

# 中性

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
金地集团	600383.SH	11.38	未有评级
万科A	000002.SZ	22.75	未有评级
保利地产	600048.SH	12.12	未有评级
龙湖集团	0960.HK	36.45	未有评级
佳兆业集团	1638.HK	2.22	未有评级
碧桂园服务	6098.HK	53.95	未有评级
永升生活服务	1995.HK	14.68	未有评级
华润万象生活	1209.HK	38.55	未有评级
融创服务	1516.HK	18.64	未有评级
新城悦服务	1755.HK	15.70	未有评级
宝龙商业	9909.HK	22.35	未有评级
星盛商业	6668.HK	3.79	未有评级

资料来源：万得，中银证券

以2021年8月20日当地货币收市价为标准

## 主要催化剂/事件

与长期以来零散分布的供地模式相比，集中供地对政府计划供地、企业决策竞地产生了重大的影响。随着首批集中土地出让全部落地，政策影响及未来走向逐渐明朗。

## 相关研究报告

《房地产2021年7月统计局数据点评：单月增速转负，新开工降幅扩大，土地+建安双降降低投资》20210816

《房地产行业第32周周报（8月7日-8月13日）：集中供地政策调整，房企利润率有望回升，地产估值有望修复》20210816

《房地产行业7月月报：楼市成交热度明显回落，地市供应断档成交量价齐跌》20210810

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

## 房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

联系人：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121070048

# 对首次集中供地的深度分析与对后续的“七点猜想”

作为2021年房地产行业的新政，土拍两集中从供给端改变了土地市场的运作逻辑。截至6月末，22城已全部结束首批集中成交，新政落地有以下五大特征：

**整体市场量价齐涨、热度不减：**1) 首轮供地节奏各异，广州最积极（首批供地占全年计划的54%），深圳、厦门较保守（占比10%），Q3进入供应空窗期。2) 首批集中出让成交总价破万亿，根据我们的测算，22城今年住宅土地出让金或达2.4万亿。3) 22个重点城市首批集中出让合计成交785宗地，成交总建面1.05亿平；楼面均价9993元/平，较去年增长20.7%；平均溢价率15.3%，较去年提升了1.6个百分点，整体热度较高的主因在于开发商急于在上半年补货以求年内实现销售及回款。4) 房企仍将重点放在重点22城土拍上，非热点城市仅聚焦长三角。

**城市地价普涨、溢价分化、流拍多有下降：**1) 近七成城市地价上涨，重庆和厦门地价涨幅超80%、溢价率超30%，无锡、北京、杭州、南京超七成地块封顶成交，长春、青岛、郑州底价成交地块占比超75%。2) 45%的城市溢价率高于均值，市场热度不一，其影响因素城市基本面>供地质量>限定竞得方式严厉程度。流拍率下降城市居多，长春、天津因房企参与度低出现较多撤牌。

**短期供应波动较大；部分城市最高限价低于去年同期：**1) 8城平均限价低于去年同期销售价格，较2021年1-7月的实际销售均价低7.3%。同时我们认为，对于原本库存相对较低、去化周期较短的城市，政策利好于后期的供应增长，销售量价将平稳提升。2) 高标准商品住宅方案评选叠加户型限制条件调整，未来产品供应结构将兼顾刚需及改善型需求，同时产品品质的要求也更高。

**土地资源集中度显著提升，规模房企以及国企央企成最大赢家：**1) 22城保证金合计2500亿，在高额保证金集中缴纳的压力下，土地集中度大幅提升10个百分点。TOP30房企的保证金规模1070亿，平均保证金比例为25.7%。2) TOP30房企平均在5个城市拿地，拿地率高达39.7%，近三成位于长三角。3) 首批共有224个房企拍得土地，拿地金额超100亿的有28家，超500亿元的有融创、招蛇和保利。

**首批热点城市静态利润率下行；限竞房项目减少为房企的利润空间提供了一定的保障：**1) 22个城市的平均静态毛利率为34%，较去年下降了8个百分点，高自持与高配建进一步拉低预期毛利率6个百分点。一线城市因严控地价+准入条件高，盈利空间有保障（39%），市场热度较高+部分不设地价上限的强二线预期毛利率较低（23%），城市基本面相对不强的弱二线城市房企竞拍热情相对不高，溢价率较低，平均静态毛利率达38.6%。2) 一梯队房企多布局一线+弱二线，二梯队68%的地块布局弱二线，侧重于在自身擅长且有利可图的城市布局，利润率均超30%。二梯队房企在各线城市的毛利率均衡度及整体利润率（34%）均是最高。三梯队房企利润率均衡度显著较弱，重仓强二线（63%的地块），整体毛利率（24%）不及一、二梯队。一线城市中，三梯队房企拿地不多但静态毛利率最高，不过深圳考虑配建后毛利率会被摊薄。强二线城市中，因资金实力+区域深耕，一、二梯队房企预期利润率显著高于三梯队房企；二梯队略高于一梯队4-6个百分点。弱二线城市中，各梯队房企毛利率相差不大且相对较高，预计市场空间会被进一步打开。3) 有限竞房的的城市数量从11个减少至8个，北京、广州、苏州今年集中供地后取消限竞房，预期盈利空间改善。

基于首批集中供地政策落地的情况，我们对二三批次集中土拍提出七点猜想：

**从政策角度：**1) 严格限制地价和溢价率。2) 为配合“摇号”和“一次性合理报价”，“禁马甲”政策将进一步优化“打补丁”。3) 拿地规则渗透到“前中后”全流程管控。4) 在配套政策利好下，租赁住房供应力度大幅提升，新房市场结构逐步向纯商品房、新型共有产权房、租赁住房、商业配套结构转变。5) 品质竞争成新常态。

**从行业角度：**由“控表面地价”向“控实际地价”转变，后续集中土拍热度下降，行业利润空间有改善预期。

**从房企角度：**上半年拿地较为积极的龙头房企投资强度或有所缓和；中小企业拿地概率提升，但龙头房企的综合拿地实力更强。

## 投资建议

与长期以来零散分布的供地模式相比，集中供地对政府计划供地、企业决策竞地产生了重大的影响。随着首批集中土地出让全部落地，政策影响及未来走向逐渐明朗。虽然首批集中土地出让的政策效果不及预期，但我们认为二三批次集中土拍，尤其是第三批集中土地出让的预期利润率将有回升的空间，带动估值修复。供给端政策多管齐下完善房地产长效机制，行业进入发展新阶段，落实了从融资端到投资端的透明化管理，持续助推行业向“管理运营驱动”转化，利好资金、市场研判、运营管理、产品力、营销能力等综合实力强劲的头部房企。我们建议关注：1) 开发板块：金地集团、万科A、保利地产、龙湖集团、佳兆业集团。2) 物业板块：碧桂园服务、永升生活服务、华润万象生活、融创服务、新城悦服务、宝龙商业、星盛商业。

## 评级面临的主要风险

政策效果不及预期；房地产调控持续升级；销售超预期下行；融资持续收紧。

## 目录

前言.....	8
<b>1 首批集中出让量价齐涨，市场热度不减；预计今年 22 城住宅土地出让金达 2.4 万亿.....</b>	<b>10</b>
1.1 首轮供地广州最积极，深圳、厦门较为保守；Q3 进入供应空窗期.....	10
1.2 首批 22 城住宅土地成交总价破万亿，预计全年 2.4 万亿.....	12
1.3 首批 22 城集中土拍成交建面 1.05 亿平；楼面均价近万元，溢价率达 15%.....	13
1.4 房企仍聚焦重点城市土拍，非重点城市仅聚焦长三角.....	15
<b>2 从具体城市看，地价普涨、溢价分化、流拍率多有下降.....</b>	<b>17</b>
2.1 渝厦楼面价涨幅超 80%，湘渝汉新地王诞生.....	17
2.2 城市间市场热度分化，影响因素城市基本面>供地质量>限定竞得方式.....	18
2.2.1 城市基本面：东北二城较弱，房企看好城市群中热点城市.....	21
2.2.2 供地质量：重庆、合肥、厦门四成以上的优质土地供应显著拉升土地溢价率.....	21
2.2.3 限定竞得方式：“两限三高”降溢价；北京最为严苛，重庆、武汉最宽松.....	23
2.3 多数重点城市流拍率下降，仅长沙、济南、南京略有提升.....	25
<b>3 对楼市的影响：短期供应波动较大；部分城市最高限价低于去年同期.....</b>	<b>27</b>
3.1 首批项目集中入市后，市场供应充裕起来，利好库存与去化周期较低的城市.....	27
3.2 产品供应结构将兼顾刚需及改善型需求，产品品质被提到重要高度.....	28
<b>4 房企分析：土地资源集中度显著提升，规模房企以及国企央企成最大赢家.....</b>	<b>30</b>
4.1 首批 22 城近 2500 亿的土地保证金使得房企谨慎做好“多选题”；TOP30 保证金规模 1070 亿，平均保证金比例 25.7%.....	30
4.2 TOP30 房企平均进驻 5 个重点城市，获地率高达 40%，近三成地块位于长三角.....	32
4.3 土地资源集中度提升幅度超 10 个百分点，国企与头部房企优势尽显.....	33
4.4 高热城市以合作形式拿地的占比超 20%，中小房企通过合作拿地破局.....	35
<b>5 盈利空间分析：首批热点城市静态利润率下行；限竞房项目减少为房企的利润空间提供了一定的保障.....</b>	<b>38</b>
5.1 首批 22 城平均静态毛利率 34%；部分城市高配建、高自持、无偿代建压缩毛利率 6 个百分点；一线盈利空间有保障，强二线利润率较低.....	38
5.2 梯队房企在各能级城市的毛利率均衡度更高，预计弱二线城市的市场空间会被进一步打开.....	40
5.3 限竞房项目城市从 11 个减少至 8 个，北京、广州、苏州取消后盈利空间有保障.....	43

<b>6 猜想：供地政策向“控实际地价”调整，预计二三批次集中土拍热度将下降，房企盈利空间有望改善.....</b>	<b>44</b>
6.1 从政策角度：土拍规则的调整方向主要聚焦严控实际地价、“禁马甲”打补丁、加强拿地全流程管控、提升租赁住房用地占比和促良性品质竞争 .....	44
6.1.1 部分首批高热城市将面临严格限地价和溢价的土拍规则升级，从源头杜绝高溢价	44
6.1.2 “禁马甲”政策配合“摇号”和“一次性合理报价”的竞得方式进一步优化调整	45
6.1.3 拿地全流程管控或加强，组合拳式的土地出让规则具备借鉴意义.....	45
6.1.4 配套政策利好下，租赁住房用地占比有望持续上升.....	46
6.1.5 品质竞争成为新常态，北京和杭州先行试点 .....	47
6.2 从行业角度：鉴于项目开发周期、三道红线和供地政策调整等因素，预计后续集中出让热度或下降，行业利润空间有所改善.....	48
6.3 从房企角度：“摇号”、“一次性合理报价”或使中小企业拿地概率提升，但龙头房企的拿地能力仍更具竞争力 .....	50
<b>7 投资建议 .....</b>	<b>53</b>
<b>8 风险提示 .....</b>	<b>54</b>

## 图表目录

图表 1. 22 城首批集中土拍基本情况梳理 .....	8
图表 2. 新政落地后的首批集中土地出让的五大特征，后续二三批次的土拍的几点猜想 .....	9
图表 3. 22 城平均房价增速为 7.1%，高于全国销售均价 5.9% 的增速 .....	9
图表 4. 22 城住宅用地成交规划建面占百城比例近四成 .....	9
图表 5. 重点城市首批土地集中出让分布在 4 月中旬到 6 月 .....	10
图表 6. 重点城市首轮集中供地节奏广州最为积极，深圳、厦门较为保守 .....	11
图表 7. 广州首批成交面积占全年供地计划的比重为 54%，长春和沈阳三批次出地量约占全年供地计划的比重或仅为 17% 和 1% .....	11
图表 8. 2021 年首批集中出让土地的成交总价排名前三的城市为北京、杭州和广州 .....	12
图表 9. 2021H1 厦门、长沙、上海、南京、郑州、长春、广州上半年土地成交总价较 2019、2020 年同期增速超 50% .....	12
图表 10. 预计 2021 年厦门、合肥、南京、长沙土地成交总价将实现超 70% 的高速增长 .....	12
图表 11. 按照我们的测算，今年 22 个重点城市土地出让金合计超 2.41 万亿元，较 2019-2020 年均值增长 8.6% .....	13
图表 12. 2021 年上半年 22 个重点城市住宅类用地成交建面同比增长 11.5%，较 2020 年增速有所提升 .....	13
图表 13. 2021 年首批集中出让土地的成交总建面排名前三的城市为武汉、南京和长沙 .....	14
图表 14. 2021H1 土地成交量较去年同期有明显增长的城市有厦门、长沙、长春、南京、合肥和上海 .....	14
图表 15. 2021 年首批 22 个重点城市住宅类用地成交楼面均价为 9993 元/平，较 2020 年增长 20.7% .....	15
图表 16. 从 4 月开始重点城市陆续开始首批集中土地出让，非重点城市土地供应节奏放缓 .....	16
图表 17. 非重点城市的楼面均价居高不下，或与非重点城市供应优质土地有关 .....	16
图表 18. 重点城市开始集中土拍后，非重点城市的平均土地溢价率有所下滑 .....	16
图表 19. 多数城市地价上涨表现依旧突出，尤其是重庆和厦门，地价涨幅超过 80% .....	17
图表 20. 重庆、长沙、武汉三城诞生新的单价地王 .....	18
图表 21. 22 城平均土地溢价率为 15.3%，较 2020 年全年平均小幅提升了 1.6 个百分点 .....	19
图表 22. 无锡、北京、杭州、南京、宁波和厦门的触顶成交率较高，长春、青岛和郑州的底价成交率较高 .....	19

图表 23. 无锡、北京、杭州、南京、宁波和厦门的触顶成交率较高，长春、青岛和郑州的底价成交率较高.....	20
图表 24. 对于土地溢价率的影响，城市基本面>供地质量>限定竞得方式的严厉程度.....	20
图表 25. 22 个重点城市基本面数据一览.....	21
图表 26. 从供地区域来看，重庆、郑州、合肥、厦门四城供地质量较高.....	22
图表 27. 重庆首批集中供地主城区地块供应占比明显增多，从 2020 年的 60.9% 提升至 69.7%.....	22
图表 28. 厦门、郑州、无锡、天津、重庆、南京、北京、武汉、上海、青岛的供地质量相较于去年有所提升.....	22
图表 29. 各地首批集中土地限定竞得方式因城施策，其中北京最为严厉.....	23
图表 30. 由于上海首轮土拍竞价环节设置中止价、最高报价和一次性书面报价，从源头上杜绝了高溢价的可能性.....	23
图表 31. 合肥、厦门的平均配建比例较高，成都和无锡自持比例超过 10%，杭州自持比例达 9%.....	24
图表 32. 部分城市对土地保证金和出让金缴纳的规则有所放宽.....	24
图表 33. 广州、福州、杭州“分期付款”时间最长可达 1 年，武汉、长春放松了付款周期的要求.....	25
图表 34. 重点 22 城整体流拍率下降，仅长沙、济南、南京流拍率略有提升.....	26
图表 35. 首批集中出让的项目中宁波、成都、南京、杭州、深圳销售最高限价均值均低于 2021 年 1-7 月的住宅销售均价.....	27
图表 36. 对于原本库存相对较低、去化周期较短的城市，政策利好于后期的供应增长.....	28
图表 37. 2021 年上半年北京商品住宅成交中 90 平米以下的户型成交套数占比为 63.7%.....	28
图表 38. 2021 年上半年深圳商品住宅成交中 90 平米以下的户型成交套数占比为 53.0%.....	28
图表 39. 多数重点城市向低容积率转变，产品居住舒适度明显提升.....	29
图表 40. 各地对产品品质提出了更细致的要求.....	29
图表 41. TOP20 房企的土地保证金多在 50-300 亿之间.....	30
图表 42. TOP30 房企首批集中土地出让保证金合计 1070 亿元，平均保证金比例为 25.7%.....	31
图表 43. 青岛、郑州和长沙首批集中土地出让中土地保证金平均比例高达 91%、50% 和 49%.....	31
图表 44. TOP30 房企平均进驻 5 个重点城市.....	32
图表 45. TOP30 房企在 22 个重点城市的平均获地率为 39.7%.....	32
图表 46. TOP30 房企在首批集中拿地中主要分布在长三角区域（拿地建面占比为 27.6%）.....	32

图表 47. 集中土拍下, CR30 土地集中度高达 68.2% (按拿地金额分)	33
图表 48. 集中土拍下, CR30 土地集中度高达 57.0% (按拿地建面分)	33
图表 49. 拿地金额超过 100 亿元的房企达到 28 家, 融创中国 (755 亿元)、招商蛇口 (521 亿元) 和保利地产 (516 亿元) 位居前三	33
图表 50. 拿地宗数超过 10 宗的房企达 15 家, 融创中国 (44 宗)、万科 (35 宗) 和保利地产 (26 宗) 位居前三	34
图表 51. 首批集中土地出让中, 融创中国、保利地产和万科相对较为积极	34
图表 52. 国企在 22 城平均的拿地数量占比为 49%; 本地企业平均的拿地数量比例为 37%	35
图表 53. 国企获取地块的平均土地溢价率为 14.3%, 低于非国企 (16.7%)	35
图表 54. 首批集中土拍中北京、深圳、宁波、武汉等地合作拿地的地块占比超过 20%	36
图表 55. 合作拿地主要是以中小房企间合作或者龙头房企与中小房企合作为主	36
图表 56. 中南建设、滨江集团、金科股份超过一半的地均是通过合作拿地取得的	36
图表 57. 首批土拍 22 城平均静态预期毛利率在 33.9%	38
图表 58. 土拍市场表现相对平稳的城市毛利率相对较高, 土拍情绪高涨、地价明显上涨的城市毛利率处于较低水平	38
图表 59. 考虑配建和自持后的 13 城的预期毛利率平均拉低 6 个百分点	39
图表 60. 以深圳为例, 仅有的两块普通居住用地因高配建利润空间被压缩	39
图表 61. 一线城市、强二线城市、弱二线城市静态毛利率分别为 39.1%、23.0% 和 38.6%	40
图表 62. 二梯队房企毛利率均衡度更高, 三梯队的房企均衡度显著较弱	41
图表 63. 一、二梯队房企布局在弱二线城市较多, 三梯队房企主要布局在强二线城市	41
图表 64. 在首轮集中土地出让中获得的地块, 中南建设、世茂集团和雅居乐集团的预期毛利率相对较高	42
图表 65. 绿城中国、绿地控股在强二线城市毛利率相对较高, 雅居乐、阳光城、佳兆业、招商蛇口在一线城市毛利率相对较高	42
图表 66. 今年首批中北京、广州和苏州不再有限竞房项目, 一定程度上保障了房企的盈利空间	43
图表 67. 长沙和厦门的最高毛利率有所提升	43
图表 68. 首批管控政策覆盖度相对较低且土拍热度较高的城市: 宁波、厦门、重庆、武汉二、三批次升级的概率较大	44
图表 69. 二批集中土地出让较首批集中土地出让的规则变化	45
图表 70. 拿地全流程管控, 上海对拿地前中后期均设明确要求和限制	45
图表 71. 北京组合拳式的土地出让规则	46

图表 72. 重点城市年度供地计划中租赁住房用地占整体住宅用地的比例不得低于 10%，北京占三成 .....	47
图表 73. 成都发布奖补办法支持房企新建和自持经营租赁住房 .....	47
图表 74. 北京先竞价再竞品质，杭州先竞品质再竞价 .....	48
图表 75. 二批次出地量较首批大幅提升的城市有厦门、沈阳和无锡 .....	49
图表 76. 厦门、长春、无锡二批次成交土地平均溢价率有所下降 .....	49
图表 77. 厦门二批次项目预期毛利率有所提升 .....	49
图表 78. 由首轮的“控表面地价”向“控实际地价”转变，行业利润空间有望回升 .....	50
图表 79. 2021 年上半年试点房企权益拿地销售比超过 40% 红线的房企有华润置地、华侨城和新城控股 .....	51
图表 80. 上海“135 打分”机制各细项图解 .....	52
图表 81. 报告中提及上市公司估值表 .....	53

## 前言

2021年2月25日，自然资源开发利用司正式发布《2021年住宅用地供应分类调控相关工作要点》。政策要求重点城市合理安排招拍挂出让住宅用地时序，实行“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，应公告本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，应当确定共同的挂牌起止日期；以拍卖方式交易的，应当连续集中完成拍卖活动。根据本地区房地产市场实际情况，合理确定供地规模。进一步加大住宅用地供应，2021年公告供应量不得低于近五年(2016~2020年)平均完成交易量。参与的城市包括22个重点城市，分别为北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、苏州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、天津、无锡。作为2021年房地产行业的新政，在一定程度上改变了土地市场的运作逻辑，22个重点城市也率先进入了土地市场发展的新阶段。截至6月末，22城已全部结束首批集中成交，至此土地“两集中”政策平稳落地，新阶段下土地市场的特征和走向逐渐明朗。

图表 1. 22 城首批集中土拍基本情况梳理

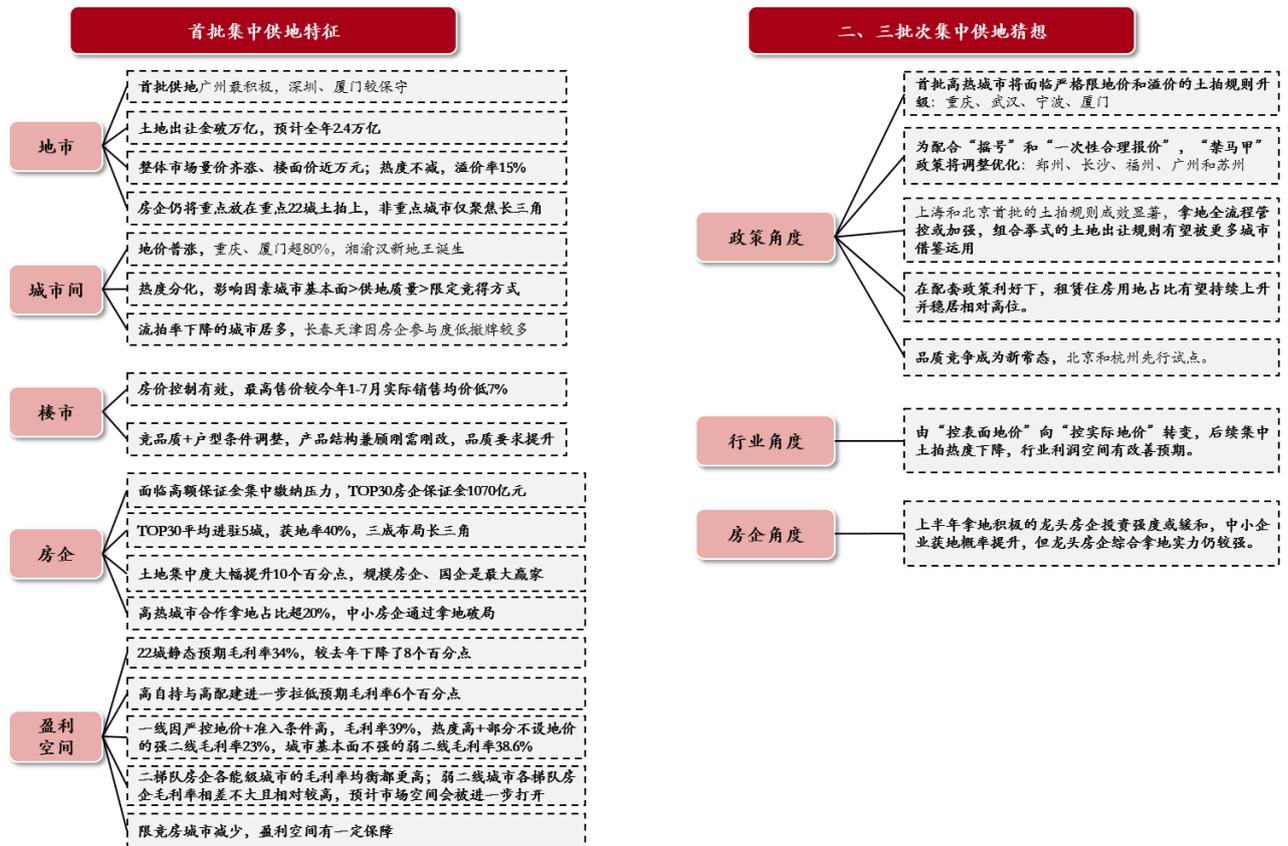
城市	成交日期	2021年第一批集中成交情况														竞得方式
		供应土地数量	成交土地数量	成交土地建面(万平)	成交总价(亿元)	楼面均价(元/平)	平均溢价率	流拍率	预期毛利率	Top30房企拿地率	底价成交率	触顶成交率	保证金比例			
22城合计		826	785	10469	10461	9993	15.3%	2.1%	33.9%	39.7%	35.4%	41.5%	30.6%			
长春	2021/4/15	53	40	624	194	3115	3.4%	3.8%	42.8%	7.5%	77.5%	5.0%	22.3%	限地价+竞配建		
广州	2021/4/26-27	48	42	799	906	11338	14.6%	12.5%	32.2%	28.6%	47.6%	21.4%	21.3%	限地价+竞配建+摇号		
无锡	2021/4/28	16	16	170	256	5060	15.9%	0.0%	22%	69%	0%	94%	23.1%	限地价+竞配建+摇号		
重庆	2021/4/28-30	46	46	695	635	9137	4.4%	0%	15%	57%	13%	-	21.7%	设置价竞买限制条件		
沈阳	2021/4/30	25	22	365	198	5423	10.6%	12.0%	36.7%	54.5%	31.8%	50.0%	20.6%	限地价+竞配建		
杭州	2021/5/7-8	57	57	759	1178	5530	23.7%	0.0%	14.7%	31.6%	10.5%	71.9%	21.1%	限地价+限房价+竞自持+竞配建		
北京	2021/4/23-5/11	30	30	345	1110	22167	7.6%	0.0%	31.9%	60.0%	13.3%	73.3%	20.2%	限房价+限地价+竞报政府持有产权份额+竞高标准建设方案+竞建公共租赁住房		
深圳	2021/5/13	6	6	91	138	5212	22.5%	0%	46.0%	50%	50%	33%	43.0%	限地价+限房价+竞地价+竞配建		
厦门	2021/5/13	5	5	53	190	35817	33.4%	0%	20%	40%	0.0%	60%	20.0%	限房价+限地价+竞配建		
福州	2021/5/12-13	33	26	170	158	9289	8.4%	0.0%	40.3%	23.1%	23.1%	30.8%	23.3%	限地价+控房价+竞自持社会租赁住房建筑面积+摇号		
青岛	2021/5/12-14	56	55	292	121	4129	1.7%	1.8%	58.6%	38%	95%	1.8%	91.1%	限地价+竞自持		
天津	2021/5/13-15	45	45	540	499	9228	10.9%	0.0%	34.6%	48.9%	37.8%	8.9%	30.9%	限地价+竞自持		
南京	2021/5/20-22	52	51	811	993	12242	20.2%	1.9%	24.1%	39.2%	15.7%	70.6%	24.2%	限房价+限地价+摇号		
济南	2021/5/23-24	77	73	476	229	4803	8.5%	5.2%	42.2%	31.5%	63.0%	-	43.5%	限房价+竞自持		
宁波	2021/5/26-27	29	29	302	358	11840	24.2%	0.0%	28.3%	44.8%	3.4%	65.5%	20.0%	限房价+限地价+竞配建		
长沙	2021/6/1	36	33	803	381	4747	7.8%	8.3%	28.8%	54.5%	57.8%	36.4%	48.9%	限房价+限地价+竞自持+摇号		
苏州	2021/5/31-6/2	28	28	427	424	9932	7.0%	0.0%	39.7%	35.7%	42.9%	-	31.6%	限最高溢价率+一次报价		
郑州	2021/6/3	49	49	720	414	5752	3.1%	0.0%	47.1%	40.8%	87.8%	0.0%	50.0%	限地价+摇号		
合肥	2021/6/3	12	12	196	164	8363	27.7%	0.0%	41.7%	33.3%	0.0%	41.7%	28.9%	限地价+竞配建+摇号		
成都	2021/6/7-11	40	40	69	355	7577	7.4%	0.0%	16.5%	30.0%	20.0%	-	25.1%	限地价+限清水房价+竞自持		
上海	2021/6/18-25	31	31	408	774	3042	5.8%	0.0%	46.3%	32.3%	2.3%	-	21.3%	中止价+一次书面最高报价		
武汉	2021/6/25-6/29	52	49	954	789	8150	9.0%	0.0%	35.2%	24.5%	57.1%	-	18.7%	-		

