供地量的33%，整体土地供应较为均衡。**1) 城市之间对比显著**，供地较为积极的北京、杭州，首轮供地面积达到2020年的五成以上，而供地较为保守的深圳、重庆、无锡，首轮供地面积仅占2020年的两成多；**2) 各城市内部城郊结构分化显著**，广州、天津、无锡首轮供地以郊区地块“试水”为主，长春、北京、深圳则体现出较大诚意。**土地市场供应端在供应总量和结构上的城际分化是导致了土地需求端出现出让热度城际分化的重要因素。**a. 从城郊分布上看，除长春外，各城市主城区土地市场热度均高于郊区；b. 刚性限价城市和弹性限价城市的成交表现区别明显。综合溢价率水平上看，四个刚性限价城市总体综合溢价率为22.65%，高于弹性限价城市的20.92%。
- **联合拿地频现，“两集中”加速拿地策略分化。**  
密集的“两集中供地”不仅考验房企的“钱袋子”，也考验着房企在全国谋篇布局的战略魄力。在这种背景下，**“赢者通吃，强者恒强”的马太效应愈发凸显。**土地市场较为火热的刚性限价城市对房企短期筹措资金要求更高，联合拿地比例高于弹性限价城市；在弹性限价城市中，本次首轮两集中土地出让除了刚性限价城市的北广深杭，还有较为火爆的重庆也出现了较高的联合拿地比例。房企拿地呈现策略分化趋势，特点表现为：**1) 全国均衡布局**，典型房企为融创、华润、保利、招商蛇口和万科等规模化头部房企；**2) 城市深耕布局**：典型房企为滨江、融信、龙光等腰部房企和地方性房企；**3) 持观望态度**：典型房企为中海、碧桂园等规模房企和部分中小房企。

### ● 刚弹性限价城市地房比趋高，拿地结构影响房企毛利

房地差和地房比是衡量房企拿地利润空间的重要指标，这两项指标又基于参考房价和地块楼面价得到。根据地房比和房地差的高低将这些区域划分为四个象限，代表了房企不同的城市招拍挂拿地策略偏爱及其盈利模式，分别为：**1) 第一象限：地房比高&房地差高，属于热点投资区；2) 第二象限：地房比低&房地差高，属于最佳盈利区；3) 第三象限：地房比低&房地差低，属于低房价高利润率的走量区；4) 第四象限：地房比高&房地差低，属于极热门投资区兼风险警示区。**本文选取 2019 年同期九城供地数据与本轮两集中供地数据作比较，得出以下结论：1) 限价政策效果显著，刚弹性限价城市区域利润空间减小；2) 整体趋势上地房比趋高，八成区域房地差偏低；3) 重庆整体市场偏热，市辖区土地毛利空间微薄，是九城中地房比、房地差数据落在第四象限最多区域的城市；4) 刚性限价城市普遍注重人才房和长租房政策的落地，同时也在改善宅地出让结构。

### ● 投资建议

政策进一步收紧下，“稳地价、稳房价、稳预期”的调控风向未变，后续调控依然以稳为主，房地产行业正式进入“管理红利”时代，精细化运营能力较强的企业在“全新赛道”上有先发优势。利好土储丰富、结构合理，销售端具备产品力优势和营销渠道优势，财务稳健具有更强灵活性的地产企业。建议关注：(1) 稳健发展型：万科 A、保利地产、金地集团、龙湖集团；(2) 成长收益型：新城控股、金科股份、中南建设。同时建议关注优质物管公司。

### ● 风险提示

房地产调控政策趋严，资金面大幅收紧，房地产销售及销售回款不及预期等。

## 正文目录

1 “以稳为主”逻辑未变，“土拍新政”带动行业格局优化.....	5
1.1 高能级城市承载力不断提升，中小城市受益于都市圈协调发展.....	5
1.2 城市划分方法：关注刚性限价城市和弹性限价城市.....	5
1.3 供地“两集中”政策梳理.....	9
2 2 九大城市首轮两集中供地表现.....	12
2.1 土地供应整体均衡，城市及城际冷热不均.....	12
2.2 热点城市触顶仍频，竞配建成为市场常态.....	14
2.3 两集中带来资金压力，联合拿地频现.....	15
2.4 强者恒强助推马太效应，“两集中”加速拿地策略分化.....	16
2.5 刚弹性限价城市地房比趋高，拿地结构影响房企毛利.....	22
投资建议：.....	25
风险提示：.....	25

## 图表目录

图表 1 重点观测城市 .....	6
图表 2 “两集中”供地名单 22 城政策梳理（截止 2021 年 6 月 1 日） .....	7
图表 3 两集中 22 城政策量化赋分标准 .....	8
图表 4 两集中 22 城政策量化得分表 .....	9
图表 5 “两集中”供地九城政策梳理（截止 2021 年 6 月 1 日） .....	10
图表 6 “两集中”22 城热门地块总成交价与宗数（亿元，宗） .....	10
图表 7 “两集中”22 城热门地块成交楼面价（元每平方米） .....	11
图表 8 九大城市两集中首轮土地出让供地力度 .....	12
图表 9 九大城市两集中首轮土地出让城郊结构 .....	12
图表 10 九大城市两集中首轮土地出让宗数 .....	12
图表 11 九大城市主城区两集中供地结果 .....	13
图表 12 九大城市郊区两集中供地结果 .....	14
图表 13 九大城市触顶成交和竞配建统计 .....	14
图表 14 九大城市刚性限价城市联合拿地占比 .....	15
图表 15 九大城市弹性限价城市联合拿地占比 .....	15
图表 16 北广深杭渝高频联合拿地企业统计（频次） .....	15
图表 17 均衡布局房企“两集中”九城落子概况 .....	16
图表 18 城市深耕房企“两集中”九城拿地布局概况 .....	16
图表 19 典型城市深耕房企拿地情况 .....	18
图表 20 刚性限价城市 TOP2 房企总成交价-综合溢价率 .....	18
图表 21 弹性限价城市 TOP2 房企总成交价-综合溢价率 .....	18
图表 22 刚性限价城市 TOP2 房企总建面-自持比例 .....	19
图表 23 弹性限价城市 TOP2 房企总建面-自持比例 .....	19
图表 24 典型房企九城“两集中”供地拿地金额与 2021 年 1~5 月销售金额比值（%） .....	19
图表 25 各房企在九大城市拿地金额统计 .....	20
图表 26 各城市 Top3 金额房企拿地布局图 .....	21
图表 27 地房比、房地差算法 .....	22
图表 28 地房比-房地差四象限模型 .....	23
图表 29 九城 2019 年同期供地地房比-房地差散点图 .....	24
图表 30 九城 2021 首轮九城两集中供地地房比-房地差散点图（地房比：% ，房地差：元/m <sup>2</sup> ） .....	24

# 1 “以稳为主”逻辑未变，“土拍新政”带动行业格局优化

## 1.1 高能级城市承载力不断提升，中小城市受益于都市圈协调发展

我国对于城市建设和发展的基本方针从 80、90 年代的“控制大城市规模，合理发展中等城市，积极发展小城市”逐步演变为“建设土地资源向中心城市和重点城市群倾斜，促进推动大中城市和小城镇协调发展”。尊重城市发展规则，让“经济发展条件好的地区承载更多产业和人口”成为主流思想。以上海为例，上海在 2010~2019 年严控外地人口入沪籍，在评估老龄化严重后 2020 年即出台各类新政鼓励引入人口。据官方统计，2020 年全市各渠道人才引进数量达 13042 人，与 2019 年同比增速高达 48%。从“七普”及其他公开资料整理后分析，可得出以下结论：

**1) 城镇化越过高速发展期进入缓慢爬升期**，其特点为从 2008 年~2018 年十年为代表的三四线棚改货币化安置带来的大规模“造城”活动进入尾声，2018 年之后“棚改”主要集中在一二线城市散落的城市更新与城市升级项目；**2) 人口流动呈现三大方向**：**a. 非热点城市群人口向热点城市群涌入**；**b. 热点城市群内部分城市人口流入流出加速**；**c. 进一步形成“南强北弱”的格局**，能级高的城市存在更好地劳动力结构和更高的房价，中西部省份出现省会城市“独大”现象，如成都、武汉、郑州等；长三角、珠三角城市群外溢明显，金华、宁波、东莞、惠州为代表的二线城市近几年增速显著；**3) 房地产行业发展周期受政策影响显著，信贷政策、限购限贷政策频出频变，日趋向严，“以稳为主”、“房住不炒”的调控风向未变。**具体来说分为两类：**a. 短期管控重点是“降杠杆”，譬如对需求端是打击各类违规融资炒房行为，如 6 月 2 日深圳地方金融监督管理局对融资担保公司进行集体监管约谈，要求严格排查涉房经营贷业务，对房企端是“三条红线”“贷款集中度管理”等**；**b. 从长效机制来看会增加热点城市的土地供应量来“稳预期”，此篇报告系列涉及的 22 个“两集中”供地城市即是佐证，此外继续大力发展租赁市场，市场化租赁住房 and 保障性租赁住房并举发展。这两方面的措施综合目标就是“波动降幅”，尽可能将因疫情政策松动及销售回补预期带来的热点城市急剧抬升的房价降温，在此强管控下，行业格局逐步清晰化。此报告专注于为“稳房价、稳地价、稳预期”推出的土地“两集中”政策，长期看因供地量和供地节奏改变，加上“三条红线”的限制，热点城市土地溢价率有望下降。此报告关注的第一批供地的九城结果可知，短期内土地市场并未如期降温，个别城市的土拍热度不减，溢价率屡创新高，同时房企拿地的地房比趋高，毛利率预期阶段性承压，也体现出不同房企现阶段不同的战略意图，或布局全国保增长、冲规模，或深耕城市求利润、重运营。**

