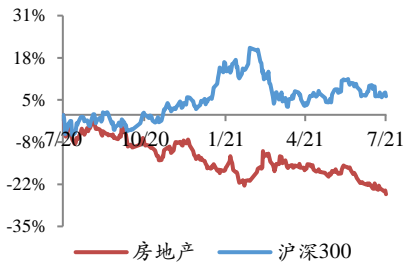


# “两集中”加速洗牌，城市更新或成破局者

行业评级：增持

报告日期：2021-07-14

## 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. 统计局5月数据点评：低基数效应淡化，土拍新政节奏扰动 2021-06-18
2. “两集中”加速结构分化，行业“周期”重估 2021-06-11
3. 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

## 主要观点：

### ● 政策组合拳力度增加，“两集中”供地进入“鸡肋时代”。

房地产行业发展周期受政策影响显著，但纵观历史周期均有差异之处，当前表现为：1) 短期管控重点是“降杠杆”，包括从需求端及房企端两方面入手控制杠杆，相应政策包括“三条红线”“贷款集中度管理”和“四限”政策等等；2) 从长效机制来看会增加热点城市的土地供应量同时出台更合理的土拍政策对土地市场降温来“稳预期”。使用华安地产测算模型计算，选取2019年同期22城供地数据与本轮两集中供地数据作比较，得出以下结论：**a) 土拍新政效果显著，刚弹性限价城市利润空间缩减。**极热门投资兼风险警示区中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”。**b) 政府让利稳地价，沪苏“一次熔断”增加拿地不确定性。**上海、苏州典型项目测算得出净利率分别为24.6%和12.4%，可见这种方法实质上是政府主动让利稳地价的行為，但也给房企的拿地引入了更多不确定性。**c) 优化供地城郊结构，郑州、济南保温市场，缓解去化焦虑。**2021年两集中供地中，郑州、济南典型项目净利率分别为9.3%和6.2%。**d) 地价、房价双管齐下，福州、宁波利润空间进一步缩减。**本轮次的两集中供地中，福州、宁波均对地价和房价进行了双重管控，利润空间进一步缩减，如本次测算的该两城代表项目净利率皆为负数。

### ● “两集中”供地整体均衡，城市及城际冷热不均。

22城首批供应规划建筑面积总计达1.08亿平方米，占2019年总供应量的25.1%，整体土地供应较为均衡。**1) 城市之间对比显著，**刚性限价城市整体供地力度普遍高于弹性限价城市，前者平均占比28%，后者平均占比18%。从具体城市来看，刚性限价城市中北京、杭州和南京供地最积极，供地比较保守的有深圳、郑州和宁波；弹性限价城市中武汉供地最积极，福州供地最为保守；**2) 城市内部城郊结构分化显著，**宁波、武汉、青岛、上海、广州、天津、苏州、无锡首轮供地以郊区地块“试水”为主，长春、北京、深圳、成都、合肥、福州则体现出较大诚意。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。

### ● “两集中”加速策略分化，落脚点在抓机遇与控风险间权衡

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，联合拿地现象趋频。**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。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) 寻求 22 城之外的投资机会**：典型房企为中海、碧桂园、绿地、世茂等规模房企和部分中小房企；**4) 多元化拿地方式降风险，城市更新或巩固区域布局的最佳渠道**：利好在城市更新项目运营表现突出的“头部玩家”，同时规模化房企也纷纷提前布局，以降低风险巩固热点城市的基本盘。

#### ● 城市更新迎来政策春天，高门槛难挡房企入局

**核心城市迈入存量时代，城市更新利好政策持续加码**。一二线刚性限价城市核心区域土地开发趋近饱和、土地供应日益紧张，城市更新有助于盘活存量用地，推动空间转型升级，满足城市经济社会发展需要，逐渐成为城市发展的新常态。**中央城市更新相关政策密集出台，随着“十四五”规划明确提出实施城市更新行动，城市更新已上升为国家战略，并将从 2021 年开始正式全面推开**。在“存量盘活”的背景下，越来越多的房企为了降低整体风险在获取土地端增加多元化渠道，将目光从瞄准房地产开发“上半场”的招拍挂转移到“下半场”纳入城市更新的组合拳。**城市更新门槛高，主要考验房企经营、融资和协调三大能力**：1) 城市更新项目运作周期较长、业态复杂，考验房企综合经营能力。由于城市更新项目运作时间长、周转率低、风险大，要求房企具备充足的流动资产以抵抗项目无法如期转化对企业现金流所带来的冲击。2) 城市更新资金投入密集，利好资金实力雄厚、融资成本低、资金结构合理的房企。**为优化城市土地利用格局、纾解企业融资压力，广州、北京、上海等地政府纷纷设立城市更新基金**。3) 城市更新所涉及政、企、民等主体，产权结构复杂，要求房企具备成熟的开发经验与优秀的协调能力，创建多元合作伙伴关系。**出于资金、资源互补的需求，城市更新项目承接方在同业间展开合作，发挥“1+1>2”的资源整合效应**。

#### ● 投资建议

政策进一步缩紧下，“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) 成长受益型：新城控股、金科股份、中南建设；(3) 城市更新型：佳兆业集团、合景泰富集团、富力地产、首开股份等。

#### ● 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 “土拍新政”丰富政策组合拳，加速行业洗牌.....	6
1.1 政策组合拳力度增加，拿地毛利率预期阶段性承压 .....	6
1.2 城市划分方法：关注刚性限价城市和弹性限价城市 .....	7
1.3 供地“两集中”政策梳理 .....	9
2 十三城首轮“两集中”供地表现.....	12
2.1 刚性限价城市整体供地力度强，城市及城际冷热不均.....	12
2.2 联合拿地趋频，民企热情高涨 .....	16
2.3 涉宅比例城市分化，刚性限价城市青睐城市更新成趋势 .....	18
2.4 强者恒强助推马太效应，“两集中”加速拿地策略分化.....	20
2.5 刚弹性限价城市地房比趋高，拿地结构影响房企毛利率 .....	27
3 招拍挂进入微利模式，城市更新迎来破局 .....	32
3.1 城市更新跨入新纪元，利好政策持续加码 .....	32
3.2 城市更新考验房企经营、融资、协调三大能力 .....	39
3.2.1 运作周期较长、业态复杂，考验房企经营能力 .....	39
3.2.2 长期占用资金量大，考验房企融资能力 .....	40
3.2.3 政企合作为主，考验房企协调能力 .....	42
3.3 主流房企参与模式详解 .....	44
3.3.1 佳兆业：城市更新“头部玩家”，旧改起家土储丰厚.....	45
3.3.2 万科：行业龙头把握机遇，瞄准千万亿城市更新赛道 .....	49
投资建议： .....	52
风险提示： .....	52

## 图表目录

图表 1 政策组合拳和毛利率阶段性承压逻辑 .....	6
图表 2 “两集中”供地名单 22 城政策梳理（截止 2021 年 7 月 11 日） .....	8
图表 3 两集中 22 城政策量化得分表 .....	9
图表 4 “两集中”供地 22 城政策梳理（截止 2021 年 7 月 11 日） .....	10
图表 5 2021 年上海楼市调控政策时间线 .....	11
图表 6 十三城两集中首轮土地出让供地力度 .....	12
图表 7 十三城两集中首轮土地出让城郊结构 .....	12
图表 8 十三城两集中首轮土地出让供地相对 2019Q1 供应规划建面复合增速 .....	13
图表 9 十三城触顶成交和竞配建统计 .....	14
图表 10 十三城土拍细则梳理 .....	14
图表 11 十三城主城区两集中供地情况 .....	15
图表 12 十三城郊区两集中供地情况 .....	15
图表 13 22 城刚性限价城市联合拿地占比 .....	16
图表 14 22 城弹性限价城市联合拿地占比 .....	16
图表 15 22 城两集中房企成交建面 TOP15 .....	17
图表 16 TOP15 房企成交建面占比 .....	17
图表 17 22 城两集中房企成交金额 TOP15 .....	17
图表 18 TOP15 房企成交金额占比 .....	17
图表 19 22 城纯宅宗地计容建面占比 .....	18
图表 20 22 城纯宅宗地出让金占比 .....	18
图表 21 上海首轮两集中各用途宗地计容建面占比 .....	19
图表 22 上海首轮两集中各用途宗地出让金占比 .....	19
图表 23 上海首轮两集中各政策导向宗地计容建面占比 .....	19
图表 24 上海首轮两集中各政策导向宗地出让金占比 .....	19
图表 25 均衡布局房企“两集中”十三城落子概况 .....	21
图表 26 城市深耕房企“两集中”22 城拿地布局概况 .....	21
图表 27 房企在 22 城首轮“两集中”供地表现 .....	21
图表 28 刚性限价城市 TOP2 房企总成交价-综合溢价率 .....	24
图表 29 弹性限价城市 TOP2 房企总成交价-综合溢价率 .....	24
图表 30 刚性限价城市 TOP2 房企总建面-自持比例 .....	24
图表 31 弹性限价城市 TOP2 房企总建面-自持比例 .....	24
图表 32 典型房企 22 城“两集中”供地拿地金额与 2021 年 H1 销售金额比值（%） .....	25
图表 33 各房企在 22 城拿地金额统计 .....	26
图表 34 地房比、房地差算法 .....	27
图表 35 地房比-房地差四象限模型 .....	28
图表 36 22 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> ） .....	29
图表 37 22 城 2021 首轮两集中地房比-房地差散点图（地房比：% ，房地差：元/M <sup>2</sup> ） .....	29
图表 38 2021 年 22 城两集中供地代表项目利润测算 .....	31
图表 39 房地产增量存量转换及城市更新规模 .....	32
图表 40 一线城市城市更新相关主要政策梳理 .....	33
图表 41 房企城市更新项目布局多聚焦粤港澳大湾区 .....	34
图表 42 2021 年 Q1TOP50 房企年报提及城市更新内容 .....	35

图表 43 城市更新发展阶段概述 .....	36
图表 44 城市更新发展阶段概述 .....	37
图表 45 综合整治、功能改变、拆除重建概念辨析 .....	38
图表 46 深圳市城市更新、招拍挂土地供应面积对比 .....	38
图表 47 深圳市城市更新、招拍挂土地供应金额对比 .....	38
图表 48 城市更新发展阶段概述 .....	40
图表 49 2020 年典型上市公司融资成本排行榜 .....	41
图表 50 城市更新发展阶段概述 .....	42
图表 51 城市更新基金设立情况 .....	42
图表 52 城市更新发展阶段概述 .....	44
图表 53 佳兆业位于第一梯队 .....	44
图表 54 盐田三村、四村和西山吓村整体搬迁项目规划情况 .....	46
图表 55 盐田区天街效果图 .....	46
图表 56 政府主导下的开发商和村股份公司合作开发 .....	47
图表 57 佳兆业 2011~2020 年负债情况 .....	48
图表 58 2018~2020 年佳兆业三条红线触达情况 .....	48
图表 59 万科城市更新项目分类 .....	49
图表 60 上生新所城市更新案例 .....	50
图表 61 上生新所城市更新项目平面示意图 .....	51



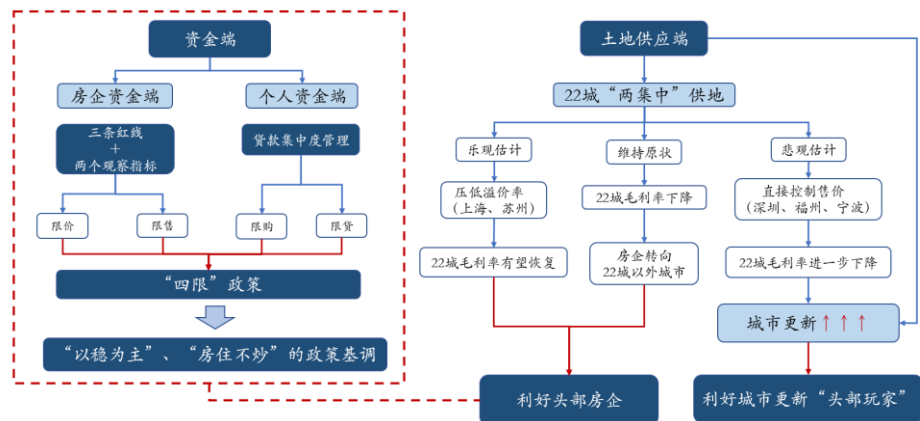
# 1 “土拍新政” 丰富政策组合拳，加速行业洗牌

## 1.1 政策组合拳力度增加，拿地毛利率预期阶段性承压

房地产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：**1) 短期管控重点是“降杠杆”，譬如 a) 对需求端是限购限贷及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，**b) 对房企端是“三条红线”及两个观察指标等直接控制杠杆**；**2) 从长效机制来看会增加热点城市的土地供应量同时更新土拍政策对土地市场降温来“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。**7月2日，国务院办公厅发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，明确给予保障性租赁住房土地、财税、金融等政策支持，引导多主体投资、多渠道供给。**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，行业加速洗牌出清。**此系列报告基于为“稳房价、稳地价、稳预期”推出的土地“两集中”政策，对土拍“下半场”的走势进行预判。**系列报告第一篇《“两集中”加速结构分化，行业“周期”重估》关注的第一批集中供地前九城结果可知，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。

**此篇报告发现第一批供地剩余十三城在：1) 资金端上短期内无调控转松的空间；2) 土地供应端政策更迭上更倾向于“博采众长”，部分企业有机会修复项目盈利水平：a) 压低溢价率“拼手气”，譬如上海和苏州采用在限价竞价基础上添加“一次报价规则”等，若其他城市在今后跟进类似政策，则核心城市项目毛利率有望得到修复；b) 维持现状，项目毛利率持续下降，直接导致资金不充裕的中小房企直接放弃22城转向其他城市寻求机会，核心城市玩家减少，土地市场预期降温；c) 直接控制售价，譬如深圳、福州和宁波在常规竞配建基础上直接控房价，极大程度上压低了项目毛利率，更多房企为留在核心城市，转向城市更新赛道，因而利好在城市更新项目运营上表现突出的“头部玩家”。**

图表 1 政策组合拳和毛利率阶段性承压逻辑



资料来源：自然资源部，央行，地方政府官网，华安证券研究所

在这一背景下，头部房企如万科、保利等因有融资优势的较为游刃有余，可根据市场走向全国布局土储并扩大多元化拿地渠道降低风险，腰部房企要么如卓越在招拍挂市场上加满杠杆拿地冲规模保增速，或者如佳兆业等深耕城市更新业务，提升运营转化能力，保持一定的竞争力熬过“寒冬”，另有一些中小型房企因“手上无粮”被迫战略转型、清货离场或被头部企业吞食并购。

## 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循市场规律“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。在《“两集中”加速结构分化，行业“周期”重估》报告中将城市分为：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，具体划分方法此篇报告不赘述。

- 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**：划分标准为因棚改旧改走弱，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。

此次“两集中”土拍所涉及 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。此次系列报告主要涉及第一轮“两集中”剩余十三城详情。截止 2021 年 7 月 11 日，“两集中”供地名单 22 城政策梳理见图表 1 所示，量化得分表见图表 2 所示。

**图表 2 “两集中”供地名单 22 城政策梳理（截止 2021 年 7 月 11 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										✓	✓						☆☆

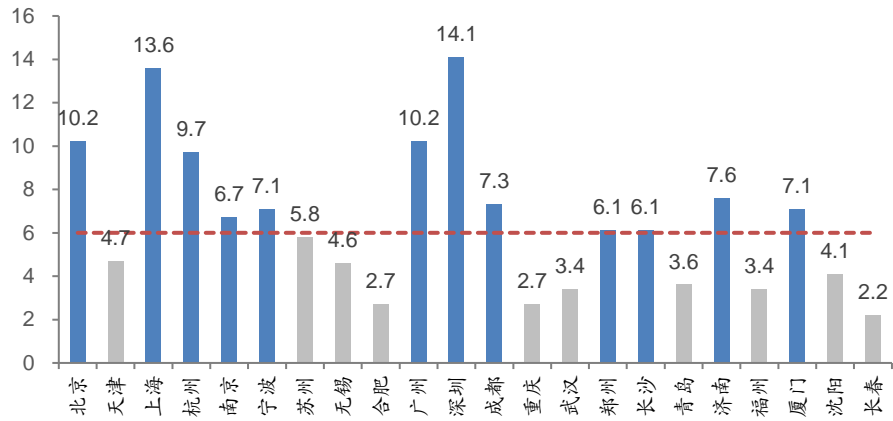
资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

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



图表 3 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”供地二十二城政策梳理见图表 4，值得关注的为以下四点：

- 1) **各城市实行的土拍新规延续“因城施策，一城一策”的风格**，时间排序在后面的城市倾向于学习优秀城市的土拍新规，非二十二城的热门城市也存在“抄作业”现象，如西安“330”新政中明确提到，“每年按季度集中发布住宅用地出让公告，集中组织国有建设用地公开出让”，首轮供地共成交 20 宗土地，包括 9 宗安置房用地、1 宗共有产权房地、1 宗商服用地，2 宗用地须配建公租房，纯宅地较少。
- 2) **竞配建成“标配”**，除重庆、沈阳、武汉、青岛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”；**“两集中”土拍新政趋严**，以土拍时间靠后的上海为例：a) 在限价竞价基础上添加“一次报价规则”：设置地块起始价、中止价和最高报价。b) 在延续原有自有资金证明基础上强调“同一申请人”规则：同一申请人只能进行一次交易申请（含联合申请），堵上了房企套用马甲参与土拍的漏洞。c) 加强出让履约监管，防止“围标”现象。

