

城投能否“救”地产？

地产低迷期，城投平台发挥“托底”作用成为集中供地的拿地主力，但这种托底拿地效果如何？能否拉动地产市场？未来如何演绎？本文详细梳理，供参考。

■ 地产下行期，城投平台起何作用？加大拿地、土储力度，以托底土地市场

地产下行期，民营房企拿地意愿低迷，城投平台加大拿地力度，以“托底”土地市场。2021年起，民营房企拿地意愿持续减弱、拿地比例由2021年首批土拍的55%回落至第三批的15%，对应流拍率从2.8%提升至12%；为缓解民营房企大面积流拍问题，城投及国企底价拿地以“托底”市场，城投拿地比例由2021年第一批土拍的11.6%提升至第三批的52%，但土地溢价率由16%回落至2.3%。

过往城投平台主要通过自主、与房企合作等方式开发建设土地，但本轮拿地后，城投进行土储的现象尤为突出。截至2022年3月，2021年城投拿地开工率仅有21%、远低于规模房企61%的开工率，对应2021年城投平台存货同比增长10%、较前年提升4.6个百分点，在建工程增速下滑、同比较前年回落2个百分点；说明本轮城投拿地后开工力度明显减弱、更多以土地储备的方式处理资产。

■ 城投“托底”模式有何难点？融资收窄、现金回流难度大，拿地受到约束

地方政府隐性债务监管加强下，城投大规模拿地或受到融资端约束。2021年以来，城投平台融资监管政策密集出台，以防范地方政府隐性债务风险；2022上半年城投债发行审核加严，整体融资环境维持收紧态势，城投发债净融资规模明显回落、2022年1-8月净融资额分别较2021年、2020年同期水平回落31%、33.6%；2022年1-7月终止审查的城投债金额达1497亿元、同比增长4.3%。

土地市场低迷等因素压制城投平台现金流，进一步约束城投拿地空间。2022年1-7月土地成交累计同比下降17.4%、土地市场延续低迷；城投拿地中郊区占比达61%，城投房价地价差明显低于国企央企、品牌民企，说明土地开发价值低、现金回流能力弱，对应现金流量同比由2020年的60%下滑至2021年的-9.3%；同时，城投债务存续规模持续增长、资产负债率延续上行，偿债压力有所提升。

■ 城投能否救场地产？合作开发体量小、需求弱、区域景气分化，或影响效果

城投房企合作开发，有助于减少房企开发投资的现金投入，但合作体量小、购房需求不足，或约束合作开发的效果。过往经验表明，代建新订约在地产销售下行期明显提升，2021年商品房销售同比回落1个百分点，对应代建新订约同比提升4个百分点，有助于房企的资金回流。但目前房企代建业务规模小、仅占上半年地产筹资现金流同比减少量的2%；且地产需求低迷下，合作项目销售难度大。

地产销售、土地成交景气度的区域分化，或进一步制约城投托底的整体效果。

2022年以来，一线城市土地成交同比由2月的-48%提升至7月的61%，但二线、三线城市分别仅由-34%、-32%提升至3%、19%；类似的，2022年以来，一线城市商品房成交平均同比为-29%、明显好于二线的-32%和三线的-45%；说明城投在能级较低的城市中托底难度更大、或进一步制约城投稳市场整体效果。

风险提示：纾困政策效果不及预期，地产下行超预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、地产下行期，城投公司有何作用？	3
二、当前城投“托底”模式有何难点？	4
三、城投能否“救”地产？	6
风险提示：	8

