

房地产行业专题报告

城改矢在弦上，大有所为——城中村改造系列专题（一）

方正证券研究所证券研究报告

分析师

刘清海

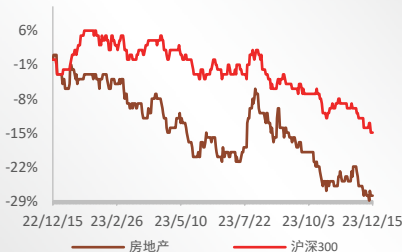
登记编号：S1220523090001

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总家数	232
总股本(亿股)	8,283.16
销售收入(亿元)	32,981.18
利润总额(亿元)	5,519.37
行业平均 PE	19.42
平均股价(元)	5.32

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《一线城市楼市近期表现如何？——房地产行业专题报告》2023.12.08

《如何看待上海新房市场的变化？——房地产行业专题报告》2023.11.20

《当前地产行业值得重视的几个变化——房地产行业专题报告》2023.11.15

《楼市活跃度提升，市场分化明显——十二城地产政策优化调研反馈》2023.09.14

棚改有效拉动投资销售，改造模式实现闭环。上轮棚改 2005 年起步于辽宁，2008 年开始进入全国推广阶段，并于 2014 年发力于货币化安置政策，2018 年后随着货币化政策的退坡而步入尾声。发力阶段的五年间（2014-2018），全国实际执行棚改住房套数共 2912 万套，我们测算，货币化安置共拉动约 8.2 亿 m^2 销售面积，较宽口径下共约拉动 16.3 万亿的开发投资与上下游产值。上轮棚改的资金链路清晰，PSL 与专项债先后发挥了重要作用，且因棚改期间行业基本面上行，多方利益得到保障，棚改模式得以实现闭环。

城改政策高度定位，自上而下，聚焦核心城市。2023 年以来，城中村改造工作屡次被中央提及，其中 2023 年 4 月的政治局会议将城中村改造项目首次单列，提出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造”，初步释放政策信号，城改的战略高度与重要性提升。政策目前覆盖 21 个超大特大城市，但考虑到人口规模并非政策关注重点等因素，我们认为后续覆盖城市有望扩围至 35 城。地方层面积极响应中央号召，其中广州、深圳、天津、成都等城市已公布了较为明确的城中村改造计划。

城改或采取“做地”模式，可行性较高。行业下行周期之中，“一二级联动开发”或存多道难题，主要为：①市场参与土地一级整备意愿较弱；②利益难平衡，改造进度缓慢；③实施主体资金承压，改造进度停滞。本轮城改中，中央强调净地出让，意味着本轮城改或将采取“做地”模式，该种模式之下，国企将主要负责土地一级整备，民企积极参与土地二级开发，鉴于“做地”突出公益属性，且不服从表决方案的拆改户可被强制执行，以及国企资金较为充裕，我们认为“一二级联动开发”模式于当下所面临的难题有望被“做地”模式逐一解决，“做地”模式可行性较高。

城改安置或以房票为主，定向去化库存。截至 2023 年 10 月，全国住宅现房库存累计 3.1 亿 m^2 ，达近 6 年最高水平，库存亟待下降。而房票安置作为特殊的货币化安置方式，有助于锁定购房需求在本地的释放，更利于去化商品住宅存量库存，助力房企销售回款。且郑州、青岛等超大特大城市已明确将推行房票安置，我们认为本轮城改或采取房票安置为主要安置方法。

城改资金来源或仍以政策性资金为关键，社会资本发挥重要作用。根据《广州市城中村改造条例（草案修改稿·征求意见稿）》内容，本轮城中村改造具体资金来源包括政府专项借款与专项贷款、改造专项债、社会资本等。其中，除了政策性资金外，如《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》中提到的鼓励和支持民间资本参与，我们认为社会资本将成为城中村改造的有生力量。

城改或将拉动投资 4.6-7.8 万亿元，直接贡献销售面积 1.1-2.5 亿 m^2 。通过我们的测算，本轮城改或将涉及建面 11.4 亿 m^2 ，若覆盖城市扩围至 35 城，则将涉及建面 13.2 亿 m^2 ；基于预估的涉及建面，以及拆建比、拆除比例、拆除/新建/改造单方成本等关键假设，本轮城改保守/中性/乐观预期下将分别拉动 4.6/5.6/6.7 万亿元建安投资额，若覆盖城市扩围至 35 城，则分别为 5.3/6.5/7.8 万亿元；基于假设测算得到，本轮城改保守/中性/乐观预期下将分别拉动商品住宅销售面积 1.1/1.6/2.2 亿 m^2 ，若覆盖城市扩围至 35 城，则分别为 1.3/1.9/2.5 亿 m^2 。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

投资建议：城中村改造高度定位，房票安置有望定向去化库存，优化行业供需结构，且“做地”模式可期，将有效拉动投资与销售。城中村改造获中央高度重视，战略意义凸显，具体安置方法或将采取房票安置，将定向去化库存，进而优化行业供需结构，且“做地”模式可行性较高，将有效拉动投资与销售，我们看好 2024 年成为房地产行业的企稳之年，重申推荐地产板块。标的方面，核心关注：保利发展、天地源、我爱我家、浦东金桥。此外，建议关注：①城中村改造（越秀地产、天健集团、城建发展、中华企业）；②存量房赛道（贝壳-W）；③优质民企（新城控股、龙湖集团）；④格局优化（招商蛇口、华发股份、建发国际集团）。

风险提示：城中村改造推进不及预期；资金来源受限；楼市回暖不及预期。

正文目录

1 棚改回顾：有效拉动投资销售，改造模式实现闭环	6
1.1 棚改浩荡十余年，步入尾声	6
1.2 棚改有效拉动销售与投资	10
1.3 PSL 与专项债发挥重要作用	14
1.4 棚改期间基本面上行，多方利益得以保障	17
2 城改概念：城改≠棚改	19
2.1 何为城中村：都市里的村庄	19
2.2 城中村如何形成：城镇化的产物	20
2.3 何为城改：并非“棚改 2.0”	21
3 城改政策：高度定位，自上而下，聚焦核心城市	23
3.1 获中央高度重视	23
3.2 聚焦 21 个核心城市，有望扩围至 35 城	24
3.3 地方积极响应，精准施策	26
4 城改有哪些模式：政府主导、村集体主导、市场化运作	27
4.1 政府主导型：“做地+收储”	27
4.2 村集体主导型：“村集体主导+自筹资金”	28
4.3 市场化运作型：“一二级联动开发”	29
5 本轮城改模式：“做地”逐一“破题”	30
5.1 “一二级联动开发”恐难适应当下，面临多道难题	30
5.1.1 难题一：市场参与土地一级整备意愿较弱	31
5.1.2 难题二：利益难平衡，改造进度缓慢	31
5.1.3 难题三：实施主体资金承压，改造进度停滞	33
5.2 广州探索“做地”模式，或将逐一“破题”	34
5.2.1 破题一：“做地”模式下，国企负责土地一级整备	37
5.2.2 破题二：“做地”突出公益属性，不服从表决可被强制执行	37
5.2.3 破题三：国企确保一级整备资金充裕，民企积极参与二级开发	38
6 城改安置方法：房票安置定向去化库存	40
6.1 住宅库存达近 6 年最高水平，亟待下降	40
6.2 城改或以房票安置为主，定向去化库存	40
7 城改资金来源：政策性资金仍为关键，社会资本发挥重要作用	41
7.1 专项贷款：或仍为主要资金来源	42
7.2 专项债：或为重要资金来源之一	43
7.3 全国公共财政支出：或成为重要补充资金	43
7.4 商业银行贷款：商业银行或较具积极性	44
7.5 社会资本：或将发挥重要作用	44
8 城改规模：或拉动投资 4.6-7.8 万亿元，销售面积 1.1-2.5 亿 m²	45
8.1 涉及建面约 11.4-13.2 亿 m²	45
8.2 或将拉动投资额 4.6-7.8 万亿元	47
8.3 或将拉动销售面积 1.1-2.5 亿 m²	49
9 投资建议及推荐标的	51

