

强大于市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
保利发展	600048.SH	16.35	买入
金地集团	600383.SH	13.15	未有评级
招商蛇口	001979.SZ	13.92	未有评级
万科A	000002.SZ	19.38	未有评级
龙湖集团	0960.HK	33.99	未有评级
华润置地	1109.HK	30.83	未有评级
旭辉控股集团	0884.HK	4.56	未有评级
新城控股	601155.SH	30.40	未有评级
金科股份	000656.SZ	4.51	未有评级
碧桂园服务	6098.HK	39.28	买入
旭辉永升服务	1995.HK	12.02	未有评级
新城悦服务	1755.HK	11.18	未有评级

资料来源：万得，中银证券

以2022年3月1日当地货币收市价为标准

2021年集中土拍元年深度解读与展望：

全年集中土拍呈现“热—冷—稳”趋势，央国企或将维持土拍主导地位

核心观点

全年集中土拍元年整体市场呈现“热—冷—稳”的趋势。1) 成交量呈现逐批下降的趋势，楼面均价经历了先降后回升的过程。21年22城三批集中土拍分别出让土地785/581/516宗，总金额10461/6278/5792亿元，总建面10469/6544/5696万平，合计出让土地数量1882宗，总金额2.25万亿元，总建面2.27万平，叠加1-2月首批前所出让的地块，21年全年22城住宅土地出让总金额2.62万亿元，同比+3.1%。三批集中土拍楼面均价分别为9993/9594/10169元/平。2) 从土拍热度来看，呈现“热—冷—稳”的趋势过程。土地溢价率分别为15.3%/3.6%/1.9%，触顶成交率分别为24.2%/12.4%/12.6%，底价成交率分别为41.6%/73.5%/76.7%。从中止出让率和流拍率角度来看，第三批集中土拍市场有所回暖，流拍率较二批下降了0.8pct至12.5%，中止出让率从22.9%降至6.6%。我们认为第三批集中土拍市场企稳回暖的原因有四：a) 出让条件优化，政府让利，利润空间改善，提高房企竞拍积极性。b) 宏观、中观政策释放维稳信号，提振市场信心。c) 热点板块、优质地块供应明显增多。第三批次中心城区成交建面的占比均值从二批的30%提升至38%。d) 土拍冷却期后，部分房企补库存意愿较强。3) 政策“松—紧—稳”不断调整，二批提门槛控溢价，三批资金门槛和出让条件松动。

城市层面：1) 土地出让金：不同于百城土地出让金负增长(-13.2%)，21年重点城市土地出让金仍能保持3.1%正增长，占百城比重较20年大幅提升了10.7pct至67.7%；其中一、二线城市同比+7.3%、+1.5%。六成城市较20年有所增长，土地出让金TOP5的城市均为一线及长三角强二线城市。2) 成交量：重点城市成交量同比下跌，但长三角与一线城市仍具备韧性。22个重点城市21年供应量/过去五年平均交易量的均值为153%（以建面计算），符合政策预期。超七成城市21年成交量下跌，基本面驱动长三角成交量占比提升至39%。一线城市成交量同比-8.9%，不过占22城成交量的比重从13.2%提升至14.7%；二线城市同比-19.8%。3) 地价：全年地价普遍上涨，第三批均价破万。21年重点城市整体地价上涨26.2%，仅济南地价不及20年水平，一、二线城市地价平均涨幅为14%、25%；第三批集中土拍楼面均价破万，其中仍有超过四成城市楼面均价较二批有所下降，主要发生在前两个批次地价上涨均较为明显的城市。4) 土拍热度：第二批集中土拍热度普降，第三批少部分城市热度略有回升。其中杭州和宁波三批土拍热度回升明显，主要是由于规则调整、地价下调、稀缺地块供应、新房限价上涨以保障盈利空间等因素带动。一、二线城市21年平均溢价率为7.3%、9.2%，较20年下降了6.9、4.7pct。5) 非重点城市：全年成交量大幅下行40.4%，地价涨幅显著放缓，溢价率降幅小幅低于重点城市，因为重点城市对于最高地价以及最高溢价率严格控制。

公司层面：国企坐镇，城投压舱，民企拿地节奏显著放缓。第三批土拍呈三方面特点：1) 国企拿地参与度进一步提高（第三批央国企拿地数量占比为63%），民企拿地策略趋于谨慎，具备资金实力的民企更加聚焦优质地块；2) 城投平台积极托底，拿地数量占比提升至43%，本地房企受资金实力与地方政府供地特点变化影响，平均获地面积与金额小于外地房企；3) 头部房企拿地更为聚焦，地方中小房企市场参与度的提升，TOP30房企整体的拿地数量占比由首批的38.9%降至第三批次的10.3%。从具体房企来看，21年三批集中土拍保利、华润和中海分别以1091、889和867亿的拿地总价位列前三。保利、龙湖投资布局最广，滨江、融信注重深耕大本营。

稳中有进或成2022年土地市场变化趋势。1) 供地次数增加以平滑市场的剧烈波动，集中供地热度将明显分化，一线城市土地市场或将率先回温，从北京2022年首批集中土拍结果来看规模房企中的国企央企已开始积极拿地，而其他城市与房企仍还需要一段时间修复；2) 预计整体房企拿地态度仍较为谨慎，将聚焦高盈利低风险核心城市，央国企将维持主力地位，规模房企和品牌房企在基本面较强的城市中的拿地积极性有望提升。同时，我们认为除了公开市场参与集中土拍外，部分有意纳储房企或择机关注收购机会；3) 保障性租赁住房步入增量提速阶段；4) 重点城市“两集中”政策存在继续优化空间，降低企业拿地门槛，给予企业合理利润，激发房企拿地热情仍是主要的优化方向。

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、企业决策竟地产生了重大的影响。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。当前行业利润率下行+销售景气度持续走弱一定程度上影响了房企纳储的积极性。但是从二三批次集中土拍溢价率大幅下滑以及对未来政府可能作出的一些政策优化来看，今年的土拍预期利润率将会有改善的空间。我们认为土地市场与房企拿地态度恢复仍需要一段时间，但央国企与品牌民企对于高利润低风险的优质地块的竞拍热情率先逐步修复值得期待。从板块投资角度来看，我们坚持“一季度是较好的配置窗口期”的观点，政策改善预期仍在加强，建议持续关注地产板块机会。我们建议关注三条主线：1) 信用风险较低、融资渠道畅通、安全性较高的龙头房企：保利发展、金地集团、招商蛇口、万科A、龙湖集团、华润置地。2) 在降息等宏观与行业政策改善影响下，边际收益较大的弹性房企：旭辉控股集团、新城控股、金科股份。3) 当前收入确定较强、集中度加速提升，同时关联房企近期信用风险缓释，弹性反转的地产后周期物业板块：碧桂园服务、旭辉永升生活、新城悦服务。

风险提示

政策效果不及预期；房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

相关研究报告

《对首次集中供地的深度分析与对后续的“七点猜想”》 20210824

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

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jjialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

目录

1 政策“松—紧—稳”不断调整下，三轮土拍整体呈现“热—冷—稳”的趋势	6
1.1 集中土拍元年整体市场呈现“热—冷—稳”的趋势，盈利空间逐步改善.....	6
1.2 政策“松—紧—稳”不断调整，二批提门槛控溢价，三批资金门槛和出让条件松动.....	9
1.3 从供应来看，供应计划有所增加，但实际供应并未放量.....	12
2 城市与区域层面：分化成为主题，非重点城市热度明显减退，长三角热度不减	13
2.1 22 城土地出让金同比增长 3.1%，占百城的比重同比大幅提升 11PCT.....	13
2.2 超七成城市 2021 年成交量下跌，基本面驱动成交结构演变，长三角布局明显提升.....	14
2.3 多数城市整体楼面价较 20 年上涨，但第二、三批分别有 60%、40% 的城市楼面价下降.....	17
2.4 城市热度显著分化，基本面、供地质量与限定竞得方式共同驱动.....	18
2.5 非重点城市成交量大幅下滑，地价涨幅显著放缓.....	21
2.6 利润率回归理性，六成城市第三批集中土拍预期毛利率高于 2020 年.....	22
2.7 城市基本面为基，土拍规则优化助力市场回暖，去化风险影响房企积极性.....	23
3 公司层面：国有企业引领风骚，头部房企展现差异化拿地策略，城投公司作为“稳定器”深度参与	30
3.1 国企坐镇，城投压舱，推动土地市场稳健表现.....	30
3.2 龙头房企拿地比例持续降低，打法更为聚焦，市场好转仍需时日.....	37
3.3 保利、龙湖投资布局最广，滨江、融信最注重深耕大本营.....	39
4 稳中有进或成 2022 年土地市场变化趋势	42
4.1 供地次数增加以平滑市场的剧烈波动，集中供地热度将明显分化.....	42
4.2 预计整体房企拿地态度仍较为谨慎，央国企将维持主力地位.....	42
4.3 保障性租赁住房步入“增量提速阶段”.....	43
4.4 “保利润”和“降门槛”或成 2022 年土拍两集中的政策优化两大方向.....	44
5 投资建议	45
6 风险提示	46

图表目录

图表 1. 2021 年 22 城三批集中土拍成交总金额 10461 / 6278 / 5792 亿元，成交总建面 10469 / 6544 / 5696 万平	6
图表 2. 2021 年 22 城三批集中土拍楼面均价分别为 9993 / 9594 / 10169 元/平	6
图表 3. 2021 年全年 22 城土地出让总金额 2.62 亿元，同比增长 3.1%.....	6
图表 4. 2021 年全年 22 城土地成交总建面 2.83 亿平，同比下降 18.3%.....	6
图表 5. 2021 年 22 城三批集中土拍底价成交率分别为 41.6% / 73.5% / 76.7%，触顶成交率分别为 24.2% / 12.4% / 12.6%	7
图表 6. 2021 年 22 城三批集中土拍土地溢价率分别为 15.3% / 3.6% / 1.9%.....	7
图表 7. 二批集中土拍共计 288 宗地（占总供应量的 33.1%）出现了流拍和中止出让，三批为 116 宗地（占比 18.4%）	8
图表 8. 2021 年 22 城三批集中土拍中所有供应地块中 14.0%为触顶成交，49.1%为底价成交，7.8%流拍，11.8%中止出让.....	8
图表 9. 2021 年 22 城三批集中土拍预期静态毛利率分别为 33.9% / 41.1% / 43.2%	8
图表 10. 第二批集中土拍竞拍规则变化总结	9
图表 11. 第三批集中土拍出让条件放松情况.....	11
图表 12. 一半左右城市有第三批集中土地出让中土地保证金比例出现不同程度的调低.....	12
图表 13. 2021 年实际供地量/计划供地量的比重为 96.2%，仅 40%的城市完成了年初制定的供应计划.....	12
图表 14. 2021 年成交总价最高的五城为杭州、上海、北京、南京和广州，成交总价分别为 2556、2323、2112、2015 和 1981 亿元.....	14
图表 15. 2021 年 22 城住宅类用地土地出让金占百城住宅类土地成交总价的比重为 67.7%，较 2020 年大幅提升了 10.7 个百分点	14
图表 16. 22 个重点城市 2021 年土地供应量/近五年平均完成交易量的均值为 153%.....	15
图表 17. 2021 年成交建面最高的五城为武汉、重庆、南京、长春和长沙，成交总价分别为 2450、2185、1774、1719 和 1624 万平.....	15
图表 18. 22 城三批集中出让成交土地建面合计 2.27 亿平，首批、第二批、第三批的排布分别为 46.1%、28.8%和 25.1%	16
图表 19. 2021 年 22 城集中土拍下，长三角城市群区域布局提升幅度最为显著	16
图表 20. 2021 年 22 城集中土拍城市住宅类用地楼面均价 9270 元/平，较 2020 年上涨 26.2%；首批、二批、三批分别为 9993、9594、10168 元/平	17
图表 21. 整体 22 个城市的第二批集中土拍的楼面均价较首批下降了 4.0%，第三批较二批增长 6.0%.....	17
图表 22. 仅杭州、合肥、宁波、成都四个城市第三批集中土拍溢价率小幅回升 ...	18
图表 23. 结合流拍、中止出让情况看，合肥与成都地块冷热分化，整体市场并没有	

出现明显回暖	19
图表 24. 长三角城市群仍是集中土拍的土拍溢价率最高的区域.....	20
图表 25. 第三批土拍热度明显回升的城市杭州、宁波供地质量有所提升	20
图表 26. 重点城市第三批集中土拍政策多有放松.....	21
图表 27. 2021 年 22 城与非重点城市住宅类用地成交建面同比增速分别为-18.3%、-40.4%	22
图表 28. 2021 年 22 城与非重点城市住宅类用地成交总价同比增速分别为+3.1%和-34.9%	22
图表 29. 2021 年 22 城与非重点城市住宅类用地成交楼面均价同比增速分别为 26.2%和 9.4%.....	22
图表 30. 2021 年 22 城与非重点城市住宅类用地土地溢价率分别为 8.8%和 13.5%...22	22
图表 31. 22 个重点城市中六成的城市第三批次的预期毛利率高于 2020 年的水平..23	23
图表 32. 重点 22 城整体预期毛利率从 2020 年的 41.8%下降至首批的 33.9%，第二批回升至 41.1%，第三批进一步提升至 43.2%.....	23
图表 33. 三批次土拍城市综合热度与数据对比，其中长三角城市群热度最高，流拍率与触顶成交率表现较好，东北城市群与天津、福州等基本面和楼市表现较弱的城市热度偏低，三批次回暖程度不高.....	24
图表 34. 三批次土拍城市综合热度对比与原因，城市基本面、去化风险与恰当的土拍规则调整成为贯穿一至三批土地市场冷热的关键因素	26
图表 35. 各城市第一至第三批次土拍热度变化的核心原因，第二批次骤冷多由于强监管、筹资难和增成本，第三批次回暖主要受益于增利润与宽流动性.....	28
图表 36. 民企拿地数量在第二批次大幅下降，第三批次小幅回升	30
图表 37. 民企拿地数量占比从第一批次的 48%逐步稳定到二三批次的 35%左右	30
图表 38. 民企拿地建面自第二批次起大幅下滑，全年拿地不超过一亿方	31
图表 39. 第三批次民企拿地建面占比小幅回升至 34.9%，全年拿地建面占比 40%.31	31
图表 40. 民企拿地金额在第二批次萎缩超三分之二，全年第二三批次合计拿地金额均未超过第一批次.....	31
图表 41. 相比拿地数量与建面，民企拿地金额占比波动最为剧烈，也说明资金面是影响企业行为的主要因素.....	31
图表 42. 国企三批次土拍楼面均价保持稳定，民企由于政策原因波动较大，第三批次更重地块质量.....	32
图表 43. 全部三批次土拍溢价率整体呈依次下降趋势，表明企业拿地态度更为理性	32
图表 44. 国企与民企毛利率整体均呈“低—提升明显—保持平稳”特点，其中国企毛利率略高于民企.....	32
图表 45. 三批次土拍不同城市国企民企参与度（拿地数量占比）对比，可发现第三批次环渤海地区与海西地区民企拿地较为积极	33
图表 46. 本轮土拍城投公司拿地数量创新高，深圳、无锡、苏州、南京和广州五城	

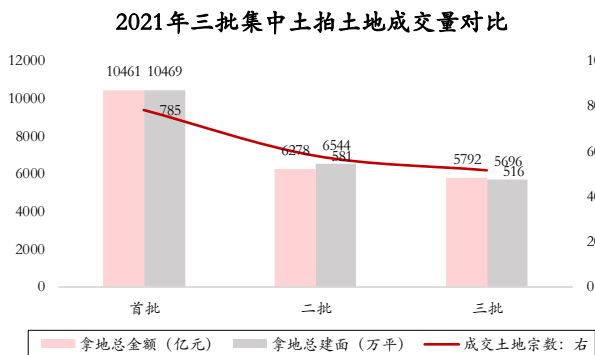
城投平台拿地数量占比超 70%，南京市获地数最多，达 33 块，竞拍较为激烈的成都、杭州等城市获地较少，充分发挥托底作用	34
图表 47. 本地企业在三轮土拍中的获地数量占比不断提升，第三批次土拍占比近 68%	35
图表 48. 本土企业的拿地建面相比拿地数量提升不高，实力有待提高.....	35
图表 49. 本批次土拍本地企业拿地金额占比低于 50%，说明平均所获单地块面积较小，地价偏低，外地企业平均所获单地块面积较大，地价较高.....	35
图表 50. 第二批次土拍中本地企业楼面均价的大幅下降部分影响了三批次城投公司进场	36
图表 51. 第三批次土拍，本地企业与外地企业溢价率均大幅下跌，本地企业降至 0%，几乎全部为底价拍得.....	36
图表 52. 第三批次土拍本地企业毛利率略有下降（45%降至 43%），外地企业毛利率保持不变，总体毛利率低于本地企业.....	37
图表 53. TOP30 房企拿地数量与拿地数量占总数量比均处于下降态势.....	37
图表 54. TOP30 房企三次土拍中拿地建面与与拿地金额双双下降，且单位面积拿地金额不断提高	37
图表 55. TOP30 房企楼面均价由第一批次的 11987 元/平方米先降后升，第三批次楼面均价为 13792 元/平方米，TOP30 楼面均价/总体楼面均价先小幅下降，后快速提升.....	38
图表 56. 第三批次土拍 TOP30 房企毛利率小幅下降，溢价率不降反升，说明在高质量的地块方面产生争夺.....	38
图表 57. 2021 年三批集中土拍保利地产、华润置地和中海地产分别以 1091、889 和 867 亿元的拿地总价位列前三.....	39
图表 58. 保利地产、龙湖集团、万科、华润置地、中海地产、招商蛇口、金地集团在集中土拍中布局较为广泛	40
图表 59. 我们将房企分为 1) 投资总额高且布局广泛；2) 投资高度聚焦；3) 投资广泛且分散三大典型	41
图表 60. 拿地总金额高且布局广泛的房企包括保利、华润、中海和招蛇，注重一线城市以及长三角核心城市的布局.....	41
图表 61. 投资高度聚焦的区域深耕型房企有滨江和融信，杭州拿地金额高达 278、229 亿元.....	41
图表 62. 投资广泛且相对分散类型，例如万科、龙湖、金地、旭辉，除了一线城市，更注重布局武汉、成渝城市群地带	41
图表 63. 结合各重点城市“十四五”建设目标，保障性租赁住房市场增长空间仍然较大.....	44
图表 64. 2022 年重点城市“两集中”政策存在继续优化空间，以保利润和降门槛为两个主要方向.....	44
图表 65. 报告中提及上市公司估值表	45

1 政策“松—紧—稳”不断调整下，三轮土拍整体呈现“热—冷—稳”的趋势

1.1 集中土拍元年整体市场呈现“热—冷—稳”的趋势，盈利空间逐步改善

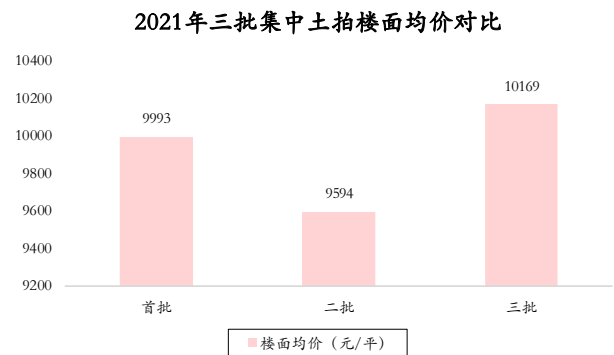
2021年是土拍两集中政策实施元年，成交量呈现逐批下降的趋势，楼面均价经历了先降后回升的过程。2021年22城三批集中土拍分别出让土地785/581/516宗，成交总金额10461/6278/5792亿元，成交总建面10469/6544/5696万平，合计出让土地数量1882宗，成交总金额2.25万亿元，成交总建面2.27亿平，叠加1-2月首批集中土地出让前所出让的地块，2021年1-12月22城住宅土地出让总金额2.62万亿元，同比增长3.1%，基本符合我们此前对22城住宅土地出让金同比增长2.2%的预测（详见我们此前的报告《对首次集中供地的深度分析与对后续的“七点猜想”》）；成交总建面2.83亿平，同比下降18.3%；楼面均价9270元/平，同比增长26.2%（备注：此处没有将宁波的第三批次计入，若计入2022年1月18日宁波第三批次土拍数据后，成交总建面积为2.86亿平，同比下降17.3%；楼面均价9248元/平，同比增长25.9%）三批集中土拍楼面均价分别为9993/9594/10169元/平，由于二批供地政策调整降低实际地价以及土拍热度趋冷，楼面均价有所下降，三批供地质量较高同时土拍热度较二批有所回升，楼面均价破万。

图表 1. 2021年22城三批集中土拍成交总金额10461/6278/5792亿元，成交总建面10469/6544/5696万平



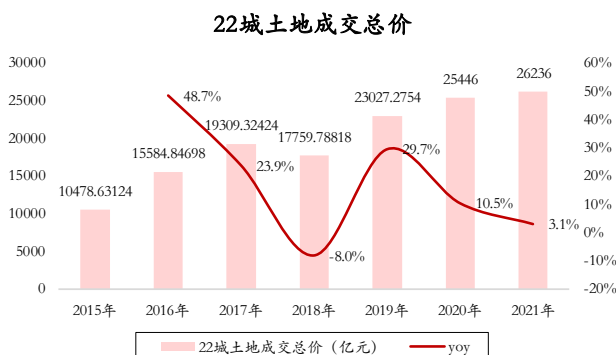
资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 2. 2021年22城三批集中土拍楼面均价分别为9993/9594/10169元/平



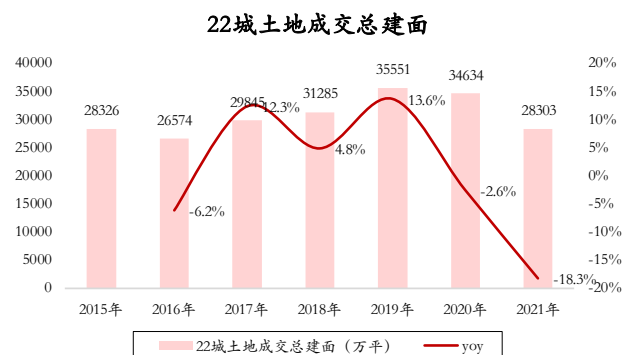
资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 3. 2021年全年22城土地出让总金额2.62万亿元，同比增长3.1%



资料来源：各地国土资源局，万得，中银证券

图表 4. 2021年全年22城土地成交总建面2.83亿平，同比下降18.3%

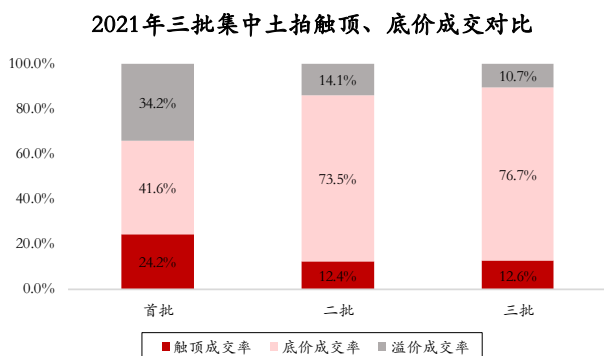


资料来源：各地国土资源局，万得，中银证券

从土拍热度来看，2021年三轮集中土拍呈现“热—冷—稳”的趋势过程。2021年22城三批集中土拍中所有供应的2340宗地块中14.0%为触顶成交，49.1%为底价成交，7.8%流拍，11.8%中止出让。2021年2月集中土拍制度的出台，让市场看到了行业利润率拐点出现的可能性，同时出于补货的需求，首批集中供地土地市场较为火热，房企抢地情况较为严重，首批集中土拍的平均土地溢价率高达15.3%，触顶成交率高达24.2%。第二批集中土拍开始，由于针对平抑土拍热度的供地政策调整、首批集中土拍中多数房企所得项目出现亏损、房企资金链普遍紧张、所获地块无法年内入市以及市场景气度下行，削弱了下半年房企拿地的热情，二批集中土拍开始土地市场迅速转冷，平均土地溢价率骤降至3.6%，触顶成交率下降至12.4%，同时底价成交率从首批的41.6%提升至73.5%，共计288宗地（占总供应量的33.1%）出现了流拍和中止出让的情况。三批集中供地政策再度调整，以政府让利提升房企参与度为主要调整方向，房企到位资金也在四季度有所改善，整体土地溢价率保持低位（1.9%），二批集中土拍平均溢价率较首批下降了11.7个百分点，三批较二批下降1.7个百分点，下降幅度明显放缓，触顶成交率提升了0.2个百分点至12.6%，底价成交率再度提升了13.2个百分点至76.7%，我们可以看出，当前土地市场房企整体拿地积极性仍不高，但市场企稳迹象明显。从中止出让率和流拍率角度来看，市场有所回暖。流拍率较二批下降了0.8个百分点至12.5%，中止出让率从22.9%显著下降至6.6%。