**图表 4 “两集中”供地 22 城政策梳理（截止 2021 年 7 月 11 日）**

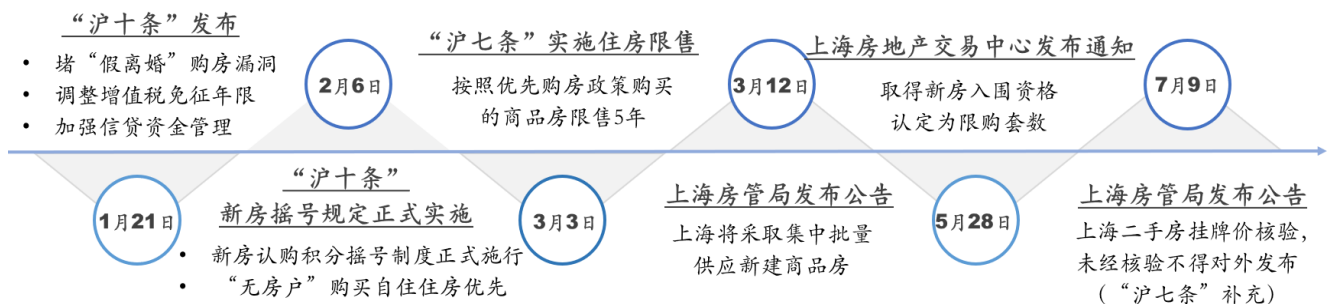
城市	土拍新规	最高溢价率	提出时间
长春	设置最高限价+竞配建租赁住房	——	2021/3/15
广州	最高限制地价，当报价达到最高限制地价后，竞买方式转为竞配建政府性房源（公共租赁住房），当有两个或两个以上竞买人报出竞配建政府性房源建筑面积 7200 平方米后，停止网上竞价，改为摇号确定竞得人	——	2021/3/30
无锡	一家房企(母公司其他下属控股子公司)只能报名一块地，如有违反，将取消拍地资格一年；触顶后摇号或者竞配租赁住房；最高限价+限制竞拍次数	——	2021/3/5; 2021/3/29
重庆	土地溢价率 50% 以上，1 个半月内付清全款；50% 以下，3 个月内付清全款(基于资金端把控，限制土地出让的资金回笼时间)；竞买保证金不得低于土地出让起始价的 20%	——	2021/4/21
杭州	溢价率达到 30% 时锁定限价，转入竞拍自持比例（之前是 50%）；限房价、竞自持、竞配建	30%	2021/2/28
北京	6 宗地被设置“政府持有商品住宅产权份额 20%”竞拍规则；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）；根据地块优质程度一地一策、个性化调整；限房价，竞高标准商品住宅建设方案，部分地块竞报政府持有商品住宅产权份额、公共租赁住房面积；16 宗宅地“套内 7090”	——	2021/3/31
天津	限地价，竞自持租赁面积	50%	2021/3/31
深圳	除南山宗地外，采取 限地价、限房价、竞地价、竞配建“双限双竞”；增加公共住房配建的比例和要求	45%	2021/4/14
福州	13 幅宅地均采用“限地价、控房价”；部分地价达到最高限价后将进行竞自持社会租赁住房建筑面积；销售指导价	——	2021/4/15
青岛	达到最高限价后竞自持	——	2021/5/11
厦门	2 宗限房价、限地价、竞配建；3 宗限地价、竞配建；限竞拍次数	——	2021/4/23
南京	有最高限价；毛坯限价最高上涨幅度高达 3000 元/㎡；摇号地块的预售条件提高至工程总投资的 50%	——	2021/4/9
济南	限地价、竞配建	——	2021/4/23
宁波	首次出让未来社区、现房销售和配建租赁住房地块；竞价方式首次推出“限房价、限地价、竞自持租赁住房”；实现市区涉宅地块双限出让全覆盖（新包含奉化）	——	2021/4/29
长沙	取消熔断后简单抽签；土地限价地块达到最高限价，不限价地块溢价率达到 30% 时停止竞价，自动转为竞自持租赁住房建筑面积竞买；方式一：“限房价、限地价、摇号”；方式二：“限房价、限地价、竞自持、摇号”；	30%	2020/9/25; 2021/4/30
郑州	住宅用地可采用“限地价、竞自持”方式出让或熔断后摇号确定竞得人，报(竞)价首次达到出让起始价的 120%~130% 时熔断	20%~30%	2021/1/8
苏州	同一控制主体的公司不得同时参拍同一地块；土地资金来源必须为自有资金；限制严重失信企业参与土拍；一次报价	——	2021/5/21; 2021/4/27
上海	在限价竞价基础上添加“一次报价规则”：设置地块起始价、中止价和最高报价；在延续原有自有资金证明基础上强调“同一申请人”规则，同一申请人只能进行一次交易申请（含联合申请）；加强出让履约监管，防止“围标”现象	10%	2021/4/30
合肥	2021 年住宅用地公告供应量不得低于近五年平均完成交易量；年度计划中单列租赁住房用地，占比一般不低于 10%；价高者得+最高限价时转竞配建租赁住房+摇号；	——	2021/3/12; 2021/5/11
成都	所有宗地块都设置清水最高限价；房源无精装修或成品房发售；此前成都土拍规则多为价格触顶后，竞无偿配建，而本次集中土拍采用限房价，竞地价，多数竞自持（40 宗内仅 2 宗未设置竞自持）的方式出让；同时踩中“三条红线”或有严重失信情形的开发企业纳入竞拍黑名单。	——	2021/5/9; 2021/6/9

资料来源：各城市自然资源局官网，华安证券研究所

备注：沈阳和武汉在首批两集中供地中无推出新规

- 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。
- 4) 其余政策配合“两集中”土拍新规形成组合拳,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: a) “四限”普及,即限购、限价、限售、限贷,作为楼市调控常见基础手段,上海、西安、合肥等 24 城市相继实行“四限”; b) 二手房指导价政策的普及,作为楼市调控进阶手段,以北京、上海、成都为代表的七城开启二手房指导价; c) 共有产权房政策的普及和规则细化,2021 年 7 月 10 日《南京市共有产权性住房交易实施细则》落地,规定共有产权人自首次购买产权满 5 年可入市交易,共有产权房作为作为楼市调控补充手段,一般与经适房、人才房等保障房搭配使用,其中成都把经适房与限价房将并轨管理,统一为共有产权房; d) 各大银行因贷款集中度管理下半年针对二手房的贷款门槛变高,事实上银行没有暂停或停止二手房的房贷,而是因贷款额度紧张,导致房贷资格获取难度增大,以及部分房贷审核时间延长。作为楼市调控杀手锏,直接锁住了二手房交易流动性。

图表 5 2021 年上海楼市调控政策时间线



资料来源:上海市住建委,上海市房屋管理局,上海市规划和自然资源局,上海市房地产交易中心,华安证券研究所

“两集中”第一轮供地收官,市场表现与预期存在出入,多城市土地市场热度不减。从原预期角度,两集中政策带来的“风险”远大于“利好”,房企会对拿地更加谨慎: 1) “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; 中小企业土拍前融资难度增加,容易因资金调度问题错过土拍; 2) 土地研判压力大,短期内 22 城进行两集中土拍,其余城市也在进行招拍挂等方式出让土地,企业容易错判形势,下错注的机会成本更高; 3) 两集中城市里存在项目集中上市,即便在非限价城市,也存在竞品互相压价促回款的情形,进一步压缩项目毛利率。故此篇报告在《“两集中”加速结构分化,行业“周期”重估》基础上,解构首轮两集中土拍剩余十三城政策及结果,从房企角度判断拿地“下半场”走势,预判城市更新将成为破局者。

## 2 十三城首轮“两集中”供地表现

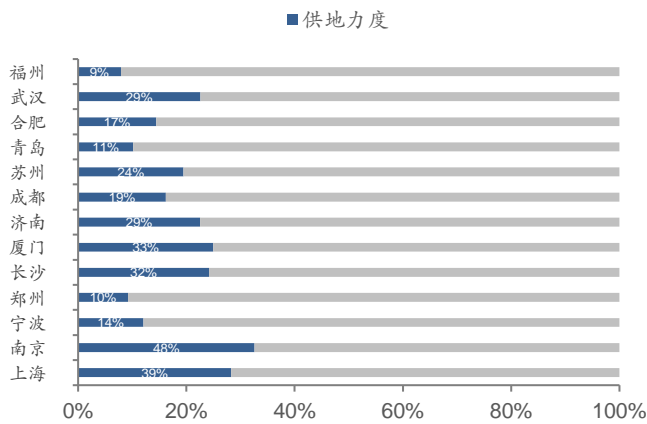
### 2.1 刚性限价城市整体供地力度强，城市及城际冷热不均

根据各大城市住宅用地集中供应计划，十三城首批供应规划建筑面积达 6270 万平方米，占 2019 年总供应量的 24.5%，二十二城首批供应规划建筑面积总计达 1.08 亿平方米，占 2019 年总供应量的 25.1%。

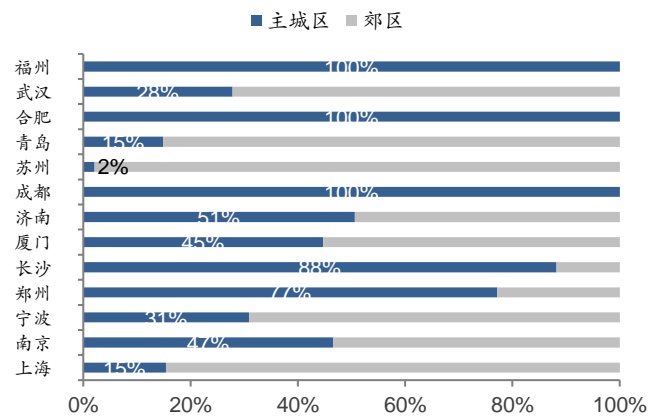
**1) 刚性限价城市整体土地供应力度较强**，本文用首批两集中所涉及土地与 2019 年全年宅地之比来衡量十三城供地力度。刚性限价城市整体供地力度高于弹性限价城市，前者平均占比 28%，后者平均占比 18%。如图表 6 所示，刚限城市中，南京供地最积极，占比 48%，十三城最高，上海占四成，长沙、厦门、济南均占比三成左右；弹限城市中，武汉供地最积极，占比 29%，福州供地最为保守，仅占比 9%，十三城中最低。如图表 8 所示，从与 19 年 Q1 供地相比的复合增速来看也为上述结论作出佐证：增速较快的城市主要为为刚限城市：其中厦门增速最高，为 181%；南京其次为 152%左右；而弹限城市普遍增速较低，苏州最高在 30%，福州、青岛均出现负增长，分别为-38%和-20%

**2) 各城内部城郊结构分化显著**：如图表 7 所示，首先成都、合肥、福州三城供地均为主城区，长沙、郑州也占比八到九成；其次有三城的城郊结构较为均衡：南京、厦门、济南主城区供地占比均在四至五成；最后有五城供地主要集中于郊区，其中宁波、武汉主城区占比三成、青岛、上海占比一成、苏州仅为 2%。

图表 6 十三城两集中首轮土地出让供地力度



图表 7 十三城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

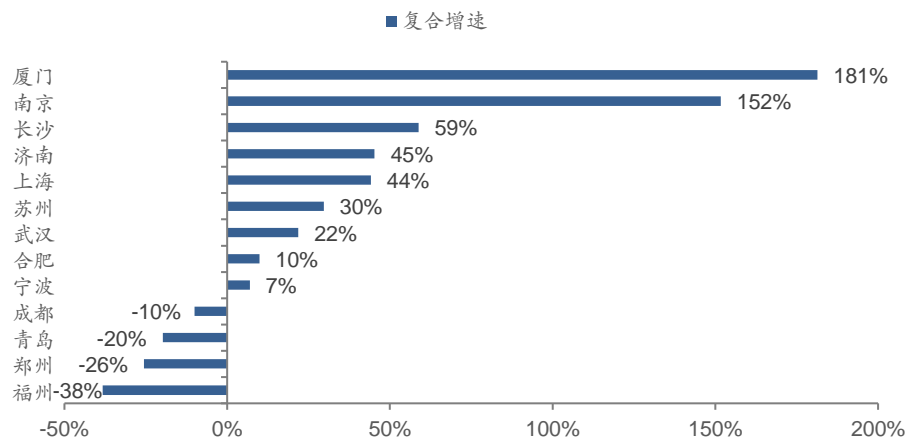
备注：供地力度是指两集中首轮出让土地建面和 2019 年总供应规划建筑面积相比

资料来源：各城市自然资源局官网，华安证券研究所

备注：成都、合肥、福州数据仅为主城区，城郊结构的统计口径是规划建筑面积



图表 8 十三城两集中首轮土地出让供地相对 2019Q1 供应规划建面复合增速



资料来源：各城市自然资源与规划局官网，华安证券研究所

备注：复合增速是由两集中首轮出让土地建面和 2019 年 Q1 供应规划建面计算得出

**各地土地政策、供地结构上的差异是土地市场需求量能城际分化的重要因素。**如图表 9 所示，结合综合溢价率及触顶成交、竞配建的情况来看：第一梯队为厦门、武汉、合肥、宁波、南京、成都。其中武汉、厦门、合肥、宁波、南京综合溢价率均在 32%~43%，厦门最高为 43%，且后四城触顶限价的宗地均超过六成（武汉无限价竞配建政策），成都触顶限价宗地占比为十三城之最，而综合溢价率位于腰部是因为竞配建面积较大，为 773853 平米，且是十三城中最高；第二梯队为上海、郑州、长沙、济南、苏州、福州；第三梯队为青岛。其采用限地价、竞配建政策，供应 59 宗地，综合溢价率为 2%，触顶限价宗地占比 2%，均为十三城中最低。以下从三方面进行分析：

**1) 从土地端看，各大城市土拍规则推陈出新，有效控制宗地溢价率：**不同于第一批“两集中”土拍前九城普遍实行的“限地价+竞配建”政策，如图表 10 所示，**后十三城多个热点城市选择“博采众长”来进一步控制溢价率。**以上海为例：**a) 在限价竞价基础上添加“一次报价规则”：**设置地块起始价、中止价和最高报价。最高报价一般限定为起始价的 1.1 倍，报价低于中止价时，为价高者得；若高于终止价，进入一次性书面报价环节。一次性书面报价不得超过最高报价，并以最接近一次性书面报价平均价的为土地确定竞得者。“一次报价规则”为郑州最早于 2016 年 10 月实施；除上海外，苏州和郑州也实行中止价规则。**b) 在延续原有自有资金证明基础上强调“同一申请人”规则：**同一申请人只能进行一次交易申请（含联合申请），尤其强调了“凡与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者其他组织（申请人母公司为上市公司的，该上市公司的非控股股东或非实控人除外），也视为同一名申请人”，堵上了房企套用马甲参与土拍的漏洞。**c) 加强出让履约监管，防止“围标”现象：**申请人竞得地块的，在完成出让合同约定的所有建设并完成房屋所有权首次登记前，不得以任何直接或间接的形式将本方（及本地块项目公司）的股权或投资权益转移给本地块其他申请人或关联方。

**2) 从销售端看，部分城市出台限价政策如定价回购、住房销售限价等，通过压缩房企盈利空间有效降低土地市场热度：**除合肥以外的长沙、成都、福州三城是主城区供地力度最大的三城，但综合溢价率并未达到预期。从住房限价政策执行力度看：长沙有住房销售限价的宗地占总供地宗数的 61%，成都住房限价宗地占比 100%，福州住房限价宗地占比 61%、部分计容建筑面积定价回购的宗地占比 52%，而合肥在此方面政策力度较为宽松。



**3) 从城郊结构上看:** 如图表 11 和 12 所示, 除郑州外, 其他城市主城区热度均高于郊区。郑州出现城郊热度倒挂的原因: 一是因为土拍规则的区域分化, 主城区采取竞价熔断后进行一次报价, 郊区则采取竞价熔断后竞综合房价, 价低者得; 二是由于部分主城区宗地属于旧改项目, 房企前期已介入并投入大量资金, 这些地块在经过招拍挂之前, 归属就已经明确, 所以基本以底价成交。

图表 9 十三城触顶成交和竞配建统计

城市	综合溢价率 (%)	总宗地数 (宗)	触顶成交/一次报价		竞配建	
			数量 (宗)	占比 (%)	数量 (宗)	占比 (%)
上海	5%	54	20	37%	36	67%
南京	34%	51	36	71%	15	29%
宁波	32%	29	19	66%	19	66%
郑州	11%	54	3	6%	3	6%
长沙	8%	36	9	25%	4	11%
厦门	43%	5	3	60%	3	60%
济南	13%	78	26	33%	0	0%
成都	23%	40	32	80%	32	80%
苏州	12%	28	14	50%	2	7%
青岛	2%	59	1	2%	0	0%
合肥	35%	17	12	71%	12	71%
武汉	38%	50	—	—	—	—
福州	23%	23	10	43%	9	39%

资料来源: 地方政府官网整理, 华安证券研究所

备注: 武汉没有限价+竞配建政策及触顶成交、均计为“—”

图表 10 十三城土拍细则梳理

分类	城市	土拍时间	预配建	竞自持	竞配建	限地价	摇号	一次报价	同一申请人限制	围标监管	销售指导价
刚性 限价 城市	上海	6.18~6.25	√		√	√		√	√	√	
	南京	5.20~5.21	√			√	√		√		√
	宁波	5.26~5.27	√	√	√	√					√
	郑州	6.3						√			
	长沙	6.1		√		√	√				√
	厦门	5.13			√	√					√
	济南	5.24	√		√	√					
	成都	6.7~6.11			√	√					√
弹性 限价 城市	苏州	5.31~6.2	√			√		√	√		
	青岛	5.12~5.14	√	√	√	√					
	合肥	6.3			√	√	√		√		
	武汉	6.25~6.29	√								
	福州	5.12~5.13	√	√	√	√	√				√

资料来源: 各城市自然资源局官网, 华安证券研究所

图表 11 十三城主城区两集中供地情况

分类	城市	供地宗数	供应计容建面	总成交价	综合溢价率	流拍率
刚性限价城 市主城区	上海	6	952482	2730597	9%	0%
	南京	17	1471905	4010000	32%	0%
	宁波	10	935692	1542349	39%	0%
	郑州	29	3917487	1790566	0%	0%
	长沙	34	8032576	3708034	8%	6%
	厦门	2	242500	1186000	57%	0%
	济南	33	2432890	1369861	17%	0%
	成都	40	5200714	1753395	23%	0%
弹性限价城 市主城区	苏州	2	96597	272702	13%	0%
	青岛	8	446055	409498	7%	0%
	合肥	17	2773815	2213622	35%	0%
	武汉	13	2692742	2771778	56%	0%
	福州	23	1574892	1352980	23%	13%

资料来源：各城市自然资源局官网，华安证券研究所

图表 12 十三城郊区两集中供地情况

分类	城市	供地宗数	供应计容建面	总成交价	综合溢价率	流拍率
刚性限价城 市郊区	上海	48	5221120	5773267	7%	0%
	南京	19	1499422	1968580	22%	0%
	宁波	19	2088726	2038529	28%	0%
	郑州	25	1159361	2351510	21%	0%
	长沙	2	1074145	104160	0%	50%
	厦门	3	300170	714500	39%	0%
	济南	45	2373022	978192.97	8%	9%
	成都	—	—	—	—	—
弹性限价城 市郊区	苏州	26	4487114	4077674.015	12%	0%
	青岛	51	2552286	819485.2438	0%	4%
	合肥	—	—	—	—	—
	武汉	37	6989866	4888532	39%	3%
	福州	—	—	—	—	—

资料来源：各城市自然资源局官网，华安证券研究所

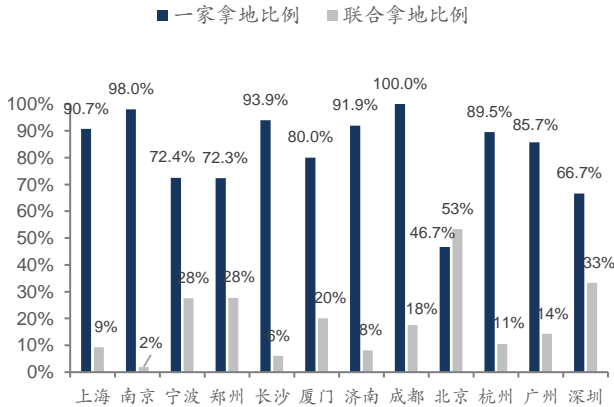
备注：两集中供地结果中剔除了非住宅宗地，图表 4 及图表 5 中的综合溢价率公式如下：

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

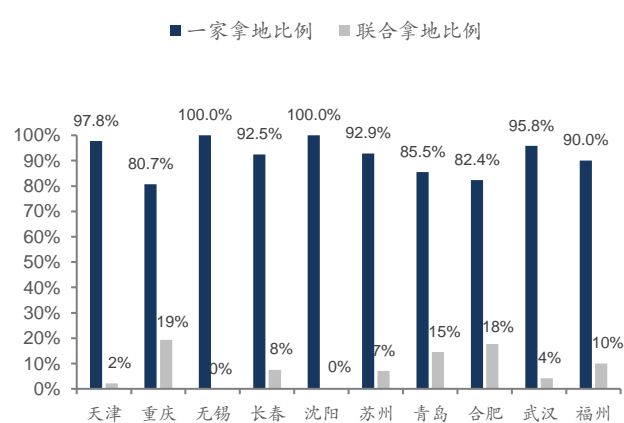
## 2.2 联合拿地趋频，民企热情高涨

面对两集中供地带来的资金压力，如图 13 和 14 所示，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，刚性限价城市对房企短期筹措资金要求更高，联合拿地比例整体水平高于弹性限价城市，22 城中联合拿地比例最高的北京、深圳均属于刚性限价城市。

图表 13 22 城刚性限价城市联合拿地占比



图表 14 22 城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 15 和 17 为本次两集中房企竞得土地的计容建面总额 TOP15 以及拿地金额 TOP15 排行榜单，如图表 16 和 18 所示：从企业性质上，15 家房企中民营企业在建面占比和成交金额占比均在七成左右，相较国有企业展现出高度的拿地积极性；从企业规模上，市值千亿元以上的大型企业成交建面和成交金额上占比均有五成，而市值 500 亿以内的小型企业表现也较为激进，在两个指标上均占比 36% 左右。大型和小型企业是此次两集中政策下的拿地主力军。

