



土地改革专题研究

所属行业：房地产

从城镇化角度谈土改三种可能的前途

十八届三中全会土地改革前瞻

内容简介：

◆ **现行土地管理制度已构成对城镇化进程的现实阻碍：**在现行城乡土地流转制度下，一方面农民无法取得土地增值收益，缺乏住房购买力，另一方面，农村建设用地无法向城市快速、自由流转，加剧了土地资源稀缺了局面，间接推高了房价，两方面均对农民市民化产生消极作用，客观上形成了对城镇化进程的阻碍。

◆ **房产税扩容或是土改市场化的契机：**当前土改的目的应当是将土地增值收益作为农民市民化的成本，同时解决城镇建设用地短缺问题，而土地财政是这一转变迟迟不能实现的症结所在，在中央、地方税收格局不做重大调整的基础上，房产税扩容或是改变地方政府对土地财政依赖的关键。

◆ **土改三种可能的前途：**土改实质是中央、地方之间的博弈，最后的结局可能是彼此利益皆不触动，即在不改变中央与地方财政关系的前提下，中央以增量房产税（加重城市居民负担）来换取地方对城镇化的支持（退地收益让利于农民），当然，这一转变就如当前的城镇化一样，需要一个较为长期的过程。我们判断未来土改方案可能有以下三种前途：

◆ **上策：**确定开始统一的城乡土地市场开始试点，征地范围开始受到限制，同时，房产税扩容范围达区县级政府。

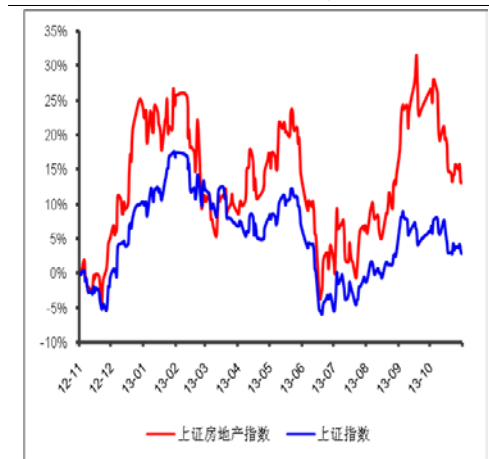
◆ **中策：**对城乡建设用地增减挂钩试点进行较大调整，包括进一步扩大试点覆盖范围，显著提高农民土地增值收益的比例等，同时房产税扩容力度较大，但不及“上策”水平。

◆ **下策：**对城乡建设用地增减挂钩试点进行小修小补，例如制定较原来更高但缺乏执行力征地补偿标准等，房产税扩容力度明显偏弱，仅覆盖少数热点城市。

◆ **投资建议：**在“上策”情况下，建议重点关注成长空间大的二三线龙头，如荣盛发展、金科股份、南国置业；在“中策”情况下，建议重点关注业绩稳健的高周转龙头，如万科、保利地产、招商地产、金地集团；在“下策”情况下，建议重点关注经营模式独特的公司，如华夏幸福等。

◆ **风险提示：**土地改革不达预期。

12个月房地产指数表现



相关研究

《负面政策预期淡化，估值弱修复》——房地产2012年四季度投资策略（2012-09-30）

《复苏有望延续，龙头股投资价值凸显》——2013年二季度房地产行业投资策略（2012-03-29）

证券分析师

裴明华
S0280511030001
peiminghua@xsdzq.cn
010-83561313

内容目录

1. 现行农村土地管理制度阻碍我们的城镇化	3
1.1 举步维艰的中国城镇化	3
1.2 “剪刀差式” 征地导致农民住房购买力严重不足	4
1.3 “摊饼式” 征地推高了房价，提高了农民进程门槛	5
2. 房产税扩容或是土改市场化的基石	6
2.1 土改框架或早已确定	6
2.2 城乡建设用地增减挂钩可能只是过渡	7
2.3 房产税扩容或是土地改革的真正转机	7
3. 土改可能的三种前途及对应投资建议	9
3.1 土改可能的三种前途	9
3.2 “上策” 对应投资建议	9
3.3:“中策”对应投资建议	9
3.4 “下策” 对应投资建议	9