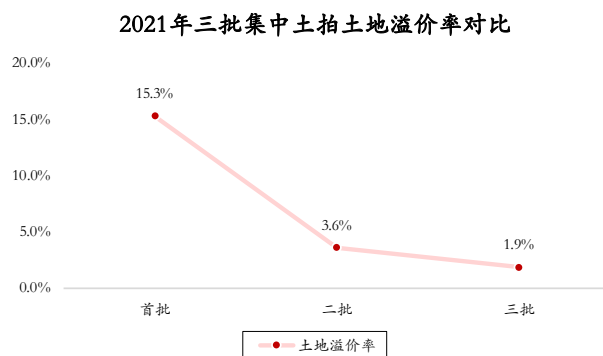
我们认为第三批集中土地出让市场企稳回暖的原因有四：1) 出让条件优化，政府让利，利润空间改善，提高房企参拍积极性。与首批与第二批集中土拍相比，第三批集中土拍出让规则产生了明显的变化，土拍规则普遍放宽：提高房价销售上限、放宽保证金支付期限、对保证金比例、付款进度和捆绑要求等方面都进行了调整。这些调整降低了房企的参拍门槛，为企业让出了一定的利润空间，在一定程度上调动了房企参拍的积极性。2) 宏观、中观政策释放维稳信号，提振市场信心。11月开始，房企融资面出现了边际放松，进入12月以来，宏观政策释放出一系列利好，央行宣布降准0.5个百分点，共计释放长期资金约1.2万亿。第三次集中土拍正处在政策利好频出的时期，为市场带来良好预期。3) 热点板块、优质地块供应明显增多。第三轮集中供地明显看出，许多城市推出了多个热点地块，处于核心区域，有去化保障、有利润空间，受到房企青睐。第三批中心城区成交建面的占比均值也从二批的30%提升至三批的38%。4) 土拍冷却期后，部分房企补库存意愿较强。部分房企在第二批集中土拍中处于获地较少，土地储备不足，同时我们也可以看到2021年首批集中供地开始较晚，集中在4-6月，因此这些房企在第三批集中土拍中具备一定的补库存意愿，为2022年上半年乃至前三季度的项目开发销售做储备，以维持资金链的安全稳定。

图表 5. 2021年22城三批集中土拍底价成交率分别为41.6% / 73.5% / 76.7%，触顶成交率分别为24.2% / 12.4% / 12.6%



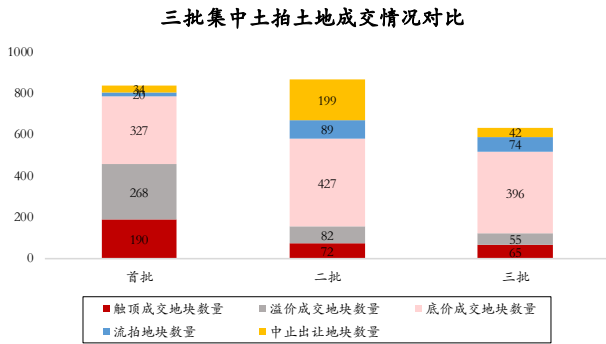
资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 6. 2021年22城三批集中土拍土地溢价率分别为15.3% / 3.6% / 1.9%



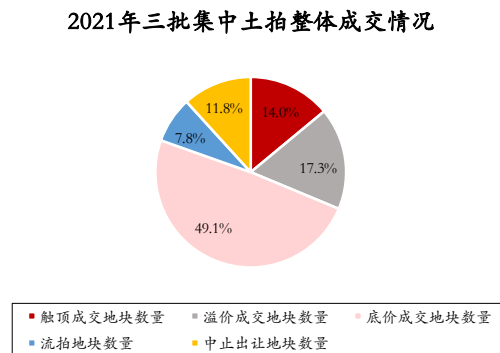
资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 7. 二批集中土拍共计 288 宗地 (占总供应量的 33.1%) 出现了流拍和中止出让, 三批为 116 宗地 (占比 18.4%)



资料来源: 各地国土资源局, 中银证券

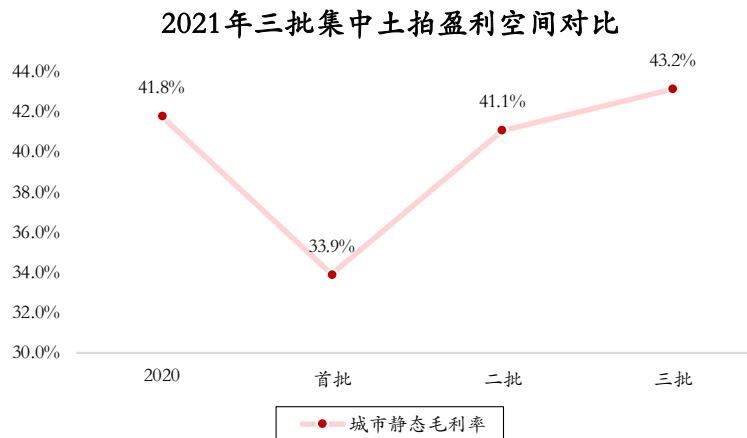
图表 8. 2021 年 22 城三批集中土拍中所有供应地块中 14.0% 为触顶成交, 49.1% 为底价成交, 7.8% 流拍, 11.8% 中止出让



资料来源: 各地国土资源局, 中银证券

2021 年 22 城三批集中土拍利润空间逐步改善, 超过 2020 年拿地盈利空间。从首批土拍的结果来看, 利润率下滑明显, 多数房企所得项目出现亏损, 城市平均静态预期毛利率为 33.9%, 较 2020 年下降了 8 个百分点, 尤其是考虑配建和自持后, 高自持与高配建进一步拉低预期毛利率 6 个百分点; 二批集中土拍开始由于地价的严格控制、政府的适当让利以及配建和自持比例的下降, 房企的盈利空间得到了明显的改善, 城市静态毛利率回升至 41.1%, 基本回升至 2020 年的水平, 三批进一步回升至 43.2%, 三批成交地块利润率处于合理范围, 较 2020 年的盈利空间也有所改善。

图表 9. 2021 年 22 城三批集中土拍预期静态毛利率分别为 33.9% / 41.1% / 43.2%



资料来源: 各地国土资源局, 中银证券

1.2 政策“松—紧—稳”不断调整，二批提门槛控溢价，三批资金门槛和出让条件松动

1.2.1 第二批集中土拍：规范土拍入场门槛，着力控制地价水平

相比于首批集中土拍，我们认为二批集中土拍的出让规则规范和提高了土拍的入场门槛，并致力于控制地价增长，竞拍规则的变化主要为：1) 原先不限地价的城市均设置地价上限；2) 触及最高限制地价后，由竞自持或竞配建改为摇号或竞品质居多。3) 出让条件方面，普遍新增“限马甲、限参拍资质、限资金来源”三限。限房价、保证金比例方面整体变化不大。地方政府积极响应了自然资源部8月会议提出的对第二批及后续批次集中供地出让规则的基本框架。

二批集中土拍开始，摇号成为更多城市的选择，“三限”（限马甲、限参拍资质、限资金来源）成为新规则标配。从竞拍规则来看，第二批集中供地主要呈现以下特点：1) 限地价和控溢价率成为共识：所有城市均设置地价上限，封顶溢价率控制在15%以内，其中上海延续首批严控态势，继续将封顶溢价率控制10%。2) 封顶成交后竞拍房企的确定上，摇号成为更多城市的选择。三成以上城市选择“摇号”的方式确定最终竞得人。此外，其他方式还有竞品质、一次性报价、竞自持等。3) 限房价方面，六成以上城市部分或全部地块限房价。4) 保证金方面，二批集中土拍的保证金比例以20%左右为主。青岛、济南、苏州、深圳、郑州等城市相对较高，在50%以上；值得注意的是，杭州取消了首批上限5000万的预约保证金制度，统一使用20%的保证金比例。5) 从出让条件来看，限马甲、限参拍资质、限资金来源“三限”成为标配，土地市场的入场门槛有所提高。南京、深圳还对企业报名或竞得地块数量做了限制；北京、天津、南京、合肥、深圳、成都、长沙等7个城市有保障性租赁住房或其他保障性住房配建要求，其中，北京、合肥规定开发商建成后由政府进行回购并持有，深圳配建的均为出售型公共住房，其他城市建成的保障性住房均需开发商自持；沈阳、无锡、长沙、合肥等城市部分地块有产业引进相关要求。

图表 10. 第二批集中土拍竞拍规则变化总结

变化	城市	说明
自由竞价不设置地价上限改完限地价	重庆、武汉	-
竞自持或竞配建改为摇号	济南、福州、无锡、杭州、宁波、天津	-
竞自持或竞配建改为竞品质或定品质	北京、青岛、成都、沈阳	-
竞配建、摇号改为竞自持或装配率+摇号	广州、深圳、长沙、合肥	-
竞拍规则基本不变，仅对细节优化	上海、苏州、厦门、长春	其中厦门、长春第二批集中土拍开始较早，基本延续首批规则

资料来源：各地国土资源局，中银证券

1.2.2 第三批集中土拍：竞拍规则优化调整，土拍规则普遍放宽，资金门槛和出让条件一定程度放松

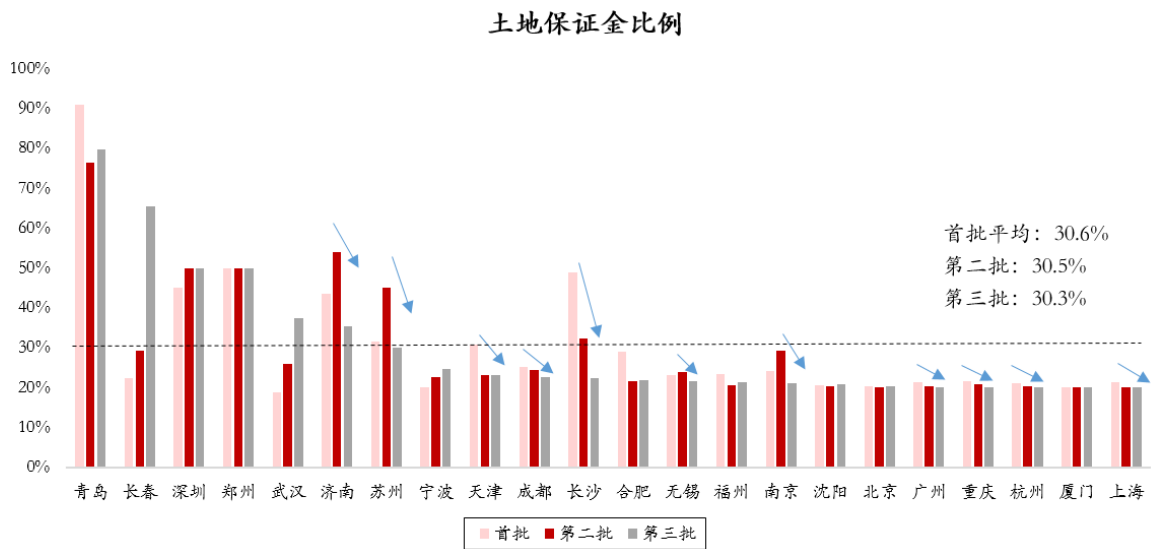
我们认为，第三批集中土拍出让规则相较于二批的调整在于竞拍规则继续优化调整，三分之二的城市在出让门槛和出让条件在底线维持的前提下有一定程度的放松，尤其是二批集中土拍流拍和中止出让率较高的城市放松力度较大，尽量避免大量土地在三批集中土拍中流拍。主要优化调整有：1) **竞拍规则**方面，调整方向一是提高第二批试行或者次要竞拍规则的地位至主要，例如北京在第二批试行限地价+竞现房销售面积+竞品质，第三批共有5宗地块实行这一规则，二是调整触及限价后的竞争内容，例如深圳由竞自持变为竞公共住房面积，重庆由竞自持变为摇号等。2) **限房价**方面部分城市出现放松，包括广州、福州、成都等，广州取消第二批在部分区域的限房价政策，福州溢价成交时销售指导价的上浮比例由0.1%提高至0.3%，最高上浮比例由1.5%提升至4.5%，成都降低3宗回炉地块起始价的同时，提高了其限定房价水平。但同时我们也可以看到，厦门将限房价扩展到岛外地块，第三批集中供地全部限房价。3) **保证金比例**方面，一半左右城市有不同程度调低，其中苏州、济南、杭州最为明显。具体而言，苏州取消50%的比例，将保证金比例统一调为30%，济南保证金比例平均水平也由50%下降至35%，杭州重启了上限5000万的预约勾地制度，参拍门槛回到首批的较低状态，长沙、无锡整体水平也有所下降，广州、南京整体调整不大，不过取消了此前部分地块较高的保证金比例。4) **出让条件**方面，整体以放松为主基调。首先是限马甲、限参拍资质、限资金来源“三限”得到保留。在其他出让条件方面，很多城市有实质性放宽，主要包括以下情况：取消或者降低地块配建或产业引进要求，例如广州、合肥、成都、长沙等；放宽土地出让金支付条件，例如苏州降低首次付款比例，广州、合肥、重庆放松支付期限；降低企业参拍门槛，例如南京、杭州降低对参拍资质的要求。5) **不过，也有部分城市根据城市发展要求，提高地块开发建设要求。**例如北京朝阳区一宗地试行全现房销售，厦门首次提出便全部实行定品质出让，南京进一步规范配建租赁住房的建设和管理等。我们认为，结合此前房企资金面压力较大的行业痛点，在这些放松措施中，放宽土地出让金支付期限对吸引房企参与是更加有效的手段，但是考虑到地方财政需要，地方政府放宽的范围或者程度都会有限。降低配建、自持比例或减少产业引进要求也会提升地块本身的盈利预期，有效减少类似二批集中土拍中土地大量流拍的情况再度发生。

图表 11. 第三批集中土拍出让条件放松情况

城市	放宽领域	具体内容
广州	限售对象	限售对象的范围缩小:南沙区取消首套房家庭或个人套数占比一半的限制。
	配建或产业引进	7宗回炉地块中,3宗起拍价不变或提高的地块取消了回购物业的配建要求或者产业引进要求。
	限房价	南沙、黄埔两区均取消“限房价”,南沙首套50%限售也被取消。
	土地出让金支付期限	7宗回炉地块中,番禺3宗地、白云2宗地地价款支付时间从签订合同一个月内一次性付清调整为分两期支付,其中番禺大石街飘峰路西侧两宗地50%出让金可在一年内支付。
合肥	配建和产业引进	①此次雷配建保障性租赁住房的地块比例为57%,低于第二批的88%。 ②第三批仅有部分地块要求酒店或者办公楼建设,无其他更多产业引进要求。
	土地出让金支付期限	第二批有2宗地块要求1个月内付清全款,第三批所有地块可以选择分期付款,且最长期限也由2个月放宽至3个月。
重庆	土地出让金支付期限	第三批次供地大量地块付款节奏为在《国有建设用地使用权出让合同》(后面简称合同)签订之日起30日内支付至土地出让价款的50%(含竞买保证金),剩余价款在合同签订之日起1年内付清。此前多为合同签订之日起90日,少量地块较长为180日付清。
苏州	土地保证金	保证金比例从第二轮集中出让的30%-50%全部下调至30%
	土地出让金支付	首次付款比例下降、取消土地的市场指导价:二批次中竞得房企首次需缴纳支付土地出让金的60%,在三批次中下降为50%。在此前的出让中,当地块成交价格超过地块的市场指导价时,需要提前一个月支付剩余出让金,三批次除了园区地块外,其余地块均未设地块的市场指导价,取消了因超溢价而需提前支付尾款的要求。
成都	现房销售	此次无现房销售要求
	配建	取消初始人才公寓配建要求
长沙	住宅限价	调升了部分板块的住宅限价,以增加房企利润空间。
	配建	本次供应地块均无需配建安置房或者公租房,与此相对,第二批中八成以上地块均有不同程度租赁住房配建并自持的要求。
南京	合作开发限制	取消了“不得联合报名竞买、不得合作开发、严格限制股权转让”等约束
	参拍资质要求	此批次开发资质要求统一为三级及以上,而第二批部分地块要求一级或者二级。
杭州	参拍资质要求	取消第二批要求一年以上房地产开发资质的要求,现只要求具有房地产开发资质即可。 第三批集中供地不再限制房企最多报名5宗非竞品质地块。仅要求,同一集团成员企业不得同时报名竞买(含联合竞买)同一地块;
	新房销售限价	部分地块的销售限价上涨200元-2000元/平方米,涨幅约5%
	土地保证金	恢复“勾地”,房企只要缴纳地价的10%作为“勾地金”,较正常参与支付的20%保证金减少一半,就能获得一宗地块的参拍资格,同时,不管地价多高,“勾地金”最高不超过5000万元。
	土地出让金支付	延迟土地款缴纳时间:以主城区为例,尾款由8个月延长至12个月。
	竞价规则	上限溢价率下调:从15%下降至10%
	品质要求	第三批集中出让地块取消“竞品质”,均设置成“定品质”,取消现房销售条款,品质标准由政府制定。
武汉	竞拍程序简化	“竞地价、竞一次性付款、竞自持租赁住房比例、竞现房销售、竞装修”改为“竞地价——竞一次性付款/竞自持租赁住房比例——摇号”三个环节,一方面简化了竞拍流程,另一方面也降低了企业拿地门槛。
厦门	竞价规则	上限溢价率下调:前两批次多数地块设置在25%以上,本批次均调整为15%。
济南	土地保证金	保证金比例从第二轮集中出让的50%全部下调至20%、30%、50%不等,平均保证金比例约为35%,较第二轮的50%有明显下调。
	联合竞买	允许联合竞买
福州	商品房备案均价	在溢价成交的情况下,出让价款每增加1%,备案均价按商品房销售指导价上浮0.3%(提升0.2%)确定,最高上浮幅度不得超过4.5%(提升3%)。
宁波	土地出让金支付	开启预审申请制度,若被出让入接受的意向预审申请人竞得该预审地块的,第二期出让价款缴纳时间可在地块正式出让公告规定的时间基础上延期4个月。
无锡	土地出让金支付	50%的地块首付款支付时间,较二批次延后20天。

资料来源:各地国土资源局,中银证券

图表 12. 一半左右城市有第三批集中土地出让中土地保证金比例出现不同程度的调低

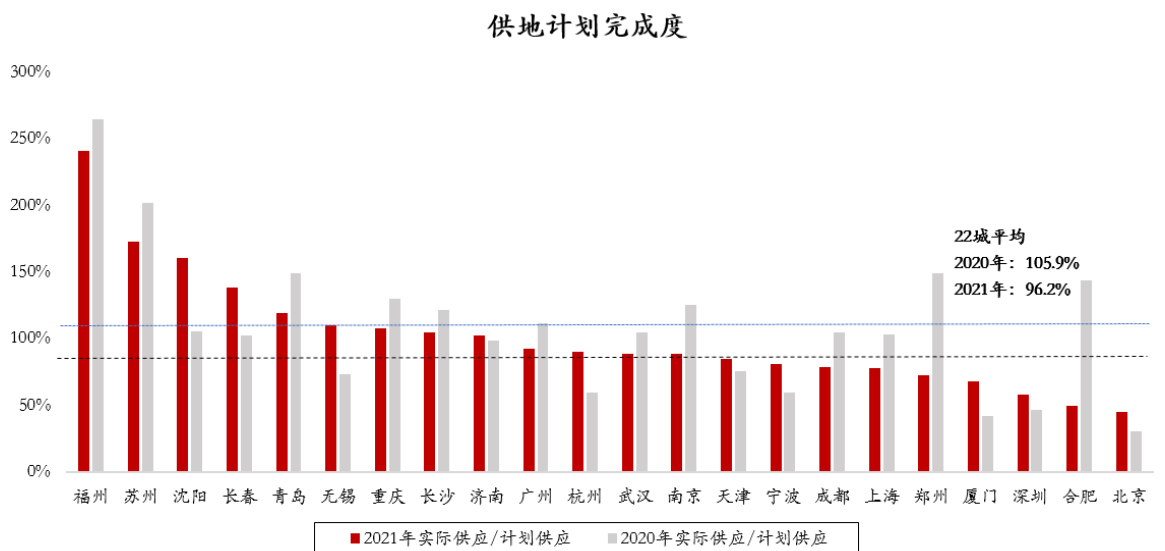


资料来源: 各地国土资源局, 中银证券

1.3 从供应来看, 供应计划有所增加, 但实际供应并未放量

从政府供地角度来看, 住宅类用地计划供应有所增加, 但实际供应并未放量。从年初制定的供地计划来看, 2021 年 22 城住宅用地整体计划供应量较 2020 年计划供应量同比增长 2.4%, 实际供应量则同比下降 7.0%, 实际成交量则同比下降 15.7% (以上均为占地面积数据)。2020 年实际供地量/计划供地量的比重为 105.9%, 超计划完成住宅类土地供应, 实际成交量占实际供应量的比重为 82.0%; 2021 年实际供地量/计划供地量的比重为 96.2%, 仅 40% 的城市完成了年初制定的供应计划, 主要有福州、沈阳、苏州、长沙、重庆、济南、无锡、长春、青岛, 其中重庆在首批集中土拍中通过增加供应量来保障房企在城市集中土拍中更多参与本城市土拍的意愿, 因此全年供地量较大, 其余城市均为首批集中土拍相对热度不高, 第二、三批加大土地供应量以提升土拍市场热度。

图表 13. 2021 年实际供地量/计划供地量的比重为 96.2%, 仅 40% 的城市完成了年初制定的供应计划



资料来源: 各地国土资源局, 中银证券

2 城市与区域层面：分化成为主题，非重点城市热度明显减退，长三角热度不减

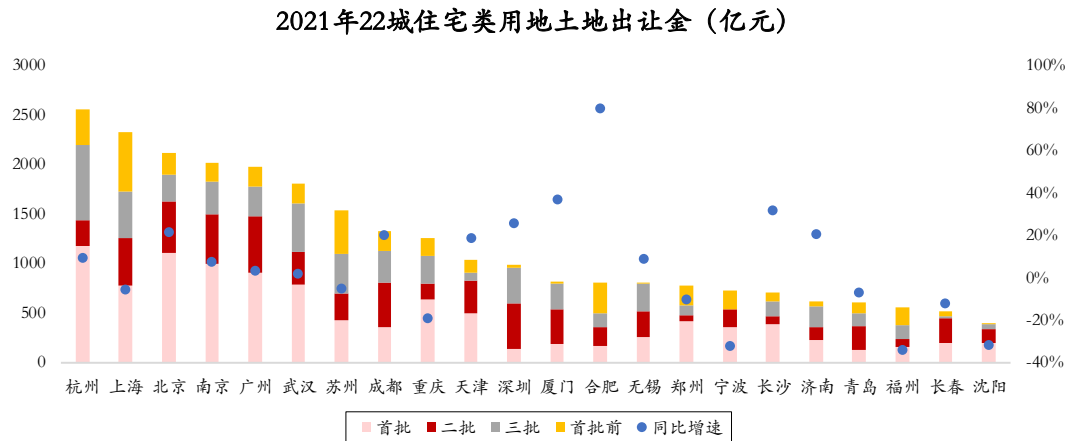
整体土拍市场呈现以下五大特点：

- 1) **土地出让金：百城土地出让金负增长，但 2021 年重点城市出让金仍保持正增长。** 22 城土地出让金仍保持 3.1% 的正增长，占百城土地成交总价的比重较 20 年大幅提升了 10.7pct 至 67.7%；其中 2021 年一线城市土地出让金同比增长 7.3%，占 22 城的比重从 27.1% 提升至 28.2%，二线城市土地出让金同比增速为 1.5%。六成城市全年土地出让金较 20 年有所增长，土地出让金 TOP5 的城市均为一线城市及长三角强二线城市。
- 2) **成交量：重点城市成交量同比下跌，但长三角与一线城市仍然具备韧性。** 超七成城市 2021 年成交量下跌，基本面驱动长三角成交量占比提升至 39%。一线城市 2021 年成交量同比下跌 8.9%，不过占 22 城成交量的比重从 13.2% 提升至 14.7%；二线城市同比下跌 19.8%。
- 3) **地价：全年地价普遍上涨，第三批均价破万。** 2021 年重点城市整体地价上涨 26.2%，仅济南地价不及 2020 年水平，一线城市地价平均涨幅为 14%，二线城市为 25%；第三批集中土拍楼面均价破万，较二批增长 6.0%，仍有超过四成城市楼面均价较二批有所下降，主要发生在前两个批次地价上涨均较为明显的城市。
- 4) **土拍热度：第二批集中土拍热度普降，第三批少部分城市热度略有回升。** 例如杭州和宁波三批土拍热度回升明显，主要是由于规则调整、地价下调、稀缺地块供应、新房限价上涨以保障盈利空间等因素带动。从城市能级来看，一线城市 2021 年平均溢价率为 7.3%，较 2020 年下降了 6.9 个百分点；二线城市为 9.2%，较 2020 年下降了 4.7 个百分点。
- 5) **非重点城市土地市场：全年成交量显著减少，楼面价涨幅不及重点城市。** 成交量大幅下行 40.4%，地价涨幅显著放缓，溢价率降幅小幅低于 22 个重点城市，由于重点城市对于最高地价以及最高溢价率的严格控制，2021 年 22 个重点城市的土地溢价率下降幅度大于非重点城市。