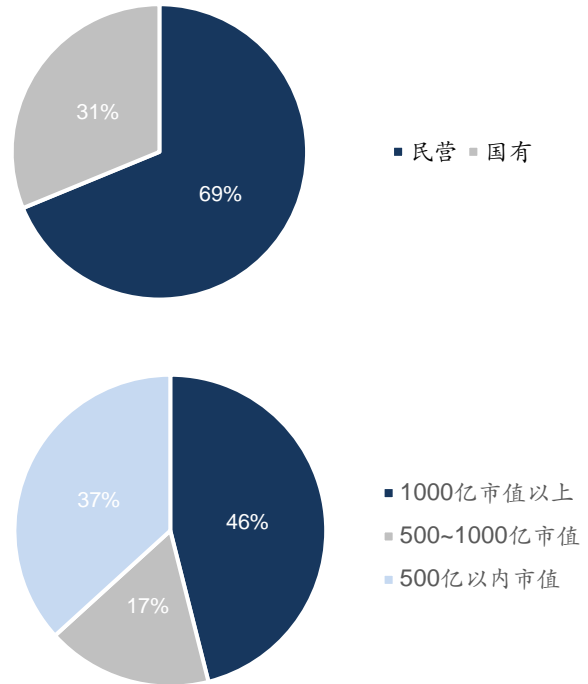
今年以来全国范围城市宅地供应量能缩减，两集中 22 城逆势攀升。根据中指研究院统计，2021 年 1~6 月全国 300 城推出住宅类用地土地面积 22094 万平方米，同比减少 9%，成交面积 18567 万平方米，同比减少 11%；同期两集中 22 城推出住宅类用地土地面积 10207 万平方米，同比增长 11%，成交面积 9090 万平方米，同比增长 9%。因此，非两集中试点城市供地量和成交量均不足，这可能与两集中政策导致房企短期流动性紧张有关。

图表 15 22 城两集中房企成交建面 TOP15

房企	拿地建面 (万平方米)	市值 (亿)	企业性质
融创	532	1171	民营
万科	465	2774	民营
保利	355	1473	国有
招商蛇口	286	923	国有
华润置地	260	2253	民营
金地	251	491	民营
越秀地产	233	253	国有
龙光	230	581	民营
绿城	216	283	民营
融信	209	73	民营
龙湖	205	2578	民营
中交	187	43	国有
中骏	165	128	民营
佳兆业	162	196	民营
华侨城	162	636	国有

资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 16 TOP15 房企成交建面占比



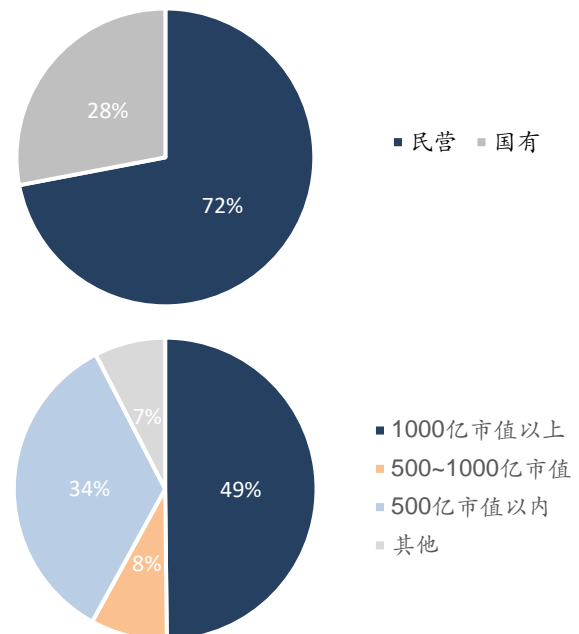
资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 17 22 城两集中房企成交金额 TOP15

房企	总金额 (亿)	市值 (亿)	企业性质
融创	618	1171	民营
保利	516	1473	国有
华润	462	2253	民营
万科	402	2774	民营
招商	397	923	国有
卓越	368	—	民营
金地	348	491	民营
绿城	294	283	民营
越秀	276	253	国有
融信	261	73	民营
龙湖	248	2578	民营
滨江	199	132	民营
中交	196	43	国有
中骏	195	128	民营
碧桂园	171	1874	民营

资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 18 TOP15 房企成交金额占比



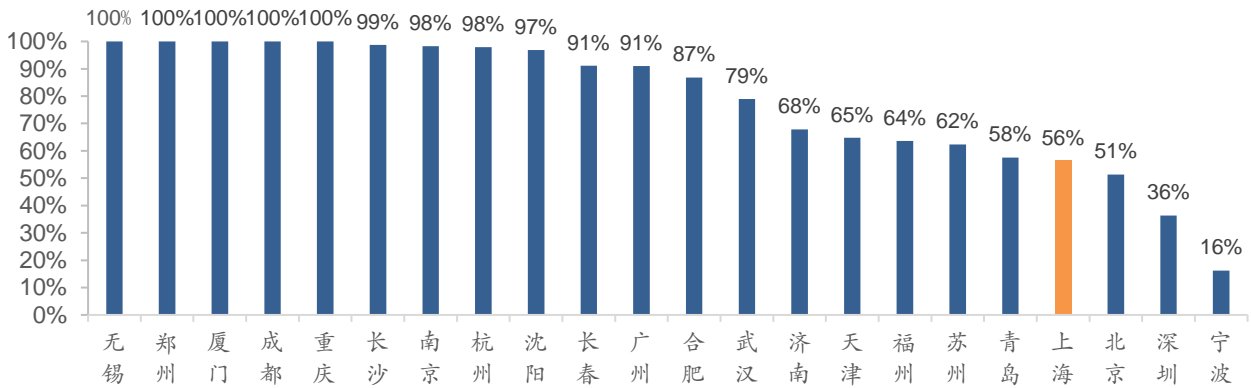
资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

备注：其他是指卓越，开发业务未上市，无市值信息

### 2.3 涉宅比例城市分化，刚性限价城市青睐城市更新成趋势

**本轮两集中供地中涉宅宗地建面比例呈现出明显的城市差异化：**广州、杭州等 11 城涉宅用地均占比 90% 以上，而深圳、宁波则仅占比 36% 和 16%，其余 9 城涉宅宗地占比均超过一半。如图表 19 和 20 所示，统计时除去以下会直接影响宅地价格的土地性质：1) 住宅用地里除去城市更新、定向回购、安置性住房、政策性租赁住房、人才住房；2) 混杂除商住以外其他用地性质：商办用地、商服用地、科教用地等其他土地性质。**各城纯宅宗地的出让金占比水平与建面占比水平拟合程度较高，而上海、深圳、济南、苏州出让金占比明显高于建面占比可能是纯宅地块处于中心地带，在同城内价格水平明显高于其他出让宗地所致。**

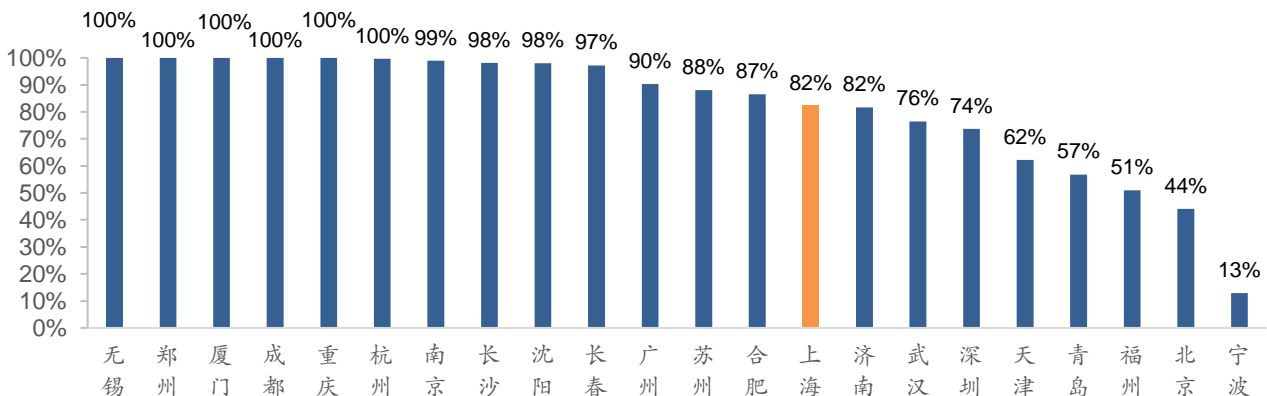
图表 19 22 城纯宅宗地计容建面占比



资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

备注：重庆数据仅为主城区，统计口径为宗地计容建面；涉宅宗地指的是除去以下土地性质的：1) 住宅用地里除去城市更新、定向回购、安置性住房、政策性租赁住房、人才住房；2) 混杂以下用地性质：商办用地、商服用地、科教用地等其他土地性质的

图表 20 22 城纯宅宗地出让金占比



资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

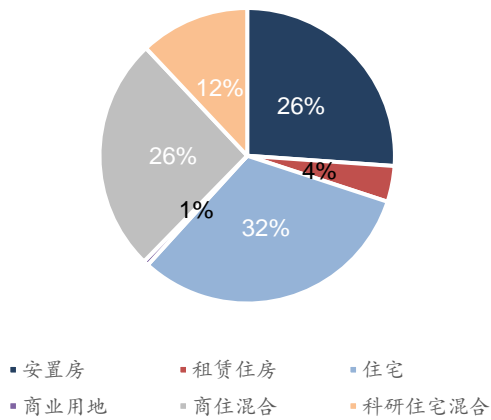
备注：重庆数据仅为主城区，统计口径为宗地出让金占比；涉宅宗地指的是除去以下土地性质的：1) 住宅用地里除去城市更新、定向回购、安置性住房、政策性租赁住房、人才住房；2) 混杂以下用地性质：商办用地、商服用地、科教用地等其他土地性质的



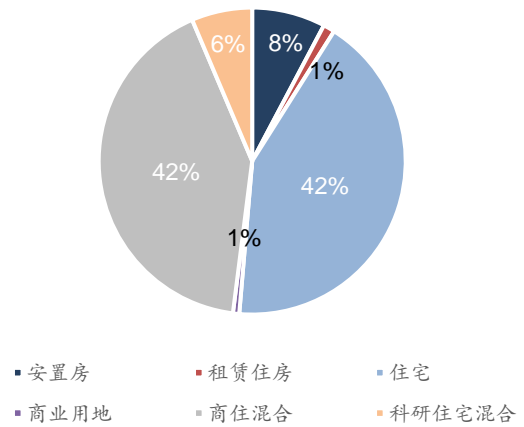
以上海为例，本次上海两集中首轮供地，按土地用途可分为：**安置房 16 宗、租赁住房 7 宗、纯住宅 18 宗、商住混合 10 宗、科研住宅混合 3 宗、商业 1 宗。**如图表 21 所示：从计容建面占比上看，纯住宅、安置房、商住混合为主要用途，分别占比 32%、26%、26%；如图表 22 所示：从出让金占比上看，房企扩充土储的意向类型主要为纯住宅和商住混合，均占比 42%。

本轮上海供地按政策导向可分为：城市更新 22 宗、租赁住房 7 宗以及涉宅、商业用地开发 26 宗。**1) 从各类型宗地计容建面占比上看：**如图表 23 所示，涉宅、商业用地开发共占比 56%，城市更新项目占比 40%，租赁住房只占比 4%；**2) 从土地出让金上看：**如图表 24 所示，房企资金主要用于补仓涉宅、商业地块，占比 82%，而 16% 的资金用于城市更新项目地块，租赁住房仅占 1%。

图表 21 上海首轮两集中各用途宗地计容建面占比



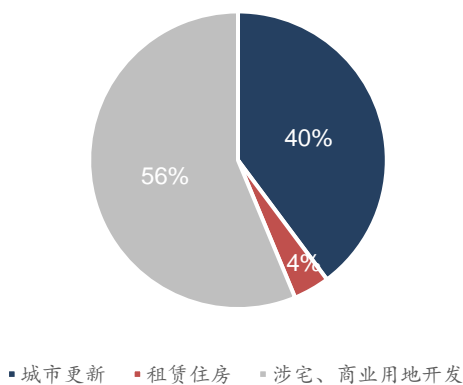
图表 22 上海首轮两集中各用途宗地出让金占比



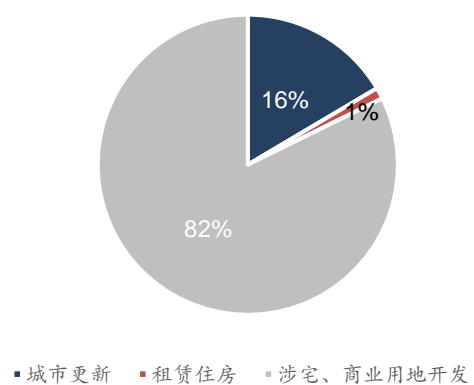
资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 23 上海首轮两集中各政策导向宗地计容建面占比



图表 24 上海首轮两集中各政策导向宗地出让金占比



资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

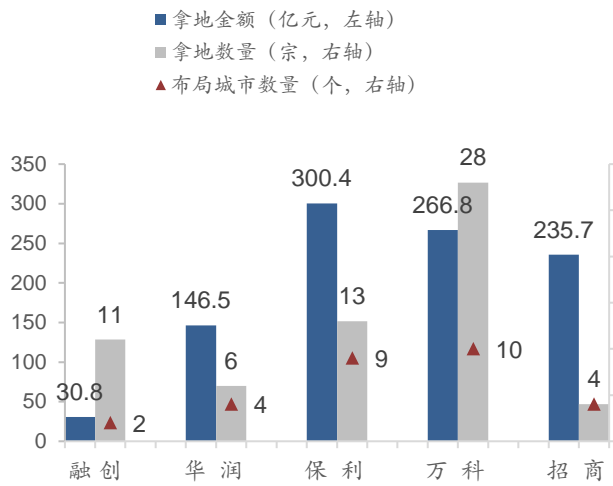
资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

## 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：

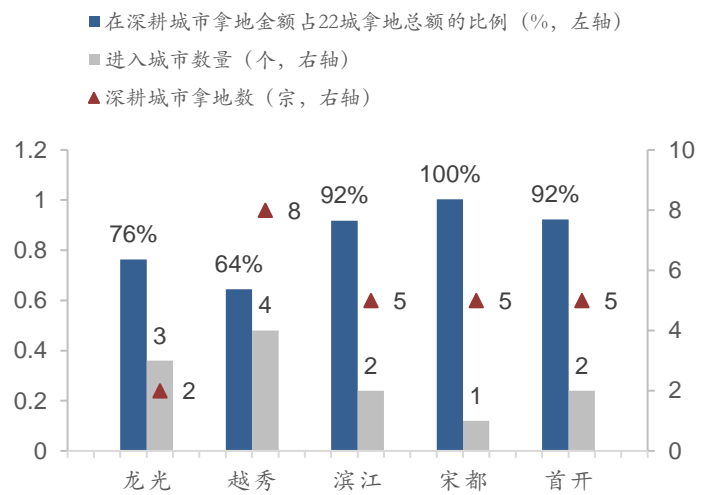
- 1) **全国均衡布局：**众多实力雄厚的头部房企不仅在拿地金额上名列前茅，且在多个城市均有落子。如万科、保利、华润、龙湖和旭辉本次在 10 城及以上均有布局，尤其保利和万科采取均布策略，进入城市最多，平均每城的投资额在 25~34 亿；融创、招商蛇口、金地布局 8~9 个城市，其中融创的单城平均投资额达 77 亿。融创、华润和保利拿地总金额都超过了 450 亿，其中融创拿地 35 宗，金额高达 618 亿；华润拿地 14 宗总金额 462 亿，平均每宗地高达 33 亿，比融创每宗地平均价格高了 83%。
- 2) **城市深耕布局：**腰部房企及地方性房企则只能面临“做选择题”的窘境，以布局 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 22 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；单城平均投资额三甲分别是滨江、卓越和融创，皆是布局 4 座城市及以下的“深耕”代表。
- 3) **寻求 22 城之外的招拍挂机会：**碧桂园、中海、绿地等部分规模房企及一些腰部企业在首轮两集中土拍中选择持观望态度。从“两集中”供地拿地金额与 2021 年 H1 销售金额比值角度，碧桂园仅占 4%，绿地仅占 5%，中海和金科仅占 8%。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. 认为两集中的 22 城市场过热，土地价格抬高失去性价比，代表企业有世茂和金科，世茂总裁许世坛公开发言表示从去年四季度开始至今年一季度，长三角和大湾区土地价格增速明显，期待未来集中供地稳地价，已预留资金积极参与；c. 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。
- 4) **多元化拿地方式降风险，城市更新或成为进入热点城市最佳渠道：**具备产业、商业勾地及精准收并购能力的房企将在未来更具优势。然而对于热点城市而言，收并购难度较大，单纯的商业、产业勾地也面临白热化竞争；在北上广深政策引导鼓励下，城市更新处于政府让利阶段，将成为房企进入热点城市最佳渠道。

图表 25 均衡布局房企“两集中”十三城落子概况



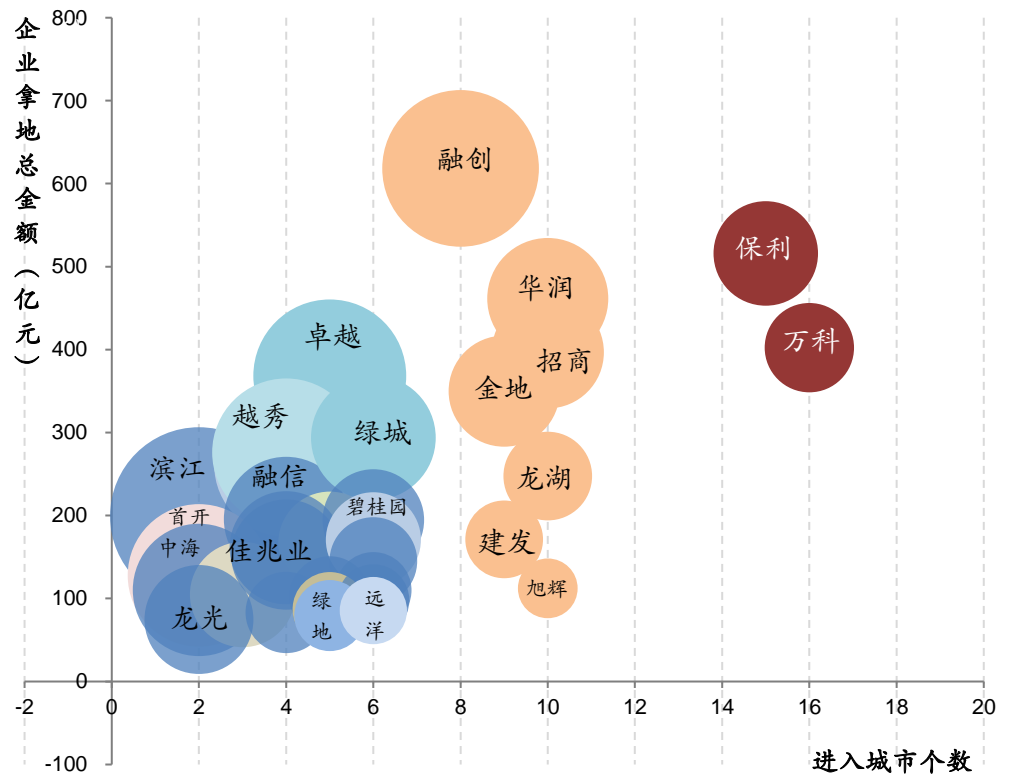
资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 26 城市深耕房企“两集中”22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