图表目录

图表 1: 棚改各阶段政策梳理	6
图表 2: 2014-2018 五年间, 全国实际执行棚改住房套数共 2912 万套	8
图表 3: 2018 年后, 全国实际执行棚改住房套数大幅减少	9
图表 4: 货币化安置拉动约 8.2 亿 ^m 销售面积	10
图表 5: 货币化拉动销售占全国住宅销售面积的 12.6%	10
图表 6: 棚改对销售拉动效果的测算过程	10
图表 7: 实物化安置拉动约 7.6 万亿投资额	11
图表 8: 实物化拉动投资占全国开发投资额的 21.2%	11
图表 9: 棚改对投资拉动效果的测算过程	11
图表 10: 棚改拉动的下游产业产值合计约 2.7 万亿元	12
图表 11: 棚改拉动的投资及上下游产值约 10.3 万亿元	12
图表 12: 棚改对地产开发及上下游产值拉动效果的测算过程	12
图表 13: 货币化消化库存拉动的开发投资约 5.9 万亿元	13
图表 14: 棚改拉动的投资 (较宽口径) 约 16.3 万亿元	13
图表 15: 棚改对投资拉动效果的测算过程 (较宽口径)	13
图表 16: 棚改资金来源可分为四个部分	14
图表 17: 2015-18 年棚改专项贷累计规模约 4.7 万亿元	15
图表 18: 棚改专项贷款占比总投资约 73.5%	15
图表 19: PSL 发行规模占棚改专项贷比例最高达 89.6%	15
图表 20: PSL 发行规模占棚改总投资额比例最高达 65.9%	15
图表 21: 2015-2018 年间, PSL 持续放量	16
图表 22: 棚改专项债 2018 年后替代专项贷款	16
图表 23: 2019 年棚改专项债占专项债比例达 27.2%	16
图表 24: 房价自 2015 年 4 月开始持续上涨	17
图表 25: 棚改期间的房地产行业基本面上行	17
图表 26: 基本面的上行实现了棚改模式的闭环	17
图表 27: 上轮棚改中, 多方收益优于成本, 利益获得了保障	18
图表 28: 城中村生活水平与环境优化空间较大	19
图表 29: 珠江新城中的村庄——冼村	20
图表 30: 改革开放后, 中国城镇化进程加速发展	20
图表 31: 中国城市建成区面积快速扩张	20
图表 32: 城中村改造与棚改、旧改同属城市更新范畴	21
图表 33: 城中村改造与棚改、旧改在多个方面存在不同	22
图表 34: 2023 年以来城中村改造相关政策梳理	23
图表 35: 21 个超大特大城市情况	24
图表 36: 部分 I 型大城市下半年城中村相关政策与表态	25
图表 37: 覆盖城市有望包含人口 300 万以上的 I 型大城市, 城市范围或将扩围至 35 个城市	25
图表 38: 部分超大特大城市城中村改造规划	26
图表 39: 政府主导型城改模式以“做地+收储”方式为代表	27
图表 40: 村集体主导型城改模式以“村集体主导+自筹资金”方式为代表	28
图表 41: 市场化运作具体模式为“一二级联动开发”	29
图表 42: 广州先前“一二级联动开发”的市场化模式流程	30
图表 43: 2021 年三季度以来房价上涨势能不足	31
图表 44: 商品住宅销售面积同比暂未回正	31
图表 45: 实施方案需表决通过	32

图表 46: 拆补方案需表决通过	32
图表 47: 广州计划推进的 69 个前期工作项目中 (仅列出可得信息的项目), 较多项目仍处于方案编制阶段	32
图表 48: 广州增城区城中村改造项目中, 近半数实施主体出现债务违约/展期.....	33
图表 49: 广州城中村与中心城区交融.....	34
图表 50: 2023 年来, 广州积极探索城中村改造的可行模式	35
图表 51: 广州计划 2023 年推进 127 个城中村改造项目.....	35
图表 52: 中央强调净地出让, 广州积极响应中央号召.....	36
图表 53: 净地出让意味着一级土地整备与二级土地开发需分离.....	36
图表 54: 广州已明确 7 家市级统筹做地主体, 并划定了四大重点片区做地试点.....	37
图表 55: 蔡屋围村因一户拆改户不服从表决而耽误改造进度.....	38
图表 56: 主流上市房企中, “三道红线”位于绿档的民企数量较少	38
图表 57: 民企积极参与二级土地开发, 并协助国企进行一级开发整理, 以加快城改推进速度.....	39
图表 58: 商品住宅库存已达近 6 年最高水平, 亟待下降.....	40
图表 59: 多个超大特大城市提出将推行房票安置.....	41
图表 60: 城改资金来源多元	41
图表 61: 国开行、央行, 以及广州等城市关于政策性银行贷款积极表态.....	42
图表 62: 1-11 月, 全国棚改专项债总发行 3233.2 亿元	43
图表 63: 棚改专项债占专项债总规模比例仍较为可观.....	43
图表 64: 全国公共财政支出为上轮棚改的重要补充资金.....	43
图表 65: 今年下半年以来, 商业银行频繁发声表示将为城中村改造贡献金融力量.....	44
图表 66: 中央和多个超大特大城市明确表态鼓励和支持民间资本参与.....	44
图表 67: 可得城市的城中村占地面积.....	45
图表 68: 预计本轮城改涉及建面约 11.4-13.2 亿m².....	46
图表 69: 本轮城改对投资拉动作用的关键假设.....	47
图表 70: 本轮城改共将拉动投资额 4.6-7.8 万亿元.....	48
图表 71: 本轮城改对商品住宅销售拉动作用的关键假设.....	49
图表 72: 21 城-本轮城改将拉动销售面积 1.1-2.2 亿m²	50
图表 73: 35 城-本轮城改将拉动销售面积 1.3-2.5 亿m²	50
图表 74: 主要地产公司估值表	51