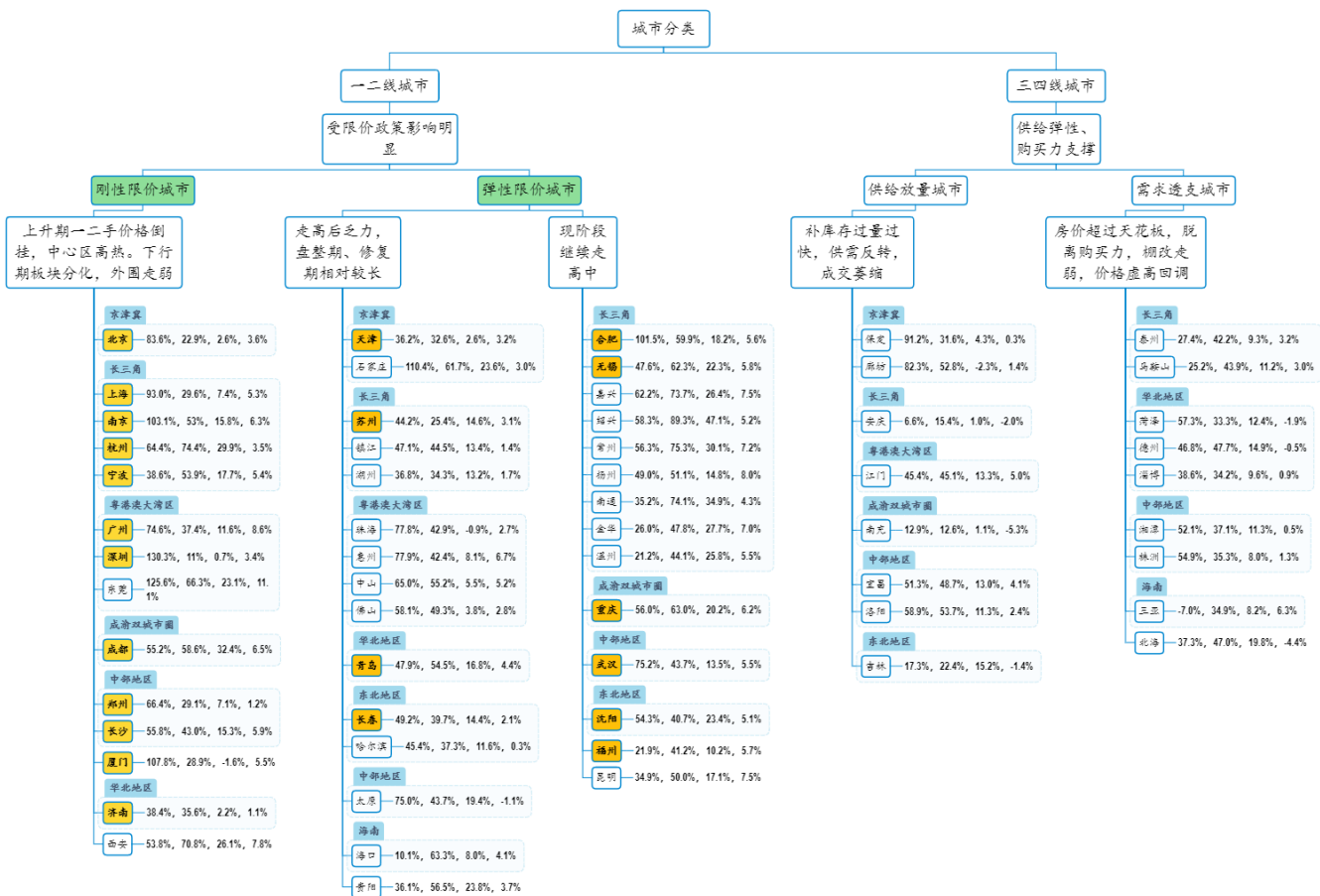
## 1.2 城市划分方法：关注刚性限价城市和弹性限价城市

自房地产调控长效机制建立以来，现行的仅按照城市能级（一、二、三线等）或者城市群划分只能代表房地产遵从市场规律“野蛮生长”式的旧周期的运行逻辑，本文在传统划分方法基础上综合考虑政策影响和长期房价走势规律，得出合理反映未来房地产遵循“房住不炒”基调下新周期变化规律的全新城市划分方法。参考《保利 2019-2020 年房地产行业白皮书》和重点观测城市政策严厉程度及近十年新建商品房价格涨跌走势，将城市分为：1) 刚性限价城市，2) 弹性限价城市，3) 供给放量城市，4) 需求透支城市，见图表 1 所示。

前两类城市主要按照政策严厉等级划分，划分标准见图表 2 所示，后两类城市主要根据近十年新建商品房价格涨跌走势确定：

- 1) **刚性限价城市**：划分标准为限购政策严苛的一二线城市，具体表现为：上升期一二手倒挂，核心区高热；下行期板块分化，远郊外围板块走弱，核心区、近郊及远郊各组团中心价格坚挺，代表城市为一线城市北上广深及热点二线城市杭州、成都、厦门等。
- 2) **弹性限价城市**：划分标准为有限购或限贷政策的二线城市，与“刚性限价城市”相比政策还有进一步收紧空间，具体表现为：一类是以天津为代表的走高后乏力，盘整期修复期较长，另外一类是以重庆、无锡、福州为代表的后市继续走高中。
- 3) **供给放量城市**：划分标准为现阶段成交萎缩，库存持续增加的三四线城市，代表城市为环京津的保定、廊坊，属于廊坊的北三县地处京津间，因为政策和经济原因综合导致 21 年房价比 17 年高点腰斩，是比较典型的“供给放量城市”。
- 4) **需求透支城市**：划分标准为因棚改走弱，房价超过天花板后脱离购买力，价格虚高后在长期盘整下行期，代表城市为长三角地区靠近南京的马鞍山、山东菏泽、淄博，湖南湘潭等城市。

图表 1 重点观测城市



资料来源：保利投顾研究院，CREIS，华安证券研究所

备注：橙色标注城市为“两集中”供地名单中的 22 个重点城市，数据以 2021 年 4 月为基准，分别对应新建商品房价格十年、五年、三年、去年同比涨幅

图表 2 “两集中”供地名单 22 城政策梳理（截止 2021 年 6 月 1 日）

区域	城市	户籍人口（限购 1~3 套）				非户籍人口（限购一套）			限购政策			限售政策		其他			综合评价
		①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫	⑬	⑭	⑮	严厉程度
京津冀	北京	✓	✓				✓	✓	✓						✓	☆☆☆☆☆	
	天津	✓	✓			✓		✓							✓	☆☆☆	
长三角	上海	✓	✓				✓	✓	✓	✓		✓	✓		✓	☆☆☆☆☆☆	
	杭州	✓	✓			✓		✓	✓						✓	☆☆☆☆☆	
	南京	✓	✓			✓		✓							✓	☆☆☆☆	
	宁波			✓		✓		✓				✓		✓	✓	☆☆☆☆	
	苏州			✓		✓		✓					✓		✓	☆☆☆	
	无锡			✓		✓						✓			✓	☆☆☆	
	合肥			✓											✓	☆☆	
	港珠澳	广州	✓	✓				✓	✓	✓		✓				✓	☆☆☆☆☆☆
	深圳	✓	✓		✓		✓	✓	✓			✓		✓	✓	☆☆☆☆☆☆	
成渝	成都			✓		✓		✓				✓		✓	✓	☆☆☆☆	
	重庆											✓		✓		☆☆	
中部及沿海	武汉			✓		✓		✓								☆☆	
	郑州	✓	✓			✓		✓				✓			✓	☆☆☆☆	
	长沙	✓	✓			✓		✓				✓			✓	☆☆☆☆	
	青岛			✓											✓	☆☆	
	济南			✓		✓		✓	✓			✓			✓	☆☆☆☆	
	福州			✓								✓			✓	☆☆	
	厦门	✓	✓			✓		✓			✓	✓			✓	☆☆☆☆	
	东北	沈阳			✓						✓		✓				☆☆
长春										✓	✓					☆☆	

资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

备注：灰色标注城市为“两集中”供地名单中的 22 个重点城市中的“刚性限价城市”，其余为“弹性限价城市”

表头：①户籍人口单身/离异限一套，②户籍人口已婚限两套，③户籍家庭限 2~3 套，④户籍再加社保，⑤非户籍人口社保 2 年，⑥非户籍人口社保 5 年，⑦非户籍人口社保不允许补缴，⑧法拍房限购，⑨新房购房意向限定一户一个，⑩全市纳入限购（包括远郊），⑪限售 2~3 年，⑫限售 3 年及以上，⑬房产税，⑭二手房交易参考价格，⑮住宅出让限价竞价

此次“两集中”土拍所涉及的 22 城皆属于“刚性限价城市”和“弹性限价城市”，其特点在于前者的风险在于未来可能作为像“调控政策先行试点”代表，而后者风险在于城市限购限贷等常规政策调控收紧比肩前者。此次系列报告第一部分仅涉及首轮供地的 9 个城市，后面系列将继续推出剩余 13 城。

**本文重点关注的“刚性限价城市”和“弹性限价城市”划分参考政策详见图表 2~3:**

1) **刚性限价城市**：对比各城市限购限售等政策的严厉程度，北上广深杭处于第

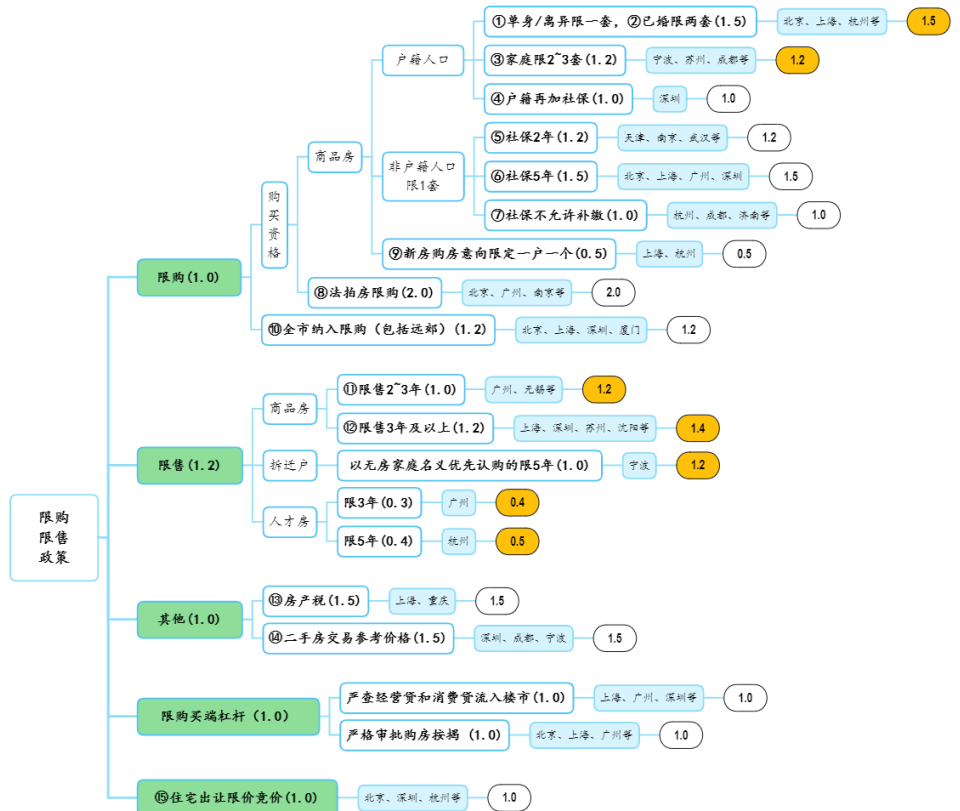
一梯队，其中深圳和上海是全国限购政策最严厉的城市；杭州是第一梯队里唯一的非一线城市。第二梯队有南京、宁波、成都、郑州、长沙、济南、厦门。一二梯队中北方城市仅有北京、郑州和济南3个，数量仅占12个刚性限价城市的25%。