图目录

图 1: 近年来中国实际城镇化率环比增速呈现下降趋势	3
图 2: 城乡二元土地管理制度示意图	4
图 3: “剪刀差” 的征地模式导致农民住房购买力不足	4
图 4: 2008-2012 年建设用地供应情况	5
图 5: “摊饼式” 征地具有空间上的局限性	5
图 6: 2008 年以来土地楼面价变动趋势	5
图 7: 十七届三中全会土改框架示意图	6
图 8: 城乡建设用地增减挂钩示意图	7
图 9: 房产税代替土地财政路线图	8
图 10: 2009 年世界主要国家房产税占地方税收的比例	8

表目录

表 1: 中国与美日韩城市化率对比	3
-------------------------	---

1. 现行农村土地管理制度阻碍我们的城镇化

作为最大内需潜力之所在，中国城镇化近年来的发展并不顺利，这主要受制于现行土地管理制度、户籍制度等问题。其中，土地管理制度的改革与完善与城镇化关系最为紧密，从当前中央政策层面和实际操作层面的动向来看，我们认为土地改革问题有望率先取得重大突破的领域。

1.1 举步维艰的中国城镇化

城镇化的核心就是大量农村剩余人口转移至城镇，非农就业人口比例不断上升。正如李克强总理所言：“城镇人口和非农就业比例都是区分发达国家与发展中国家一个很重要、很清晰的界限。”

中国2012年人均GDP达6000美元，已进入中等收入国家行列，但中国城镇化率无论是按照常住人口口径还是户籍口径统计，均显著落后于美日韩等国家在相同经济发展阶段所处的城镇化水平。

表1：中国与美日韩城市化率对比

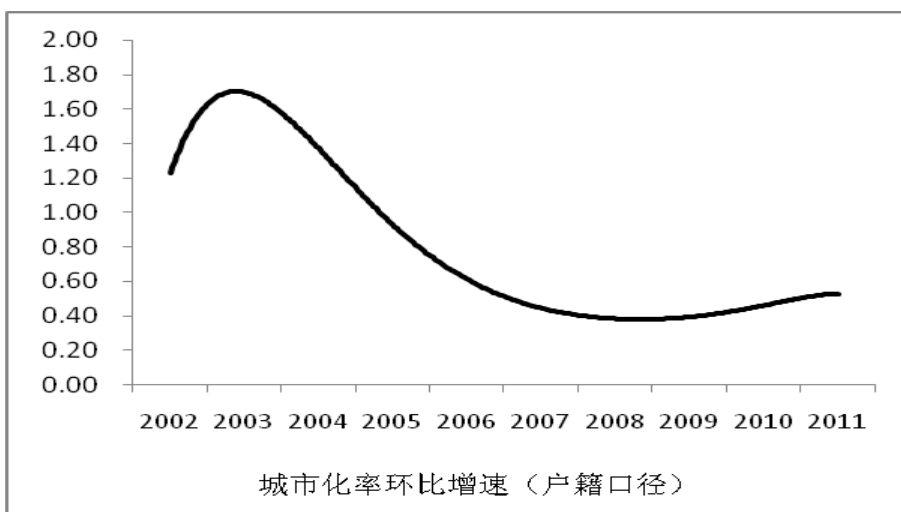
	美国	日本	韩国	中国 1	中国 2
年份	1973	1977	1990	2012	2012
人均 GDP (美元)	6,462	6,230	6,153	6,000	6,000
城镇化率	73%	75%	73%	52%	35%