数据说明: 1) 单位: 万平, 用地类型: 住宅类用地  
 2) 绿色箭头表示该指标2020年有所上升, 红色箭头表示2020年该指标有所下降, 黄色箭头表示2020年该指标基本持平。  
 3) 2020年土地流拍率为当年全部地块土地流拍率, 2021年流拍率为住宅土地流拍率。  
 4) 预期毛利率=1-(楼面价+建安成本)/三公里范围内的楼盘销售均价; 数据来源为中国指数研究院。  
 5) 保证金比例根据每宗地块保证金/起拍价所计算的保证金比例取均值计算, 其中青岛保证金比例高达91%, 仅两宗地块保证金比例为50%, 其余地块保证金比例均为100%。

资料来源: 各城市政府官网, 中银证券

本报告将从22城首批土拍情况入手, 从地市、城市分化、楼市、房企机会、盈利空间等多维度分析新政落地后的五大特征, 并对后续二三批次的土拍提出猜想:

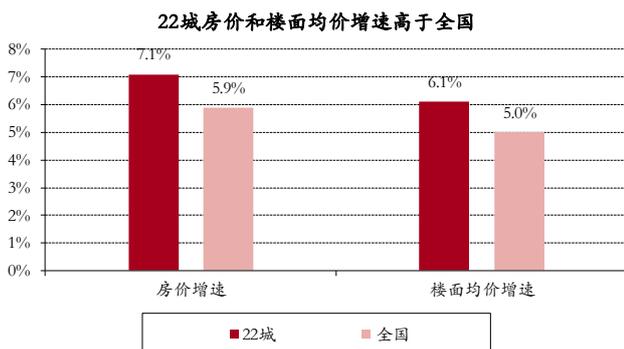
图表 2. 新政落地后的首批集中土地出让的五大特征，后续二三批次的土拍的几点猜想



资料来源：国土资源局，中银证券

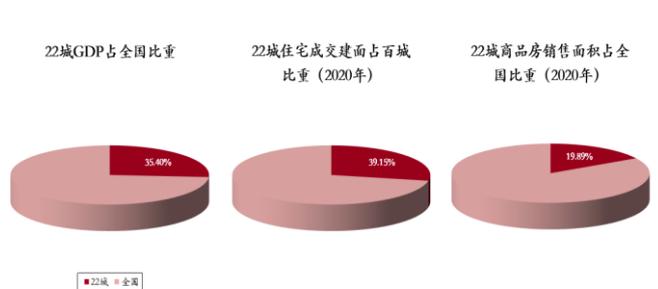
22 城基本覆盖国内一线城市及核心二线城市。此次土地“两集中”政策实施城市均为全国重点城市。从城市基本面来看，22 城 2019 年合计人口净流入 349 万人；GDP 高达 34.9 万亿，占全国总 GDP 比重为 35.4%。可以看出 22 城总体呈人口净流入态势，且贡献 GDP 超三分之一的全国 GDP，城市发展普遍优于全国。从房地产角度来看，根据我们的计算，2020 年 22 城商品房住宅销售金额占全国比重 19.9%，22 城住宅用地成交规划建面占百城比例约为四成。22 城平均楼面均价为 8283 元/平，同比增长 6.1%，高于百城楼面均价增长（5.0%）；22 城平均房价为 24036 元/平，同比增长 7.1%，高于全国销售均价增速（5.9%）。由此可以看出，土地“两集中”所覆盖的 22 城基本上为全国直辖市、省会等重点城市，基本覆盖全国经济发展较快的城市区域，房价、地价增速均高于全国平均，需政策调控以稳定房地产市场。

图表 3. 22 城平均房价增速为 7.1%，高于全国销售均价 5.9% 的增速



资料来源：万得，克而瑞，中银证券

图表 4. 22 城住宅用地成交规划建面占百城比例近四成



资料来源：万得，中银证券

## 1 首批集中出让量价齐涨，市场热度不减；预计今年 22 城住宅土地出让金达 2.4 万亿

### 1.1 首轮供地广州最积极，深圳、厦门较为保守；Q3 进入供应空窗期

重点城市首批土地集中出让主要分布在 4 月中旬到 6 月底，其中有四个明显的城市土地成交集中期：  
 1) 四城集中在 4 月 27 日-4 月 30 日出让：广州、无锡、重庆、沈阳；2) 七城集中在 5 月 8 日-5 月 13 日出让：杭州、北京、天津、福州、青岛、深圳、厦门；3) 三城集中在 5 月 20 日-5 月 26 日出让：南京、济南、宁波；4) 四城集中在 6 月 1 日-6 月 3 日出让：长沙、苏州、郑州、合肥。1-3 月、7-8 月是土地集中出让的空窗断档期。截至目前，厦门、长春和无锡结束了第二批次的土地集中出让，其余城市的二批次土拍均在 9 月以后进行。

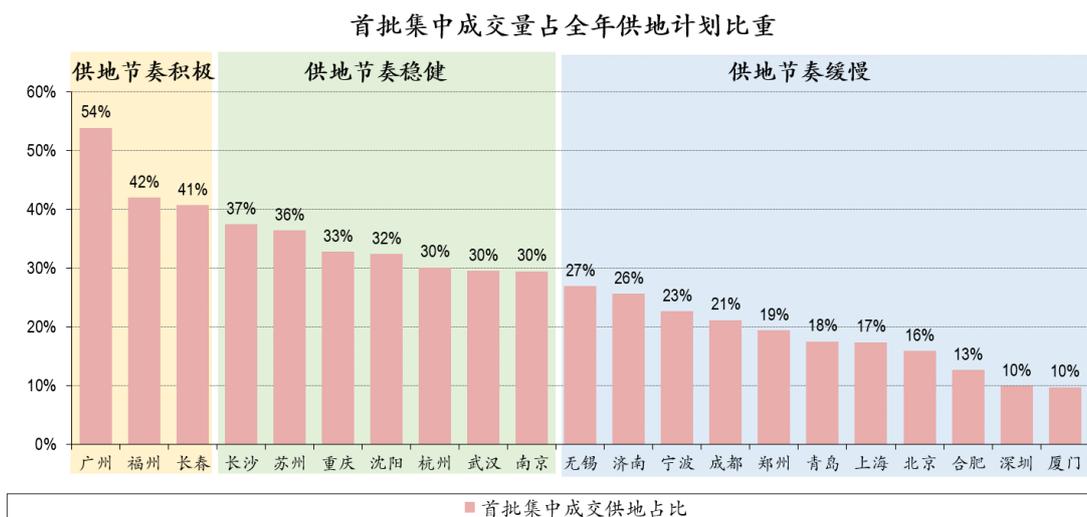
图表 5. 重点城市首批土地集中出让分布在 4 月中旬到 6 月

22 城	首批成交时间	首批挂牌时间	第二批成交时间	第二批挂牌时间	预计第三批挂牌时间
长春	2021/4/15	2021/3/15	2021/6/17-18	2021/5/17	8 月
广州	2021/4/26-27	2021/3/26		6-7 月	9-10 月
无锡	2021/4/28	2021/3/29	2021/8/2	2021/7/2	9 月
重庆	2021/4/28-30	2021/4/7		7-8 月	9-10 月
沈阳	2021/4/30	2021/4/10		2021/7/30 (延期)	10 月
杭州	2021/5/7-8	2021/4/7		2021/7/30 (延期)	12 月
北京	2021/4/23-5/11	2021/3/31		7 月	11 月
深圳	2021/5/13	2021/4/14		6-7 月	9-10 月
厦门	2021/5/13	2021/4/21	2021/6/10	2021/5/24	8 月
福州	2021/5/12-13	2021/4/15		2021/7/23 (延期)	10 月
青岛	2021/5/12-14	2021/4/20		2021/7/30 (延期)	11 月
天津	2021/5/13-15	2021/3/31		2021/7/21 (延期)	9 月
南京	2021/5/20-22	2021/4/9		7 月	10 月
济南	2021/5/23-24	2021/4/23		2021/7/29 (延期)	10 月
宁波	2021/5/26-27	2021/4/29		7 月	10 月
长沙	2021/6/1	2021/4/30		7 月	10 月
苏州	2021/5/31-6/2	2021/4/27		2021/7/30 (延期)	10 月
郑州	2021/6/3	2021/4/30		8 月	10 月
合肥	2021/6/3	2021/5/12		7-8 月	10-11 月
成都	2021/6/7-11	2021/5/8		7 月	10 月
上海	2021/6/18-25	2021/5/20		8-9 月	10-11 月
武汉	2021/6/25-6/29	2021/5/26		8 月	10-11 月

资料来源：国土资源局，中银证券

全国核心城市土地市场联动，首轮集中供地节奏各异；广州最为积极，深圳、厦门较为保守。深圳和厦门首次集中出让地块面积仅占全年计划供应量的 10%，这也与近半年来其市场的表现有关。由于市场过热，一度引起住建部的约谈，为了避免土地市场过热，因此首批集中供地“量少质减”。例如，深圳单价最贵的一块地位于宝安尖岗山，起拍价约 2.6 万元/平，限制最高地价约 3.78 万元/平，整体质量明显低于往年平均水平。对于北京、深圳、厦门等首批供应量较少且有优质地块供应的城市，首场土拍竞争比较激烈。

图表 6. 重点城市首轮集中供地节奏广州最为积极，深圳、厦门较为保守

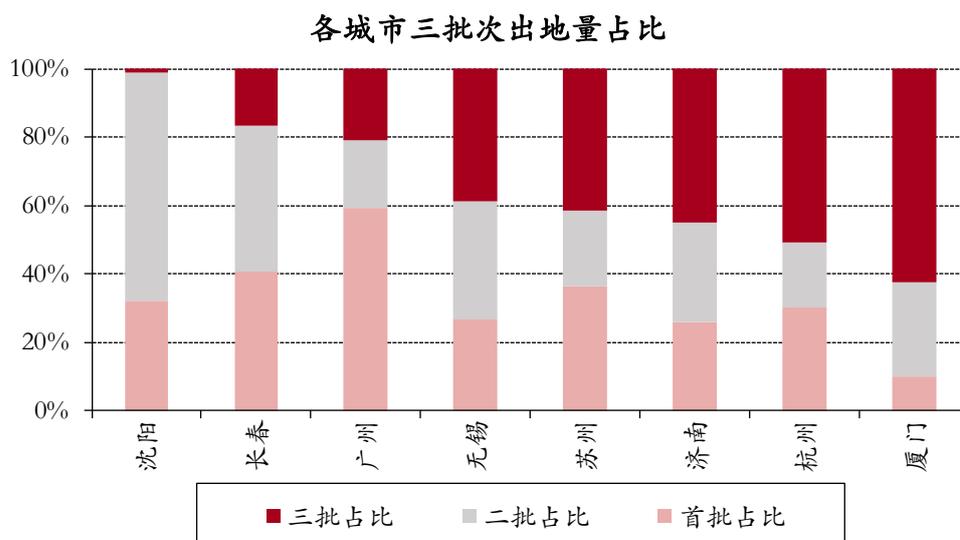


资料来源：国土资源局，中银证券

注：计算方法为首批实际成交面积/全年计划供地面积

对于首轮的地量占全年计划的比重较高的城市而言，错过首批土地集中出让，二、三批次房企在该城市的补货选择空间将缩小。例如，广州首批集中成交的土地占全年供地计划的比重高达 54%，意味着房企若错过本轮土拍机会，房企在广州的补货将要等到 6-7 月公告的第二批土地或 9-10 月的第三批土地。因此虽然广州本轮集中供地的土地质量欠佳，远郊供应占比近七成（69%），房企的参与度仍然不减，平均竞拍轮次为 19 次，平均土地溢价率为 14.6%，较 2020 年全年提升 7.2 个百分点。根据首批实际成交情况和二批次的挂牌情况，长春和沈阳三批次的出地量占全年供地计划的比重或仅为 17% 和 1%，错过一、二批次的集中土地出让活动后，房企在这两个城市的补货选择空间或大大缩小。

图表 7. 广州首批成交面积占全年供地计划的比重为 54%，长春和沈阳三批次出地量约占全年供地计划的比重或仅为 17% 和 1%



资料来源：各地国土资源局，中银证券

注：首批占比=首批实际成交面积/全年供地计划；二批占比（无锡、长春、厦门）=二批实际成交面积/全年供地计划；二批占比（沈阳、广州、苏州、济南、杭州）=二批供地面积/全年供地计划；三批占比=1-首批占比-二批占比

## 1.2 首批 22 城住宅土地成交总价破万亿，预计全年 2.4 万亿

22 城首批集中出让的土地成交总价合计 1.05 万亿元，其中成交总价最高的五城为杭州、北京、南京、广州、武汉，成交总价分别为 1178、1110、993、906 和 788 亿元。22 城首批集中出让的土地成交总价占整体上半年 22 城合计住宅类用地成交总价的比重为 79%（首批集中出让前存在部分在 2020 年年末及 2021 年年初挂牌的土地出让），上半年 22 城土地成交总价同比增长 18.9%，较 2019、2020 年同期均值增长 27.2%。其中，厦门、长沙、上海、南京、郑州、长春、广州上半年土地出让金较 2019、2020 年同期增速超 50%。

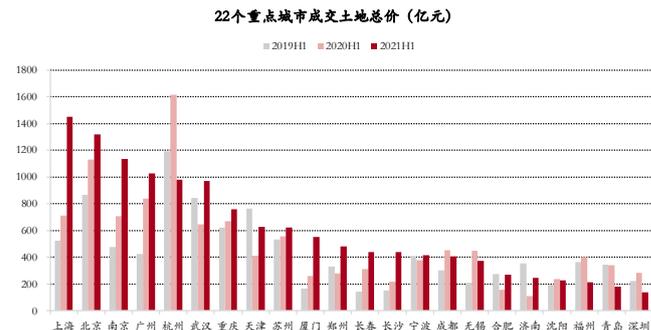
我们对 22 城今年全年的住宅土地出让金做了一个测算。我们根据实际已成交地块的成交总价+预计后续成交量\*2021 年首批各城市平均容积率\*2021 年首批各城市成交楼面均价\*0.8 来计算（根据近期的政策方向，预计二三批次土拍热度及楼面均价大概率下滑，因此我们乘以一个 0.8 作为系数对其进行调整），其中预计后续成交量=各城市全年计划供地量\*（2020 年实际成交量/2020 年计划供地量）-已成交量，初步推算出 2021 年全年各城市住宅用地的土地出让金总额，预计 2021 年南京、上海、北京、杭州、重庆将分别以 2985、2558、1844、1797 和 1779 亿元排名前五。厦门、合肥、长沙、南京将实现超 70% 的高速增长。同时，按照我们的测算，今年 22 个城市住宅土地成交总价或达 2.41 万亿，同比增速可达 2.2%，较 2019-2020 年均值增长 8.6%。过去两年 22 城土地出让金占全国的比重近三成。

图表 8. 2021 年首批集中出让土地的成交总价排名前三的城市为北京、杭州和广州



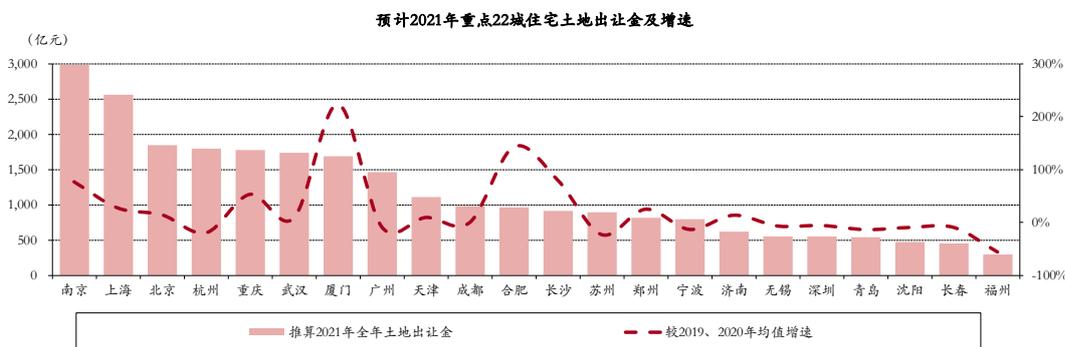
资料来源：国土资源局，中银证券

图表 9. 2021H1 厦门、长沙、上海、南京、郑州、长春、广州上半年土地成交总价较 2019、2020 年同期增速超 50%



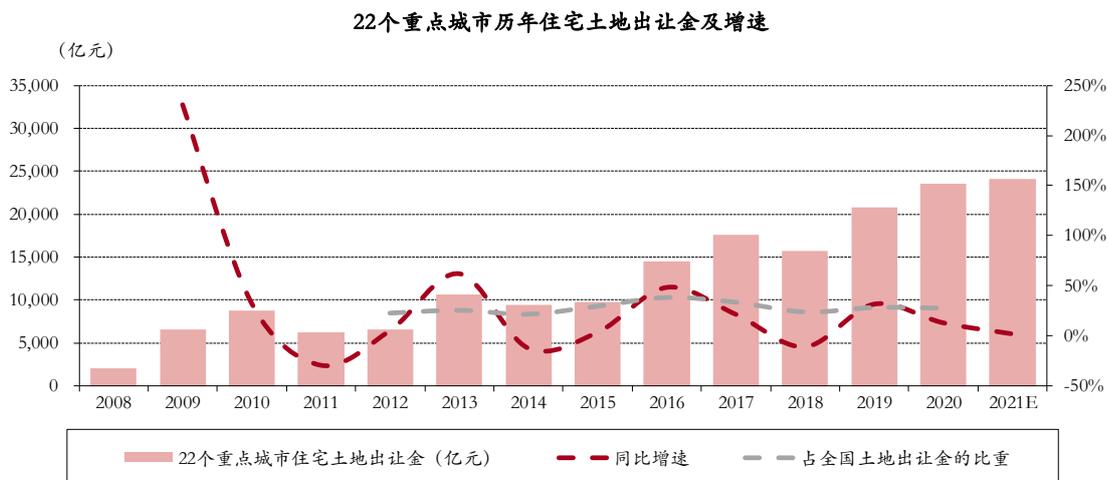
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 预计 2021 年厦门、合肥、南京、长沙土地成交总价将实现超 70% 的高速增长



资料来源：万得，各地国土资源局，中银证券

图表 11. 按照我们的测算，今年 22 个重点城市土地出让金合计超 2.41 万亿元，较 2019-2020 年均值增长 8.6%

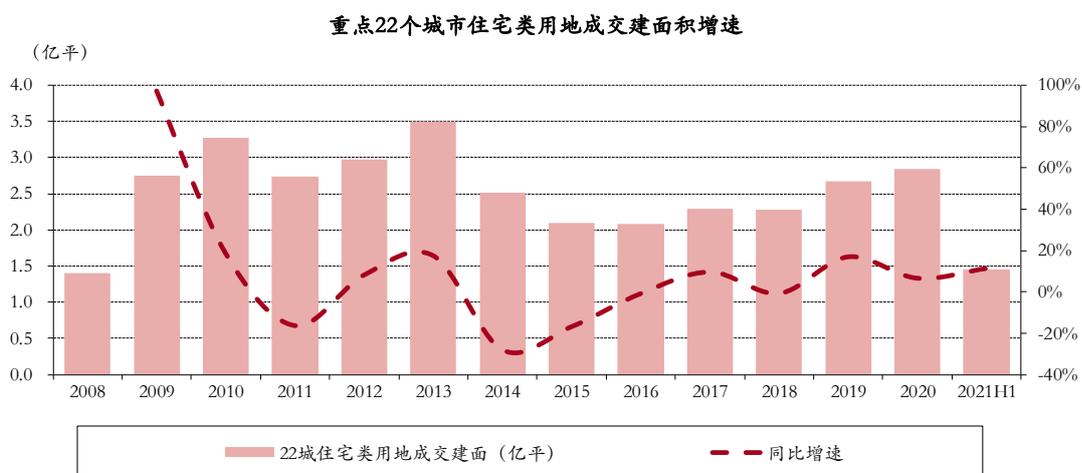


资料来源：万得，各地国土资源局，财政部，中银证券

### 1.3 首批 22 城集中土拍成交建面 1.05 亿平；楼面均价近万元，溢价率达 15%

22 个重点城市今年以来土地成交量较去年增长 12%。按照“两集中”政策的初衷之一，进一步加大住宅用地供应，2021 年公告供应量不得低于近五年（2016~2020 年）平均完成交易量，重点城市住宅用地成交量出现明显增长。22 城首批集中出让合计成交 785 宗土地，成交土地建面合计 1.05 亿平，占整体上半年这 22 个城市住宅类用地成交总建面的比重为 72%，2021 年上半年 22 城成交总建面同比增长 11.5%，较 2019、2020 年均值增长 16.3%。首批集中出让土地的成交总建面最高的五城为武汉、南京、长沙、广州和杭州，成交总建面分别为 954、811、803、799 和 759 万平。2021 年上半年土地成交量较去年同期有明显增长的城市有厦门、长沙、长春、南京、合肥和上海，涨幅分别为 139%、120%、93%、61%、55%和 54%；深圳、天津、杭州、福州、青岛、重庆、成都、无锡成交量较去年同期有所下降。

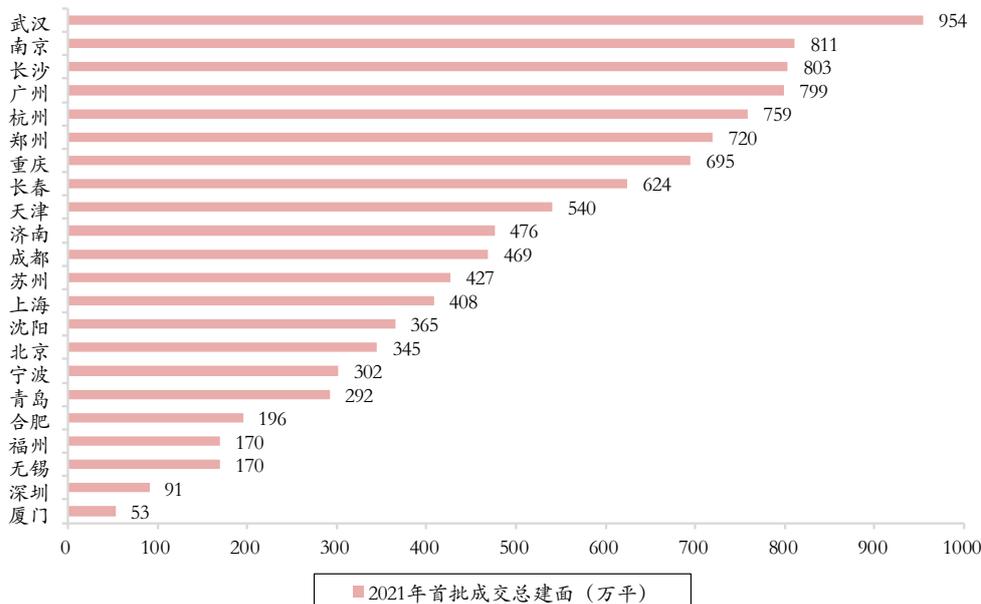
图表 12. 2021 年上半年 22 个重点城市住宅类用地成交建面同比增长 11.5%，较 2020 年增速有所提升



资料来源：万得，各地国土资源局，中银证券

图表 13. 2021 年首批集中出让土地的成交总建面排名前三的城市为武汉、南京和长沙

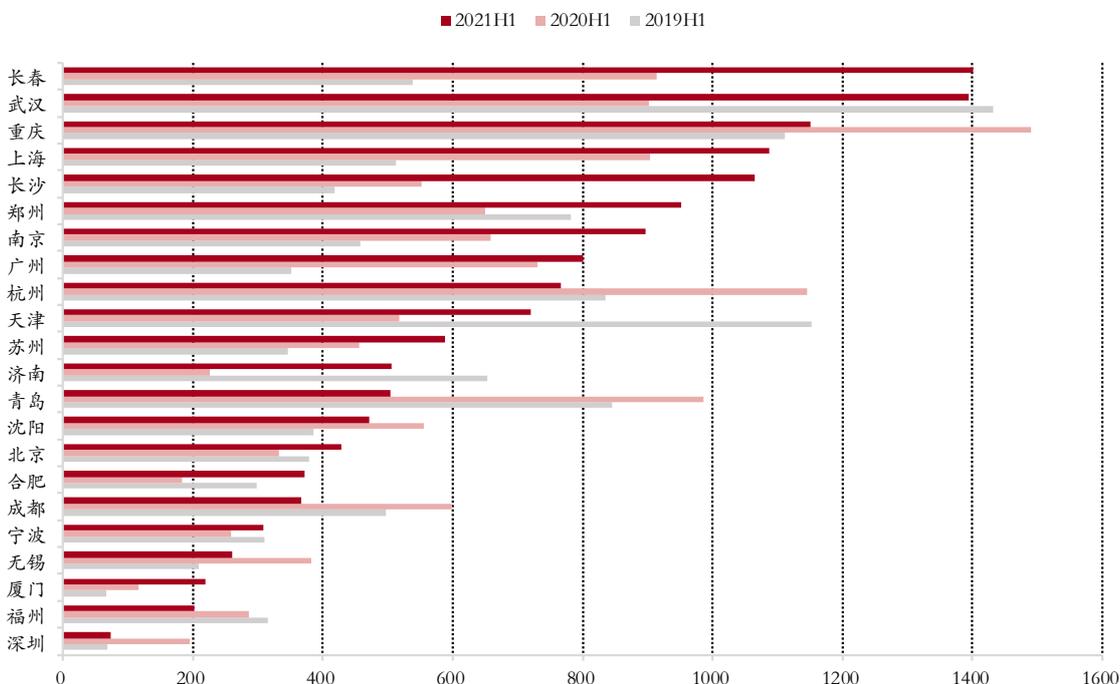
2021年首批集中出让土地的成交总建筑面积



资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 14. 2021H1 土地成交量较去年同期有明显增长的城市有厦门、长沙、长春、南京、合肥和上海