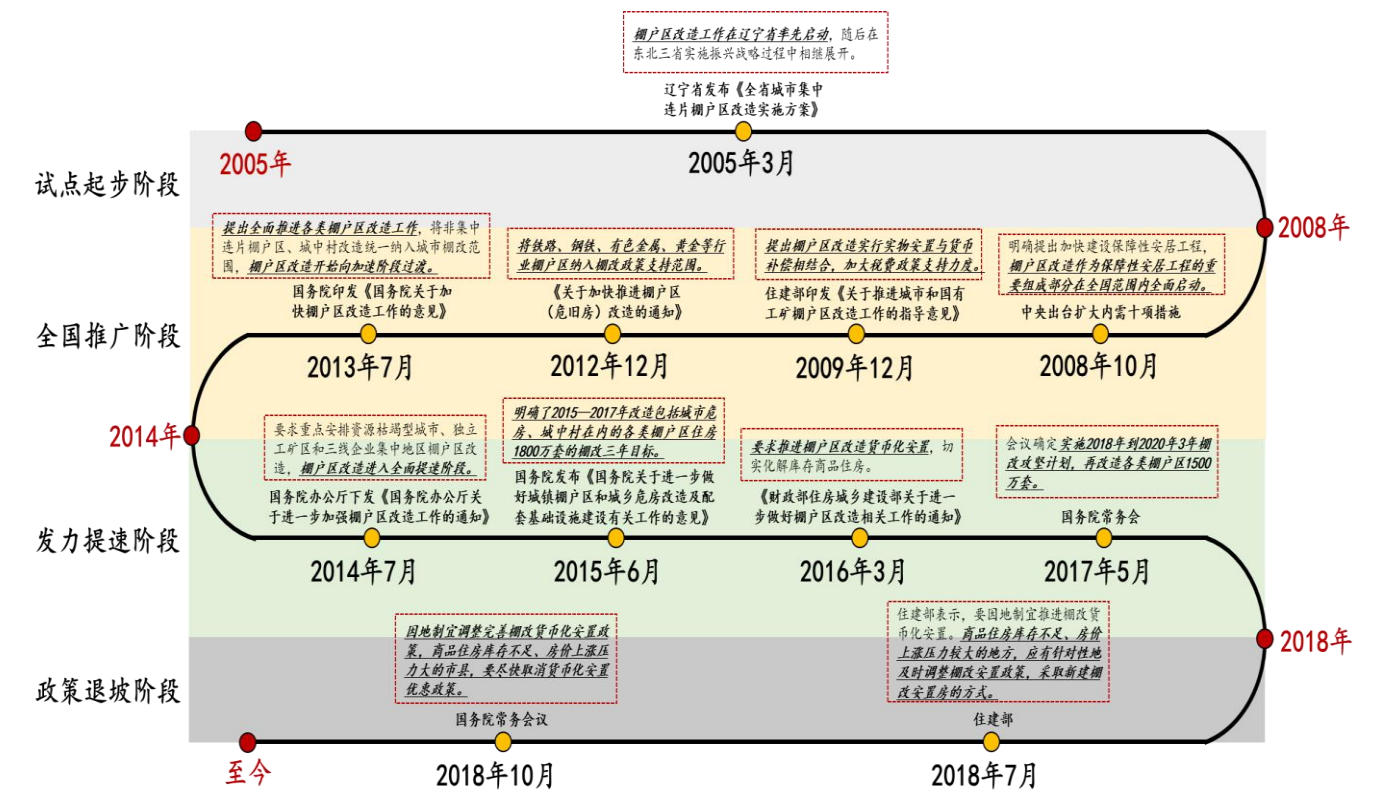
1 棚改回顾：有效拉动投资销售，改造模式实现闭环

上轮棚改 2005 年起步于辽宁，2008 年开始进入全国推广阶段，并于 2014 年发力于货币化安置政策，2018 年后随着货币化政策的退坡而步入尾声。发力阶段的五年间（2014-2018），全国实际执行棚改住房套数共 2912 万套，并通过我们的测算，货币化安置共拉动约 8.2 亿^m的销售面积，较宽口径下共约拉动 16.3 万方的开发投资与上下游产值。上轮棚改的资金链路清晰，PSL 与专项债先后发挥了重要作用，且因棚改期间行业基本面上行，多方利益得到了保障，棚改模式得以实现闭环。

1.1 棚改浩荡十余年，步入尾声

棚改发力于货币化安置政策，近年已接近尾声。棚改起步于辽宁，发力于货币化安置政策，并因货币化政策退坡而接近尾声，具体可分为四个阶段：

图表1：棚改各阶段政策梳理



资料来源：方正证券研究所整理

1) **试点起步阶段（2004 年-2008 年，实物安置）**：此阶段的特点是棚户区改造主要在以辽宁为主的局部地区试点进行，并未成为全国范围内推广的民生工程，棚户区改造处于起步阶段；

① **2005 年，棚改工作在辽宁率先起步**。2005 年 3 月，辽宁省发布《全省城市集中连片棚户区改造实施方案》，棚户区改造工作在辽宁率先启动；

② **随后东三省相继展开棚改工作**。随后东北三省实施振兴战略过程中相继展开棚改工作。

2) **全国推广阶段（2008 年-2013 年，实物安置）**：此阶段内，棚户区改造依然以实物安置为主要手段，货币安置比例较低，但中央政策已提出全面推进棚户区改造工作，棚户区改造进程开始进入全国推广阶段；

① **2008 年，中央明确棚改在全国范围内全面启动**。2008 年 11 月，中央出台的扩大内需十项措施中明确提出加快建设保障性安居工程，棚户区改造作为保障性安居工程的重要组成部分在全国范围内全面启动；

② **2009 年，住建部提出棚改实行实物安置与货币补偿相结合**。2009 年 12 月，住建部印发《关于推进城市和国有工矿棚户区改造工作的指导意见》，提出棚户区改造实行实物安置与货币补偿相结合，加大税费政策支持力度；

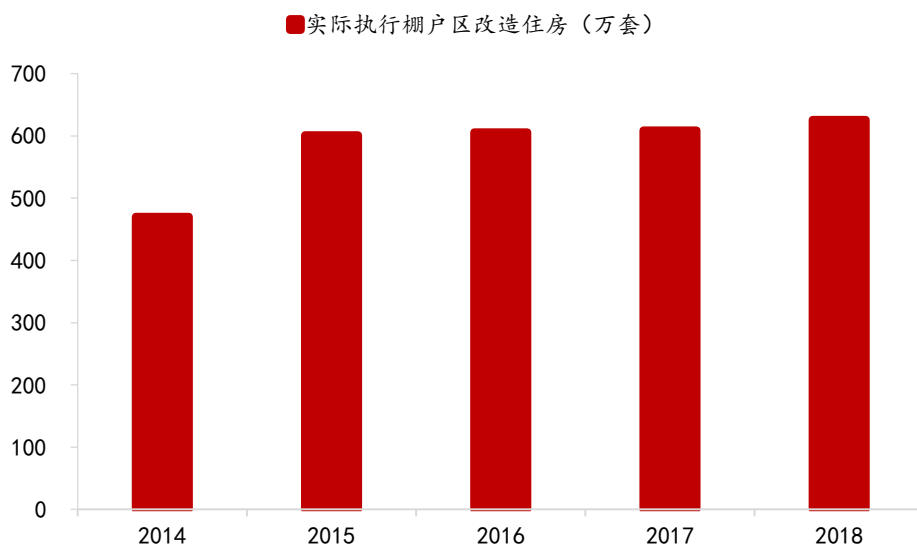
③ **2012 年，住建部等七部门扩大棚改政策支持范围**。2012 年 12 月，住建部等七部门联合下发《关于加快推进棚户区（危旧房）改造的通知》，将铁路、钢铁、有色金属、黄金等行业棚户区纳入棚改政策支持范围；