2) **弹性限价城市**：天津、苏州、无锡、合肥、重庆、武汉、青岛、福州、沈阳、长春共10个城市。

**“刚性限价城市”和“弹性限价城市”划分的量化标准详见图表3：**

- 1) 首先将相关政策分为居民购买端的限购、杠杆，流通端的限售，企业端的住宅出让限价竞价和其他政策如房产税和二手房交易价格参考等大类；根据每一部分的重要性分别赋值1.0，1.0，1.2，1.0，1.0。
- 2) 每一部分都有细化分类，计算时将大类系数与分项系数相乘得出最后值，如限售大类中分项限售2~3年的系数是1.0，比其更严苛的分项限售3年及以上的系数是1.2，所以前者最后值为1.2后者值为1.4（取一位小数）。每一分项的最后赋值标注在示例城市后。
- 3) 为了确保每个城市得分公允，则在计算过程中，应该把重复计算或者一般不加考虑的部分取最大值。橙色部分取最大值，譬如广州在限售大类中虽然满足商品房限售2~3年和人才房限售3年的规定，但是得分取大值得1.2，最终广州得分10.2，与北京相同，此结果符合业内认知。
- 4) 最后总结的22城量化得分表见图表4所示，本文将得分6以上的城市定义为“刚性限价城市”，将得分6以下的城市定义为“弹性限价城市”。

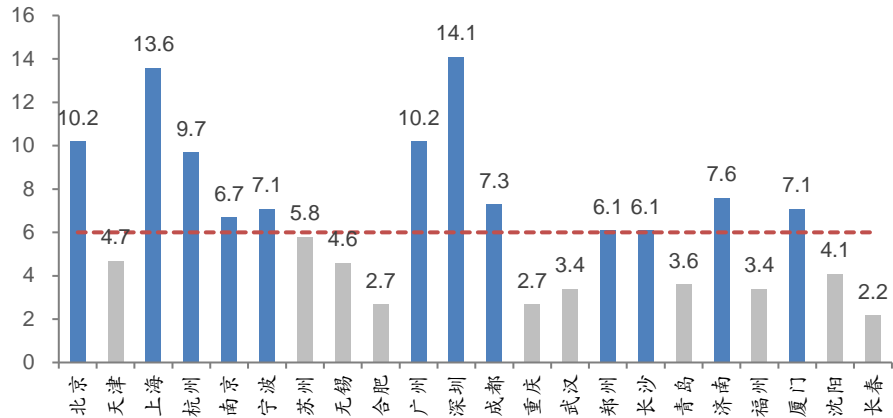
图表3 两集中22城政策量化赋分标准



资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所



图表 4 两集中 22 城政策量化得分表



资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

备注：城市排序与图表 2 一致

### 1.3 供地“两集中”政策梳理

**供地“两集中”政策出台背景是：**1) 党的十九届五中全会和中央经济工作会议对住宅用地供应工作提出明确要求，并特别强调要做好租赁住房用地保障工作；2) 自然资源部党组书记、部长陆昊亲自部署贯彻落实措施，提出住宅用地信息公开、增加租赁住房用地、“两集中”同步出让等措施；3) 《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议》指出“**房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。**有效增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给。”

**“两集中”政策具体指：针对 22 个重点城市实施“两集中”同步公开出让，1) 集中发布出让公告：原则上发布出让公告全年不得超过 3 次，时间间隔和地块数量要相对均衡。首次公告时，应公布年度公告的发布时序安排；2) 集中组织出让活动：同批次公告出让的土地以挂牌方式交易的，应确定共同的挂牌起止日期；以拍卖方式交易的，应连续集中完成拍卖活动。**

首批“两集中”供地九城政策梳理见图 5，值得关注的为以下三点：

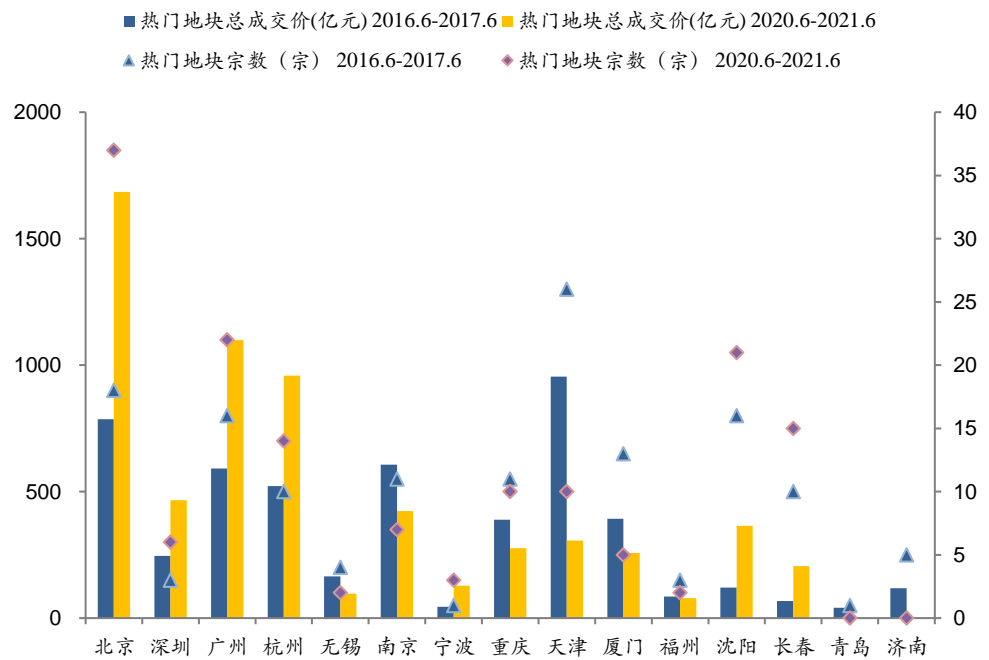
- 1) 各城市实行的土拍新规延续“因城施策，一城一策”的风格，基本形成了以“三稳”为目标，以住宅、土地、金融、财税政策和市场行为规制为政策工具的房地产调控长效机制。
- 2) 竞配建成“标配”，除重庆外所有城市都提到了竞配建规定，如杭州规定“除人才租赁用地外，均设置最高地价，触顶后竞配建与养老服务用地”。
- 3) 刚性限价城市的土拍新规普遍比弹性限价城市严格，刚性城市更关注“限价”，弹性城市则更专注竞买人门槛、保证金缴纳等细节。譬如弹性限价城市中的长春则是唯一一个规定竞买人须为 2020 年《财富》杂志世界前 500 强前 100 强排行榜企业或拥有实际控制权的企业；刚性限价城市中的北京是九城中最为严苛的城市，北京首次引入房屋销售价格引导机制，出让地块全部限制价格天花板。

图表 5 “两集中”供地九城政策梳理（截止 2021 年 6 月 1 日）

城市	土拍新规
长春	1) 设置最高限价+竞配建租赁住房; 2) 竞买人须为 2020 年《财富》杂志世界前 500 强前 100 强排行榜企业或拥有实际控制权的企业
沈阳	1) 22 宗成交土地中 15 宗有自持业态或竞配建要求; 2) 地块交易附加条件增加, “竞租赁”面积下限为 5%, 部分地块要求建造道路、绿化改、住宅全部用于安置棚改回迁居民
杭州	1) 除人才租赁用地外, 均设置最高地价, 触顶后竞配建与养老服务用地; 2) 全部地块设置新房限价; 3) 降低预告阶段保证金比例 (地块起价的 10%, 单宗 5000 万元封顶)
深圳	除南山区地块价高者得外, 延续“双限双竞”政策 (限地价、限普通商品房销售均价, 竞地价、竞无偿移交政府的只租不售的人才住房面积)
广州	“限地价+竞配建+摇号”出让 (限价内价高者得; 超过限价竞配建, 配建面积大者得; 超过竞配建限制面积摇号确定竞得者), 部分地块“限地价+摇号”出让
重庆	土地溢价率 50% 以上, 45 天内付清全款; 50% 以下, 3 个月内付清全款
无锡	1) “限地价+竞配建”、“限地价+摇号”, 触顶后摇号或者竞配租赁住房; 2) 严控“马甲”, 一家房企(母公司其他下属控股子公司)只能报名一块地, 如有违反, 将取消拍地资格一年
北京	1) 首次引入房屋销售价格引导机制 (出让地块全部限制价格天花板); 2) 6 宗地被设置“政府持有商品住宅产权份额 20%”竞拍规则; 共有产权房个人购买 5 年内不得转让; 3) 竞高标准商品住宅建设方案, 评分标准包括: 装配式建筑、超低能耗建筑、绿色建筑等
天津	1) 现场交易, 不采用网络竞拍; 2) 保证金缴纳遵循“每地一金”原则, 在 20%-30% 区间内热门地块需缴纳全额保证金; 3) 联合竞拍企业需在提交竞买资料时确定股权比例, 后续不允许修改

资料来源: 各城市自然资源与规划局官网, 华安证券研究所

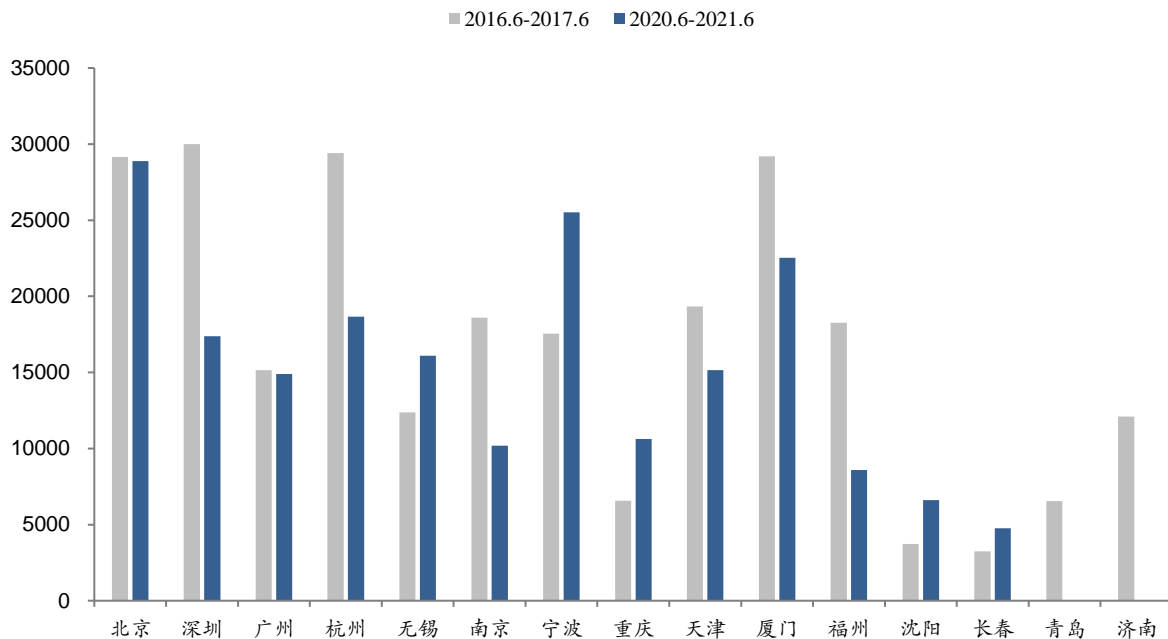
图表 6 “两集中” 22 城热门地块总成交价与宗数 (亿元, 宗)