22个重点城市成交土地总建面 (万平)



资料来源：万得，中银证券

“两集中”下地价较2020年全年大幅增长20.7%，整体溢价率有所提升。2021年首批22个重点城市住宅类用地成交楼面均价为9993元/平，较2020年全年的8281元/平显著增长20.7%，增幅也是近三年来最高的。从土地溢价率来看，22城平均溢价率为15.3%，较2020年全年平均溢价率小幅提升了1.6个百分点。22个重点城市首批土拍热度较高、整体楼面均价居高不下，我们认为主要原因在于上半年仅有一轮土拍，开发商急于补货以便在年内实现销售及回款，以完成今年的销售目标，因此土拍参与度较高。

图表 15. 2021 年首批 22 个重点城市住宅类用地成交楼面均价为 9993 元/平，较 2020 年增长 20.7%



资料来源：万得，各地国土资源局，中银证券

## 1.4 房企仍聚焦重点城市土拍，非重点城市仅聚焦长三角

我们选取2021年3-6月数据，并剔除其中22个重点城市，观测非重点城市情况。我们认为2021年3月数据反映了2月底土拍“两集中”政策公布后、政策正式落地前非重点城市的土地市场真实情况，2021年4-6月数据反映了部分重点城市开启集中土拍后非重点城市的真实情况。可以得到以下结论：

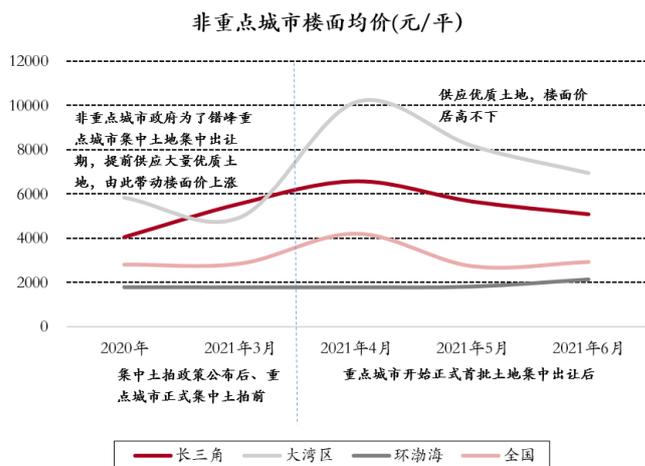
1) 集中土拍政策公布后、重点城市正式集中土拍前，非重点城市的土地成交量明显提升，长三角和大湾区的非重点城市土地市场热度明显提升。3月各区域土地成交建面均出现大幅增长，长三角和大湾区的平均土地溢价率分别为29.73%和26.96%，较2020年全年分别提升了6.9和15个百分点。我们认为这主要是因为政策出台后，一方面，非重点城市政府为了错峰重点城市集中土地集中出让期，提前供应大量优质土地，由此也带动了非重点城市楼面均价的上涨；另一方面，部分房企有提前换仓核心城市群有潜力的非重点城市的意愿，在大中型房企集中筹措资金的时候提前抢占非重点城市的优质地块。

2) 重点城市开始正式首批土地集中出让后，仅长三角的非重点城市土拍量保持平稳增长，其余地区的非重点城市土拍量大幅下滑；从溢价率来看也能佐证，4月长三角非重点城市的平均溢价率仍有大幅提升，5月开始回落。4月长三角、大湾区和环渤海土地成交建面同比增速分别为9.6%、-69.0%和-26.5%；溢价率分别为41.13%、20.38%和10.41%，其中长三角较3月大幅提升了11.4个百分点，大湾区和环渤海较3月回落6.6和0.1个百分点。5、6月非重点城市土地溢价率持续下降，成交量也保持在低位，不过相对而言，长三角的土地溢价率始终高于其他地区。我们认为，从4月开始重点城市陆续开始首批集中土地出让，非重点城市土地供应节奏放缓，楼面均价居高不下，我们认为和非重点城市供应优质土地有关；不过房企仍将重心放在重点城市土拍上，非重点城市以聚焦长三角为主。

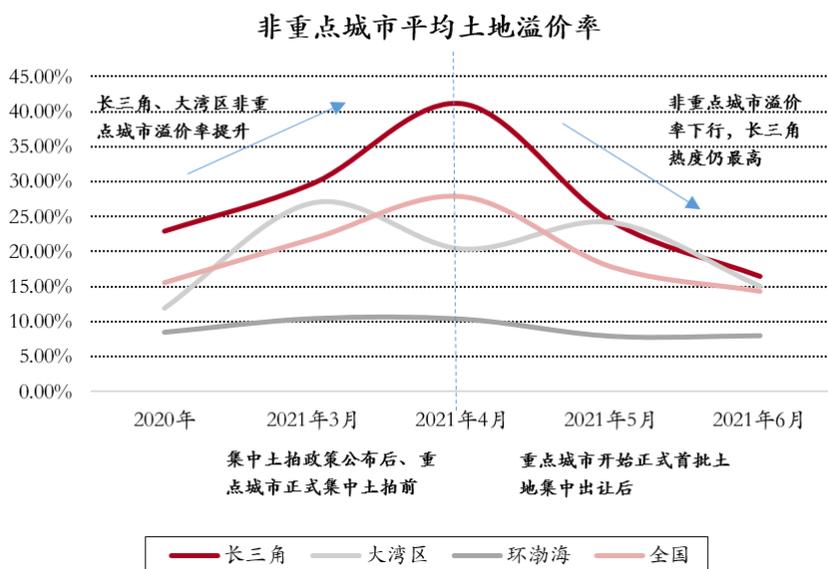
图表 16. 从4月开始重点城市陆续开始首批集中土地出让，非重点城市土地供应节奏放缓



图表 17. 非重点城市的楼面均价居高不下，或与非重点城市供应优质土地有关



图表 18. 重点城市开始集中土拍后，非重点城市的平均土地溢价率有所下滑



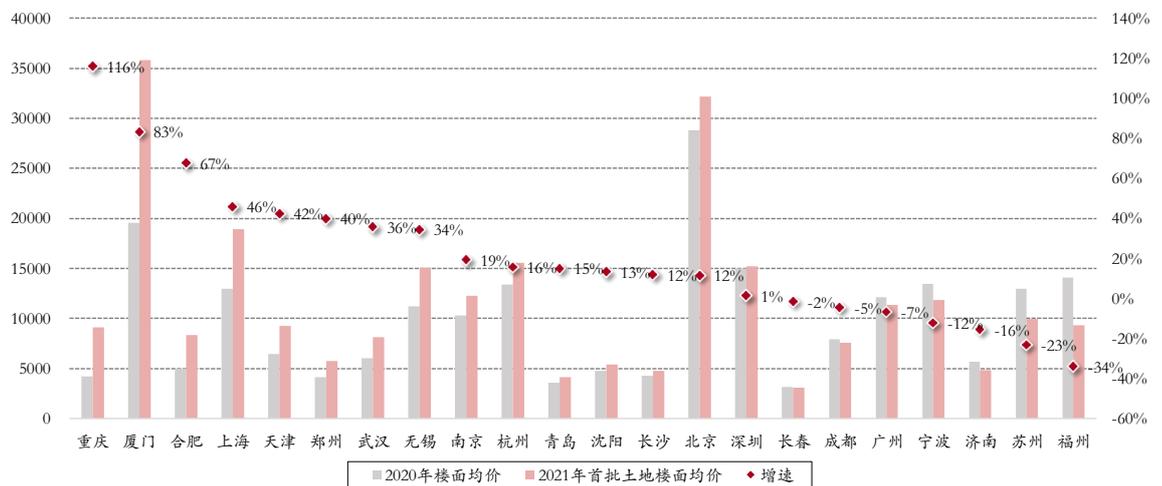
## 2 从具体城市看，地价普涨、溢价分化、流拍率多有下降

### 2.1 渝厦楼面价涨幅超 80%，湘渝汉新地王诞生

从 22 个已经完成首批集中土拍城市的地价水平来看，和 2020 年全年住宅楼面均价相比，仅有福州、苏州、长沙、宁波、济南、广州、成都少数城市成交地价不及去年水平，其余城市地价上涨表现依旧突出，尤其是重庆和厦门，地价涨幅超过 80%。

1) 重庆地价增速高达 116%，在已成交地块中有 22 宗楼板价破万，其中两江新区中央公园地块更是刷新了重庆历史成交宅地单价纪录，平均地价水平较 2020 年明显上涨。一方面是因为本次供应地块优质土地占比较高，对房企吸引力较强，最终多以高溢价成交；另一方面，重庆不限地价。2) 厦门在岛内两宗优质地块的助力之下，地价也明显上升，平均楼面价达 35817 元/平，甚至超越了一线城市。3) 合肥首批集中出让的 12 宗宅地中有 4 宗进入到竞配建阶段，另外 8 宗都触及最高配建面积，进入摇号阶段；尤其是滨湖区 02 号地块的摇号，43 家房企全部都选择参与，房企竞拍过程十分激烈。其余地价涨幅较大的城市还有上海、天津、郑州、武汉。

图表 19. 多数城市地价上涨表现依旧突出，尤其是重庆和厦门，地价涨幅超过 80%



资料来源：万得，各地国土资源局，中银证券

我们从首批集中供地的城市中挑选出楼面价最高的地块，将其价格与其历史地王楼面价相比，结果发现：仅有重庆、长沙、武汉三城诞生新的单价地王，青岛也出现了市北区的新地王。厦门、杭州、无锡与历史最高楼面价基本持平，沈阳、长春、广州、深圳等城市较历史最高楼面价大幅下滑，原因：一方面，广州供地质量欠佳、深圳供应量较少，另一方面也是由于长春和沈阳两个东北城市楼市表现不及其他长三角城市，以致本轮高价地热度较低。

**图表 20. 重庆、长沙、武汉三城诞生新的单价地王**

城市	地块名称	竞得房企	楼面价	溢价率	地王年份	历史地王楼面价	首批最高单价/地王楼面价
重庆	两江新区两路组团 C 标准分区	保利地产	15711	83.0%	2019	13549	1.16
无锡	经开区清源路与观顺道交叉口东南侧	仁恒置地	19509	11.0%	2020	19542	1.00
厦门	湖里区06-08五缘湾片区云顶北路与钟智西三路交叉口东南侧	利百控股	50577	24.6%	2020	50603	1.00
青岛	市北区开平路45号	绿城中国	16993	64.8%	2010	19500	0.87
杭州	江干区, 东至规划观潮路, 南至凤起东路, 西至钱江新城四堡单元 (JG15) G22-1、2、3、4、5、6防护绿地工程, 北至规划五堡路。	滨江集团+融信集团	44938	29.9%	2016	45368	0.99
北京	海淀区海淀镇树村棚户区改造B-1北地块	融创中国	68961	2.6%	2020	76168	0.91
深圳	宝安区西乡街道	佳兆业	37767	45.0%	2015	79907	0.47
福州	晋安区福光路与福马路交叉口东北角, 红光村及周边地块旧屋区改造项目出让地块二	建发国际	24221	30.0%	2020	26003	0.93
广州	白云区金沙洲AB3701008地块	华润置地	28789	45.0%	2020	68030	0.42
长春	净月高新区开发区东至丁二十三街西至滨河东街南至天新路北至丙二十七路	远创置业	6600	14.8%	2019	12434	0.53
沈阳	三台子二、三号地	华润置地	8261	20.1%	2019	18300	0.45
天津	南开区南开二马路	绿城中国	35857	33.0%	2016	49018	0.73
南京	秦淮区南部新城东凤河路以北、天华路以东地块	保利地产	37137	30.5%	2016	45213	0.82
济南	市中区南北康片区 07 街区	万科	13473	64.0%	2019	21326	0.63
宁波	海曙区HS17-04-15地块	万科+宁波城投	26978	25.0%	2020	32520	0.83
长沙	天心区殷家冲路	绿城中国	14146	49.0%	2018	9063	1.56
苏州	姑苏区沧浪街道胥江路以南、巴里河以北	华侨城	28351	13.0%	2018	43167	0.66
郑州	国基路北、龙湖中环西路东	万科	24642	30.0%	2020	37999	0.65
合肥	滨湖科学城南宁路以南、云南路以西地块	联发集团	13540	29.0%	2016	22103	0.61
成都	金牛区交通巷	融信集团	18700	10.0%	2020	23547	0.79
上海	杨浦区定海社区B3-1地块 (大桥街道118街坊)	上海杨浦城市建设投资(集团)有限公司	64040	9.0%	2020	85764	0.75
武汉	硚口区中山大道与崇仁路交叉口处 (崇仁A片地块)	中建三局	24163	0.0%	2020	22495	1.07

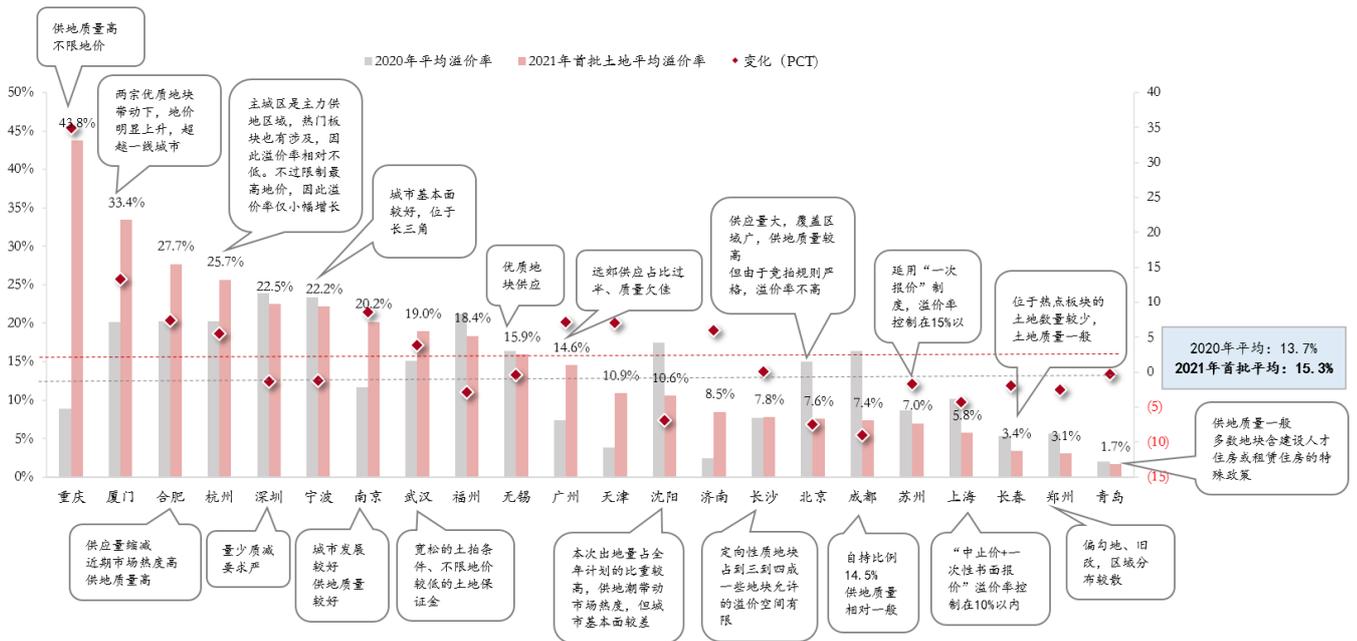
资料来源: 万得, 各地国土资源局, 中银证券

## 2.2 城市间市场热度分化, 影响因素城市基本面>供地质量>限定竞得方式

45%的城市溢价率高于均值 (15.3%)，土地市场热度的分化可以归因为三方面：1) 城市基本面：东北二城长春和沈阳等城市相对较弱；而处于五大城市群中的城市发展潜力相对较大，房企普遍较为看好。2) 供地质量：重庆、厦门溢价率超 30%，主要是由于供地质量较高，其中重庆不限地价。其余城市中合肥、深圳、南京的供地质量也相对较高。3) 限定竞得方式：部分城市土拍由“价高者得”向多目标管理转变，在土地出让环节，设置合理地价上限，使得整体溢价率处于较低水平。苏州、上海、北京、长沙、成都溢价率仅个位数，主要是因为限定竞得方式严格，在源头上对溢价率有效控制。

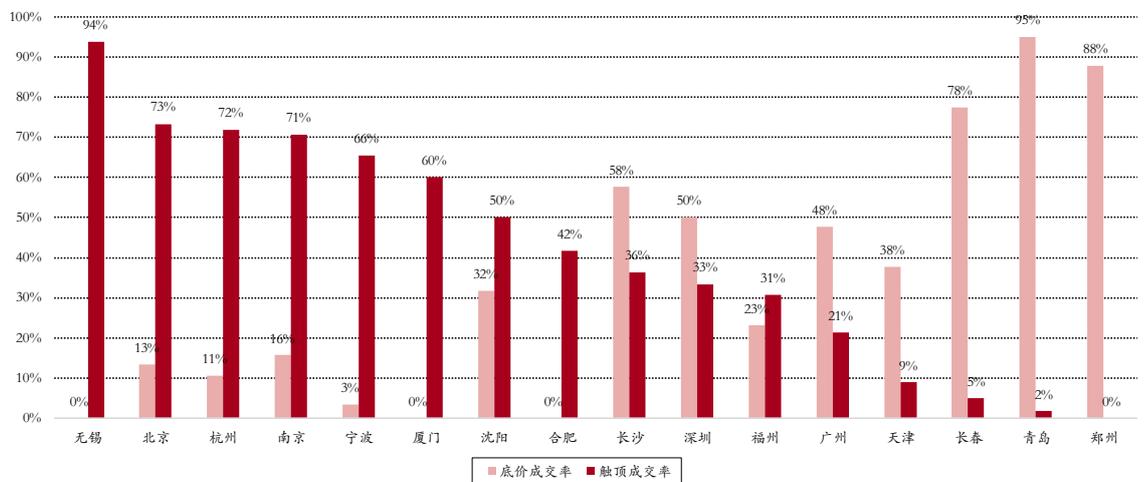
22 城的平均底价成交率在 35%，有限地价上限的城市平均封顶成交率为 42%，整体热度不低。我们认为由于限地价政策的广泛运用，土地溢价率不能作为衡量土地市场热度的唯一指标，封顶成交率和底价成交率也应考虑在内。例如北京由于地价限制严格，土地溢价率较低，但超七成的土地封顶成交，市场热度并不低。同时，城市基本面较好、供地质量相对不低的无锡、杭州、南京也有超七成地块封顶成交；而城市基本面相对较弱的长春、勾地项目较多且供地质量欠佳的青岛以及旧改项目较多的郑州底价成交的地块占比超过 75%，溢价率也低于 5%，土地市场热度较低。

图表 21. 22 城平均土地溢价率为 15.3%，较 2020 年全年平均小幅提升了 1.6 个百分点



资料来源：万得，各地国土资源局，中银证券

图表 22. 无锡、北京、杭州、南京、宁波和厦门的触顶成交率较高，长春、青岛和郑州的底价成交率较高



资料来源：各地国土资源局，中银证券

注：底价成交率=以起始价成交的土地宗数/总成交土地宗数；触顶成交率=以最高限制地价成交的土地宗数/总成交土地宗数（仅限于限制地价的城市）

图表 23. 无锡、北京、杭州、南京、宁波和厦门的触顶成交率较高，长春、青岛和郑州的底价成交率较高

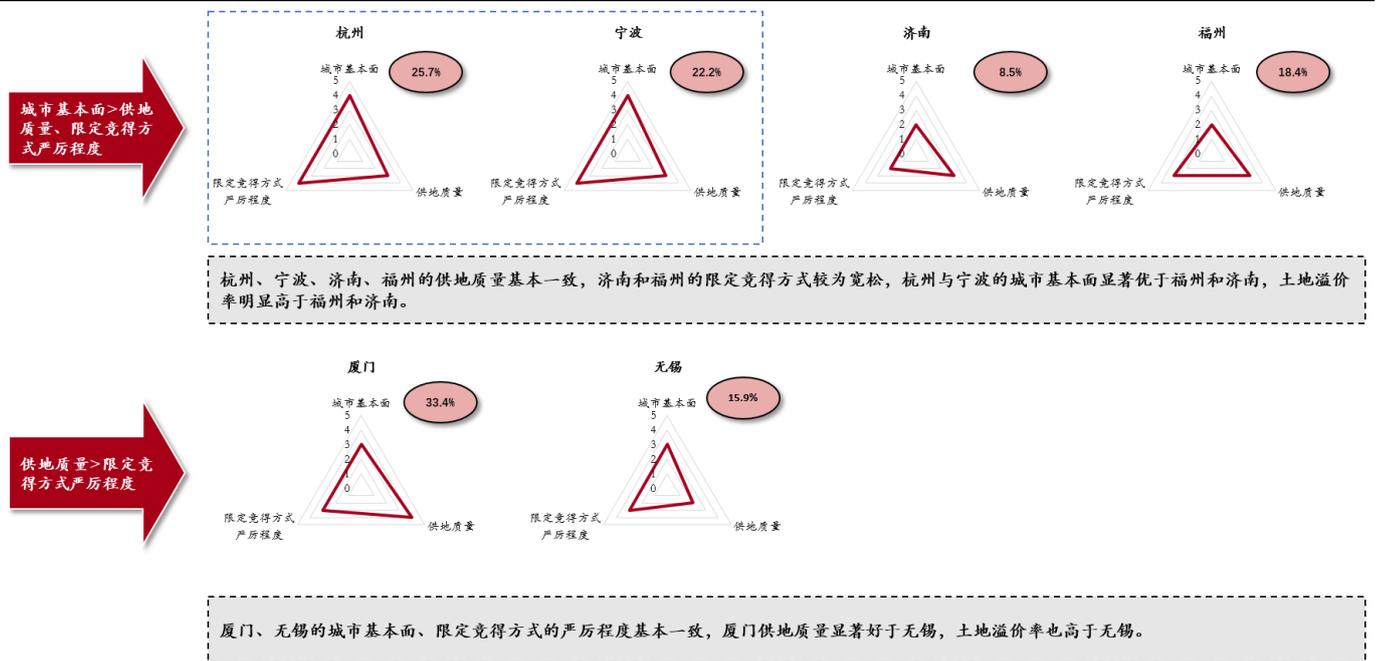
城市	平均溢价率	底价成交率	触顶成交率	城市基本面	供地质量	限定竞得方式严厉程度
重庆	43.8%	13.0%	-	★★★	★★★★★	★
厦门	33.4%	0.0%	60.0%	★★★	★★★★★	★★★
合肥	27.7%	0.0%	41.7%	★★	★★★★	★★★★
杭州	25.7%	10.5%	71.9%	★★★★	★★★	★★★★
深圳	22.5%	50.0%	33.3%	★★★★★	★★★★	★★★★
宁波	22.2%	3.4%	65.5%	★★★★	★★★	★★★★
南京	20.2%	15.7%	70.6%	★★★★	★★★★	★★★
武汉	19.0%	57.1%	-	★★★★	★★★	★
福州	18.4%	23.1%	30.8%	★★	★★★	★★★
无锡	15.9%	0.0%	93.8%	★★★	★★	★★★
广州	14.6%	47.6%	21.4%	★★★★★	★	★★★
天津	10.9%	37.8%	8.9%	★★★★	★★	★★
沈阳	10.6%	31.8%	50.0%	★★	★★★★	★★
济南	8.5%	63.0%	-	★★	★★★	★★
长沙	7.8%	57.6%	36.4%	★★★	★★	★★★★
北京	7.6%	13.3%	73.3%	★★★★★	★★★★	★★★★★
成都	7.4%	20.0%	-	★★★★	★★★	★★★★
苏州	7.0%	42.9%	-	★★★★	★★	★★★
上海	5.8%	32.3%	-	★★★★★	★★	★★★★
长春	3.4%	77.5%	5.0%	★	★	★★
郑州	3.1%	87.8%	0.0%	★★	★★★★★	★★★★
青岛	1.7%	95.0%	1.8%	★★	★★	★★

资料来源：各地国土资源局，中银证券

注：绿色底色为低于该指标均值，红色底色为高于该指标均值。

我们发现对于土地溢价率的影响因素，城市基本面>供地质量>限定竞得方式的严厉程度。厦门、杭州、深圳、宁波、南京的限定竞得方式均较为严厉，但是由于城市基本面和供地质量良好，整体的土地溢价率处于较高的水平。我们认为这是符合预期的，房企资金有限的情况下只能有选择性地参与集中土地出让活动，对于这道“选择题”的优先考虑选项仍然是进驻和布局的城市，其次是在城市的中心区域，即使在限定竞得方式较为严厉的情况下，龙头房企仍然会尽力去参与获取核心城市核心地段的土地。不过这里北京与上海较为特殊，在城市基本面情况较好，尤其是北京供地质量也较好的情况下，整体土地溢价率仍然不高，主要是由于限定竞得方式中对溢价率的直接管控较为严格，若所有地块均按照最高限定地价拍得，北京和上海最高的溢价率也分别仅为 9.8% 和 5.8%。

图表 24. 对于土地溢价率的影响，城市基本面>供地质量>限定竞得方式的严厉程度



资料来源：各地国土资源局，中银证券

## 2.2.1 城市基本面：东北二城较弱，房企看好城市群中热点城市

房企在集中土拍的政策下，更倾向于选择城市基本面更好的；东北二城长春和沈阳相对较弱，影响房企拿地积极性。从拿地热情来看，杭州、广州、重庆、无锡等这些南方热点城市，开发商非常看好，城市发展依旧有非常大的潜力，处于五大城市群当中，城市经济、商业资源集聚度、城市枢纽性、人口净流入量和未来可塑性等综合实力都较强。而对于人口总量缩水、人口净流入较少的城市，房企拿地更为谨慎。人口外流意味着住房需求减少。针对城市流失情况，房企在该城市拿地策略将更为谨慎，拿地标准提高，可能会放弃一些非主城区质量一般的地块。