④ **2013 年，国务院提出全面推进各类棚户区改造工作**。2013 年 7 月，国务院印发《国务院关于加强棚户区改造工作的意见》，提出全面推进各类棚户区改造工作，将非集中连片棚户区、城中村改造统一纳入城市棚改范围。

3) **发力提速阶段(2014年-2018年,货币化安置)**:此阶段内,政策大力支持棚改货币化安置,并先后明确了3年1800万套与3年1500万套的棚改目标。2014-2018五年间,全国实际执行棚改住房套数共2912万套,棚户区改造进程正式步入发力提速阶段;

- ① **2014年,国务院强调进一步加强棚改工作**。2014年7月,国务院办公厅下发《国务院办公厅关于进一步加强棚户区改造工作的通知》,棚户区改造进入全面提速阶段;
- ② **2015年,国务院明确了3年1800万套的棚改目标**。2015年6月,国务院发布《国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》,明确了2015—2017年改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房1800万套的棚改三年目标;
- ③ **2016年,财政部与住建部要求推进棚改货币化**。2016年3月,财政部与住建部下发《财政部住房城乡建设部关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》,要求推进棚户区改造货币化安置,切实化解库存商品住房;
- ④ **2017年,国常会再明确3年1500万套的棚改目标**。2017年5月,国务院常务会议确定,实施2018年到2020年3年棚改攻坚计划,再改造各类棚户区1500万套。

图表2:2014-2018五年间,全国实际执行棚改住房套数共2912万套

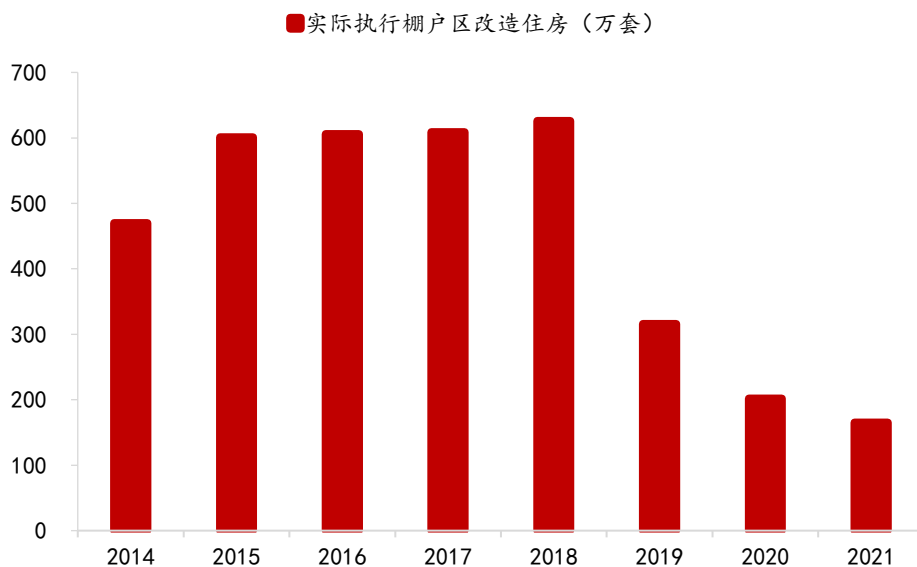


资料来源:财政部, , 方正证券研究所

4) 政策退坡阶段 (2018 年至今, 货币化安置被逐渐取消): 棚改发力提速阶段, 货币化安置推动了房价的上涨, 尤其是三四线城市的库存已位于低位, 政策对货币化安置的态度开始调整, 形成了偏紧的外部环境。随着货币化安置政策力度的衰弱, 2018 年后, 全国实际执行棚改住房套数大幅减少, 棚改进程步入尾声。

- ① 2018 年 7 月, 住建部表示要因地制宜推进棚改货币化安置。2018 年 7 月, 住建部表示, 要因地制宜推进棚改货币化安置。商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地方, 应有针对性地及时调整棚改安置政策, 采取新建棚改安置房的方式;
- ② 2018 年 10 月, 国常会强调部分地区要尽快调整货币化安置优惠政策。2018 年 10 月国务院常务会议强调, 要因地制宜调整完善棚改货币化安置政策, 商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县, 要尽快调整货币化安置优惠政策。

图表3:2018 年后, 全国实际执行棚改住房套数大幅减少



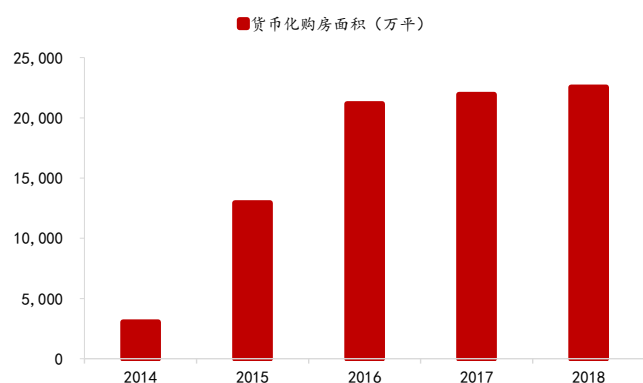
资料来源: 财政部, , 方正证券研究所 备注: 财政部未披露 2020 年数据, 2020 年数据来源于房产 360

1.2 棚改有效拉动销售与投资

2014-2018 年间，棚改通过货币化安置共拉动 8.2 亿 m^2 销售面积。我们基于以下假设，计算得到 2014-2018 年间，棚改通过货币化安置共拉动 8.2 亿 m^2 销售面积，约占 5 年间全国住宅销售面积的 12.6%：

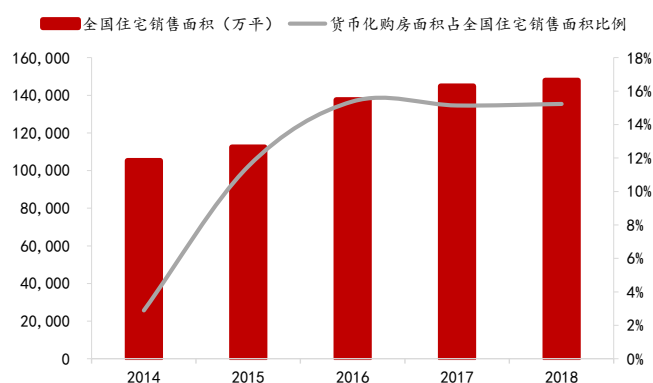
- 1) 预计 2017 与 2018 年棚改货币化比例为 50%。2017 与 2018 年的货币化安置比例官方未披露，但根据 2015 年住建部、国开行通知各地棚改货币化安置比例原则上不低于 50%，保守估计 2017 与 2018 年全国棚改货币化安置比例为 50%；
- 2) 预计货币化购房率为 80%。吉林省曾表示，2018 年有 25.5%拆迁户在领取补偿款后未购买商品住宅，故购房率按 80%预估；
- 3) 预计单套购房面积为 90 m^2 。

