房地产

报告日期：2023 年 02 月 14 日

重启旧改打开城市新空间，地区房企迎机遇

——广州市旧改专题报告

行业评级：看好(维持)

分析师：杨凡
执业证书号：S1230521120001
yangfan02@stocke.com.cn

相关报告

1 《多地再提保交楼，新房市场热度提升》 2023.02.13
2 《多地下调房贷利率，节后首周市场热度提升》 2023.02.06
3 《化解优质头部房企风险，二手房成交增长延续》 2023.01.15

投资要点

- **广州市拟推进城市更新 300 平方公里，推进旧改项目 297 个**

2023 年 2 月 6 日，广州市自然资源部发布《广州市城市更新专项规划（2021-2035 年）》（公开征求意见稿），根据规划全市拟至 2035 年推进旧村庄旧城镇全面改造与混合改造项目 297 个，累计推进城市更新约 300 平方公里。对比新旧城市更新政策，我们认为此次政策时间跨度更长、涉及规模更大、更新资源和改造方式更丰富，其中 TOD 相关项目数量约占全部旧改项目的 50%。此外，我们认为本次规划是自 2021 年 8 月政策禁止大拆大建以来，地区重启旧改的标志性事件，有助于激发地方市场活力，助力地方市场企稳修复。

- **越秀地产、保利发展、万科 A 均具有在广州市开发旧改项目的经验**

根据广州市公共资源交易中心公示数据，2019-2022 年间广州市共有 61 个旧改项目中标，总投约 3248 亿元。参与旧改的主体以非上市房企为主，非上市房企中标项目数量及总投分别占比 59%和 61%。我们重点关注的房企中，越秀地产、保利发展、万科 A 均具有在广州市开展旧改项目的经验。根据我们统计，2019-2022 年越秀地产和保利发展中标旧改项目总投金额分别为 488 亿元和 30 亿元。

- **深耕广州+TOD 和旧改开发能力+资金优势，越秀地产具备参与旧改的先发优势**

股东背景上，越秀地产依托双国资背景，“轨道交通+物业”战略顺利推进。销售端，区域深耕优势明显，2022 年越秀地产在广州市全口径销售额为 658 亿元，排名广州市第 1 位（根据克而瑞销售榜单）。投资端，越秀地产重视多元化增储，TOD 开发经验丰富，此外越秀地产具备旧改能力，2019 年获得番禺区里仁洞村和南沙东流村两个旧改项目。资金端，截止 2022H1 公司三道红线保持绿档，平均借贷成本仅为 4.11%，公司融资渠道通畅，债务结构健康，具备较强的资金优势。

- **投资建议**

我们认为，此次广州城市更新政策对区域发展有以下影响：①从市场角度看，城市更新有利于城市面貌更新，增加就业机会、吸引人才，长期利好地方房地产市场活跃度；②广州市中心城区近年来可供开发住宅土地供应量不足，城市更新可以适度解决中心城区供需关系失衡的问题；③本次城市更新规划中 TOD 相关旧改面积占比 50%，对应利好资金实力强+具备 TOD 及旧改能力+广州市城市深耕的房企，例如越秀地产、保利发展、万科 A 等。其中越秀越秀地产长期深耕广州，区域深耕优势明显，且公司具有较丰富的 TOD 开发经验，值得重点关注

- **风险提示：**政策落地速度不及预期。

正文目录

1 广州市发布城市更新规划，拟推进旧改项目 297 个 4
1.1 存量情况：土地增量空间矛盾日益凸显，“三旧”改造用地占比大 4
1.2 规划范围：聚焦广州活力创新走廊，TOD 为主要发展导向 4
1.3 推进计划：更新规模稳步提升，年均推进 20 平方公里 6
1.4 本次规划特点：时间长、规模大，多措并举突出高质量城市更新 7
1.5 政策组合：2023 年以来广州市多次调整城市更新政策，“重启”旧改 7
2 多家房企布局广州城市更新 8
2.1 非上市房企项目数量和改造金额较多 8
2.2 旧改主体头部效应显著 9
2.3 重点关注标的中，越秀地产、保利发展、万科 A 均具有在广州市开展旧改项目的经验 10
3 越秀地产：深耕广州，具备参与本次城市更新先发优势 11
3.1 股权架构：双国资背景加持，股东实力强劲 11
3.2 销售情况：销售稳增长，广州业绩亮眼 11
3.2.1 销售额超千亿，品牌认可度高 11
3.2.2 大湾区业绩占据半壁江山，大本营广州独占鳌头 12
3.3 拿地情况：坚持聚焦大湾区、以广州为中心的发展策略 12
3.4 拿地模式：多元化拓展渠道，具备 TOD 开发及旧改能力 12
3.5 财务情况：债务结构健康合理，具备资金优势 13
4 投资建议 14
5 风险提示 14

图表目录

图 1: 广州市现状建设用地“三旧”改造地块占比 4
图 2: “三旧”改造地块中各项用地占比 4
图 3: 广州市城市更新分区实施策略图 5
图 4: 广州市旧改项目分布区域占比 6
图 5: 广州市重点功能片区改造模式占比 6
图 6: 广州市旧改政策沿革情况 7
图 7: 2019-2022 年旧改项目不同公司获取数量比例 9
图 8: 2019-2022 年旧改项目支出金额 9
图 9: 公司股权结构图 11
图 10: 2018-2022 年公司全口径销售金额及面积 11
图 11: 2018-2022 年公司全口径销售均价及增速 11
图 12: 公司总土储面积各区域分布比例 12
图 13: 2022H1 公司总土储面积城市分布比例 12
图 14: 公司“6+1”增储模式 13
图 15: 2022H1 年公司不同拿地方式面积占比 13
图 16: 2018-2022H1 公司全口径销售金额及面积 13
图 17: 2018-2022H1 公司全口径销售均价及增速 13