图表 25. 22 个重点城市基本面数据一览

2019年22城	城市基本面	人口净流入(万人)	常住人口	户籍人口	GDP (亿元)	人均GDP (元)	城镇居民人均可支配收入 (元)	三次产业结构	固定资产投资完成额增速	社会消费品零售总额 (亿元)	进出口总额 (亿元)	金融机本外币存款余额 (亿元)
深圳	★★★★★	41	1344	551	26,927	203489	62,522	0.1:37.8:62.1	18.8%	9144	29774	83,942
广州	★★★★★	40	1531	954	23,629	156427	65,052	1.2:26.3:72.5	10.0%	9552	9996	59,131
北京	★★★★★	(0)	2154	1392	35,371	164220	73,049	0.3:15.8:83.9	2.2%	15064	28664	171,062
上海	★★★★★	4	2428	1469	38,155	157279	73,615	0.3:26.6:73.1	10.3%	15848	34047	132,820
杭州	★★★★	55	1036	795	5,373	152465	66,068	2.0:29.9:68.0	6.8%	6188	5597	45,287
宁波	★★★★	34	854	608	11,985	143157	64,886	2.7:45.9:51.4	5.5%	4269	9170	20,858
南京	★★★★	6	850	710	4,030	165681	64,372	2.0:35.2:62.8	14.5%	7136	4828	35,536
苏州	★★★★	3	1075	723	19,236	179174	68,690	1.0:45.3:49.1	8.3%	6089	3191	33,705
武汉	★★★★	13	1121	906	6,223	145545	51,706	2.6:35.6:61.8	9.8%	7774	2440	28,659
成都	★★★★	25	1658	1500	17,013	103386	45,878	3.7:30.6:65.7	10.0%	8313	5823	40,029
天津	★★★★	2	1562	1105	4,104	90771	46,119	1.5:34.1:64.4	3.0%	55	7346	31,789
厦门	★★★	18	429	261	5,995	142739	59,018	0.5:39.5:60.1		2258	6413	11,610
无锡	★★★	2	659	503	11,852	180944	61,915	1.0:46.5:52.5	6.1%	3983	6367	17,605
长沙	★★★	24	839	738	11,574	139877	55,211	3.5:39.0:57.5	10.1%	5247	2002	21,048
重庆	★★★	22	3124	3416	23,606	75828	37,939	7.2:40.0:52.8	3.9%	11632	5793	39,483
福州	★★	6	780	710	9,392	120876	47,920	5.6:38.3:56.1		4199	2526	15,757
合肥	★★	10	819	770	9,409	115623	45,405	3.3:35.6:61.1	7.0%	4378	2221	16,417
济南	★★	7	891	797	9,443	106416	51,913	3.6:34.8:61.6	12.6%	4420	1103	18,646
青岛	★★	11	950	831	11,741	124282	54,484	3.4:35.2:61.4	21.6%	5127	5926	17,876
郑州	★★	22	1035	882	11,590	113139	42,087	1.3:39.7:59.0	3.6%	5324	4132	
沈阳	★★	1	832	756	6,470	77777	46,786	4.6:32.9:62.5	13.2%	4480	1073	18,870
长春	★	2	-	754	5,904	79456	37,344	8.0:41.6:50.4	1.8%	3120	996	12,682

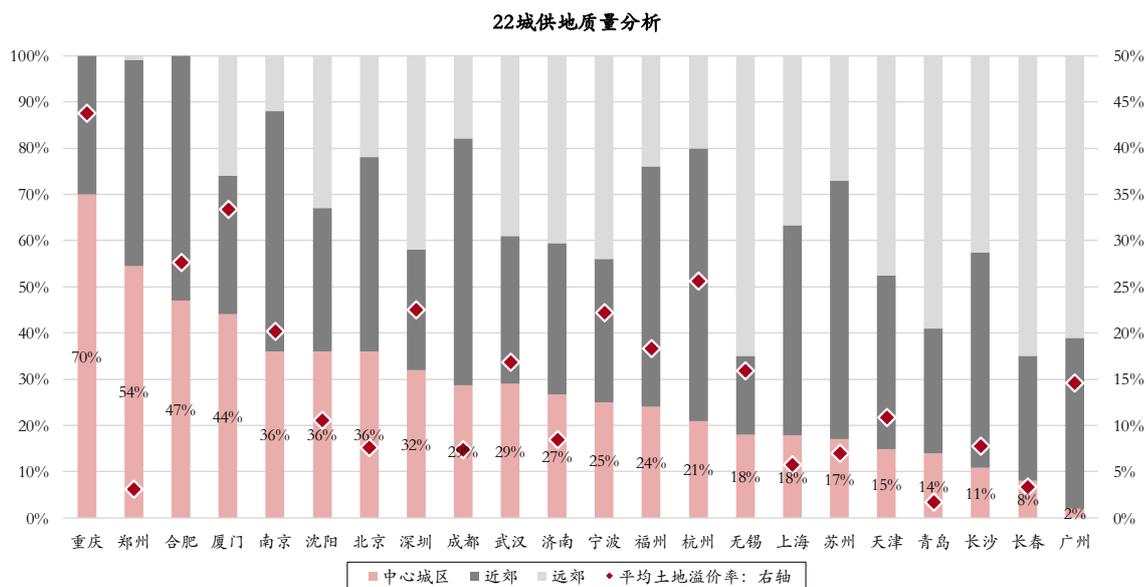
资料来源：万得，中银证券

## 2.2.2 供地质量：重庆、合肥、厦门四成以上的优质土地供应显著拉升土地溢价率

22城中心城区出地量占比均值为28%，其中重庆（70%）、郑州（54%）、合肥（47%）、厦门（44%）四城供地质量较高，中心城区的供地量（供地建面）占比占四成以上；广州和长春的供地质量欠佳。根据中指院的土地质量评级，厦门、郑州、无锡、天津、重庆、南京2021年首批的土地质量明显好于2020年。

1) 重庆首批供应地块中优质土地占比较高，这些地块对房企吸引力较强，最终多以高溢价成交，北区的渝北区和西区的沙坪坝区为主力供应区。渝北区土地供应多年来稳居首位，房地产市场发展较快；沙坪坝区作为城市规划向西发展的一环，承接科学城的推进，房地产市场正处上升期。2021年重庆中心城区首批供地建面695万平，占首批总供应建面的比例高达69.7%，较2019年和2020年中心城区供地占比的44.3%和60.9%明显提升。2) 郑州虽然供地质量较高，但溢价率不高，主要是因为此次首批集中出让的地块当中，多以城改项目后期用地为主，大多数是“定向地”，“公开地”所占比例较小，除3宗地竞争激烈外，其余基本以底价成交。3) 合肥中心城区的土地数量占比高达47%，同时供应量较小，加剧了房企间的竞争，平均土地溢价率较2020年提升了7.3个百分点至27.7%。4) 厦门在岛内两宗优质地块的助力之下，平均楼面价高达35817元/平，超越了所有一线城市的平均楼面均价；平均土地溢价率高达33.4%，较2020年提升了13.2个百分点。5) 广州的供地质量相对欠佳，核心区仅有荔湾一宗地，天河、海珠更是不涉及；与此同时，增城、从化、南沙等远郊供应比重较2020年显著提升，高达61%。从楼面均价来看，广州最高单价地的楼面均价仅2.9万元/平，远低于2020年6.8万元/平的最高单价，这从另一方面反映了广州本次集中挂牌质量欠佳。

图表 26. 从供地区域来看，重庆、郑州、合肥、厦门四城供地质量较高



资料来源：各地国土资源局，中银证券

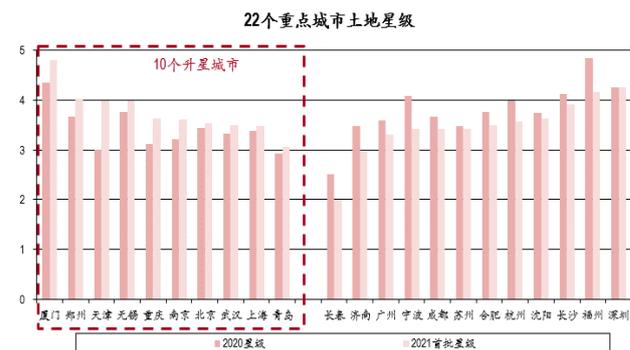
图表 27. 重庆首批集中供地主城区地块供应占比明显增多，从 2020 年的 60.9% 提升至 69.7%



资料来源：万得，重庆国土资源局，中银证券

注：重庆中心城区（主城区）包括沙坪坝区、两江新区、渝北区、高新区、大渡口区、九龙坡区、北碚区、巴南区、南岸区

图表 28. 厦门、郑州、无锡、天津、重庆、南京、北京、武汉、上海、青岛的供地质量相较于去年有所提升



资料来源：中指院，中银证券

注：土地星级由中指院根据地理区位、周边配套等因素给定土地质量的评级

## 2.2.3 限定竞得方式：“两限三高”降溢价；北京最为严苛，重庆、武汉最宽松

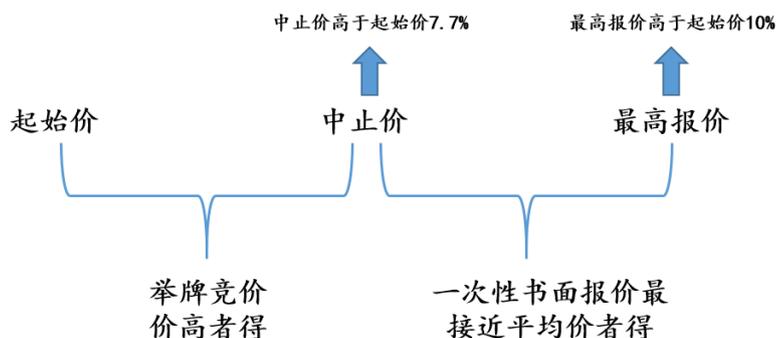
部分城市设置了相对严苛的竞拍条件，概括起来，包括限地价、限次数、高保证金、高配建、高自持。实行集中供地的 22 城中，每个城市都有其明确且严格的土地竞拍规则，精细至一地一规则，不同地块适用不同规则。部分城市土拍由“价高者得”向多目标管理转变，使得整体溢价率处于较低水平，“双限”、“竞配建”、“竞自持”成为多城市土地出让必备规则，最大可能稳定地价，稳定房价，稳定预期。1) 限制地价：例如重庆、武汉不限地价，因此地价涨幅明显，溢价率很高。其余 20 城均设置了最高地价，明面上控制了地价和溢价率。一线城市平均地价较低除了优质地块供应比重相对较少以外，还受到限价因素的影响。北京除房山区一块地没有最高限价外，其余 29 宗地块均有限价，平均限制最高溢价率为 9.8%；由于上海首轮土拍竞价环节设置中止价、最高报价和一次性书面报价，从源头上杜绝了高溢价的可能性，平均溢价率仅有 5.8%，地价有效控制。2) 限制参与次数：无锡首批集中供地同一房企只可报名一次。3) 高保证金比例：青岛、长沙、郑州、深圳的保证金比例较高，平均保证金比例分别为 91%、49%、50%和 45%，这些城市保证金要求较高，对房企施加的资金压力较大，或影响到房企的参拍热情，平抑了土地溢价率（详见 4.1）。4) 竞自持、竞配建、无偿代建比例：22 个城市中共有 13 个城市采用了竞自持和竞配建的竞得方式，平均自持比例和配建比例约 5%和 7%。其中，合肥、厦门的平均配建比例较高，分别为 16.2%和 14.5%，成都和无锡自持比例超过 10%，杭州自持比例达 9%。房企利润空间压缩，一定程度上影响了房企拿地积极性（详见 5.1）。

图表 29. 各地首批集中土地限定竞得方式因城施策，其中北京最为严厉

22城	限地价	限房价	竞自持	竞配建	竞人才房	竞高品质方案	竞政府产权比例	70/90限制	摇号	禁马甲公司	保证金比例	其他	严厉程度
北京	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓			20%		★★★★★
上海	✓	✓								✓	20%	高于中止价转为书面竞价	★★★★★
深圳	✓	✓	✓	✓	✓			✓			20%、50%		★★★★
杭州	✓	✓	✓								20%、80%	出让时设定配建、人才保障房比例	★★★★
郑州	✓	✓	✓						✓		50%		★★★★★
长沙	✓	✓	✓	✓					✓		50%		★★★★
成都	✓	✓	✓								20%-30%	定品质	★★★★
宁波	✓	✓	✓		✓						20%	“现房销售”地块试点	★★★★★
合肥	✓	✓		✓					✓	✓	20%-30%		★★★★
无锡	✓	✓		✓					✓	✓	20%、30%		★★★
福州	✓	✓		✓					✓		20%、100%		★★★★
广州	✓	✓	✓	✓					✓		20%、50%		★★★★
南京	✓	✓							✓	✓	20%-50%		★★★★
苏州	✓	✓			✓						30%		★★★★
厦门	✓	✓		✓							20%		★★★★
济南	✓			✓							20%-50%		★★
天津	✓		✓								20%-50%		★★
青岛	✓		✓								50%、100%		★★
沈阳	✓			✓							20%		★★
长春	✓			✓							20%、100%		★★
重庆											20%、100%	溢价率超过50%，付款时间减半	★
武汉											20%-30%		★

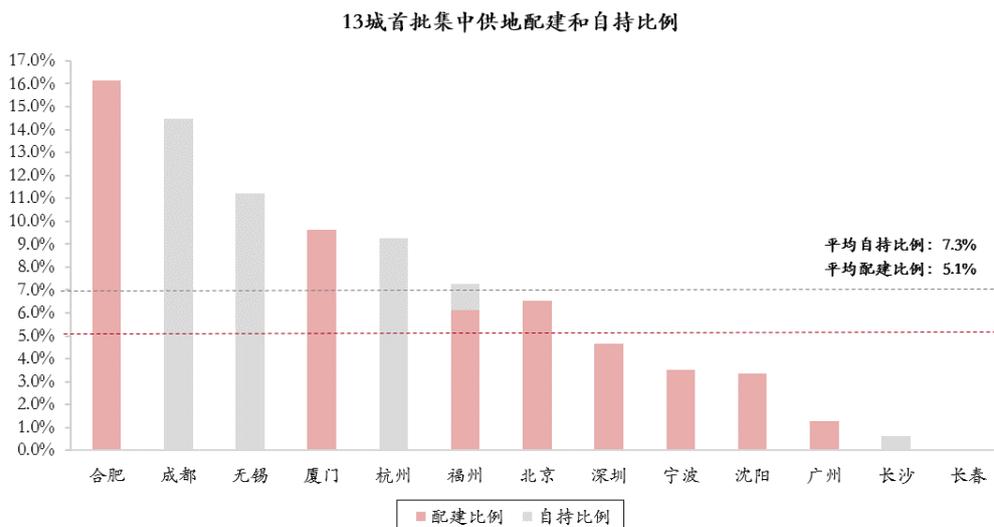
资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 30. 由于上海首轮土拍竞价环节设置中止价、最高报价和一次性书面报价，从源头上杜绝了高溢价的可能性



资料来源：上海国土资源局，中银证券

图表 31. 合肥、厦门的平均配建比例较高，成都和无锡自持比例超过 10%，杭州自持比例达 9%



资料来源: 各地国土资源局, 中银证券

但是，也有部分城市的竞拍规则相对宽松，或是对保证金比例方面有所放宽。例如重庆、武汉等热点城市土拍规则相对宽松或是首批集中供地热度难降的主要原因之一。限地价方面，重庆、武汉首批集中供地不限地价，导致整体溢价上涨；限房价方面，广州等城市在拍地时对销售价格不设限制，部分优质地块房企竞争激烈；资金端方面，热点城市在保证金上采取一定的放宽，减轻房企压力，市场竞争进一步加剧，例如其中天津允许土地出让金在多宗地块中转用，杭州 5000 万托底保证金机制。此外，部分城市可分期缴纳土地出让金，“分期付款”时间最长可达 1 年。我们梳理了重点城市土地集中出让前后的土地出让金付款周期相关政策发现，广州、福州、杭州相对付款周期较长，“分期付款”时间最长可达 1 年，武汉和长春在集中土地出让中放松了付款周期的要求。

图表 32. 部分城市对土地保证金和出让金缴纳的规则有所放宽

城市	土地保证金和土地出让金缴纳的规则
天津	竞买保证金可以在多地块竞拍中转用，只需企业提前申请并补齐不足部分即可。此次保证金转用意味着当日未拍中地块，保证金可申请用于后续地块竞拍，大大节省了房企为竞拍多宗地块而提前筹集多笔保证金的大额资金筹备。
杭州	在土地预公告阶段，竞买人可以办理预申请手续，按本宗地出让起拍价的 10% 缴纳预约申请保证金（最高不超过 5000 万元），获取拍地资格；虽然这笔保证金需要在指定监管账户留存一个月的时间，但金额较此前 20% 的比例缴纳降低不少；若未通过预申请，则需正常缴纳 20% 的保证金。相对较低的保证金门槛给了更多房企参与拍地的机会。（由于杭州在第一批土地出让时，参与房企数量众多，市场热度过火，《关于公布 2021 年杭州市区第二批住宅用地集中出让的公告》文件已确认暂时取消“预申请”流程。）
广州增城	分期缴纳土地出让金，土地出让金可分两期支付，第一期为成交价 50% 在签订合同后 30 日内支付，剩余款项 1 年内付清即可。

资料来源: 各地国土资源局, 中银证券

图表 33. 广州、福州、杭州“分期付款”时间最长可达 1 年，武汉、长春放松了付款周期的要求

城市	“两集中”前土地付款周期政策	“两集中”后土地付款周期政策	付款周期政策 松紧程度	对比结果
北京	签订合同后 15 个工作日内付清	签订合同后 15 个工作日内付清	★★★★★	维持
深圳	签订《成交确认书》次日起 5 个工作日内一次性付清	签订《成交确认书》次日起 5 个工作日内一次性付清	★★★★★	维持
长沙	竞得人应当在签订合同之日起 30 日内向指定的银行账户付清全部土地成交价款	竞得人应当在签订合同之日起 1 个月内向指定的银行账户付清全部土地成交价款	★★★★	维持
沈阳	方案一：竞得人在 5 个工作日内一次性支付全部土地成交价款 方案二：竞得人在成交 1 个月内支付 50%，1 年内支付剩余 50%	方案一：地块竞得人须在土地成交之日起 30 日内支付 50%，3 个月内付清全部土地成交价款 方案二：地块竞得人须在土地成交之日起 30 日内付清全部土地成交价款	★★★★	维持
上海	合同签订之日起 90 日内，一次性付清	合同签订之日起 90 日内，一次性付清	★★★	维持
南京	地块成交后 10 个工作日内签订合同，地块成交后 1 个月内缴纳成交价款 50% 的土地出让金，3 个月内全部交清	/	★★★	/
苏州	签订土地出让合同时支付土地出让金的 60%，剩余 40% 土地出让金于 3 个月内付清；超过土地出让市场指导价余款缩短至 2 个月	成交 1 个月之内支付总成交额的 60%，剩余土地出让金在 3 个月之内付清，若成交价超过市场指导价，剩余土地出让金在 2 个月内付清	★★★	维持
厦门	土地出让金分两期支付，在成交之日起 5 个工作日内付 50%，在成交之日起 4 个月/60 天内付清剩下 50%，并支付利息。	土地出让金分两期支付，在成交之日起 5 个工作日内付 50%，在成交之日起 4 个月/60 天内付清剩下 50%，并支付利息。	★★★	维持
重庆	方案一：合同签订之日起 10 日内，付清国有建设用地使用权出让价款 方案二：10 个工作日内支付土地出让价款的 50%，剩余土地出让价款在 3 个月内付清 方案三：合同签订之日起 1 个月内缴至全部土地价款的 50%，3 个月内缴清全部土地价款	方案一：合同签订之日起 30 日内支付至出让价款的 50%，剩余出让价款在签订之日起 1 年内付清 方案二：合同签订之日起 30 日内付至土地出让价款的 50%，剩余土地出让价款在签订之日起 90 日内付清；当交易溢价率达到 50% 时，剩余价款缩短至 45 日内付清	★★★	“两集中”后新增对溢价土地的付款期限要求，但整体政策不紧反松
合肥	在签订出让合同后 30 日内付清全部土地成交价款，也可分期付款，30 日内和 3 个月内付至土地出让金总额的 50%，100%	在签订出让合同后 30 日内付清全部土地成交价款，也可分期付款，30 日内和 3 个月内付至土地出让金总额的 50%，100%	★★★	维持
宁波	出让合同签订之日起 1 个月内支付土地出让金总额的 50%，余款于 3 个月内付清	出让合同签订之日起 1 个月内支付土地出让金总额的 50%，余款于 3 个月内付清	★★★	维持
天津	/	受让人自合同签订 30 日内缴付不低于 50% 的土地出让金，90 日内缴齐	★★★	/
武汉	地块成交 3 个月内缴纳 80%，交付地块后（约成交 5 个月）10 日内付清剩余 20%	竞得人自土地成交之日起 1 个月内付清全部土地出让价款的 50%（含竞买保证金），余款半年内付清	★★	从付款期限和额度上略有放松
长春	竞得人必须在该出让地块成交之日起 30 日内付清全部国有建设用地使用权成交价款	方案一：竞得人必须在该出让地块成交之日起 30 日内付清全部国有建设用地使用权成交价款 方案二：竞得人须在该出让地块成交之日起 30 日内缴纳 50% 土地成交价款，余款及分期付款期间的利息在成交之日起 6 个月内缴清 方案三：竞得人必须在该出让地块成交之日起 6 个月内付清全部国有建设用地使用权成交价款	★★	放松
广州	方案一：签订出让合同之日起 30 日内支付出让总价款的 50%，余款在 6 个月内付清 方案二：签订合同后 30 日内支付 50%，剩余 1 年内付清	方案一：合同签订之日起 30 日内，一次性付清国有建设用地使用权出让价款 方案二：签订合同后 30 日内支付 50%，剩余 1 年内付清	★	收紧
杭州	出让合同签订之日起 1 个月内付出让价款 50%，12 个月内付清出让价款的 100%	合同签订之日起 15 天内付清出让价款的 50%，12 个月内付清出让价款的 100%	★	收紧
福州	方案一：二期付款，分别于土地出让合同签订之日起 30 日、180 日内按 50%、50% 比例支付 方案二：三期付款，分别于土地出让合同签订之日起 30 日、270 日、360 日内按 50%、30%、20% 比例支付	方案一：二期付款，分别于土地出让合同签订之日起 30 日、180 日内按 50%、50% 比例支付 方案二：三期付款，分别于土地出让合同签订之日起 30 日、270 日、360 日内按 50%、30%、20% 比例支付	★	维持

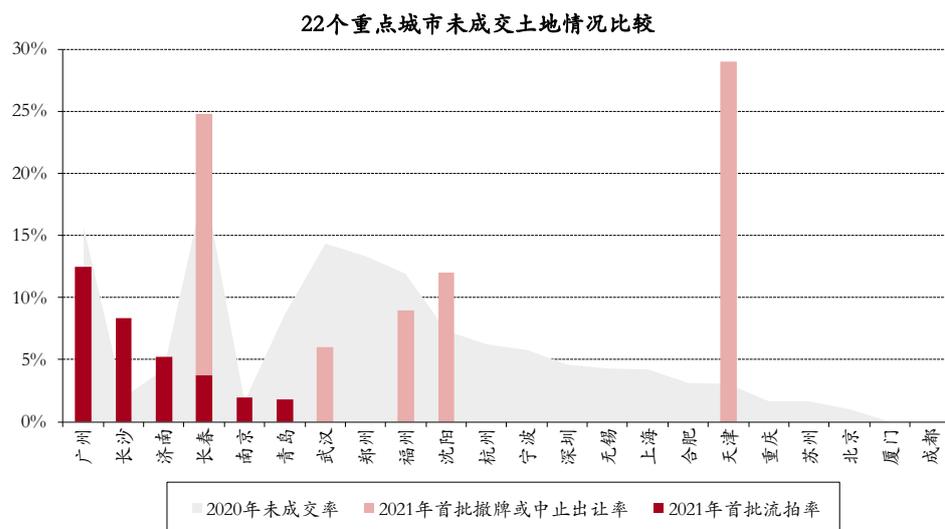
资料来源：各城市自规局、土地交易中心、公共资源交易官网等，中银证券

注：部分城市各地块付款规定各异，本表格选取的付款政策为较常见的商品住宅出让政策。

### 2.3 多数重点城市流拍率下降，仅长沙、济南、南京略有提升

单从流拍率来看，重点 22 城整体流拍率下降的居多。仅广州、长沙、济南、长春、南京和青岛出现了土地流拍，流拍率分别为 12.5%、8.3%、5.2%、3.8%、1.9% 和 1.8%，主要与起拍价相对不低、供地质量相对较差、城市基本面欠佳有关。同时，部分城市主动撤牌了市场关注度较低的地块；其中，长春、天津因房企参与度低出现较多撤牌情况。例如，天津 13 宗郊区地块停牌（占比 29%），或因无房企报名竞拍导致。成交前 13 宗因故停牌地块共涉及滨海新区 3 宗，北辰、津南、武清、宝坻各 2 宗，西青、东丽各 1 宗。造成 13 宗地块因故停牌的主要原因为：1) 价高质一般，无房企竞拍。此次停牌的 13 宗地块皆为天津市郊区地块，且地块质量一般。根据我们的计算，13 宗停牌地块平均起始楼面均价为 6741 元/平，高于 2020 年天津市楼面均价 6477 元/平。因此我们推测，地块位于天津市郊区且地块质量一般、起始价格较高，无房企报名竞拍可能为此次多地块停牌的主要原因。2) 人口总量缩水，房企在天津拿地更为谨慎。第七次人口普查中，天津市 2019-2020 年度净流出人口近 175 万，人口增量排名全国 31 地区中倒数第六。

图表 34. 重点 22 城整体流拍率下降，仅长沙、济南、南京流拍率略有提升



资料来源：万得，各地国土资源局，中银证券

注：由于2020年流拍土地数量仅披露全类型土地数据，因此2020年流拍率为全类型土地数据，2021年流拍率为住宅类土地数据

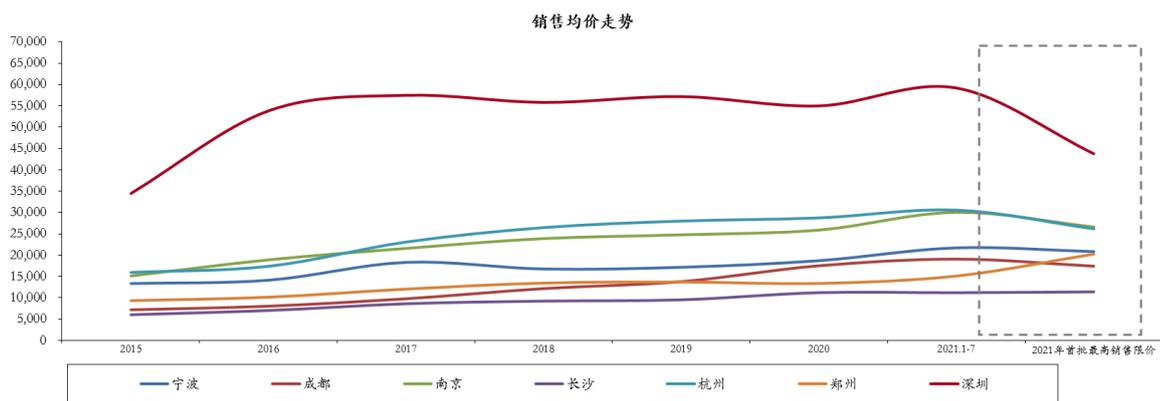
## 3 对楼市的影响：短期供应波动较大；部分城市最高限价低于去年同期

### 3.1 首批项目集中入市后，市场供应充裕起来，利好库存与去化周期较低的城市

集中土拍会带来项目集中入市，供给充裕在一定程度上能够防止房价过快上涨。但也要防止集中入市后可能造成的供需失衡，因此不排除政府或通过调整预售证发放节奏来把控未来项目入市时点的可能，平滑最终全年入市项目节奏。