图表4: 货币化安置拉动约 8.2 亿 m^2 销售面积



资料来源：方正证券研究所

图表5: 货币化拉动销售占全国住宅销售面积的 12.6%



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

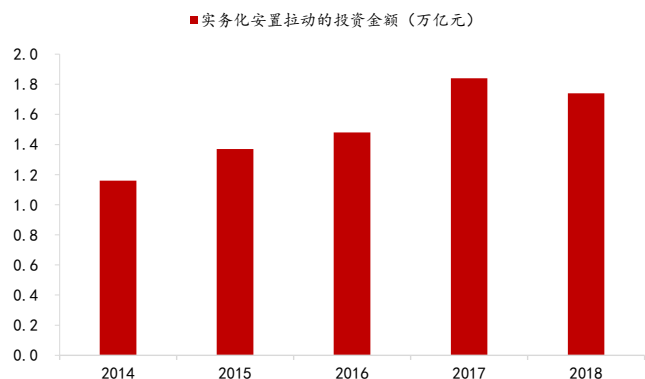
图表6: 棚改对销售拉动效果的测算过程

棚改对销售的拉动效果							
安置方法	全国	2014	2015	2016	2017	2018	合计
货币化安置	棚改新开工套数 (万套)	470	601	606	609	626	
	货币化安置比例	9.0%	29.9%	48.5%	50.0%	50.0%	
	货币化安置资金购房率	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	
	货币化安置套数 (万套)	34	144	235	244	250	
	单套购房面积 (m^2 /套)	90	90	90	90	90	
	全国住宅销售面积 (万 m^2)	105182	112406	137540	144789	147929	647846
	货币化购房面积 (万 m^2)	3046	12938	21162	21924	22536	81605
	货币化安置销售面积占比	2.9%	11.5%	15.4%	15.1%	15.2%	12.6%

资料来源：1) 棚改新开工套数与全国住宅销售面积来源于财政部，国家统计局，；2) 2014-2016 年的货币化安置比例来源于第一财经；3) 其余数据为方正证券研究所预测或测算。

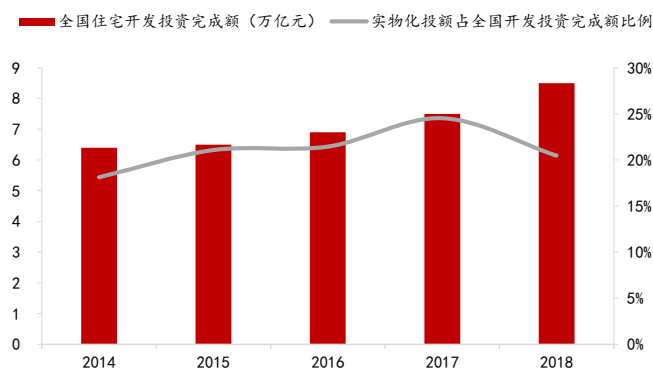
2014-2018 年间，棚改通过实物化安置共拉动开发投资额 7.6 万亿元。基于上文阐述的假设逻辑，我们得到 2014-2018 年间，棚改通过实物化安置共拉动开发投资金额 7.6 万亿元，占 5 年间全国住宅开发投资完成额的 21.2%。

图表7:实物化安置拉动约 7.6 万亿投资额



资料来源：方正证券研究所

图表8:实物化拉动投资占全国开发投资额的 21.2%



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表9:棚改对投资拉动效果的测算过程

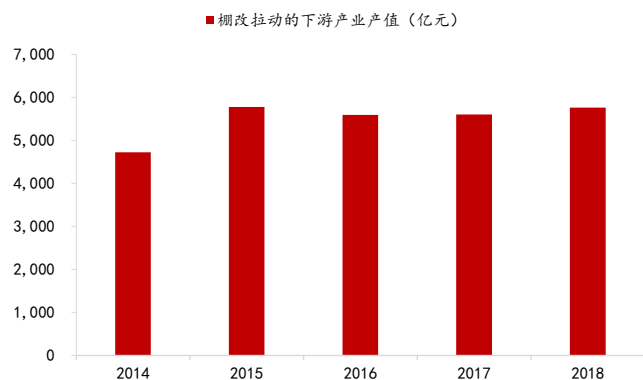
棚改对开发投资的拉动效果							
安置方法	全国	2014	2015	2016	2017	2018	合计
实物化安置	棚改新开工套数 (万套)	470	601	606	609	626	
	实物化安置比例	91.0%	70.1%	51.5%	50.0%	50.0%	
	实物化安置套数 (万套)	428	421	312	305	313	
	单套安置房建面 (m²/套)	90	90	90	90	90	
	安置房新开工面积 (万m²)	38493.0	37917.1	28088.1	27405.0	28170.0	
	全国住宅新开工面积 (万m²)	124877	106651	115911	128098	153353	
	实物化安置新开工面积占比	30.8%	35.6%	24.2%	21.4%	18.4%	
	全国住宅开发投资完成额 (万亿元)	6.4	6.5	6.9	7.5	8.5	35.8
	实物化安置拉动投资金额 (万亿元)	1.16	1.37	1.48	1.84	1.74	7.59
	实物化安置投资金额占比	18.0%	21.2%	21.5%	24.5%	20.4%	21.2%

资料来源：1) 棚改新开工套数、全国住宅新开工面积、全国住宅开发投资完成额来源于财政部，国家统计局，；
2) 2014-2016 年的实物化安置比例来源于第一财经；3) 其余数据为方正证券研究所预测或测算。

考虑到棚改对上下游投资的拉动作用，2014-2018 年间，棚改带动的地产开发及上下游产值合计 10.3 万亿元。房地产产业链上游主要包括工程机械、建材、有色钢铁等，该部分已包括在开发投资完成额中，该部分是由实物化安置带动，故棚改对地产上游及开发的带动作用=实物化拉动的开发投资完成额。房地产产业链下游主要包括物业，家电，家具，软装等，棚改无论采取货币化或是实物化安置均对下游产生拉动作用，我们聚焦于家电、家具、软装，并基于以下假设，得到 2014-2018 年间，棚改带动的地产开发及上下游产业产值合计 10.3 万亿元：

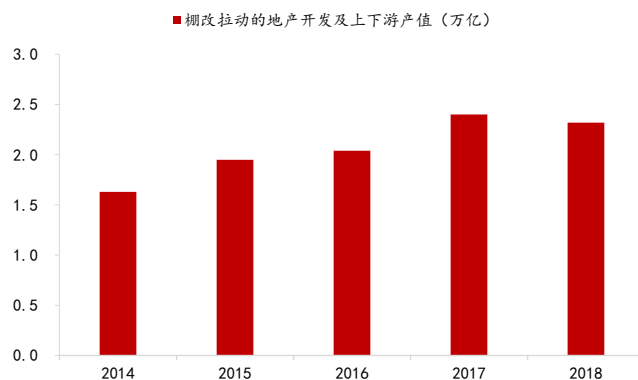
- 1) 家具家电置换率预计为 80%。考虑到部分棚改户或偏好把老房家具带进新房，不存在新购需求，故置换率按 80%估计；
- 2) 装修部分置换率预计为 95%。装修部分较难带走，置换率按 95%估计；
- 3) 棚改户购置家电/家具/装修较全国均值系数预计为 0.8。考虑到棚改户消费习惯或较为保守，故单平购置家电/家具/装修较全国均值的系数预计为 0.8。