2.1 22 城土地出让金同比增长 3.1%，占百城的比重同比大幅提升 11pct

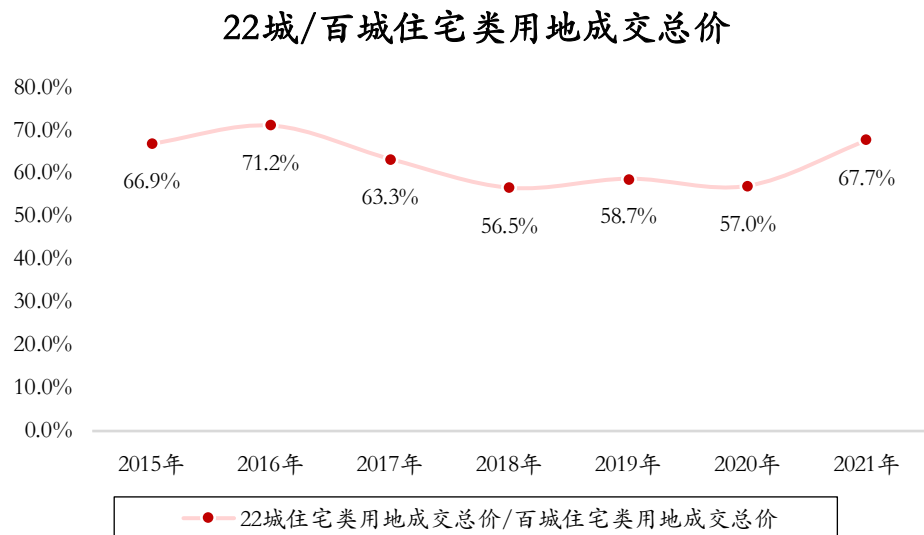
22 城占百城土地出让金的比重明显提升；土地出让金较高的城市集中于长三角强二线及一线城市。22 城三批集中出让的土地成交总价合计 2.25 万亿元（包括宁波第三批集中土拍成交总金额 248 亿元），其中首批、第二批、第三批的占比分别为 46.5%、27.9%、25.6%，2021 年全年 22 城住宅类用地土地出让金合计 2.62 万亿元（因宁波第三批集中土拍发生于 2022 年 1 月 18 日，因此 2021 年全年数据不包括宁波第三批；首批集中出让前存在部分在 2020 年年末及 2021 年年初挂牌的土地出让），同比增长 3.1%，远高于百城住宅类土地成交总价增速（-13.2%）。2021 年 22 城住宅类用地土地出让金占百城住宅类土地成交总价的比重为 67.7%，较 2020 年大幅提升了 10.7 个百分点。我们认为在集中土拍和房企资金链紧张的背景下，多数房企聚焦核心区域重点城市布局。具体而言，成交总价最高的五城为杭州、上海、北京、南京和广州，成交总价分别为 2556、2323、2112、2015 和 1981 亿元，均为一线城市或长三角强二线城市。2021 年 22 城中六成的城市住宅土地出让金较 2020 年有所增长，其中合肥 2021 年住宅土地出让金较 2020 年同期增速达 80%，厦门、长沙、深圳、北京、成都、济南增速均超 20%。

图表 14. 2021 年成交总价最高的五城为杭州、上海、北京、南京和广州，成交总价分别为 2556、2323、2112、2015 和 1981 亿元



资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 15. 2021 年 22 城住宅类用地土地出让金占百城住宅类土地成交总价的比重为 67.7%，较 2020 年大幅提升了 10.7 个百分点

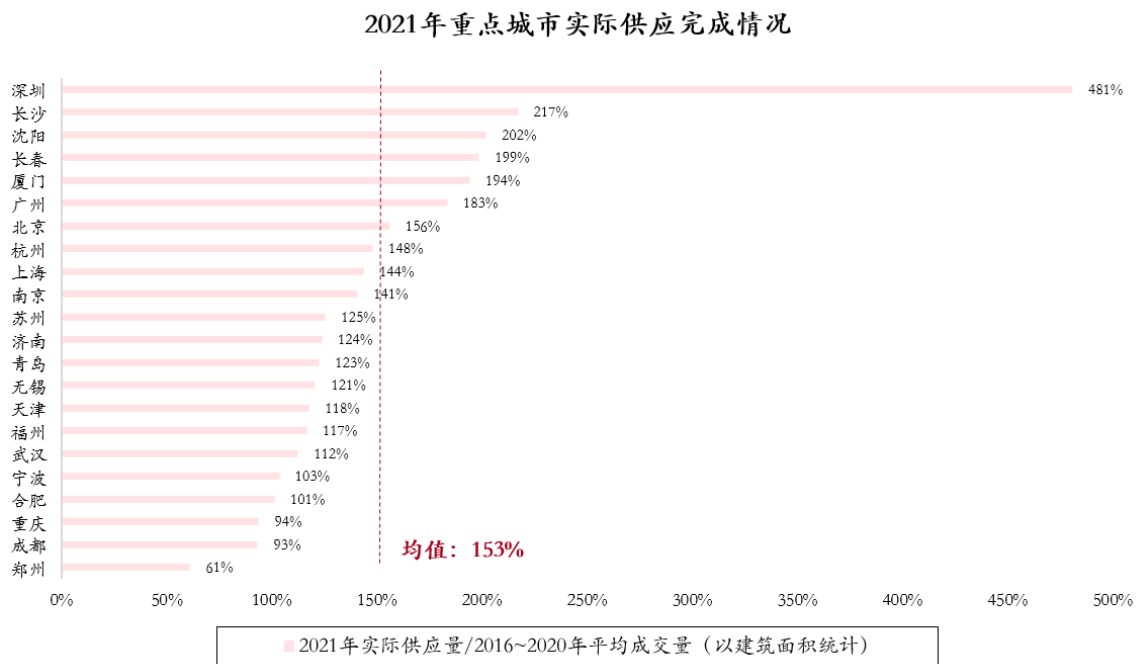


资料来源：各地国土资源局，中银证券

2.2 超七成城市 2021 年成交量下跌，基本面驱动成交结构演变，长三角布局明显提升

22 个重点城市 2021 年土地供应量/过去五年平均交易量的均值为 153%（以建面计算），符合政策预期。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，2021 年 22 个重点城市整体土地市场供应量上基本达到了政策的要求。其中仅重庆、成都、郑州未达标；其余城市均达成目标，深圳、长沙、沈阳完成过去五年交易量均值的 2X 以上，长春、厦门、广州、北京的完成率高达 1.5X 以上。

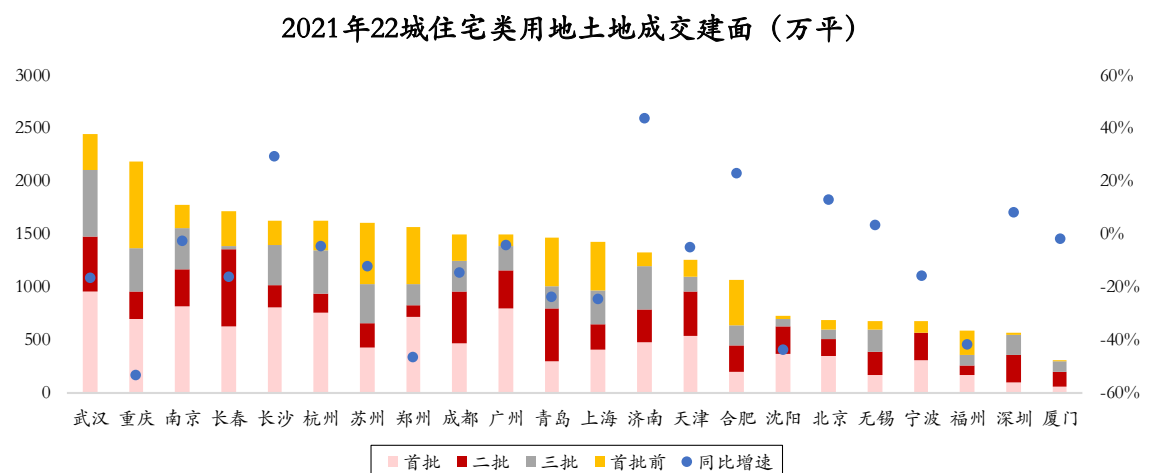
图表 16. 22 个重点城市 2021 年土地供应量/近五年平均完成交易量的均值为 153%



资料来源: 各地国土资源局, 中银证券

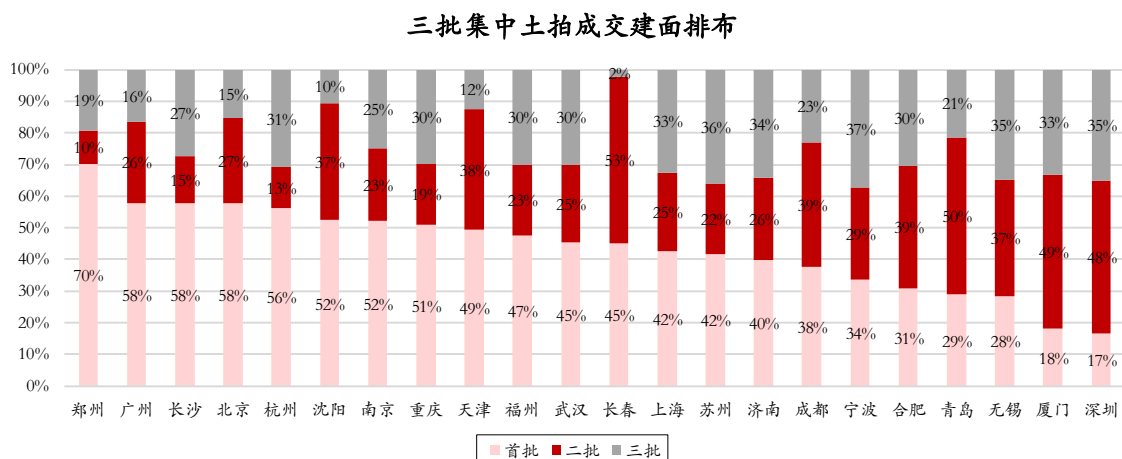
22 个重点城市 2021 年土地成交量较去年同比下降 18.3%，超七成城市出现了不同幅度的下跌。22 城第三批集中出让合计成交 1882 宗土地，成交土地建面合计 2.27 亿平，首批、第二批、第三批的排布分别为 46.1%、28.8% 和 25.1%，超过三分之一的城市在首批集中土拍中的成交量就已经超过三批合计成交量的 50% 以上。2021 年全年 22 城成交总建面同比下降 18.3%。超过七成的城市出现了不同幅度的下跌，其中重庆、郑州、沈阳、福州四个城市跌幅超过 40%；2021 年土地成交量较 2020 年有所增长的城市有济南、长沙、合肥、北京、深圳和无锡，涨幅分别为 43.9%、29.3%、22.9%、13.2%、8.4% 和 3.3%。

图表 17. 2021 年成交建面最高的五城为武汉、重庆、南京、长春和长沙，成交总价分别为 2450、2185、1774、1719 和 1624 万平



资料来源: 各地国土资源局, 中银证券

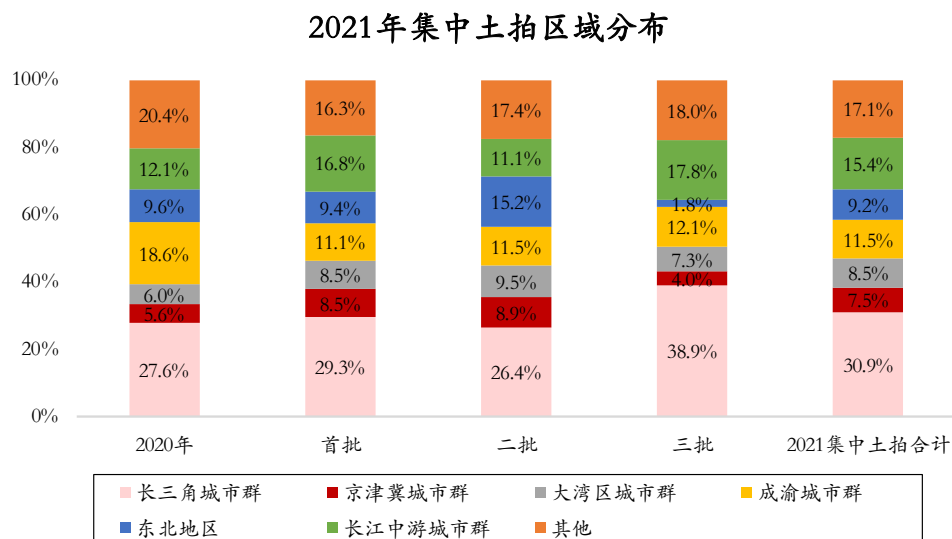
图表 18. 22 城三批集中出让成交土地建面合计 2.27 亿平，首批、第二批、第三批的排布分别为 46.1%、28.8%和 25.1%



资料来源：各地国土资源局，中银证券

从区域分布来看，2021 年 22 城集中土拍下，长三角区域布局提升幅度最为显著，长三角仍是房企资金链紧张、整体销售景气度较低时期的布局最优选。整体而言，我们可以看到首批、第二批集中土拍中长三角城市群成交量占比与 2020 年基本持平，第三批集中土拍中长三角城市群的成交量占比显著提升，从第二批的 26.4% 提升至第三批的 38.9%，我们认为这主要是因为房企资金承压、销售不景气的背景下，优先布局基本面较好、城市潜力较强的长三角城市群。京津冀、大湾区、长江中游城市群的集中土拍整体成交量占比较 2020 年也明显提升，分别从 5.6% 提升至 7.5%，从 6.0% 提升至 8.5%，从 12.1% 提升至 15.4%。成渝城市群的成交量占比明显下降，我们认为主要原因有二：1) 重庆初始供应量明显下降，2021 年重庆计划供应量较 2020 年实际供应量低 31.4%；2) 成都在首批与第二批集中土拍中土地限定竞得方式中相对较为严格，也有定品质的相关要求。东北地区第二批集中土拍成交量占比有所提升主要得益于第二批集中土拍中沈阳与长春供地量明显加大有关，沈阳与长春第二批集中土拍成交量占三个批次成交量的比重分别高达 37% 与 53%。

图表 19. 2021 年 22 城集中土拍下，长三角城市群区域布局提升幅度最为显著



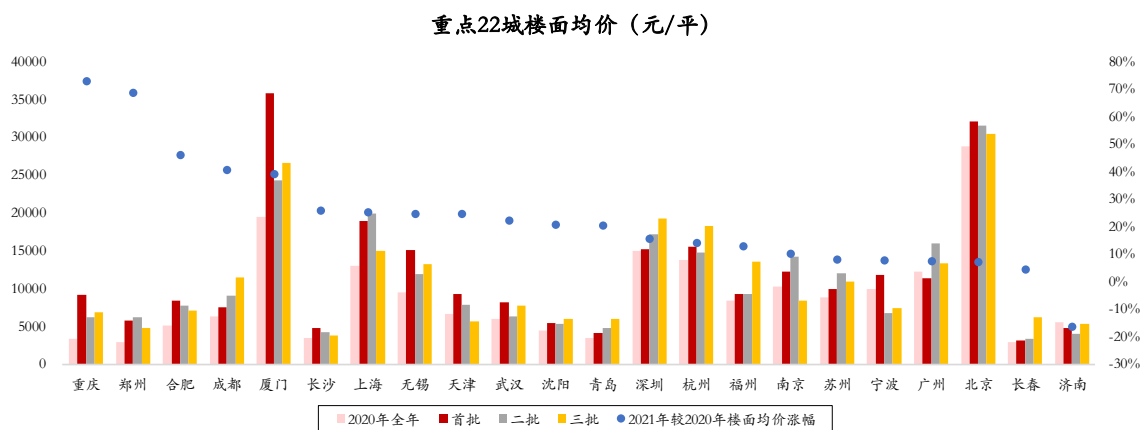
资料来源：各地国土资源局，中银证券

数据说明：长三角城市群包括杭州、上海、无锡、宁波、苏州、南京、合肥；大湾区城市群包括深圳、广州；京津冀城市群包括北京、天津；成渝城市群包括成都、重庆；长江中游城市群包括武汉、长沙；东北地区包括沈阳、长春。

2.3 多数城市整体楼面价较 20 年上涨，但第二、三批分别有 60%、40%的城市楼面价下降

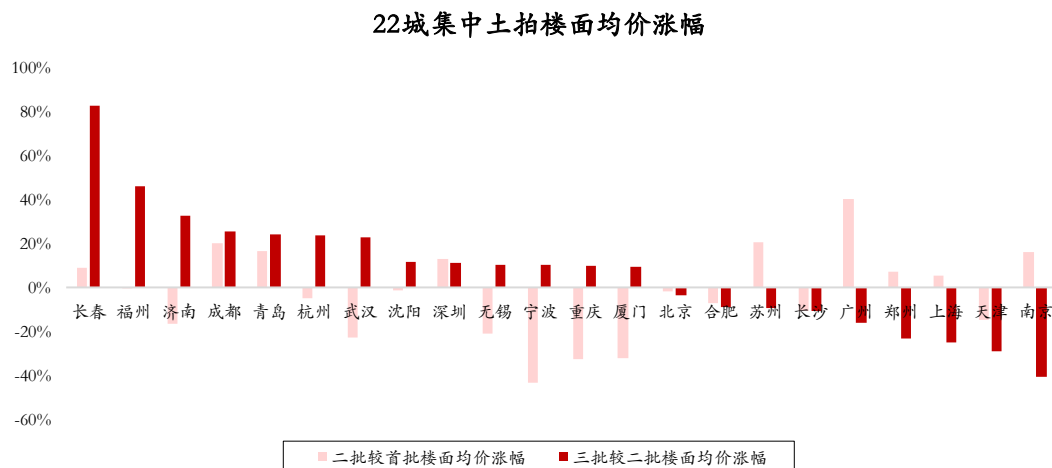
整体来看，2021 年 22 城集中土拍城市住宅类用地楼面均价 9270 元/平，较 2020 年上涨 26.2%；首批、二批、三批分别为 9993、9594、10168 元/平。从 22 个集中土拍城市的地价水平来看，和 2020 年全年住宅楼面均价相比，2021 年仅济南楼面均价不及去年水平，其余城市地价上涨表现依旧突出，尤其是重庆、厦门、郑州、合肥、成都五个城市地价涨幅超过 35%。1) 重庆首批地价涨幅显著，从 2020 年 3324 元/平的楼面均价上涨至 9137 元/平，一方面是因为首批供应地块优质土地占比较高，对房企吸引力较强，最终多以高溢价成交；另一方面，首批集中供地时重庆不限地价。2) 厦门在岛内优质地块的供应之下，地价也明显上升，甚至超越了部分一线城市。3) 合肥、郑州主要是由于二三批次供地质量明显提升，同时部分热点地块房企竞拍过程激烈，带动整体房价上涨。4) 成都三个批次的平均楼面价逐步上涨，主要是因为供地质量的不断提升，中心城区的成交建面占比从首批的 29% 提升至二批的 67% 再提升至三批的 73%，同时最低起拍价格明显降低，清水住宅的最高限价明显上调，房企利润空间得到实质性改善。从一二三批次分别的情况来看，整体 22 个城市的第二批集中土拍的楼面均价较首批下降了 4.0%，其中近六成城市的楼面均价出现了不同幅度的下滑，主要是受到土拍规则调整的影响，地价得到有效抑制。第三批集中土拍楼面均价破万元，较二批增长 6.0%，不过仍有超过四成城市楼面均价较二批有所下降，主要发生在前两个批次地价上涨均较为明显的城市。

图表 20. 2021 年 22 城集中土拍城市住宅类用地楼面均价 9270 元/平，较 2020 年上涨 26.2%；首批、二批、三批分别为 9993、9594、10168 元/平



资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 21. 整体 22 个城市的第二批集中土拍的楼面均价较首批下降了 4.0%，第三批较二批增长 6.0%



资料来源：各地国土资源局，中银证券

2.4 城市热度显著分化，基本面、供地质量与限定竞得方式共同驱动

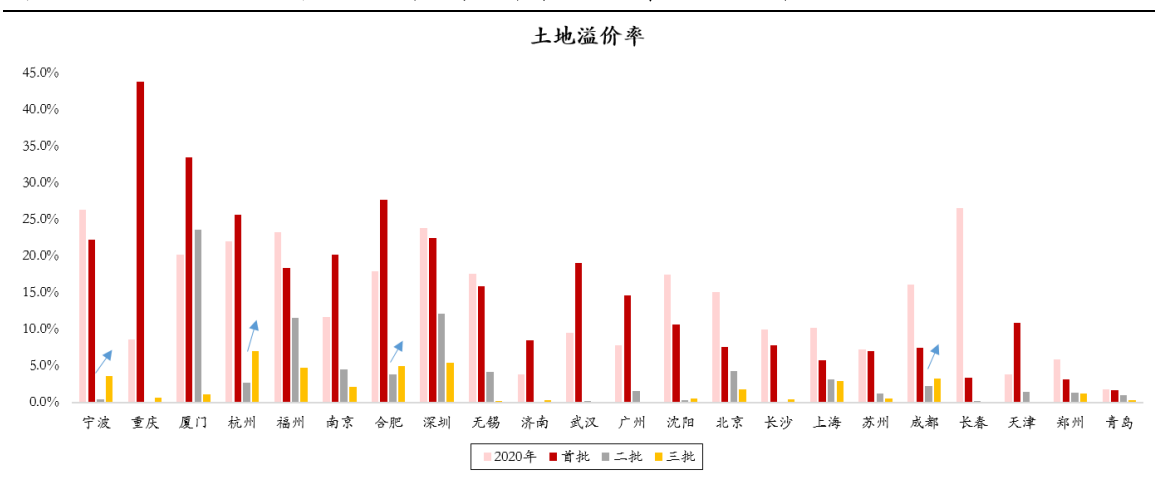
二批集中土拍热度普降，三批部分城市热度回升。我们此前的报告《对首次集中供地的深度分析与后续的“七点猜想”》曾提出“城市间市场热度分化，影响因素城市基本面>供地质量>限定竞得方式”来作为横向对比土地市场热度的标准。纵向对比来看，受供地规则调整的影响，所有城市第二批集中土拍城市溢价率普遍有不同幅度的下降；超过六成城市第三批集中土拍土地溢价率进一步下行，重庆、济南、沈阳、长沙第三批集中土拍溢价率与第二批基本持平，保持在1%以下的水平，仅杭州、合肥、宁波、成都四个城市第三批集中土拍溢价率小幅回升。

不过结合流拍率、中止出让率情况来看，合肥与成都地块冷热进一步分化，整体市场并没有出现明显回暖。合肥在首轮12宗地块全部以高于20%的溢价率成交后，第二、第三轮虽然地块供应持续增加，但都出现了较高的流拍率，三批次的流拍率高达30%，成交也以底价成交为主，整体市场仍然较冷。成都放松了第三轮集中供地的出让门槛，并加大了热点城区的土地供应量，尤其是天府新区，本次更是推出了8宗地，是成都此次集中供地的主力区域之一。在上述举措的影响下，成都此次土拍热度明显分化，触顶成交与流拍现象并存，触顶成交率较二批小幅提升了0.9个百分点至18.2%，流拍率也较二批提升了7.2个百分点至17.5%。

杭州三轮集中土拍热度逆势上涨，在溢价率上限降至10%的大前提下，土拍整体溢价率从二批的2.7%升至7.0%；68.6%的地块达封顶价进入摇号环节（二批无地块触顶成交，底价成交率高达64%）；无流拍地块（二批中止出让率高达55%），我们认为主要原因有：1) 规则调整：勾地政策恢复；溢价上下限下调；降低房企报名资质要求；“竞品质、现房限售”取消，全面推行“定品质”要求；保证金缴纳数额减少；出让金缴纳周期延长，主城区尾款由8个月延长至12个月；部分地块起拍价下调、新房限价上涨。2) 地价下调：起拍均价较周边同类地块有所降低。例如二批撤牌的笕桥地块，除了取消现房销售要求、公租房比例从13%下调至8%外，起拍均价下降了8%。再如拱墅庆隆小河地块，位于供应稀缺的申花板块，触顶价仍低于周边地块成交楼面价。3) 稀缺地块供应：桥西拱宸桥地块为例，该地周边土地已经断供6年，新房十分稀缺。4) 新房限价上涨，保障盈利空间：以起拍楼面价最高的拱墅庆隆小河地块为例，新房限价略有上涨（精装限价上涨1000元/平，涨至55000元/平），地货比63%，盈利空间充裕。

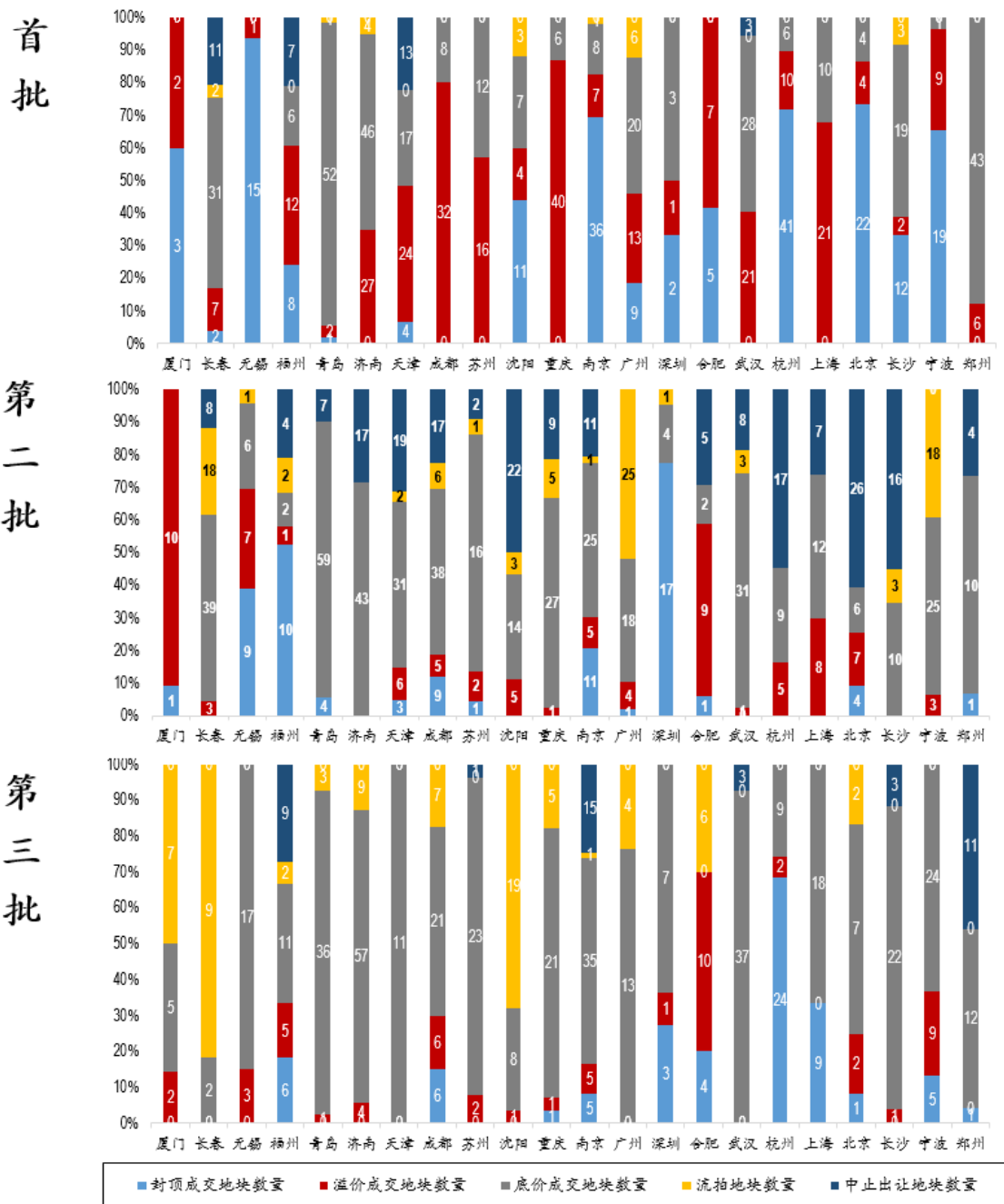
宁波三轮土拍回暖，带动溢价率从0.4%回升至3.6%。主要是由于第三轮土拍规则明显放松（主要涉及启用意向预申请制度；延长土地出让金缴纳周期；起拍价下调大幅刺激房企拿地积极性），宁波第三批集中土地出让土拍热度明显回升，23.7%的地块溢价成交，5宗地块触及最高限价，溢价率均在15%左右。