资料来源: CREIS, 华安证券研究所

备注: 热门地块指的是各城市统计期内地块所在城市群的成交总价 TOP50

图表 7 “两集中” 22 城热门地块成交楼面价（元每平方米）



资料来源：CREIS，华安证券研究所

备注：热门地块定义与图表 6 一致，成交楼面价为该城市地块总成交价与总建面比值

首批“两集中”供地开拍至今，市场表现与预期存在出入，多城市土地市场热度不减。原本预期来说，土地供应端“两集中”会在短期集中占用房企大量资金，规模化房企不能与以往一样可以在热点城市进行滚动投资上杠杆，另外一方面短期筹措资金也是对房企现金流的考验，进而房企对拍地会更为审慎。本文在选取热门地块上选择用总成交价，是因为总成交价更能反映房企对该地块的综合认可度，在“两集中”供地和“三条红线”新政背景下，总价更高的地块会给房企带来短期更高的现金流压力，某些地块因规划建面受限，虽然溢价率和楼面均价创新高，但是总成交价较低，因而不能片面断定为“热门地块”。见图表 6~7 可知与土地市场较为火热的 2016~2017 年相比，近一年刚性限价城市所占城市群 TOP50 的热门地块总价和宗数都有所上升，均价有所下降；弹性限价城市则占比下降，均价有所上升，反映政策想通过调整土地供应量适配需求端的释放以达到稳房价的预期，因而从本文提出的城市划分新方法角度，更易分析两集中土拍对后市的影响。

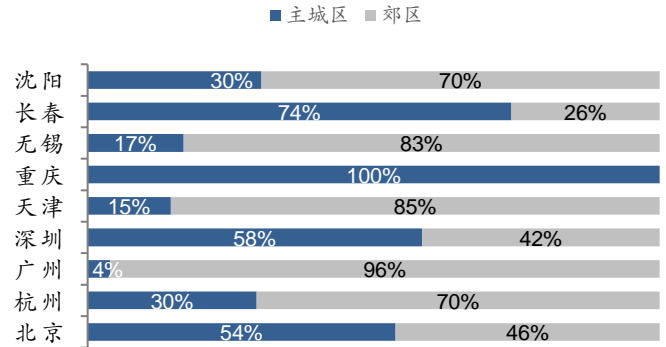
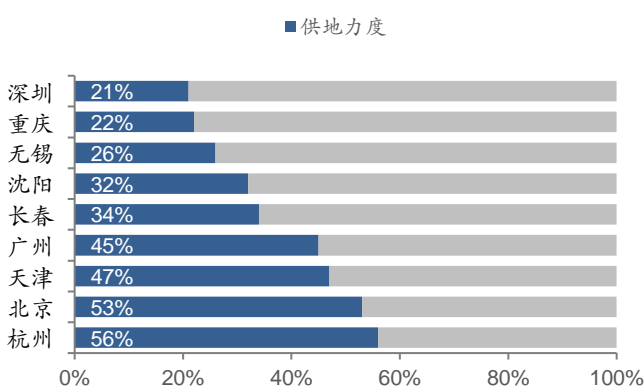
## 2.2 九大城市首轮两集中供地表现

### 2.1 土地供应整体均衡，城市及城际冷热不均

根据各大城市住宅用地集中供应计划，九大城市首批供应土地面积达 2696 万平方米，占 2020 年总供地量的 33%，整体土地供应较为均衡。**1) 城市之间对比显著**，因某些城市没有正式公布 2021 年宅地总出让计划，因此本文用此次首批两集中所涉及土地和 2020 年全年宅地相比来比较九城供地力度。见图 8 所示，供地较为积极的北京、杭州，首轮供地面积达到 2020 年的五成以上，而供地较为保守的深圳、重庆、无锡，首轮供地面积仅占 2020 的两成多。**2) 各城市内部城郊结构分化显著**，广州、天津、无锡首轮供地以郊区地块“试水”为主，主城区供地所占比例分别为 4%、15%、17%；长春、北京、深圳则体现出较大诚意，主城区供地所占比例分别为 69%、50%、67%。总体上看，广州供地力度虽然较大，达 2020 年 45%，但结构上郊区地块规划建面占比高达 96%，或因广州城市特殊性，主城区大多数以旧改为主，后续采用招拍挂方式出让的土地有限；北京则诚意十足，不仅供地力度达去年五成以上，且五成以上为主城区地块。深圳供地力度较小，虽然从城郊结构上看主城区占比过五成，然而由于其除了位于汕尾的深汕特别合作区外，其他区划均可归入主城区，且本轮仅推出 6 宗地块，因此不具代表性。

图表 8 九大城市两集中首轮土地出让供地力度

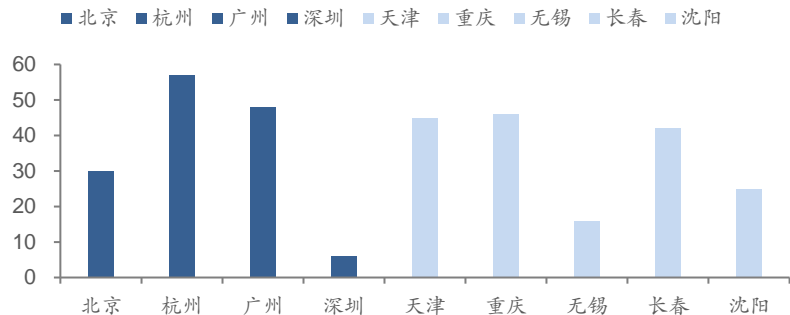
图表 9 九大城市两集中首轮土地出让城郊结构



资料来源：各城市自然资源局官网，华安证券研究所  
备注：重庆数据仅为主城区，供地力度是和 2020 年总供应规划建筑面积相比

资料来源：各城市自然资源局官网，华安证券研究所  
备注：重庆数据仅为主城区，统计口径为供应规划建筑面积

图表 10 九大城市两集中首轮土地出让宗数



资料来源：各城市自然资源局官网，华安证券研究所

土地市场供应端在供应总量和结构上的城际分化是导致了土地需求端出现出让热度城际分化的重要因素。在本次两集中供地中，城市之间的冷热分化较为显著。从综合溢价率表现上看，九大城市中最火热的为未采取“限价+竞配建/自持”政策的重庆，其共出让 46 宗地，城市总综合溢价率高达 42.99%，而表现最惨淡的长春综合溢价率则仅有 3.31%。以下从两方面进行分析：

1) **从城郊分布上看，除长春外，各城市主城区土地市场热度均高于郊区**，表现为综合溢价率较高，而流拍率则较低。长春的城区宗地综合溢价率 1.67%，郊区宗地综合溢价率 6.35%。郊区综合溢价率较高的 3 宗地块分布于净月高新区、长春新区，属于前文所述的二线城市高新区，为热点投资区。根据中指数据库 2019 年 4 月-2021 年 4 月的二手房成交信息，长春市成交量前 10 的二手房楼盘中有 4 个位于城郊高新区，且与主城区（除朝阳区外）楼盘无明显价差。在长春这样房价长期走低，缺少城市更新动力的城市，高新区的新盘反而可能更具优势，因而造成了这种综合溢价率倒挂现象。

2) **刚性限价城市和弹性限价城市的成交表现区别明显**。尽管有较为严厉的限价政策，刚性限价城市作为热点城市，土地市场热度仍然居高不下。在本次的四个刚性限价城市中，主城区宗地全部成交，郊区宗地也仅有广州有 6 宗地块流拍；而在弹性限价城市中，成交趋冷的长春、沈阳在各自的主城区、郊区均有若干流拍地块。综合溢价率水平上看，四个刚性限价城市总体综合溢价率为 22.65%，高于弹性限价城市的 20.92%。

图表 11 九大城市主城区两集中供地结果

分类	城市	供地宗数 (宗)	供应计容建面 (万平)	总成交价 (亿元)	综合溢价率 (%)	流拍率 (%)
刚性限价	北京	15	1086291	6796900	31.30%	0.00%
	杭州	18	2236620	5264903	64.71%	0.00%
	广州	4	359165	806235	61.95%	0.00%
	深圳	4	532120	1168300	50.79%	0.00%
弹性限价	天津	6	786946	1369100	12.25%	0.00%
	重庆	46	13153422	7625810	42.99%	0.00%
	无锡	1	297545	417090	36.04%	0.00%
	长春	29	5031985	1243150	1.67%	3.45%
	沈阳	10	1340664	981519	17.99%	10.00%

资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

备注：图表 11 及图表 12 表中的溢价率指综合溢价率，公式如下：

$$\text{综合溢价率} = \frac{\sum \text{成交价} \times \frac{\sum \text{计容建筑面积}}{\sum \text{计容建筑面积} - \sum \text{配建面积}} - \sum \text{起拍价}}{\sum \text{起拍价}}$$

图表 12 九大城市郊区两集中供地结果

分类	城市	供地宗数 (宗)	供应计容建面 (万平)	总成交价 (亿元)	综合溢价率 (%)	流拍率 (%)
刚性限价	北京	15	931270	4300210	25.85%	0.00%
	杭州	39	5335674	6517208	33.80%	0.00%
	广州	44	8887154.13	8257635	10.24%	13.64%
	深圳	2	377938	216100	7.42%	0.00%
弹性限价	天津	39	4624334	3616380	10.26%	0.00%
	重庆	0	0	0	0.00%	0.00%
	无锡	15	1476510	2142448	24.61%	0.00%
	长春	13	1760942	701267	6.35%	7.69%
	沈阳	15	3070320	997110	8.43%	13.33%

资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

## 2.2 热点城市触顶仍频，竞配建成为市场常态

本轮次九城两集中供地中，热点城市触顶成交、竞配建的地块频频出现，也为其在首轮两集中的火热程度提供了佐证，而土地出让热度的分化也体现为触顶成交及竞配建比例的分化。刚性限价城市总体触顶成交及竞配建比例较高，北京、杭州、深圳都有较高比例触顶成交与竞配建地块，广州由于本次供地主要为郊区地块，触顶成交及竞配建比例较低，但有较多地块附带有重大工程配建及中小学、幼儿园配建要求未体现在竞配建统计中。弹性限价城市中，触顶成交和竞配建情况城际分化显著。热点城市无锡过八成地块出现触顶成交和竞配建，同为热点城市的重庆因不限地价，无触顶成交及竞配建地块，但 87% 的地块溢价成交。而土拍表现趋冷的长春只有主城宽城区 1 宗土地触发“最高限价+竞配建租赁住房”机制。

图表 13 九大城市触顶成交和竞配建统计

城市	总宗地数 (宗)	触顶成交		竞配建	
		数量 (宗)	占比 (%)	数量 (宗)	占比 (%)
北京	30	10	33%	20	67%
杭州	57	41	72%	41	72%
广州	48	4	8%	8	17%
深圳	6	2	33%	2	33%
天津	45	2	4%	2	4%
重庆	46	—	—	—	—
无锡	16	14	88%	13	81%
长春	42	1	2%	1	2%
沈阳	25	11	44%	10	40%