图表目录

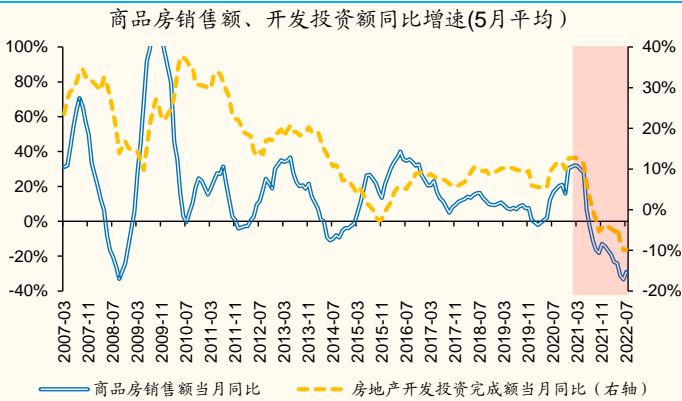
图表 1：商品房销售、开发投资额同比增速快速下滑	3
图表 2：近期土拍中，城投平台、国企成为拿地主力	3
图表 3：城投平台底价拿地的比例远高于溢价拿地	3
图表 4：流拍率高的时期，城投平台加大拿地力度	3
图表 5：城投存货同比增长显著快于在建工程	4
图表 6：城投拿地开工率显著低于规模房企	4
图表 7：2021 年以来，城投债监管有所收紧	4
图表 8：2022 年城投债净融资额明显低于过往	5
图表 9：2022 年终止审查的城投债项目金额提升	5
图表 10：2022 年，土地成交低于过往同期水平	5
图表 11：城投地价房价比明显低于国企、优质民企	5
图表 12：城投房价地价差低于国企央企、品牌民企	5
图表 13：城投现金净流量同比和资产周转率下行	5
图表 14：2018 年以来，城投债存续规模增长加快	6
图表 15：2018 年以来，城投平台偿债能力逐步减弱	6
图表 16：近年来，政府平台与房企的代建合作增多	6
图表 17：地产代建业务具有明显的逆周期属性	6
图表 18：目前房企代建业务规模较小	7
图表 19：房地产需求指标延续低迷	7
图表 20：一线城市土地成交情况好于二线、三线	7
图表 21：一线城市商品房成交情况好于二线、三线	7

地产低迷期，城投平台发挥“托底”作用成为集中供地的拿地主力，但这种托底拿地效果如何？能否拉动地产市场？未来如何演绎？本文详细梳理，供参考。

一、地产下行期，城投公司有何作用？

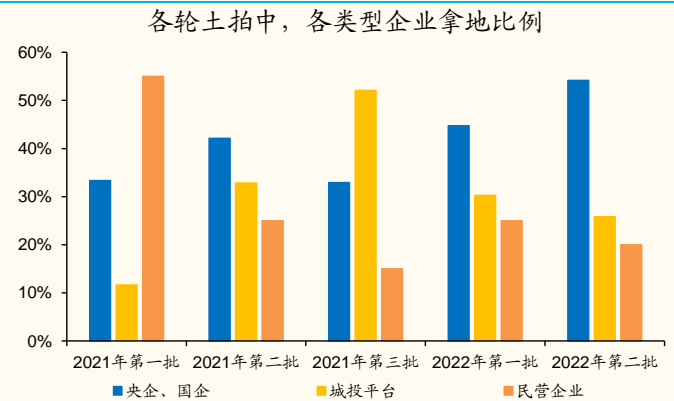
地产下行期，土拍市场中民企参与意愿持续低迷，城投平台成为拿地主力。2021年起，我国房地产开发投资额、商品房销售持续走低，分别从2021年3月的26%、88%下滑至2022年7月的-12%、-28%。对应土拍市场表现疲软，民营房企拿地意愿持续减弱、拿地比例由2021年第一批土拍的55%回落至2022年第二批的20%；城投平台及国企成为拿地主力，其中城投拿地比例由2021年第一批土拍的11.6%最高提升至2021年第三批的52%。