图表 22. 仅杭州、合肥、宁波、成都四个城市第三批集中土拍溢价率小幅回升



资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 23. 结合流拍、中止出让情况看，合肥与成都地块冷热分化，整体市场并没有出现明显回暖



资料来源：各地国土资源局，中银证券

基本面仍是城市分化的主要驱动因素，长三角城市群仍是集中土拍最热的区域。综合土地溢价率、触顶成交率和底价成交率三个指标来看，长三角和大湾区城市群是两个热度相对较高的区域，长三角城市群是唯一一个第三批次集中土拍溢价率、触顶成交率有所回升的地区，主要是杭州和宁波两个城市的带动，长三角城市群第三批集中土拍溢价率、触顶成交率、底价成交率均值分别为 3.0%、22.1%和 58.6%，较第二批分别提升了 0.2、10.5 和 1.1 个百分点。大湾区城市群第三批次土拍溢价率为 2.7%，仅次于长三角城市群，不过仍较第二批下降了 4.1 个百分点，触顶成交率也较第二批明显下降至 13.6%，底价成交率明显提升至 81.8%。

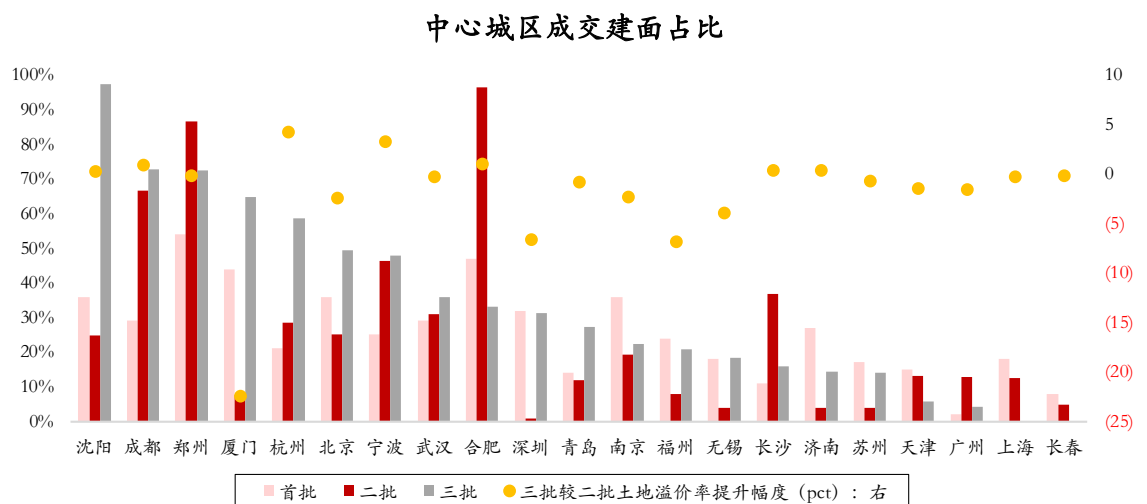
图表 24. 长三角城市群仍是集中土拍的土拍溢价率最高的区域

区域	土地溢价率				触顶成交率			底价成交率			
	2020	首批	二批	三批	2021	首批	二批	三批	首批	二批	三批
长三角城市群	16.1%	17.8%	2.8%	3.0%	11.1%	68.7%	11.6%	22.1%	15.0%	57.5%	58.6%
京津冀城市群	9.4%	9.3%	2.8%	0.9%	4.5%	41.1%	15.5%	5.0%	25.6%	56.4%	85.0%
大湾区城市群	15.8%	18.6%	6.8%	2.7%	9.2%	27.4%	42.7%	13.6%	48.8%	48.7%	81.8%
成渝城市群	12.3%	25.6%	1.1%	1.9%	11.6%	-	8.7%	11.3%	16.5%	84.8%	77.5%
东北	22.0%	7.0%	0.2%	0.3%	5.1%	27.5%	0.0%	0.0%	54.7%	83.3%	93.8%
长江中游城市群	9.7%	13.4%	0.1%	0.2%	6.3%	36.4%	0.1%	0.2%	57.3%	98.4%	97.8%
其他	11.0%	13.0%	7.5%	1.5%	8.6%	23.1%	20.3%	6.9%	53.8%	60.0%	79.6%
整体平均	13.9%	15.3%	3.6%	1.9%	8.8%	41.5%	14.4%	11.3%	35.4%	65.7%	76.4%

资料来源：各地国土资源局，中银证券

第三批土拍热度明显回升的城市杭州、宁波除了自身位于基本面较强的长三角区域外，第三批集中土拍的供地质量也有所提升。杭州的中心城区成交建面占比从首批的 21% 提升至二批的 29%，再度提升至三批的 59%；宁波的中心城区成交建面占比也从首批的 25% 提升至二批的 46%、三批的 48%。除此以外我们看到沈阳、成都第三轮土拍的土地溢价率也因供地质量的改善小幅提升。

图表 25. 第三批土拍热度明显回升的城市杭州、宁波供地质量有所提升



资料来源：各地国土资源局，中银证券

从土拍规则上看，50%的城市第三批土拍规则有所放松，主要涉及的方面有：适当降低土地保证金比例、土地出让金缴纳周期延长、部分地块起拍价下调、新房限价上涨、降低房企报名资质要求等。例如，宁波第三轮土拍启用了与杭州类似的勾地制度——意向预审申请制度（提交预审申请最终却未拿地，而导致地块流拍的房企，两年内不得在宁波拿地），此举很大程度保障了土地出让成功率。不仅如此，宁波第三批集中土拍同样也延长了土地出让金缴纳周期，二期出让金可延期 4 个月，一定程度上将缓解房企流动资金压力，也有助于提升企业拿地的积极性。值得注意的是，宁波本轮集中土拍的 38 宗涉宅用地中，有 4 宗是第二批集中供地流拍重新挂牌出让的，与上次起始楼面价相比，部分地块起始楼面价有不同程度的降低，多数降幅在 1000-1500 元/平之间。就以镇海高新区地块为例，容积率由 2.7 下调至 2.35，同时起始楼面价由 12700 元/平方米下降至 11200 元/平方米，降幅高达 11.8%。这样看来，房企的真实拿地成本下降了，利润空间也显著增加。

图表 26. 重点城市第三批集中土拍政策多有放松

城市	首批	二批	第三批	首批	二批	第三批
北京	1.明确地块地价上限及住宅售价；2.竞地价+竞政府持有商品住宅产权份额	1.试点摇号；2.竞现房销售面积；3.控股子公司禁拍	个别地块要求全部现房销售	★★★★★	★★★★★	★★★★★
上海	1.限地价+一次性报价；2.宅地溢价率不得超过10%	1.一次报价环节相同报价新增一个区间内随机值(万位整数)参与计算最终均价；2.严格控制资金来源竞买主体	无明显变化	★★★★	★★★★★	★★★★★
广州	1.限价+竞配建+摇号，占比44%	1.严控溢价率，溢价上限由45%下调至15%；2.取消“竞配建”出让方式，多数地块采取“限地价+竞自持+摇号”的出让方式，并严格购地自有资金审查；3.限制马甲；4.对首套房家庭倾斜，海珠超三家摇号转为一次报价	1.取消限价房；2.部分回炉地块降低地价；3.延长土地款支付周期	★★★	★★★★	★★★
深圳	1.公共住房配建比例和要求上升	1.限价下调3-9%；2.设定土地最高溢价，土拍采用竞地价+竞自持+摇号方式；3.加强资金审核，限马甲	1.完全年期自持租赁住房改成竞可售公共住房	★★★★	★★★★★	★★★★
厦门	1.重提限价房、限地价	无变化	1.严控溢价率，竞配建转为摇号；2.首次提出定品质要求；3.限马甲，严查资金来源	★★★	★★★	★★★★
无锡	1.首次竞租赁	1.试点限价房；2.增加摇号	1.严查土拍资金来源	★★★	★★★★	★★★★
福州	无变化	1.限马甲，严查资金来源；2.调整土地溢价率上限	1.降低保证金比例	★★★	★★★★	★★★★
济南	1.错时分五批一天出让	1.限马甲；2.自有资金审计报告；3.土拍达到限价抽签	1.土拍达到限价竞品质和建设进度	★★	★★★★	★★★★
青岛	无变化	1.严审竞买资格，限马甲；2.加强资金来源审核；3.设置最高限价，竞品质	1.土拍达到限价竞品质和摇号	★★	★★★★	★★
苏州	1.限马甲	1.除长江外保证金上调；2.加强资金审核；3.部分地块一次报价上下下调	1.下调保证金比例	★★★	★★★	★★
成都	1.红档房企限拍；2.中心城区定品质	1.加强资金审核；2.控股子公司禁拍；3.限地价+竞销售型一类人才公寓	1.全面取消竞自持；2.减少配建；3.调整地块限定房价比例	★★★★	★★★★★	★★★
重庆	1.溢价率超50%付款时限减半	1.限地价+竞自持+竞高品质住宅；2.控股子公司禁拍；3.加强购地资金审查	1.地价上限后，取消竞自持，转为摇号；2.延长付款周期	★	★★★	★★
南京	/	1.限马甲；2.加强资金监管；3.明确定品质；4.溢价率不得超过15%	1.取消“不得联合竞买”限制；2.降低房企参拍资质；3.下调部分地块保证金比例；4.对租赁住房的建设和出租做出限定	★★★	★★★★	★★★★
合肥	1.设定地块限价；2.调整竞拍规则：“竞地价+竞配建租赁住房+摇号”	1.试点“限地价+竞装配率/竞报高品质住宅建设方案+摇号”；2.新增基本品质保障标准要求；3.溢价率不得超过15%；4.固定配建保障性租赁住房比例；5.加强购地资金审查、竞买房企资格审核	1.采用“限地价+竞装配率/竞报高品质住宅建设方案+摇号”；2.所有地块装配率不低于30%	★★★★	★★★★★	★★★★★
长春	1.由“竞地价”转为“竞地价+竞租赁”	无变化	1.取消竞配建，增加“摇号”方式确定竞得人；2.明确开发资质；3.限马甲；4.竞买要求自有资金；5.部分地块放宽拿地建设要求	★★	★★	★★
天津	无变化	1.增加配建租赁；2.严查资金来源和资信证明；3.溢价率不得超过15%；4.取消竞配建，转为摇号、竞品质	无明显变化	★★	★★★★	★★★★
沈阳	竞地价+竞配建	1.加强资金来源审核，控股子公司禁拍；2.“限地价+竞更高更优建筑品质”；3.溢价率不得超过15%	1.“限地价+摇号”；2.部分地块降低起始价及限价；3.热点地块拆分出让	★★	★★★★	★★
杭州	1.竞地价+竞配建/竞自持	1.保证金恢复20%；2.试点竞品质；3.同集团企业禁拍且同批限报5宗；4.加强资金审核；5.现房销售试点	1.上限溢价率15%下降至10%；2.降低资质要求；3.取消报名地块数量限制；4.提高地块房屋限价；5.延迟土地款缴纳时间；6.取消竞品质、现房销售	★★★★	★★★★★	★★★★
武汉	1.调高地块起始价	1.提高保证金比例；2.重启熔断；3.限马甲；4.引入房地价联动；5.竞拍规则调整为“限地价+竞一次性付款+竞租赁(30%)+竞现房销售比例+竞装修面积+竞方案”	1.精简竞拍规则，熔断后调整为“竞自持/摇号”方式；2.深化房地联合，实施精准供地	★	★★★★	★★★★
长沙	无变化	1.溢价率不得超过15%；2.限住宅价；3.限马甲	1.降低自持地块占比	★★★★	★★★★★	★★★★
宁波	1.新增“限价房、限地价、竞自持租赁住房”竞价方式；2.现房销售	1.实施封顶溢价率15%+摇号竞拍方式；2.首现定品质；3.严格审查房企购地资金来源；4.限马甲	1.启用意向预审申请制度；2.延长土地出让金缴纳周期	★★★★	★★★★★	★★★★
郑州	无变化	1.限马甲收紧；2.限制房企的购地资金来源；3.违约成本提高	无明显变化	★★★★	★★★★★	★★★★★

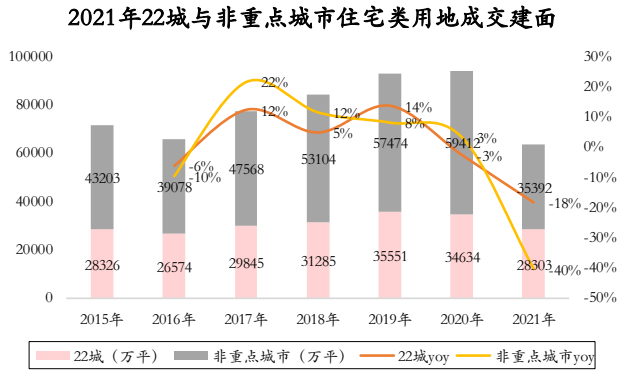
资料来源：各地政府公告，中银证券

备注：红色底色为政策收紧，灰色底色为政策放松，蓝色底色为政策有放松有收紧

2.5 非重点城市成交量大幅下滑，地价涨幅显著放缓

非重点城市 2021 年成交量锐减，地价涨幅显著放缓，溢价率降幅小幅低于 22 个重点城市。2021 年百城土地成交总建面 6.37 亿平，同比下降 32.3%，其中 22 城成交总建面 2.83 亿平，同比下降 18.3%，其余非重点城市成交总建面 3.54 亿平，同比下降 40.4%。从成交总价来看，22 城仍实现了 3.1% 的正增长至 2.62 万亿元，非重点城市同比大幅下降 34.9% 至 1.25 万亿元。从地价水平来看，非重点城市的地价涨幅放缓，而重点 22 城地价涨幅仍然较大，这主要与集中供地制度下，政府为保障房企参与本城市土地竞拍，今年的供地质量普遍提升有关。2021 年重点 22 城住宅类用地楼面均价 9270 元/平，同比增长 26.2%，增速较 2020 年提升了 12.8 个百分点；而非重点城市住宅类用地楼面均价 3538 元/平，同比增长 9.4%，增速较 2020 年下降了 5.2 个百分点。2021 年受房企资金链紧张、房企降杠杆减经营支出、销售景气度下行、销售利润率较低等因素影响，整体房企拿地热情较低，叠加重点城市土拍溢价率的上限控制，土拍溢价率明显走低，百城住宅类用地土地溢价率为 12.5%，较 2020 年下降了 3.9 个百分点；其中 22 个重点城市与非重点城市住宅类用地土地溢价率分别为 8.8% 和 13.5%，较 2020 年分别下降 5.1 和 3.6 个百分点，由于重点城市对于最高地价以及最高溢价率的严格控制，2021 年 22 个重点城市的土地溢价率下降幅度大于非重点城市。

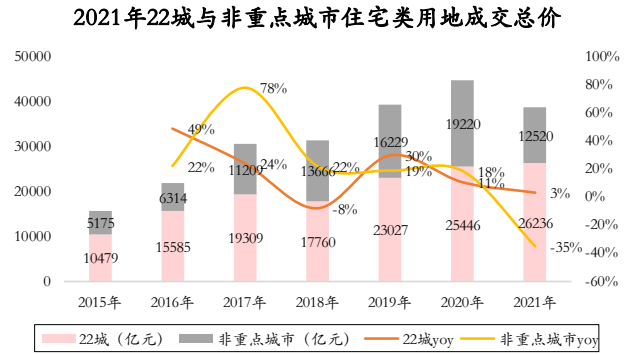
图表 27. 2021 年 22 城与非重点城市住宅类用地成交建面同比增速分别为-18.3%、-40.4%



资料来源：各地国土资源局，万得，中银证券

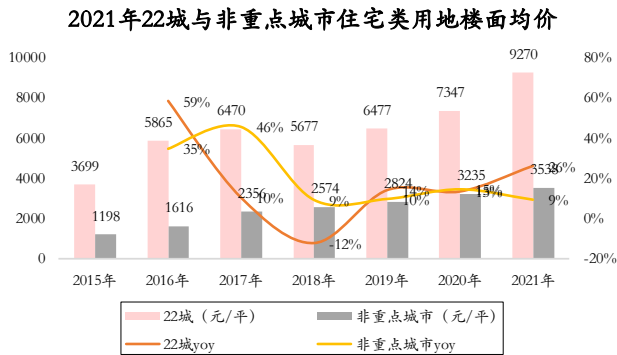
数据说明：非重点城市数据为百城成交数据减去22城成交数据所得

图表 28. 2021 年 22 城与非重点城市住宅类用地成交总价同比增速分别为+3.1%和-34.9%



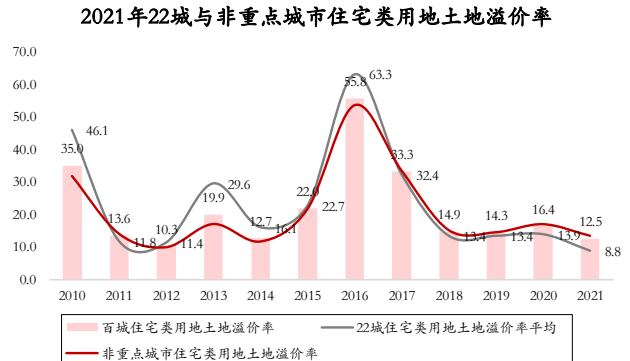
资料来源：各地国土资源局，万得，中银证券

图表 29. 2021 年 22 城与非重点城市住宅类用地成交楼面均价同比增速分别为 26.2%和 9.4%



资料来源：各地国土资源局，万得，中银证券

图表 30. 2021 年 22 城与非重点城市住宅类用地土地溢价率分别为 8.8%和 13.5%

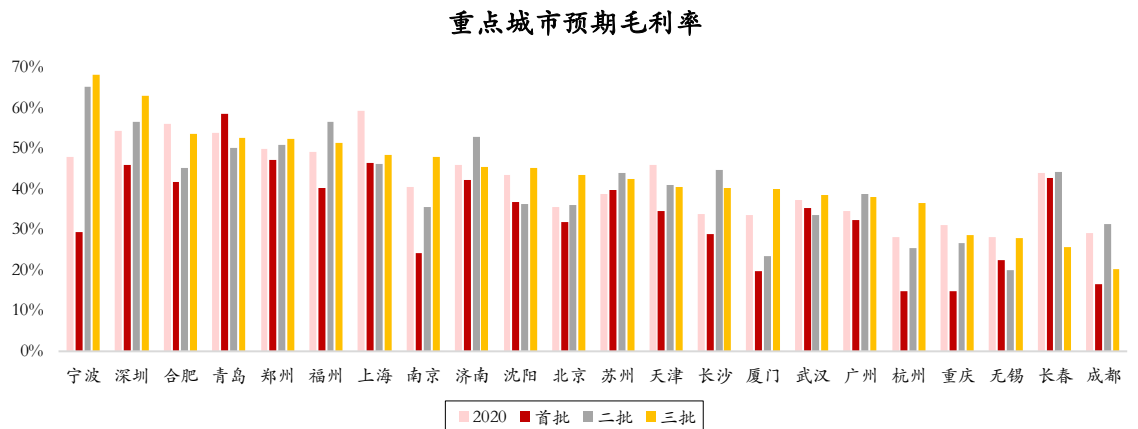


资料来源：万得，中银证券

2.6 利润率回归理性，六成城市第三批集中土拍预期毛利率高于 2020 年

22 个重点城市中六成的城市第三批次的预期毛利率高于 2020 年的水平，集中土拍下多数城市的预期盈利空间出现了改善，或推动行业利润率拐点的出现。重点 22 城整体预期毛利率从 2020 年的 41.8% 急速下降至首批集中土拍时的 33.9%，第二批集中土拍回升至 41.1%，第三批进一步提升至 43.2%，整体已经超过了 2020 年的水平。从第二批集中土拍开始，超过 7 成的城市预期毛利率出现了明显的上扬，第三批集中土拍有 6 成以上的城市毛利率继续上行。仅青岛、长春的第三批集中土拍预期毛利率低于首批，其他城市都出现了明显的改善。宁波、深圳、郑州、福州、南京、沈阳、北京、苏州、长沙、厦门、武汉、广州、杭州的第三批集中土拍预期毛利率高于 2020 年水平。横向对比来看，宁波、深圳、合肥、青岛、郑州、福州的预期毛利率相对较高，第三批次的集中土拍预期毛利率高于 50%。

图表 31. 22 个重点城市中六成的城市第三批次的预期毛利率高于 2020 年的水平



资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 32. 重点 22 城整体预期毛利率从 2020 年的 41.8% 下降至首批的 33.9%，第二批回升至 41.1%，第三批进一步提升至 43.2%

预期毛利率	2020 年	首批	二批	三批
长三角城市群	42.7%	31.2%	40.2%	46.4%
京津冀城市群	40.7%	33.3%	38.6%	42.0%
大湾区城市群	44.4%	39.1%	47.6%	50.5%
成渝城市群	30.2%	15.6%	29.1%	24.5%
东北	43.7%	39.8%	40.2%	35.4%
长江中游城市群	35.5%	32.0%	39.1%	39.3%
其他	46.5%	41.6%	46.8%	48.3%
合计	41.8%	33.9%	41.1%	43.2%

资料来源：各地国土资源局，中银证券

2.7 城市基本面为基，土拍规则优化助力市场回暖，去化风险影响房企积极性

一至三批次综合热度标记，可横向纵向直观对比，红热绿冷。我们结合各城市土拍规则、城市基本面、楼市情况与底价成交率、触顶成交率、流拍率和中止出让率等多因素的影响，为 22 个重点城市在 2021 年一至三批次土拍中的热度进行了整体性标记，通过对标记的横向与纵向比较，我们可以直观查看不同城市在不同批次土拍中的市场热度。城市热度颜色变化为从深红色到深绿色，红色越深，则土地市场热度越高；绿色越深，则土地市场热度越低。同时，我们对各项数据指标也进行了热度标记，颜色变化同样从深红到深绿色，红色越深，则与土地市场高热度相关性较大；绿色越深，则与土地市场遇冷相关性较大。

第一批次土拍热度以城市基本面为主要影响因素，第二批次全面遇冷，城市内部分化较为严重，第三批次多数城市出现回暖，部分出让条件严格与去化风险较高的城市热度未见好转。第一批次土拍以城市基本面为主要驱动，长三角城市群最热，无锡、上海、北京、杭州、宁波等城市热度较高；第二批次土拍受政策影响全面遇冷，其中东北城市群、长江中游城市群和宁波、苏州、广州、重庆、长春等城市热度较低；第三批次土拍整体有所回暖，个别土拍规则放宽程度较低、城市基本面改善不佳和去化风险较高的城市如广州、长沙、长春等市场仍未见明显好转。

图表 33. 三批次土拍城市综合热度与数据对比，其中长三角城市群热度最高，流拍率与触顶成交率表现较好，东北城市群与天津、福州等基本面和楼市表现较弱的城市热度偏低，三批次回暖程度不高