表 1: 广州市旧改重点推进计划 6
表 2: 广州市 2023 年重点项目计划总结 8
表 3: 2019-2022 年广州市旧改非上市房企总投金额（前十名） 9
表 4: 2019-2022 年广州市旧改上市房企总投金额（前十名） 10
表 5: 部分重点关注企业广州市旧改项目获取情况 10
表 6: 部分重点关注企业已入市旧改项目情况 10

1 广州市发布城市更新规划，拟推进旧改项目 297 个

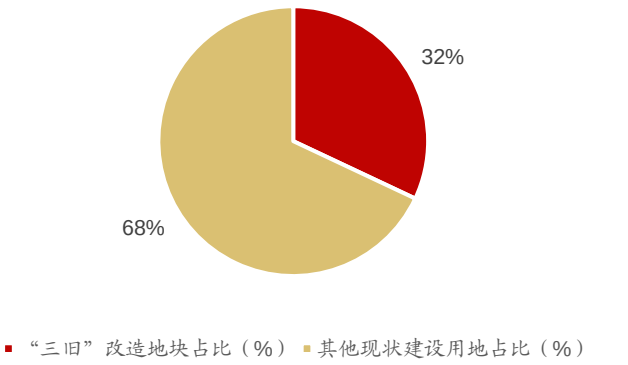
2023 年 2 月 6 日，广州市规划和自然资源局发布《广州市城市更新专项规划（2021-2035 年）》（征求意见稿），公开征求社会公众意见（以下简称“本次规划”）。本次规划面向广州市现状低效、粗放利用的存量土地，以“三旧”用地为基础，纳入村镇工业集聚区、专业批发市场、物流园区以及其他老旧小区、旧楼宇等城市更新资源，拟通过微改造、混合改造、全面改造多种更新方式，至 2035 年广州市推进城市更新面积约 300 平方公里，推进旧村庄旧城镇全面改造与混合改造项目 297 个。

1.1 存量情况：土地增量空间矛盾日益凸显，“三旧”改造用地占比大

广州土地增量空间矛盾日益凸显，土地利用模式从增量为主逐步转向增量与存量并举。本次规划指出，伴随广州过去十年城镇化迅速推进，城市后续增量发展空间预留有限，预测未来 15 年广州年均增长建设用地不超 20 平方公里，低于过去 10 年水平，增量空间供需矛盾日益凸显。2013-2021 年，广州市土地供应结构中存量用地占比逐年上升，近三年来存量用地供应占比过半，广州土地利用模式正从增量为主逐步转向增量与存量并举阶段。

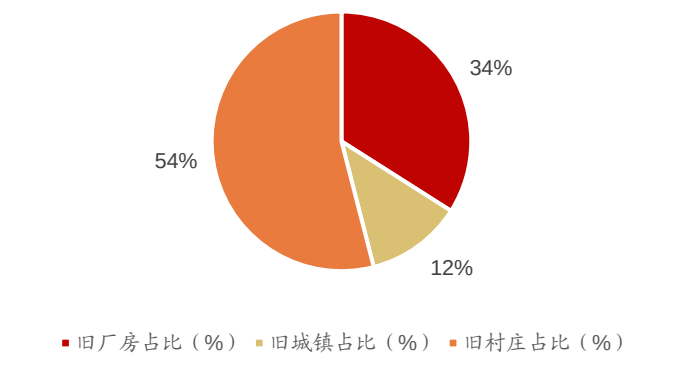
广州市现状存量用地中“三旧”改造用地占比大，旧村庄、旧厂房为主要实施对象。截至 2022 年 9 月，广州市纳入广东省“三旧”改造地块标图建库总库用地面积共计 606 平方公里，占全市现状建设用地的 32%。其中：旧厂房 208 平方公里，占比约 34%；旧城镇 73 平方公里，占比约 12%；旧村庄 325 平方公里，占比约 54%。“三旧”改造用地能否有效利用，成为影响城市能否高质量发展的重要因素。