注释：中国 1 城镇化率是常住人口口径、中国 2 城镇化率是户籍口径

来源：WIND、新时代证券研发中心整理

只有农民对生存资源的获取真正脱离土地成为非农业人口，才是真正意义上的城镇化。如果按户籍口径，我们2012年我们实际城镇化率仅为35%，过去10年年均增速仅为0.8个百分点，且增速呈现环比下降趋势。从这个意义上讲，中国城镇化发展任重道远。中国城镇化进展缓慢是综合原因所致，但如果从现实利益角度分析，当前农村土地管理制度的局限性则是非常重要的体制原因。

图 1：近年来中国实际城镇化率环比增速呈现下降趋势

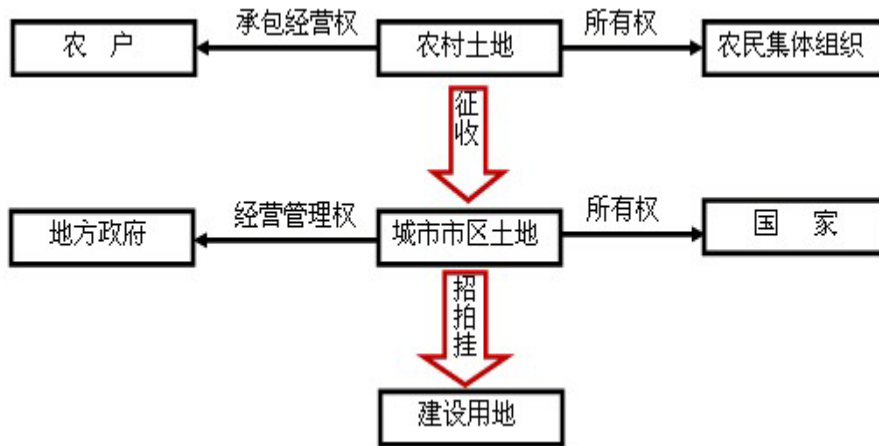


来源：WIND、新时代证券研发中心

1.2 “剪刀差式”征地导致农民住房购买力严重不足

我国目前实行城乡二元土地管理制度，农村土地除乡镇企业用地、村民宅基地等除外，不能直接进入建设土地市场。土地管理法规定，任何单位和个人进行建设，需要使用土地的，必须申请使用国有土地。农村土地只有通过政府征收方式转为国有土地后方可进入建设用地市场。

图 2：城乡二元土地管理制度示意图

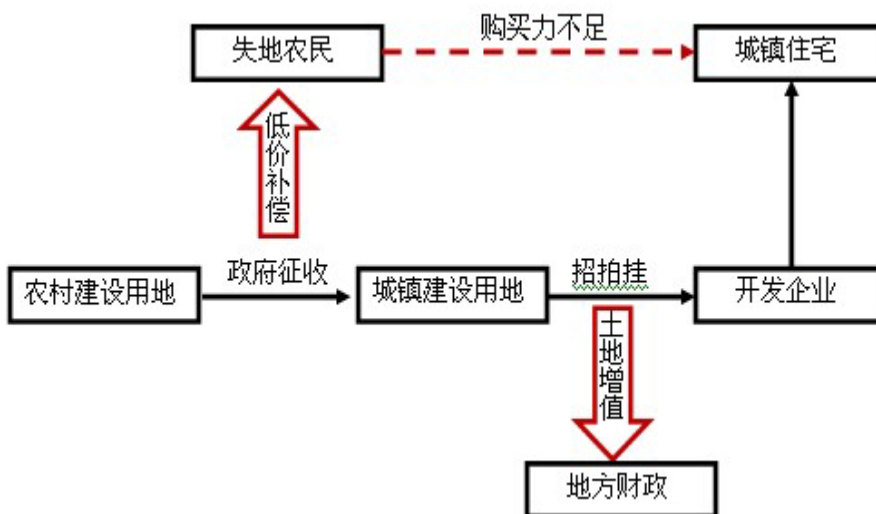


来源：《土地管理法》、新时代证券研发中心整理

城乡二元土地管理制度下，政府通过极低的价格征收农村集体土地，然后在通过招拍挂按市场价格出售，取得高额的土地增值收益差价，这一方面形成了地方政府对土地财政的依赖，同时由于补偿过低，失地农民无力在城镇购买住房，构成了对城镇化的实质阻碍。