图表 1：商品房销售、开发投资额同比增速快速下滑



来源：Wind、国金证券研究所

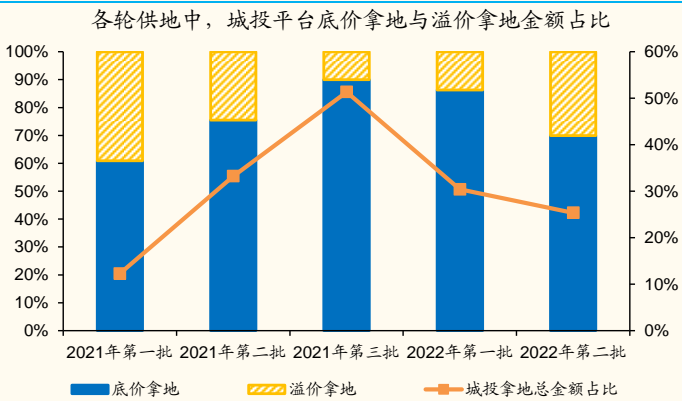
图表 2：近期土拍中，城投平台、国企成为拿地主力



来源：CRIC、国金证券研究所

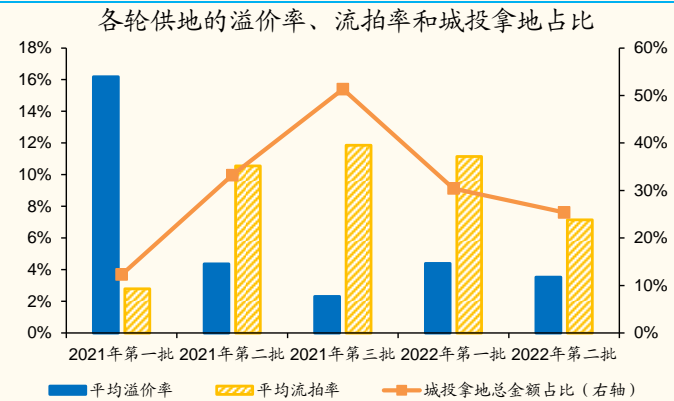
城投平台加大底价拿地力度的目的，是“托底”土地市场。2021年集中供地中，民营房企拿地比例持续下降、对应平均流拍率从第一批的2.8%提升至第三批的11.9%；为缓解由于民营房企谨慎拿地导致的大面积流拍问题，城投平台在土地流拍率高的时期加大拿地比例以“托底”土地市场。但托底拿地主要以底价成交为主，五轮集中供地后，城投底价拿地金额达7076.5亿元，而溢价拿地金额仅有1838.6亿元，占比分别为79%和21%；土地平均溢价率由2021年第一批供地的16.2%回落至第三批的2.3%，指向城投托底特征明显。

图表 3：城投平台底价拿地的比例远高于溢价拿地



来源：CRIC、国金证券研究所

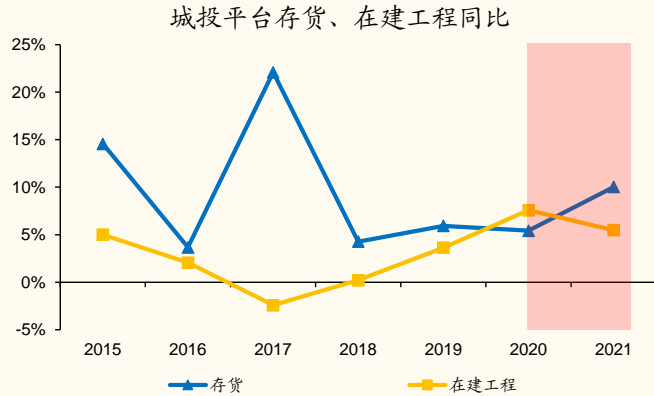
图表 4：流拍率高的时期，城投平台加大拿地力度



来源：CRIC、国金证券研究所

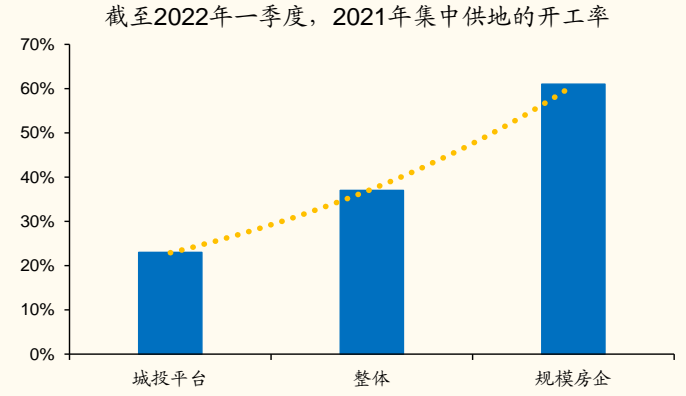
过往城投平台主要通过自主、与房企合作等方式开发建设土地，但本轮拿地后，城投进行土储的现象尤为突出。城投拿地后，土地资产的处理方式主要包括土地储备、平整，通过自主或合作方式进行市场化房地产开发以及土地增值、抵押融资。而在本轮地产低迷期，城投拿地后的开工力度明显减弱、更多选择土储方式处理土地资产；截至今年3月，2021年城投拿地开工率仅有21%、远低于规模房企61%的开工率；对应2021年城投平台存货同比增长10%、较前年提升4.6个百分点，在建工程同比较前年回落2个百分点。