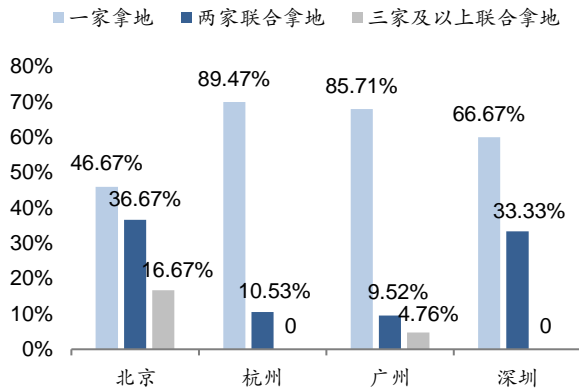
资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

备注：重庆没有限价+竞配建政策及触顶成交、均计为“—”

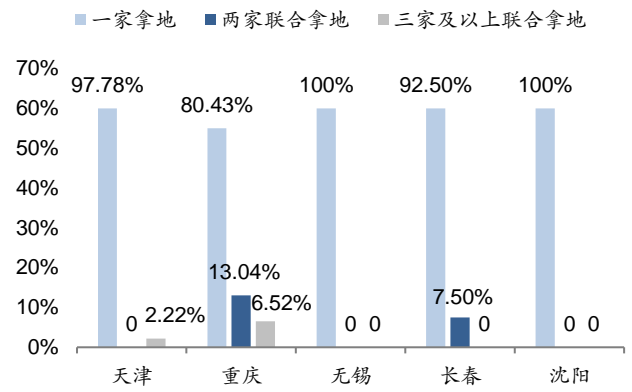
### 2.3 两集中带来资金压力，联合拿地频现

面对两集中供地带来的资金压力，尽管一家房企单独拿地仍是本轮两集中出让的主流，也有更多房企选择了联合拿地。从城市分类上看，土地市场较为火热的刚性限价城市对房企短期筹措资金要求更高，联合拿地比例高于弹性限价城市；在弹性限价城市中，本次首轮两集中土地出让除了刚性限价城市的北广深杭，还有较为火爆的重庆也出现了较高的联合拿地比例，见图表 14~15。在北广深杭渝，参与联合拿地频次 $\geq 2$ 的企业统计见图表 16，其中融创在重庆参与联合拿地 5 次，融信及滨江在杭州参与联合拿地 4 次，首开在北京参与联合拿地 4 次。

图表 14 九大城市刚性限价城市联合拿地占比



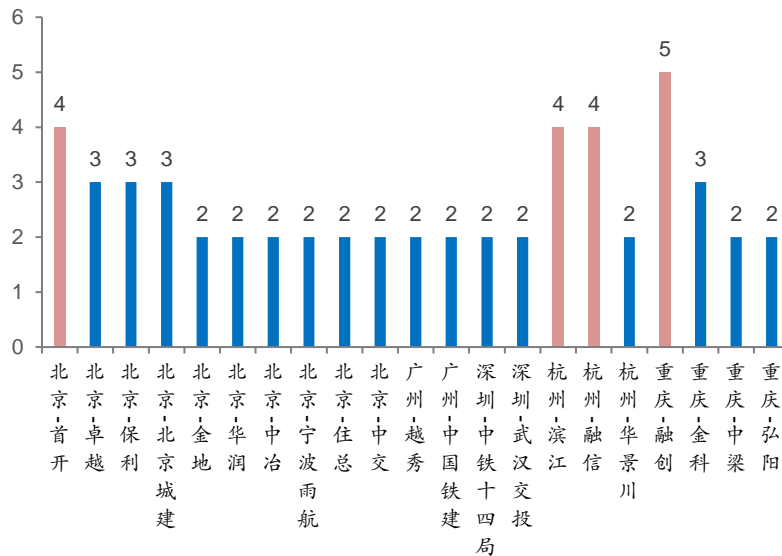
图表 15 九大城市弹性限价城市联合拿地占比



资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 16 北广深杭渝高频联合拿地企业统计（频次）



资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

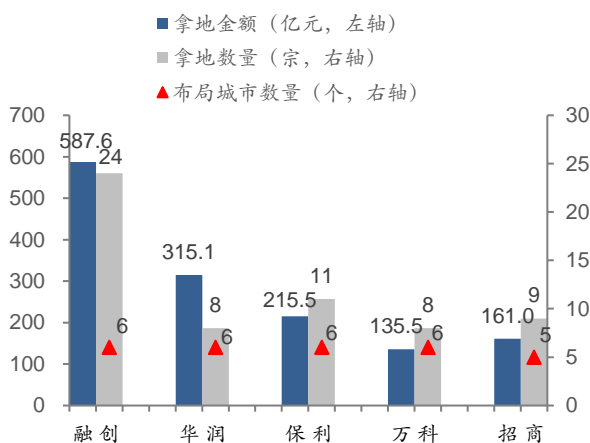
备注：仅统计此次首轮两集中土拍北广深杭渝联合拿地频次 $\geq 2$ 的企业

## 2.4 强者恒强助推马太效应，“两集中”加速拿地策略分化

密集的“两集中供地”不仅考验房企的“钱袋子”，也考验着房企在全国谋篇布局的战略魄力。在这种背景下，“**赢者通吃，强者恒强**”的马太效应愈发凸显。房企拿地呈现策略分化趋势，特点表现为：

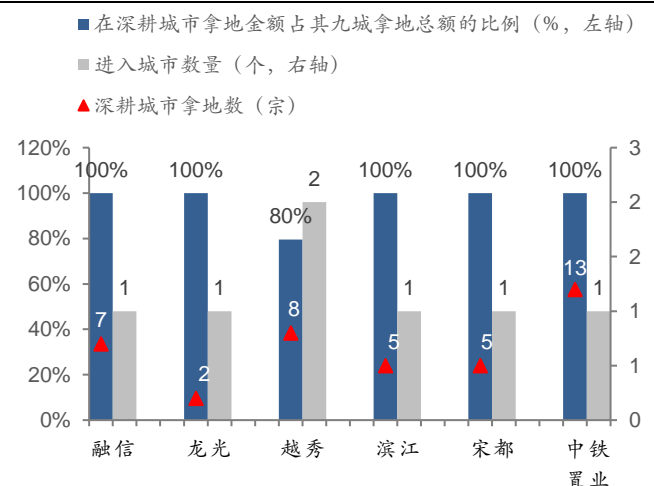
- 1) **全国均衡布局**：众多实力雄厚的头部房企不仅在拿地金额上名列前茅，且在多个城市均有落子。如融创、华润、保利和万科本次布局 6 个城市，招商蛇口布局 5 个城市。融创、华润和保利拿地总金额都超过了 200 亿，其中融创拿地 24 宗金额高达 587.6 亿；华润拿地 8 宗总金额 315.1 亿，平均每宗地高达 39.4 亿，比融创每宗地平均价格高了 60%。
- 2) **城市深耕布局**：腰部房企及地方性房企则只能面临“做选择题”的窘境，以布局 1~2 个城市为居多，如滨江、宋都在此轮“两集中”供地中重仓杭州 117.8 亿元，45.8 亿元，二者均是杭州本地老牌房企。闽系房企融信也深耕杭州，重仓 228.5 亿元在杭州拿地 7 宗。融信 2019 年、2020 年杭州城市合约销售额占总销售额比例均过三成，超过福州等城市。还有越秀重仓广州 177.6 亿，龙光重仓深圳 79.9 亿等。在本次“两集中”出让的九个城市中，当地拿地金额 Top3 的房企全口径拿地金额均占城市拿地总金额的 30% 以上。
- 3) **持观望态度**：中海、碧桂园等部分规模房企及一些腰部企业选择持观望态度。这些房企主要存在以下两种情况：**a.** 土储充足，不急于拿地。较有代表性的是中海、碧桂园等，土储较为充足而不急于在九城的首轮两集中供地中拿地；**b.** 存在“三条红线”转绿压力，“三条红线”限制不但约束了企业有息负债增长空间，甚至在某些刚性限价城市企业会被取消竞买资格，如成都市 2021 年 6 月 7 日出台《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方法（试行）》中规定同踩“三条红线”、发生严重失信情形的开发企业，均被纳入竞买资格限制名单。因而碍于三条红线约束压力，“红、橙”两档的企业会对上半年拿地持更加谨慎的态度。

图表 17 均衡布局房企“两集中”九城落子概况



资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 18 城市深耕房企“两集中”九城拿地布局概况



资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所



**在本轮九大城市两集中供地的拿地房企中，融创中国以 587.6 亿元的总拿地金额（全口径）拔得头筹**，而在这样迅猛拿地的背后，是融创资本结构的持续优化。融创在 2020 年报中指出，公司通过“严控拿地质量和节奏、加速销售、严控债务规模、优化债务结构、加速竣工结算及对投资标的（金科股份）的快速变现”等安排，达成央行管控新规“三条红线”从 2019 年末三道全踩的“红档”降至 2020 年末仅踩线一条的“黄档”，其中剔除预收款项的资产负债率降至 78.3%，同比下降 5.6 个百分点；净负债率降至 96%，同比下降约 76.3 个百分点；剔除受限资金的现金短债比升至 1.08，同比提升约 0.51。同时，融创 2020 年物业销售达到 2188.8 亿元，占集团全年收入总额的 94.4%，房地产开发仍为其主营业务。2021 年 1~5 月，融创累计实现合同销售金额 2418.2 亿元，两集中拿地金额占销售金额比例 24.3%，距央行“拿地销售比不得超过 40%”的观察指标仍有提升空间。

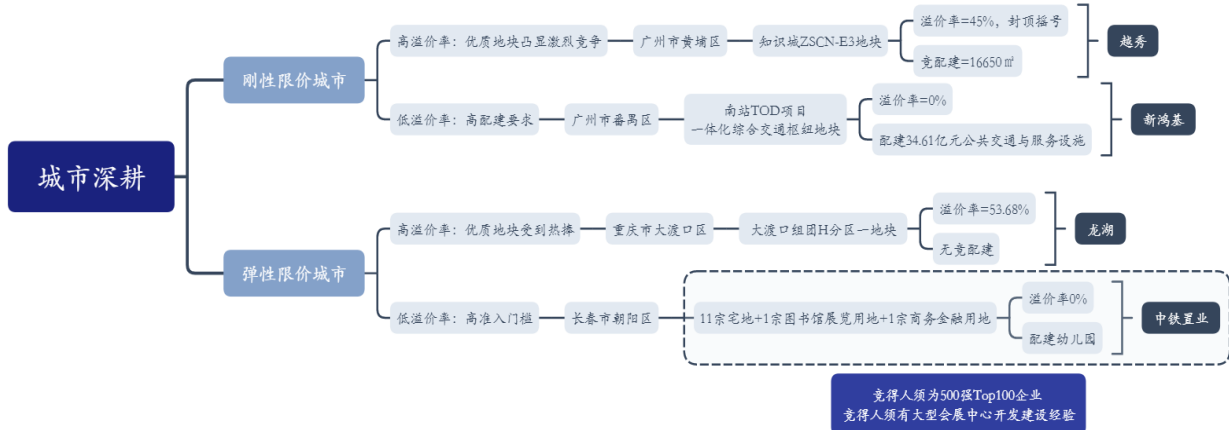
**在本轮两集中供地中，卓越作为改变战略布局的“黑马”房企出现**。在本轮北京两集中供地中，卓越以 187.3 亿元的全口径拿地总金额位列第一。与此相对的，是目前卓越的官网仅展示了北京卓越·翡翠山晓与北京卓越·翡翠公园两个在售项目。这样的变化或与卓越内部战略调整有关。2020 年 11 月 3 日，陈凯出任卓越置业集团执行董事长，此后，卓越战略风格转变，通过联合拿地等策略，快速实现城市多点布局，扩大流量份额，提升品牌影响力。卓越近期业绩增长迅猛。根据易居中国数据，2021 年 1-5 月卓越操盘金额 446.7 亿元，同比增速 207%，在百强房企中增速位列第二；权益金额 367.9 亿元，同比增速达 195%。卓越子公司卓越商企服务于 2020 年 10 月份成功上市，据其年报，2020 年卓越商企服务实现营业收入约为 25.25 亿元，毛利约为 6.6 亿元，毛利率为 26.3%。据卓越商管债券年报，2020 年，公司收入共计 126.56 亿元，其中房地产销售收入 115.28 亿元，租赁服务收入 9.8 亿。期末公司总负债 1177.8 亿元，资产负债率 67.75%，现金短债比 1.3，利润总额 44.7 亿，同比下降 27.82%，净利润 32.4 亿，同比下降 32.67%。卓越在粤港澳大湾区土储丰富，现继续实行全国扩张战略，力争上游的回旋余地较大。