城市群	城市	城市热度			指标																										
					溢价率			楼面均价涨跌幅			预期毛利率			中心城区成交建面比			触顶成交率			底价成交率			流拍率			中止出让率			土地保证金比例		
		首批	二批	三批	首批	二批	三批	二批相对首批	三批相对二批	首批	二批	三批	首批	二批	三批	首批	二批	三批	首批	二批	三批	首批	二批	三批	首批	二批	三批	首批	二批	三批	
长三角城市群	宁波	22.2%	0.4%	3.6%	-43.3%	10.4%	29.3%	65.1%	68.1%	25.0%	46.4%	47.9%	65.5%	0.0%	13.2%	3.4%	89.3%	63.2%	0.0%	39.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.0%	22.6%	24.6%			
	杭州	14.7%	25.5%	36.5%	-4.7%	23.9%	14.7%	25.5%	36.5%	21.0%	28.6%	58.7%	71.9%	0.0%	68.6%	10.5%	64.3%	25.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.8%	0.0%	21.1%	20.3%	20.0%				
	南京	20.2%	4.5%	2.1%	16.2%	-40.7%	24.1%	35.6%	47.9%	36.0%	19.4%	22.3%	70.6%	26.8%	11.1%	15.7%	61.0%	77.8%	0.0%	1.9%	1.6%	0.0%	20.8%	24.6%	24.2%	29.3%	21.0%				
	合肥	27.7%	3.8%	4.9%	-7.0%	-8.8%	41.7%	45.2%	53.5%	47.0%	96.4%	33.0%	41.7%	8.3%	28.6%	0.0%	16.7%	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	0.0%	29.4%	0.0%	28.9%	21.6%	21.9%				
	无锡	15.9%	4.1%	0.2%	-20.7%	10.4%	22.4%	20.0%	27.8%	18.0%	3.9%	18.3%	93.8%	40.9%	0.0%	0.0%	27.3%	85.0%	0.0%	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.1%	23.9%	21.5%				
	上海	5.8%	3.2%	2.9%	5.3%	-24.7%	46.3%	46.1%	48.4%	18.0%	12.5%	0.0%	-	0.0%	33.3%	32.3%	60.0%	66.7%	0.0%	0.0%	0.0%	25.9%	0.0%	21.3%	20.0%	20.0%					
京津冀城市群	苏州	7.0%	1.2%	0.5%	20.9%	-9.1%	39.7%	43.9%	42.5%	17.0%	3.8%	14.0%	-	5.3%	0.0%	42.9%	84.2%	92.0%	0.0%	4.5%	0.0%	0.0%	9.1%	3.8%	31.6%	45.1%	30.1%				
	北京	7.6%	4.3%	1.8%	-1.7%	-3.6%	31.9%	36.1%	43.5%	36.0%	25.0%	49.6%	73.3%	23.5%	10.0%	13.3%	35.3%	70.0%	0.0%	0.0%	16.7%	0.0%	60.5%	0.0%	20.2%	20.1%	20.2%				
	天津	10.9%	1.4%	0.0%	-14.7%	-28.8%	34.6%	41.0%	40.5%	15.0%	13.2%	5.6%	8.9%	7.5%	0.0%	37.8%	77.5%	100.0%	22.4%	3.3%	0.0%	0.0%	31.1%	0.0%	30.9%	23.2%	23.0%				
	大湾区城市群	深圳	22.5%	12.1%	5.4%	13.3%	11.5%	46.0%	56.5%	63.0%	32.0%	0.8%	31.3%	33.3%	81.0%	27.3%	50.0%	19.0%	63.6%	0.0%	4.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	45.0%	50.0%	50.0%			
	广州	14.6%	1.5%	0.0%	40.5%	-15.9%	32.2%	38.7%	38.1%	2.0%	12.8%	4.2%	21.4%	4.3%	0.0%	47.6%	78.3%	100.0%	0.0%	52.1%	23.5%	0.0%	0.0%	0.0%	21.3%	20.3%	20.1%				
	成渝城市群	重庆	43.8%	0.0%	0.7%	-32.3%	10.2%	14.7%	26.7%	28.7%	70.0%	100.0%	100.0%	-	0.0%	4.3%	13.0%	96.4%	91.3%	0.0%	11.9%	17.9%	0.0%	21.4%	0.0%	21.7%	20.7%	20.0%			
东北城市群	成都	7.4%	2.2%	3.2%	20.2%	25.7%	16.5%	31.4%	20.3%	29.0%	66.7%	72.8%	-	17.3%	18.2%	20.0%	73.1%	63.6%	0.0%	8.0%	17.5%	0.0%	22.7%	0.0%	25.1%	24.3%	22.6%				
	沈阳	10.6%	0.3%	0.5%	-1.1%	11.9%	36.7%	36.3%	45.2%	36.0%	24.8%	97.5%	50.0%	0.0%	0.0%	31.8%	73.7%	87.5%	0.0%	6.8%	67.9%	0.0%	50.0%	0.0%	20.6%	20.4%	20.8%				
	长春	3.4%	0.2%	0.0%	9.3%	82.8%	42.8%	44.1%	25.6%	8.0%	4.8%	0.0%	5.0%	0.0%	0.0%	77.5%	92.9%	100.0%	20.8%	26.5%	81.8%	0.0%	11.8%	0.0%	22.3%	29.2%	65.5%				
	武汉	19.0%	0.2%	0.0%	-22.6%	23.2%	35.2%	33.6%	38.4%	29.0%	31.0%	35.8%	-	0.0%	0.0%	57.1%	96.9%	100.0%	5.8%	7.0%	0.0%	0.0%	18.6%	7.5%	18.7%	26.0%	37.3%				
	长沙	7.8%	0.0%	0.3%	-10.8%	-10.5%	28.8%	44.7%	40.2%	11.0%	36.9%	15.9%	36.4%	0.0%	0.0%	57.6%	100.0%	95.7%	0.0%	10.3%	0.0%	0.0%	55.2%	11.5%	48.9%	32.2%	22.3%				
	福州	33.4%	23.6%	1.1%	-32.2%	9.7%	19.7%	23.5%	39.9%	44.0%	7.4%	64.9%	60.0%	9.1%	0.0%	0.0%	71.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.0%	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%				
其他	厦门	18.4%	11.6%	4.7%	-0.3%	46.2%	40.3%	56.5%	51.3%	54.0%	86.5%	72.6%	30.8%	76.9%	27.3%	23.1%	15.4%	50.0%	21.2%	10.5%	6.1%	0.0%	21.1%	27.3%	23.3%	20.5%	21.2%				
	济南	8.5%	0.0%	0.3%	-16.4%	32.8%	42.2%	52.9%	45.5%	24.0%	7.8%	20.7%	-	0.0%	0.0%	63.0%	100.0%	93.4%	0.0%	0.0%	12.9%	0.0%	28.3%	0.0%	43.5%	54.0%	35.3%				
	郑州	3.1%	1.4%	1.2%	7.1%	-23.0%	47.1%	51.0%	52.3%	27.0%	3.7%	14.4%	0.0%	9.1%	7.1%	87.8%	90.9%	85.7%	0.0%	0.0%	0.0%	26.7%	45.8%	50.0%	50.0%	50.0%					
	青岛	1.7%	1.0%	0.2%	16.5%	24.4%	58.6%	50.2%	52.7%	14.0%	11.9%	27.2%	1.8%	6.3%	0.0%	95.0%	93.7%	97.3%	0.0%	0.0%	7.5%	0.0%	10.0%	0.0%	91.1%	76.4%	79.8%				
平均	14.8%	4.7%	3.2%	-2.6%	7.2%	33.9%	41.1%	43.2%	27.9%	29.3%	36.7%	41.5%	14.4%	11.3%	35.4%	65.7%	76.4%	3.2%	8.7%	15.1%	0.0%	22.6%	5.5%	30.6%	30.5%	30.3%					

资料来源：各地国土资源局，中银证券

五类典型城市一至三批次土拍热度分析，城市基本面、去化风险与恰当的土拍规则调整成为贯穿一至三批土地市场冷热的关键因素。通过综合对比，我们从 22 个城市中总结出 4 类典型城市，并单独对其一到三批次土拍市场的热度变化进行分析。

2.7.1 优质基本面的代表，第三次土拍回暖明显——宁波、杭州

宁波：首批土拍热度较高，二批全面骤冷，三批快速回暖。首批集中供地时，宁波市政府对于郊区、安置房、未来社区等地块兜底意图明显，土地出让金支付期限、盈利空间对房企较为友好；同时由于商品住宅用地供应量较去年大幅下降，房企希望提前布局，加之城市基本面优异，土地市场热度较高；第二批土拍，溢价率、定品质、严查资质马甲和全装修现房销售四大举措从利润率到资金面压缩房企空间，叠加强监管环境与高保证金比例，市场顷刻转冷；三批土拍规则明显放松（主要涉及启用意向预申请制度；延长土地出让金缴纳周期；起拍价下调大幅刺激房企拿地积极性），加之宁波位于长三角城市群核心区域，城市基本面极为优质，土拍热度明显回升，23.7%的地块溢价成交，5 宗地块触及最高限价，溢价率均在 15% 左右。

杭州：首批火爆，二批趋冷，三批从利润率和流动性两处着手，推动市场升温。首批供地量大质优，主城区、钱塘新区、未来科技城等多个热点板块均有供地，同时，通过托底保证金试点与郊区限价上涨，从利润端与资金端刺激房企拿地热情；二批土拍时，参拍资质要求趋严，并通过现房销售、竞品质等举措抬高房企拿地成本，此时，由于成本压力相对较小的远郊去化存在风险，且房企在第一波供地已完成土储目标，拿地紧迫性不强，市场由热转冷；第三批土拍，杭州通过土拍规则调整、下调起拍价、供应优质地块与提高新房限价四管齐下，从利润端、资金端与流动性等多方面同时纾解，市场迅速升温。

优质的城市基本面与适当的土拍规则放松加速市场回暖。宁波与杭州位于长三角城市群核心区域，人口增长与经济发展均位居前位，城市基本面十分优质，在第三批土拍中均采用利润端与资金端并举的方式适度放松竞拍规则与限价，良好的配合提高了房企的拿地热情，土地市场回暖明显。

2.7.2 去化风险减弱房企拿地意愿——长春、广州

长春：基本面表现不佳，楼市遇冷降低房企竞拍意愿。首批供地地块质量一般，同时，长春十年人口增量全国垫底，购房需求基本面表现不佳，房企拿地意愿较弱，限价+竞配建的方式更加抑制了拿地热情，首批土拍即遇冷；二批土拍中，尽管供应规模显著提升，供应建面增幅 44%，但由于当时本地楼市遇冷，销售规模不及疫情之前，成交均价持续下滑，去化周期超 20 个月，去化存在风险，市场寒意更甚，无一宗地块触顶成交，中止出让率达全年最高的 11.8%；第三批土拍尽管拿地建设要求有所放宽，资质、开发期限、配建与竞买保证金均有体现，但受当地冬休影响，开发房企拿地后不能及时开工，资金需要沉淀数月，叠加竞争力不高的基本面，土拍热度未见好转。

广州：基本面较优，楼市遇冷压制房企拿地积极性，致使热度回暖较慢。首批供地时，广州供地规模虽大，但基本集中于郊区，加之出让条件较严，竞自持转向竞配建，因此尽管广州作为大湾区核心城市和广东省会，拥有优质的城市基本面和购房需求，但首批热度依然不高；第二批集中土地出让时，政府大大提高了拿地门槛，出让条件显著提升：48幅土地中除增城区的8幅地外，其余地块均有涉及配建安置或政府性房源、产业引入等要求，同时，限销售对象影响房企未来去化，加之政策环境与资金面的收紧持续打击房企拿地热情，土地市场秋意渐浓；第三批供地，广州市积极从利润端放松竞拍规则，多宗回炉地块下调起拍价、取消配建，出让门槛显著降低，但一方面由于利润空间的提升不及市场预期，另一方面，7-11月，广州商品住宅成交疲软下，去化周期也于11月末上升至15个月，较2021年年中明显拉长，同时热点片区南沙、黄埔出现多盘促销现象。楼市的趋冷加剧了开发商的观望态度，去化风险让房企止步不前，市场回暖不尽人意。

2.7.3 土拍规则全面放松，房企利润空间与回款速度提升带来热度回升——成都

成都：首批供地竞价规则高要求打压房企拿地热情，二批受政策监管与土拍规则优化影响，市场冷却，三批通过增利润、推出优质地块等方式，实现了土拍市场热度回升，但同时区域分化较为显著，是具有代表性的城市。第一批供地，由于竞拍规则要求较高，盈利空间受竞配建和竞自持影响较大，总体较小，市场热度堪堪入眼；二批遵从自然资源局8月会议精神，严格了“三限”要求（限马甲、限参拍资质和限资金来源），同时大幅增加了配建要求与现房销售地块数量，叠加行业收紧的政策面与资金面，房企对拿地望而却步；第三批，配合行业放松预期，成都市采用三重举措（提限价、取消竞自持、减配建）增厚房企利润，提振拿地积极性，同时推出优质区域地块，如高新、天府新区等或配套成熟的主城区如成华区，吸引房企竞拍，但这也导致房企在竞拍过程中热度较为集中，地块热度分化较为显著。

2.7.4 完善公开公正的规则叠加优质基本面，热度波动相对平稳——上海

上海：较为完善的土拍规则与优质的城市基本面对冲了二批次降幅，充足的利润空间再次拉升房企拿地热情，土地市场热度波动熨平明显。作为辐射长三角的一线城市，上海购房需求旺盛，这也成为其制定公开公正规则的底气。首批土拍中，通过限价+较为公平的一次性报价，杜绝高溢价率，同时通过“双限”为房企留足利润空间，以产业引进等方式提高竞拍门槛，相对公允的竞价规则让市场从区域分布、拿地房企、成交价格等各个方面来看均较为平稳，热度靠前；第二批供地时，受政策影响，企业资金面较为紧张，此前上海较完善的规则延续了公平性的导向，整体优化空间不大，土地市场虽有所降温，但幅度有限；第三批集中土地出让时，上海依然保持了一贯的规则，为房企留足利润空间，同时有意识地将供地结构向潜力“五大新城”集中，保障了供应量，市场回暖效果较好。

图表 34. 三批次土拍城市综合热度对比与原因, 城市基本面、去化风险与恰当的土拍规则调整成为贯穿一至三批土地市场冷热的关键因素

城市群	城市	城市热度			热度原因		
		首批	二批	三批	首批	二批	三批
长三角城市群	宁波	绿	绿	绿	政府兜底, 盈利空间与支撑期限友好: 政府对于郊区、安置房、未来社区地块兜底意愿明显, 土地出让金支付期限, 盈利空间对房企较为友好; 供地减少刺激补货需求: 较去年商品住宅用地供应量大幅下降, 众多开发商希望提前布局;	1. 四大举措全面提升房企成本与资金来源: 1) 溢价率由30%调至15%+摇号; 2) 定品质增加房企成本; 3) 严查房企与地资金未来源和限与甲抬高土地出让门槛; 4) 全装修现房销售增加, 考验房企资金能力;	土拍规则调整, 拿地门槛提高: 意向中请制度降低溢价率, 优质地块推出, 降低溢价率提升房企盈利空间, 土地出让金支付期限延长缓解房企资金压力;
	杭州	绿	绿	绿	拿地量大质优: 主城区、钱江新城、未来科技城等多个热点板块均有供地; 托底保障性会议点减轻房企负担; 郊区限价上涨增厚房企利润;	参拍资质要求趋严, 竞价规则收紧提升房企拿地积极性: 1) 采用20%保证金模式报名, 禁马甲, 严查购地资金来源, 并对竞人提出较高要求; 2) 溢价率大幅下降; 3) “竞品质”地块全部采用现房销售;	土拍规则明显放松: 1) 降价(起价与溢价)限价提升房企盈利空间; 2) 竞品质、现房销售取消; 与地政策回归降低溢价率; 土地保证金支付期限延长缓解房企流动性压力;
	南京	绿	绿	绿	春节以来无新宅地供应, 房企补仓意愿强烈; “双限”规则保障房企盈利空间, 第二批次供地信息披露详细, 利于房企统筹全年拿地计划, 超预期;	竞价规则提升房企参与热情: 降价(限价)叠加稳定的限价提升房企盈利空间;	地质量与参拍门槛释放暖意: 加大中心城区地块供应, 降低参拍门槛; 降价提升房企盈利空间;
	合肥	绿	绿	绿	供地量的持续增加引起房企竞争加剧; 竞价规则与参拍资质提升房企拿地门槛: 限价地、竞配建+摇号, 所有地块都规定了装配式建筑面积与禁马甲等规则对房企资金面要求提高;	竞价规则给市场降温: 增加“竞品质”、提升配建比例, 提高拿地价格压缩房企盈利空间, 参拍积极性减弱;	高质量地块附带严苛配建条件, 盈利难度较大; 竞拍规则优化, 资金门槛与出让条件松动: 降低配建与产业引进需求, 延长土地出让金支付期限;
	无锡	绿	绿	绿	优质量少加剧房企竞争: 中心城区土地数量占比高达47%, 且供应量较小; 合适的拿地价格与自持比例为房企留出盈利空间;	供地量增加, 竞价规则收紧市场降温: 1) 成交建面219万方, 较首批增长24%; 2) “限价+摇号”; 3) 出让条件增加; 4) 热点地块溢价率降至3%;	地质量较高, 降价带来充足利润安全感; 产业引进与土地出让金支付期限放松, 但参拍资质依然严格, 房企现金流仍面临较大压力;
	上海	绿	绿	绿	限价+一次性溢价较为公平, 杜绝高价抢地; “双限”暂定房企盈利空间, 产业引进提高竞拍门槛, 公允的竞价规则让市场从区域分布、成交价格、拿地房企等多方面来看“平衡”;	地房比低于0.7, 盈利空间提升; 成为完善土拍规则对冲了第二批次的降温;	拿地门槛向“五大新城”倾斜, 供地量依然充足; 限定利润空间稳定房企参拍热情: 成交楼面价约为房地联动价的50%;
	苏州	绿	绿	绿	供地量优质大提升房企积极性; 一次性溢价机制可有效控制溢价率, 吸引中小房企参拍;	下调部分地块一次性溢价上限房企盈利空间, 拿地成本整体下降; 强化参拍资质审查, 增加参拍门槛: 禁马甲, 严查资金来源缩小了抽离群体;	规则放宽减轻企业资金压力: 1) 保证金比例全部下调至30%; 2) 首次付款比例下降, 取消土地的指导价, 对企业资金端有所放宽; 参拍资质要求依然严格: 自有资金仍为硬性要求, 多宗地块均没有复杂的出让条件;
京津冀城市群	北京	绿	绿	绿	成交楼面价与销售指导价价差收窄, 房企盈利空间较大: 17宗地块的成交楼面价与住宅销售指导价之间均有2万元/平方米以上的价差;	利润空间收窄, 房企现金流吃紧, 积极性降低: 售价上限与地价差异小, 区域竞争激烈, 回报周期速度提升房企资金压力;	增加“期转”入市审批, 现房销售扩容, 对房企资金实力要求更高, 参拍房企资金压力较大; “竞品质”范围下降, 释放暖意;
	天津	绿	绿	绿	供地量大, 覆盖区域广, 热度分化明显, 房企在热点地块竞争加剧; 土地保证金放松, 减轻房企压力: 允许土地出让金在多宗地块中特用;	供应规模缩量, 竞价规则变化未能显著减轻房企压力: 1) 总建面约6000万平, 相比首批减少16%; 2) 取消自持, 溢价率上限下调至15%, 但部分地块含自持“硬性指标”;	土拍后溢价率明显下降: 三、四季度商品住宅销售走勢较二季度均有明显回升, 房企现金流明显改善; 商品住宅去化周期进一步拉长, 接近18个月的警戒线, 去化周期较去年同期增长了72%;
大湾区城市群	深圳	绿	绿	绿	供地量优质保障, 占比约10%左右, 房企竞争激烈;	竞价规则给市场降温: 22宗地块全部调整后重新挂牌, 所有地块的总价限价整体下调30%, 最高溢价率从45%整体降至15%, 销售指导价降幅在3%-10%左右; 严查参拍资质与资金来源: 设置准入门槛, 禁止马甲公司参与竞拍; 增加了自持租赁住房的优先权, 土地达到最高溢价率后, 将以优先权人才住房为完全年期自持租赁住房面积;	地质量多样化, 拿地规则有所放松: 第二轮中竞拍地块达到最高后, 进入完全年期自持租赁住房面积环节, 第三轮则为可竞公共租赁住房面积, 对房企现金流更加有利; 供应部分优质区域, 增厚房企盈利空间;
	广州	绿	绿	绿	供地规模大, 集中在郊区, 占三次供地总量的63%, 中心四区仅靠增占141宗地块; 出让条件趋严, 竞自持倾向配建; 二三批供地时间较晚, 吸引企业竞争意愿;	出让条件显著提升: 48幅土地中仅有增城区的8幅地不涉及配建安置或政府性住房, 产业引入要求, 供地地块均有此类要求, 拿地门槛明显提升; 限价对房企影响并未完全去化, 拿地情绪降温;	多宗回炉地块下调地价, 取消配建, 出让门槛显著降低; 利润空间未及预期降低房企参拍意愿;
成渝城市群	重庆	绿	绿	绿	供地规模大, 优质地块多, 占三次供地总量的50%, 热点区域占比63%; 出让条件趋严, 抑制地价: 1) 提高出让起始价, 较2020年上升25%; 2) 取消不可后期入股条件, 鼓励房企合作; 3) 设置竞买限制条件, 实现异地出让价款支付节奏;	供应规模缩量, 较首批降低四成, 郊区土地居多; 四大举措全面提升土拍规则: 1) 限价地, 限价率; 2) 新增“竞自持”与“竞品质”; 3) 增加配建指标; 4) 严格审查参拍资质与资金来源;	竞拍规则调整释放暖意, 相对集中的渝北区、沙坪坝区供应最高, 中心城区拿地供应增多, 对招商引资本地要求提高; 多宗地块引入商业总部的要求, 其中三块核心地块要求引入不少于1家世界500强企业总部入驻, 自持商业需引入度“福布斯全球二十大文化地标”称号的商业机构运营管理, 引入具有游轮运营资质的企业等条件; 降低部分地块价格与配建要求, 变相降低开发成本;
	成都	绿	绿	绿	竞拍规则较高, 盈利空间小, 受配建和竞自持影响较大;	严查参拍资质与资金来源, 提高竞拍门槛; 供应规模大增, 竞品质取代竞自持成为主流, 六成以上的地块需要配建人才公寓, 现房销售地块数量也明显增多, 加之定品质要求, 对房企现金流提出了较高的要求;	三重举措增加项目利润空间, 提价、取消竞自持、配建, 增厚房企利润; 竞拍规则集中, 分化较为显著, 规划利好、区位优势的区域如高新、天府新区等配套成熟的主城区如成都区的竞拍热度较高, 郊区地持续遇冷;
东北城市群	沈阳	绿	绿	绿	供应缩量, 郊郊为主, 首批供地占全年33%, 郊郊占比达六成以上, 地质量尚可; 出让方式以限价+配建为主, 22宗地中, 18宗为限价+竞建无竞自持租赁住房方式出让;	严查参拍资质与资金来源, 提高竞拍门槛; 供应规模大增, 竞品质取代竞自持成为主流, 六成以上的地块需要配建人才公寓, 现房销售及限价+配建, 对房企现金流提出了较高的要求;	供地质量提升, 部分回炉地块地价降幅达两成, 供地结构向中心城区靠拢, 土地供应更趋优化;
	长春	绿	绿	绿	供地规模约占全年总量三分之一, 郊郊为主, 地质量一般; “限价地+竞配建”, 涉宅用地全部采用限价+配建无竞自持租赁住房方式, 多宗地有产业建设需求;	供应规模显著提升, 供应建面增幅44%;	拿地建设要求放宽, 资质、开发期限、配建与竞买保证金均有体现;
长江中游城市群	武汉	绿	绿	绿	房企补仓意愿强烈, 但只看好部分区域; 未设置一次性溢价以及竞配建等举措, 优质地块竞争激烈, 但从地房比来看, 房企仍有一定盈利空间;	7道竞拍关键环节调整, 提升房企成本, 网上报价-现场竞拍-竞一次性溢价-竞自持-竞现房销售-竞竞修比-竞品质7重关卡, 基本上已经集中了各城市土拍用的方式; 热点地块大多被撤牌, 房企参与积极性不高;	竞拍程序简化, 房企拿地门槛降低, 将流程简化为“竞价地-竞一次性溢价/竞自持-摇号”三个环节, 也降低了企业拿地门槛; 各地拿地供应增多, 对招商引资本地要求提高; 多宗地块引入商业总部的要求, 其中三块核心地块要求引入不少于1家世界500强企业总部入驻, 自持商业需引入度“福布斯全球二十大文化地标”称号的商业机构运营管理, 引入具有游轮运营资质的企业等条件; 降低部分地块价格与配建要求, 变相降低开发成本;
	长沙	绿	绿	绿	供应量占全年33%, 内五区为供应主力; 竞拍规则严格, 溢价空间有限, 近四成地块对竞买人资质、年限、行业属性或者建设经验等有明确要求, 超过35%地块有产业引进或总部建设或引进要求; 定向地块较多, 限价幅度大, 压低溢价率, 定向性质的地块占比为三到四成, 其余地块中许多地块的限价幅度较高;	地质量不佳, 如长沙市111号、120号地块以及望城区29、30号地块, 所处地块的市场表现一般; 严格的出让条件提升房企拿地门槛; 土拍政策持续收紧, 提升了“竞自持”比例, 强化自有资金审核;	拿地门槛和拿地结构上均明显优化; 调高住宅限价, 增厚房企利润;
其他	厦门	绿	绿	绿	供地量少质优, 出让地块面积仅占全年计划供应量的10%;	供地量增加, 地质量出现分化, 宗数、面积分别占商品住宅全年计划的55%、66%, 岛内湖景宗地价值和配套均为主流, 但岛外刚需、刚需的部分地块价值和配套一般; 出让方式和规则持续不变, 岛内湖景地段住宅不得捆绑销售; 岛外地块占比大幅上升后起价格水平下降超20%;	土拍规则全面开放; 地块利润空间相对充裕;
	福州	绿	绿	绿	供应下降三成, 郊区供应较多, 郊区主要以长乐区供应为主, 供应面积占比超过一半; 限价地、控房价, 竞自持/竞配建/摇号均有使用;	土拍规则放宽, 通过新年限价、增加开发商的利润空间; 限价之下盈利空间有所提升, 台江CBD封顶摇号地块也能实现盈利, 大东海竞得的五星豪宅地, 地房比仅有49%, 房地差达18万元/平方米, 盈利空间均十分可观;	土拍规则放宽, 通过新年限价、增加开发商的利润空间; 限价之下盈利空间有所提升, 台江CBD封顶摇号地块也能实现盈利, 大东海竞得的五星豪宅地, 地房比仅有49%, 房地差达18万元/平方米, 盈利空间均十分可观;
	济南	绿	绿	绿	限价地、竞配建;	土拍规则趋严, 溢价率上限明显下调, 地价触及上限后改为摇号, 禁马甲, 与产业用地捆绑出让; 拿地门槛提高, 如济南历下区唐冶片区地块有多重拿地要求, 变相增加了拿地成本;	拿地门槛提高, 吸引房企竞投; 供地规则放宽; 土拍规则明显放松, 新增“竞品质”, 允许联合竞买, 将保证金比例从第一轮集中出让的50%全部下调至30%、30%、50%不等, 平均保证金比例约为35%; 高配建和严苛的产业引入条件极大的影响了房企参拍的积极性;
	郑州	绿	绿	绿	双限+竞自持+摇号; 马甲较多, 大型房企为拿地主力;	1. 严查参拍资质与资金来源, 禁马甲; 2. 综合考虑土地成本、利润空间、银行信贷、市场预期等诸多因素, 房企对此次土拍较为谨慎;	基本延续第二批土拍规则
	青岛	绿	绿	绿	限价地、竞自持;	土拍规则趋严, 溢价率上限明显下调: 所有涉宅地块的最高溢价率均限制在15%以内; 禁马甲, 严查参拍资质, 严查购地资金来源; 取消竞配建, 达到最高限价后出让方式为“限价地、竞自持”调整为“限价地+竞品质”;	基本延续第二批土拍规则
平均	绿	绿	绿	绿	多数地块与其他性质用地捆绑出让;		

资料来源: 各地国土资源局, 中银证券

2.7.5 22 个重点城市土拍热度变化的核心原因分析

第二批次的抑制政策主要可以概括为严资质、增成本、降利润与紧流动性四类，其中，严资质主要指限马甲、限参拍资质和严查资金来源的“三限”政策与其他增加竞拍资质审查门槛的政策；增成本主要指自持、现房销售、装修比例、品质、配建等要求与降限价，提升起拍价等提升房企成本的政策；降利润主要指城市降低限价等压低利润天花板的政策；紧流动性主要指城市对开发期限、土地保证金比例与土地出让金支付期限方面的限制；

第三批次的宽松政策主要包含增利润、紧流动性和供应优质地块三大方面：增利润主要指城市在成本端放松（如取消自持、品质、配建等要求）与宽限价等增厚房企利润空间的政策；宽流动性主要指城市在开发期限、土地保证金比例与土地出让金支付期限方面的宽松；优质供地主要指代城市供地质量提升、供地结构优化等方面的政策；

第二与第三批土拍中，部分城市采用了较有特色的政策，让土拍市场呈现出与一般城市不同的特点。第二批土拍中，广州首次对住房销售对象进行了限制，提升了公司的去化难度；重庆大幅调整了供地结构，以郊区为主，同样不利于房企的去化；武汉连续撤牌优质地块，抑制了房企的拿地热情；厦门通过出台岛内车位不得捆绑销售的规定，增加了去化难度，延长了房企的回款周期。第三批土拍中，宁波与杭州通过意向预申请制度与勾地政策有效降低了流拍率；南京市通过放松开发资质的要求，降低了竞拍门槛，实现市场热度提升。

具体来看：

1) 限制销售对象配合严厉惩罚措施，土地市场热度骤降。第二批土拍中，广州首次对海珠、黄埔和南沙等地块的开发公司进行了严格限制，要求在销售时，首套住房购房家庭（或个人）购房总套数需占新建商品住房规划总套数的 50%，如未能按照要求履约，则开发企业的母公司与子公司在一年内均无参与土拍竞买的资格，这一措施主要为了落实稳定地价，保障无房家庭优先购房，保护刚需，但对房企而言，加大了去化难度，降低了未来的去化率，叠加严资质、增成本等多方举措，土拍市场热度急降。

2) 供地结构调整降低房企拿地意愿，优质地块连续撤牌带动市场热度转冷。重庆除增加“竞自持”、部分地块“竞品质”、“竞配建”的要求外，严格了参拍资质要求，同时对供地结构进行了调整，与第一批供地方向集中在北区与西区不同，第二批供地以西区为主（61%），其中占比最大的沙坪坝区体量约为 28%，位于城市远郊，房企拿地意愿低落。类似地，武汉在二批次土拍前先后撤牌江岸区两宗核心地块，并在一个月内，撤牌了青山、汉口、武昌和汉阳等市场关注的全部焦点地块，大大挫伤了房企的拿地热情。

3) 明确规定住宅套数，车位不得捆绑销售延长房企回款周期，拿地热情冷却。第二批土拍中，厦门的土地出让方式与规则较第一批并无太大变化，但对住宅套数和车位的捆绑销售问题作出了明确规定。对于岛内热门的湖里地块，厦门严格规定，要求套均面积达到 118 平，同时车位不得捆绑销售，地块配套车位销售价格需接受有关部门指导，加大了房企在这一地块的去化压力，初定成交率从第一批次的 60.0% 降至第二批次的 9.1%，热度冷却明显。

4) 勾地政策回归与意向预申请制度有效降低流拍率。第三批土拍中，宁波市采取了意向预申请制度，对意向预申请人给予一定出让价缴纳时间的延期优惠，同时规定，如提交预申请最终却未拿地，而导致地块流拍的房企，两年内不得在宁波拿地，流拍率从第二批的 39.1% 降至第三批次的 0%；杭州也正式恢复了此前暂停的勾地政策，房企可选择缴纳地价的 10% 作为“勾地金”，并以此获得一宗地块的参拍资格，“勾地金”最高不超过 5000 万元。有效抑制了流拍率的升高。

5) 资质放松促进土拍回暖。南京在第三批土拍中，除降低拿地门槛，允许联合报名竞买与合作开发、不限制股权转让等措施外，特别降低了对房企资质的要求，在第一与第二批，多数要求房企具备二级甚至一级资质，第三批土拍中，供应地块的资质要求全部调整为三级及以上，有效降低了竞拍门槛，提振房企拿地积极性，流拍率从 1.9% 降至 1.6%，市场略有回暖。

6) 其余城市在第二批多采用严资质、增成本、降利润与紧流动性等抑制政策，从门槛、利润空间与资金压力方面抑制了房企的竞拍积极性，土地市场整体转冷；第三批，各重点城市纷纷针对第二批土拍的政策进行调整优化，采取增利润、宽流动性、供应优质地块等政策，增厚房企利润空间，缓解企业资金压力，刺激土地市场回暖。

图表 35. 各城市第一至第三批次土拍热度变化的核心原因，第二批次骤冷多由于强监管、筹资难和增成本，第三批回暖主要受益于增利润与宽流动性

城市	城市热度			
	首批		二批	三批
宁波		严资质/增成本/紧流动性		增利润/宽流动性/降流拍率
杭州		严资质/增成本/紧流动性		勾地政策回归降流拍率 增利润/宽流动性
南京		严资质/紧流动性		松资质 增利润/优质地
合肥		严资质/增成本		优质地/增利润/宽流动性
无锡		增成本		优质地/宽流动性/增利润
上海		强监管		供地结构倾斜 供应充分
苏州		严资质		宽流动性
北京		增成本/紧流动性		竞高标范围下降
天津		取消竞自持 下调溢价率		回炉地块降价
深圳		严资质/降利润		增利润/宽流动性
广州		增成本/降去化率		提升房企利润空间 (不及预期)
重庆		郊区为主 增成本/严资质		增利润/优质地
成都		增成本/紧流动性/严资质		增利润/优质地
沈阳		紧流动性/增成本/严资质		增利润/优质地 回炉地块降价
长春		较首批变化不大		增利润/宽流动性
武汉		增成本/紧流动性/高要求 优质地撤牌		增利润/宽流动性
长沙		地块量低/严资质		优质地/增利润/
厦门		车位不得捆绑销售		增利润
福州		降利润		优质地/增利润
济南		降利润/增成本/严资质		供地规模充裕 增利润
郑州		增成本/严资质		基本延续二批规则
青岛		增成本/严资质		基本延续二批规则
平均		增成本/紧流动性/严资质		增利润/宽流动性 优质地

资料来源：各地国土资源局，中银证券

城市基本面与去化仍是企业关注重点，“三限”（限马甲、限参拍资质和限资金来源）已成地方政策标配，“地块提质”、“降起拍价”与适当调高限价等措施回暖市场效果明显。纵观 2021 年一至三批次土拍，我们能够发现几个特点，结合特点推断出未来可能的趋势。

企业层面：青睐基本面向好，楼市有支撑，去化风险小的地块，且这一特征随着资金面的趋紧越发明显，意味着未来单城区域分化现象或将延续，热点地块门庭若市，远郊地块门可罗雀；

城市层面：1. “三限”（限马甲、限参拍资质和限资金来源）要求基本成为标配，即便在第三批土拍中，只有城市增加三限要求，无任何城市对这一要求进行过放松；

2. 利润端、资金面和供地质量对房企热情影响显著，目前来看，利润端与资金面放松成为城市激励房企拿地热情的普遍做法，部分城市推出的优质地块效果相对更为显著。

3 公司层面：国有企业引领风骚，头部房企展现差异化拿地策略，城投公司作为“稳定器”深度参与

第三批土拍一方面继承和延续了前两次土拍的部分风格，另一方面也表现出了值得注意的新特点。

总体来看，第三批土拍呈三方面特点：

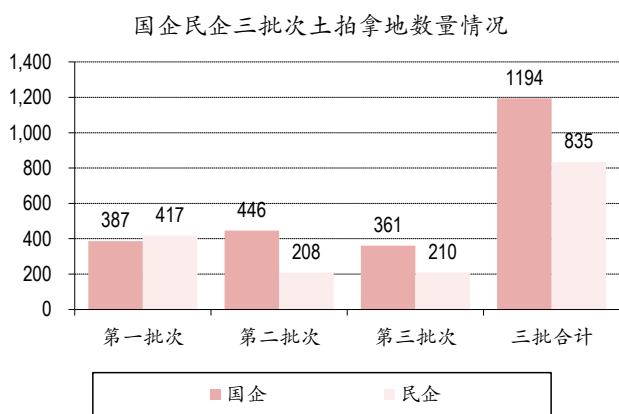
1. 国企拿地参与度进一步提高，民企较前两次更趋谨慎；
2. 城投平台公司积极托市，拿地建面与金额占比大幅提高；
3. 头部房企拿地更为聚焦，地方中小房企抢占市场；

3.1 国企坐镇，城投压舱，推动土地市场稳健表现

3.1.1 民企拿地节奏显著放缓，央企国企主导第三次土拍

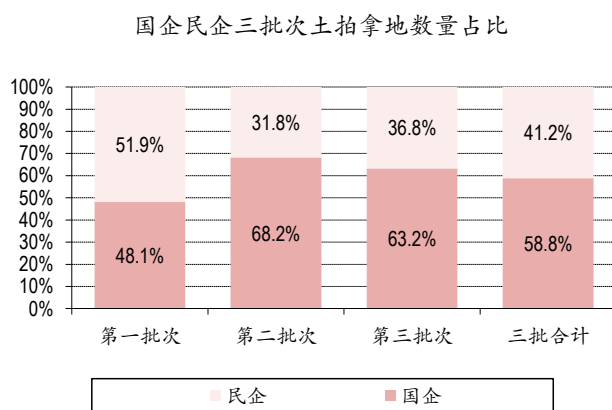
第三批民企拿地数量与占比小幅提升，国企拿地态势维持强势。由于四季度政策面压力减弱，加之三季度部分大型房企出现违约事件，溢价下降，轮番举牌的激烈竞争不再，如海南大东海、福建航旭置业等不少此前观望的地方中小民营房企认为是拓宽市场的机会，提升了拿地意愿，拿地数量由第二批次的 208 块增加到 210 块，占比提升了 4.4pct (36.8%到 41.2%)。而以保利发展、华润置地为代表的国企依然保持着前两轮积极的拿地热情，拿地数量占比微降至 63.2%，三批土拍总体拿地数量占比达 58.8%。

图表 36. 民企拿地数量在第二批次大幅下降，第三批小幅回升



资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息公示查询系统，中银证券

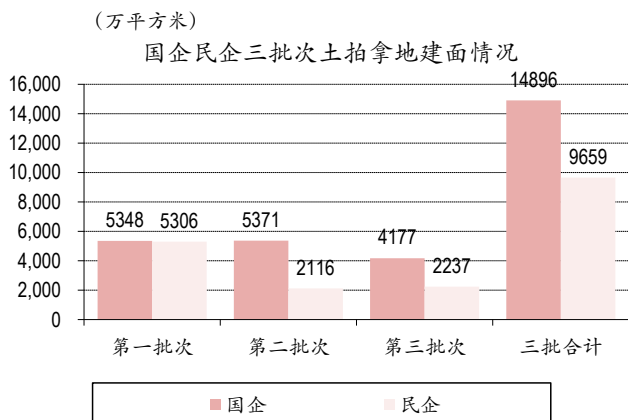
图表 37. 民企拿地数量占比从第一批次的 48% 逐步稳定到二三批次的 35% 左右



资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息公示查询系统，中银证券

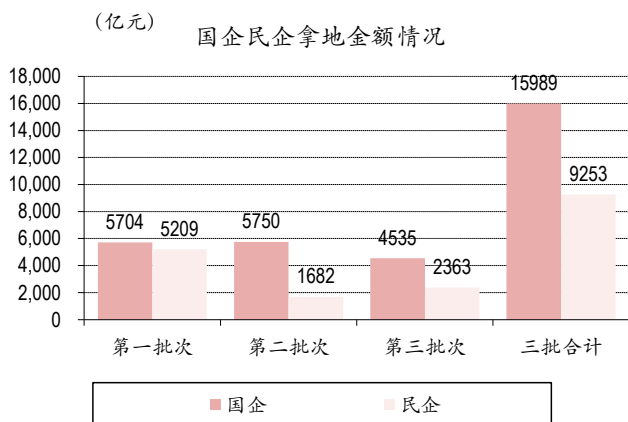
国企主导地位确认，民企放缓拿地节奏趋势形成。第三批土拍民企拿地建面与金额占比放缓趋势形成，拿地建面占比从第一批次的 51% 降至第二批次的 32%，第三批受政策放松影响，占比小幅上涨至 37%；金额占比则由第一批次的 47.7% 骤降至 22.6%，再微增至第三批次的 27.2%。从热火朝天到急速冷却，再到缓步前行，民企拿地的风格显著放缓得到确认。央企国企主导土拍的趋势成为主线。我们认为民营房企在土地市场的“躺平”，主要是因为以下三点原因：1) 房企主动收缩战略，通过少拿地甚至不拿地降低杠杆，减少非必要经营支出；2) 房企被动减少拿地：一方面严查资质等土拍要求抬高了竞拍门槛，不少民营房企无法达到相关要求，另一方面土拍规则的收紧压缩了利润空间，叠加强监管大幅增加资金压力，民营房企心有余而力不足，随着第三批土拍规则的放宽，民企的躺平现象有所缓解。

图表 38. 民企拿地建面自第二批次起大幅下滑，全年拿地不超过一亿方



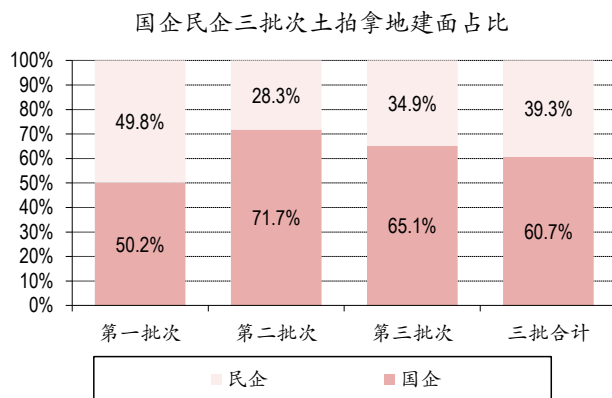
资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息登记查询系统，中银证券

图表 40. 民企拿地金额在第二批次萎缩超三分之二，全年第二三批次合计拿地金额均未超过第一批次



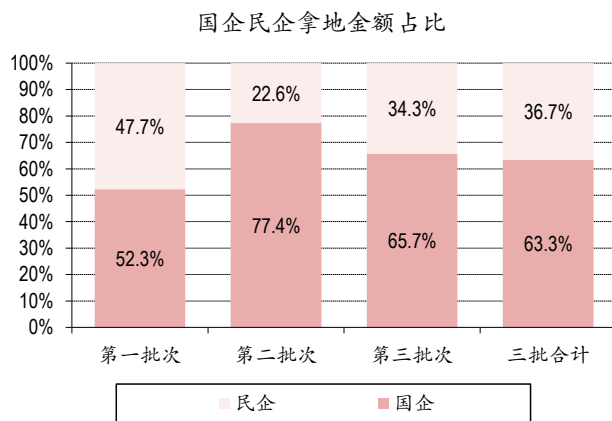
资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息登记查询系统，中银证券

图表 39. 第三批次民企拿地建面占比小幅回升至 34.9%，全年拿地建面占比 40%



资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息登记查询系统，中银证券

图表 41. 相比拿地数量与建面，民企拿地金额占比波动最为剧烈，也说明资金面是影响企业行为的主要因素

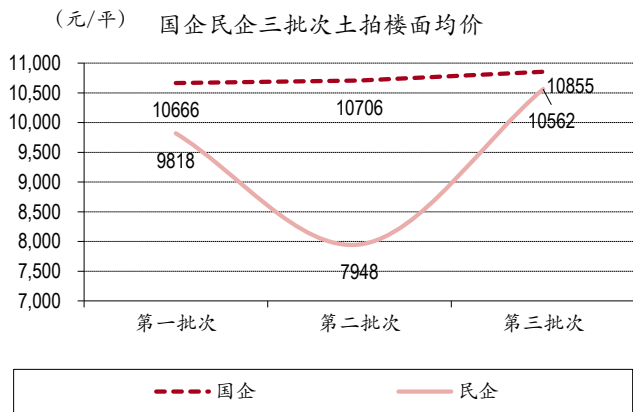


资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息登记查询系统，中银证券

楼面均价方面，国企三批次保持稳定，民企内部出现分化，部分民企开始调整拿地策略，聚焦高质量地块，第三批次拿地质量明显提高。国企在全部三批次土拍中楼面均价分别为 10666、10706 和 10855 元/平，总体保持稳定上升；民企在所有三批次土拍中楼面均价分别为 9818、7948 和 10562 元/平，由于集中供地规则在二批次的集中调整与三批次的适度放松，以及供地质量提升的推动下，第三批次土拍价格较第一批次提升了近 8%，考虑到第三批次的溢价率处于三次最低，这表明在经历二批次土拍的资金压力后，民企开始调整拿地政策，更加注重对高质量地块的获取，以便提升资产质量与销售情况。

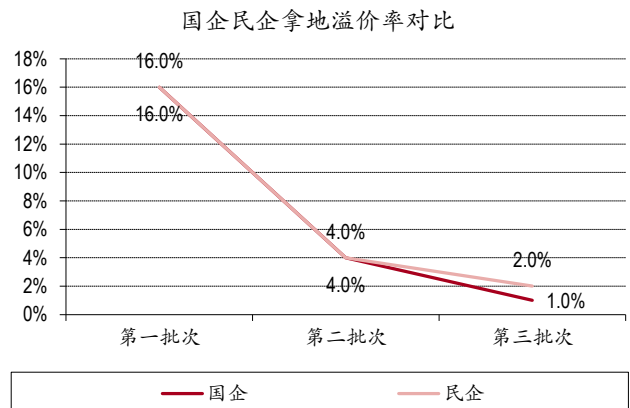
溢价率方面，一二三批次依次降低，市场热度冷却明显，第一与第二批次民企溢价率较国企相差无几，第三批次民企拿地更为理性，聚焦重点地块，溢价率略高于国企。国企三批次土拍的溢价率分别为 16%、4% 和 1%，呈依次递减特点，民企溢价率则分别为 16%、4% 和 2%，前两批次与国企相同，第三批次略高于国企，主要是由于具备一定资金实力的民企转变了拿地策略，相对国企和城投平台更加聚焦优质地块。同时，第一到第三批次溢价率的大幅降低说明市场热度转冷。

图表 42. 国企三批次土拍楼面均价保持稳定，民企由于政策原因波动较大，第三批次更重地块质量



资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息登记查询系统，中银证券

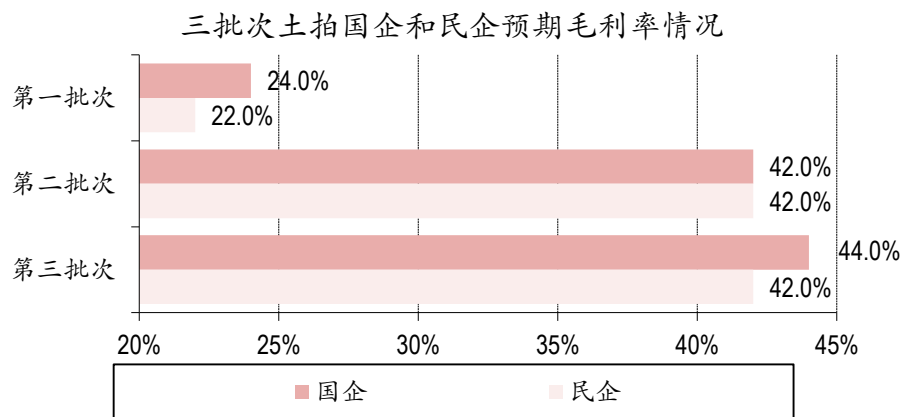
图表 43. 全部三批次土拍溢价率整体呈依次下降趋势，表明企业拿地态度更为理性



资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息登记查询系统，中银证券

预期毛利率方面，三批次较二批次变化不大，维持在 40% 以上，较首批提升较大，国企毛利率整体高于民企。三批次“热—冷—稳”的特点在预期毛利率角度体现较为明显，由于第一批次激烈的竞争，毛利率较低，国企 24%，民企 22%，至第二批次，更多地块以底价成交，国企民企毛利率双双出现大幅提升，增至 42%，第三批次国企毛利率达 44%，较第二批次小幅提升，民企毛利率则保持在 42%，体现出企业更为稳健的经营观念。

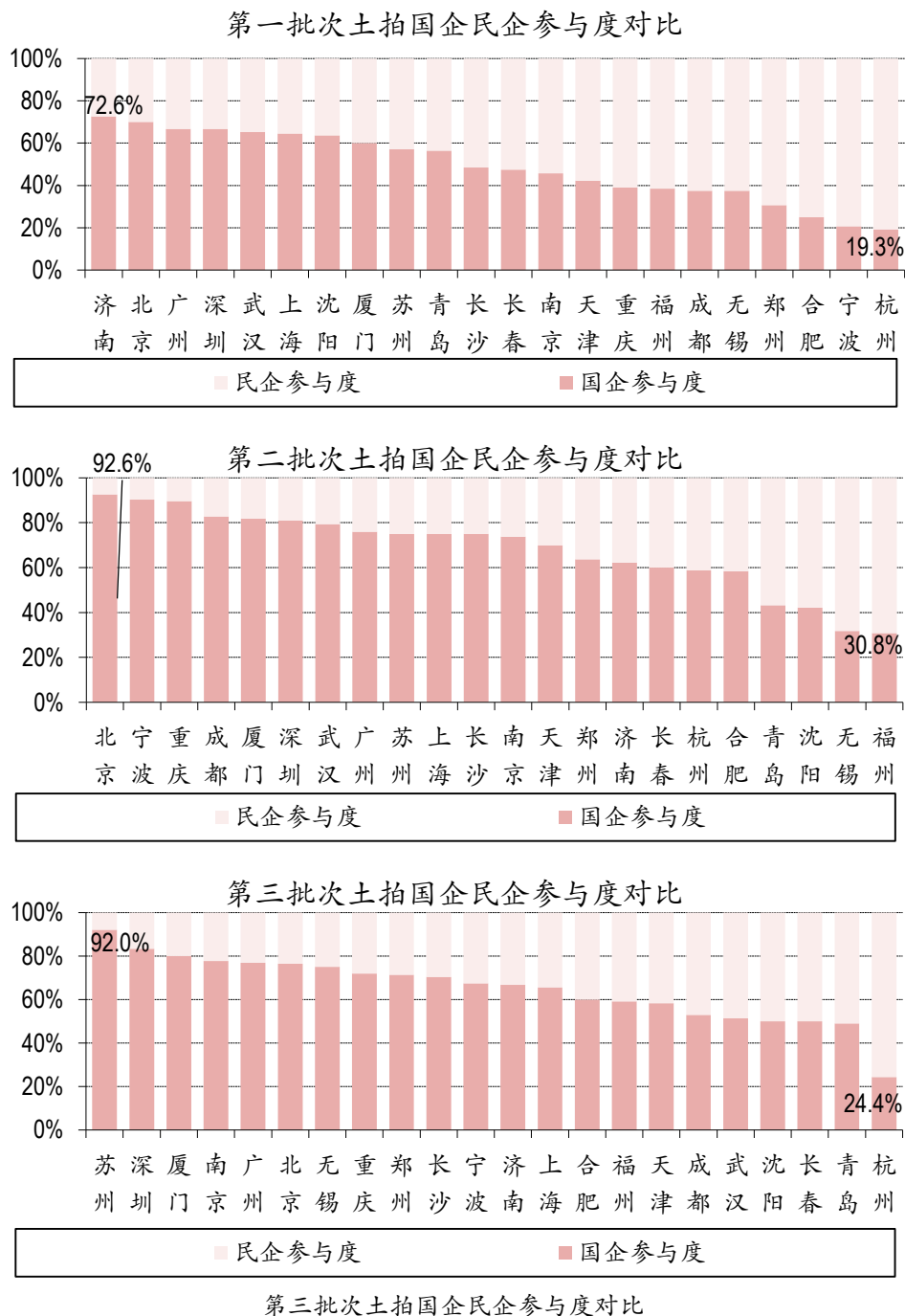
图表 44. 国企与民企毛利率整体均呈“低—提升明显—保持平稳”特点，其中国企毛利率略高于民企



资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息登记查询系统，中银证券

分城市看，第三批土拍中环渤海地区、海西地区与区域重点城市民企拿地较积极。环渤海地区，沈阳、长春、青岛民企拿地数量占比均在 50% 及以上，天津为 41.7%，海西地区的福州在第二批与第三批均为民企竞拍重点城市，第三批民企参与度超 40%，此外，如杭州、武汉、成都等区域重点城市也是民企深耕的主要对象，杭州在第一批与第三批土拍中均为民企拿地最积极的城市，第三批民企参与度达 75.6%，较第二名青岛多出 24.6pct。此种现象充分表明民企在资金面偏紧的情况下，更加偏好有确定性与需求潜力的城市，为未来的销售提前进行布局。

图表 45. 三批次土拍不同城市国企民企参与度(拿地数量占比)对比, 可发现第三批环渤海地区与海西地区民企拿地较为积极



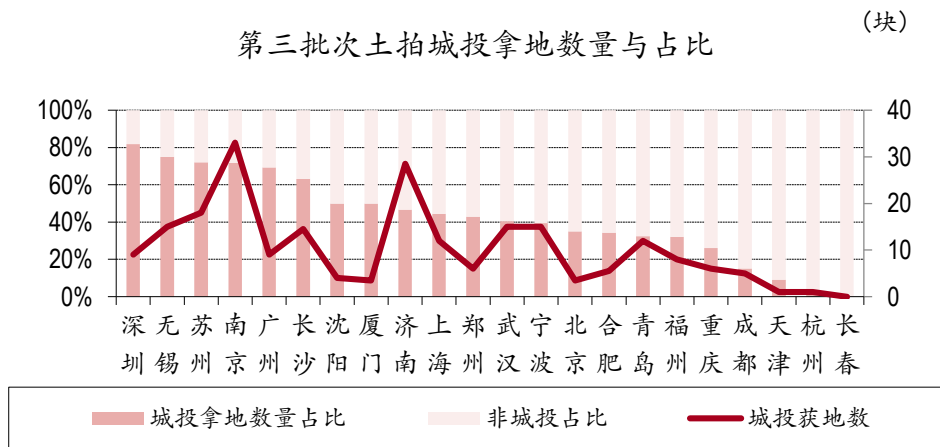
资料来源: 各地国土资源局, 企业信用信息公示查询系统, 中银证券

3.1.2 城投公司积极托市，参与程度大大提升

城投公司深度参与成为第三批土拍的一大亮点，相比前两批次，本次城投平台公司的积极竞拍，更多在于维持土拍市场的热度，在热度不高的城市，城投市场的参与尤为重要。从总体来看，除杭州外，其他城市的城投平台获地量均有提升。

城投公司托底作用展现。本轮土拍，城投平台公司异军突起，拍得多项地块，在 522 块成交地块中竞得 225 块，占比高达 43.0%，已成为市场主要参与方中不可忽视的一股力量。城投公司的突然发力主要归因于两大因素：1) 资金优势与 2021 年下半年来的政策迫使众多有力竞争者收缩战略，减少了拿地安排，部分有实力的城投公司认为这是个布局市场的机会，如数年未参与土拍的京投发展积极筹备拿地，最终以 175.3 亿元底价拍得朝阳东坝三宗地块；2) 部分城市土拍遇冷，城投公司作为本地平台起兜底作用，如南京第三批国企拿地占比达 78%，城投公司拿地数量达 33 块，为 22 城最高。其余如广州、长春、沈阳、武汉等热度不高的城市，城投公司参与度均较高，深圳成交 11 宗地块，9 宗由本地城投公司拍下；广州成交 13 宗地块，9 宗均由地方城投平台竞得；无锡成交 20 宗土地，其中 15 宗由城投公司收入囊中；苏州成交 25 宗土地，其中 19 宗地由地方城投获得。地方城投平台拿地比例的提升，在一定程度上缓解了房企拿地偏向谨慎导致的高流拍率。

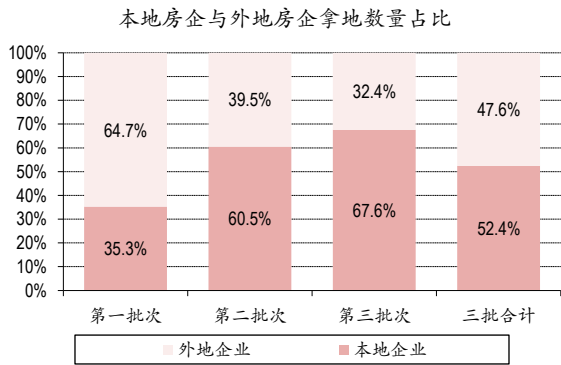
图表 46. 本轮土拍城投公司拿地数量创新高，深圳、无锡、苏州、南京和广州五城城投平台拿地数量占比超 70%，南京市获地数最多，达 33 块，竞拍较为激烈的成都、杭州等城市获地较少，充分发挥托底作用



资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息公示查询系统，中银证券

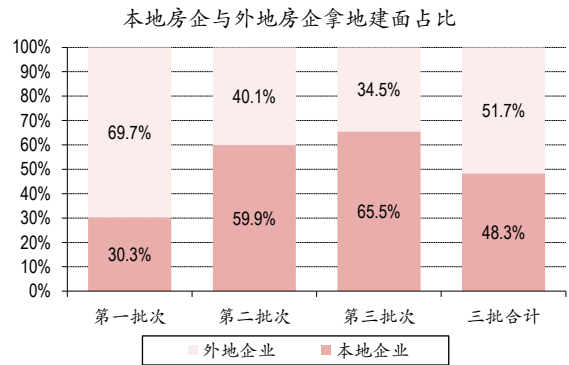
三批土拍中，本地房企拿地优势凸显，受企业资金实力与地方政府供地特点变化影响，平均获地面积与金额较小。本地房企在三次土拍中拿地面积分别为 3302、4483 与 4200 万平，同时获地量占比不断提升，从第一批的 37%，到第二批的 61%，再到本批次的 68%，呈梯级上涨态势。拿地数量方面，本地企业在三轮土拍中的拿地数量分别为 289、397 和 386 块，占比为 35.3%、60.5%和 67.6%。拿地建面方面，本地企业获地面积比例提升幅度不及拿地数量，即本地企业平均获地的面积和金额较小，一方面说明本地企业受资金实力约束，平均获地面积与金额不高，另一方面，地方政府为增加土拍热度，降低竞拍门槛，推出面积与金额较小的地块吸引中小房企也成为本地企业平均获地面积与金额不高的关键因素。

图表 47. 本地企业在三轮土拍中的拿地数量占比不断提升，第三批土拍占比近 68%



资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息公示查询系统，中银证券

图表 48. 本土企业的拿地建面相比拿地数量提升不高，实力有待提高

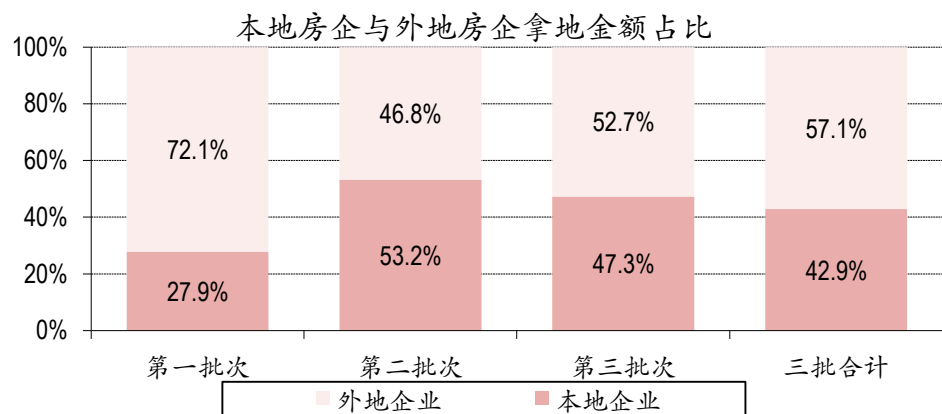


资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息公示查询系统，中银证券

拿地金额方面，本地房企拿地金额持续增加，占比不断提高，从侧面说明外地房企拿地趋于谨慎，市场主要由本地城投与国企托底。本地房企在一到三批次土拍中拿地金额分别为 3185、3954 和 4344 亿元，三批次合计拿地金额占比 44.3%。对比外地企业（8242、3478 和 2553 亿元）持续下降的趋势，拿地金额不断上升，金额占比方面，本地房企第一至第三批占比分别达 27.9%、53.2%和 62.2%，逐次提升，说明外地房企拿地的节奏不断收缩，更多聚焦于核心地块，本地房企尤其是国有企业和城投平台作用凸显。

单地块平均地价与面积方面，本地房企均小于外地房企，一到三批次的拿地数量，单地块平均地价依次为 11.1、10.0 和 11.3 亿元，单地块平均面积分别为 11.5、11.3 和 10.9 万平，对比外地企业的单地块平均地价（15.6、13.4、13.8 亿元）和单地块平均面积（14.4、11.6、12.0 万平）均较低，说明外地房企实力相对较强，地块体量较大，同时，单地块金额与面积的小幅提升也表明第三批市场出现一定回暖。

图表 49. 本批次土拍本地企业拿地金额占比低于 50%，说明平均所获单地块面积较小，地价偏低，外地企业平均所获单地块面积较大，地价较高

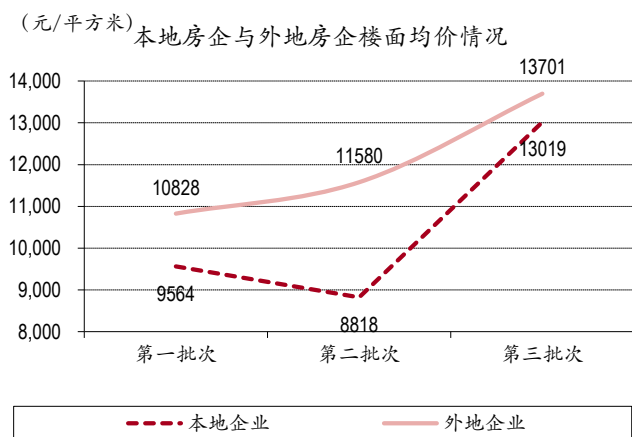


资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息公示查询系统，中银证券

楼面均价方面，外地企业聚焦重点城市，集中资源竞拍核心热点地块，表现为楼面均价持续增加，本地房企多为区域性企业，楼面均价先降后升。外地企业在一到三批次土拍中楼面均价分别为10828、11580和13701元每平方米，分别增长6.9%和18.3%，呈持续上升态势；本地房企在第一到第三批土拍中楼面均价分别为9564、8818和13019元每平方米，先降后升。二批次各城市通过严查资质、土拍规则加码等方式，挤压了房企的利润空间，增加了资金压力，面对这一情况，外地房企改变全国拿地的策略，集中发力需求充足、去化较好的一线城市与都市圈核心城市，如上海、杭州等，聚焦优质地块，楼面均价持续上升；本地房企多为区域性企业，所在城市（如武汉、郑州等）地价相对重点一线城市较低，叠加外地房企专注核心城市，减少了其他区域的竞拍强度，楼面均价出现下降。这一点也可从溢价率的降低中得到体现。第三批次土拍规则放宽，市场出现回暖，本地与外地房企楼面均价涨幅均出现明显上涨。

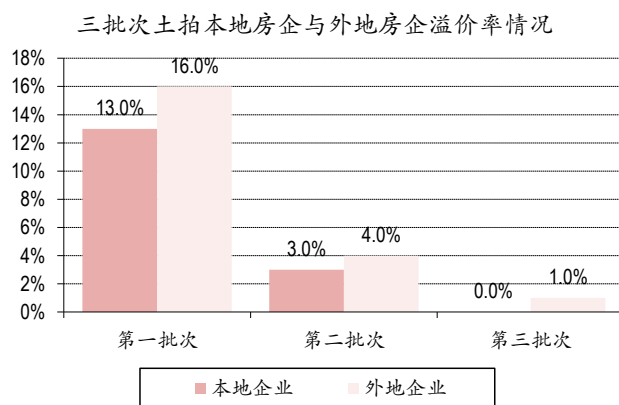
溢价率方面，一二三批次呈依次递减，第三批次土拍本地企业溢价率为0%，外地企业溢价率降至1%，主要是由于各城市降低溢价率上限与供地结构的改变所致。外地企业三批次土拍的溢价率分别为16%、4%和1%，本地企业溢价率则分别为13%、3%和0%，均小幅低于外地企业。第三批次溢价率较第二批有所下降，一方面是由于各地均有意识地降低了溢价率上限，改用摇号等其他方式确定最终竞得方；另一方面，针对第二批土拍流拍率的大幅提升，各城市推出了更多面积较小，金额较低的地块，对于持续聚焦核心城市与核心区域的外地房企吸引力较小，同时，经历了第一与第二批土拍，企业结合自身资金实力与利润要求，拿地更为理性，竞争环境改善，溢价率进一步降低。

图表 50. 第二批次土拍中本地企业楼面均价的大幅下降部分影响了三批次城投公司进场



资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息登记查询系统，中银证券

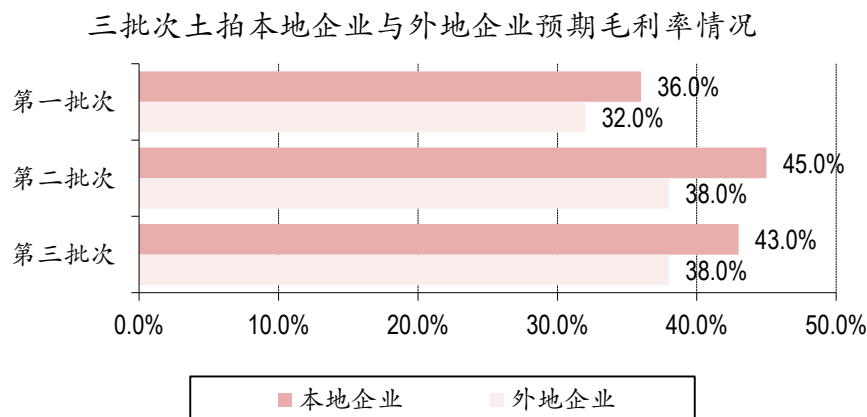
图表 51. 第三批次土拍，本地企业与外地企业溢价率均大幅下跌，本地企业降至0%，几乎全部为底价拍得



资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息登记查询系统，中银证券

预期毛利率方面，第三批次土拍本地企业毛利率略有下滑，外地企业毛利率未见明显改变，受拿地策略聚焦热门核心地块的影响，总体毛利率低于本地企业。总体来看，本地企业第一批次毛利率为36%，外地企业32%，至第二批次，更多地块以底价成交，本地企业与外地企业毛利率分别升至45%和38%，第三批次本地企业毛利率达43%，较第二批次略有下降，外地企业毛利率则保持在38%。毛利率的差异主要由于外地企业多为具备一定资金实力的全国性房企与区域性龙头，对优质地块愿意给出更高溢价，底价拿地比例低于本地企业。

图表 52. 第三批土拍本地企业毛利率略有下降（45%降至 43%），外地企业毛利率保持不变，总体毛利率低于本地企业

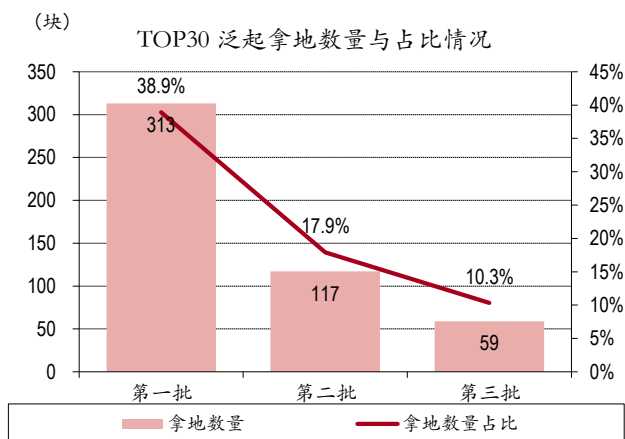


资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息登记查询系统，中银证券

3.2 龙头房企拿地比例持续降低，打法更为聚焦，市场好转仍需时日

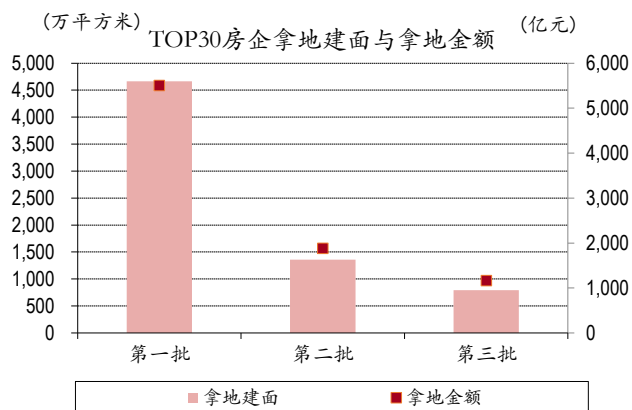
在三次土拍中，头部房企展现出策略的阶段变化，且 TOP10 房企、TOP11-30 房企与其他房企的策略大相径庭。TOP30 房企整体的拿地数量和其占总拿地数量的比重在三次土拍中依次下降，由第一批次的 38.9% 降至第三批次的 10.3%，拿地数量也由 313 块降至 59 块；从拿地建面与拿地金额方面可看出，企业在后两次土拍中楼面价提升明显，考虑到第二三批次土拍中底价成交的地块较多，可推测头部房企通过集中资源，有的放矢，更加聚焦高质量地块。

图表 53. TOP30 房企拿地数量与拿地数量占总数量均处于下降态势



资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息登记查询系统，中银证券

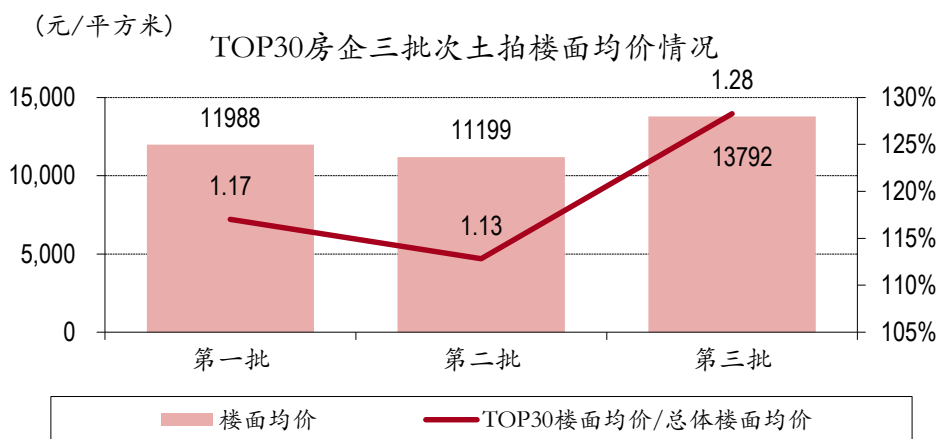
图表 54. TOP30 房企三次土拍中拿地建面与拿地金额双双下降，且单位面积拿地金额不断提高



资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息登记查询系统，中银证券

TOP30 房企的楼面均价呈先降后升态势，与 TOP30 楼面均价/全部竞拍企业楼面均价的变化趋势相同，体现出头部企业在三次土拍中“敢于拿地—谨慎竞拍—聚焦优质地块”的策略变化，同时，第二批次市场急速转冷，具有资金优势的头部企业底价与低溢价率拿地数量增加，拉低了与其他房企的楼面均价比值，随着第三批次市场回暖，比值再次提升。三批次土拍中，TOP30 房企拿地数量相比前两批（联合拿地分开计算，第一批 313 块，第二批 117 块，第三批 59 块）有所降低。更多地块为地方国企与城投平台竞得，龙头聚焦优质地块的策略得以体现，楼面均价比与楼面均价双双提高。TOP30 房企楼面均价与全部房企楼面均价比方面，第一批次达 1.17，第二批次由于市场急速转冷，具有资金优势的头部企业的竞争对手减少，底价与低溢价率拿地的机会增加，拉低了与其他房企的楼面均价比值，为 1.13，随着第三批次市场的回暖与竞拍房企策略集中资源拿好地的趋势确认，竞争再次提升，TOP30 楼面均价与全部房企楼面均价的比值快速增加，增至 1.28。

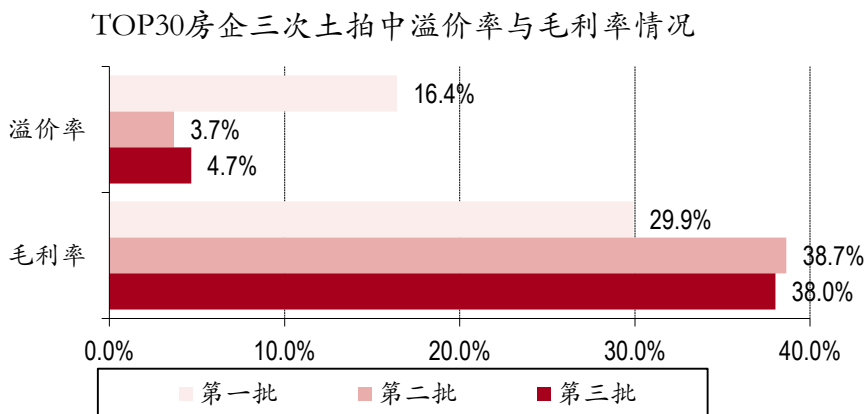
图表 55. TOP30 房企楼面均价由第一批次的 11987 元/平方米先降后升，第三批次楼面均价为 13792 元/平方米，TOP30 楼面均价/总体楼面均价先小幅下降，后快速提升



资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息公示查询系统，中银证券

TOP30 房企在第三批次土拍的溢价率触底回升，毛利率小幅下降，市场略有回暖。三轮土拍中，TOP30 房企的溢价率由首轮的 16.4%急速收缩至第二轮的 3.7%，在第三轮反而略有提升，增加 1pct 至 4.7%，这可能是由于企业在高质量地块上产生了争夺，同样可见的是毛利率的下降，毛利率由 29.9% 升至 38.7%，再微降至 38.0%。

图表 56. 第三批次土拍 TOP30 房企毛利率小幅下降，溢价率不降反升，说明在高质量的地块方面产生争夺



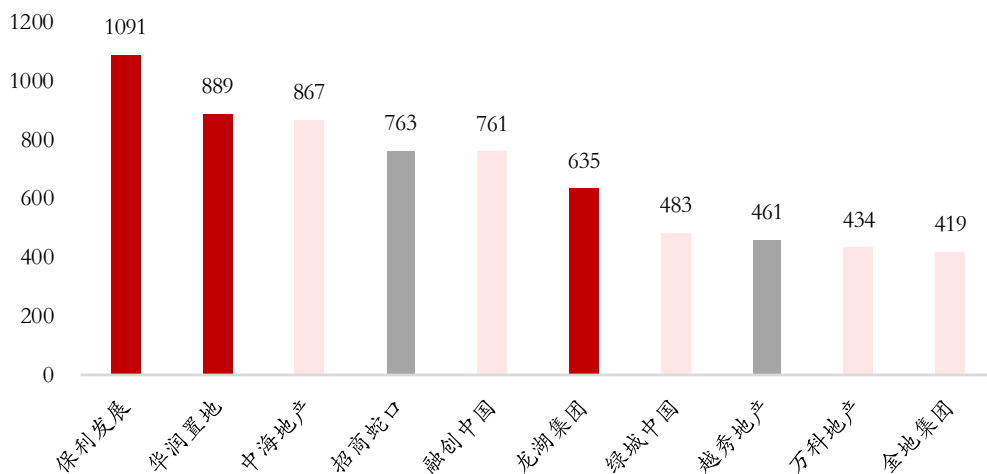
资料来源：中指数据库，各地国土资源局，企业信用信息公示查询系统，中银证券

3.3 保利、龙湖投资布局最广，滨江、融信最注重深耕大本营

从拿地金额排名前十的房企来看，央国企仍是拿地主力军，品牌民营企业也有不俗表现。2021年三批集中土拍保利地产、华润置地和中海地产分别以1091、889和867亿元的拿地总价位列前三，其次招商蛇口、融创中国、龙湖集团在集中供地中的拿地金额超过500亿。其中保利地产、华润置地、龙湖集团在三个批次每一批集中土拍中都进入的拿地金额前十的行列，整体三批的投资力度较大同时能保持相对平稳的投资节奏，整体公司经营更为稳健；此外招商蛇口、越秀地产作为现金流实力雄厚的央国资企业，也有两次进入拿地金额前十。按企业类型来看，排名前四均为央国企，前十中还有越秀地产这样的区域性龙头地方国企，体现了集中土拍中核心城市的土地市场由央国企主导的局面。民企中能够脱颖而出的龙湖集团、绿城中国、融创中国都是口碑出众的品质型房企，我们认为口碑民企在未来企业分化中将更具优势。