图表 27 房企在 22 城首轮“两集中”供地表现



资料来源：各城市自然资源局官网，华安证券研究所

备注：气泡大小代表房企首轮两集中拿地平均每城的投资额

在本轮 22 城“两集中”供地的拿地房企中，融创中国以 618 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年上半年，融创累计实现合同销售金额3207.6亿元，两集中拿地金额占销售金额比例19%，距央行“拿地销售比不得超过40%”的观察指标仍有提升空间。

**万科在本轮供地中的表现也同样亮眼：拿地建面达465万平方米，排名第二，出让金总额达402亿，排名第四。**如此之大的拿地力度反映了万科追赶销售目标，迫切想要兑现业绩的心情。根据克而瑞的数据，20年全年万科以全口径销售额7011.2亿元被恒大反超，降至第三位。21年上半年万科销售金额3548.1亿元，低于恒大的3561.6亿元，排名第三。面对头部房企间竞争加剧，上半年销售业绩乏力，万科下半年将承受较大的业绩压力，因此在两集中供地中积极补货，预计下半年销售节奏加快，结合目前货源较为充足，业绩兑现较为乐观。且万科已于一季度回归三条红线绿档，目前债务结构较优，融资能力较强。

**金地在本轮供地中拿地建面和出让金均排名第六。**拿地步伐加快叠加销售端发力，金地继19年全口径销售额14位、20年第13位后，以1625亿重回十强席位。在两集中供地中，在北京、武汉等地多次以联合体形式竞得地块。但受土储权益占比较低的影响，在规模扩张的同时，18年至20年房地产业务毛利率持续下降，20年房地产业务毛利率为33.56%，同比降低18.7%，盈利能力整体走弱。面对增收不增利的困境，金地管理层秉承严谨审慎的投资理念，聚焦产品力及成本管控，配合销售策略的优化，以期规模与盈利齐头并进。三条红线方面，金地是为数不多的始终在绿档以内的房企，体现了公司稳健的财务政策及较强的负债风控意识。

**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1~6月卓越操盘金额561.2亿元，同比增速77.3%；权益金额478.3亿元，同比增速达83%。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%。据卓越高管债券年报，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：

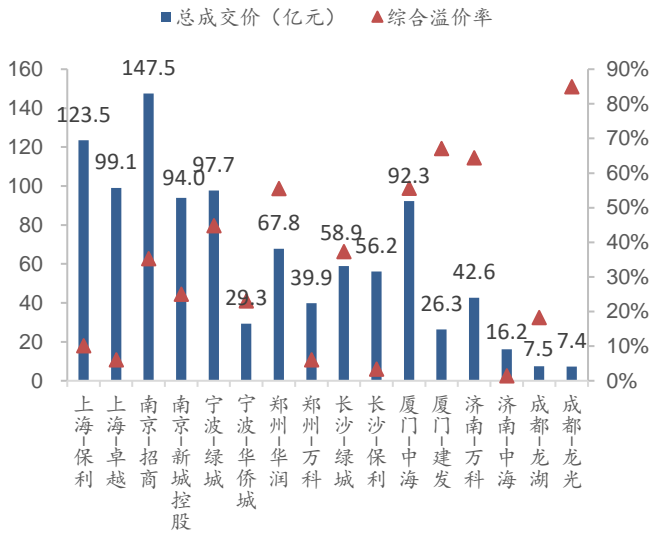
- 1) **刚性限价城市高溢价拿地：**这些地块一般是热点区域优质地块，竞争激烈，体现为高溢价率、高竞配建。如龙光79.9亿元以45%溢价率在深圳光明区、南山区触顶拿地；越秀以45%溢价率在广州黄埔区触顶拿地；万科、

盛得以溢价率 30% 联合竞得郑州郑东新区地块，地房比为 58%。这类地块即使溢价较高，依然存在可观的利润空间。

- 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、自持、限价要求。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。宁波镇海区董家畈自持 14300 平方米租赁房，其余住宅、商业用房商业用房均以 8500 元/平方米定向销售。配建和限价条款既能控制溢价，又带动区域公共设施更新与优化，实现政府与房企间的利益均衡分配。
- 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。比如没有限价+竞配建机制的重庆和武汉，溢价率可高达 130% 和 110%。但武汉在前置条件上增加了配建、商业自持、定向出让、产业勾地等条款，提高了房企的准入门槛以及拿地成本。如洪山区雄楚大街以南地块，需自持 68.88 万平方米建筑面积的商业、商务、旅馆用地，并无偿配建 1.17 万平方米的公共设施。由此可看出相比重庆，虽然武汉表面上也没有控制溢价，但政策整体开始趋严。
- 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，或有严格的限价要求。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。又如融信底价竞得福州仓山区南二环北侧旧改地块，限地价，触顶后摇号，需建设 21000 平方米建筑面积的安商房，并附有定向、定价回购条款，其他商品房也均设置了售价上限。由此可得，为控制宗地溢价，政策手段开始多样化，不仅是单纯通过压缩房企的利润空间，而且伴有鲜明的区域发展规划要求。

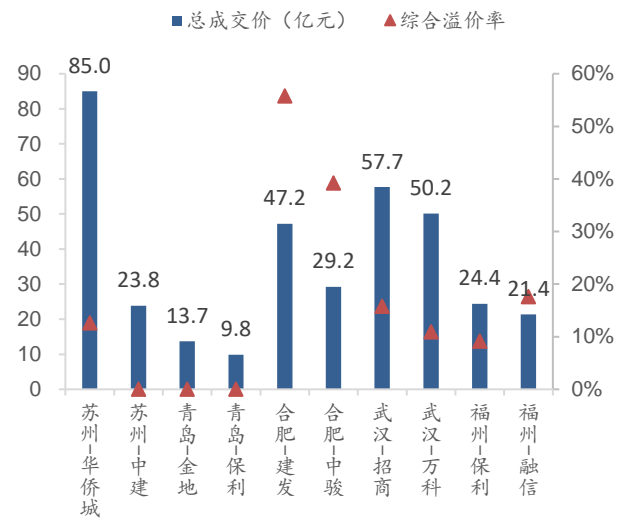


图表 28 刚性限价城市 top2 房企总成交价-综合溢价率



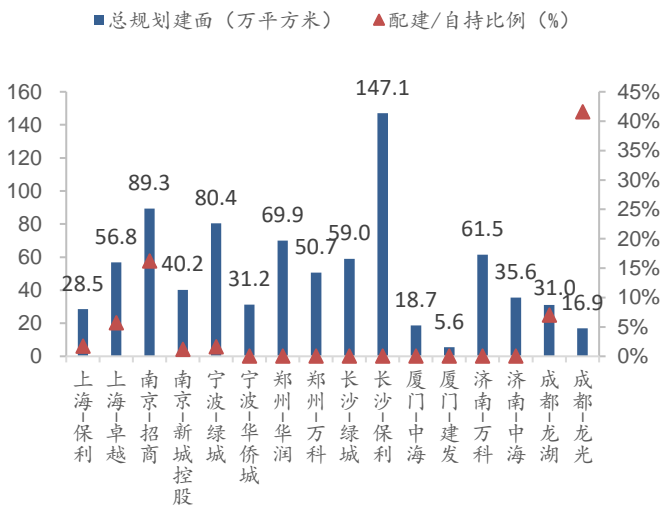
资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 29 弹性限价城市 top2 房企总成交价-综合溢价率



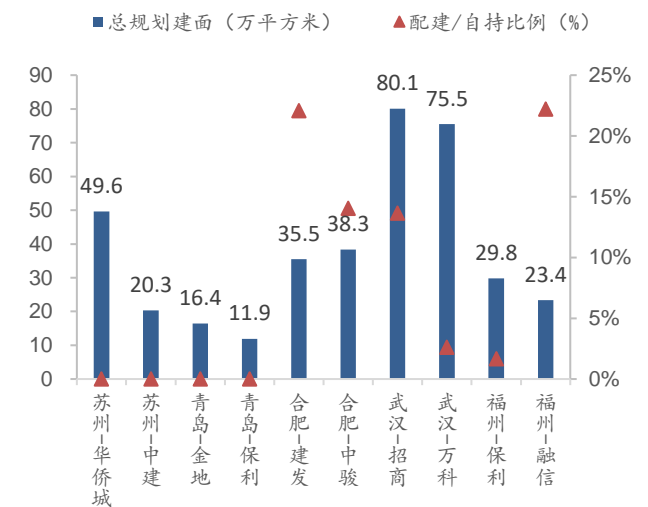
资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 30 刚性限价城市 Top2 房企总建面-自持比例



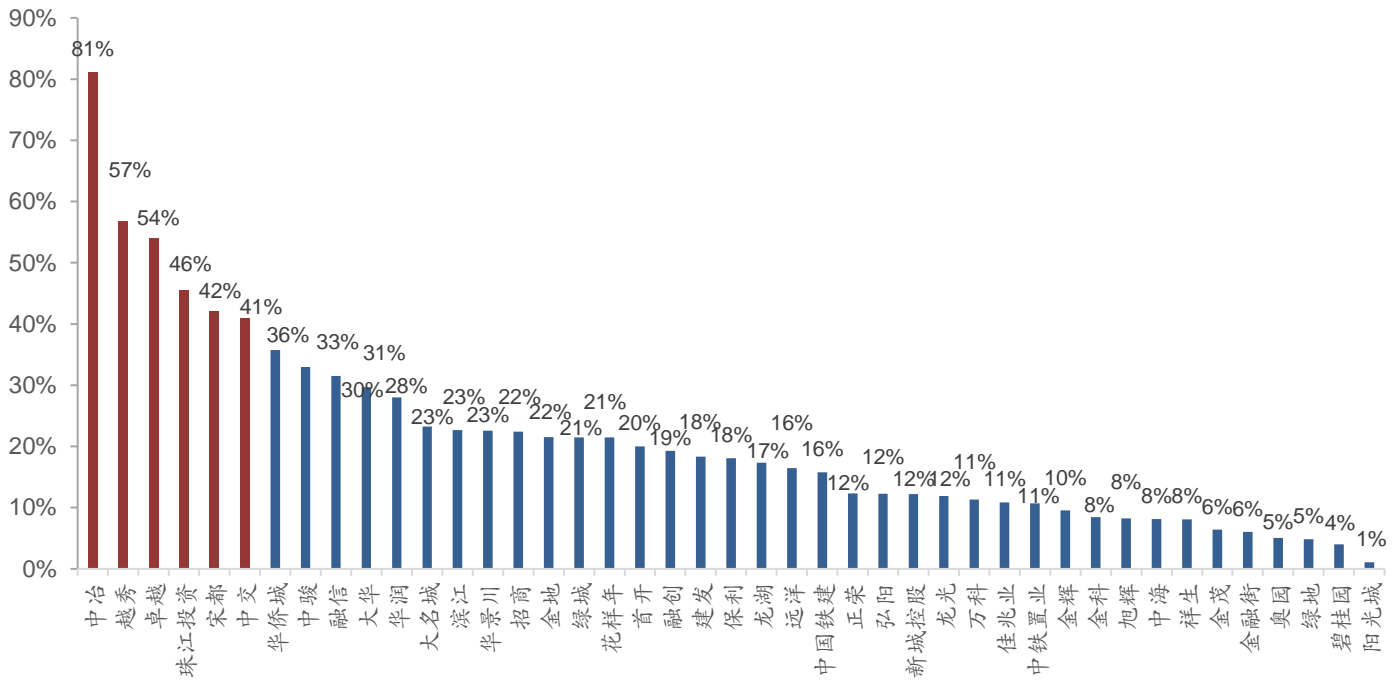
资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

图表 31 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 32 典型房企 22 城“两集中”供地拿地金额与 2021 年 H1 销售金额比值 (%)



资料来源：克而瑞，华安证券研究所

备注：拿地金额为全口径金额，2021 年 H1 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；21 年 H1 销售额数据来自克而瑞

对比各房企发布的业绩数据，下图所列举的房企中，中冶、越秀、卓越、珠江投资、宋都和中交 6 家在 22 城两集中供地中的全口径拿地金额已超过其 2021 年 1~6 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。在后续第二轮次的供地中，这些企业可能倾向于保守拿地。而 22 城落子前三的融创、保利和华润则未触及 40% 观察指标，其中融创和保利占比为 19%、18%，华润占比为 28%。融创 2021 年 1~6 月全口径金额 3208 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 33 各房企在 22 城拿地金额统计

排名	公司	北京	广州	深圳	杭州	天津	沈阳	长春	无锡	重庆	上海	南京	宁波	郑州	长沙	厦门	济南	成都	苏州	青岛	合肥	武汉	福州	总金额 (亿元)
1	融创	149	75	0	127	73	0	0	65	99	0	0	0	25	0	0	0	0	0	6	0	0	0	618
2	保利	97	15	0	20	0	31	10	0	42	123	24	10	20	56	0	0	0	18	10	0	15	24	516
3	华润	82	21	0	112	0	41	9	50	0	0	71	0	68	0	0	0	7	0	1	0	0	0	462
4	万科	0	0	0	29	19	34	11	32	10	0	46	29	40	25	0	43	6	21	4	0	50	3	402
5	招商	42	41	0	0	30	0	0	12	36	22	148	0	9	0	0	0	0	0	0	0	58	0	397
6	卓越	187	30	0	0	0	0	0	0	0	99	44	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	8	368
7	金地	128	59	0	0	19	0	0	0	0	69	10	0	0	0	0	9	2	0	14	0	40	0	348
8	绿城	68	0	0	0	43	0	0	0	0	0	98	0	59	0	0	0	0	20	6	0	0	0	294
9	越秀	46	178	0	0	0	0	0	0	0	0	41	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	276
10	融信	0	0	0	229	0	0	0	0	0	0	0	0	8	0	0	0	4	0	0	0	0	21	261
11	龙湖	0	0	0	53	0	17	0	0	97	0	7	29	0	22	0	8	8	0	2	0	0	6	248
12	滨江	0	0	0	183	0	0	0	0	0	0	0	17	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	199
13	中文	86	0	0	0	53	0	0	0	48	0	0	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	196
14	中骏	45	0	0	91	8	0	0	0	0	17	0	0	0	0	0	0	4	0	0	29	0	0	195
15	碧桂园	41	4	0	0	0	0	0	0	0	95	0	0	19	4	0	0	0	0	0	0	8	0	171
16	建发	0	20	0	16	0	0	0	5	0	6	0	0	0	15	26	15	0	0	0	47	0	21	171
17	中海	0	0	0	0	26	0	0	0	0	0	22	0	0	0	92	16	0	10	0	0	0	0	167
18	华侨城	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	19	29	0	0	0	0	0	85	0	28	0	0	161
19	中建	0	0	0	0	0	0	0	0	0	77	0	0	0	5	0	0	0	24	0	0	47	0	153
20	新城	0	0	0	0	31	0	0	0	0	0	94	0	4	0	0	0	0	0	0	0	7	8	145
21	首开	118	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10	128
22	旭辉	17	0	0	0	22	20	0	0	19	0	15	0	0	1	0	10	4	7	0	8	0	0	122
23	中冶	85	0	0	0	0	0	0	0	0	0	25	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	110
24	中国铁建	0	41	0	0	6	0	0	0	29	25	0	0	0	5	0	4	0	0	0	0	0	0	110
25	正荣	0	36	0	9	7	0	0	0	0	0	32	0	0	0	19	0	0	0	0	0	0	0	102
26	大华	0	0	0	33	16	0	0	0	0	15	17	0	0	0	0	14	0	0	0	0	3	0	98
27	龙光	0	0	80	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18	0	0	7	0	0	0	0	0	105
28	佳兆业	0	0	25	0	0	16	0	0	19	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	23	0	0	87
29	远洋	0	0	0	0	24	3	0	0	0	0	0	0	0	0	26	0	4	0	0	0	29	0	86
30	金茂	37	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	32	13	0	0	0	0	1	0	0	0	83
31	金科	0	0	0	0	17	0	0	0	36	0	21	0	5	0	0	7	0	0	0	0	0	0	86
32	绿地	0	0	0	0	0	0	0	12	18	0	0	8	0	27	0	14	0	0	0	0	0	0	79
33	中铁置业	0	0	0	0	0	0	44	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30	0	75

资料来源：各城市自然资源局官网，华安证券研究所

备注：均为全口径金额，单位亿元

## 2.5 刚弹性限价城市地房比趋高，拿地结构影响房企毛利率

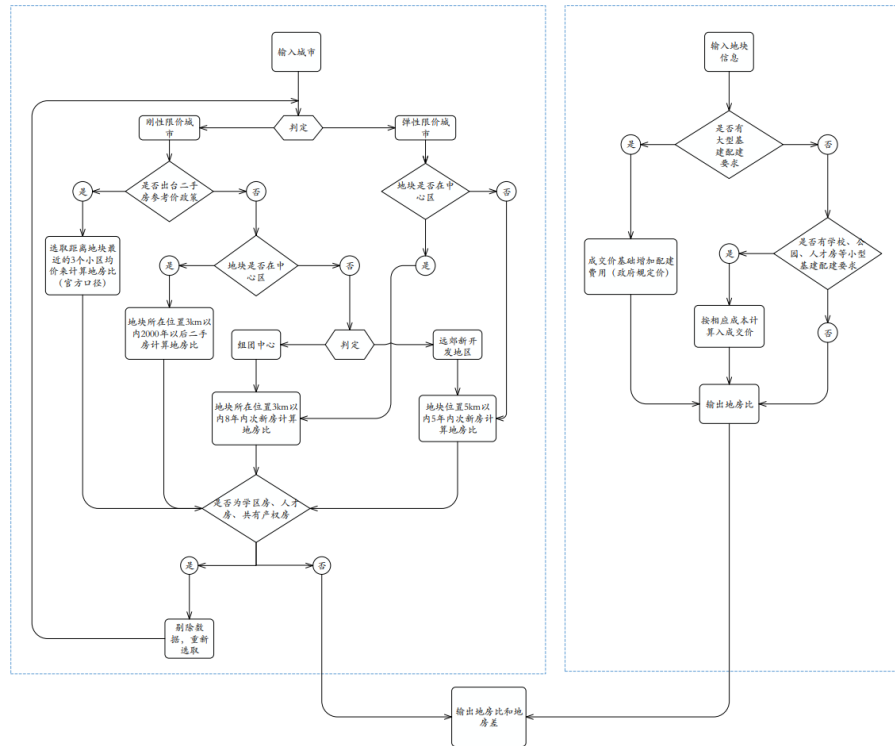
房地差和地房比是衡量房企拿地利润空间的重要指标。这两项指标又基于参考房价和地块楼面价得到。以下简要说明：

**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 34 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。

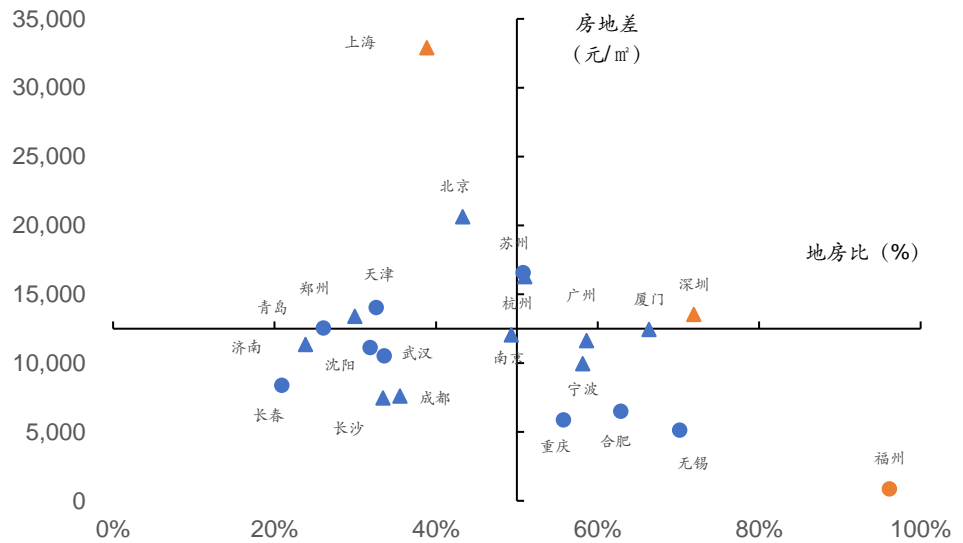
图表 35 地房比-房地差四象限模型



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 22 城供地数据与本轮两集中供地数据作比较。从数据采集上，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。算法详见上文图表 34，对每一统计地块所在城市进行综合地房比和房地差计算，绘制成散点图，详见图表 36 和 37。