**8 城平均限价低于去年同期销售价格。**22 个城市中 2021 年首批集中土地出让中有限竞房的的城市有 8 个，分别是深圳、宁波、成都、南京、杭州、长沙、厦门和郑州（由于深圳、厦门推出地块较少，郑州限房价地块较少，参考价值偏低，不在统计范围内），我们将历年这些城市的商品住宅销售均价与今年首批的限竞房最高销售均价相比，发现首批集中出让的项目的最高销售均价较 2021 年 1-7 月的实际住宅销售均价平均下降 7.3%。其中宁波、成都、南京、杭州、深圳销售最高限价均值均低于 2021 年 1-7 月的住宅销售均价，长沙基本持平，郑州、厦门因首批出让的住宅用地质量较高且限价项目数量较少，数据参考性较低。

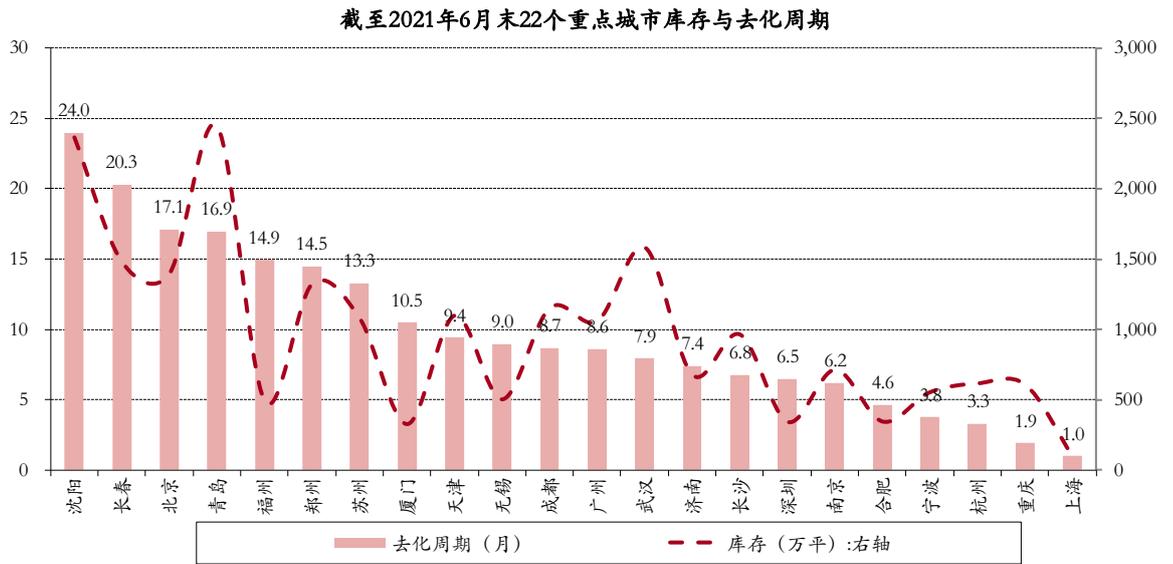
图表 35. 首批集中出让的项目中宁波、成都、南京、杭州、深圳销售最高限价均值均低于 2021 年 1-7 月的住宅销售均价



资料来源：克而瑞，各地国土资源局，中银证券

同时我们认为，对于原本库存相对较低、去化周期较短的城市（例如上海、重庆、杭州、宁波、合肥等），政策利好于后期的供应增长，这些城市有足够的可以去消化，销售量价都会平稳提升。但对于原本库存高的城市、去化周期较长的城市（例如沈阳、长春等），一次性加入大量供应反而会对市场形成负面影响。

图表 36. 对于原本库存相对较低、去化周期较短的城市，政策利好于后期的供应增长

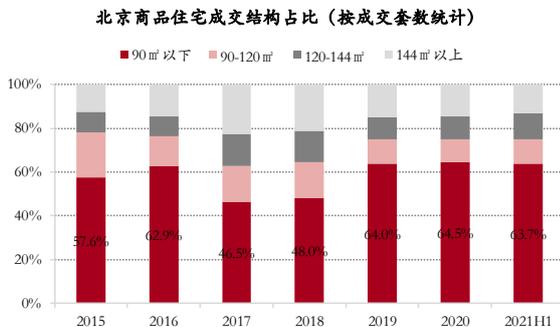


资料来源：克而瑞，中银证券

### 3.2 产品供应结构将兼顾刚需及改善型需求，产品品质被提到重要高度

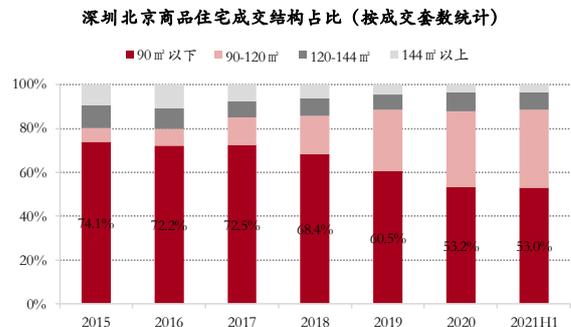
高标准商品住宅方案评选叠加户型限制条件调整，未来产品供应结构将兼顾刚需及改善型需求，同时产品品质的要求也更高。1) 产品品质：此次北京集中土地出让环节中，首次提出了竞报高标准商品住宅建设方案，并有 10 宗进入该交易程序评选环节，从建筑品质和规划建筑设计提出了更高要求，引导房企主动提升住宅品质。成都出台品质新规，从技术层面明确了成都新建商品住宅在“定品质”方面的要求。杭州、苏州、南京相继出台产品品质方面的政策指导意见，我们认为二三批次的集中供地会在产品品质上提出更多更细致的要求。2) 产品结构：此次集中成交地块中深圳和北京分别有 2 宗及 16 个项目执行套内“70/90”户型要求（出让宗地项目住宅套内建筑面积在 90 平方米以下的普通住宅的建筑面积和套数占比不低于可销售商品住房总建筑面积和总套数的 70%），北京和深圳目前商品住宅成交中 90 平米以下的成交套数占比分别为 63.7%和 53.0%，此次集中土拍“70/90”的户型要求兼顾刚需及改善型需求，增强开发企业对户型设计的灵活度，以多元化的产品供应契合多样化的市场需求。3) 容积率：同时，从城市首批供地的整体容积率来看，多数重点城市向低容积率转变，平均容积率从 2.34 下降至 2.23，产品居住舒适度明显提升。

图表 37. 2021 年上半年北京商品住宅成交中 90 平方米以下的户型成交套数占比为 63.7%



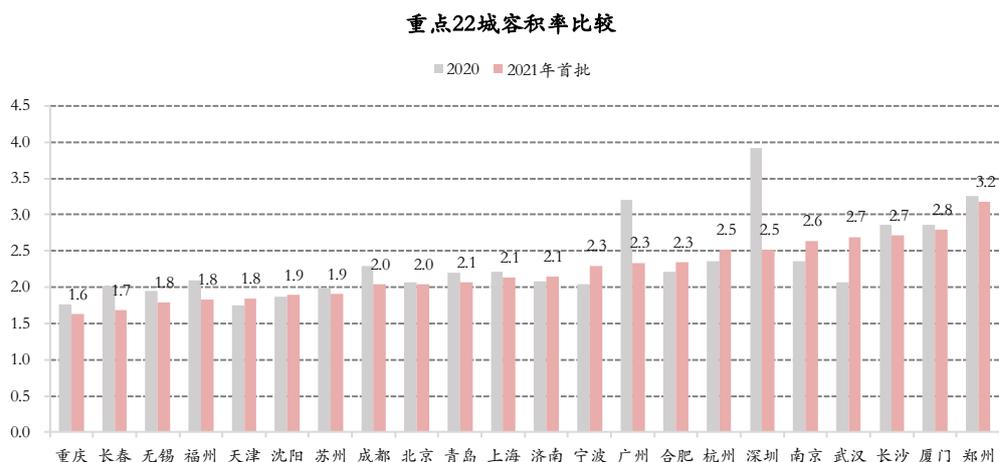
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 38. 2021 年上半年深圳商品住宅成交中 90 平方米以下的户型成交套数占比为 53.0%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 39. 多数重点城市向低容积率转变，产品居住舒适度明显提升



资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 40. 各地对产品品质提出了更细致的要求

城市	政策	规定
北京	第一批土地竞拍规则	竞报高标准商品住宅建设方案，并有 10 宗进入该交易程序评选环节
成都	6 月 7 日《成都市新建商品住宅技术管理规定》	新建商品住宅保温外墙饰面砖的使用高度不得超过 24 米 建筑物的防水质保期应不低于 7 年 首层门厅应整体装修并设装饰造型墙 地下室与半地下室应采取避免雨水倒灌的技术措施
杭州	3 月 24 日《2021 年市政府工作报告重点工作责任分解》	实施建筑质量提升工程，出台“竞地价、竞质量”政策，计划在 9 月底前试点
苏州	6 月 8 日《苏州市住宅品质提升设计指引（试行）》	在 2021 年 7 月 15 日之后取得建设用地使用权的项目，涵盖了建筑、结构、给排水、电气、暖通五大专项。 住宅的基本要求中，就明确了住宅层高不应小于 3.0 米，每套住宅应至少设置 1 间双人卧室或兼起居的卧室、住宅中“书房”等类似功能名称的房间，应视同于卧室，不得紧邻电梯布置等。 在结构方面，也规定了住宅结构设计应根据结构布置实际情况，对薄弱部位采取可靠的加强措施，必要时进行性能化设计，对关键部位提高抗震性能目标，以及住宅剪力墙的厚度不应小于 200mm，竖向钢筋直径不应小于 10mm 等内容。
南京	《关于进一步加强住宅用地出让管理提高住宅品质有关事项的通知》	竞品质环节是在限时竞价结束之后，对于单幅超过 20 家以上摇号的，根据企业提交的材料按照“竞品质”要求打分，选定出前 5 名参与摇号。 “竞品质”评价的维度主要包括公共空间、建筑单体、建筑立面、阳台设计、停车设施、BIM 技术等 6 大维度。

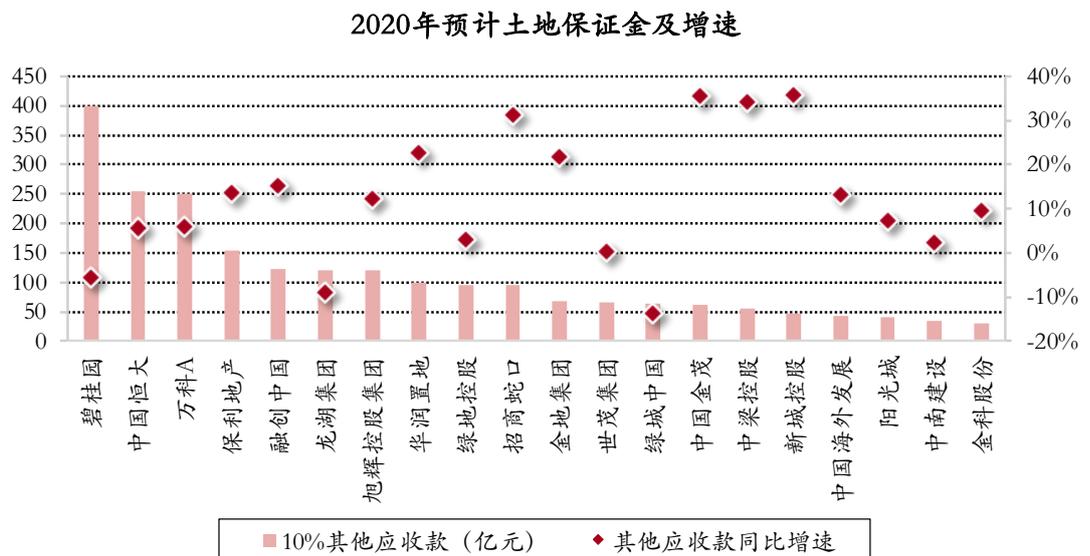
资料来源：各地政府官网，中银证券

## 4 房企分析：土地资源集中度显著提升，规模房企以及国企央企成最大赢家

### 4.1 首批 22 城近 2500 亿的土地保证金使得房企谨慎做好“多选题”；TOP30 保证金规模 1070 亿，平均保证金比例 25.7%

集中出让土地意味着高额的保证金、土地出让金要集中缴纳，大大提高了房企参与全部土地竞拍的门槛。这将非常考验房企的市场研判能力以及整体的规划统筹能力。房企土地保证金在会计分类上记录在其他应收款科目。截至 2020 年年末，万科其他应收款 2495 亿元，其中土地保证金 215 亿元，占比 8.6%；中南建设其他应收款 337 亿元，其中土地保证金 24 亿元，占比 7.1%；金科股份其他应收款 305 亿元，其中土地保证金 52 亿元，占比 16.9%。我们测算了 TOP20 房企的土地保证金规模，多在 50-300 亿之间。除了高额的保证金压力以外，南京还提出了“当地块达到最高限价后须通过摇号确定竞得人的地块，对商品住宅预售条件提高至完成住宅部分投资额的 50%”，房企在得到预售条件获取销售回款的条件也更加严格，需要更高的前期资金投入。

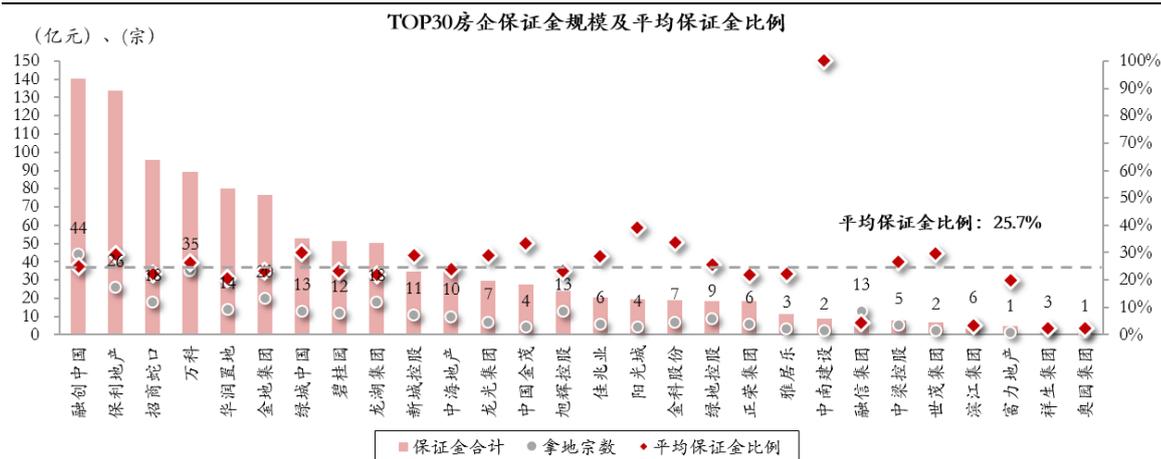
图表 41. TOP20 房企的土地保证金多在 50-300 亿之间



资料来源：公司公告，中银证券

TOP30 房企首批集中土地出让保证金合计 1070 亿元，平均保证金比例为 25.7%。首批集中土地出让中土地保证金缴纳最多的五家房企分别为融创中国、保利地产、招商蛇口，缴纳金额分别为 140、134 和 96 亿元，另有万科和华润置地缴纳金额超过 80 亿元。其中土地保证金缴纳比例最高的是中南建设，因其仅在青岛拿地，青岛项目保证金比例多为 100%；土地保证金缴纳比例仅个位数的有融信集团、滨江集团、祥生集团和奥园集团，主要是因为其在杭州拿地，杭州未披露具体项目的土地保证金，我们以杭州首批托底保证金政策计算，每宗地块的保证金以 5000 万计，相对保证金比例较低。其余房企土地保证金缴纳比例均在 20% 左右。

图表 42. TOP30 房企首批集中土地出让保证金合计 1070 亿元，平均保证金比例为 25.7%



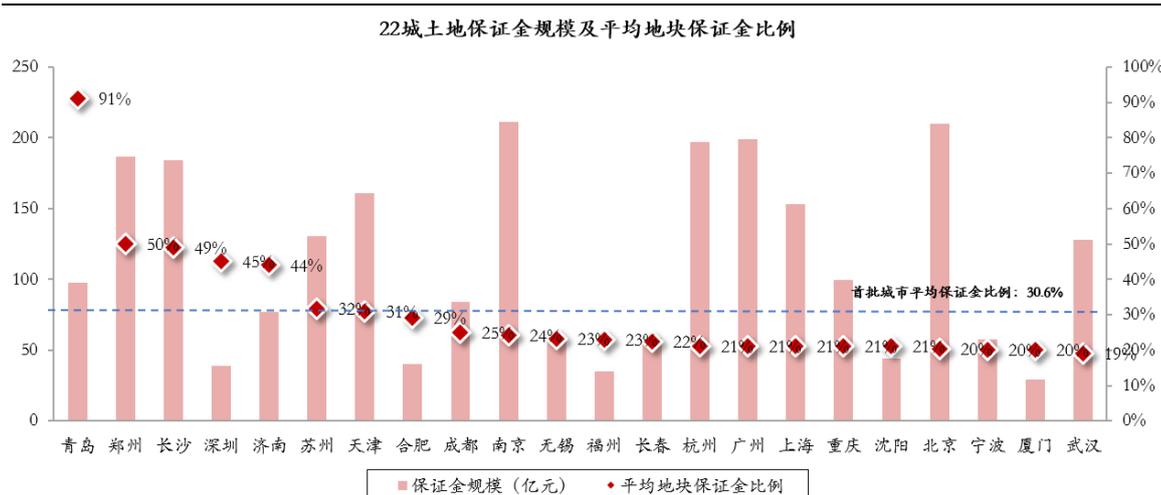
资料来源：各地国土资源局，中银证券

注：由于杭州未披露具体项目的土地保证金，我们以杭州首批托底保证金政策计算，每宗地块的保证金以5000万计。

各房企平均保证金比例=所获所有地块的保证金规模/所获地块的起拍总价合计，整体TOP30房企平均保证金比例为各房企平均保证金比例的均值。

从土地保证金规模来看，首批 22 个城市的土地保证金规模总计在 2482 亿元，其中最大的五个城市是南京、北京、广州、杭州和郑州，分别为 211、210、199、197 和 187 亿。而在土地保证金规模较小、同时保证金缴纳比例相对不高、保证金冻结政策宽松的城市，对房企的资金流动性更友好，例如厦门、沈阳、重庆、长春、福州、无锡。首批 22 城平均保证金比例在 30.6%，在平均土地保证金缴纳比例较高的城市，房企参与的资金压力会相对较大。例如青岛（仅两宗地的保证金比例为 50%，其余均为 100%的土地保证金缴纳比例，与其主要采用勾地方式有关）、郑州（49 宗成交土地中 46 宗为旧改项目）、长沙（定向性质的地块占三成以上）、深圳（除南山地块外，其余五宗保证金都是 50%，对房企施压较大）。对于勾地方式、定向性质以及旧改的项目通常设定较高的保证金比例。

图表 43. 青岛、郑州和长沙首批集中土地出让中土地保证金平均比例高达 91%、50%和 49%



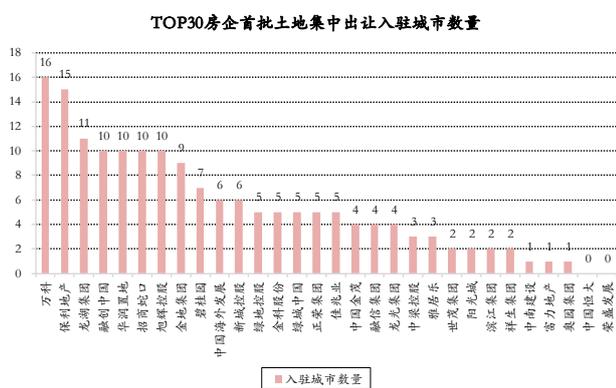
资料来源：各地国土资源局，中银证券

注：各城市平均保证金比例=城市所有地块的保证金规模/该城市所有地块起拍总价合计，首批 22 城整体平均保证金比例为各城市平均保证金比例的均值。

## 4.2 TOP30 房企平均进驻 5 个重点城市，获地率高达 40%，近三成地块位于长三角

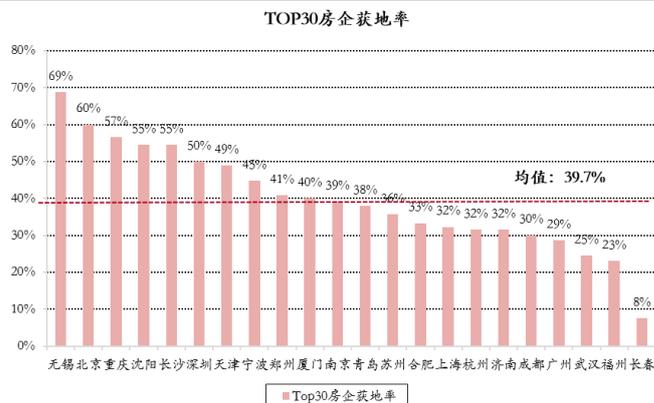
22 个重点城市集中土地出让中，TOP30 房企平均进驻 5 个重点城市；TOP30 房企的平均获地率 39.7%（TOP30 房企拍得的土地数量/该城市成交土地数量），区域布局上长三角城市群占比近三成。TOP30 房企在三大核心城市群的获地率较高，最高的五个城市为无锡、北京、重庆、沈阳和长沙，TOP30 房企获地率分别为 69%、60%、57%、55%和 55%；TOP30 房企在长春的获地率最低，仅 7.5%。从进驻城市数量来看，万科、保利地产、龙湖集团、融创中国、华润置地、招商蛇口、旭辉控股进驻重点城市数量超过 10 个，在集中土拍中国绕重点城市的布局较为分散。从布局区域来看，TOP30 房企在首批集中拿地中主要围绕城市群布局，长三角、京津冀、大湾区、成渝、长江中游城市群拿地建面占比分别为 27.6%、11.6%、6.0%、12.7%和 18.8%。

图表 44. TOP30 房企平均进驻 5 个重点城市



资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 45. TOP30 房企在 22 个重点城市的平均获地率为 39.7%

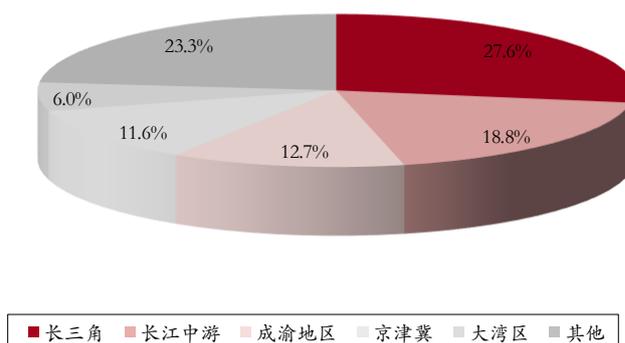


资料来源：各地国土资源局，中银证券

TOP30 房企的平均获地率=TOP30 房企拍得的土地数量/该城市成交土地数量

图表 46. TOP30 房企在首批集中拿地中主要分布在长三角区域（拿地建面占比为 27.6%）

TOP30 房企首批集中拿地地区分布情况（按拿地建面分）

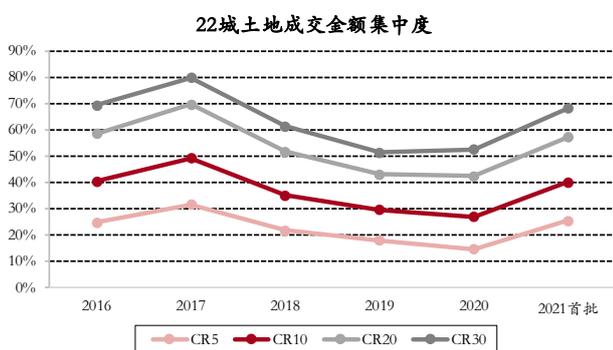


资料来源：各地国土资源局，中银证券

## 4.3 土地资源集中度提升幅度超 10 个百分点，国企与头部房企优势尽显

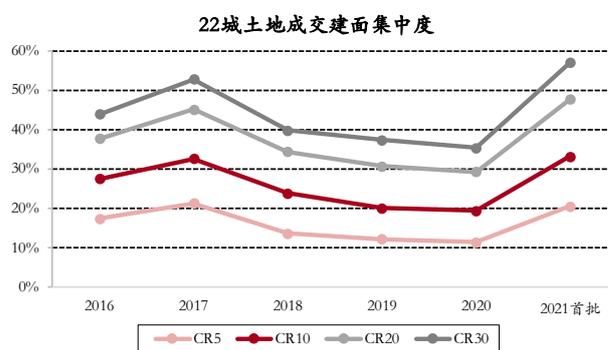
规模房企成最大赢家。从拿地主体看，首批集中土拍共有 224 个房企拍得土地，龙头房企收获颇丰，各梯队集中度提升 10 个百分点以上。CR5、CR10、CR20、CR30 拿地集中度（按金额分）分别为 25.4%、40.1%、57.2% 和 68.2%，较 2020 年明显提升。拿地金额超过 100 亿元的房企达到 28 家，主要以头部房企为主，其中拿地金额超过 500 亿元的房企有 3 家，分别为融创中国（755 亿元）、招商蛇口（521 亿元）和保利地产（516 亿元）；300-500 亿元拿地金额有华润置地（468 亿元）、万科（395 亿元）、卓越地产（368 亿元）和金地集团（347 亿元）。拿地宗数最多的是融创中国，共计拿到 44 宗地块，万科拿到 35 宗地块，保利地产和金地集团分别拿到 26 和 20 宗地。