图1：广州市现状建设用地“三旧”改造地块占比



资料来源：广州市城市更新专项规划（2021-2035 年），浙商证券研究所

图2：“三旧”改造地块中各项用地占比



资料来源：广州市城市更新专项规划（2021-2035 年），浙商证券研究所

1.2 规划范围：聚焦广州活力创新走廊，TOD 为主要发展导向

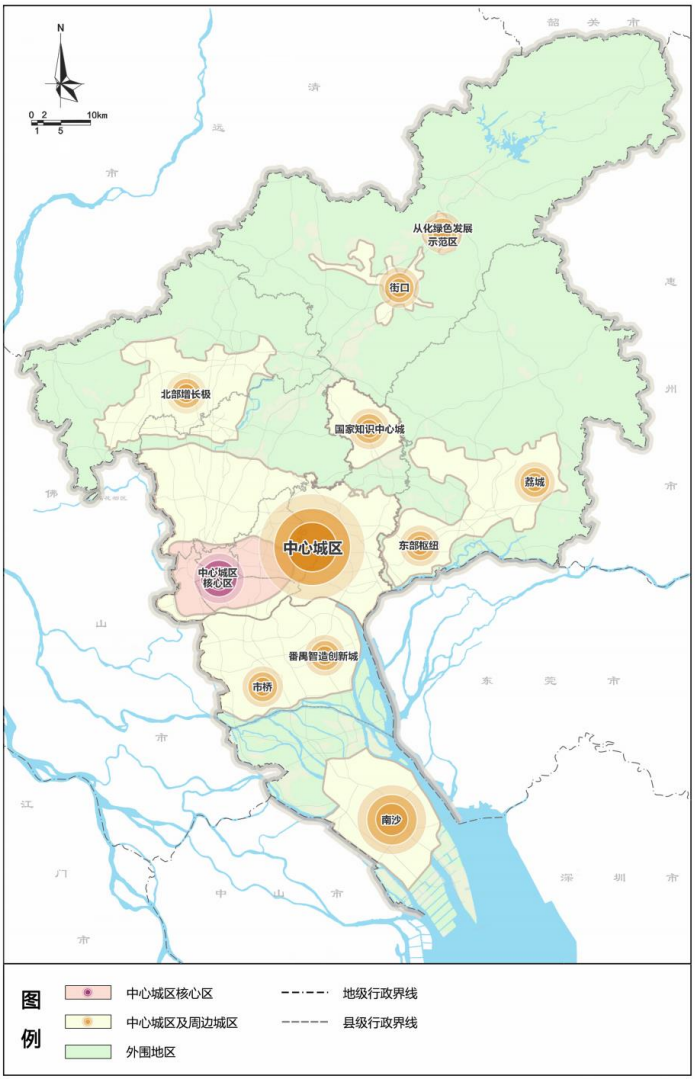
多层次、多角度推进城市更新计划，引导国土空间结构优化。本次规划从多方面对城市更新计划进行阐述，经过我们梳理和总结，主要内容包括城市空间、城市结构和城市内功能区三个维度：

1）城市空间维度，中心城区及周边地区为城市更新重点区域。根据本次规划，广州拟至 2035 年推进旧村庄旧城镇全面改造与混合改造项目 297 个。其中，旧村庄改造项目 281

个，旧城混合改造项目 16 个。中心城区核心区拟推进项目 54 个、占比约 18%；中心城区及周边城区拟推进项目 213 个，占比约 72%。广州市中心城区经过多年开发，新增土地供应量不足，其中越秀区近三年无涉宅用地供应，中心城区城市更新项目的推进，可以适度解决区域内供需关系失衡的问题。

2）城市结构维度，实施差异化更新战略，首提五大更新圈。本次规划首次提及将建立南建新城、北筑核极、东立门户、西联广佛、中兴老城五大更新圈概念。其中，南沙新区、北部增长极区域、东立综合门户区域、广佛融合试验区、中心城区可更新存量用地面积分别约为：39.7 平方公里、78.5 平方公里、64.1 平方公里、58.2 平方公里、233.5 平方公里，分别占比 8.4%、16.6%、13.5%、12.3%、49.3%。广州市打造五大城市更新圈，意在支撑国土空间多中心、多层级、多节点的网络型城市结构，整体提升城市竞争力。

图3： 广州市城市更新分区实施策略图

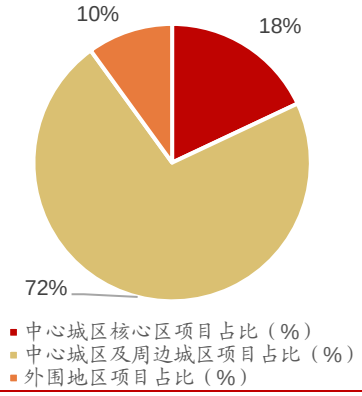


资料来源：广州市城市更新专项规划（2021-2035 年），浙商证券研究所

3）城市内功能区维度，聚焦广州活力创新走廊，将 TOD 列为主要发展导向。本次规划重视重点功能片区城市更新计划，2035 年前拟推进 199 个涉及市区两级重点功能片区的项目，占比本次规划全部项目比例约为 67%。重点功能片区主要围绕综合枢纽、TOD 和道

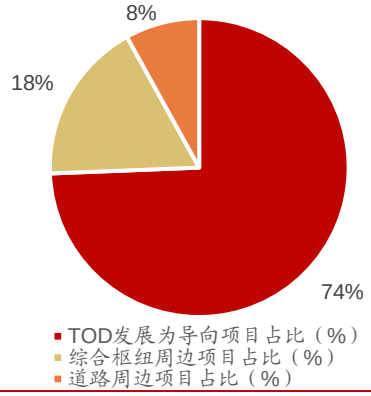
路周边三类旧改项目。综合枢纽周边约 2 公里范围内的旧改项目（包括白云国际机场、广州南站、广州站等综合枢纽扩容升级），占全部旧改项目比例约 12%；**TOD 轨道站点周边 800 米范围内旧改项目 148 个，占全部旧改项目比例约 50%**；道路周边旧改项目（强化道路实施建设与城市更新协同），占全部旧改项目比例约 5%。整体来看，TOD 轨道交通旧改的比例占总旧改面积约一半，是本次城市更新旧改着重发力点。

图4： 广州市旧改项目分布区域占比



资料来源：广州市城市更新专项规划（2021-2035 年），浙商证券研究所

图5： 广州市重点功能片区改造模式占比



资料来源：广州市城市更新专项规划（2021-2035 年），浙商证券研究所

1.3 推进计划：更新规模稳步提升，年均推进 20 平方公里

分解城市更新规模，分步有序推进。规划中提出 2021-2035 年全市旧村庄旧城镇全面改造与混合改造更新项目分步推进时序安排。经过我们总结和梳理，在更新规模、旧改项目数量、村镇工业改造等三方面规划中明确了分步推进的具体安排。