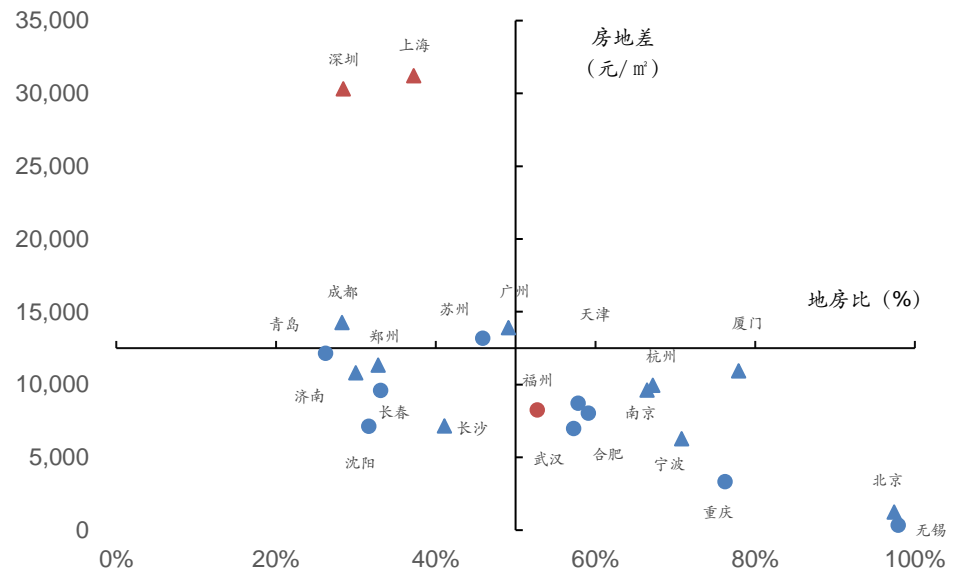
图表 36 22 城 2019 年同期供地地房比-房地差散点图 (地房比: %, 房地差: 元/m<sup>2</sup>)



资料来源: CRIC, 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

图表 37 22 城 2021 首轮两集中地房比-房地差散点图 (地房比: %, 房地差: 元/m<sup>2</sup>)



资料来源: CRIC, 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 年的 22 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 2019 年的整体均衡分布向高地房比&低房地差的第四象限突出。此外，对每个城市选取了一宗典型地块进行了利润测算，如图表 38 所示。具体分析如下：

**1) 土拍新政效果显著，刚弹性限价城市利润空间缩减。**2019 年 22 城供应纯宅地在四大象限均有分布，其中第三、四象限城市比例相当（32%）；2021 年“两集中”政策实施后，50%的城市集中于第四象限的极热门投资兼风险警示区，利润空间急剧缩减。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低廉土地，形成价格优势。

**2) 政府让利稳地价，沪苏“一次熔断”增加拿地不确定性。**2019Q1 上海供应的纯宅地块均位于奉贤、崇明、普陀等郊区，因此落在第二象限最佳盈利区；而 2021 首轮两集中供地中，上海依然位于第二象限；而苏州在本轮两集中供地中也从第一象限转移到了第二象限。这是由于沪、苏两市在土拍中规定了封顶溢价率，并“一次熔断”按最接近平均价原则确定土地归属。上海、苏州代表项目净利润率测算值分别为 24.6%和 12.4%，可见这种方法实质上是政府主动让利稳地价的行為，但也给房企的拿地引入了更多不确定性。因此，在城市更新等方面有优势的房企未来在这些城市可发挥自身优势，寻求城市更新、产业勾地等多元化拿地手段补充土地储备。

**3) 优化供地城郊结构，郑州、济南保温市场，缓解去化焦虑。**2021 年两集中供地中，郑州、济南均落在第三象限，即“低地房比&低房地差”的走量区，利润空间中等，如测算的该代表项目净利润率分别为郑州 9.3%，济南 6.2%。这些城市房地产市场面临去化压力，在本轮次两集中供地中均供应过半主城区地块，以确保土地市场不至过冷，进而缓解房企的库存去化焦虑。

**4) 地价、房价双管齐下，福州、宁波利润空间进一步缩减。**本轮次的两集中供地中，福州、宁波均对地价和房价进行了双重管控，落在高地房比&低房地差的第四象限，即极热门投资兼风险警示区，利润空间进一步缩减，如本次测算的该两城代表项目净利率皆为负数（福州、宁波净利润率分别为-16.1%和-20.5%）。而实施“双限双竞”的深圳 2021 年出让结果位于第二象限，这是因为计算尚未扣除代建的地块外道路成本，并不能完全反应其真实利润水平。在地价、房价管控双管齐下的背景下，城市更新等方面的“头部玩家”未来在这些城市可发挥自身优势，寻求多元化拿地手段补充土地储备；其他企业则可能转向管控暂时较松的城市。

**图表 38 2021 年 22 城两集中供地代表项目利润测算**

城市	项目特点	净利率	毛利率	地房比	综合溢价率	竞得人	备注
上海	成交价最高	24.6%	53.3%	30.7%	13.7%	碧桂园	——
郑州	最高溢价率触顶成交	9.3%	20.1%	43.8%	30.1%	金茂	——
苏州	成交价最高	12.4%	26.0%	42.4%	0.0%	苏高新	——
成都	成交价第三	7.3%	20.8%	43.3%	35.9%	华润	——
合肥	成交价第三	17.7%	46.4%	28.3%	46.3%	安徽置地	——
南京	成交价最高	2.0%	12.9%	71.7%	30.5%	保利	——
宁波	为安置地块	-20.5%	-21.3%	29.8%	29.7%	温岭柏澳投资	住宅、商业用房定向销售
厦门	成交价最高，综合溢价率第二	8.3%	27.6%	51.3%	24.7%	中海、厦门国贸	无偿移交政府的居住建面 36200 m <sup>2</sup>
长沙	零溢价成交	8.5%	17.4%	26.7%	0.0%	中建	——
福州	安商房、达限价后摇号	-16.1%	-13.1%	59.7%	30.3%	城投、华筑	须建设可建住宅 100% 的安商 房，由政府回购
济南	房地差高，楼面价为 TOP5	6.2%	16.1%	46.0%	0.0%	龙湖	——
青岛	计容建筑面积最大	3.5%	11.0%	29.3%	0.0%	万科	——
武汉	楼面价最高	6.4%	17.6%	59.0%	89.9%	香港置地、南山	——
北京	转入竞报高标准建设方案阶段	10.6%	27.9%	61.0%	26.8%	保利、华润、金地	政府持有商品住宅产权份额 20%
沈阳	楼面价最高，限地价	9.3%	24.1%	34.1%	18.2%	万科	竞配政策性租赁住房 14600 m <sup>2</sup>
天津	溢价最高，且达到限价， 唯一一宗竞配建土地	13.8%	30.6%	54.1%	53.3%	招商	——
长春	唯一一宗触及竞配建地块	1.3%	8.1%	27.3%	29.4%	华润	配建租赁住房建筑面积 4100 米
广州	配建南沙区重点工程项目	13.0%	26.5%	30.5%	0.0%	越秀、南投、 中铁建	配建南沙区重点工程项目 (一期)，建设金额 19 亿元
深圳	普通商品住房，双限双竞	-3.8%	13.1%	54.5%	45.1%	龙光	无偿移交 11200 m <sup>2</sup> 只租不售的 人才住房
重庆	楼面价第二	1.1%	10.4%	58.3%	63.9%	中信房地产	——
杭州	优质宅地	5.0%	17.8%	71.3%	53.2%	滨江、融信	竞自持比例 17%
无锡	配建人才房	3.1%	13.3%	58.4%	6.9%	华润	配建 5000 m <sup>2</sup> 人才房成品住宅， 以样板房交付标准移交

资料来源：CREIS，贝壳网，华安证券研究所

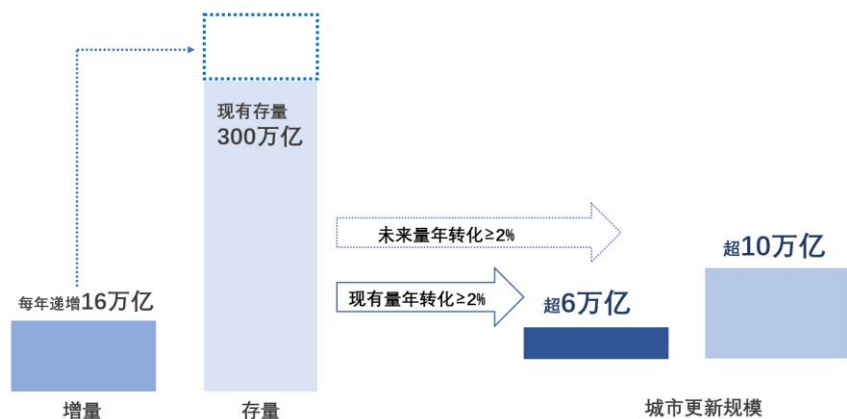
备注：毛利率和净利率采取华安地产测算模型计算，a) 各典型项目成交价包含重大工程、学校的配建成本和政府回购款抵扣，不包含除学校外其他配套设施的配建成本，仅在计容建面中扣除了相应的配套建面；武汉项目配建幼儿园具体规模不明，未计入成交价；在项目地块有房价限价要求时，用限价代替对标二手房价参与计算。b) 学校配建成本计算规则：每班 30 人，规划用地指标幼儿园 16 平米/人，小学生 20 平米/人，初中 25 平米/人；建造成本按 4000 元/平米价格，计入总成本

### 3 招拍挂进入微利模式，城市更新迎来破局

#### 3.1 城市更新跨入新纪元，利好政策持续加码

**核心城市迈入存量时代，城市更新政策持续加码。**改革开放以来，中国城市化进程快速增长，2020年末我国常住人口城镇化率超过60%，标志着从增量时代转向存量时代的城市化新时期的来临。一二线刚性限价城市核心区域土地开发趋近饱和、土地供应日益紧张，城市更新有助于盘活存量用地，推动空间转型升级，满足城市经济社会发展需要，逐渐成为城市发展的新常态。**中央城市更新相关政策密集出台，随着“十四五”规划明确提出实施城市更新行动，城市更新已上升为国家战略。**2021年4月12日，发改委官网发布了《关于印发〈2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务〉的通知》，通知第十七条规定，“实施城市更新行动。在老城区推进以老旧小区、老旧厂区、老旧街区、城中村等‘三区一村’改造为主要内容的城市更新行动。加快推进老旧小区改造，2021年新开工改造5.3万个，有条件的可同步开展建筑节能改造。在城市群、都市圈和大城市等经济发展优势地区，探索老旧厂区和大型老旧街区改造。因地制宜将一批城中村改造为城市社区或其他空间。”全面贯彻2021年3月12日发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中对城市更新的定位，**城市更新作为中国城市发展新思路的战略目标之一将从2021年开始正式全面推开。**近年来，城市更新政策频出，各地纷纷加大对城市更新重视程度。得益于较高的城镇化水平与开放成熟的市场环境，我国城市更新项目早期多在珠三角深圳、广州等地开展试点。深圳城市更新相关政策最为密集、完善，2009年发布全国首部城市更新办法——《深圳市城市更新办法》，2021年发布全国首部城市更新条例——《深圳经济特区城市更新条例》。

图表 39 房地产增量存量转换及城市更新规模



资料来源：佳兆业战略研究院，华安证券研究所

**图表 40 一线城市城市更新相关主要政策梳理**

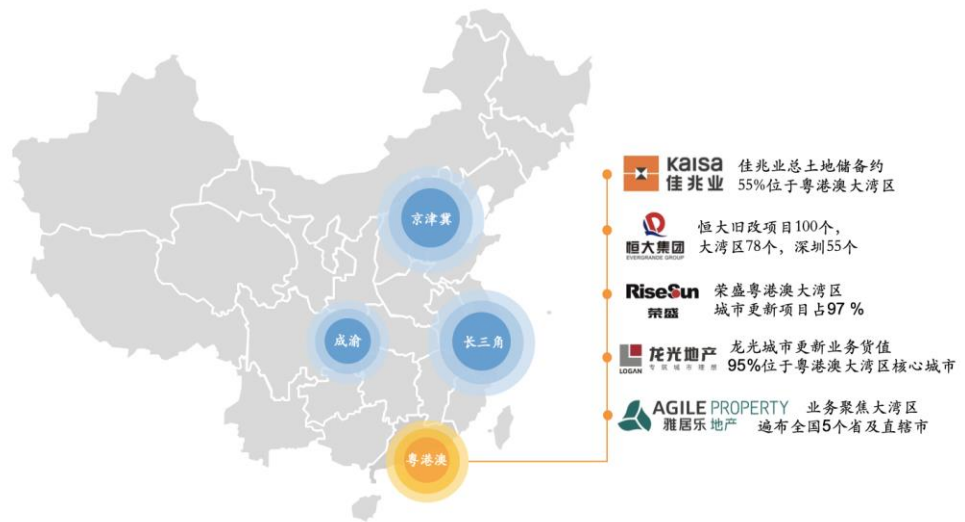
地区	时间	政策/法规
全国	2021	国家发改委印发《2021 年新型城镇化城乡融合发展重点任务》的通知
	2021	“十四五”规划明确提出实施城市更新行动，“城市更新”首次写入政府工作报告
	2020	全国住房和城乡建设工作会议首先提出，全力实施城市更新行动，推动城市高质量发展
	2020	将城镇老旧小区改造纳入专项债券支持范围，鼓励房地产开发企业参与老旧小区改造
	2019	中央政治局会议提出“实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程”
	2019	中央经济工作会议提出“加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房”
	2015	《国土资源部关于进一步做好棚户区改造工作有关问题的通知》
北京	2021	《关于实施城市更新行动的指导意见》
	2021	《2021 年北京市老旧小区综合整治工作方案》
	2021	《北京市城市更新行动计划（2021-2025）》
	2020	《北京市老旧小区综合整治工作手册》
	2020	《北京市人民政府关于实施城市更新行动的指导意见》
	2018	《老旧小区综合整治工作方案（2018-2020 年）》
	2016	《关于进一步加快推进棚户区和城乡危房改造及陪同基础设施建设工作的意见》
上海	2021	上海城市更新基金成立，总规模约 800 亿元
	2017	《关于深化城市有机更新促进历史风貌保护工作的若干意见》
	2016	《关于本市盘活存里工业用地的实施办法》
广州	2021	《广州市城市更新条例（征求意见稿）》
	2021	天河区发布十四五规划和 2035 年远景规划纲要，城市更新项目合计 87 个；产业储备项目重点提及天河中央商务区等片区
	2018	《关于促进资源高效率配置推动产业高质量发展的若干意见》
	2017	《广州市人民政府关于提升城市更新水平促进节约集约用地的实施意见》
	2015	《广州市城市更新实施办法》
	2015	《广州市城市更新办法》
	2012	《广州市人民政府关于加快推进三旧改造工作的补充意见》
	2009	《广州市人民政府关于加快推进三旧改造工作的意见》
深圳	2021	《深圳经济特区城市更新条例》施行
	2021	《深圳市住房发展 2021 年度实施计划》计划更新整备用地 91 公顷；旧住宅区拆除改造（棚户区改造）用地 81 公顷
	2020	《深圳经济特区城市更新条例》通过
	2019	《关于深入推进城市更新工作促进城市高质量发展的若干措施》
	2018	《深圳市城中村《旧村》总体规划（2018-2025）》
	2018	《深圳市综合整治类旧工业区升级改造操作指引（试行）》
	2016	《深圳市棚户区改造项目界定标准》
	2016	《深圳市人民政府令（第 290 号）深圳市城市更新办法》
	2016	《深圳市人民政府关于农村城市化历史遗留产业类和公共配套类违法建筑的处理办法》
	2016	《深圳城市更新十三五规划》
	2016	《深圳市城市更新项目创新型产业用房配建规定》
	2012	《深圳市城市更新办法实施细则》
	2009	《深圳市人民政府令（第 211 号）深圳市城市更新办法》
	2008	《关于推进深圳市工业区升级改造试点项目的意见》
	2004	《深圳城中村（旧村）改造暂行规定》

资料来源：各城市自然资源与规划局官网，城市更新网——粤港澳大湾区三旧改造助推平台，华安证券研究所

在“存量盘活”的背景下，越来越多的房企为了降低整体风险在获取土地端打出“组合拳”，将目光从瞄准房地产开发“上半场”的招拍挂转移到“下半场”城市更新。据克尔瑞数据统计，80%的TOP100上市房企、88%的TOP50上市房企均参与城市更新，并且51%的百强房企城市更新规模已超百万平方米。随着“三道红线”、“两集中供地”等政策落地，招拍挂市场竞争愈发激烈，房企利润空间不断缩减、短期资金需求加大、长期财务压力加重。在可预见的未来，房企将加大通过独立运作、收并购或权益合作等多渠道参与城市更新的力度。在企业发布的2020年公司年报中，以下企业将城市更新作为企业发展战略写进报告，致力于为城市注入新活力，成为“城市运营商”和“美好城市共建者”“生活运营商”。“城市运营”成企业年报高频词与未来共同转型目标。

根据企业年报数据显示，目前城市更新业务多聚焦粤港澳大湾区。1) 全国布局的规模化房企代表恒大在全国拥有旧改项目100个，其中大湾区78个，深圳55个；2) 京津冀房企异地扩张代表企业荣盛发展在粤港澳大湾区城市更新项目占97%；3) 粤港澳大湾区本土房企是城市更新主力军，其中佳兆业总土地储备中约55%位于粤港澳大湾区，同时也是公认的城市更新“头部玩家”；龙光城市更新业务货值95%位于粤港澳大湾区核心城市；雅居乐城市更新业务聚焦大湾区，同时业务遍布全国5个省及直辖市，甚至深入华北及中原地区。