层出不穷的征地流血事件证明现行土地制度已经到了非改不可的地步，将土地增值收益让渡给农民作为农民市民化的成本，已经成为当前土地改革制度的焦点性问题。

图 3：“剪刀差”的征地模式导致农民住房购买力不足

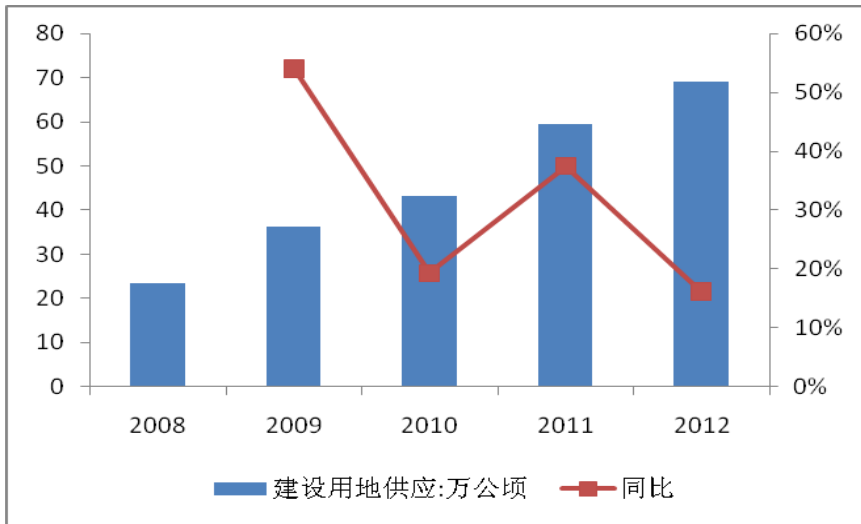


来源：新时代证券研发中心整理

1.3 “摊饼式”征地推高了房价，提高了农民进城门槛

我国目前城市建设用地面积为419万公顷，仅为国土面积的0.4%，由于近年来消耗过快，目前供应已日趋紧张。根据国土部预测，“十二五”期间全国建设用地需求就高达311万公顷，与此同时，截止2011年末，全国仅剩新增建设用地指标244万公顷，意味着到不了2015年，中国城市建设用地指标即将告罄。