**面对两集中供地下的资金压力，深耕大本营成为许多房企的选择。同时，两集中供地集中发出公告，地块踏勘、测算时间较为紧张，这也利好区域深耕房企。**考虑到竞配建得出综合溢价率分析，各房企拿地模式主要有以下四种：

- 1) **刚性限价城市高溢价拿地**：这些地块一般是热点区域优质地块，竞争激烈，体现为高溢价率、高竞配建。如龙光 79.9 亿元以 45% 溢价率在深圳光明区、南山区触顶拿地，及越秀以 45% 溢价率在广州黄埔区触顶拿地。
- 2) **刚性限价城市低溢价拿地**：这些地块一般位于非核心区，常附带较高的配建或自持要求。如新鸿基拿下南站 TOD 项目一体化综合交通枢纽地块，要求配建 34.61 亿元的交通枢纽公共交通设施与公共服务设施，且自持物业比例不得低于项目商业商务计算容积率总建筑面积的 50%，年限不少于 20 年。又如本次广州附带 15 亿元以上的重点工程配建要求的 4 宗地块中，2 宗均为越秀竞得。配建要求根据所处地块发展现状，可能是 TOD 等基础设施或中小学、幼儿园和人才房等。
- 3) **弹性限价城市高溢价拿地**：弹性限价城市的热点地块也能吸引众多竞拍者，出现高溢价、高竞配建的激烈结果。比如重庆由于没有限价+竞配建机制，溢价率可高达 130%。
- 4) **弹性限价城市低溢价拿地**：这些地块往往是城市中较为冷门的区域或附带

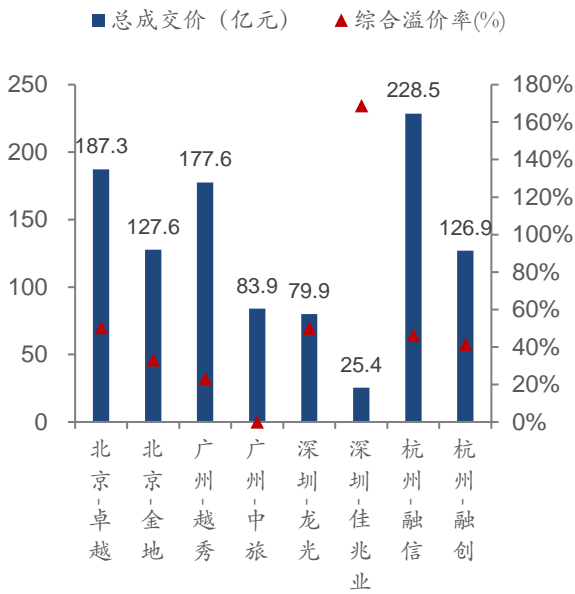
较高的准入要求。如中铁置业在长春市主城区的朝阳区底价拿下 11 宗宅地+1 宗商务金融用地+1 宗图书馆展览用地，该批地块要求竞买人须为 2020 年《财富》杂志世界 500 强前 100 强排行榜企业或其拥有实际控制权，且须具备大型会展开发建设经验，并经朝阳区政府审核后方可报名。11 宗宅地均需配建幼儿园。这一出让要求对竞买人资质提出了较高的要求，缩小了竞争范围，且迎合了城市区域发展规划的需求。

图表 19 典型城市深耕房企拿地情况



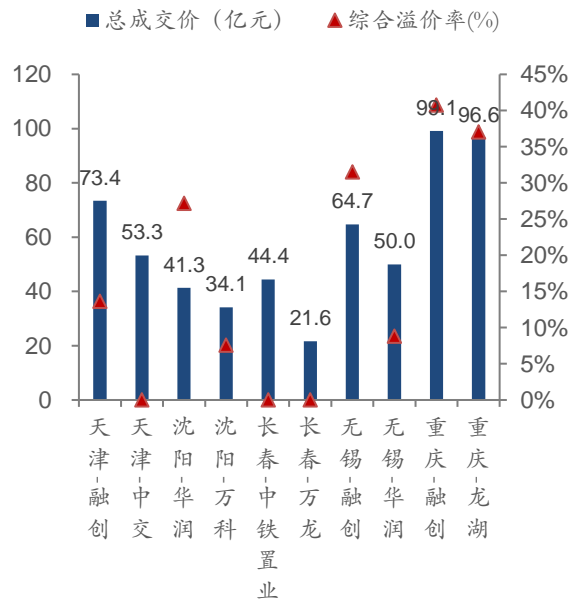
资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 20 刚性限价城市 top2 房企总成交价-综合溢价率



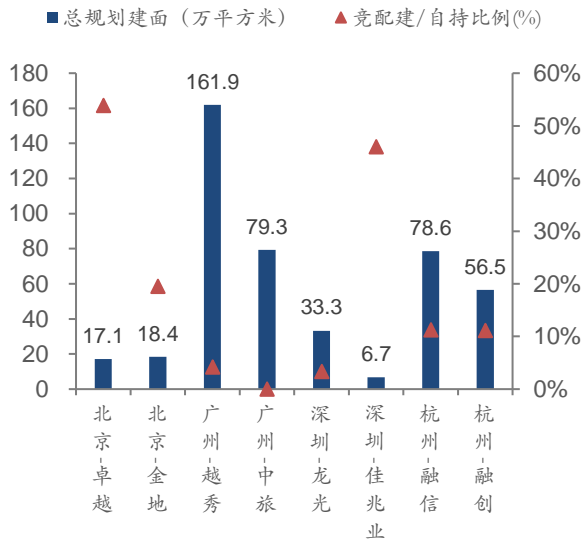
资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 21 弹性限价城市 top2 房企总成交价-综合溢价率



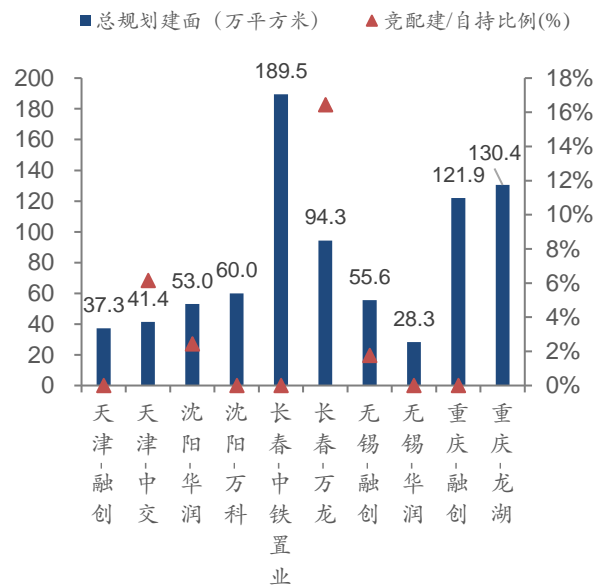
资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 22 刚性限价城市 Top2 房企总建面-自持比例



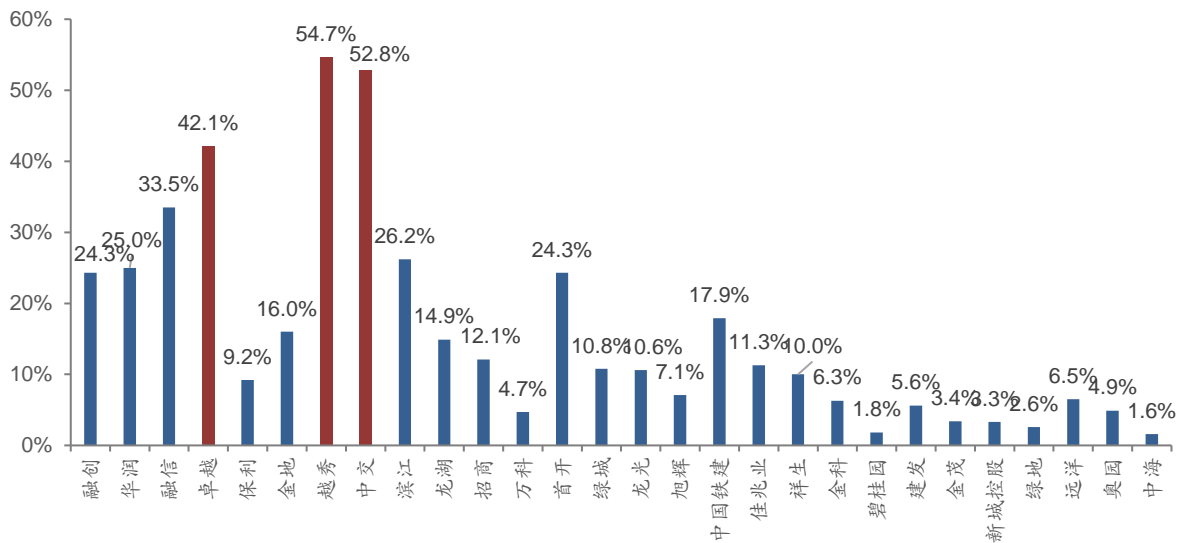
资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 23 弹性限价城市 Top2 房企总建面-自持比例



资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 24 典型房企九城“两集中”供地拿地金额与 2021 年 1~5 月销售金额比值 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