图表 41 房企城市更新项目布局多聚焦粤港澳大湾区



资料来源：公司2020年年报，华安证券研究所

备注：仅分析粤港澳大湾区城市更新参与度较高的房企



图表 42 2021 年 Q1TOP50 房企年报提及城市更新内容






全口径 面积排名	企业简称	公司年报提及城市更新内容及战略定位
2	中国恒大	集团拥有旧改项目 100 个，大湾区 78 个（深圳 55 个），太原 8 个，石家庄 2 个，郑州 2 个，其他城市 10 个。在头部城市向世界级都市圈演进的过程中，TOD、有机更新、产城融合等都将是未来城市的必要元素。在主导城市更新项目过程中始终秉持尊重历史文脉、保留城市记忆的理念，为城市发展注入新的活力，近年来打造了深圳南头古城、上海上新所、广州永庆坊、北京望京小街、苏州淮海街、福州烟台山等多个项目，获得社会好评
3	万科地产	经过多年稳健发展，已具备城市开发与产业整合运营的综合能力，从“中国家庭美好生活整合服务商”升级为“美好城市共建者”
4	融创中国	发挥央企资源整合优势，创新拓展方式，加大城市更新等多元化拓展力度
5	保利发展	将根据“十四五”规划内容围绕城市运营的城市更新，进一步关注存量市场，在存量时代中寻找新的增量，从城市发展商向生活运营商不断迈进
7	新城控股	大力发展城市更新业务，培育后城市化进程中的获地与开发能力，通过城市更新为城市注入新的创新要素，激发城市的内在活力，由社区运营升级到城市运营
8	金科集团	2020 年 7 月 29 日，本集团与上海市黄浦区签订合作框架协议，将对黄浦区建国东路 67~71 街坊历史风貌保护及城市更新项目五幅土地进行开发建设，总投资额达人民币 590 亿元。此项目是本集团发展历史上投资规模最大的项目，亦是重要的民生工程
9	中海地产	生态圈要素型业务包括城市建设运营、城市更新、长租等，联合三大主营业务共同构建城市投资开发运营体系
10	华润置地	年内通过多元化渠道获取的新增土地储备占总新增土地储备的一半以上，成效显著
13	旭辉集团	棚改旧改政策等多因素层层叠加或将进一步增加公司的经营和转型压力
14	招商蛇口	产城市更新、社区改造等存量市场时代来临，通过城市更新行动，提升城镇化发展质量
19	美的置业	面向未来城市更新的主战场，尽快形成适应于公司的城市更新投资模式
20	阳光城	本集团提前布局城市更新，城市更新人才经验及资源丰富，是粤港澳大湾区城市更新标杆企业。随着城市更新项目加速转化，将实现土储扩容与利润水平的双丰收
21	奥园集团	<b>集团实施“地产+城市更新+产业”三驾马车的发展战略，2019~2021 蝉联“中国房地产城市更新优秀企业第一名”</b>
22	佳兆业	2018 至 2020 年，已孵化货值超人民币 900 亿元，未来三年预计可孵化货值约为人民币 1,500 亿元，转化率进一步提速
26	龙光集团	自 2017 年发展城市更新业务，致力拓展旧村改造、旧厂改造、旧城改造及棚户区改造的相关发展
27	雅居乐	<b>城市更新项目是本集团实现高回报及提供流动资金的最佳项目。本集团过往已累积大量具有高转换潜质的城市更新项目组合，这是取得价值被低估、具高上升潜质土地储备的重要途径。</b>
29	富力地产	凭借丰富的旧改经验、优异的产品品质及综合体运营能力布局大湾区内广州、深圳、佛山、东莞等重要城市，正在积极推进超过 30 个城市更新项目
45	合景泰富	公司 50%的土地来源于城市更新，对在公开市场招拍挂拿地的依赖度较低。截至 2020 年末，时代中国已拥有城市更新项目超 160 个，潜在总建筑面积约 5337 万平方米，在行业内处于领先地位。2020 年，时代中国成功转化 8 个城市更新项目，总建筑面积约 262 万平方米；其中 5 个转为土储，总建筑面积约 220 万平方米，占 2020 年新增土储超六成
50	时代中国	

资料来源：公司年报，克尔瑞，华安证券研究所

备注：房企排名依据克尔瑞 2021 年 1~6 月销售全口径面积

**城市更新体系迭代升级，规划理念与时俱进。**城市更新已步入 4.0 存量整治新阶段。我国城市更新起步于上世纪 70 年代，在城市更新萌芽期，项目多由政府或国有单位主导。目前，城市更新从“一元决策”变为“多元参与”，由政府作为引领者、规划者，开发商作为实施者，公众作为参与者，在多元利益主体间相互协作。以往城市更新业态相对单一，围绕住房、社区建设等硬环境改造。自 2000 年以来，城市更新规划内容更加注重改善人居环境，倡导可持续发展、有机协调更新、智慧城市创建等内容。

图表 43 城市更新发展阶段概述

	1.0萌芽期	2.0提速期	3.0探索期	4.0进化期
 时间	1970-1980年	1990-2000年	2000-2013年	2013年至今
 参与主体	政府、大型国企 国有事业单位	政府、大型国企	政府、国企、房企	政府、国企、房企
 重点工程	职工建房 小规模单体住宅改造	大型综合体 大型社区	物业产品 城市配套服务	文化保育 生态智慧服务
 主要内容	“推倒重建” 生活空间扩容	硬环境更新 旧城改造	软环境更新 产业重构	有机城市更新 “片区统筹、产业赋能”
 规划特点	“多快好省” 大干快上	“土地财政”导向 大规模开发	规划先行 改善人居环境 丰富城市形态	整治存量资源 智慧城市 可持续发展

资料来源：《佳兆业集团控股战略研究院 2020 年房地产行业白皮书》，《城市远见：更唱迭和，晓喻新生——佳兆业 2021 年全国城市更新行业报告》，华安证券研究所

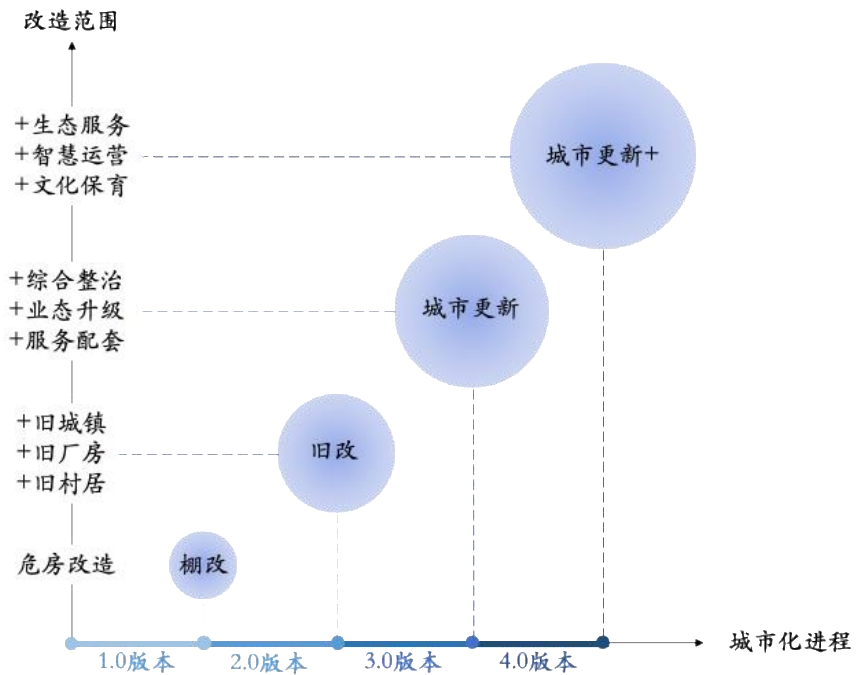
**值得注意的是，棚改、旧改和城市更新三个概念存在内容、区位和时间三个维度上的不同：1)“棚改”即棚户区改造，主要针对“质量安全隐患、使用功能不齐全、配套设施不完善的老旧住宅区项目”，内容主要是“推倒重建”，开始于 80 年代，主要集中在 90 年代至 21 世纪初“土地财政”导向大规模开发和三四线去库存的大背景下。2018 年 7 月在住建部明确提出因地制宜推进棚改货币化安置后，棚改逐步进入调整期，为了抑制大量社会资金进入地产行业，未来五年内大规模推进“棚改”的概率很小。2)“旧改”在“棚改”的基础上加入了“旧城镇、旧厂房、旧村居”改造，外延更为丰富，但是核心不同点在于旧改不完全是整拆重建，而是修缮改造升级+新建基础设施，旧改比棚改推动难度更大。旧改开始于 20 世纪初，始于对房龄 40 年左右社区的改造，后面扩大到“三旧”范围；在城市更新探索期，后注重“软环境”方面的构建更新，如引入品质物业等。3)“城市更新”及“城市更新+”在“棚改”“旧改”的基础上，更加注重城市资源均衡配置、空间规划优化、产业统筹协调，如对原址进行综合整治，融入商业、旅游业、文创等多业态更新，并引入城市运营商对项目进行活化与维护，落脚点在存量资源整合优化、历史文化保护、打造智慧城市、可持续发展及提升城市能级方面。**

高能级城市如北上广深的老旧中心城区以城市更新 3.0 和 4.0 版本为主，但也同时存在“棚改”和“旧改”案例；部分一线城市组团中心和二线城市中心区主要以 2.0 版本“旧改”为主；低能级城市以 1.0 版本“棚改”为主，但是因棚改政策弱化，部分城市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，在《“两集中”加速结构分化，行业“周期”重估》中将此类城市定义为“需求透

支城市”。棚改、旧改和城市更新三者交错并行、迭代更新。

**城市更新模式“因项制宜”，激活城市跳动新脉搏。**根据《深圳市城市更新办法实施细则》，按照不同项目类型的改造力度，城市更新被划分为拆除重建、功能改变和综合整治三类。1) 拆除重建类项目是我国城市更新的主要内容。在其中，根据被改造客体的差异，可划分为旧村（城中村）、旧厂（工业项目）、旧城（旧住宅区）改造三类，旧村改造项目利润更为丰厚，但项目持续时间普遍更长，难度也是三者中最高的，因涉及拆迁补偿款和村民协议，一般旧村所涉及的户数较多，且要逐户谈判，耗时最长；旧厂改造则仅涉及几个自然人股东，程序方面比旧村要简化。2) 功能改变类项目多为政府引导、地产开发商运营的“半市场化模式”；多涉及业态调整，要求房企具备多业态开发经验与较强的城市运营能力；且项目周期存在不确定性，要求企业具有充足的资金储备；项目利润薄，多为政府引导下的企业公益性质项目。3) 综合整治类“微改造”项目侧重城市功能活化更新、基础设施迭代提档。综合整治类项目多由政府进行引导与支持，土地使用权、用途均保持不变。对于房企来说，这一块利润最薄，且考验后期经营能力，但是也是其他房企最易进入城市更新赛道的切入口，此类房企秉持“以时间、利润换未来空间”的战略。

图表 44 城市更新发展阶段概述



资料来源：《广东省旧城镇旧厂房旧村庄改造管理办法》，《城市远见：更唱迭和，晓喻新生——佳兆业 2021 年全国城市更新行业报告》，华安证券研究所

图表 45 综合整治、功能改变、拆除重建概念辨析

类型	主要特征	土地使用权	用途	投融资模式	典型案例
拆除重建	推倒重建				旧村（城中村）改造
	点状保留	基本变化	基本变化	类似地产开发	旧厂（工业项目）改造
	增量开发				旧城（旧住宅区）改造
功能改变	少量拆建	因项制宜	因项制宜	投资基金	旧工业区更新
	提质增效			建设信贷	旧商业区更新
				资产证券化	历史街区修缮运营
综合整治	不予拆建	不变	不变	政府引导	老旧小区改造
	设施升级			政府支持力度大	生态修复
					环境改善

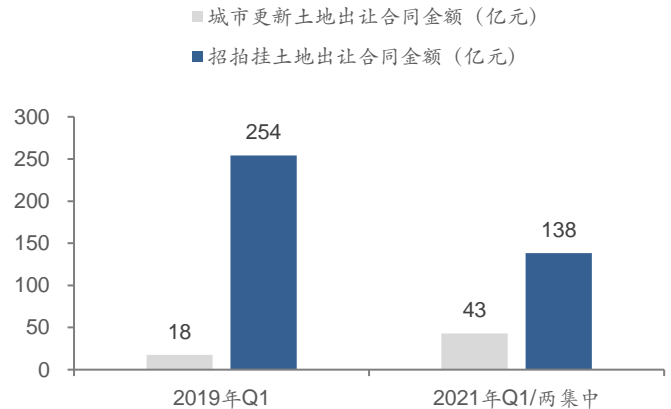
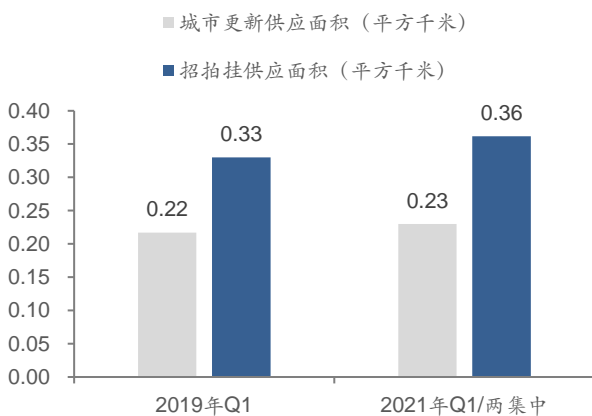
资料来源：《中国城市更新论坛白皮书》，《深圳市城市更新办法实施细则》，《广州市城市更新专项总体规划（2018-2035年）》规划，华安证券研究所

城市更新为土储重要途径，价值被低估，增长空间大。2019年起城市更新政策频出，2020年迎来城市更新元年，国内30余个城市发布城市更新政策。据《佳兆业2021年全国城市更新报告》，我国城市更新市场空间大，且规模日益扩大，目前存量总市值为500万亿，按年城市更新速率2%计算，城市更新项目将释放出每年10万亿元的价值。大湾区增量时代已逐渐走向尾声，步入存量时代，招拍挂市场体量日益缩小，在22城中，深圳土地供应面积位列全国第21位，2021年深圳市城市更新项目土地供应面积为两集中土地供应面积的64%。

同时，城市更新项目拿地成本较低，以深圳为例，2021年城市更新项目成交金额为两集中土地出让金31%，单位土地供应成本约为18700元每平方米。

图表 46 深圳市城市更新、招拍挂土地供应面积对比

图表 47 深圳市城市更新、招拍挂土地供应金额对比



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

目前，城市更新整体毛利率40%~50%，净利率约为15%，而普通住宅开发项目的利润一般在10%左右。针对不同改造类型，旧村改造利润率最高，旧厂与旧城改造次之。在“土地两集中”政策背景下，土地招拍挂资金需求量大、资金链条



紧张，房企拿地难度加大。产业勾地、二级市场收并购、城市更新等多渠道拿地途径也成为越来越多房企的战略选择。随着弹性限价城市逐渐转化为刚性限价城市，城市更新将成为未来土地市场热点领域。在市场有效竞争的情况下，房企作为市场竞争中的理性参与者，在看到城市更新项目巨大的红利后，必然瞄准机会相继涌入城市更新赛道分享超额利益，城市更新项目的获得成本将提高。

## 3.2 城市更新考验房企经营、融资、协调三大能力

### 3.2.1 运作周期较长、业态复杂，考验房企经营能力

城市更新项目运作周期较长、业态复杂，考验房企综合经营能力。由于城市更新项目运作时间长、周转率低、风险大，要求房企具备充足的流动资产以抵抗项目无法如期转化对企业现金流所带来的冲击。城市更新项目有以下特点：

1) 周期长，城市更新村改类项目周期短则 5~8 年，长则 10 年以上，高于业内住宅开发周期 2.5~3 年。在“三旧”改造中，“旧厂”项目多为单一业主，产权清晰，前期协调难度低，整体开发周期约为 3~5 年。“旧村”“旧城”改造中产权复杂，开发周期一般为 5~8 年，且项目蕴含一定风险，若项目进展受阻，周期一般大于 10 年。

2) 参与更新的主体（房企）进入项目的节点要求严苛，前期无耕耘后期无收获；城市更新项目流程相较普通开发项目流程更为复杂，需在招拍挂前付出大量成本获得村集体与地方政府的青睐：**a) 第一个节点为项目申报。****b) 项目纳入标图建库后，开发商需进村摸排数据、获取资料。**村委有义务提供全村土地、人口、经济、产业、公共配套等基本信息。为更好地了解村内情况，开发商常选择以带有目标拆迁村成分的中介服务商合作。一般而言，在中标后正式确定合作企业。然而，在实际操作环节，在进村摸排阶段已形成排它性壁垒，即如果在第一个节点没能进来，后续作为主要合作主体参与的概率极小；**c) 第三个节点进入专项规划阶段**，需由村集体经济组织初步确定合作企业，并编制片区策划与项目实施方案，确认项目业态及配建面积等信息；**d) 在规划编制后，进入第四、五节点——方案审核与批复**，得到省市区政府与 80% 以上村民（含村改居后的居民）和世居祖屋权属人同意；**e) 第六节点是拆迁安置补偿环节**，每一期 80% 以上权属人签约后，方可启动房屋拆除；**f) 一般情况下，需要在第七节点进行定向招拍挂，再步入正常开发建设流程。**深圳的开发流程较为特殊，在完成拆迁安置补偿后，参与一级开发的企业可跳过定向招拍挂流程直接着手进行项目开发。在广州的政策中，也可跳过招拍挂，直接与村集体签署转让协议；**g) 招拍挂后，便迈入正常开发建设流程**，项目可转为土储。

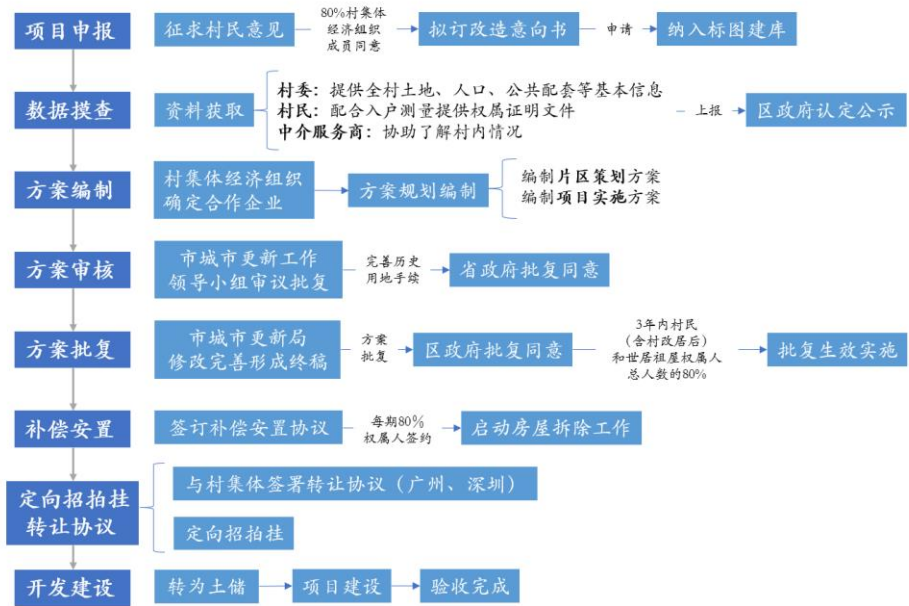
**3) 城市更新利好主营业务丰富的、具有多业态开发经验的头部房企，而对这部分企业而言，可以在参与项目的过程中可嵌入物业、文创、旅游业等多元化业务，通过良好的运营表现进一步扩大品牌效应、证明企业开发能力，从而进军“城市运营”新赛道：**a) 与传统住宅项目不同，城市更新的现金流主要来自项目开发完成后业态自持所产生的现金流，工改项目多要求企业以租赁的形式部分自持或自行将商业项目投入运营，因此需要企业发挥运营能力，保证项目如期成功转化，并保持稳定、可增长的现金流。b) 城市更新退出路径相对较窄、且改造难度大，如在开发过程中遇到问题难以为继、停滞不前，会形成巨大的资金损耗，这在无形中对企业的前期项目规划定位、后期协调运营等多方面能力提出更严峻的挑战。c) 与商住、商业开发项目不同，城市更新项目具有很强的异质性，难以进行开发



经验规模化复制，需要“因项施策”，对企业的规划定位、资源整合、维护运营等综合能力提出了更高的要求。

**政府也在为缩减项目周期提供合理化制度支持。**譬如于2020年12月立法通过的《深圳经济特区城市更新条例》首创“个别征收+行政诉讼”制度：“在签订搬迁补偿协议环节，住宅类历史违建签约人数达95%，且个别业主经行政调解后仍未能签订搬迁补偿协议的，区政府可对未签约部分房屋实施征收。”由此可见政府致力于在拆迁环节帮助企业破解城市更新周期长、全盘协调难度高、项目不确定性大等问题。