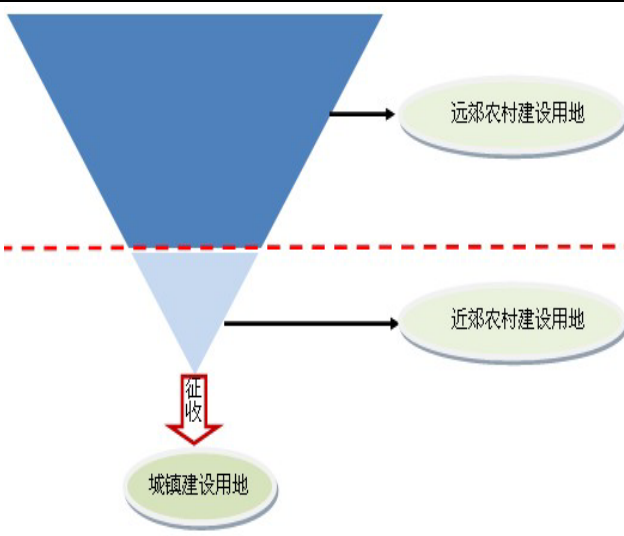
图 4：2008-2012 年建设用地供应情况



来源：国土资源部、新时代证券研发中心整理

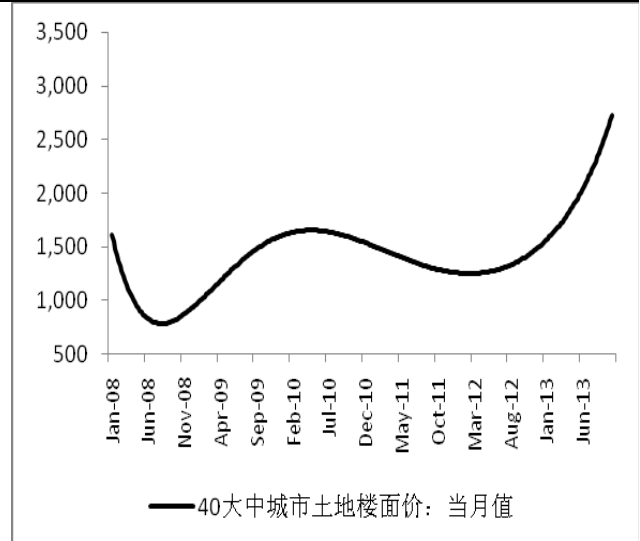
目前农村建设用总面积为1660万公顷，人均建设用地面积247平米/人，均为城市的4倍。从提高土地利用效率角度来看，庞大的农村建设用地可以作为城市建设用地的重要补充。但由于农村土地无法自由进入城市建设用地市场，“摊饼式”征地无法满足日益增长的城市建设用地需求，大量农村闲置土地无法及时利用，人为推高了地价以及房价，农民购房变得更加困难，进一步提高了农民“进城”的门槛。

图 5：“摊饼式”征地具有空间上的局限性



来源：新时代证券研发中心整理

图 6：2008 年以来土地楼面价变动趋势



来源：WIND、新时代证券研发中心整理

李克强总理就曾经在2012年9月省部级领导干部推进城镇化建设研讨班学员座谈会上的讲话中就曾指出：“释放城镇化带来的内需潜力，就不能抬高城镇化过程中人口转移的门槛。这几年，我们抑制房价过快上涨，大规模推进保障性安居工程建设，既是保障和改善民生的现实需要，也是为了使工业化、城镇化进程不至于受阻。”

第一部分小结：在现行土地流转制度下，一方面农民无法取得土地增值收益，缺乏住房购买力，另一方面，征地制度下，农村建设用地无法向城市快速、自由流转，加剧了土地资源稀缺了局面，间接推高了房价，两方面均对农民市民化产生消极作用。现行土地制度是影响我国城镇化推进的重大现实制度原因，已经到了非改不可的地步。

2. 房产税扩容或是土改市场化的基石

从城镇化的角度，土改必须要解决两个问题，一是解决农民住房购买力的问题，二解决地价、房价过高问题。我们认为，土改大方向早在十七届三中全会即已确立，但实现过程中却受到土地财政的羁绊。