更新规模上，至 2025 年，累计推进城市更新约 100 平方公里；至 2030 年，累计推进城市更新约 200 平方公里；至 2035 年推进城市更新约 300 平方公里。

旧改项目数量上，至 2035 年，拟推进旧村庄旧城镇全面和混合改造项目 297 个。广州市十区 2021-2025 年拟推进项目 96 个，2026-2030 年拟推进项目 65 个，2031-2035 年拟推进项目 66 个。黄浦区结合实际情况，2021-2035 年分步有序拟推进项目 70 个。

村镇工业改造上，至 2025 年，全市推进村镇工业集聚区更新改造约 15 平方公里；至 2030 年，全市推进村镇工业集聚区更新改造约 30 平方公里；至 2035 年，全市推进村镇工业集聚区更新改造约 50 平方公里。

表1： 广州市旧改重点推进计划

年份	累计推进城市更新面积	混合改造项目数量	累计村镇工业改造面积
2025 年	100 平方公里	96 个（2021-2025 年）	15 平方公里
2030 年	200 平方公里	65 个（2026-2030 年）	30 平方公里
2035 年	300 平方公里	66 个（2031-2035 年）、黄浦区 70 个（2021-2035 年）	50 平方公里

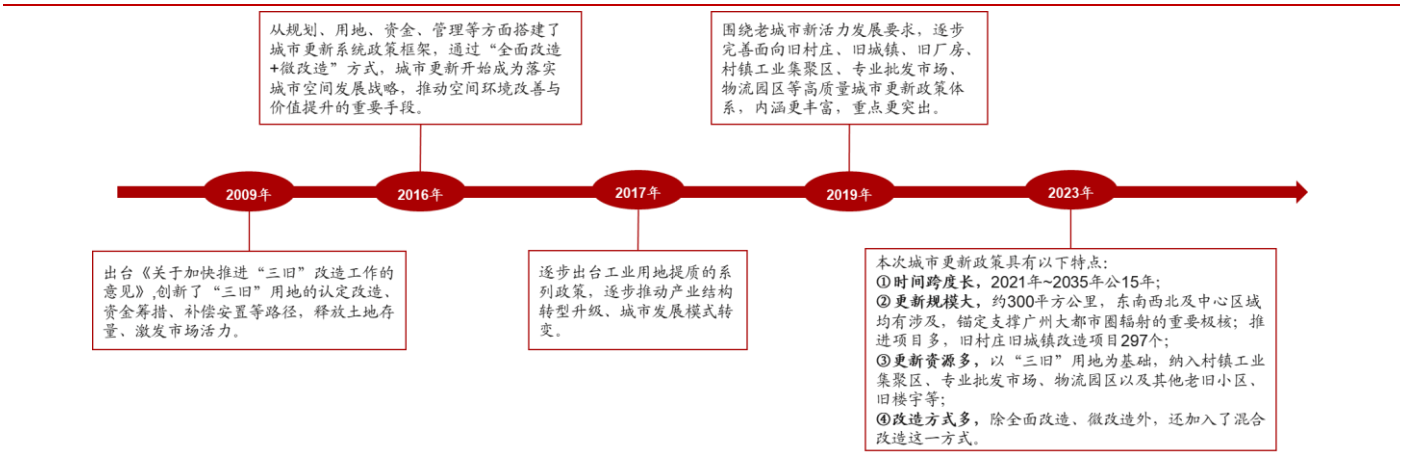
资料来源：广州市城市更新专项规划（2021-2035 年），浙商证券研究所

1.4 本次规划特点：时间长、规模大，多措并举突出高质量城市更新

城市更新政策体系逐渐迭代优化。2009 年出台《关于加快推进“三旧”改造工作的意见》，创新了“三旧”用地的认定改造、资金筹措、补偿安置等路径，释放土地存量、激发市场活力。2016 年施行的《广州市城市更新办法》及配套文件，从规划、用地、资金、管理等方面搭建了城市更新系统政策框架，通过“全面改造+微改造”方式，城市更新开始成为落实城市空间发展战略，推动空间环境改善与价值提升的重要手段。2017 年以来出台的工业用地提质的系列政策，逐步推动产业结构转型升级、城市发展模式转变。2019 年以来围绕老城市新活力发展要求，逐步完善面向旧村庄、旧城镇、旧厂房、村镇工业集聚区、专业批发市场、物流园区等高质量城市更新政策体系，内涵更丰富，重点更突出。2021 年 8 月，住建部发布《关于在更新行动中防止大拆大建问题的通知》指出，为贯彻落实党的十九届五中全会作出的重要决策部署，防止各地重走城市粗放开发建设老路，强调不搞大拆大建，要由过去大规模的增量建设转向存量提质改造和增量结构调整并重的方向上。政策发布后，传统的业务更新模式面临转变，开发商盈利受限，广州市新项目审批放缓。

本次城市更新政策，相比以往时间跨度更长、涉及规模更大、更新资源更丰富、改造方式更多样。政策时间跨度长，实施周期为 2021 年~2035 年共 15 年；更新规模广，约 300 平方公里，东南西北及中心区域均有涉及，锚定支撑广州大都市圈辐射的重要极核；推进项目数量多，旧村庄旧城镇改造项目 297 个；更新资源丰富，以“三旧”用地为基础，纳入村镇工业集聚区、专业批发市场、物流园区以及其他老旧小区、旧楼宇等；改造方式多样，除全面改造、微改造外，还加入了混合改造这一方式。