图表 48 城市更新发展阶段概述



资料来源：广州城市更新网，华安证券研究所

### 3.2.2 长期占用资金量大，考验房企融资能力

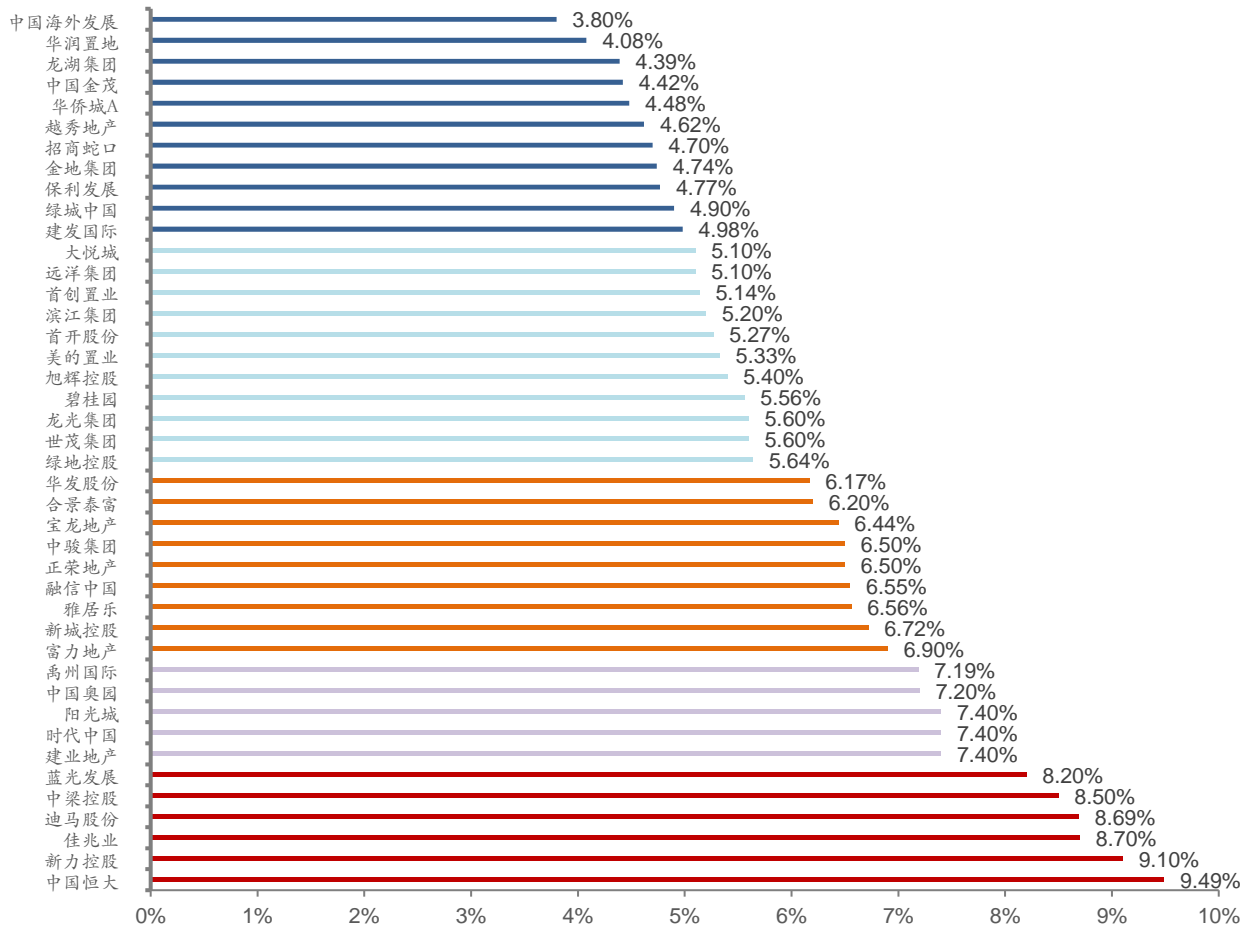
**1) 城市更新资金投入密集，利好资金实力雄厚、融资成本低、资金结构合理的房企。** a) 从短期来看，目前所留存的城市更新项目多位于城市核心区域，改造成本高。 b) 从长期来看，利息支出占用资金量大。根据亿翰智库2020年典型上市房企融资成本排行榜，房企融资成本在3.8%~9.49%之间，平均融资利率为6.11%，中位数为5.62%。且城市更新周期相对宅地开发周期更长，进一步制约企业规模增长动能。因城市更新过程中周期和城市更新主体行为具有不确定性，会对现金流造成极大冲击，且城市更新项目转让与退出机制模糊，云南城投、滨江集团等房企的部分城市更新项目被迫最终流产转卖。

**2) 覆盖城市更新项目“投资-建设-运营”三阶段。**三阶段分别适用三种类型的城市更新融资模式： a) 除城市更新产业基金外，企业也可借助城市更新私募基金在投资阶段进行资金募集。 b) 在建设阶段，主要借助银行、信托、政策性机构进行贷款融资。 c) 第一太平戴维斯在《历史文化街区的活化迭代》城市更新白皮书系列中提到，在城市更新运营阶段，通过发行房地产信托投资基金(REITs)、抵押贷款证券化(CMBS)、收益权资产证券化(ABS)等资产证券化的方式存在一定困难。不同于常作为资产证券化标的的商业物业项目，城市更新项目的基础

资产权属复杂，难以清晰梳理以实现资产权益的真实转移和风险隔离；同时，城市更新项目开发周期长、难度大，项目现金流与收益均存在不确定性。

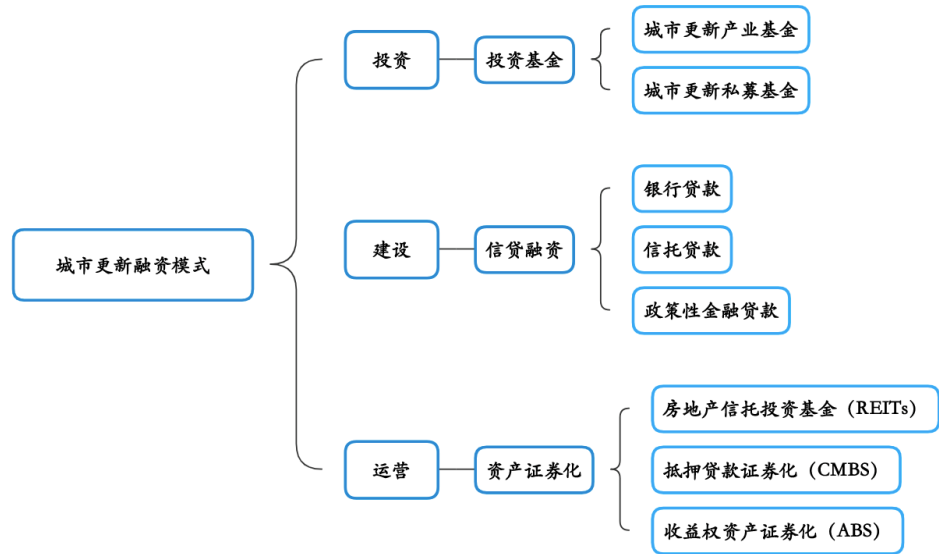
**为优化城市土地利用格局、纾解企业融资压力，广州、北京、上海等地政府纷纷设立城市更新基金**，有利于：a) 发挥基金市场化运作优势，为企业提供充足资本支持；b) 提供合作平台，产生资源聚合效应。在不同城市，参与基金的房企有着不同模式特征：i) 广州城市更新基金项目的主要参与者为本土房企；ii) 北京城市更新基金的主要参与主体包括本土和外来房企；iii) 上海对社会资本持有更加包容开放的态度，整体规模大、实力强劲的外来房企万科、招商蛇口等粤系企业也得以加入，同时也引入国寿、太保、中保等资金实力雄厚的保险资管平台为项目提供资金保障；对于微型、零星分散的城市更新项目，能力有限、实力薄弱，但活跃的小型房企也能积极参与城市更新业务，企业可凭借各自优势片区或专长，以获得差异化优势。

图表 49 2020 年典型上市公司融资成本排行榜



资料来源：公司公告，亿翰智库，华安证券研究所

图表 50 城市更新发展阶段概述



资料来源：《中国城市更新论坛白皮书》，华安证券研究所

图表 51 城市更新基金设立情况

时间	城市/区域	资金规模	基金名称	参与主体	资本代表
2017 年 7 月	广州	2000 亿元	广州城市更新基金与 广州国资开发联盟	地方房企	越秀、广铁、珠江实业
2021 年 5 月	北京海淀	300 亿元	中关村科学城城市更新与发 展基金	地方房企 外来房企	北京建工集团 中建七局、上海宝冶
2021 年 6 月	上海	800 亿元	上海城市更新基金	外来房企 保险资管	招商蛇口、中交、万科、国寿、 太保、中保

资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

### 3.2.3 政企合作为主，考验房企协调能力

相较传统住宅项目，房企进入城市更新项目的门槛更高。城市更新所涉及政、企、民等主体，产权结构复杂，要求房企具备成熟的开发经验与优秀的协调能力，创建多元合作伙伴关系。**1) 对政府而言，其出发点及核心诉求是在保障村民利益的基础上建配基础设施、推动城市升级**，而城市更新项目存在风险，牵扯到多方主体，如果项目不能如期转化，会造成人力物力的浪费，损害公共利益。因此，为规避风险，政府更倾向于与有经验积累或以往合作经验从而能产生信任感的开发商合作。这也导致城市更新行业集中度高，先发优势明显。**2) 出于资金、资源互补的需求，城市更新项目承接方在同业间展开合作，发挥“1+1>2”的资源整合效应。**

a) 新进入城市更新领域的大公司往往倾向于和深耕多年的地方性房企合作，意在共担风险，大公司优势在于廉价资金成本和多元化业态经营能力，地方性房企优势在于成熟的城更团队、丰富的项目经验及良好的政企关系，如金茂和福星惠誉于 2020 年签署战略合作框架以顺利进入广州城中村改造项目，旭辉与新三板上市公司丹田股份合作珠海宁堂村旧改项目以切入旧改赛道。b) 城市更新领域强强联合，资源互享抢占市场，如花样年和奥园于 2020 年签订城市更新战略合作协

议，双方未来将就大湾区城市更新项目展开深度合作。c) 直接引援有资金实力或融资能力强的投资方，如 2021 年俊发和平安不动产之间的战略合作，平安这方更倾向于进行财务投资，俊发则发挥专业所长进行实操。**3) 在城市更新拆迁安置补偿环节，企业需要亲自与村民或村集体签订搬迁与安置协议，协调难度大且协调结果不确定性高。**“旧厂”产权多为单一主体，协调难度相对较低，“旧村”产权以户为单位，各业主具有同等否决权，需要企业与各业主进行合同签订。而协调主体众多，难以在短时间内达成一致意见，博弈时间较长。且各村村改项目权属结构复杂各异，违规违建现象频繁，村内土地产权不清晰，也要求企业在了解透彻当地真实情况的基础上确权。城市更新是多元主体共生、博弈、竞合的动态系统，需要充分平衡各方主体利益，在拆除重建这一资源重新配置的过程中实现收益共享至关重要。为破解城市更新过程中的协调沟通难题，佳兆业、富力、华润等企业相继成立下属城市更新子公司。

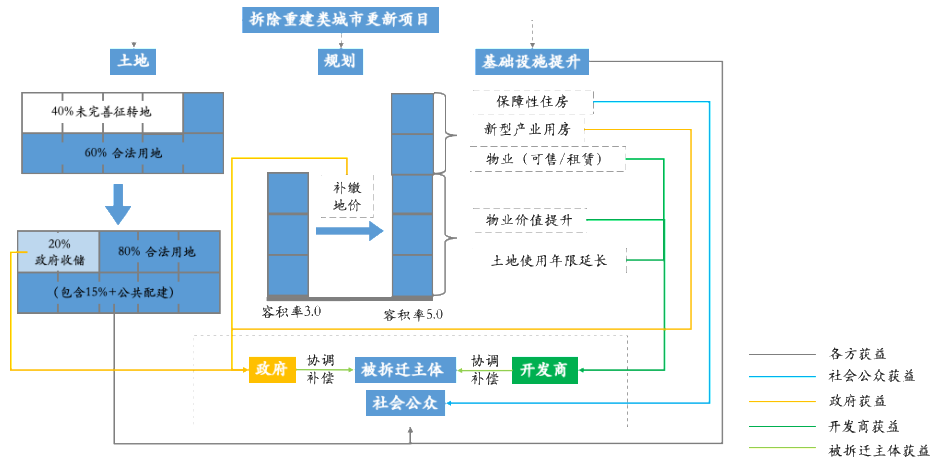
相较于棚改、旧改，城市更新资金规模更大，因此需要更多社会资本加入，也更强强调**“政府引导下工商资本与农民集体合作共赢模式”**。以深圳为例，根据深圳市的城市更新划分标准，相较于功能改变与综合整治类城市更新项目具备很强的公益性质，拆除重建类项目可向政府、开发商、社会公众等多元主体释放更大溢价。

1) 在土地端，通过政府和房企介入土地整理，协调违法土地利用现象、肃清不清晰产权后，总更新范围不变，合法用地范围得到提升。拆除重建后，政府获得了更大的溢价。20%土地转为国有储备用地，这部分溢价由政府获得；15%转为公共配建用地，该部分溢价可供城市居民共同享有。

2) 通过项目重新规划，地块容积率得到提升，提供新的利润增长点，以激发各类主体积极参与市场化运作过程。a) 根据城市更新主体主要根据《深圳市城市更新办法》、《深圳市城市更新办法实施细则》和《深圳市人民政府办公厅印发关于加强和改进城市更新实施工作暂行措施的通知》等文件，城市更新主体（土地所有权人或开发商），向政府补缴土地价款，向政府补缴相应地价差额。b) 项目建成后，开发商需无偿移交以建筑面积为基数配建一定比例的新型产业用房和保障性住房。新型产业用房由政府按成本价回购，由政府获得溢价；保障性住房面向特定住房需求者出售或租赁，这部分溢价由社会公众获得。c) 重建后项目物业品质提升、物业年限拉长、物业面积扩大，该部分超额收益由开发商获得，这也是拆除重建类项目中的主要开发收益，也是地产商进入项目的核心激励因素。

3) 除土地与规划面积增加等核心溢价外，基础设施提升也体现在居住环境、管理水平的提升，且基础设施改善也会带来强正外部性，改善城市整体风貌。

图表 52 城市更新发展阶段概述

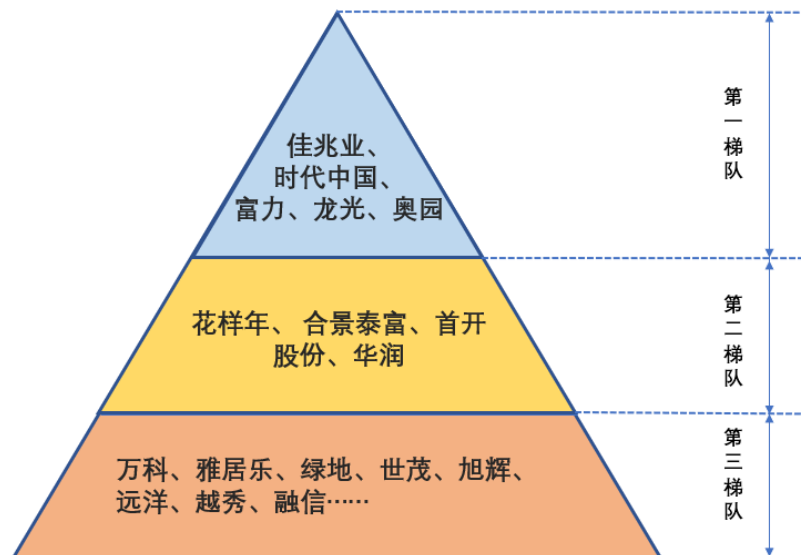


资料来源：三旧改造研究院，华安证券研究所

### 3.3 主流房企参与模式详解

目前，广泛参与城市更新的房企主要包括两类：**1) 以佳兆业、龙光、奥园等为代表在城市更新领域深耕并积累多年经验的头部玩家**，往往扎根大本营，率先跨越城市更新门槛，可敏锐感知地方政策动向，政企关系良好，且在当地形成了良好的城市更新开发口碑。**2) 以万科、融创、华润等头部房企为代表的行业龙头**。在前期，龙头房企往往利用自身强大的品牌影响力强、雄厚的资金与丰富的多业态开发经验等优势，采用“以时间、利润换空间”原则，以博得地方政府青睐，进军城市更新领域，以拓展土地储备，抑制“规模焦虑”并发挥城市运营综合优势。

图表 53 佳兆业位于第一梯队



资料来源：公司公告，华安证券研究

备注：因梯队排序依据各企业在 2019 年和 2020 年年报里的城市更新面积和储备货值，因此未统计恒大、碧桂园、融创、绿景中国、招商蛇口等未在年报里披露完整数据的企业



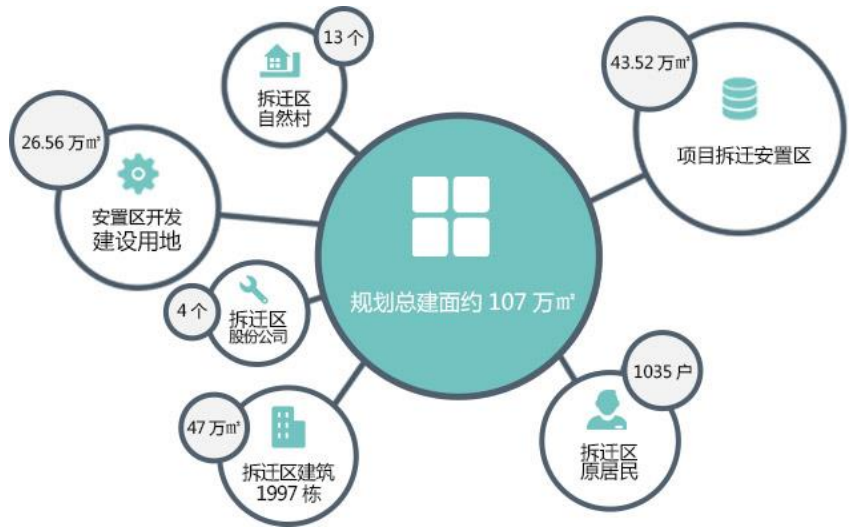
### 3.3.1 佳兆业：城市更新“头部玩家”，旧改起家土储丰厚

**1) 粤系房企代表佳兆业深耕大湾区城市更新项目，具有先发优势和地缘优势。**粤港澳大湾区城市更新改造起步最早，政策红利最为丰厚，发展最为成熟，市场最为开放，为城市更新改革先行点与风向标。**2) 公司项目经验丰富，专业的团队做专业的城市开发。**通过成功改造深圳的烂尾楼项目，1999年佳兆业声名鹊起，打响城市更新第一枪，目前已积累22年城市再开发经验。城市更新赛道和传统住宅开发项目最大的差异在于城市更新对企业规划、研判、签约、拆除等方面开发经验的依赖性更强。城市更新经验积累是量变到质变的过程，一般需要5~10年的沉淀与积累。凭借20余年的业务积累，佳兆业在城市更新领域已形成一套覆盖规划设计、商务谈判、拆迁回迁、开发建设和运营服务等全方位的运作流程。标杆案例的积累也让佳兆业能够占据更大的市场地位，赢得政府和业主的信任。**3) 口碑良好，具备极强的政府信任感。**2019~2021年佳兆业蝉联“中国房地产城市更新优秀企业第一名”。**政府风险偏好低，公建等配套资源是其核心诉求，如果项目不能如期转化，核心诉求则得不到满足。**因此，政府更倾向于产生“路径依赖”，与有项目开发成功率高、经验积累丰富的开发商合作。这也导致城市更新行业集中度高，先发优势明显。**4) 项目储备充裕，锁定拿地成本极大程度降低风险。**2020年，佳兆业成功转化9个城市更新项目，转化建筑面积约180万平方米，转化货值人民币640亿元，稳居城市更新第一梯队。随着赛道内更多玩家争相涌入，在市场参与者理性且市场充分竞争的前提下，各房企获得城市更新项目成本会越来越高，利润预期也会被摊薄，更多的竞争者入局会挤压城市更新项目毛利率在未来的增长空间。佳兆业优势在于，因起步早现仍有百余个高毛利项目储备在手，未来业绩有极大确定性。高量高质的土储可以帮助佳兆业锁定成本，应对未来城市更新拿地成本上行的风险。