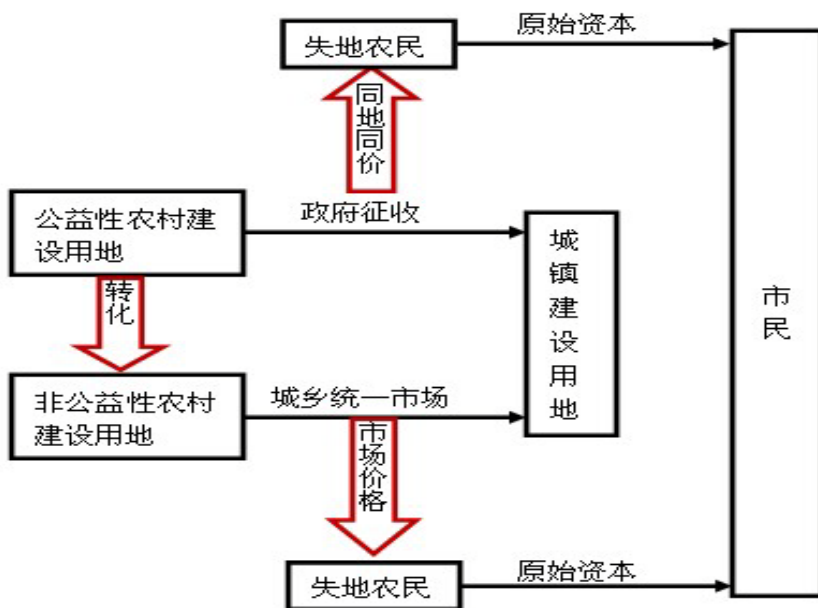
2.1 土改框架或早已确定

2008年十七届三中全会《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题决定》已经对当前土地改革的大方向进行了初步明确：

- 在征地模式下，完善征地补偿机制，按照同地同价原则及时足额给农民合理补偿，解决好农民就业、住房、社会保障问题；
- 逐步缩小征地范围，打破地方政府对土地资源的垄断，建立城乡统一有形的土地市场、以公开规范的方式转让土地使用权。

我们认为，十七届三中全会土改内容的核心，就是将土地增值收益向农民倾斜，作为城镇化的成本。

图 7：十七届三中全会土改框架示意图



来源：新时代证券研发中心整理

十七届三中全会确立的土改框架下，一方面，由于土地增值收益主要让渡给了农民，从而显著提升了农民住房购买力；另一方面，城乡统一市场的建立，为数倍于城镇建设用地规模农村建设土地自由流转提供了可能，可以显著缓解当前城镇建设用地紧缺的局面，从而有效缓解地价、房价的上涨，降低城镇化的门槛。

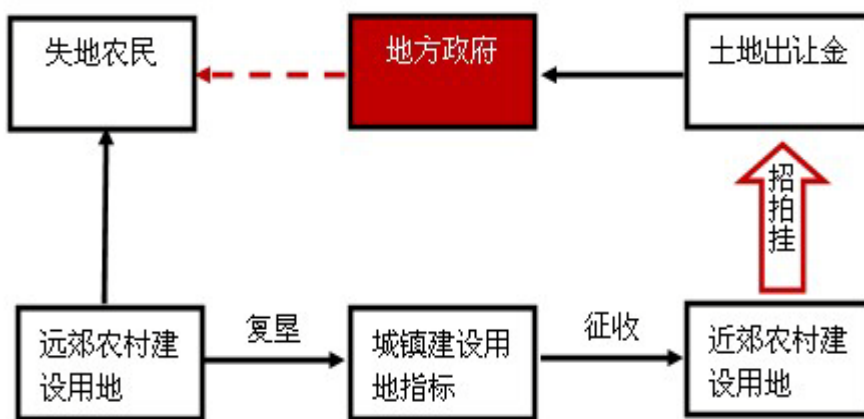
2.2 城乡建设用地增减挂钩可能只是过渡

2008年6月开始实施的城乡建设用地增减挂钩可以说是对十七届三中全会确立的土改政策的一种过渡措施，与原有农村土地管理制度相比，该制度的一些做法具有明显的进步意义：

一是该试点使得农村集体建设用地与城市建设用地远距离、大范围的转换成为可能，可缓解城市建设用地紧张，带动城乡之间土地要素流转，大幅度提升偏远地区的农村土地价值；

二是该试点名义上确立了城市反哺农村、工业反哺农业的原则，要求建新地块所得收益优先保障农民利益，失地农民实际补偿有所提升。

图 8：城乡建设用地增减挂钩示意图



来源：新时代证券研发中心整理

城乡建设用地增减挂钩试点也存在着明显的不足，即依然采用征地模式，由地方政府而非市场主导，导致包括重庆地票模式在内的地方诸多实践中明文规定的农民退地收益得不到兑现，实际结果往往是“借土改之名，行圈地之实”，偏离了十七届三中全会确立的土改精神，这成为了该制度的致命伤。