图6： 广州市旧改政策沿革情况



资料来源：广州市城市更新专项规划（2021-2035 年），浙商证券研究所

1.5 政策组合：2023 年以来广州市多次调整城市更新政策，“重启”旧改

除本次城市更新规划外，2023 年以来广州市多次调整城市更新相关政策，包括放松旧改条件、推动续建项目、明确投资目标等。

降低城市更新合作企业要求门槛。2023 年 1 月 19 日，广州市住建局发布《广州市旧村改造合作企业引入及退出指引》，指引中提出，结合住建部推动城市更新由“开发模式”向“经营模式”转变要求，降低了对合作企业开发能力、总资产的要求，将产业导入中对于企业的行业地位和数量要求由准入条件转为择优条件，不再分圈层设置企业的行业地位和数量要求。

广东市住建局表态 2023 年推进 127 个城中村项目，续建项目占比 36%。2023 年 1 月 28 日，广州市召开高质量发展大会，广州市住建局表示 2023 年广州市计划推进 127 个城中村改造项目（**含 46 个续建项目**，12 个新开工项目，69 个前期项目），重点推进 17 个城市更新项目，力争完成 2000 亿元城市更新固定资产投资目标。

广东市发改委发布 2023 年重点项目计划，其中 2023 年计划推进城市更新项目 45 个。2023 年 2 月 10 日，广州市发改委发布《关于印发广州市 2023 年重点项目计划》的通知，通知中提到，2023 年广州市重点建设正式项目共 647 个，年度计划投资 3588 亿元；重点建设预备项目共 153 个，年度投资计划 197 亿元，正式项目及预备项目合计 800 个，总年度投资计划 3785 亿元。其中提到，2023 年计划推进城市更新项目 45 个，2023 年计划投资金额 566 亿元。

表2： 广州市 2023 年重点项目计划总结

序号	项目类型	项目数量（个）	2023 年计划投资（亿元）
1	基础设施	279	1888
2	产业建设	360	1090
3	生态环保	10	42
4	社会民生	106	199
5	**城市更新**	**45**	**566**
合计		**800**	**3785**

资料来源：广州市 2023 年重点建设项目计划，广州市 2023 年重点建设预备项目计划，浙商证券研究所

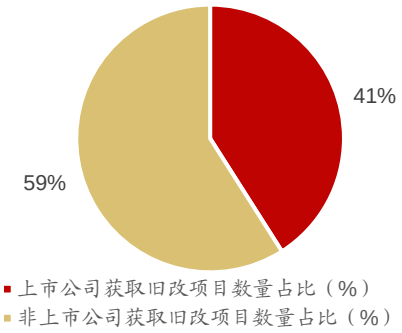
多角度推进城市更新，“重启”旧改。我们认为，广州市多部门于 2023 年分别发布与城市更新相关的一系列政策，为快速推动旧改项目注入了新的活力，对解决历史遗留问题提供了政策依据。广州市召开高质量发展大会中明确 2023 年推进 46 个续建项目，我们认为，此次会议是在 2021 年 8 月国家禁止大拆大建以来，对旧改项目进行“重启”的标志。

2 多家房企布局广州城市更新

2.1 非上市房企项目数量和改造金额较多

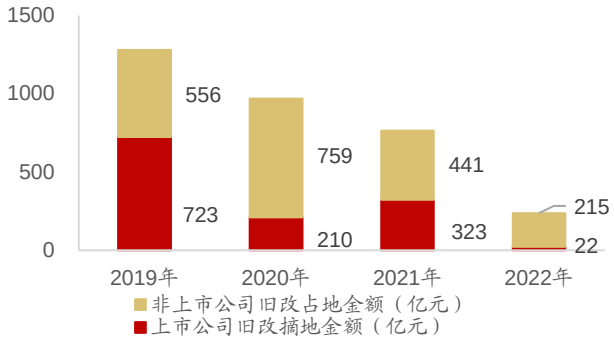
非上市房企参与旧改项目更加积极。据不完全统计，2019-2022 年间广州共有 61 个旧改项目中标，总投入金额约 3248 亿元；其中，项目数量方面，59%由非上市房企中标，41%由上市房企中标；项目金额方面，非上市和上市房企总投金额分别占比 61%和 39%。2022 年，受到行业发展态势以及疫情等因素的影响，广州仅有 4 个旧村改造项目成功挂牌招商，涉及改造面积约 221.64 万平方米，总投金额约 236.9 亿元。

图7： 2019-2022 年旧改项目不同公司获取数量比例



资料来源：广州公共资源交易中心，浙商证券研究所

图8： 2019-2022 年旧改项目支出金额



资料来源：广州公共资源交易中心，浙商证券研究所

2.2 旧改主体头部效应显著

近 4 年越秀地产和保利发展具备旧改项目中标经验。2019-2022 年间，获取旧改项目的上市房企中，前十名房企旧改项目总投金额占到上市房企旧改总投金额的 94.28%。其中，越秀地产旧改总投金额位居首位，总计达 488.11 亿元，占上市房企旧改总投金额的 38.19%，超过第二名（时代控股）274.83 亿元；参与旧改的非上市房企中，前十名的旧改总投金额占非上市房企旧改总投金额的 82.16%。其中，上海升龙投资旧改总投金额总计达 517 亿元，占非上市房企旧改总投金额的 26.24%，超过第二名 307.99 亿元。

表3： 2019-2022 年广州市旧改非上市房企总投金额（前十名）

旧改主体	项目总投金额（亿元）
上海升龙投资	517.00
深圳勤诚达	209.01
大华集团	197.00
广州江裕	138.00
番禺海怡	114.23
珠江投资	111.00
敏捷地产	100.00
广州俊利	82.15
广东星河湾	78.89
广州盛轩投资	71.63