图表 5：城投存货同比增长显著快于在建工程



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：城投拿地开工率显著低于规模房企



来源：CRIC、国金证券研究所

二、当前城投“托底”模式有何难点？

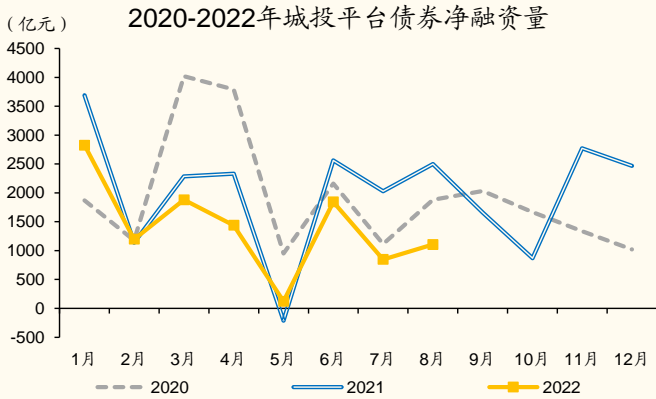
地方政府隐性债务监管加强下，城投大规模拿地或受到融资端约束。2021年以来，城投公司融资监管政策密集出台，以规范城投公司融资，防范地方政府债务风险；2022年上半年，城投债发行审核加严，融资环境整体仍维持收紧态势，城投发债净融资规模明显回落、2022年1-8月净融资额为11260亿元、明显低于2021年的16326亿元和2020年的16965亿元，分别较2021年、2020年同期水平回落31%、33.6%；2022年1-7月终止审查的城投债项目金额达1496.9亿元、同比增长4.3%。

图表 7：2021 年以来，城投债监管有所收紧

时间	政策	内容
2021年1月	-	交易所城投债发行区域按“红黄绿”分档（交易商协会分为一、二、三类）， 部分地区城投债发行有所收紧。
2021年2月	证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》	要求发行公司 不得新增政府债务。
2021年4月	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律， 坚决遏制隐性债务增量，妥善处理和化解隐性债务存量。
2021年4月	《交易所公司债券发行上市审核规则适用指引》	指出 对城投融资再次强调不得新增地方政府隐性债务 ，对于评级低或者总资产规模较小的平台有一定的审慎性要求，防范弱资质城投信用风险。
2021年7月	《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》	进一步落实党中央国务院防范控制债务风险的战略部署，规范地方政府相关融资业务， 防止新增地方政府隐性债务。
2022年1月	财政部	对化债不实、新增隐性债务要严肃问责，抓好低风险地区全域无隐性债务试点。
2022年3月	国家发改委印发《关于2021年国民经济和社会发展计划执行情况与2022年国民经济和社会发展计划草案的报告》	提出优化企业外债分类管理， 完善对房地产、地方融资平台、低信用企业的外债调控，持续防范外债风险。
2022年4月	中央全面深化改革委员会第二十五次会议	完善防范化解隐性债务风险长效机制， 坚决遏制隐性债务增量，从严查处违法违规举债融资行为。
2022年5月	国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	严禁在盘活存量资产过程中新增地方政府隐性债务。