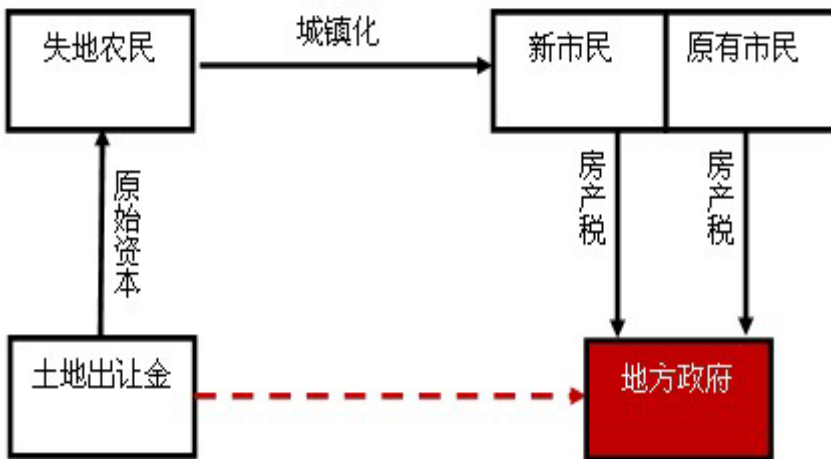
我们认为，政府主导下的土地流转，土地增值收益很难真正转移给农民。建立统一的城乡土地市场才是根本出路，这也应当是十八届三中全会土改焦点问题。

2.3 房产税扩容或是土地改革的真正转机

土地财政和房产税，可能是一个问题的两个方面。当前土地改革进展缓慢，根本性的问题在于土地财政，即地方政府对土地出让金的高度依赖。问题的关键在于，如果土改坚持将土地增值收益留给农民，那么，下一个用什么来填补地方财政的亏空？

我们的答案是：房产税。

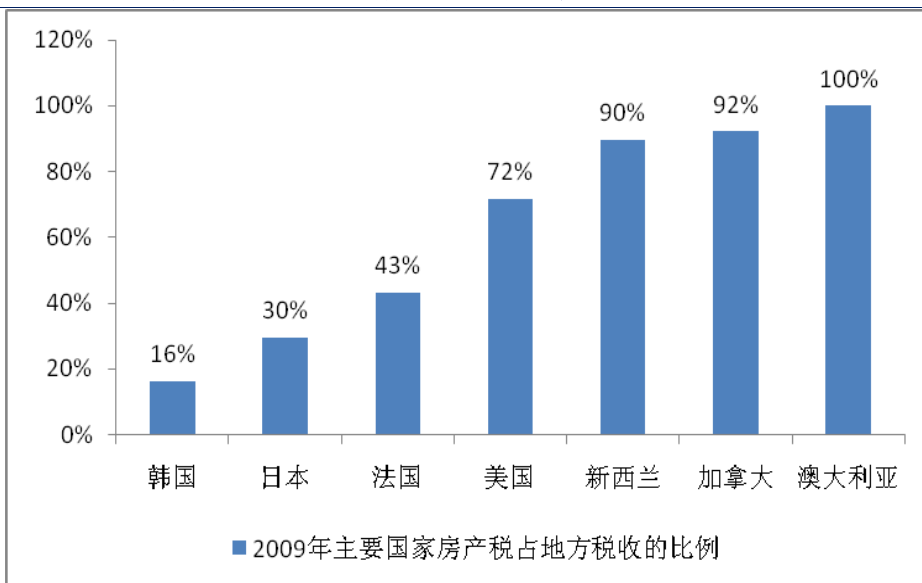
图 9：房产税代替土地财政路线图



来源：新时代证券研发中心整理

我们认为，未来一个可能的趋势是，农村集体建设用地出让增值收益将作为失地农民市民化的成本，而不再是地方财政的基石，同时，地方政府通过不断加大对城市房产税的征收力度作为地方财政新的来源，这不仅符合“城市反哺农村”的土改精神，更符合国际一般经验。