备注：拿地金额为全口径金额，2021 年 1~5 月销售金额为全口径；拿地金额采用土地成交公告口径，排序按房企拿地金额总额降序

对比各房企发布的业绩数据，下图所列举的房企中，卓越、越秀和中交三家在九城两集中供地中的全口径拿地金额已超过其 2021 年 1~5 月销售金额的 40%，突破央行“拿地销售比不得超过 40%”的观察指标额度，拿地力度持续性有待观察。在首轮次后续城市及 7 月第二轮次的供地中，这些企业可能倾向于保守拿地。而首轮九城落子前三的融创、华润和融信则未触及 40% 观察指标，其中融创和华润占比为 24.3%、25.0%，融信占比为 33.5%。融创 2021 年 1~5 月全口径金额 2415.0 亿，在克尔瑞中国房地产企业销售排行榜单上排名第四，因此随着销售端

业绩的释放，距央行“拿地销售比不得超过40%”的观察指标仍有提升空间。

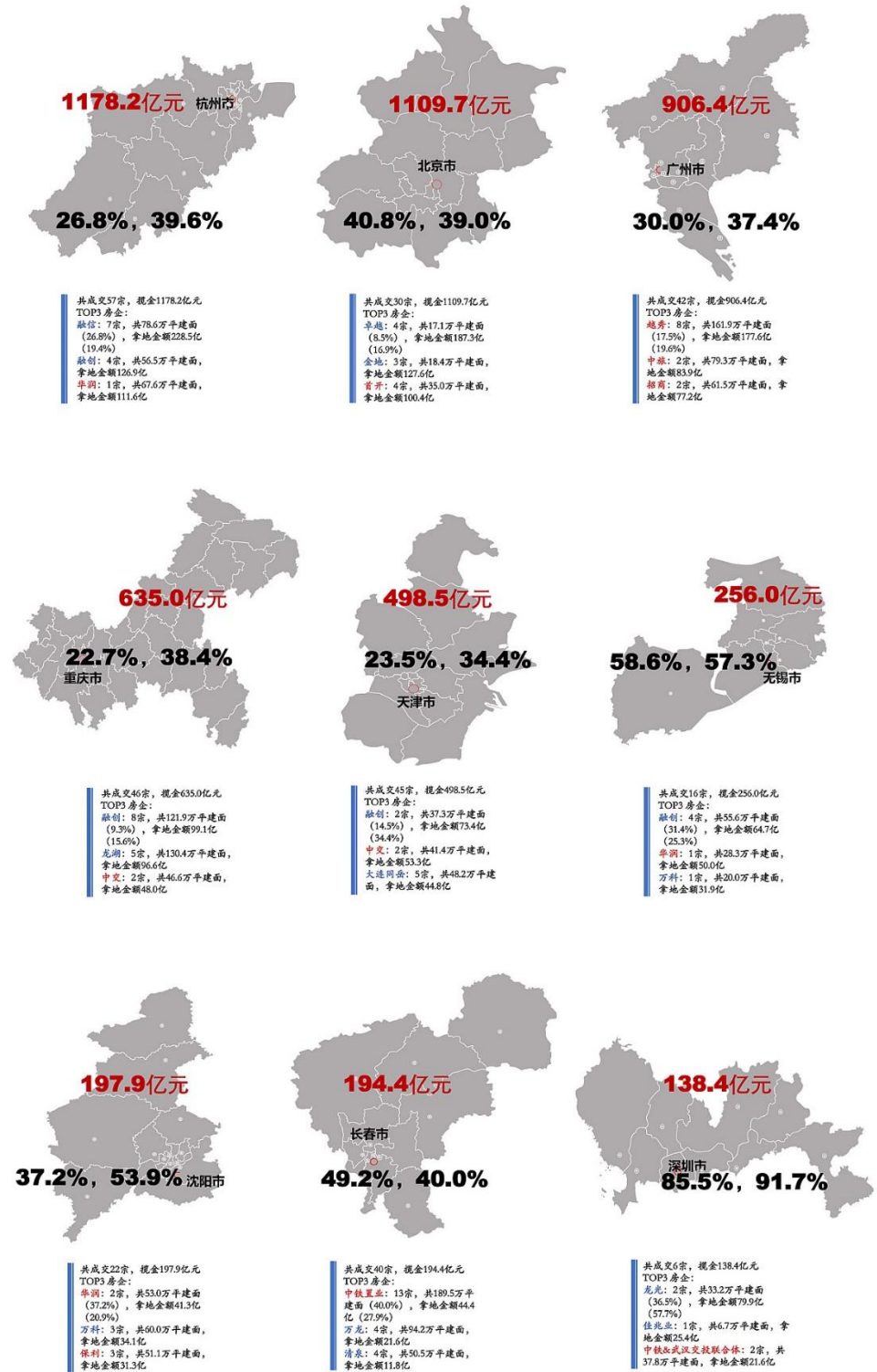
图表 25 各房企在九大城市拿地金额统计

排名	公司	北京	广州	深圳	杭州	天津	沈阳	长春	无锡	重庆	总拿地金额 (亿元)
1	融创	148.5	74.9	0.0	126.9	73.4	0.0	0.0	64.7	99.1	587.6
2	华润	82.4	21.3	0.0	111.6	0.0	41.3	8.5	50.0	0.0	315.1
3	融信	0.0	0.0	0.0	228.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	228.5
4	卓越	187.3	30.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	217.2
5	保利	97.0	15.4	0.0	20.0	0.0	31.4	10.2	0.0	41.6	215.5
6	金地	127.6	59.2	0.0	0.0	18.9	0.0	0.0	0.0	0.0	205.7
7	越秀	45.7	177.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	223.3
8	中交	86.0	0.0	0.0	0.0	53.3	0.0	0.0	0.0	48.0	187.3
9	滨江	0.0	0.0	0.0	182.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	182.6
10	龙湖	0.0	0.0	0.0	52.5	0.0	17.1	0.0	0.0	96.6	166.2
11	招商	42.2	41.3	0.0	0.0	29.9	0.0	0.0	11.9	35.8	161.0
12	中骏	45.2	0.0	0.0	91.0	8.1	0.0	0.0	0.0	0.0	144.3
13	万科	0.0	0.0	0.0	29.3	19.3	34.1	10.9	31.9	10.0	135.5
14	首开	117.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	117.8
15	绿城	68.2	0.0	0.0	0.0	42.6	0.0	0.0	0.0	0.0	110.8
16	中冶	85.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	85.3
17	龙光	0.0	0.0	79.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	79.9
18	旭辉	17.4	0.0	0.0	0.0	21.9	19.9	0.0	0.0	19.0	78.3
19	中国铁建	0.0	40.5	0.0	0.0	6.4	0.0	0.0	0.0	29.4	76.3
20	佳兆业	0.0	0.0	25.4	0.0	0.0	16.4	0.0	0.0	19.2	61.1
21	花样年	17.4	0.0	0.0	32.7	0.0	0.0	0.0	0.0	10.3	60.4
22	祥生	0.0	0.0	0.0	54.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	54.3
23	金辉	45.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0	53.2
24	金科	0.0	0.0	0.0	0.0	17.1	0.0	0.0	0.0	36.0	53.1
25	正荣	0.0	35.8	0.0	8.9	6.6	0.0	0.0	0.0	0.0	51.3
26	大华	0.0	0.0	0.0	32.6	16.2	0.0	0.0	0.0	0.0	48.8
30	碧桂园	41.2	3.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	45.0
31	中铁置业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	44.4	0.0	0.0	44.4
32	华景川	0.0	0.0	0.0	42.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	42.1
33	建发	0.0	20.2	0.0	16.3	0.0	0.0	0.0	5.0	0.0	41.5
34	金茂	37.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	37.1
36	新城控股	0.0	0.0	0.0	0.0	31.5	0.0	0.0	0.0	0.0	31.5
37	绿地	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	11.7	18.0	29.7
38	远洋	0.0	0.0	0.0	0.0	23.9	2.6	0.0	0.0	0.0	26.5
39	奥园	0.0	0.0	0.0	26.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	26.0
40	中海	0.0	0.0	0.0	0.0	25.8	0.0	0.0	0.0	0.0	25.8

资料来源：各城市自然资源局与规划局官网，华安证券研究所

备注：均为全口径金额，单位亿元；重庆为主城区数据；拿地金额采用土地成交公告口径

图表 26 各城市 Top3 金额房企拿地布局图



资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

备注：均为全口径数据，加粗黑体数字依次为当地拿地 Top3 房企的拿地建面、金额占比；加粗红色数字为城市出让土地金额总额；具体介绍中红字为国有背景企业，蓝字为民营企业

## 2.5 刚弹性限价城市地房比趋高，拿地结构影响房企毛利

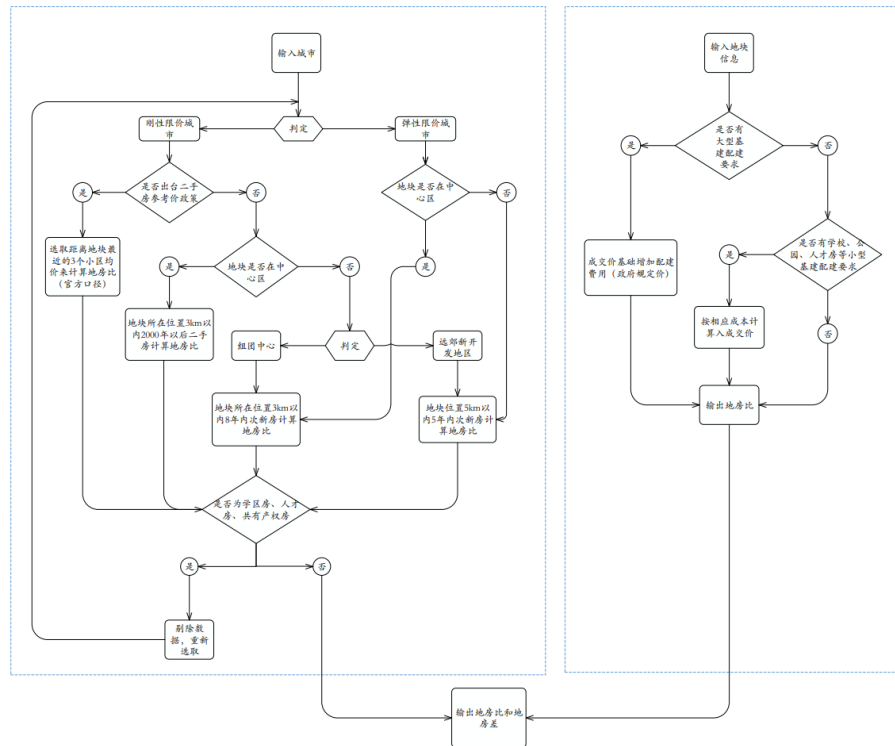
房地差和地房比是衡量房企拿地利润空间的重要指标。这两项指标又基于参考房价和地块楼面价得到。以下简要说明：