图表10:棚改拉动的下游产业产值合计约 2.7 万亿元



资料来源：方正证券研究所

图表11:棚改拉动的投资及上下游产值约 10.3 万亿元



资料来源：方正证券研究所

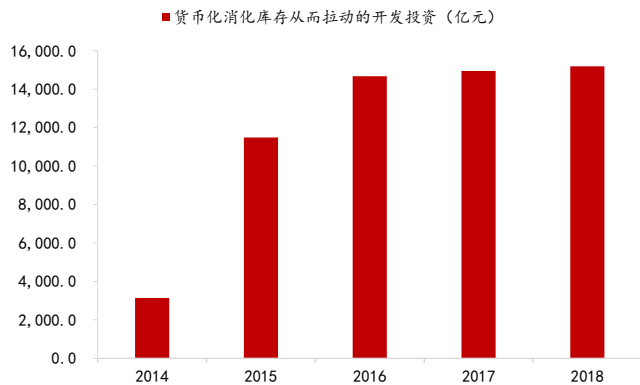
图表12:棚改对地产开发及上下游产值拉动效果的测算过程

棚改对地产开发及上下游投资的拉动作用						
全国	2014	2015	2016	2017	2018	合计
棚改新增的对下游产业的需求面积 (货币化+实物化, 万平)	41538.6	50855.4	49249.6	49329.0	50706.0	
全国每平住宅销售面积拉动的家电产值 (元/平)	628.8	628.8	628.8	628.8	628.8	
全国每平住宅销售面积拉动的家具产值 (元/平)	158.1	158.1	158.1	158.1	158.1	
全国每平住宅销售面积拉动的装修产值 (元/平)	831.5	831.5	831.5	831.5	831.5	
棚改户购置家电/家具/装修较全国均值的系数	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	
每平棚改面积拉动的家电产值 (元/平)	503.0	503.0	503.0	503.0	503.0	
每平棚改面积拉动的家具产值 (元/平)	126.5	126.5	126.5	126.5	126.5	
每平棚改面积拉动的装修产值 (元/平)	665.2	665.2	665.2	665.2	665.2	
置换率 (家具家电换新比例)	80%	80%	80%	80%	80%	
置换率 (装修换新比例)	95%	95%	95%	95%	95%	
棚改带动的家电产值 (亿元)	1671.7	2046.6	1982.0	1985.2	2040.6	
棚改带动的家具产值 (亿元)	420.3	514.6	498.4	499.2	513.1	
棚改带动的装修产值 (亿元)	2624.9	3213.6	3112.1	3117.1	3204.2	
棚改带动的下游产业产值合计 (亿元)	4716.9	5774.8	5592.5	5601.5	5757.9	27443.6
棚改带动的地产开发及上下游产业产值合计 (不考虑货币化拉动的地产开发投资) (万亿)	1.63	1.95	2.04	2.40	2.32	10.33

资料来源：1) 全国每平住宅销售面积拉动的家电/家具/装修产值 = 2015-2021 年间每平销售面积对应的家电销售额/家具销售额/装饰装修产值的均值 (假设家电与家具的销售额等于产值)，数据来源于国家统计局，；2) 其余数据为方正证券研究所预测或测算。

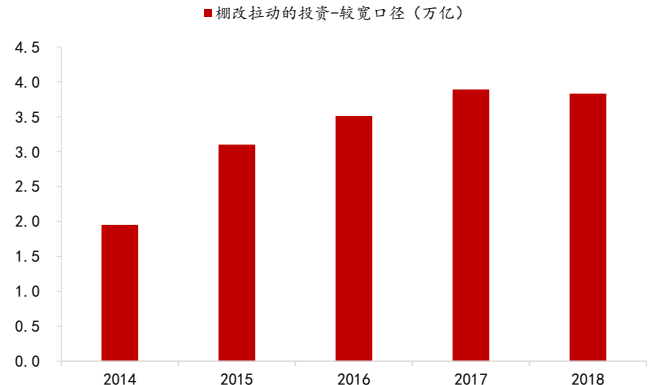
考虑到货币化安置为房企带来的回款所拉动的开发投资空间，2014-2018 年间，棚改带动的地产开发及上下游产业产值（考虑货币化拉动的地产开发投资）合计 16.3 万亿元。棚改货币化的背景是消化库存，实际上并没有直接带来地产开发投资，但是货币化通过消化房企库存，给房企带来了回款，从而为房企扩大开发规模提供了空间，基于此逻辑，通过计算我们得到 2014-2018 年间，棚改带动的地产开发及上下游产业产值（考虑货币化拉动的地产开发投资）合计 16.3 万亿元。

图表13: 货币化消化库存拉动的开发投资约 5.9 万亿元



资料来源：方正证券研究所

图表14: 棚改拉动的投资（较宽口径）约 16.3 万亿元



资料来源：方正证券研究所

图表15: 棚改对投资拉动效果的测算过程（较宽口径）

棚改对地产开发及上下游投资的拉动作用						
全国	2014	2015	2016	2017	2018	合计
棚改带动的地产开发及上下游产业产值合计 (不考虑货币化拉动的地产开发投资) (万亿)	1.63	1.95	2.04	2.40	2.32	10.33
货币化购房面积 (万㎡)	3045.6	12938.3	21161.5	21924.0	22536.0	81605.4
当年开发投资额占销售额比例	103.1%	88.8%	69.4%	68.2%	67.4%	
货币化消化库存从而拉动的开发投资空间 (亿元)	3140.3	11487.6	14676.1	14945.1	15189.9	59439.0
棚改带动的地产开发及上下游产业产值合计 (考虑货币化拉动的地产开发投资) (万亿)	1.95	3.10	3.51	3.89	3.83	16.28