图 10：2009 年世界主要国家房产税占地方税收的比例



来源：OECD、新时代证券研发中心整理

第二部分小结：当前土改的目的应当是将土地增值收益作为农民市民化的成本，同时解决城镇建设用地短缺问题，而土地财政是这一转变迟迟不能实现的症结所在，在中央、地方税收格局不做重大调整的基础上，按照城市反哺农村的要求，房产税开征力度加大或是打开局面的关键所在。

3. 土改可能的三种前途及对应投资建议

3.1 土改可能的三种前途

土改实质是中央、地方之间的博弈，最后的结局很可能是彼此利益皆不触动，即在不改变中央与地方财政关系的前提下，中央以增量房产税（加重城市居民负担）来换取地方对城镇化的支持（退地收益让利于农民），当然，这一转变就如当前的城镇化一样，需要一个较为长期的过程。结合前文论述，我们判断土改未来可能有以下三种前途：

上策	确定开始统一的城乡土地市场开始试点，征地范围开始受到限制，同时，房产税开征力度达区县级政府。
中策	对城乡建设用地增减挂钩试点进行较大调整，包括进一步扩大试点覆盖范围，显著提高农民占比土地增值收益的比例等，同时加大房产税征收力度较大，但不及“上策”水平。
下策	对城乡建设用地增减挂钩试点进行小修小补，例如缺乏制定执行力的完善征地补偿标准等，房产税开展力度依然偏弱，仅覆盖少数热点城市。

3.2 “上策”对应投资建议

“上策”情况下，土地改革得以全方位开启，地产板块或呈现先抑后扬走势。一方面，从长期看，农村建设用地直接入市有望使城市建设用地土地短缺的局面持续改善，地价有下行压力，前期房企高价储备地块则面临贬值风险，地产股估值需要重估；另一方面，由于对随着退地收益向农民侧重，农民住房购买力将逐步提升，城镇化进程提速，住房需求上升，有利于房屋销售的增长，长期利好地产板块，给予“买入”评级。

推荐标的：建议重点关注成长空间大的二三线龙头标的，如荣盛发展、金科股份、南国置业等。

3.3：“中策”对应投资建议

“中策”情况下，土地改革并不彻底，但力度也比较大，且为后续改革预留了空间，我们判断地产板块依然将呈现先抑后扬走势，逻辑同“上策”分析，虽然改革红利释放力度相对较弱，但绵延时间可能会较长，长期利好地产板块，给予“增持”评级。

推荐标的：建议重点关注业绩稳健的高周转龙头公司，如万科、保利地产、招商地产、金地集团等。

3.4 “下策”对应投资建议

“下策”情况下，土地改革停滞不前，城镇化势必受阻，农民住房购买力无法得到改善，土地流转效率持续低下，地产行业将面临有效需求不足和土地成本上升的压力，地产股可能长期维持窄幅震荡格局，给予“中性”投资评级。

推荐标的：建议重点关注经营模式独特、富有成长性的公司，如华夏幸福等。

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级界定：

行业评级：

推荐：预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数

中性：预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平

回避：预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

股票评级：

买入：预期未来6个月股价涨幅： $\geq 15\%$

增持：预期未来6个月股价涨幅： $10\% - 15\%$

中性：预期未来6个月股价涨幅： $-10\% - +10\%$

减持：预期未来6个月股价跌幅： $>10\%$

免责声明：

本报告信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，投资者应自行关注本公司相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“新时代证券公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

新时代证券有限责任公司

地址：北京市海淀区北三环西路99号西海国际中心1号楼15层

电话：010-83561319