图表 47. 集中土拍下，CR30 土地集中度高达 68.2%（按拿地金额分）



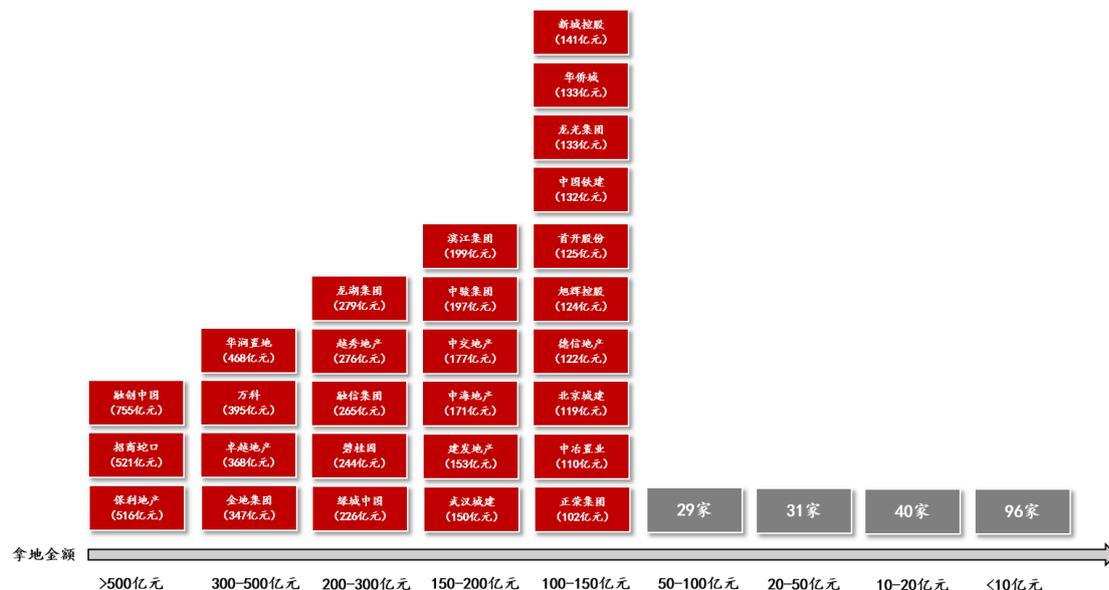
资料来源：各地国土资源局，克而瑞，中银证券

图表 48. 集中土拍下，CR30 土地集中度高达 57.0%（按拿地建面分）



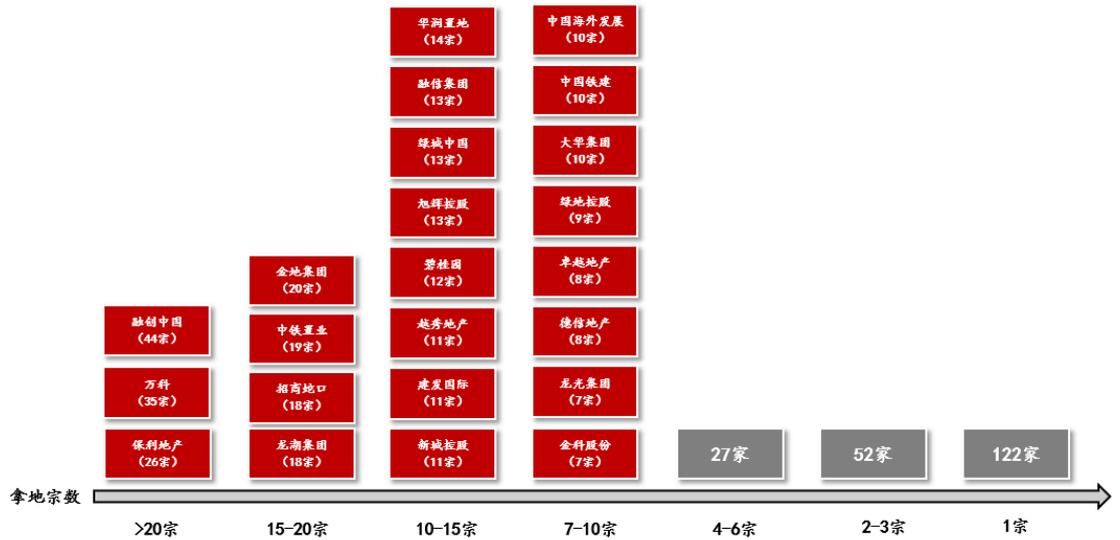
资料来源：各地国土资源局，克而瑞，中银证券

图表 49. 拿地金额超过 100 亿元的房企达到 28 家，融创中国（755 亿元）、招商蛇口（521 亿元）和保利地产（516 亿元）位居前三



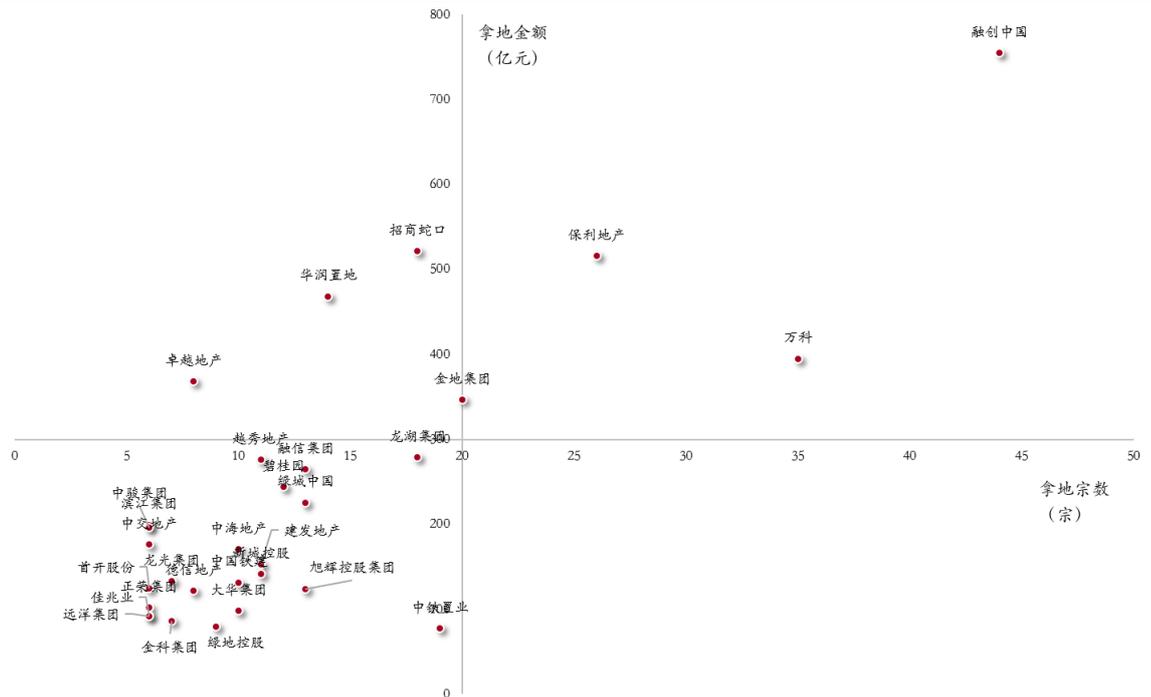
资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 50. 拿地宗数超过 10 宗的房企达 15 家，融创中国（44 宗）、万科（35 宗）和保利地产（26 宗）位居前三



资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 51. 首批集中土地出让中，融创中国、保利地产和万科相对较为积极



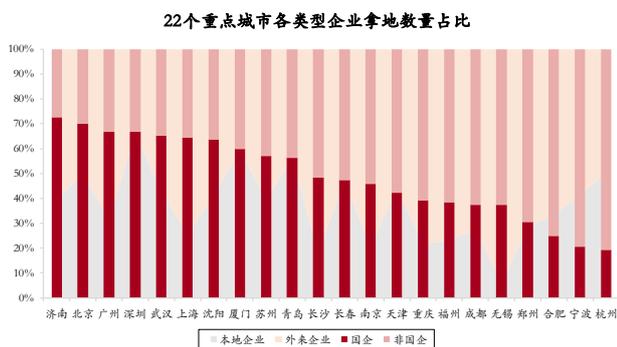
资料来源：各地国土资源局，中银证券

国企在获取优质地区优质土地的能力相对较强，同时获取的土地溢价率相对较低。从企业性质来看，国企在 22 城平均的拿地数量占比为 49%，非国企拿地数量占比为 51%；本地企业平均的拿地数量比例为 37%，外来企业平均的拿地数量占比为 63%。相比而言，国企的楼面均价为 10666 元/平，高于非国企（9818 元/平），一定程度上显示了国企在获取优质地区优质土地的能力；同时国企获取地块的平均土地溢价率为 14.3%，低于非国企（16.7%）。

深耕型房企或本地房企成为部分城市的拿地的主力。多数规模房企已实现全国化布局，或者在既定的区域内形成了明显的品牌影响力和市场竞争力，企业的布局重心更多的集中于做好既定区域的优势巩固，不在追求城市的数量目标。本地企业获取土地的平均土地溢价率为 12.9%，低于外来企业（15.5%）。部分城市内拿地的房企多为深耕型的外来房企或者本地房企，新进入城市的房企较少。例如深圳、杭州、厦门、青岛、北京本地房企“话语权”明显更大，拿地数量超过了外来房企。具体而言，越秀在广州参拍 15 宗并成功斩获 7 宗，竞得率远高于其他房企；重庆起家的龙湖也重仓大本营，在重庆已成交地块中落下 5 子；滨江集团和融信中国在杭州分别单独、合作拿地 5 和 7 宗。

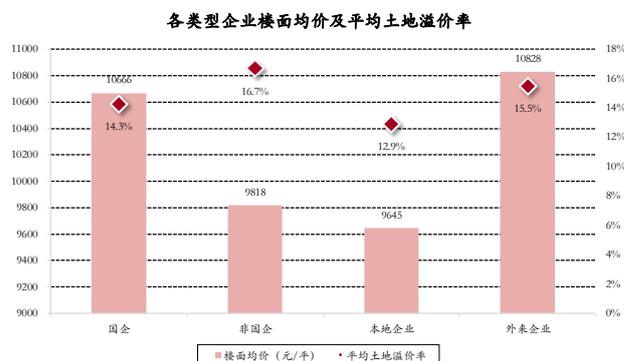
我们认为龙头房企和国企在集中拿地中具备强优势的原因有：**1) 融资优势**：相对而言，龙头房企和国企具备较低的融资成本优势，融资手段更加多元。2020 年“三道红线”指标表现理想的企业，其拿地的总量也会相应较高，“三道红线”踩线较多的企业，拿地数量相对有限。**2) 运营能力**：此次集中土地出让中有较多城市有竞配建竞自持，甚至竞品质的要求，对房企的运营能力提出了更高的要求。**3) 有能力满足严格的出让条件**：以长沙为例，出让条件方面，三到四成地块的出让条件比较严格，指向性明确。此次出让中，近四成地块对竞买人资质、规模、行业地位或者建设经验等有明确要求，超过 35% 地块有产业引进或者总部建设或引进要求，涉及产业主要是第三产业，包括酒店、长租公寓、外贸、生物医药科技、科技金融、汽车文化产业等。苏州多宗地块设置较为复杂特殊的出让条件，如要求房企配建载体，产业投资，总部引进，学校引进等。地块出让的同时升级区域内配套，对房企本身实力和资源是一大考验，实力雄厚的品牌房企不管是拿地意愿还是能力都会更强。

图表 52. 国企在 22 城平均的拿地数量占比为 49%；本地企业平均的拿地数量比例为 37%



资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 53. 国企获取地块的平均土地溢价率为 14.3%，低于非国企（16.7%）



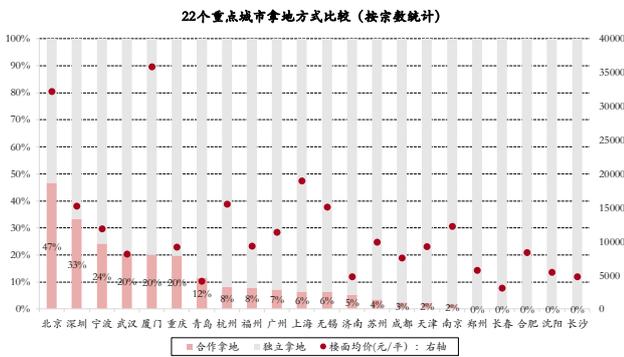
资料来源：各地国土资源局，中银证券

#### 4.4 高热城市以合作形式拿地的占比超 20%，中小房企通过合作拿地破局

集中土拍下合作拿地成为常见拿地方式。首批集中土拍中，北京、深圳、宁波、厦门、重庆等热度较高、楼面价相对较高（独立拿地成本较高）的一二线城市合作拿地的情况较多，两家及以上房企合作拿地的数量/成交土地数量占比超过 20%；合作拿地主要是以中小房企间合作或者龙头房企与中小房企合作为主。

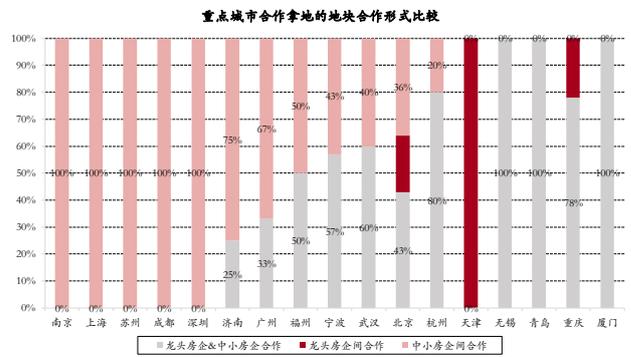
**主要原因有：**1) **缓解房企资金压力：**通过与其他房企合作方式减少在集中供地过程中的资金压力，并能够以有限的资金参与更多土地的竞拍，如在杭州拿地的融信+滨江，在北京拿地的融创+石泰，首开+卓越等等。2) **政府层面制定特别规则鼓励合作拿地，给中小房企更多拿地机会：**从地方政府层面，为减少房企在集中供地政策的非理性竞争，龙头房企形成寡头垄断，政府发布政策以促进房企合作拿地，保护中小房企权益。例如，重庆首批集中供地中除大渡口区茄子溪两宗地有明确要求外，其余地块均取消不可后期入股条件的规定，放宽合作拿地条件限制，促进在集中出让阶段没有获地的房企后期通过合作拿地破局。上海首批集中出让发布土拍新规则，直至项目竣工并首次确权前，参与此次土拍的企业均不可与竞得人合作开发，防止龙头房企凭资金实力获得大部分的土地，形成寡头垄断，让中小企业有了合作机会，在成交后期通过合作方式突围。具体而言，中南建设、滨江集团、金科股份超过一半的土地是通过合作拿地取得，中梁控股、华润置地超过三分之一的土地是通过合作拿地取得的。拿地后，不排除房企会进行联合开发上市，此处我们仅统计了拿地阶段的合作情况，我们认为房企走向合作或将成为趋势。

**图表 54. 首批集中土拍中北京、深圳、宁波、武汉等地合作拿地的地块占比超过 20%**



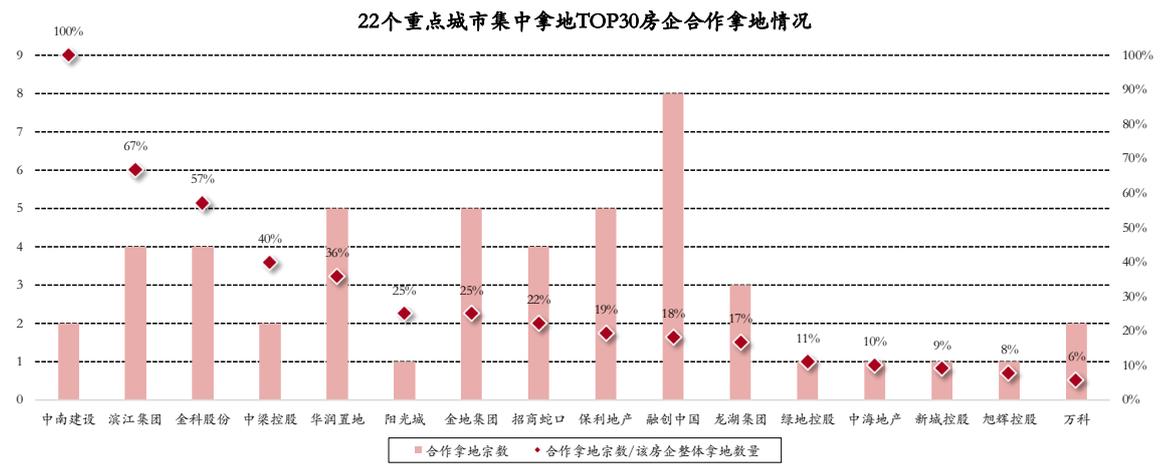
资料来源：各地国土资源局，中银证券

**图表 55. 合作拿地主要是以中小房企间合作或者龙头房企与中小房企合作为主**



资料来源：各地国土资源局，中银证券

**图表 56. 中南建设、滨江集团、金科股份超过一半的地均是通过合作拿地取得的**



资料来源：各地国土资源局，中银证券

中小房企独立拿地后，后期想要引进合作方的意向通常较为强烈，一方面能缓解自身的开发压力，另一方面能平摊风险；不过中小房企间的合作需要考虑合作方违约风险。7月21日宋都股份发布公告，宣布该公司放弃此前在杭州首批集中供地中以17.83亿元竞得的一宗土地，将损失此前缴纳的保证金5000万元保证金，涉及金额占公司2020年公司净利润的14.2%，据8月10日进一步的公告披露，退地的主要原因系合作方祥生地产的违约，宋都股份难以承担独立开发的资金压力及风险。我们认为，由于本身资金有限，同时项目利润率普遍承压，会有部分中小房企出现退地的情况，但考虑到二三批次城市对房企的资金审查更加严格，部分城市还上调了保证金比例，退地的损失较大，这样的情况发生的概率较小，中小房企独立拿地也会相对谨慎，大概率会在拿地初期即确定好后期开发的合作方或者直接选择合作拿地。

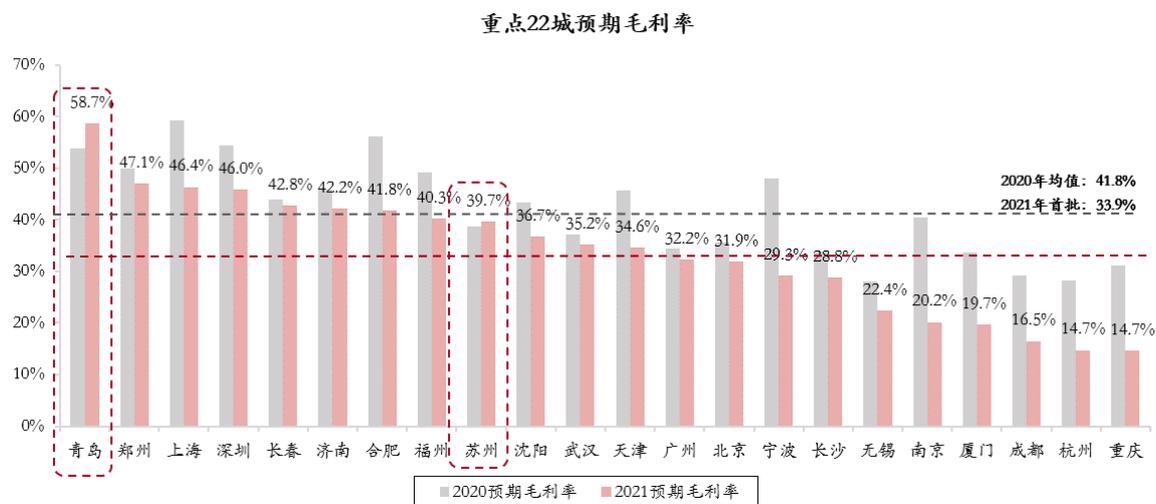
## 5 盈利空间分析：首批热点城市静态利润率下行；限竞房项目减少为房企的利润空间提供了一定的保障

### 5.1 首批 22 城平均静态毛利率 34%；部分城市高配建、高自持、无偿代建压缩毛利率 6 个百分点；一线盈利空间有保障，强二线利润率较低

从城市静态预期毛利率来看，热点城市盈利空间继续收窄。我们结合周边 3 公里范围内在售住宅项目的平均售价来测算，22 个重点城市平均预期毛利率为 33.9%，较 2020 年全年下降了 8 个百分点，市场热度比较高的重庆、杭州、成都、厦门、南京、无锡等城市盈利空间相对较小。典型如无锡，虽然在限价的影响下，无锡整体溢价率水平不高，仅有 15.9%，但从盈利空间来看，整体表现不佳。

以中储地块为例，经过多轮竞拍，被融创中国以总价 41.7 亿+6.61 万平竞租赁面积竞得，该地块的周边项目售价在 2 万元/平，地房比高达 90%，盈利空间极小。厦门湖里 2021P03 地块成交价 26.3 亿元，楼面价 5.06 万元/平，配建面积 1.32 万平，土地溢价率 24.64%，剔除配建后的楼面价高达 6.78 万元/平，而该地块商品住房最高销售限价为 7.18 万元/平，房地差仅有 4000 元/平。相比之下，地块质量相对欠佳的青岛、福州、长春等城市依然保持较高的盈利水平。本次土拍市场表现比较平稳的青岛、郑州、福州、上海等 8 个城市的预计毛利率在 40% 以上，处于相对较高水平。45% 的城市静态毛利率在 20%-40% 之间；而土拍情绪高涨、地价明显上涨的重庆、厦门、成都、杭州城市的毛利率处于较低水平。

图表 57. 首批土拍 22 城平均静态预期毛利率在 33.9%



资料来源：中指院，各地国土资源局，中银证券

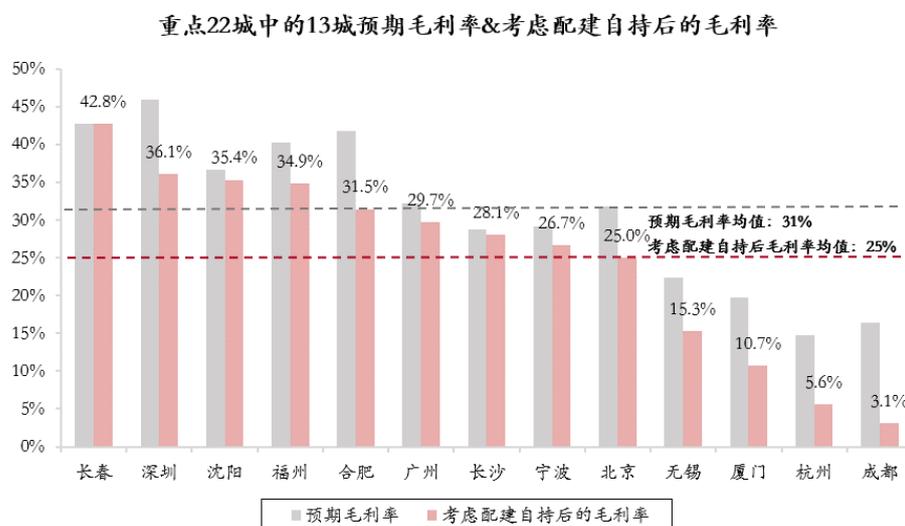
图表 58. 土拍市场表现相对平稳的城市毛利率相对较高，土拍情绪高涨、地价明显上涨的城市毛利率处于较低水平

类别	涉及城市
高 (>40%)	青岛、郑州、上海、深圳、长春、济南、合肥、福州
中 (20-40%)	苏州、沈阳、武汉、天津、广州、北京、宁波、长沙、无锡、南京
低 (<20%)	厦门、成都、杭州、重庆

资料来源：中指院，各地国土资源局，中银证券

22个重点城市中有13个城市采取“限地价、竞配建、竞自持”的方式，高自持与高配建拉低预期毛利率6个百分点，部分项目盈利存在问题。一方面可以抑制溢价率指标，并控制名义楼面价的过快上涨，另一方面也可以促进人才房、租赁住房等保障性住房或公共配套的供给，符合今年重视租赁住房供给的中央政策基调。在本轮土拍中，即使杭州、厦门、深圳等多数城市均以实行限价竞拍，但由于竞配建、竞自持等规则的存在，大部分地块对于房企来说实际拿地成本依然在上涨。其中成都、合肥、深圳、杭州、厦门受竞配建和竞自持影响较大，根据我们的测算，毛利率分别被拖累13.4、10.3、9.9、9.2和9.0个百分点。杭州自持比例创新高，从竞自持角度来看，平均自持比例高达9%，创双限政策实施以来的新高，而2019-2020年自持比例均在2%以下。沈阳土地出让条件中依然出现了大量无偿代建要求，22宗地里19宗有一至两条无偿代建要求，代建内容包括不低于规划住宅面积5%政策性租赁住房、学校、邻里中心、公园及道路等，这增加了房企实际拿地成本，同时也使得地块的楼面价、溢价率等投资指标不具备直接比较价值。

图表 59. 考虑配建和自持后的 13 城的预期毛利率平均拉低 6 个百分点



资料来源：中指院，各地国土资源局，中银证券

图表 60. 以深圳为例，仅有的两块普通居住用地因高配建利润空间被压缩

地块	建面 (万平)	成交总价 (亿元)	楼面价 (元/平)	扣除配建后楼面价 (元/平)	溢价率	竞得房企	配建	最高限价
光明 A646-0083 地块	4.1	10.9	26716	36757	45%	龙光地产	竞配建 1.12 万平人才住房	48900 元/平 (毛坯)
宝安尖岗山地块	6.7	25.4	37767	70354	45%	佳兆业集团	竞配建 3.12 万平人才住房	83265 元/平 (毛坯)

资料来源：深圳国土资源局，中银证券

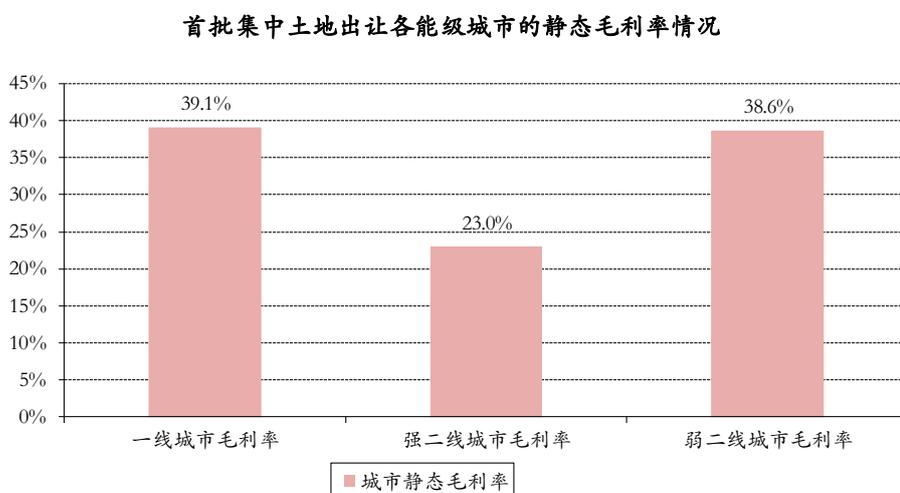
从具体各能级城市情况来看，一线城市因严控地价盈利空间有保障，预期毛利率高达 39%；强二线城市因城市基本面好+参与房企多，预期毛利率相对较低（仅 23%）；弱二线城市因城市基本面相对不强，在集中土地出让期的吸引力较弱，房企参与度较低，土拍溢价率相对较低，保障了一定的盈利空间。

房企普遍在土拍热度较高的强二线城市的盈利空间较小，平均静态毛利率仅 23.0%，尤其是都市圈内的核心城市，例如杭州、成都盈利空间都不大，在不限制地价的重庆因地价涨幅超 80%，其利润率也普遍较低；同时厦门、杭州、成都在考虑配建后利润率显著被进一步摊薄，整体强二线城市的利润空间相对较小。

相反，在一线城市的盈利空间相对不低，平均静态毛利率高达 39.1%，整体而言首批集中供地一线城市的供地质量一般，广州是 22 个城市中中心城区供地量占比最低的；从平均起拍价来看也相对较低，北上广深分别为 30854、17967、9708 和 11621 元/平，叠加北京和上海地价控制严格，拿地成本控制在合理范围内，因良好的城市基本面及土地资源较为稀缺其盈利空间有所保障；不过值得注意的是深圳，在考虑配建后预期利润率会被显著摊薄，但由于深圳首批出让地块数量较少，参考性相对较低。

弱二线城市市场热度相对较低，平均静态毛利率为 38.6%，依据我们在 2.2 的分析，城市基本面对于市场热度的影响最大，在集中供地中弱二线城市的吸引力相对不及一线和强二线城市，具体而言，土地溢价率仅个位数的青岛、郑州、济南、长沙利润率普遍相对较高，预计房企在这些城市的盈利水平较高。

图表 61. 一线城市、强二线城市、弱二线城市静态毛利率分别为 39.1%、23.0%和 38.6%



资料来源：中指院，各地国土资源局，中银证券

注：一线城市包括北京、上海、深圳、广州；强二线城市包括武汉、成都、杭州、南京、苏州、厦门、重庆；弱二线城市包括长沙、郑州、济南、福州、合肥、长春、无锡、沈阳、宁波、天津、青岛。

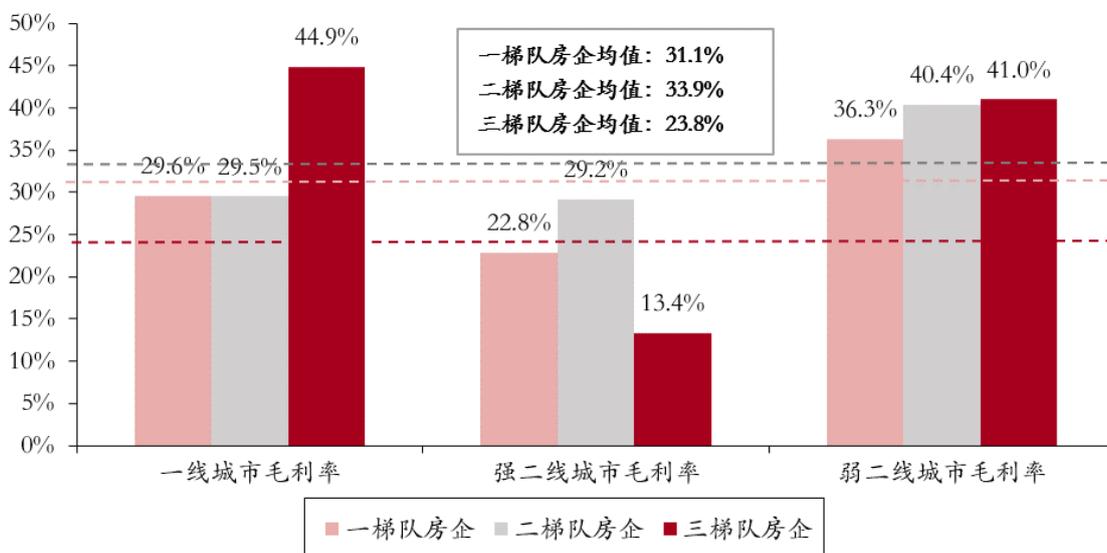
## 5.2 二梯队房企在各能级城市的毛利率均衡度更高，预计弱二线城市的市场空间会被进一步打开

我们分析了 TOP30 的各梯队房企在各能级城市利润率的表现，得到以下六点核心结论：

- 1) 一梯队房企多布局一线+弱二线，二梯队重仓弱二线，侧重于在自身擅长且有利可图的城市布局，两个梯队静态毛利率均超 30%。
- 2) 二梯队房企在各线城市的毛利率均衡度及整体利润率（34%）均是最高。
- 3) 三梯队房企利润率均衡度显著较弱，重仓强二线，但分散度高，整体毛利率不及一、二梯队。
- 4) 一线城市中，一梯队房企拿地最多；三梯队房企静态毛利率最高，不过深圳考虑配建后毛利率会被摊薄。
- 5) 强二线城市中，因资金实力+区域深耕，一、二梯队房企预期利润率显著高于三梯队房企；二梯队略高于一梯队 4-6 个百分点。
- 6) 弱二线城市中，各梯队房企毛利率相差不大且相对较高，预计市场空间会被进一步打开。

图表 62. 二梯队房企毛利率均衡度更高，三梯队的房企均衡度显著较弱

### 首批集中土地出让各梯队房企各能级城市的静态毛利率情况

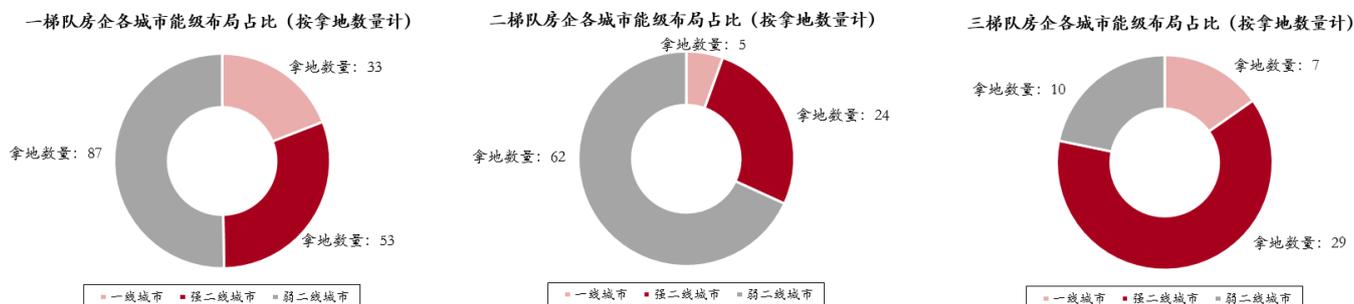


资料来源：中指院，各地国土资源局，中银证券

注：一梯队：碧桂园、万科、融创中国、保利地产、招商蛇口、金地集团、龙湖集团；二梯队：中海地产、绿地控股、世茂集团、华润置地、新城控股、旭辉控股、中国金茂、金科股份、中南建设、阳光城、绿城中国、中梁控股；三梯队：融信集团、正荣地产、龙光集团、富力地产、佳兆业集团、雅居乐集团、滨江集团、奥园集团、祥生集团

一梯队房企平均拿地规模比其他梯队多（总计拿地数量 173 宗），在一线、强二线和弱二线城市中分别有 73%、50%、55% 的拿地率，在高盈利空间的一线、弱二线城市布局较多，整体毛利率达 31%。二梯队的房企在各线城市的毛利率均衡度更高，68% 的地块分布在高利润的弱二线城市，整体平均的利润率水平也是最高的（34%）。三梯队的房企均衡度显著较弱，63% 布局在强二线城市，整体毛利率不及一、二梯队（24%）。一、二梯队房企更侧重于在自己擅长且有利可图的城市布局。其中一梯队房企在一线城市布局近两成，弱二线布局五成；二梯队房企近七成布局在弱二线城市。各类房企在弱二线城市里的毛利率相差不大且相对较高，因此我们预计今年和明年弱二线城市的市场空间会进一步被打开，也会有更多房企布局弱二线城市。

图表 63. 一、二梯队房企布局在弱二线城市较多，三梯队房企主要布局在强二线城市



资料来源：各地国土资源局，中银证券

各梯队在不同城市能级的表现不同：1) 一线城市中，三梯队房企拿地并不多，但静态毛利率较高，不过深圳考虑配建后毛利率会被摊薄。作为本地房企的龙光集团在深圳收获两宗地块，地块相对优质，其中一宗为商业+住宅类型用地，另一种纯住宅类用地在考虑配建后静态毛利率从 34%下降至 14%；雅居乐集团在北京和上海分别收获一宗地块，正荣集团在广州拿地一宗，地块整体相对优质，在严格的控制下楼面均价相对不高，利润空间有所保障。此外，一、二梯队房企在一线城市中盈利空间基本一致，静态毛利率近 30%。2) 在二线城市中，二梯队房企盈利空间略高于一梯队房企 4-6 个百分点。一、二梯队房企在强二线城市中所获项目的预期利润率显著高于三梯队房企所获项目，我们认为主要原因是资金实力更强和对原有布局区域的深耕；弱二线城市中三梯队房企相对毛利率较高，我们认为主要原因是这些房企原先在弱二线城市的布局力度也较大，因此在首批集中土拍时期将重心更多侧重在把握更大的城市里。

具体到 TOP30 房企来看，我们可以看到首轮集中土地出让中获得的地块，中南建设、世茂集团和雅居乐集团的预期毛利率相对较高。碧桂园、华润置地二线城市毛利率相对较高，招商蛇口、阳光城、正荣地产、龙光地产、佳兆业、雅居乐集团一线城市毛利率相对较高。

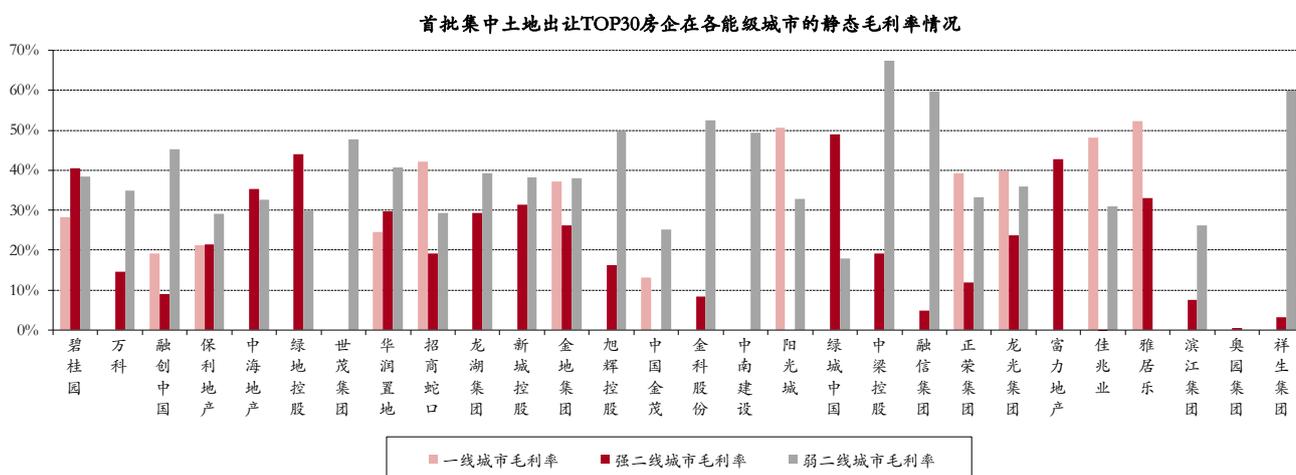
图表 64. 在首轮集中土地出让中获得的地块，中南建设、世茂集团和雅居乐集团的预期毛利率相对较高

预期毛利率	北京	上海	广州	深圳	长沙	郑州	济南	武汉	成都	杭州	南京	苏州	福州	合肥	长春	无锡	沈阳	宁波	厦门	天津	青岛	重庆	
中南建设																							
世茂集团																							
雅居乐																							
富力地产																							
阳光城																							
旭辉控股																							
碧桂园																							
华润置地																							
金地集团																							
中海地产																							
融创中国																							
龙湖集团																							
新城控股																							
龙光集团																							
绿地控股																							
招商蛇口																							
中梁控股																							
金科股份																							
万科																							
保利地产																							
绿城中国																							
正荣集团																							
融信集团																							
中国金茂																							
祥生集团																							
佳兆业																							
滨江集团																							
奥园集团																							

资料来源：各地国土资源局，中银证券

注：红色底色为一梯队房企，绿色底色为二梯队房企，蓝色底色为三梯队房企。

图表 65. 绿城中国、绿地控股在强二线城市毛利率相对较高，雅居乐、阳光城、佳兆业、招商蛇口在一线城市毛利率相对较高

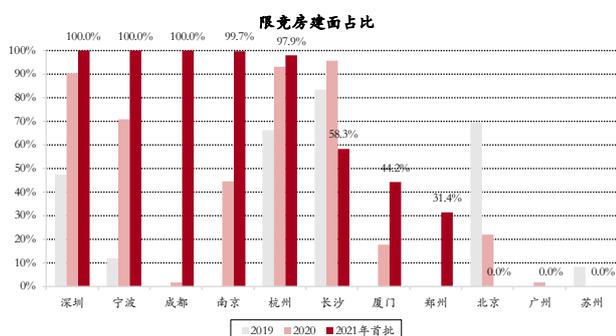


资料来源：各地国土资源局，中银证券

## 5.3 限竞房项目城市从 11 个减少至 8 个，北京、广州、苏州取消后盈利空间有保障

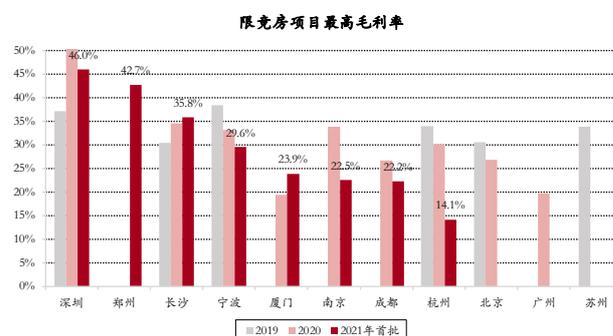
由于北京、广州、苏州今年集中供地中取消了限竞房项目，我们认为房企在这些城市的销售定价主动权会略有改善，盈利空间相比以往有一定保障。22 个城市中 2021 年首批集中土地出让中有限竞房的的城市有 8 个，分别是深圳、宁波、成都、南京、杭州、长沙、厦门和郑州（由于深圳、厦门推出地块较少，参考价值偏低），限竞房比例分别为 100%、100%、100%、99.7%、98%、58.3%、44.2%和 31.4%，最高毛利率（指限竞房项目以最高销售限价计算得出的毛利率）46.0%、29.6%、22.2%、22.5%、14.1%、35.8%、23.9%和 42.7%。今年首批出让中北京、广州和苏州不再有限竞房项目，厦门目前已经完成了第二批次的土地集中出让，也取消了“限房价”的规定，一定程度上保障了房企的盈利空间；长沙和厦门的最高毛利率有所提升。

图表 66. 今年首批中北京、广州和苏州不再有限竞房项目，一定程度上保障了房企的盈利空间



资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 67. 长沙和厦门的最高毛利率有所提升



资料来源：各地国土资源局，中银证券

## 6 猜想：供地政策向“控实际地价”调整，预计二三批次集中土拍热度将下降，房企盈利空间有望改善

6.1 从政策角度：土拍规则的调整方向主要聚焦严控实际地价、“禁马甲”打补丁、加强拿地全流程管控、提升租赁住房用地占比和促良性品质竞争

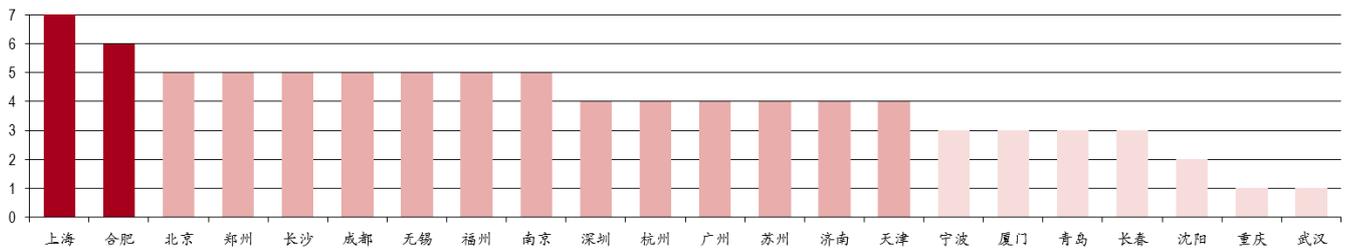
### 6.1.1 部分首批高热城市将面临严格限地价和溢价的土拍规则升级，从源头杜绝高溢价

我们认为首批管控政策覆盖度相对较低且土拍热度较高的城市：宁波、厦门、重庆、武汉在二、三批次升级的概率较大。重庆和武汉首批集中供地土拍规则宽松，既不限地价也不限房价，导致溢价提升明显，预计后续批次可能将逐步试点限价等竞拍方式。此外，在首批集中土地出让中，部分城市溢价率上限设定较高：合肥、天津、厦门、宁波、无锡所有地块均设有最高地价，杭州仅两宗地没有设置最高限制地价，其中合肥、天津平均限制最高溢价率接近 50%，厦门、宁波、无锡、杭州分别为 39.4%、28.1%、16.1%、27.6%，均超过了自然资源局最新提出的土地溢价率 15% 的要求，预计第二批集中土拍规则会更加严格。

图表 68. 首批管控政策覆盖度相对较低且土拍热度较高的城市：宁波、厦门、重庆、武汉二、三批次升级的概率较大

阶段	管控方向	细则	北京	上海	深圳	杭州	郑州	长沙	成都	宁波	合肥	无锡	福州	广州	南京	苏州	厦门	济南	天津	青岛	沈阳	长春	重庆	武汉
土拍前	资金不充裕企业参拍	提高保证金比例/监督金																						
	集团多家公司参拍	禁马甲																						
	地块转移关联方、联合出价	防围标																						
竞拍中	无意竞拍企业愿意抬高地价	入围资质																						
	地价过高	限地价																						
	达到地价上限	溢价率上限																						
拿地后	房价过高	摇号																						
	房屋质量	房屋品质																						
	第一批总监管覆盖度			5	7	4	4	5	5	5	3	6	5	5	4	5	4	3	4	4	3	2	3	1
土拍前监管			1	4	1	1	1	1	2	0	2	2	1	1	2	1	0	1	2	1	0	1	1	1
竞拍监管			2	2	2	2	4	3	2	2	3	3	3	3	2	3	2	2	2	2	2	2	0	0
拿地后监管			2	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0

注：● 第一次集中供地政策  
● 第二次集中供地政策



资料来源：各地国土资源局，中银证券

注：由于近期二批次集中土地出让挂牌中止和延期的城市较多，二批次集中供地政策存在进一步调整的可能。

截至目前，苏州、天津、杭州和无锡调整了二轮土地出让规则。其中无锡和杭州调整相对较多，无锡的调整具有一定的代表性：1) 合理设置最高限价：热点地块溢价率上限降至 3%；2) 初始配建等出让条件增加，如引进品牌酒店、配建人才房或租赁住房等要求；3) 实行“限地价+摇号”的竞拍政策。从政策实行效果来看，无锡二批的集中土拍热度明显下降，平均溢价率仅为 4.1%，较首批下降了 11.8 个百分点。此外，部分热点城市首批集中供地试点新土拍规则，但效果不佳甚至加剧市场竞争，预计后续批次将对不合适的试点规则进行调整和优化。例如杭州采取 5000 万托底保证金机制，保证金比例下滑下使得房企竞争加剧。

图表 69. 二批集中土地出让较首批集中土地出让的规则变化

城市	二轮较首轮变化规则
天津	1.首次在出让条件中加入自持租赁建筑面积的“硬性”要求，并规定了对应的自持租赁住房套数 2.一批次溢价不高于 50% 下调至不高于 15% 3.单宗住宅用地达到最高限价后，采用摇号方式确定竞得人 4.加强房企资格审查
苏州	1.除吴江区 8 总地块外，其余区域保证金上调至 50% 及以上（减弱马甲）； 2.新增一次报价机制，竞价终止后以一次报价中最接近所有一次报价平均价的原则确定竞得人
杭州	1.试点“竞品质”，地块上住宅需全部现房销售，并要通过政府验收； 2.溢价率上限由 30% 调整为 20%，其中“竞品质”试点地块的溢价率上限为 10% 3.取消预申请，保证金上调至起拍价的 20%；地价达到上限后，由原来的“竞自持”改为“竞无偿移交政策性租赁住房”
无锡	1.溢价率最低上限降至 3%； 2.由部分地块摇号改为全部摇号

资料来源：各地国土资源局，中银证券

注：天津、苏州、杭州二批土地出让均延期，存在进一步调整土拍规则的可能。

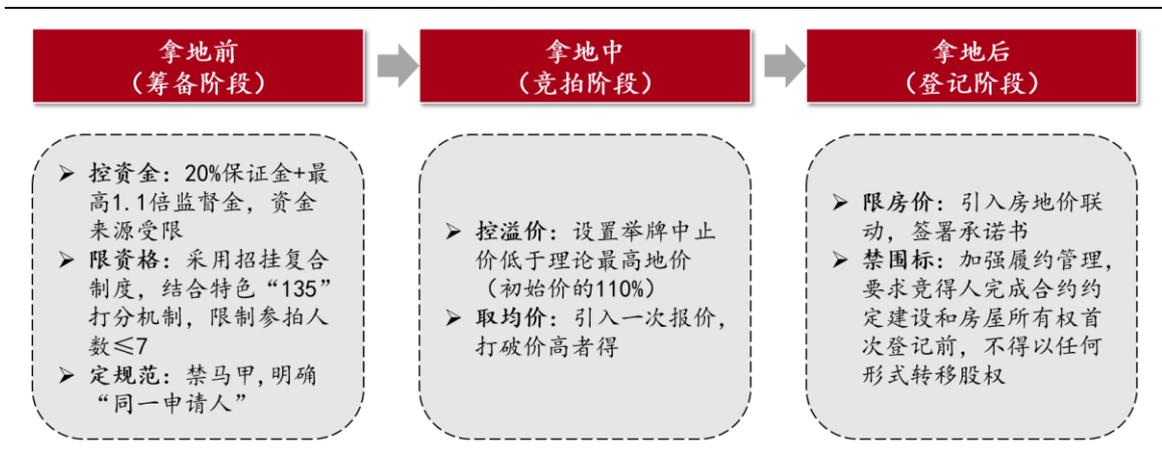
### 6.1.2 “禁马甲”政策配合“摇号”和“一次性合理报价”的竞得方式进一步优化调整

据我们的统计，22 城首次集中供地中共有 9 个城市采取“限价+摇号/一次性报价”的竞拍方式，但提及禁马甲的城市只有 4 个，郑州、长沙、福州、广州四城无明确要求。其中，广州黄埔黄陂地块吸引 30 家房企 300 多组马甲参拍；苏州首批集中供地虽然明确禁马甲效果不佳，主要原因是限制范围相对较小，只涉及直接绝对控股子公司。此次自然资源部鼓励以“摇号”和“一次性合理报价”等方式确定最终竞得人，摇号和一次报价的漏洞在于如果房企使用多个马甲，将会对最终报价的均价产生较大影响，甚至可以形成操控，因此禁马甲政策在后续的集中土地出让中非常关键。预计郑州、长沙、福州、广州和苏州后续批次出让要求将有很大可能在禁马甲方面“打补丁”。

### 6.1.3 拿地全流程管控或加强，组合拳式的土地出让规则具备借鉴意义

我们认为上海和北京首批土地出让的规则起到了非常好的市场热度平抑效果，值得后续城市学习，其政策亮点主要在于：1) 拿地全流程管控或将加强。相较于其他城市，上海土地市场相对理性，这主要归功于上海首批集中供地采取了一整套完善的土拍规则，房企拿地前中后全流程均设有明确要求。2) 土地出让方式组合拳，结合了区域位置、周边市场、土地成本等因素作出了针对性的“一地一策”调整。北京首批集中供地中的土地出让方式涉及设定地价上限、竞建公租房、竞建高标准商品住宅、竞政府持有产权份额、竞建国际人才社区房、套内 70/90 及房屋销售价格引导等七大类土地竞拍规则，多宗地块叠加两种以上竞拍规则。

图表 70. 拿地全流程管控，上海对拿地前中后期均设明确要求和限制



资料来源：上海国土资源局，中银证券

图表 71. 北京组合拳式的土地出让规则

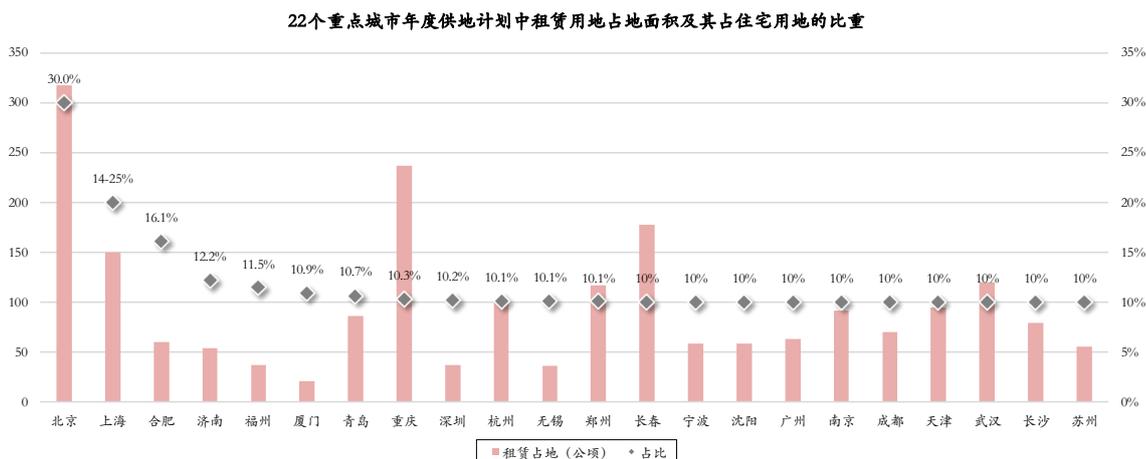
<p>设置地价上限 控制溢价水平</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>30宗地块均在土地出让环节设置地价上限，并公告具体地块地价上限，集中公布土地合理上限价格，除房山共有产权房地块采取招标外，29宗地上限溢价率均值仅为9.8%。</li> <li>要求开发企业在土地竞买环节将提交房屋销售的价格承诺，作为未来办理预售的前置条件。</li> </ul>
<p>重启竞建公租房</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>配建、竞报“公共租赁住房/国际人才社区”面积的出让方式，涉及宗数占比达到50%。</li> <li>公租房配建地块覆盖朝阳、丰台、昌平、大兴、通州等区域。</li> </ul>
<p>户型限制调整</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在户型限制上将“套型面积”调整为“套内面积”。</li> <li>近三分之二的城市设置了套内“70/90”户型要求。</li> </ul>
<p>推出“新型共有产权房”</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>针对朝阳金盏乡和崔各庄乡、海淀树村、副中心0302街区等6宗地块，采取“设定地价上限+竞政府持有产权份额+竞建高品质住宅”的出让方式（政府持有商品住宅产权预设份额：20%，有效减轻购房人负担，充分满足居民自住需求。</li> </ul>