资料来源：广州公共资源交易中心，浙商证券研究所

表4：2019-2022 年广州市旧改上市房企总投金额（前十名）

旧改主体	项目总投金额（亿元）
越秀地产(00123.HK)	**488.11**
时代控股(01233.HK)	213.28
合景泰富(01813.HK)	139.65
中国恒大(03333.HK)	99.11
新世界中国(00017.HK)	74.68
景业名邦(02231.HK)	46.30
中国奥园(03883.HK)	45.70
天誉置业(00059.HK)	39.00
保利发展(600048.SH)	**30.00**
合生创展(00754.HK)	29.00

资料来源：广州公共资源交易中心，浙商证券研究所

2.3 重点关注标的中，越秀地产、保利发展、万科 A 均具有在广州市开展旧改项目的经验

我们重点关注的房企标的中，越秀地产、保利发展、万科 A 均具有在广州市开展旧改项目的经验。根据公开信息及公司年报，截至 2023 年 2 月，保利发展已中标 9 个旧改项目，截至 2021 年末，已中标的旧改项目中 4 个项目已入市销售，保利发展旧改项目储备丰富，团队专业实力强。越秀地产已签约 2 个旧改项目，目前 2 个项目均未入市销售。万科 A 中标 4 个旧改项目，根据公司年报，已有 2 个旧改项目入市销售。

TOD 模式占主导，越秀地产受益程度高。本次城市更新 TOD 项目数量占比大，TOD 模式为城市更新核心工具。结合公司土地储备及旧改项目获取能力以及股东资源背景来看，我们认为本次城市更新政策的推进，越秀地产凭借和广州地铁的深度合作，未来受益程度可能较高。

表5：部分重点关注企业广州市旧改项目获取情况

企业	旧改项目数量（个）	项目计容建面（万平）
保利发展	9 个	808 万平
越秀地产	2 个	374 万平
万科 A	4 个	233 万平

资料来源：公司年报、梅云汐咨询，浙商证券研究所

表6：部分重点关注企业已入市旧改项目情况

开发商	项目名称	位置	权益	占地面积（万平）	计容建筑面积（万平）	21 年末储备/待开发面积（万平）
保利发展	广州保利天汇	天河区	70.0%	19.1	107.5	4.5
	广州保利罗兰国际	黄埔区	60.0%	17.1	71.7	0.0
	广州保利中新知识城	黄埔区	25.0%	12.9	37.8	2.1
	广州亭角村旧村项目	南沙区	51.0%	12.1	48.9	25.8
万科 A	广州金域悦府	白云区	45.6%	4.0	17.9	2.4
	广州城市之光	黄埔区	91.6%	13.7	69.0	25.3

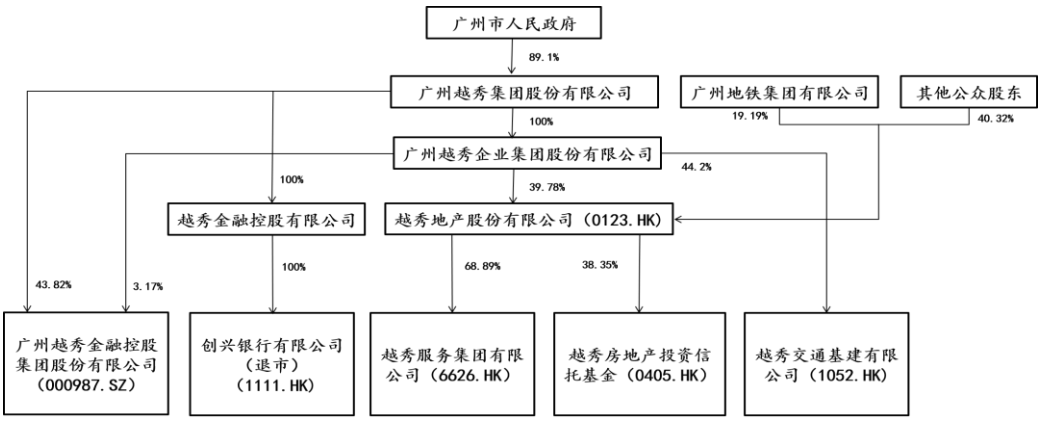
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3 越秀地产：深耕广州，具备参与本次城市更新先发优势

3.1 股权架构：双国资背景加持，股东实力强劲

广州国资委间接控股，广州地铁作为战略股东持股 19.19%。由广州市国资委控股的越秀集团是越秀地产第一大股东，其通过旗下全资子公司广州越秀企业集团股份有限公司持有越秀地产 39.78%的股份。公司第二大股东为 2019 年战略引入的广州地铁集团有限公司，公司成功实现“广州国资委+广州地铁集团”双国资背景，“轨道交通+物业”的战略得以顺利推进。