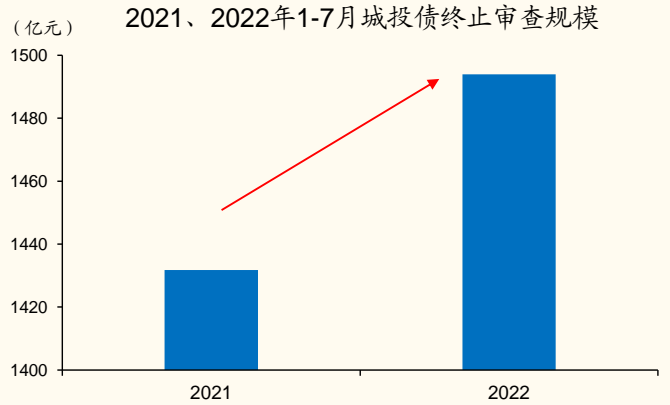
来源：政府网站、国金证券研究所

图表 8: 2022 年城投债净融资额明显低于过往



来源: Wind、国金证券研究所

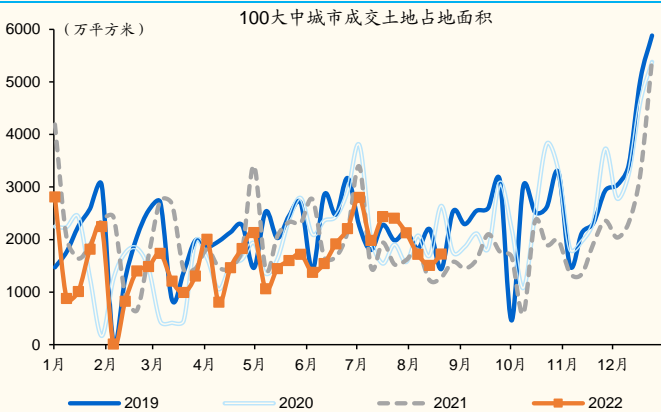
图表 9: 2022 年终止审查的城投债项目金额提升



来源: Wind、国金证券研究所

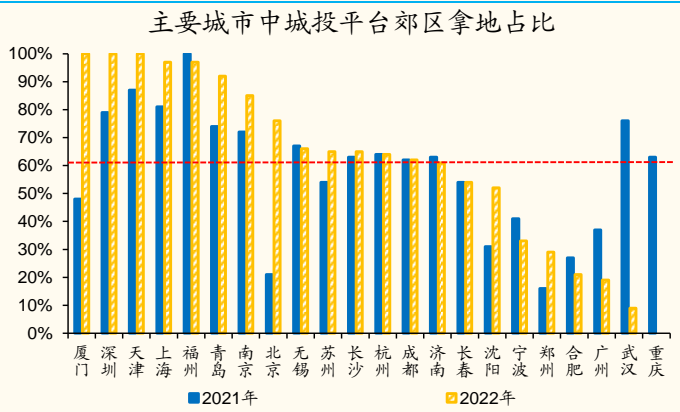
土地市场低迷叠加城投所拿地位置普遍偏远, 土储时间被动拉长, 对城投土地资产变现形成掣肘、影响现金回流。2022 年以来, 土地成交延续低迷, 1-7 月土地成交面积累计同比下降 17.4%; 同时, 城投出于“托底”盘下的地块或更多集中在城市郊区、位置相对偏远, 2022 年城投郊区拿地全国平均占比达 61%、高于 2021 年的 58%; 上半年城投平台的房价地价差为 13589 元/平方米、明显低于国企央企的 18740 元/平方米和品牌民企的 15288 元/平方米, 开发价值较低, 土地资产变现能力差或进一步影响现金回流。

图表 10: 2022 年, 土地成交低于过往同期水平



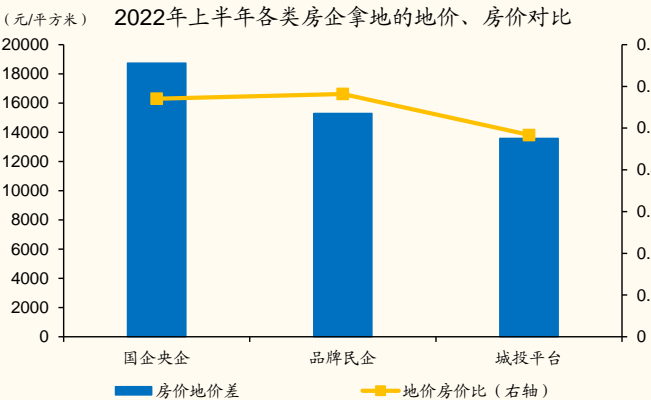
来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 城投地价房价比明显低于国企、优质民企



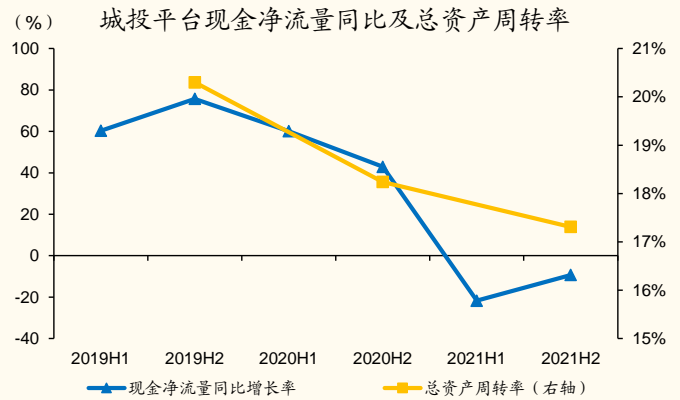
来源: CRIC、国金证券研究所

图表 12: 城投房价地价差低于国企央企、品牌民企



来源: CRIC、国金证券研究所

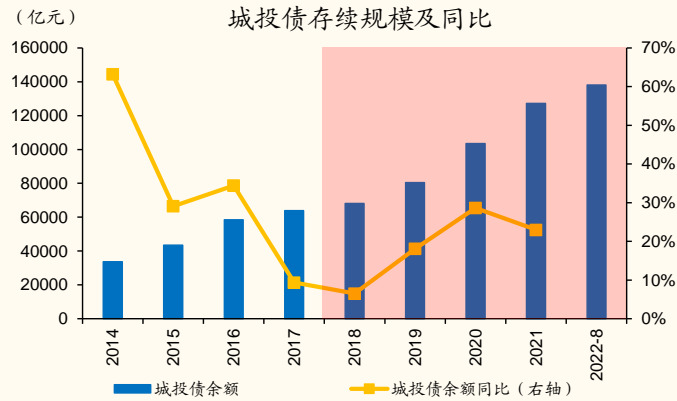
图表 13: 城投现金净流量同比和资产周转率下行



来源: Wind、国金证券研究所

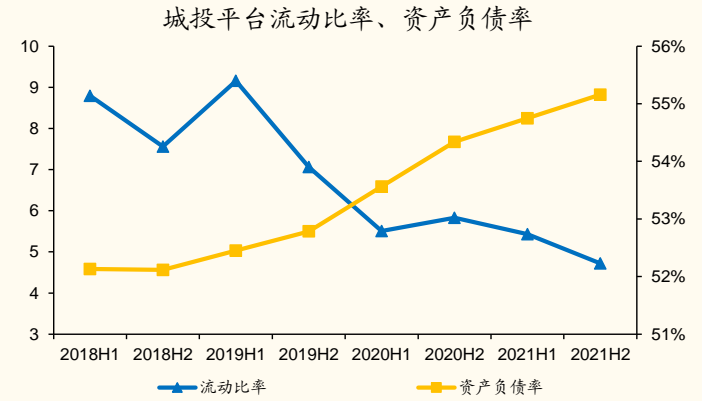
城投现金流受限的情况下，偿债风险积聚，进一步约束城投拿地空间。2018年以来，城投公司债存续规模持续增长，2021年复合增速达23%；但2020年以来，城投总资产周转率明显下滑，对应现金流量同比增速持续下降，由2020年上半年的60.1%下滑至2021年下半年的-9.3%，现金流能力明显减弱。近年来，城投平台流动比率持续下降，由2018年的8.2下滑至2021年的5.1、资产负债率由2018年的52%提升至2021年的55%，偿债压力有所提升。

图表 14：2018 年以来，城投债存续规模增长加快



来源：Wind、国金证券研究所

图表 15：2018 年以来，城投平台偿债能力逐步减弱

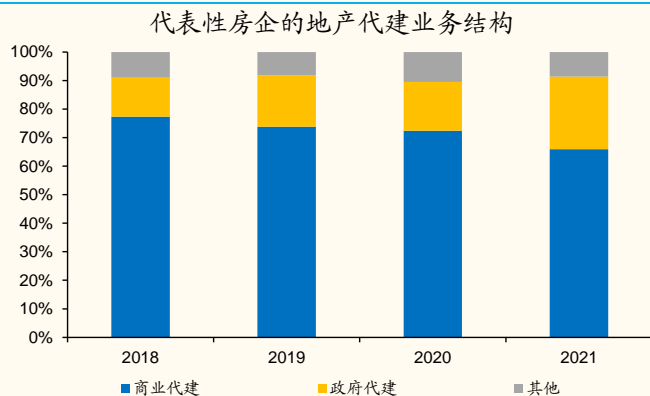


来源：Wind、国金证券研究所

三、城投能否“救”地产？

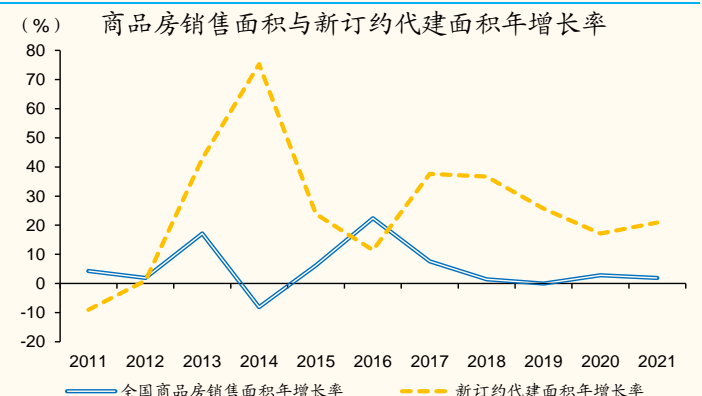
拿地和地产开发存在天然联系，城投平台加大拿地力度，有助于发展与房企的开发合作，进而帮助房企向“轻资产”模式转移、减轻资金压力。土地成本高企、城投国企加大拿地力度背景下，房企代建业务快速发展，2021年代表性房企代建业务同比增长24%，其中政府合作占比快速提升、由2020年的17.1%提升至25.5%。“城投拿地再与房企合作开发”的模式具有明显的逆周期属性，2021年商品房销售面积同比回落1个百分点，对应新订约代建面积同比提升3.8个百分点，说明代建合作有助于房企在地产下行期的现金流回流。

图表 16：近年来，政府平台与房企的代建合作增多



来源：Wind、国金证券研究所

图表 17：地产代建业务具有明显的逆周期属性



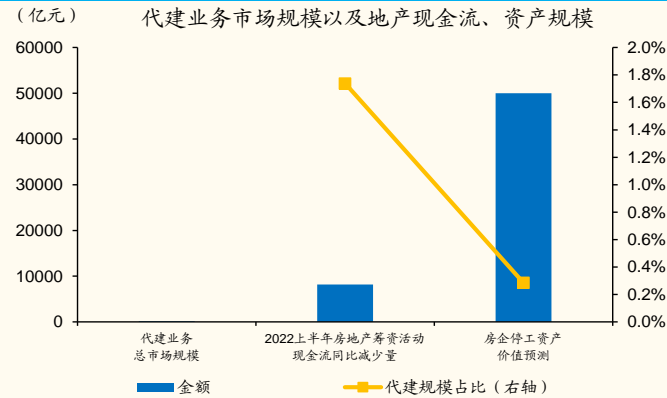
来源：Wind、国金证券研究所

短期来看，代建业务体量小、地产需求低迷加大开发项目的销售难度，或使合作开发对房企现金流的拉动效果存疑。目前房企代建总业务规模小、仅占

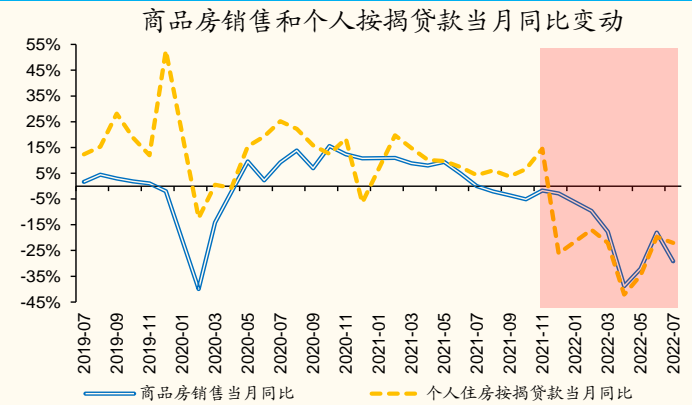
2022 年上半年房地产筹资活动现金流同比减少量的 1.7%、占预估房企停工资产价值的 0.3%。同时，地产需求延续低迷，商品房销售当月同比由 2021 年 6 月的 4.9% 下滑至 2022 年 7 月的 -29%、个人住房按揭贷款当月同比由 2021 年 6 月的 7.4% 下滑至 2022 年 7 月的 -22%，指向代建项目完工后销售仍存难度，或导致城投平台对代建业务需求减弱，对房企现金流的拉动效果仍需观察。