资料来源：北京国土资源局，中银证券

#### 6.1.4 配套政策利好下，租赁住房用地占比有望持续上升

租赁住房供应力度大幅提升，新房市场结构将由原来的纯商品房、共有产权房、限竞房结构逐步向纯商品房、新型共有产权房、租赁住房、商业配套结构转变。在此次集中供地中也体现了中央把“解决好大城市住房突出问题”、“加快发展租赁住房建设”列为2021年的重点任务；2021年2月，自然资源部下发重点城市供地“两集中”文件中也提到重点城市在2021年在年度计划中单列租赁住房用地，占比一般不低于10%，并且常住人口增长快、租赁住房用地缺口大的城市要进一步提高比例。例如北京此次集中供地调整了土地出让方式，弱化了原有的共产房和限竞房出让方式，重启了竞配建公租房出让方式，创新性推出“竞政府持有共有产权份额”和“竞建高品质住宅”等出让方式，受此调整影响，未来北京商品住宅市场将由原来的纯商品房、共有产权房、限竞房结构向纯商品房、新型共有产权房、租赁住房结构进行转变。从2021年供地计划的城市来看，北京表现最为突出，租赁住房用地占比达三成。2021年北京市土地供应计划中明确租赁住房用地供应指标为318公顷，其占住宅用地的比重由2020年的13%大幅提高到30%，无论是租赁住房量还是占比均居于首位。其他城市租赁宅地计划量则基本与城市人口规模呈现正相关，上海租赁住房供地130-180公顷，占比14%-25%。其余城市除合肥、济南略高于要求外，其余城市租赁宅地计划供应量均按照中央10%的“红线”设置，约在10%左右。成都首批集中出让中自持租赁面积达68万平，占比14.5%，成都6月1日发布的《成都市住房租赁市场发展试点财政奖补资金使用管理办法（修订）》通知中提出了一定的奖补办法支持房企新建和自持经营租赁用房，将促进房企加速自持租赁住房的建设和入市。

图表 72. 重点城市年度供地计划中租赁住房用地占整体住宅用地的比例不得低于 10%，北京占三成



资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 73. 成都发布奖补办法支持房企新建和自持经营租赁住房

支持新建租赁住房	根据租赁住房建筑面积计算，新建租赁住房按 1200 元/平方米标准进行补助（含通过商品房配建的自持租赁住房）。
支持专业化机构化住房租赁企业经营	以成都住房租赁交易服务平台网签备案数据为准，年度住房租赁企业完成住房租赁房源合同网签备案面积超出上年 3 万平方米（含）的，超出上年网签备案面积的增量部分按 30 元/平方米的标准对住房租赁企业进行奖补，每个企业每年奖补最高不超过 200 万元。
支持自持租赁住房经营	对成都市出租自持租赁住房的住房租赁企业，按自持租赁住房出租面积，每年按 100 元/平方米的标准进行经营奖补。

资料来源：《成都市住房租赁市场发展试点财政奖补资金使用管理办法（修订）》，中银证券

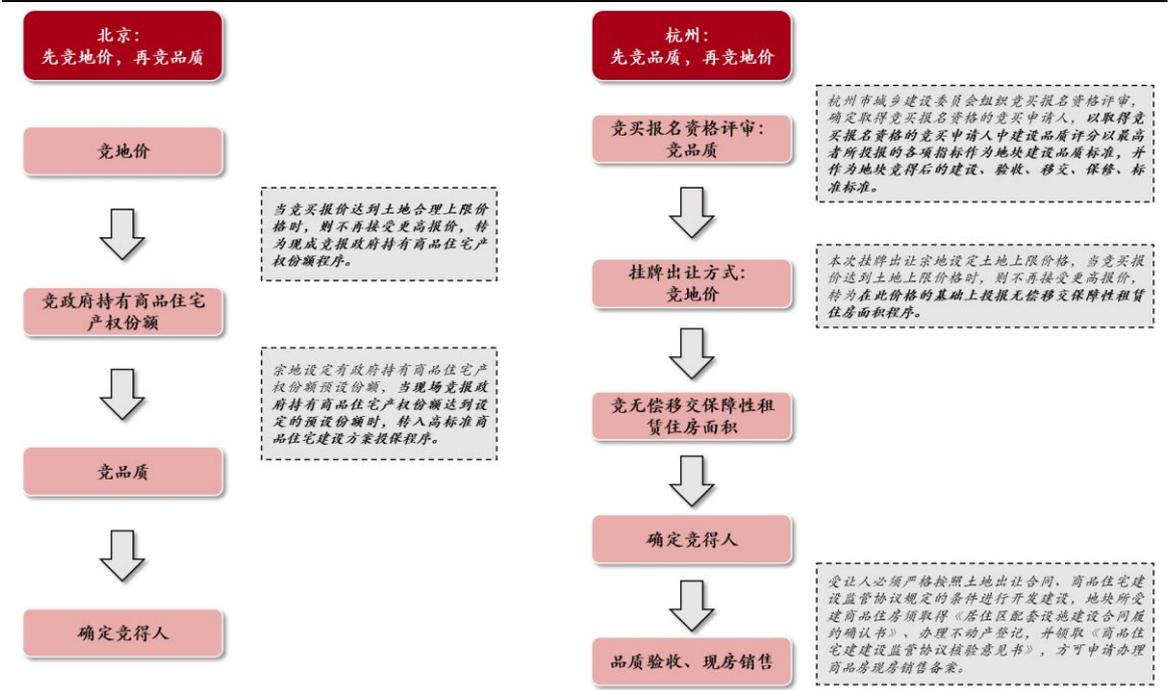
在配套政策支持下，我们认为短期内在土地供给侧层面租赁住宅用地占比将会持续上升，二、三批次的租赁住房用地占比可能会提高。我们可以看到首批集中供地中，竞自持/配建租赁住房成为土地出让标配，虽然会压缩房企的盈利空间，增加企业资金压力，但长期以运营的角度来看，自持的租赁住房可作为稳定的现金流来源，并能通过金融化的手段实现退出。2021 年 7 月国务院发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，明确保障性租赁住房的标准，强化各部门协作，在土地、简化流程、中央补助资金、税费、金融等方面提供全方位支持；同时发改委更是将保障性租赁住房已经列入基础设施 REITs 试点范围。

### 6.1.5 品质竞争成为新常态，北京和杭州先行试点

无论是政府还是房企更加注重提升产品力，品质竞争可能会成为新常态。2021 年以来，已有北京、成都、杭州、苏州、南京、无锡等多个城市在土地出让是有“竞品质”要求或是相继出台产品品质方面的政策指导意见，同时自然资源部对二批次集中土地出让提出的要求中明确禁止在达到地价或溢价率上线后以竞配建等方式确定竞得人，鼓励以竞更高更优品质建设方案等方式确定竞得人。我们认为二三批次的集中供地会在产品品质上提出更多更细致的要求。

北京和杭州开展“竞品质”试点，北京先竞价再竞品质，杭州先竞品质再竞价；成都、苏州等城市“定品质”为主。北京首批集中土地出让就试行了“竞地价、竞政府持有商品住宅产权份额、竞高标准商品住宅建设方案”，首次集中供地中涉宅用地 30 宗，其中有 10 宗地块触发双顶进入竞高标准建设方案环节，竞品质的审查标准主要关注绿色建筑、装配式建筑和管理模式三大方面，在产品上有竞争优势的企业则在北京市场的土拍中有所收获。杭州此前第二批挂牌的 31 宗住宅用地中 10 宗地首次试点“竞品质”（不过现已终止挂牌，或存在后续调整可能），不过具体流程与北京有所不同，采取先“竞品质”后“竞地价”两阶段的方式。除了严格要求竣工品质外，本批次的“竞品质”地块还要求现房销售，并需要通过竣工备案等验收手续监管核验后方可销售。此外，成都、苏州、南京、苏州、无锡等为代表的城市也发布了相关“定品质”的规定，对新建商品住宅的建设品质、套内空间、室外环境等提出了具体的要求，不过目前与土拍本身暂无关联性，后续不排除相关政策的出台。

图表 74. 北京先竞价再竞品质，杭州先竞品质再竞价



资料来源：北京国土资源局，杭州国土资源局，中银证券

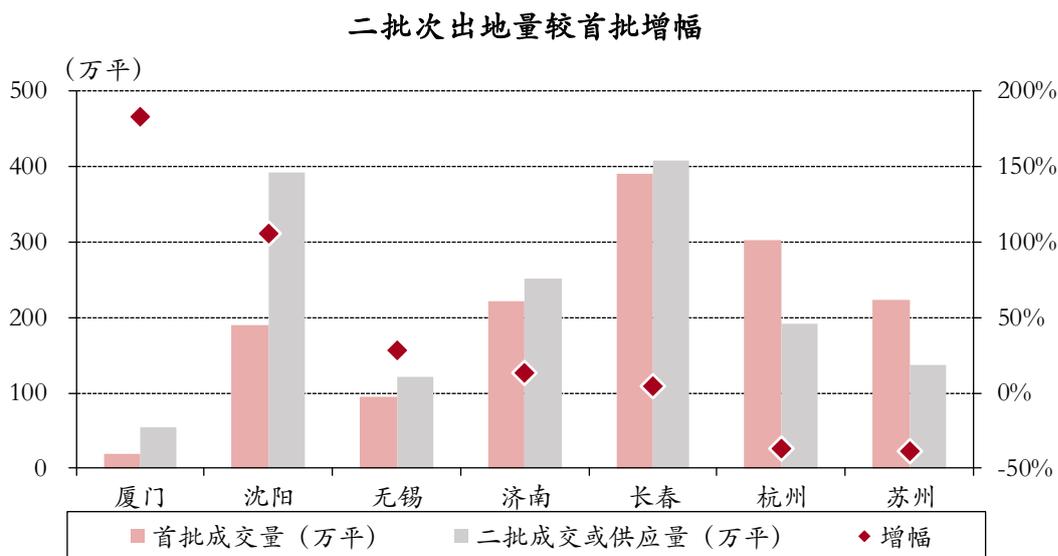
注：杭州于 2021 年 8 月 18 日中止已经挂牌的第二批土地出让，或存在进一步调整土拍规则的可能。

我们认为“竞品质”、“定品质”有利于引导房地产市场供应高质量住宅产品，短期看，对于房企拿地以及建造的成本管控及产品力提出了更高的要求，资金面承压；但是长期来看，有助于产品实力突出的房企进一步拉开与其他房企的差距，高质量产品或产生一定的品牌效应和销售影响力，房企可以通过合理提升产品销售价格，保障自身的盈利空间。

## 6.2 从行业角度：鉴于项目开发周期、三道红线和供地政策调整等因素，预计后续集中出让热度或下降，行业利润空间有所改善

地市热度有望得到控制，行业利润空间有望得到改善，主要原因有三：1) 二、三轮供地计划“余量”充裕，深、厦等首轮节奏偏慢的城市值得关注。从具体数据来看，厦门二批次的土地成交量、沈阳二批次的土地供应量较首批的增幅超过 100%，无锡、济南和长春也有不少的增量，供地量充裕，房企面对较首批更多的地块选择。相比于上半年仅一轮集中土拍，下半年将有两轮，出让地块的体量较第一次有所增加，供地节奏将明显加快，房企的选择面更宽。

图表 75. 二批次出地量较首批大幅提升的城市有厦门、沈阳和无锡

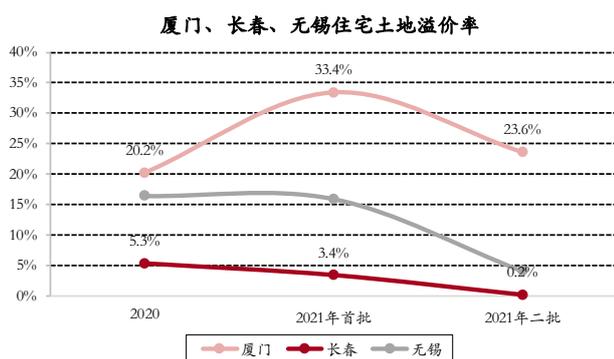


资料来源：国土资源局，中银证券

注：按占地面积统计。首批均为成交数据；二批次中厦门、无锡和长春为实际成交数据，其余城市为供应数据。

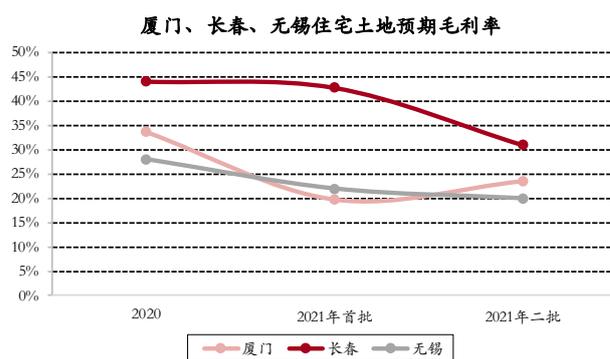
2) 受时点、项目的开发周期和“三道红线”等因素的影响，年内二、三批次集中供地的市场热度或有所下降。上半年仅有一轮土拍，开发商急于补货在年内实现销售及回款，以完成今年的销售目标、实现现金回正、满足“三道红线”的指标要求，因此土拍参与度较高；而第二批次的土地延期较多，入市延缓，预计第三批次的土地无法在今年推盘入市，无法对今年的销售或现金流做贡献，因此房企会更加谨慎地选择参与二三批次的土拍，预计土地溢价率将平稳有降，利润空间将有所改善。我们从已经结束二轮土拍的长春、厦门、无锡可以看到，土地溢价率分别下降了 3.2、9.8 和 11.8 个百分点，厦门的预期毛利率也有所提升。

图表 76. 厦门、长春、无锡二批次成交土地平均溢价率有所下降



资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 77. 厦门二批次项目预期毛利率有所提升



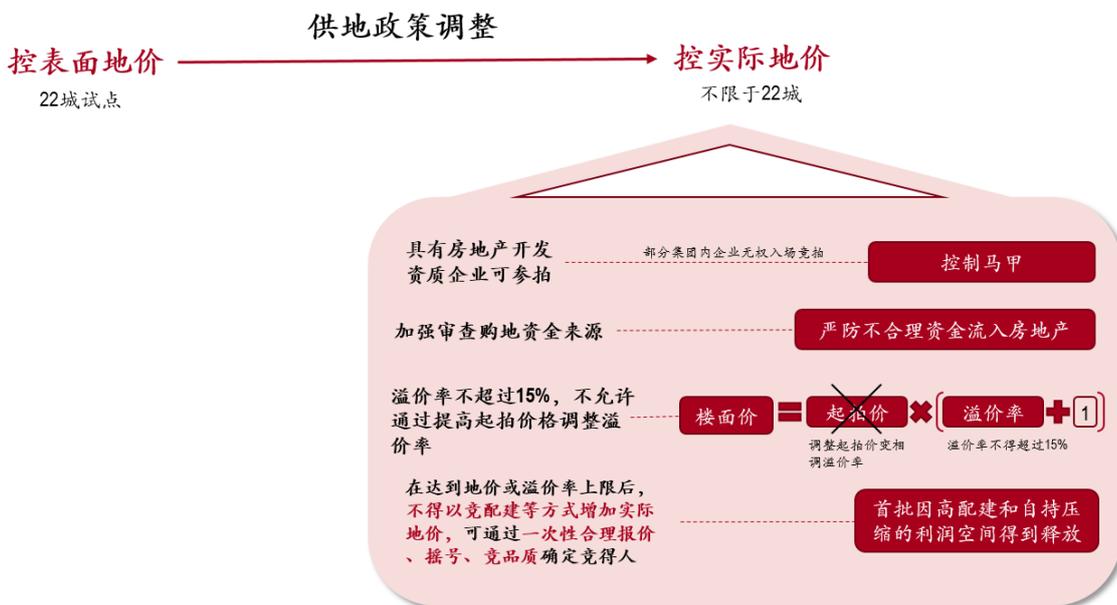
资料来源：各地国土资源局，中银证券

3) 供地政策已经出现调整，后续的整体方向将会是降低溢价、修改竞拍方式等，对行业是利好。截至目前，沈阳、青岛、深圳、天津、上海、福州、苏州、济南、杭州二轮土拍均延期。

8月12日，自然资源部对未来的集中供地试点城市的供地部门作出新的部署，明确要求：a) 参加宅地竞拍的企业需具有房地产开发资质；b) 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。c) 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，严控城市楼面地价新高。d) 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。且政策不限于 22 个重点城市。

我们可以看到，新政最大的改变是调控由首轮的“控表面地价”向“控实际地价”转变，在一定层面上降低了房企的拿地成本，使得首批集中供地以“竞配建”、“竞自持”等方式压缩的利润空间得到一定的释放。同时房企拿地将更加理性，叠加中央加强购地企业资格和资金审查，参拍企业的数量及要求会受到一定限制，土拍热度得到一定的抑制。

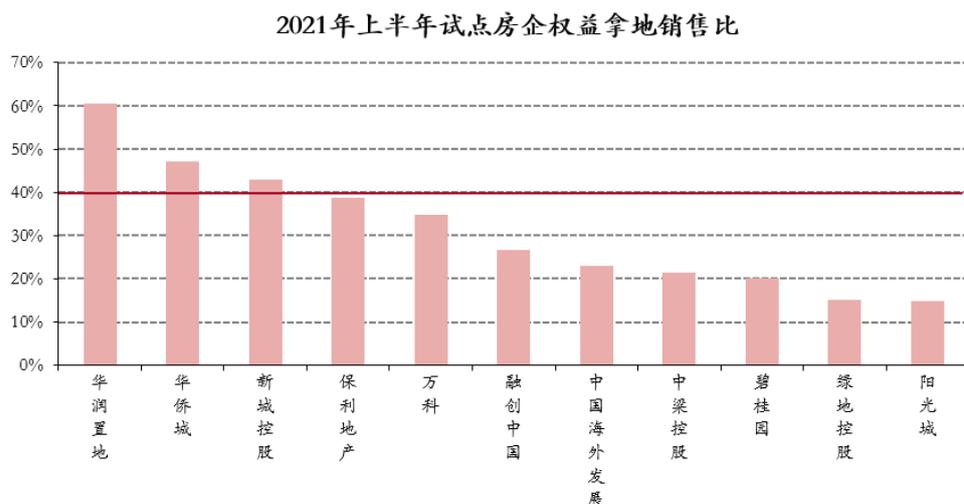
图表 78. 由首轮的“控表面地价”向“控实际地价”转变，行业利润空间有望回升



### 6.3 从房企角度：“摇号”、“一次性合理报价”或使中小企业拿地概率提升，但龙头房企的拿地能力仍更具竞争力

从首批集中土地出让的结果来看，龙头房企拿地优势显著，获得了较多的优质土地，同时自身原本的土地储备也较为充裕，叠加拿地销售 40% 红线的规定（应监管部门要求，被纳入“三道红线”试点的重点房企购地金额不得超年度销售额 40%，购地金额除公开市场拿地外，还包括收并购方式获地的支出）。根据我们的测算，首批 12 家试点企业拿地销售比均值为 28.8%，低于 40% 红线，拿地销售比 40% 红线对试点企业整体影响较小；其中仅新城控股、华润置地、华侨城 3 家企业略高于红线，随着本次规定出台，预计上半年拿地积极房企下半年或适度放缓拿地节奏。

图表 79. 2021 年上半年试点房企权益拿地销售比超过 40% 红线的房企有华润置地、华侨城和新城控股



资料来源：中指院，克而瑞，中银证券

而中小房企在首批集中土拍中表现一般，部分中小房企或存在在二、三批次集中土拍中补库存的强烈拿地意愿，同时部分城市的土拍规则让中小企业或将看到更多拿地机会，“摇号”和“一次性报价”政策相较于“竞配建”、“竞自持”来说，中小房企获地的概率提升。但从实际拿地能力来说，中小房企仍明显不足，预计龙头房企仍是拿地主力。

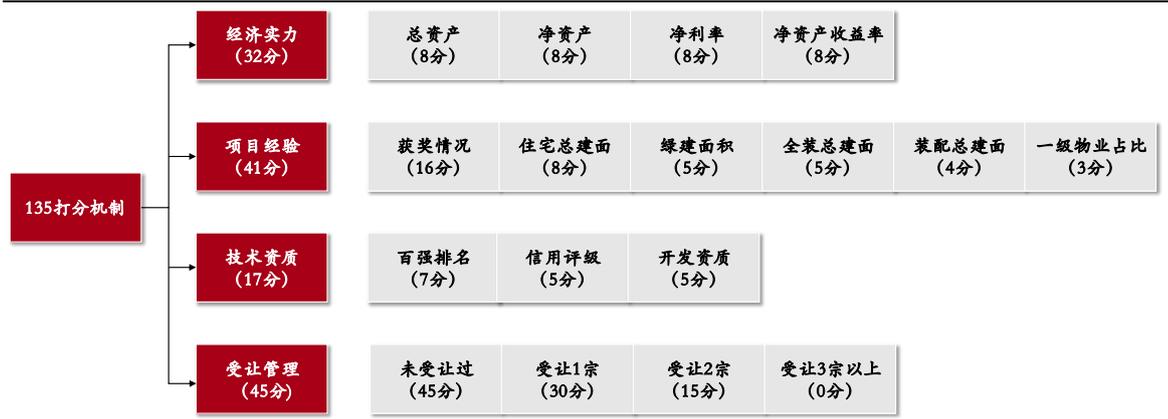
1) 苏州、上海在首批集中土拍中采用了“限价+一次性报价”的竞拍规则，一方面分别设定了 15% 和 10% 的溢价上限，有效控制了地价；另一方面，企业竞得土地的原则是“近均价者”得，地价被锁定在更加理性的范围内；自然规划局最新的规定中明确设定了“单宗地溢价率不得超过 15%”的同时禁止了竞配建等方式增加实际地价，房企拿地的资金压力大大缓解，同时鼓励以“摇号、一次性合理报价”等方式确定竞得人，让很多没有能力出高价或者竞品质的中小房企看到了拿地机会。

2) 从无锡的第二批集中土地出让中可以看到，首批仅有两宗地的出让方式为“限地价+摇号”，其余地块则是“限地价+竞配建”，二批全部地块均才采用“限地价+摇号”的出让方式，TOP30 房企的获地率从首批的 69% 下降至 13.6%，中小房企的获地概率明显提升。

3) “防围标”限制升级，虽然可以避免一家独大，不过龙头房企的拿地能力评级依旧会高于中小房企。例如本轮上海土拍规定“直至项目竣工并首次确权前，参与此次土拍的企业均不可与竞得人合作开发”，让中小企业看到了更多合作机会。上海采用独有的招挂复合制度，当报名房企数量 < 7 家时直接挂牌竞价；报名房企数量 ≥ 7 家时，采用“135 打分”机制，选取积分排名前 7 家入围。“135 打分”机制有助于避免市场一家独大。例如本批集中供地，碧桂园和金地集团均取得三宗地块，这也意味着其年内打分最高分数只有 90 分，这将对后续批次热点地块的入围产生一定影响。在上海首次集中供地中，大华、光明地产、首创置业等房企均有不俗表现，均取得 2 宗地块。

不过整体来看，中小房企在经济实力、项目经验、技术资质等方面的评分普遍是低于龙头房企的，所以入围的概率相对较小，实际拿地能力依然是龙头房企更加具备竞争力。

图表 80. 上海“135 打分”机制各细项图解



资料来源：上海国土资源局，中银证券

## 7 投资建议

与长期以来零散分布的供地模式相比，集中供地对政府计划供地、企业决策竞地产生了重大的影响。随着首批集中土地出让全部落地，政策影响及未来走向逐渐明朗。虽然首批集中土地出让的政策效果不及预期，但我们认为二三批次集中土拍，尤其是第三批次集中土地出让的预期利润率将有回升的空间，带动估值修复。供给端政策多管齐下完善房地产长效机制，行业进入发展新阶段，落实了从融资端到投资端的透明化管理，持续助推行业向“管理运营驱动”转化，利好资金、市场研判、运营管理、产品力、营销能力等综合实力强劲头部房企。我们建议关注：1) 开发板块：金地集团、万科A、保利地产、龙湖集团、佳兆业集团。2) 物业板块：碧桂园服务、永升生活服务、华润万象生活、融创服务、新城悦服务、宝龙商业、星盛商业。

图表 81. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2020A	2021E	2020A	2021E	
600383.SH	金地集团	未有评级	11.38	513.76	2.30	2.54	4.95	4.48	12.72
000002.SZ	万科A	未有评级	22.75	2643.03	3.62	3.85	6.28	5.91	19.32
600048.SH	保利地产	未有评级	12.12	1,450.78	2.42	2.63	5.01	4.62	13.37
0960.HK	龙湖集团	未有评级	36.45	2211.05	3.41	4.15	10.69	8.78	17.88
1638.HK	佳兆业集团	未有评级	2.22	155.74	0.89	0.94	2.49	2.35	5.27
6098.HK	碧桂园服务	未有评级	53.95	1741.16	0.98	1.27	55.27	42.62	4.97
1516.HK	融创服务	未有评级	18.64	577.97	0.25	0.41	74.56	45.47	3.12
1209.HK	华润万象生活	未有评级	38.55	879.90	0.49	0.66	79.48	58.50	5.46
1995.HK	永升生活服务	未有评级	14.68	245.21	0.24	0.37	60.51	39.46	1.73
1755.HK	新城悦服务	未有评级	15.70	136.91	0.55	0.76	28.55	20.54	1.56
9909.HK	宝龙商业	未有评级	22.35	143.93	0.49	0.69	45.50	32.34	3.34
6668.HK	星盛商业	未有评级	3.79	38.68	0.17	0.18	22.41	20.86	0.16

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日8月20日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 8 风险提示

- 1) 政策效果不及预期：8月自然资源部已对后续批次的集中供地政策进行优化调整，后续批次政策实施效果或存在不及预期的风险，土地市场高热持续，行业利润率依旧承压；
- 2) 房地产调控持续升级：热点城市调控持续加码风险，政策调控或有进一步深化的风险；
- 3) 销售超预期下行：7月全国商品房单月销售年内首次转负，三季度行业面临销售持续承压的风险；
- 4) 融资持续收紧：行业金融监管力度超预期风险。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371