图9： 公司股权结构图



资料来源：公司官网，公司财报，浙商证券研究所；数据截至 2021 年 6 月 30 日。

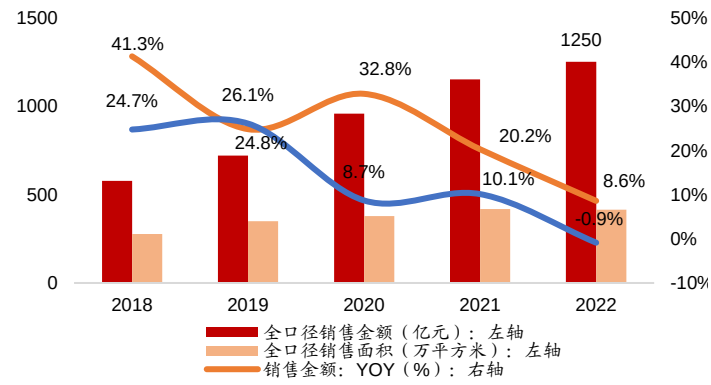
3.2 销售情况：销售稳增长，广州业绩亮眼

3.2.1 销售额超千亿，品牌认可度高

销售额稳步增长。2022 年全年公司全口径销售金额进一步增长，根据公司月度经营数据公告，公司销售额达到人民币 1250.0 亿元，同比上升 8.6%。克而瑞 2022 年中国房地产企业销售榜单显示，公司全口径销售额排名跃升至第 16 位，较 2021 年提升 21 位。

品牌受认可，均价实现不断上涨。公司近三年的销售均价呈逐年上升的趋势，2022 年全口径销售均价为 30200 元/平方米，同比上升约 9.5%。

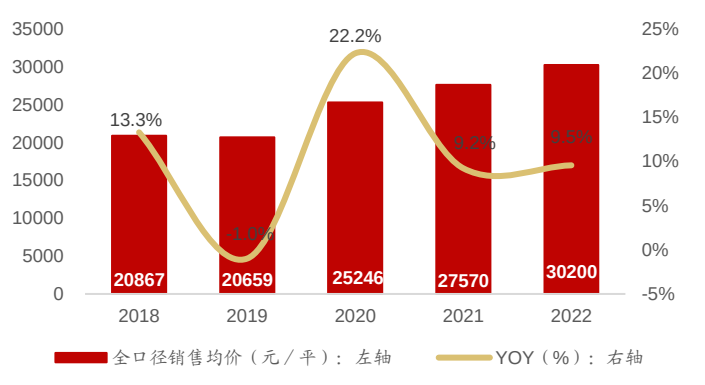
图10： 2018-2022 年公司全口径销售金额及面积



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：销售数据 2018-2021 年来源为公司年报，2022 年来源为月度经营数据公告

图11： 2018-2022 年公司全口径销售均价及增速



资料来源：公司公告，克而瑞，浙商证券研究所

注：销售数据 2018-2021 年来源为公司年报，2022 年来源为月度经营数据公告

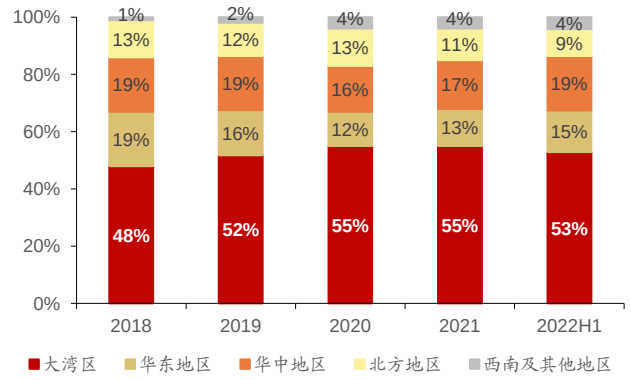
3.2.2 大湾区业绩占据半壁江山，大本营广州独占鳌头

深耕湾区战略成效显著，大本营广州业绩亮眼。按地区划分，2021 年公司位于大湾区的销售额再创新高，当期实现签约销售额约 713.7 亿元，同比上升 12.1%，约占公司总销售额的 62%；其中，广州作为公司大本营，实现合同销售额约 606 亿元，同比上升 8.6%，约占公司销售额的 52.6%。根据克而瑞数据，公司以全口径销售额 658.35 亿元位列 2022 年度广州市场首位，公司区域深耕优势明显。

3.3 拿地情况：坚持聚焦大湾区、以广州为中心的发展策略

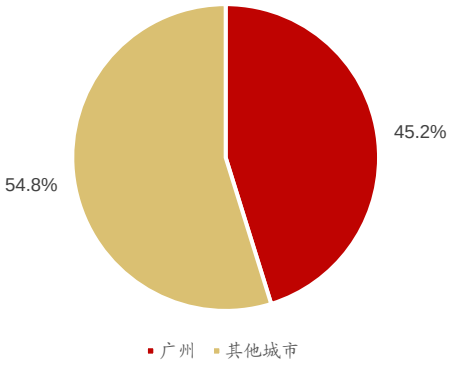
土储聚焦大湾区，深耕广州。截至 2022H1，公司总土地储备约 2860 万平方米。按地区划分，大湾区总土储面积占比约 52.9%，其中广州占比 45.2%。

图12： 公司总土储面积各区域分布比例



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图13： 2022H1 公司总土储面积城市分布比例



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.4 拿地模式：多元化拓展渠道，具备 TOD 开发及旧改能力

实行“6+1”多元增储模式，规模提升的同时也严守项目利润空间。公司目前已形成“6+1”特色化、多元化增储模式，即除了通过公开招拍挂拿地以外，还凭借自身资源优势和综合运营能力，通过 TOD、城市运营、城市更新、国企合作、产业勾地以及收并购这 6 种非公开途径进行土地补充。

非公开市场拿地占比过半，展现强大的综合运营实力。2022 H1 公司从非公开市场获取的土地储备面积占比为 54.6%，实现公开/非公开市场拿地比例平衡。其中，TOD 拿地、产业勾地、国企合作分别占新增土储的 23.2%、4.4%和 27.0%。