截止目前，佳兆业已成功打造包括深圳平湖佳兆业广场、深圳佳兆业·桂芳园、深圳佳兆业·可园、深圳佳兆业城市广场、深圳 KPR 佳兆业广场等项目在内的经典案例，赢得社会各界的一致好评。从项目提出到完成招标历时8年，最终，**2011年，佳兆业被各行业专家一致评定选为深圳市首宗异地安置城市更新项目——“盐田三村、四村和西山吓村整体搬迁项目”的中标发展商。**项目位于盐田港后方陆域，属深圳“十二五”60个标志性项目之一，总占地面积26.56万㎡，总建筑面积107.09万㎡，并规划有超13万㎡两大集中式商业mall+融合式街区商业，配备有包括社区公园、学校、社康中心、文化活动室等2.27万㎡公共配套设施，是**集高端住宅、高端公寓、购物中心及甲级写字楼等复合业态于一体的综合体项目**。项目分为12个地块开发建设：8个地块将用于开发建设佳兆业·山海城，优先用于村民回迁；4个地块将焕新作为佳兆业盐田城市生活广场，用于对外公开销售。



图表 54 盐田三村、四村和西山吓村整体搬迁项目规划情况



资料来源：深圳市盐田区人民政府，华安证券研究所

值得一提的是，仿照曼哈顿“高线公园”，项目还建有盐田区专属“高线公园”——独具特色的空中花园走廊，天街。1)对于居民而言，天街可连通并联动小区两个高端集中商业及滨海风情商业街，同时，天街也作为活力平台为居民提供休闲娱乐空间。2)对政府而言，天街作为 24 小时开放的城市公共空间，也是盐田港打造“融合港城、融合山海、融合生活”的现代化滨海新城形象所不可或缺的重要锚节点与标杆设计。

图表 55 盐田区天街效果图

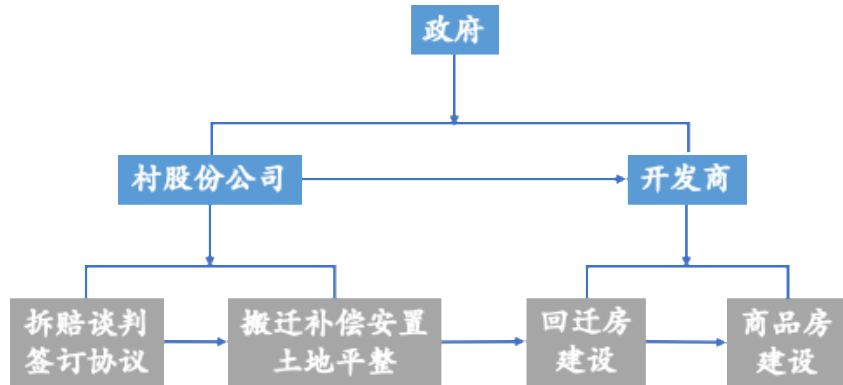


资料来源：佳兆业商业，华安证券研究所

在本项目中，政府负责项目规划并制定整体搬迁的改造方案，以及实施过程中的管理、监督、协调和拆赔策略；由村股份公司出面协调、平衡拆迁各方主体在谈判及补偿安置过程中的利益；佳兆业作为发展商，主要负责回迁房建设、商品房出售等工作——三方各司其职，有效地调动政府、村民和开发商等多元博弈主体力量。佳兆业始终秉持“量身定制”的回迁理念，最大程度提升村民满意度。1)在竞标获得改造权后，佳兆业便协同村股份公司与村民进行了为期一年的意见交换与设计调整，在核查分析旧村人口结构、户型需求的基础上，因项制宜确定了最

终面积从 54~132 m<sup>2</sup> 的六种户型设计方案。2) 本着精益求精的品质追求, 佳兆业按照“**高档设计、精品物业**”的理念开发整体搬迁项目, 在盐田整体搬迁项目中特别引进美国 RTKL、香港城设公司等国际顶级设计团队对项目景观进行设计优化, 并吸纳 RTKL 所提出的新潮设计方案——将每层楼的外立面改造为环绕整个楼层的白色飘带, 并辅以弧形钢化夹胶玻璃, 使得建筑更富流动感与造型感。

图表 56 政府主导下的开发商和村股份公司合作开发



资料来源: 《城市运营核心逻辑——美好生活的责任与荣耀》, 华安证券研究所

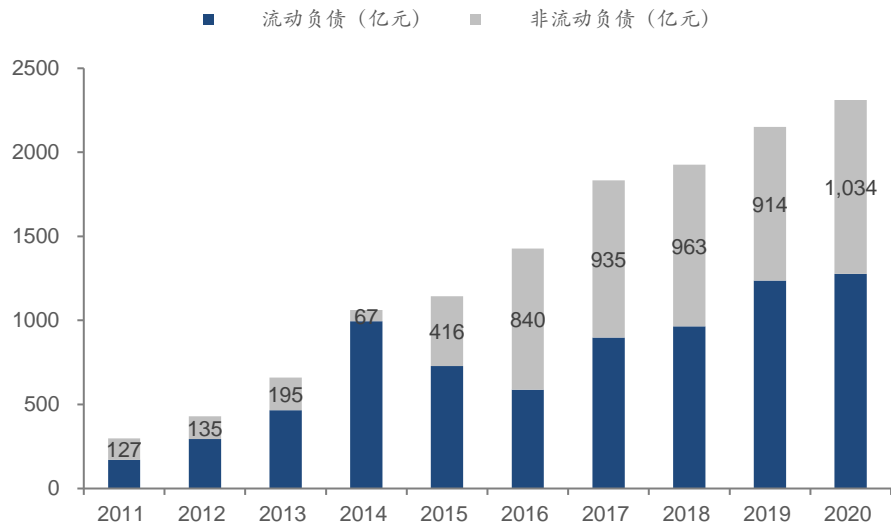
**化挑战为机遇, “双轮驱动”提速异地安置回迁周期。**该项目作为异地搬迁项目, 回迁物业的建设和业主签约同步进行, 大大考验了房企的运营与协调能力——签约伊始样板房就须建成。但佳兆业化挑战为机遇, 通过“双轮驱动”战略, 以回迁促建设, 以建设推动回迁, 大幅缩短从签约到获得回迁房屋的周期, 于 2017 年 10 月完成首批 816 户回迁计划。

**在获得先发优势的同时, 作为销售规模排名 TOP30~50 地方民企的佳兆业面临降负债、扩大销售及降低整体融资成本压力。**1) 在负债端: a) 房地产资管新规“三条红线”出台后, 行业逐渐从逐利、无序的金融性扩张回归理性、有序的经营性增长。三年来佳兆业剔除预收账款的资产负债率与净负债率逐年降低, 于 2020 年降至 70.3% 及 97.9%。剔除预收账款的资产负债率超过监管标准 30bps, 但在 2021 年 3 月 26 日, 公司按“7 供 1”基准进行供股融资, 该指标有望降至 70% 以下。现金短债比在 2020 年提高至 1.56——三条红线从红色档降至黄色档, 需按监管要求满足“有息负债年增速不得超过 10%”条件。b) 2016 年以来, 企业流动与非流动性负债规模逐年上升, 资产负债率有所下降, 在为企业扩张提供资金动力的同时也提示了一定的操作风险。2) 在销售端, 提升销量的核心在于提高项目转化速度提高, 压缩回款时间, 资金回笼也可在降低融资压力并降低净资产负债水平。3) 在融资端, 佳兆业融资信贷端融资成本较高, 可通过: a) 提高项目周转率; b) 依托资产雄厚型或低融资成本型企业权益合作破解资金难题。根据图表 49 2020 年粤系民企佳兆业融资成本为 8.7%, 位于 TOP50 房企中第 48 位, 融资成本高于规模型房企龙湖 (4.39%)、金茂 (4.42%) 和央企中国海外发展 (3.80%)、华润置地 (4.08%)。可见佳兆业在融资端无明显优势, 且融资成本中的利息支出严重侵蚀了企业利润, 收入结转滞后, 导致利息支出当期化之间的错位。4) 根据公司年报数据, 在 2020 年佳兆业新收购城市更新土地储备中, 81% 的项目通过合作的方式联合其它企业并购获得, 综合建筑面积权益比为 61.2%, 综合货值权益比为 58.12%。

$$\text{综合建筑面积权益比} = \frac{\sum \text{权益建筑面积}}{\sum \text{权益建筑面积} / \text{应估权益}}$$

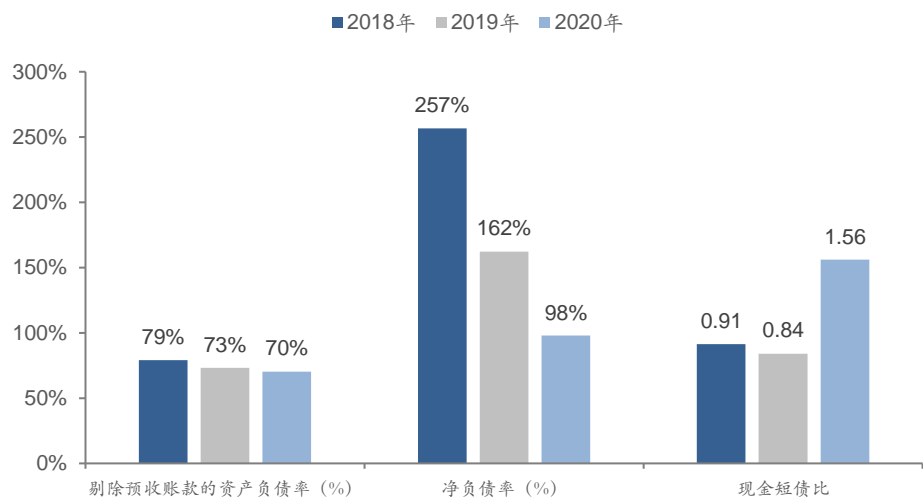
$$\text{综合货值权益比} = \frac{\sum \text{权益代价}}{\sum \text{权益代价} / \text{应估权益}}$$

图表 57 佳兆业 2011~2020 年负债情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 58 2018~2020 年佳兆业三条红线触达情况



资料来源: 公司年报, wind, 华安证券研究所

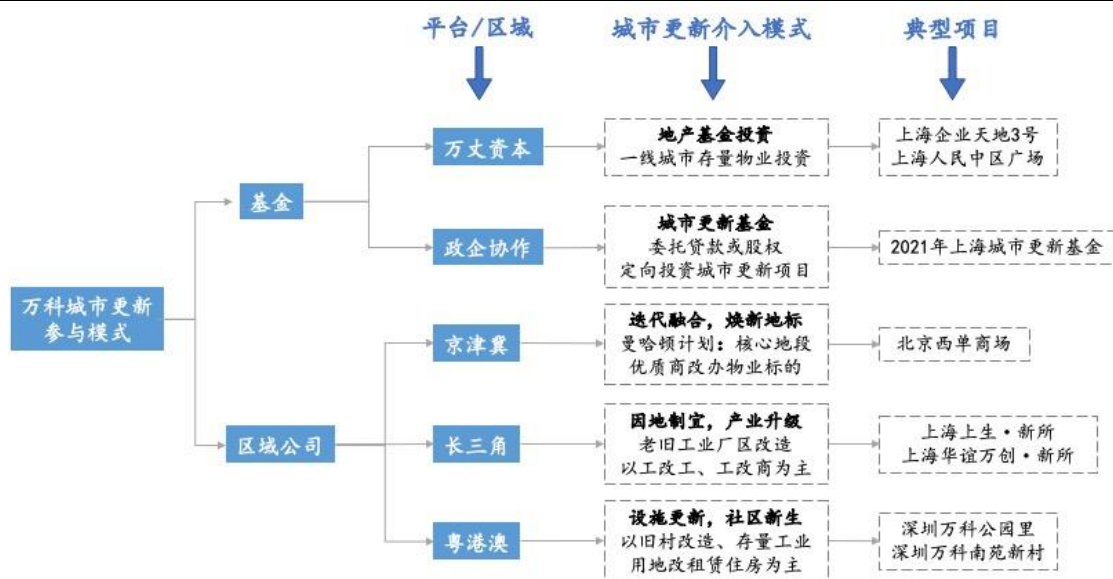
### 3.3.2 万科：行业龙头把握机遇，瞄准千万亿城市更新赛道

目前，万科作为行业战略风向标已率先转向城市更新基金项目，未来城市更新基金将成为头部房企参与城市更新的主流模式，利好开发经验丰富但缺乏资金支持的地方房企与资金实力雄厚但未在区域内深耕的头部房企。

万科城市更新参与模式主要分基金平台投资和区域公司操盘两大类，其中基金平台主要依靠：1) 万丈资本，万科集团全资直属的存量资产管理平台，主要任务是探索“金融和存量资产收购改造”，参与的典型城市更新项目包括上海企业天地3号、上海人民中区广场等；2) 政企协作模式下的城市更新基金，2021年6月上海总规模达800亿的城市更新基金正式成立，将定向用于投资旧区改造和城市更新项目，首批战略合作名单中就有城市更新“后起之秀”万科。

万科区域公司落地项目主要分四类：**1) 修旧如旧焕发新生：历史文化建筑群修复保护**，代表项目有上述分析的上海上生新所、广州永庆坊、深圳南头古城、福州烟台山历史风貌区等；**2) 迭代融合重塑地标：老旧街区业态焕新升级**，代表项目有苏州淮海街等；**3) 因地制宜产业升级：老旧工业厂区改造**，代表项目有华谊万创新所、南京悦动新门西、成都猛追湾等；**4) 消除隐患舒心环境：老旧小区单元微更新**，代表项目有宝山路街道257街坊等。

图表 59 万科城市更新项目分类



资料来源：公司官网，华安证券研究所

万科在上海的标杆项目上生新所（哥伦比亚公园）更新项目，采用土地混合发展模式基础，在开发内容上采取“空间”、“文化”和“内容”三个维度再生策略，在建筑形态上以传承历史文化建筑遗产为主，在文化形态上致力于提升新华路文化街区影响力，在运营上打造国际文化艺术街区，为上海乃至全国提供了一个优秀的范例。上生新所，位于延安西路1262号，地处享有“上海第一花园马路”盛名的新华路历史风貌区。主要由孙科别墅、哥伦比亚乡村俱乐部、海军俱乐部3处历史建筑、11栋贯穿新中国成长的工业改造建筑、4栋风格鲜明的当代建筑组成。上世纪20年代由美国建筑师哈沙德设计的“哥伦比亚乡村俱乐部”是在华外侨的核心活动场所之一，1951年哥伦比亚俱乐部与



相邻的孙科故居为上海生物制品研究所接管征用，2016 年上生新所进行搬迁，随后万科中标此地块的城市更新项目，2018 年上生新所正式对外开放，改建后总建筑面积达 4.9 万平方米，其中办公面积 3.6 万平方米、商业面积 1.3 万平方米。

**万科对这一历史文化街区的整体更新是基于万科“尊重历史文脉、延续城市肌理”的更新理念，致力于实现“历史建筑保护+文创产业聚集+存量资产增值”三重目标，**主要将建筑群分为以下 4 个区域分别进行重塑：**1) 适宜修缮保留的建筑**，基本上依照历史建筑“修旧如旧”原则进行修缮，如哥伦比亚乡村俱乐部与孙科住宅，对建筑的立面与空间进行修复，最大化还原建筑原貌，提升建筑安全性；**2) 保存不佳但有一定历史渊源的建筑**，处理方法是在妥善保留部分历史遗存基础上进行商业改造，如覆盖休闲商业和文化展览等。如海军俱乐部游泳池是上海为数不多保留至今的英制马赛克贴面泳池，改建后曾作为 Adidas 的新品发布会使用，泳池周边 20 世纪 80 年代改建的二层配套用房也被继续保留下来改建为水岸餐饮休闲店铺使用，前二者的保护、再利用符合“尊重历史文脉”原则；**3) 状况一般的厂房、办公等建筑**，主要是上海生物制品研究所遗留的工业建筑，主要根据建筑自身特色，结合功能通过局部新材料的植入、再装饰，赋予建筑新面貌。如麻腮风大楼改建中，保留现代主义简洁的外观和水刷石外墙饰面，底层局部架空并插入全新的“玻璃盒子”空间来满足商业需要，控压泵房改造则用镜面不锈钢包裹外立面，与历史建筑群共同围合成一个历史感与现代感穿插的公共广场；**4) 保存价值不大，进行拆除的建筑**，如储运仓库，集中在整个改建区域外围，或重建或退让给绿地、广场等。原址作为研究所空间，呈现封闭内向的特征，但是改建后的创意园区，需体现“开放、共享”的特点，打通周围居民区形成互动通道以提升街区活力。因此对工业建筑的改造及外围保存意义不大的建筑进行拆除、重建也符合“延续城市肌理”原则。

上生新所引入多业态，是集创意办公室、酒店、活动空间、文化场地、零售空间和餐厅为一体的综合性社区。其中有 NEVER'SFAMILY 与 Seesaw Coffee 联手打造 Seesaw 奈娃联名主题快闪店、国际一线设计师事务所 AAI、IDEO 和上海首家葛屋书店。

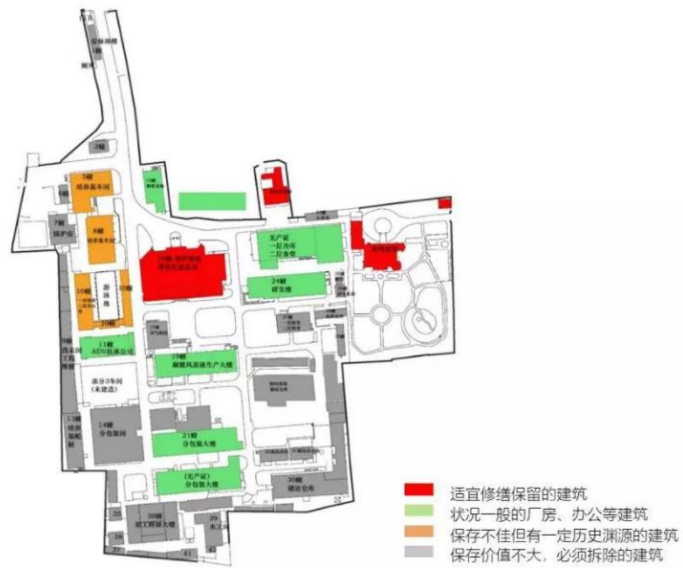
图表 60 上生新所城市更新案例



资料来源：佳兆业战略研究院，华安证券研究所



图表 61 上生新所城市更新项目平面示意图



资料来源：北京清大文创，上海闵行规划，华安证券研究所

对于城市更新，万科优势在于：**1) 作为头部房企资金雄厚**，城市更新项目改造资金压力大，周期比普通住宅项目长，十分考验开发商的资金实力；**2) 综合多业态开发能力强**，万科是国内较早开展多元化业务的开发商，更新项目多涉及历史风貌保护和综合开发，需要引入商业商办等业态，十分考验开发商后期运营能力，万科在商业商办、物业、长租公寓和文旅方面均有布局，部分历史街区更新改造有些还涉及文旅等小众业态，万科无论是从项目经验还是人员储备上都有优势；**3) 政企关系良好**，城市更新项目依托于政府和企业建立协同合作的良性发展机制，现正当政策扶持窗口期，有良好合作关系的企业更有机会拿到优质项目；**4) 过往成绩有保证，标杆“网红”项目亮眼**，2021年6月10日在澎湃城市更新大会上，上海上生新所和北京万科时代中心望京小街被评选为“城市更新最佳活力街区”。除此之外，万科在多个核心城市实施了不同类别的城市更新，陆续改造了广州永庆坊、深圳南头古城、南京悦动新门西、苏州淮海街等一系列地标项目，推动城市空间结构优化和品质提升。

## 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；（3）城市更新型：佳兆业集团、合景泰富集团、富力地产、首开股份。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。