图表 57. 2021 年三批集中土拍保利地产、华润置地和中海地产分别以 1091、889 和 867 亿元的拿地总价位列前三

集中土拍拿地金额排名前十的房企（亿元）



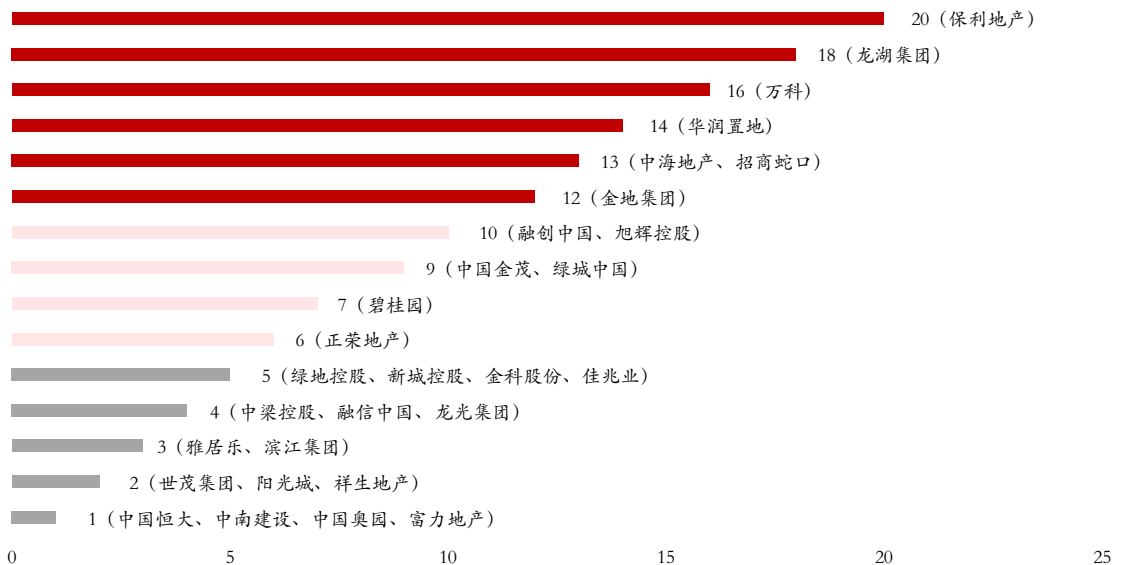
资料来源：各地国土资源局，中银证券

数据说明：数据显示为三批合计总量，红色表示3轮拿地金额均进入前十，灰色表示2轮拿地金额进入前十，粉色表示1轮拿地金额进入前十，拿地金额为全口径金额，单位为亿元

从TOP30房企在集中土拍中进驻城市数量来看，保利、龙湖、万科、华润、中海投资布局广泛。可以分为三大类：1) 拿地城市数量在12个及以上的房企，受益于公司的规模优势和稳健现金流支撑广泛布局重点城市：保利地产、龙湖集团、万科、华润置地、中海地产、招商蛇口、金地集团均在这一类，均为TOP10房企，且除了金地集团外均为央国企，具备规模、充沛的现金流、融资成本较低、融资渠道畅通等优势。2) 拿地城市数量在6-11个的房企，主要以融创中国、旭辉控股、绿城中国、中国金茂、碧桂园等已经基本实现了全国化布局的品质型房企为主。3) 拿地城市数量在5个及以下的房企，主要是以区域深耕型房企为主，包括新城控股、金科股份、滨江集团等。作为TOP30房企，在重点城市进驻城市较少，注重区域深耕。

图表 58. 保利地产、龙湖集团、万科、华润置地、中海地产、招商蛇口、金地集团在集中土拍中布局较为广泛

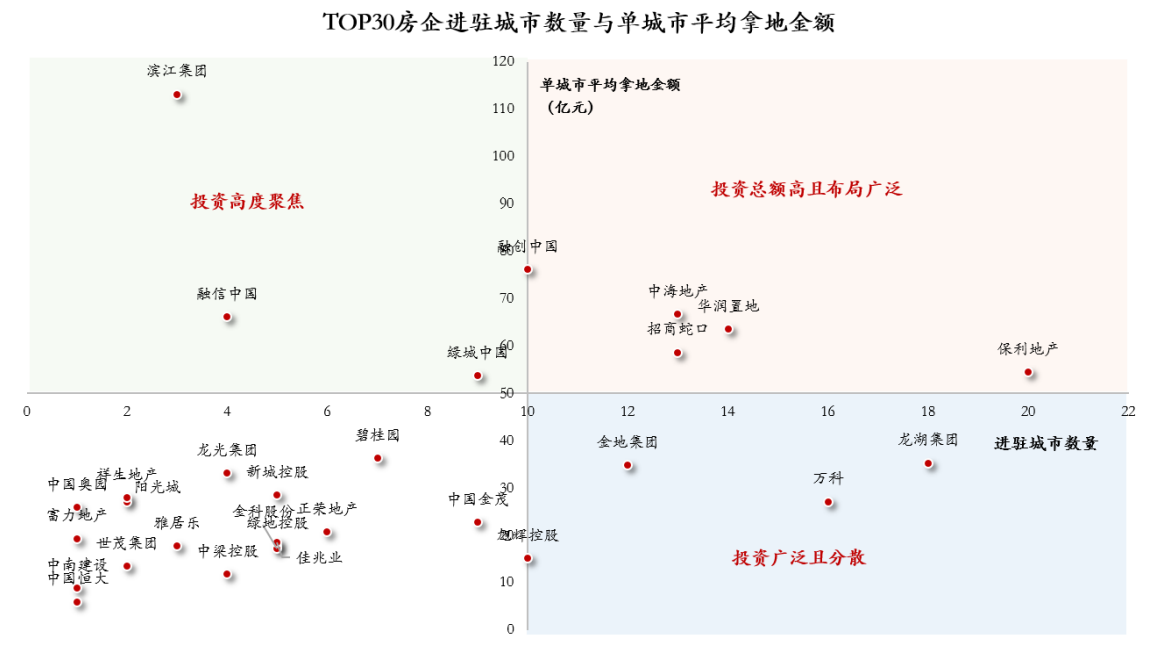
TOP30房企集中土拍中进驻城市数量



资料来源：各地国土资源局，中银证券

结合单城市平均拿地金额以及每个房企拿地金额 TOP3 的城市来看，我们可以看到三大类典型房企的投资强度以及目前的布局重心偏好：1) 拿地总金额高且布局广泛的房企，这类房企在单个城市拿地金额也普遍较高，在这些市场将会形成较高的市占率。包括保利地产、华润置地、中海地产和招商蛇口四家央企，布局城市数量均在 12 个以上，单城市拿地金额分别为 55、64、67 和 59 亿元，在具备资金优势的情况下，投资广度和单城市的强度都有明显优势。从投资偏好看，注重一线城市以及长三角核心城市的布局，其中南京是四个房企均大力布局的城市，厦门与杭州也是较为偏好的城市。2) 投资高度聚焦的区域深耕型房企，其中最为典型的有滨江集团和融信中国，此类房企的虽然拿地总金额不大，进驻城市均低于 5 个，但是作为区域深耕型房企，在集中土拍中的投资目标明确，主要目的在于增加最核心城市的土地储备，滨江集团和融信中国单城市拿地金额分别高达 113 和 66 亿元，例如滨江集团仅布局 3 个城市，在杭州拿地金额高达 278 亿元，其次宁波、南京分别为 44 亿和 18 亿，投资高度聚焦；融信中国拿地金额的 86% 均投入在杭州市场。3) 投资广泛且相对分散类型，例如万科、龙湖集团、金地集团、旭辉控股，以上四家房企在 22 城拿地总金额均超过 150 亿，且投资布局的城市数量也较高，都在 10 个城市以上，投资较为分散，单城市拿地金额均没有超过 35 亿元，从投资区域偏好来看，除了一线城市，更注重布局武汉、成渝城市群地带。其他房企均为投资高度的分散化的房企。

图表 59. 我们将房企分为 1) 投资总额高且布局广泛; 2) 投资高度聚焦; 3) 投资广泛且分散三大典型



图表 60. 拿地总金额高且布局广泛的房企包括保利、华润、中海和招蛇, 注重一线城市以及长三角核心城市的布局

房企名称	进驻城市数量	单城市平均拿地金额(亿元)	该房企拿地金额 TOP1 城市		TOP2 城市		TOP3 城市		TOP4 城市		TOP5 城市	
			城市	拿地金额(亿元)	城市	拿地金额(亿元)	城市	拿地金额(亿元)	城市	拿地金额(亿元)	城市	拿地金额(亿元)
保利地产	20	55	上海	160	厦门	149	广州	113	南京	78	深圳	72
华润置地	14	64	杭州	234	北京	196	南京	94	郑州	88	无锡	50
中海地产	13	67	深圳	127	厦门	155	天津	111	南京	103	杭州	102
招商蛇口	13	59	上海	192	南京	148	北京	97	广州	77	重庆	56

资料来源: 各地国土资源局, 中银证券
 数据说明: 蓝色底色为长三角核心城市, 绿色底色为一线城市

图表 61. 投资高度聚焦的区域深耕型房企有滨江和融信, 杭州拿地金额高达 278、229 亿元

房企名称	进驻城市数量	单城市平均拿地金额(亿元)	该房企拿地金额 TOP1 城市		该房企拿地金额 TOP2 城市		该房企拿地金额 TOP3 城市	
			城市	拿地金额(亿元)	城市	拿地金额(亿元)	城市	拿地金额(亿元)
滨江集团	3	113	杭州	278	宁波	44	南京	18
融信中国	4	66	杭州	229	福州	21	郑州	8

资料来源: 各地国土资源局, 中银证券
 数据说明: 蓝色底色为长三角核心城市

图表 62. 投资广泛且相对分散类型, 例如万科、龙湖、金地、旭辉, 除了一线城市, 更注重布局武汉、成渝城市群地带

房企名称	进驻城市数量	单城市平均拿地金额(亿元)	该房企拿地金额 TOP1 城市		TOP2 城市		TOP3 城市		TOP4 城市		TOP5 城市	
			城市	拿地金额(亿元)	城市	拿地金额(亿元)	城市	拿地金额(亿元)	城市	拿地金额(亿元)	城市	拿地金额(亿元)
万科	16	27	武汉	50	南京	46	郑州	40	沈阳	34	无锡	32
龙湖集团	18	35	杭州	141	重庆	97	成都	63	武汉	50	北京	33
金地集团	12	35	北京	142	上海	69	广州	59	南京	42	武汉	39
旭辉控股	10	15	天津	37	北京	20	沈阳	20	重庆	19	济南	18

资料来源: 各地国土资源局, 中银证券
 数据说明: 蓝色底色为长三角核心城市, 绿色底色为一线城市, 黄色底色为成渝城市群地区

4 稳中有进或成 2022 年土地市场变化趋势

4.1 供地次数增加以平滑市场的剧烈波动，集中供地热度将明显分化

就 2021 年的集中供地的实践而言，由于缺乏实际供需关系改善这一基础，其对企业预期甚至会产生消极作用，少次多量的供地方式容易引发市场剧烈波动。展望 2022 年，由于规模房企现金流危机阴云未散，我们认为土地需求端表现仍是制约土地市场成交的主要变量，集中供地的市场热度整体维持低迷，地价有望保持平稳，但在行业调整完毕后，还是需要通过切实增加土地供应达到稳预期、稳地价的目的。

我们认为 2022 年推地时间将会有所提前，供应量将进一步加大，供地次数增加。从推地时间来看，2022 年 22 城各批次供地时间或将较 2021 年有所提前，有利于地方更好地把握供地节奏，例如北京的首批集中土拍在 2022 年 2 月 16 日进行（2021 年为 4 月 23 日开始首批集中土拍）。从供应规模来看，部分重点城市短期库存不足，叠加下半年住宅土地成交规模缩量，地方或将继续加大供地和优化供地结构，缓解市场供求矛盾，增量的同时控价。从目前已经公布了完整 2022 年供地计划的城市合肥来看，2022 年计划供应住宅用地 928 万平（占地面积），较 2021 年计划供应量增长 40.7%。从供地次数来看，2022 年部分城市有望增加集中供地的次数以平滑市场的剧烈波动。我们可以看到青岛已经官宣 2022 年供地计划与 2021 年宣布的节奏不同，在 2 月底首批次供地计划出炉，集中供地调整为 4 次，第二、第三、第四批次住宅用地集中公告拟于 5 月、8 月、10 月集中发布。为保证今年首批次土地供应顺利进行，首次土地出让更倾向于“过渡式”供应，推出土地的规划建面仅约占去年全年供应量的 8.5%。我们认为青岛增加集中供地次数的做法后续有更多城市跟进的可能，受 2021 年下半年房地产市场下行以及房企资金压力影响，各城市首批次土地供应预计会相对保守。

从成交热度来看，由于目前房企资金压力仍较大，行业现在仍整体处于低谷期，我们认为集中供地预计还会出现“分化”的情况：一线城市土地市场或将率先回温，从北京 2022 年首批集中土拍结果来看规模房企中的国企央企已开始积极拿地，而其他城市与房企仍还需要一段时间修复。2022 年 2 月 17 日北京首轮集中土拍表现有所回温，虽然仍有半数地块底价成交，但是也出现了触及限价的地块，且品牌房企的回归、积极参拍也说明企业的投资积极性正在修复。1) 流拍率下降：北京首批次集中供地流拍率 6%，较 2021 年末三批次集中拍地流拍率下降 11 个百分点。2) 成交溢价率回升：本次集中供地成交溢价率 4.5%，较 21 年末三批次集中拍地成交溢价率上升 2.7 个百分点。3) 溢价成交地块增加：本次集中供地溢价成交地块占比 50%，较 21 年末三批次集中拍地占比 25% 上升明显。北京本轮土拍的表现对于今年土地市场的信心的提振有一定作用。

4.2 预计整体房企拿地态度仍较为谨慎，央国企将维持主力地位

2022 年房企整体拿地态度保持谨慎不变，将聚焦高盈利低风险核心城市。站在房企的角度，集中供地的“潮汐”式供应与成交给房企投资与资金规划带来了更大的挑战，尤其对于中小型房企来说，资金的调配成为影响投资的重要因素。在当前房企资金压力普遍较大，叠加 2022 年上半年债务到期较为集中的背景下，房企拿地态度在 2022 年仍将保持较为谨慎，同时房企暴雷事件频出也让房企对加杠杆拿地持审慎态度。同时我们认为，房企拿地将会更注重现金回笼和利润率，因此投资热度也会聚焦于这些能带来高盈利、风险较低的优质城市，例如一线城市、长三角核心二线城市，进而导致城市之间的分化也将进一步加剧。

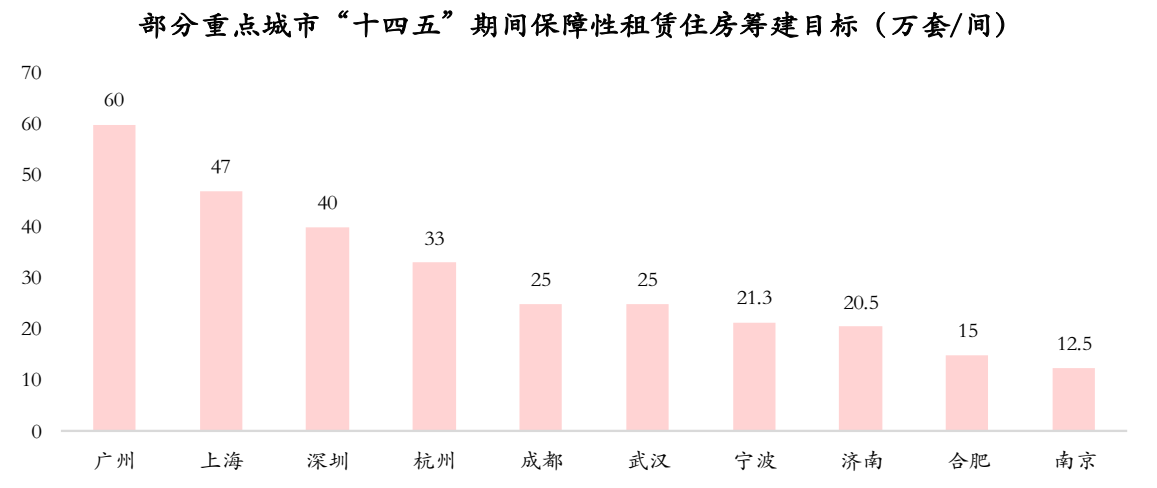
目前央企为主导的土拍格局基本成形，未来有望延续；规模房企和品牌房企在基本面较强的城市中的拿地积极性有望提升。从已经完成的北京 2022 年首批土拍结果也可以得到佐证，半数十强房企均有收获。头部央企房企斩获较多，如绿城中国（拿下 3 宗地块，总成交金额 98.4 亿元，成为本次土拍最大赢家），此外中国海外发展、华润置地各落 2 子，保利地产和金地集团通过联合体的形式拿下 2 宗地块，10 强房企中有 5 家本次在北京拿地。此外，规模房企旭辉控股、建发国际也有所斩获，北京本土平台公司（兴创、北京城建、北投、怀柔科学城）拿地占比约 3 成左右（按拿地数量计算），品牌房企对北京的参拍意愿仍然强烈；而地方政府平台公司拿地有所减少。我们认为，本次北京土拍热度回升由多重因素造成，除了第一批次竞得地块可在年内转化为销售之外，土拍门槛的降低、以及北京作为一线城市坚实的市场基本面也是房企投资意愿转强的主要原因。

我们认为除了公开市场参与集中土拍外，2022 年部分有意纳储房企或择机关注收并购机会。2021 年三批次集中土拍中城投拿地成为趋势，收入囊中的土地以何种形式开发也值得关注，很大一部分项目或将成为市场上的收并购标的资源。我们认为大概率城投公司在 2021 年三批次集中土拍中获得的项目还是要找专业度更好的民营房企合作（当然，也不排除寻找央国企合作），我们预计有两种模式，一种是等过一段时间后直接转让给民企，民企可能以收购的形式进入；另一种是直接引入民企小股操盘。这两种方式都能在一定程度上缓解民企的资金压力。

4.3 保障性租赁住房步入“增量提速阶段”

保障性租赁住房的比重有望进一步提升。自 2021 年 7 月《关于加快发展保障性租赁住房的意见》出台，为保障性租赁住房中长期发展，各地加快制定和落实地方政策与计划，11 月以来，浙江、广东、山东、海南等省份，西安、青岛、金华、上海等城市相继发布了相关政策，2022 年保障性租赁住房将加速落地，成为集中土地供应的一大主线。根据住建部数据，2021 年全国 40 个城市计划新筹集保障性租赁住房达到 93.6 万套；2022 年计划继续大力增加保障性租赁住房的供给，建设保障性租赁住房 240 万套，“增量提速”势头强劲。结合各省市“十四五”建设目标，保障性租赁住房市场增长空间仍然较大。以上海为例，“十四五”期间计划新增建设筹措保障性租赁住房 47 万套（间）以上，2021-2022 年两年计划建设筹措保障性租赁住房 24 万套（间），完成“十四五”目标总量的一半以上。2021 年，22 个重点城市含保障性住房地块占比超总供应量的 20%。以宗数为口径，一批次时含保障性住房供应数量占全部供应宗数的 22.8%，二批次时加大了保障性住房的供应，占比提升至 27.23%；由于二批土地市场遇冷，含保障性住房出让不理想，三批次减少了保障性住房地块的供应，占比为 20%。我们认为，在诸多政策利好下，2022 年集中供地政策将会在保障性租赁住房的建设上予以更多的配合，租赁住房、共有产权房、双限双定房等各类保障性住房用地供给预计会有所增加。配套政策或有落实审批流程的简化、落实中央补助、落实税费优惠政策、以及落实金融政策支持，2021 年 7 月，保障性租赁住房已经被列入了城市基础设施领域不动产投资信托基金试点，同时，对保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度的管理等，我们认为在配套政策的利好下，保障性住房更趋市场化，也会逐步受到房企的青睐。

图表 63. 结合各重点城市“十四五”建设目标，保障性租赁住房市场增长空间仍然较大

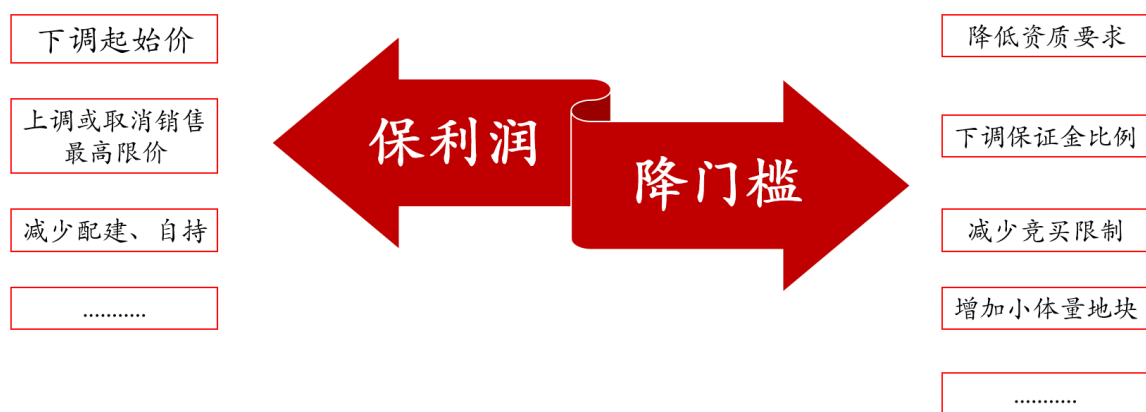


资料来源：克而瑞，中银证券

4.4“保利润”和“降门槛”或成 2022 年土拍两集中的政策优化两大方向

中央稳地价要求下，2022 年重点城市“两集中”政策存在继续优化空间，降低企业拿地门槛，给予企业合理利润，激发房企拿地热情仍是主要的优化方向。可以采取具体措施有：1) 部分城市的保证金比例或将边际改善；2) 中小体量地块加大供应；3) 减少自持、配建的比例；4) 适当提高限价，尤其是涉品质地块的限价，在一定程度上保障房企利润空间；5) 对品质要求不一刀切，有合理阶梯空间，在房企提升产品质量层面采取逐步引导的方式。6) 限制房企参拍数量和拿地预售时间等也存在调整预期。2022 年北京首批集中规则基本延续 2021 年底以来土拍规则放松的趋势，拿地门槛适度降低以继续改善利润空间。具体而言：1) 配建面积减少：本次 18 宗地块中仅 3 宗含有少量保障房配建要求，配建面积的减少有利于降低房企拿地的隐性成本。2) 地价下调：以本次地价触顶的崔各庄地块为例，地块起拍价 40906 元/平，成交楼面价 47042 元/平，而 2021 年第一批次同板块由金地、保利、华润联合体以及招商蛇口与北京城建联合体竞得的可比地块起拍价分别为 43023 和 43026 元/平，成交楼面价分别为 49472 和 49474 元/平，起拍价与成交楼面价均下调约 5%。除了拿地成本降低以外，参拍房企保持理性竞价，严控利润底线，没有进行盲目竞价，最终 17 宗成交地块房价地价差均在 20000 元以上，平均房价地价差 34017 元，而 2021 年三次集中供地成交地块平均房价地价差分别为 27171、34576、35682 元。我们认为，北京作为重要一线城市，其市场走势和政策演变对全国或具有风向标作用。2022 年两集中土地供应会向能拿地的房企做适度“妥协”。

图表 64. 2022 年重点城市“两集中”政策存在继续优化空间，以保利润和降门槛为两个主要方向



资料来源：中银证券

5 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。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。当前行业利润率下行+销售景气度持续走弱一定程度上影响了房企纳储的积极性。但是从二三批次集中土拍溢价率大幅下滑以及对未来政府可能作出的一些政策优化来看，今年的土拍预期利润率将会有改善的空间。我们认为土地市场与房企拿地态度恢复仍需要一段时间，但央企与品牌民企对于高利润低风险的优质地块的竞拍热情率先逐步修复值得期待。从板块投资角度来看，我们坚持“一季度是较好的配置窗口期”的观点，政策改善预期仍在加强，建议持续关注地产板块机会。我们建议关注三条主线：1) 信用风险较低、融资渠道畅通、安全性较高的龙头房企：保利发展、金地集团、招商蛇口、万科A、龙湖集团、华润置地。2) 在降息等宏观与行业政策改善影响下，边际收益较大的弹性房企：旭辉控股集团、新城控股、金科股份。3) 当前收入确定性强、集中度加速提升，同时关联房企近期信用风险缓释，弹性反转的地产后周期物业板块：碧桂园服务、旭辉永升生活、新城悦服务。

图表 65. 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	
600048.SH	保利发展	买入	16.35	1,957.14	2.42	2.30	6.76	7.11	13.37
600383.SH	金地集团	未有评级	13.15	593.67	2.30	2.35	5.72	5.60	12.72
001979.SZ	招商蛇口	未有评级	13.92	1,102.92	1.46	1.68	9.53	8.29	10.21
000002.SZ	万科A	未有评级	19.38	2253.00	3.62	3.25	5.35	5.96	19.32
0960.HK	龙湖集团	未有评级	33.99	2,064.91	3.41	4.07	9.97	8.36	17.88
1109.HK	华润置地	未有评级	30.83	2198.61	4.18	4.59	7.38	6.72	27.50
0884.HK	旭辉控股集团	未有评级	4.56	400.46	1.00	1.01	4.56	4.51	4.39
601155.SH	新城控股	未有评级	30.40	688.13	6.79	7.62	4.48	3.99	22.43
000656.SZ	金科股份	未有评级	4.51	240.82	1.30	1.37	3.47	3.28	6.51
6098.HK	碧桂园服务	买入	39.28	1322.12	0.98	1.33	40.24	29.59	4.97
1995.HK	旭辉永升服务	未有评级	12.02	210.84	0.24	0.35	49.55	33.95	1.73
1755.HK	新城悦服务	未有评级	11.18	97.33	0.55	0.79	20.34	14.22	1.56

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日3月1日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

6 风险提示

- 1) 政策效果不及预期：2021 年各地集中供地政策已经进行了多次优化调整，2022 年仍有进一步调整的空间，后续批次政策实施效果或存在不及预期的风险，例如房企参拍热情持续低迷，土地市场持续趋冷，行业利润率依旧承压。
- 2) 房地产调控升级：部分热点城市政策调控或有进一步深化的风险。
- 3) 销售超预期下行：2021 年 7 月全国商品房单月销售转负以来，行业面临销售持续承压的风险，2022 年 1-2 月销售进一步探底，尚未见明显回暖。
- 4) 融资收紧：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内容发表。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