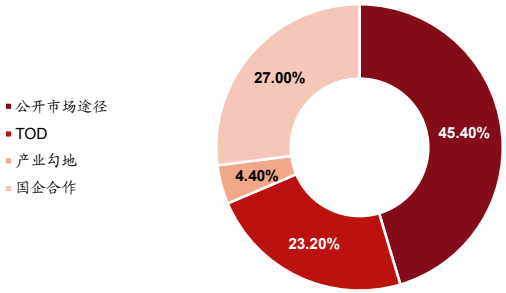
公司具备旧改能力。2019 年，公司获得广州番禺区里仁洞村和广州南沙东流村两个村的旧改主体资格。里仁洞村拟改造面积约为 172 万平方米，改造后总建筑面积将达到约 349 万平方米；东流村拟改造面积约为 6 万平方米，改造后总建筑面积将达到约 25 万平方米。

图14： 公司“6+1”增储模式



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图15： 2022H1 年公司不同拿地方式面积占比



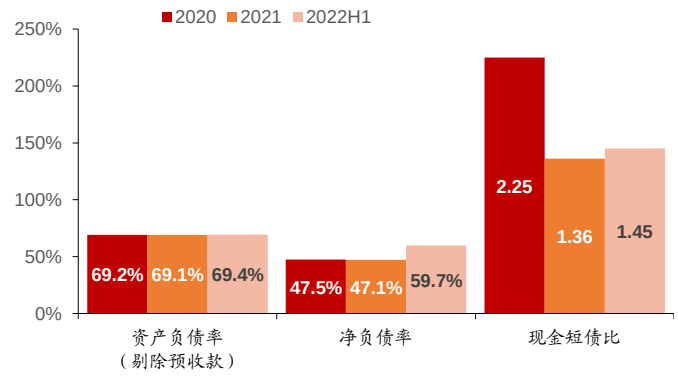
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.5 财务情况：债务结构健康合理，具备资金优势

三道红线持续绿档。2020 年，公司剔除预收款后的资产负债率、净负债率与现金短债比分别为 69.2%、47.5%和 2.25 倍，是仅有的 20 家“三档皆绿”的房企之一。2022H1 公司三项指标分别调整为 69.4%、59.7%和 1.45 倍，仍保持“绿档”水平。现金短债比合理区间调整，反映出公司在维持稳健经营的同时，充分有效利用账面资金。2022H1 公司的现金及监控户存款总额约为人民币 390.5 亿元，较 2021H1 下降 2.4%，流动性资金充足，有利于后续增储工作的开展。

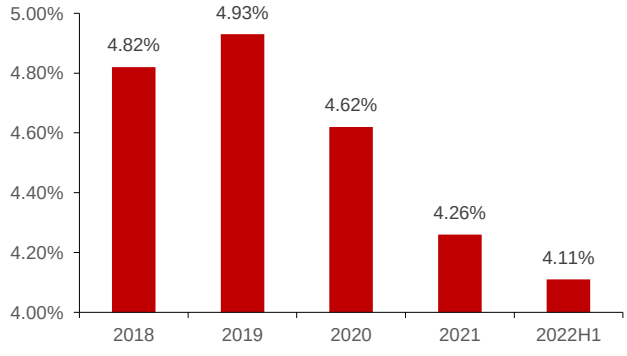
优质股东信用背书，融资成本实现连降。2021H1 公司抓住资本市场有利窗口，于境外成功发行 6.5 亿美元 5 年期和 1.5 亿美元 10 年期美元债券，票面利率分别为 2.8%和 3.8%，融资成本创公司境外发债的历史新低。2022H1 公司平均借贷成本利率 4.11%，始终维持 5%以下，保持在行业低位水平的同时，自 2019 年以来依然实现连降。

图16： 2020-2022H1 公司 “三道红线” 指标



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图17： 2018-2022H1 公司平均借贷利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4 投资建议

综上所述，我们认为本次广州市城市更新政策执行力度大，实施周期长，尤其对 TOD 和旧改项目支持力度大。本次规划中“三旧”改造用地范围占全市现状建设用地 32%，政策的实施对广州市房地产供需两端均具有重大影响。

我们认为，此次广州城市更新政策对区域发展有以下影响：①从市场角度看，城市更新有利于城市面貌更新，增加就业机会、吸引人才，长期利好地方房地产市场活跃度；②广州市中心城区近年来可供开发住宅土地供应量不足，其中越秀区近三年无涉宅用地供应，可以适度解决中心城区供需关系失衡的问题；③从房企角度看，旧改项目从开始推进至入市销售，一般需要 5-8 年的时间，因此旧改项目普遍具有投入资金体量大及资金占用时间长的特点，结合本次城市更新规划中 TOD 相关旧改项目体量大，我们认为，本次城市更新政策的实施利好**资金实力强+具备 TOD 及旧改能力+广州市城市深耕**的房企。

我们重点关注的上市公司标的中，越秀地产、保利发展、万科 A 均具有在广州市开发旧改项目的经验。我们认为，越秀地产具备参与本次城市更新的先发优势，①越秀地产具备 TOD 和旧改项目开发能力，尤其 TOD 项目壁垒高，越秀地产拿地模式占优势；②越秀地产资金实力雄厚，依托双国资背景，财务稳健，融资渠道通畅，具备资金优势；③越秀地产策略聚焦大湾区且长期深耕广州，区域深耕优势明显，在当地有深厚的客户基础和较高的品牌认可度，去化能力较强。此外，越秀地产具有较丰富的 TOD 开发经验。本次规划 TOD 规划面积占比较高，我们认为这为具备 TOD 获取和开发能力的房企打开新的机遇。

5 风险提示

政策落地速度不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn