

供地“两集中”，何去又何从？ 增持（维持）

2022年12月28日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

摘要

- 中国土地拍卖制度变迁：第一阶段：土地出让市场化改革试点探索开始（1978-1986年），1978年改革开放前，我国土地资源基本实行“无偿划拨，无偿使用，无使用期限，不得流动”制度。第二阶段：协议出让逐渐向土地公开交易过渡（1987-2004年），1987年深圳首次把单一的土地划拨改为划拨、协议、招标、挂牌、拍卖等多种方式出让；2004年831大限严格纠察土地出让中的违规问题，严格执行经营性土地使用权招拍挂制度。第三阶段：出让制度规范化、土拍规模快速增长（2004-2020年），中国快速城镇化进展带来了房地产的黄金阶段，各地土拍市场火热，地王频现。第四阶段：集中供地开启新阶段（2021年-至今），2021年2月，自然资源部《2021年住宅用地供应分类调控相关工作要点》要求22个重点城市实行住宅用地“两集中”同步公开出让。**
- “两集中”供地政策影响分析：顺周期稳定器，降温土地市场，平稳行业波动：1）通过将城市各区政府的“零售市场”转向市级的“统一市场”，叠加大量宅地年内限次集中出让，构建土地市场长效机制，对土地市场降温来“稳预期”；2）对房企，“集中供地”信息披露透明，帮助房企从“逢地必抢”的泥潭中有效脱身；3）对地方政府，倒逼其编制好供地计划，包括供地批次、时间、规模，还可以根据市场热度决定供地计划的调整。逆周期弊端渐显：房企拿地资金要求提升，行业下行期间流拍加剧：1）集中供地背景下大量土地集中上市，对房企的资金实力提出了更高的要求；2）主要在部分土地热点城市展开，使得按照“两集中”模式供地，热点城市、优质板块与冷门城市、欠优质板块的分化会加剧；3）在房企资金链紧张的行业下行周期中，土地市场短期迅速降温，进而影响地方政府财政。**
- 供地政策展望：从2021年三季度开始，我国楼市成交下滑，房企销售回款随之恶化，叠加去杠杆政策，房企现金流压力陡增，拿地意愿普遍下降。从拿地企业类型来看，央国企、城投公司扩充土地储备，民企拿地持续收缩，土地入市率下行。目前，实施不到两年的土地集中供应制度，部分城市已经开始进行调整和退出。除部分城市对土地出让“两集中”政策放松外，“放松限价”、“延缓土地出让金缴纳时间”等土拍规则亦在优化调整。总体来说，在行业上行阶段，“两集中”政策出台平抑土地市场热度的目标已完成；当前土地市场缩量供应，城投托底拿地模式亦不可长期持续。在行业下行期调整集中供地政策是有必要的，有利于行业恢复常态。各城市如北京、武汉、南京等目前多采用增加土地出让频率至四次及以上的调整措施，预计未来会相应地缩减每批次供应地块数量，并合理调整土地出让的底价和溢价率。**
- 风险提示：行业下行压力超预期；疫情发展超预期；调控政策放松不及预期。**

行业走势



相关研究

《新房销售小幅回升，供给端政策明显发力》

2022-11-21

《各地政策持续放松，金融纾困持续加码》

2022-11-14

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢房斌琦和白学松的指导。

1. 中国土地拍卖制度变迁

第一阶段：土地出让市场化改革试点探索开始（1978-1986年）。1978年改革开放前，在高度集中的计划经济体制框架下，我国土地资源基本实行的是“无偿划拨，无偿使用，无使用期限，不得流动”的制度。随着改革开放进度的不断深入，此类传统的土地出让制度弊端逐渐显露，为适应由计划经济向社会主义市场经济转轨的需要，土地供应逐步向有偿有期限使用转变，土地有偿使用制度于1986年前后正式提出。**第二阶段：协议出让逐渐向土地公开交易过渡（1987-2004年）。**1987年深圳首次把单一的土地划拨改为划拨、协议、招标、挂牌、拍卖等多种方式出让。《中华人民共和国宪法修正案（1988年）》，规定土地使用权可以在一定年限内出让、转让，但协议、招标、拍卖出让方式的职责范围等仍未形成明确的界定与规范，我国逐渐展开土地使用制度全面改革。2002年“11号令”叫停了沿用多年的协议出让，2004年831大限进一步发力严格纠察土地出让中的违规问题，严格执行经营性土地使用权招拍挂制度。**第三阶段：出让制度规范化、土拍规模快速增长（2004-2020年）。**在顶层制度设计的保障下，我国各地的土地使用权出让数量开始稳步增长，此阶段，也是中国快速城镇化进展带来了房地产的黄金阶段，各地土拍市场火热，频频出现新地王。**第四阶段：集中供地开启新阶段（2021年-至今）。**2021年2月，为坚持“房住不炒”定位，构建房地产健康发展长效机制，自然资源部在《2021年住宅用地供应分类调控相关工作要点》中要求，在22个重点城市中实行住宅用地“两集中”同步公开出让。

2. “两集中”供地政策的影响分析

顺周期稳定器，降温土地市场，平稳行业波动。1) **对房地产市场**，“两集中”新政明确市场上土地供给的计划，提高市场信息透明度，为市场主体提供更多选择和机会，从而促使过热的土地市场重新获得供求平衡，降低地产行业的波动性和金融属性。一方面，“两集中”新政能够增加市场上单次土地供给数量；另一方面，在严格明确供地时间、计划后，从土地需求看有助于降低企业的过度、无序拍地冲动，从而促使过热的土地市场重新获得供求平衡，一定程度上可以拉平周期，降低地产行业的波动性，确保平稳运行。2) **对房企**，“集中供地”信息披露透明，帮助房企从“逢地必抢”的泥潭中有效脱身。在过去常态化供地模式中，土地供应随机、没有规则，在分散拍卖的模式下，地方政府和拍地者之间往往存在着博弈的行为，无形中抬高了地块的价格，随之而来的高房价也难以控制。3) **对地方政府**，“两集中”通过供给端的改革，倒逼地方政府编制好供地计划，包括供地批次、时间、规模，还可以根据市场热度决定供地计划调整。

逆周期弊端渐显：1) 房企拿地资金要求提升，行业下行期间流拍加剧。集中供地背景下大量土地集中上市，对房企的资金量和资金使用效率提出了更高的要求。此外，2021年首批集中供地，部分城市的高保证金比例及其他要求，对除龙头外的大部分房企拿地施以压力。2) “两集中”主要在部分土地热点城市展开，使得按照“两集中”模式供地，热点城市、优质板块与冷门城市、欠优质板块的分化会加剧。3) “两集中”作为土地市场的降温器，会提升房企拿地的难度。在房企资金链紧张的行业下行周期中，

土地市场短期迅速降温，还可能进而影响地方政府财政。

3. 供地政策展望

从 2021 年三季度开始，我国楼市成交下滑，房企销售回款随之恶化，叠加去杠杆政策，房企现金流压力陡增，拿地意愿普遍下降。2021、2022 年我国土地出让溢价率明显下台阶，2020 年至 2022 年 11 月期间，我国成交土地楼面均价已由 1845 元/平连续降至 1345 元/平，土地价格跌回至 2016-2018 年期间。“两集中”政策平抑热点城市土地高溢价的政策效果已经达成。从拿地企业类型来看，今年以来 22 城拿地企业仍以央国企、地方国资为主，部分城市地方国资托底明显，民企拿地态度整体偏谨慎。地方国资平台拿地多为市场托底，2022 年目前整体入市率仅 9%。左手倒右手的现象，似乎已经成为各大城市集中供地中的常态。这显然不符合集中供地政策推出的初衷。

在行业下行期调整集中供地政策是有必要的，有利于行业恢复常态。目前，武汉、长沙等部分城市已经开始进行调整和退出实施不到两年的土地集中供应制度，由于大部分城市尚未完成供地，地方财政压力下部分城市将供地批次增加至多次。除部分城市对土地出让“两集中”政策放松外，“放松限价”、“延缓土地出让金缴纳时间”等土拍规则亦在优化调整。总体来说，在行业上行阶段，“两集中”政策出台平抑土地市场热度的目标已完成；当前土地市场缩量供应，城投托底拿地模式亦不可长期持续。回顾 2022 年中国低迷的土地市场成交情况，“两集中”政策出台平抑土地市场热度的目标已完成。另外，在市场下行时，集中供地会进一步加剧土地流拍，使得土地市场形势更为低迷，一方面，导致市场对于楼市未来预期更为悲观，形成地价和房价的负反馈循环，地方土地财政受损。另一方面，在房地产市场低迷、民企开发商资金链紧张的背景下，地方城投托底拿地成为一种普遍现象。但由此也滋生了一系列问题，如项目开工慢、入市节奏缓、城投债务风险上升等。因此，在行业下行期调整集中供地政策是有必要的，有利于行业恢复常态。各城市如北京、武汉、南京等目前多采用增加土地出让频率至四次及以上的调整措施，预计未来会相应地缩减每批次供应地块数量，并合理调整土地出让的底价和溢价率，以此提升房企资金周转效率。在房地产投资低迷、土地市场交易量下行的行业阶段，我们认为，除了阶段性调整“两集中”土地出让政策外，部分城市正在试点进行的“暂时延长开发商支付土地出让金的时限”、“集中供地流拍的地块回炉降价竞拍”、“下调保证金比例”、“竞配建、竞自持等规则改为地价触底后摇号或抽签”等规则的放松有望进一步出台，以提振房企拿地的信心和意愿。

4. 风险提示

行业下行压力超预期；疫情反复、发展超预期；调控政策放松不及预期或超预期收紧。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司
Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong
香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼
Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)
公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