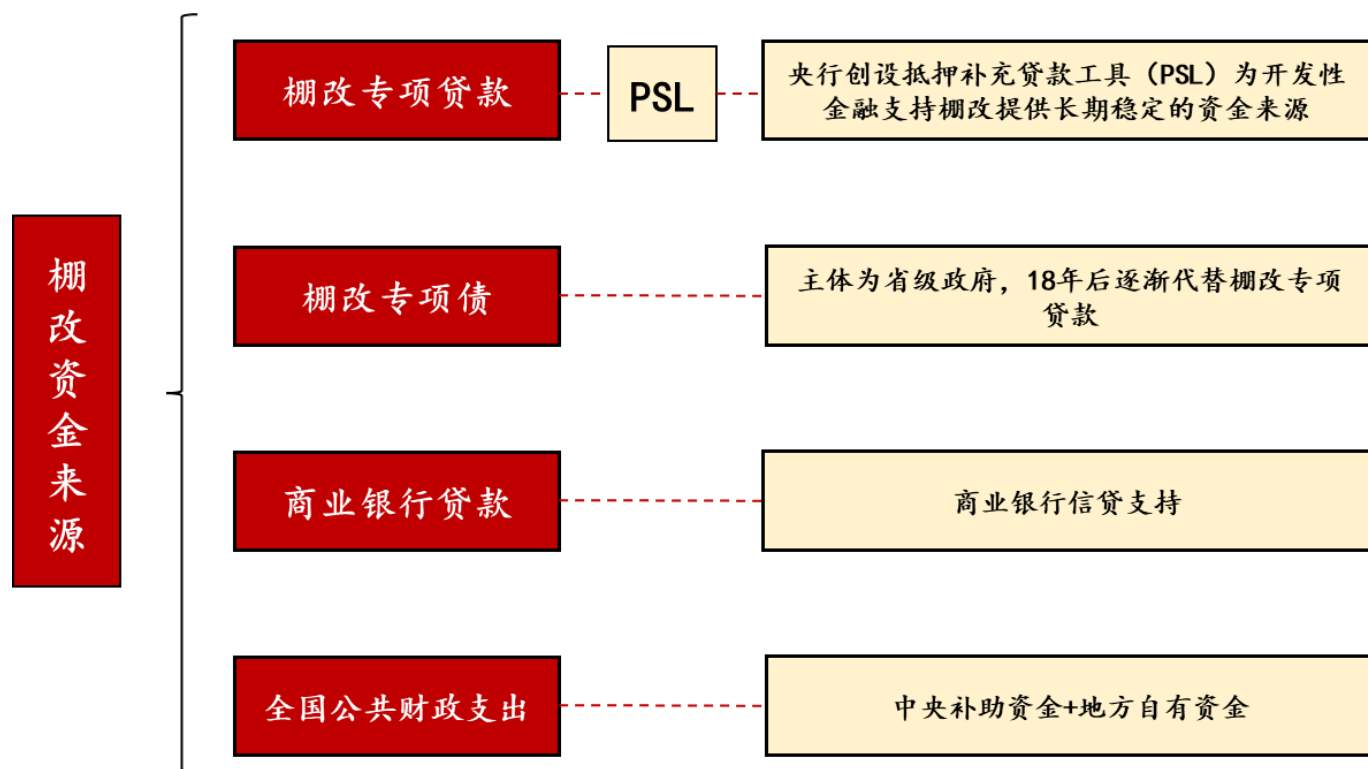
资料来源：1) 当年开发投资额占销售额比例 = 当年住宅开发投资完成额/当年住宅销售金额，数据来源于国家统计局，；2) 其余数据为方正证券研究所测算。

1.3 PSL 与专项债发挥重要作用

棚户区改造资金主要来源于 4 个部分：上轮棚改资金主要来源于棚改专项贷款、棚改专项债、商业银行贷款以及全国公共财政支出，其中棚改专项贷款与棚改专项债先后发挥了主要作用，具体来说：

- 1) **棚改专项贷款**：政策性银行及其他金融机构支持棚改的政策性专项贷款，来源主要为央行创设的抵押补充贷款（PSL）；
- 2) **棚改专项债**：棚改专项债券的主体为省级政府，债券资金由财政部门纳入政府性基金预算管理，并由本级棚改主管部门专项用于棚户区改造，2018 年后逐渐代替棚改专项贷款；
- 3) **商业银行贷款**：商业银行提供的信贷支持；
- 4) **全国公共财政支出**：中央/各级财政安排的补助城市棚户区改造专项资金。

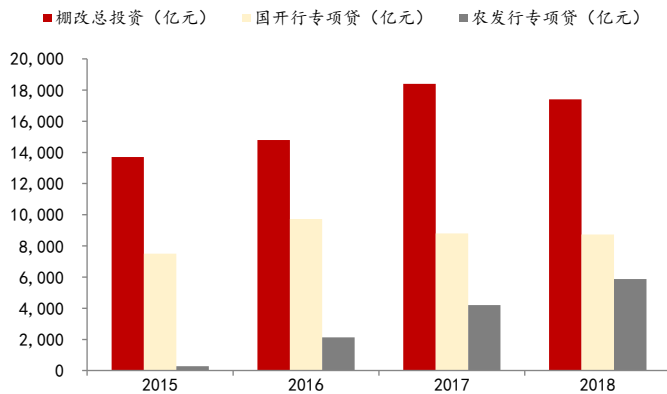
图表16: 棚改资金来源可分为四个部分



资料来源：方正证券研究所整理

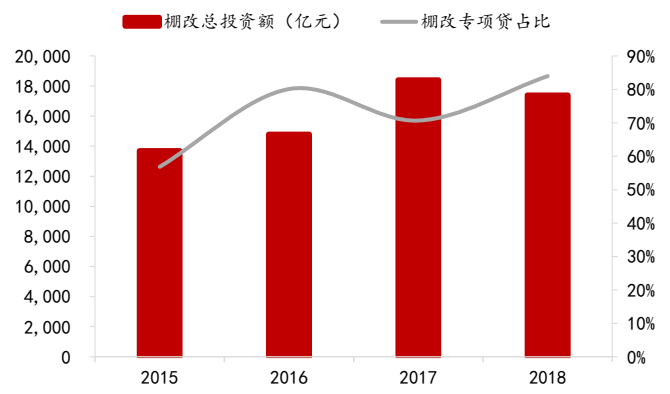
2015-2018 年棚改专项贷款累计规模约 4.7 万亿元，占比总投资额约 73.5%。据国开行和农发行数据，2015-2017 年棚改专项贷款规模分别为 7792 亿元、11858 亿元、13008 亿元。2018 年前 5 月，国开行累计发放棚改专项贷款 4369 亿元，我们保守预估全年发放 8738 亿元（4369 亿元×2），农发行 2018 年累计发放 5876 亿元，则 2015-2018 年棚改专项贷款累计规模约 4.7 万亿元，占比总投资额约 73.5%，2018 年前为棚改资金的最主要来源。