图表 18：目前房企代建业务规模较小

图表 19：房地产需求指标延续低迷



来源：Wind、CRIC、国金证券研究所

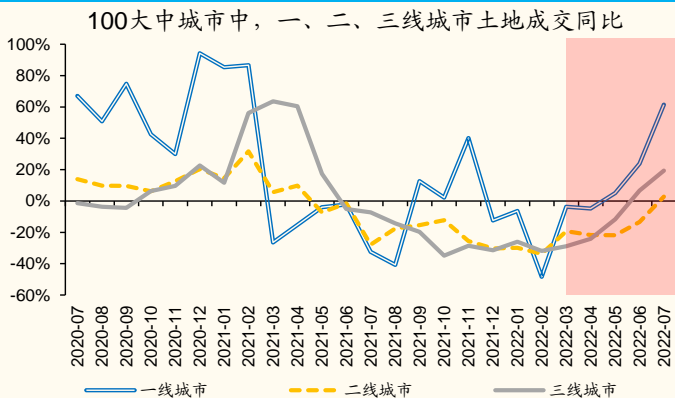


来源：Wind、国金证券研究所

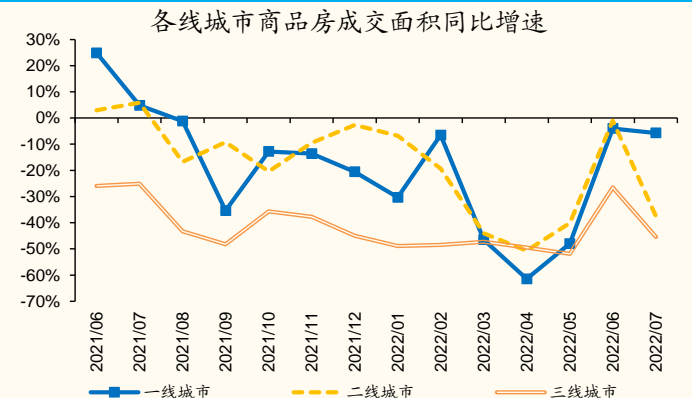
与此同时，地产销售、土地成交景气度的区域分化，或进一步制约城投托底的整体效果。目前地产市场整体延续低迷，但区域景气度有所分化，一线城市土地成交明显好于二线、三线城市，2022 年以来，一线城市土地成交同比由 2 月的 -48% 提升至 7 月的 61%，但二线、三线城市仅由 -34%、-32% 提升至 3%、19%；类似的，2022 年以来，一线城市商品房成交平均同比为 -28.7%、明显好于二线的 -32.1% 和三线的 -44.9%；说明城投在能级较低的城市中托底难度更大、或进一步制约城投“稳市场”的整体效果。

图表 20：一线城市土地成交情况好于二线、三线

图表 21：一线城市商品房成交情况好于二线、三线



来源：Wind、国金证券研究所



来源：Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 地产下行期，土拍市场中民企参与意愿持续低迷，城投平台成为拿地主力，以托底土地市场；过往城投拿地后，主要通过市场化地产开发、土地增资及抵押融资、土地储备等方式处理土地资产，但本轮更多选择土储。
- 地方政府隐性债务监管加强、城投债发行审核加严，城投大规模拿地或受到融资端约束；同时，土地市场延续低迷、城投所拿地块位置普遍偏远，

使得土储时间被动拉长，对城投土地资产变现形成掣肘、影响现金回流，进一步约束城投拿地空间。

- 城投平台加大拿地力度，有助于与房企开发合作、帮助房企向“轻资产”模式转移、减轻资金压力；但短期代建业务体量小、地产需求低迷加大开发项目的销售难度，或约束合作开发模式“救场”效果。同时，地产销售、土地成交景气度的区域分化，或进一步制约城投托底的整体效果。

风险提示：

- 1、**纾困政策效果不及预期。**当前地产纾困政策，对房企、地产项目的现金流改善效果，尚存在一些不确定性。
- 2、**地产下行超预期。**地产下行或通过信贷、金融、财政、产业链等多链条对经济造成负面影响。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402