**1) 参考房价。**由于限价政策的存在，刚弹性限价城市一二手房价格普遍倒挂，选取对标次新盘的价格能更好地反映本次两集中出让地块在未来建成商品房的价格。对于出台了二手房参考价政策的城市，采用地块周围最近的政府公示的 3 套二手房参考价格算术平均；对于未出台二手房参考价的城市，根据地块所属城市（刚性限价或弹性限价）、区位（是否位于中心区或组团中心）就近选取合适的对标次新盘价格作为参考房价，选择标准为 a. 刚性限价城市市中心及组团中心 3km 以内 3 个超过 1000 户二手房小区均价作为基础参考房价，其中市中心二手房是 2000 年以后，组团中心二手房为 8 年内新建小区；b. 弹性限价城市市中心 3km 以内 3 个超过 1000 户 8 年内次新盘小区均价作为基础参考房价；c. 刚性限价城市远郊 5km 以内 3 个超过 1000 户 5 年内二手房小区均价作为基础参考房价；d. 弹性限价城市远郊 5km 以内 3 个超过 1000 户 5 年二手房小区均价作为基础参考房价。考虑小区年限折旧，剔除学区房、人才房、共有产权房等异常价格的类型。考虑到“稳房价”政策风向未变，以当前周边参考项目价格作为基准较为保守，未考虑房价上涨预期。

**2) 地块楼面价。**地块的实际楼面地价需要在总成交价的基础上考虑基建、配建成本。其中有大型基建配建要求的直接按照政府规定价增加配建费用，其他像学校、人才房、公园等小型基建配建要求按照相应成本计算加入成交价。

基于上述两项指标即可计算九城各区域综合地房比和房地差。

图表 27 地房比、房地差算法



资料来源：贝壳网，华安证券研究所

根据地房比和房地差的高低将这些区域划分为四个象限，代表了房企不同的城市招拍挂拿地策略偏爱及其盈利模式，分别为：**1) 第一象限：地房比高&房地差高，属于热点投资区**，主要存在于一线城市组团中心及强二线高新区，2019年至今趋势是当地区政府都对土地提出更高的要求，如配建大型TOD、商场、公园等大型公共基础设施，深耕此区域的代表是万科、龙湖、融创等对“城市运营”拿手的业务多元化的规模房企及中铁建、华润、华侨城为代表的央企国企，民企多与当地城投公司联合拿地；**2) 第二象限：地房比低&房地差高，属于最佳盈利区**，主要存在于二线城市核心区和一线城市远郊，2019年至今趋势是随着各类房企进入抢夺，此类城市性价比急剧降低；**3) 第三象限：地房比低&房地差低，属于低房价高利润率的走量区**，主要集中在明星城市群周边的外溢地区，深耕此区域的代表为碧桂园和恒大，17年以后的趋势为其他TOP房企也选择下沉到这些区域，如万科、金地和新城；**4) 第四象限：地房比高&房地差低，属于极热门投资区兼风险警示区**，现在主要是一线和强二线城市的核心区域，如北京海淀区、上海浦东新区、无锡滨湖区、杭州滨江区等，2020年至今趋势是政府管控趋严，一手房和二手房倒挂严重，频出“万人摇”红盘热潮，深耕此区域的代表是万科、保利等头部房企及擅长棚改等城市更新业务的佳兆业、龙光等区域性房企。

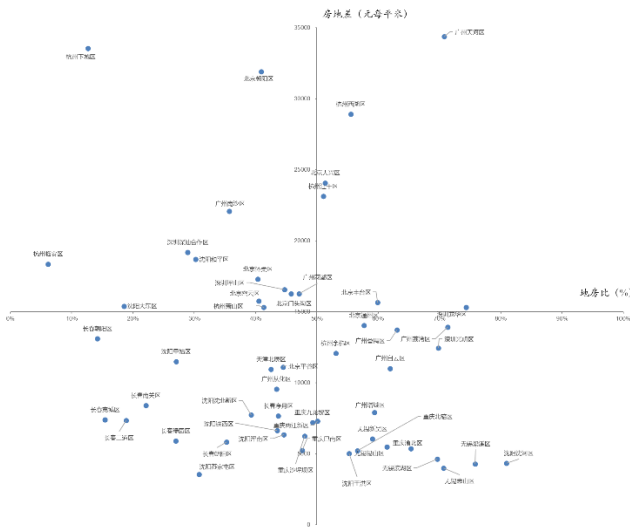
图表 28 地房比-房地差四象限模型



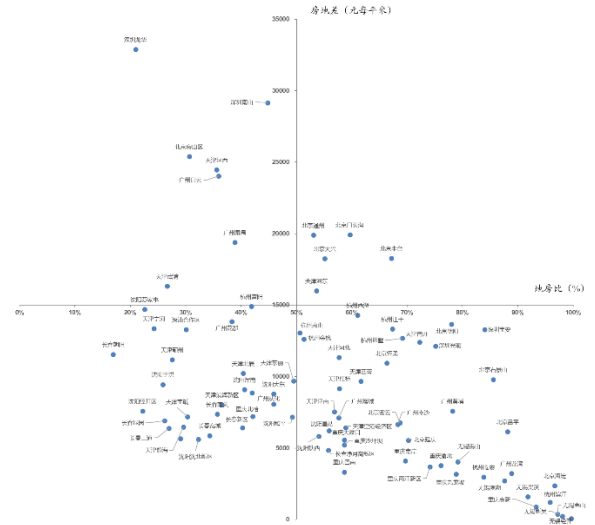
资料来源：CRIC，华安证券研究所

由于2020年数据可能受疫情影响，故选取2019年同期九城供地数据与本轮两集中供地数据作比较。从数据采用上，本文选取2019Q1出让宅地数据（包含商住与住宅混合地块）与2021年“两集中”首轮供地进行比较，因深圳、广州、长春、无锡四城2019Q1出让宅地不足10宗，统计数据偶然性大，且该四城在第二轮集中供地时属于2021年Q3数据，故统计2019H1年土地与2021年首轮“两集中”供地做比较。前文提到此次供地城市及城际冷热不均，因此下文分析将数据具体到每个城市的市辖区，算法详见上文图表27，对每一统计地块所在区域进行综合地房比和房地差计算，绘制成散点图，详见图表29和30。

图表 29 九城 2019 年同期供地地房比-房地差散点图  
(地房比: %, 房地差: 元/m<sup>2</sup>)



图表 30 九城 2021 首轮九城两集中供地地房比-房地差散点图 (地房比: %, 房地差: 元/m<sup>2</sup>)



资料来源: CREIS, 贝壳网, 华安证券研究所

资料来源: CREIS, 贝壳网, 华安证券研究所

备注: 深圳、广州、长春、无锡 2019Q1 出让宅地不足 10 宗, 且该四城在第二轮集中供地时属于 2021 年 Q3 数据, 故统计 2019H1 年土地与 2021 年首轮两集中供地做比较; 其余城市皆采用 2019Q1 出让宅地数据

在 2021 九城首轮两集中供地中, 刚弹性限价城市各区域的地房比整体趋高, 整体分布从整体均衡分布向高地房比&低房地差的第四象限突出。具体分析如下:

**1) 限价政策效果显著, 刚弹性限价城市区域利润空间减小。**2019 统计到的九城各区域在第一象限分布最少, 仅有 12.5%, 在第二至四象限中分布较为均衡, 各为三成左右。而 2021 两集中供地有 52% 位于第四象限, 33% 位于第三象限, 且整体分布上有向第四象限突出的趋势, 利润空间明显减小。刚性限价城市受限价政策的影响明显更为显著, 如广州南沙区 2019 年在第二象限最佳盈利区, 2021 年已经转移到了第四象限的极热门投资兼风险警示区, 说明随着更多房企进入, 该地区住宅的利润空间在急剧缩小。第四象限更考验房企运营能力、品牌溢价率、高周转速度、资金成本等综合实力, 规模化头部房企对原本在此地区布局的中小型房企有明显“挤出效应”, 而在此区域深耕的地方性房企则可以通过城市更新、产业勾地等非公开招拍挂途径获取取低廉土地, 形成价格优势。

**2) 整体趋势上地房比趋高, 八成区域房地差偏低。**在本次 2021 年九城首轮两集中供地中, 超过 50% 的区域位于第四象限, 即高地房比&低房地差的热点投资兼风险警示区。这一类区域主要是刚性限价城市主城区及弹性限价城市的热点区域, 如北京海淀、无锡滨湖等。约 30% 区域位于第三象限的低地房比&低房地差的走量销售区, 这类区域主要集中在部分弹性限价城市的中心城区, 如天津北辰、长春宽城, 以及部分刚性限价城市的郊区, 如广州花都、从化。

**3) 成渝双城经济圈火“出圈”, 重庆土拍市场大热。**2021 年供地的重庆主城区各区域中, 除相对偏远的北碚区外, 其余各区均位于第四象限, 且地房比及房地差水平与传统热门区域如北京海淀、广州黄埔等相近。这与国家提出成渝双城经济圈, 大力扶持重庆、成都发展有关。此外, 本次重庆不设限价与竞配建, 总体溢价率 43.0%, 居各城之首, 最高溢价率达 130%, 远超其余八城。从计入竞配建的



综合溢价率角度看,重庆(43.0%)与深圳(41.5%)、杭州(38.3%)、北京(28.6%)等城市水平相当,也符合其在地房比-房地差散点图中的分布。

**4) 坚持“房住不炒”,深圳大力推动人才房建设。**深圳主城区的龙华、南山落在了低地房比&高房地差的第二象限。这是由于本次2021年两集中供地深圳在主城区总共仅推地4宗,龙华、南山各仅1宗地,且均规定建设住房类型为可售人才房,并规定了基准售价。而深圳主城区的另2宗地块分别位于光明区和宝安区,均有只租不售人才房竞配建。综上,本次深圳主城区出让的所有地块均有人才房建设,体现了深圳市坚决贯彻“房住不炒”,完善长租房政策,扩大保障性租赁住房供给的决心。

## 投资建议:

政策进一步收紧下,“稳地价、稳房价、稳预期”的调控风向未变,后续调控依然以稳为主,房地产行业正式进入“管理红利”时代,精细化运营能力较强的企业在“全新赛道”上有先发优势。利好土储丰富、结构合理,销售端有产品力优势和营销渠道优势,财务稳健具有更强灵活性的地产企业。建议关注:(1)稳健发展型:万科A、保利地产、金地集团、龙湖集团;(2)成长收益型:新城控股、金科股份、中南建设。同时建议关注优质物管公司。

## 风险提示:

### 房地产调控政策趋严

调控政策已由最初的“一刀切”统一调整转为“因城施策,一城一策”的方式,值得注意的是“三条红线”的实施将政策调整的主体放置到企业层面,结合房地产贷款集中度管理及土地供应两集中等政策的设定,可见“稳房价、稳地价、稳预期”的调控风向未变。若短期内土地热度及房价上涨预期仍旧浓重,不排除政策端进一步收紧的可能性,对行业拿地、销售产生影响。

### 资金链大幅收紧

将房地产开发链条展开,前端土地投资及中端建安投资均需要房企在投融资等方面依赖于资金端的松紧程度,若房地产融资端超预期收紧,对行业拿地及建安投资产生一定的约束,存在行业规模超预期收紧的可能性。

### 房地产销售及回款不及预期

销售作为上承拿地开发,下承业绩确认的中间指标,既是对拿地力度的结果反映,也是对业绩确认的前置指引指标。若销售规模不及预期,对房企拿地及业绩确认存在不确定因素。若销售回款不及预期,在当前融资端由“外生催化”向“内生支撑”调整过程中,融资端进一步承压。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。