图表17: 2015-18 年棚改专项贷累计规模约 4.7 万亿元



资料来源：金融界，新华社，大众网，方正证券研究所

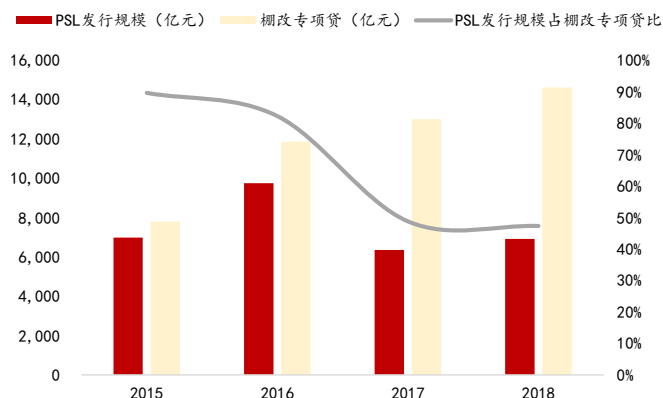
图表18: 棚改专项贷款占比总投资约 73.5%



资料来源：金融界，新华社，大众网，方正证券研究所

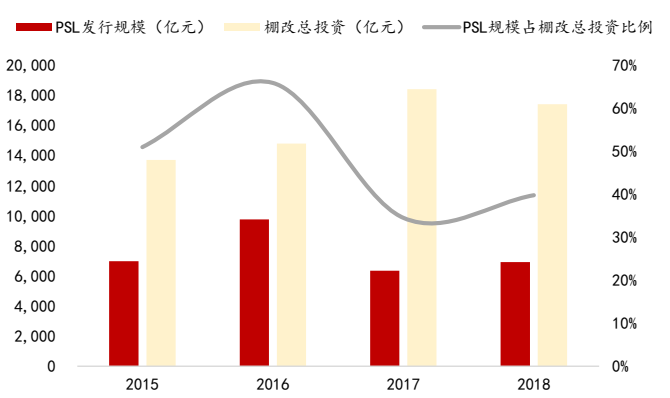
PSL 为关键，占棚改专项贷比例最高达 89.6%，占棚改总投资额比例最高达 65.9%。2014 年 4 月，央行创设抵押补充贷款（PSL），以抵押方式向政策性银行购买其债券并发放贷款。为开发性金融支持棚户区改造提供长期稳定、成本适当的资金额度。2015-2018 年间，PSL 持续放量，分别发行 6980.9、9750.1、6350.0、6920.0 亿元，2018 年底 PSL 期末余额达 3.4 万亿。2015-2018 年间，PSL 的发行规模分别占棚改专项贷的 89.6%、82.2%、48.8%、47.4%，占棚改总投资额的 51.0%、65.9%、34.5%、39.8%，成为棚改资金来源的关键。

图表19: PSL 发行规模占棚改专项贷比例最高达 89.6%



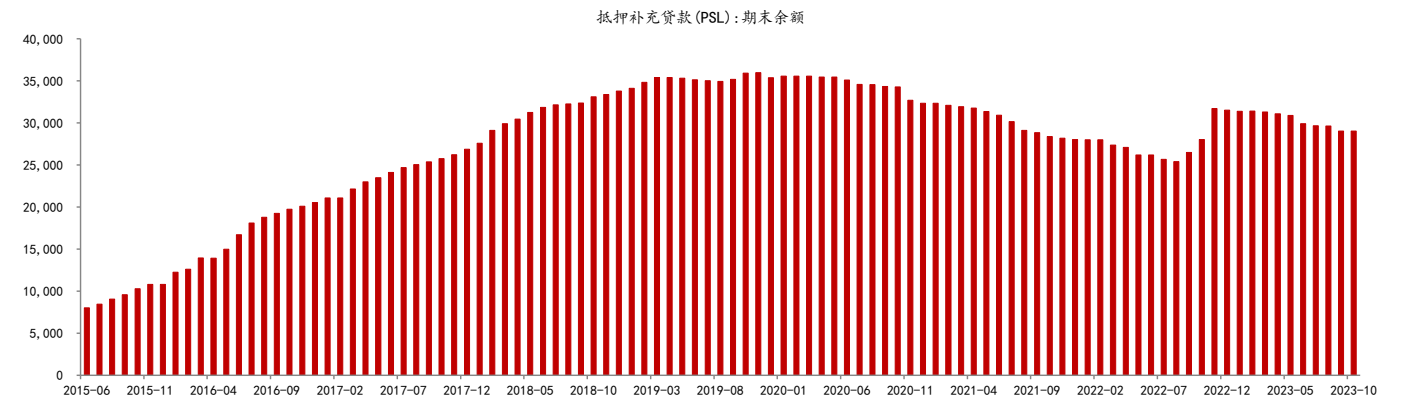
资料来源：中央人民银行，方正证券研究所

图表20: PSL 发行规模占棚改总投资额比例最高达 65.9%



资料来源：中央人民银行，方正证券研究所

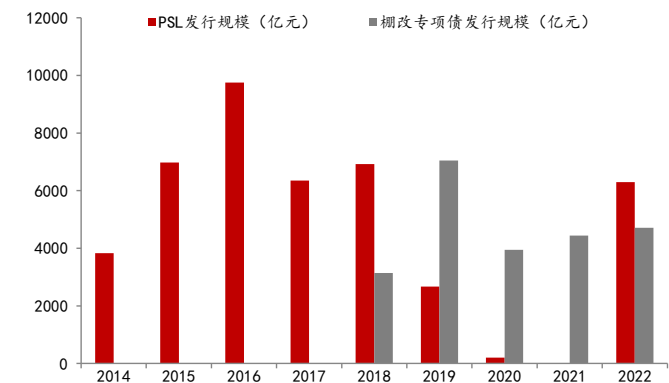
图表21:2015-2018 年间, PSL 持续放量



资料来源: 中央人民银行, 方正证券研究所

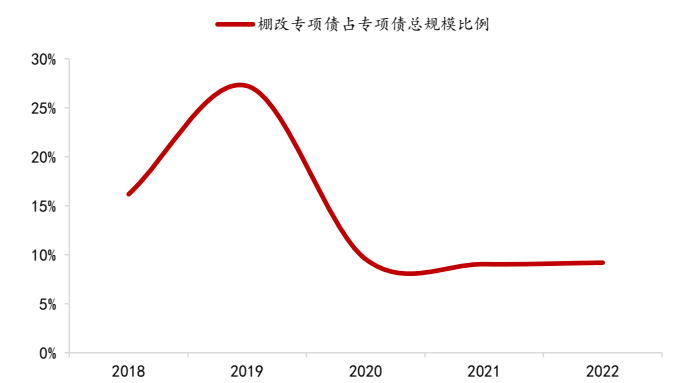
2018 年后, 棚改专项债代替专项贷款成为主力资金来源。2018 年 4 月, 财政部和住建部两部委印发《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》, 有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作, 棚改专项债逐渐替代政策性银行的专项贷款。2018 年棚改专项债开启发行节奏, 2019 年全年发行规模高达 7044 亿元, 占比专项债总规模达 27.2%, 此后棚改专项债规模维持在 4000 亿元以上, 占比专项债比例 9%左右。

图表22:棚改专项债 2018 年后替代专项贷款



资料来源: 国家统计局, 方正证券研究所

图表23:2019 年棚改专项债占专项债比例达 27.2%

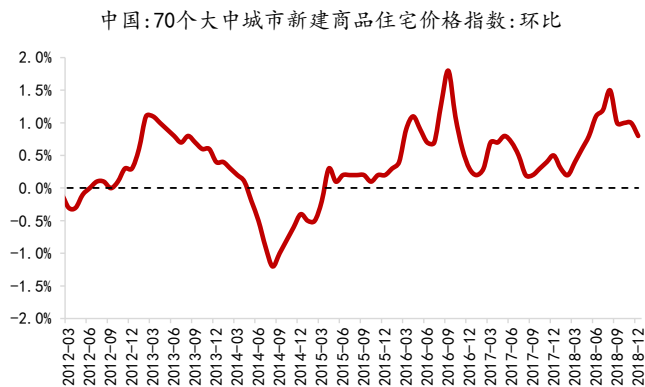


资料来源: 方正证券研究所

1.4 棚改期间基本面上行，多方利益得以保障

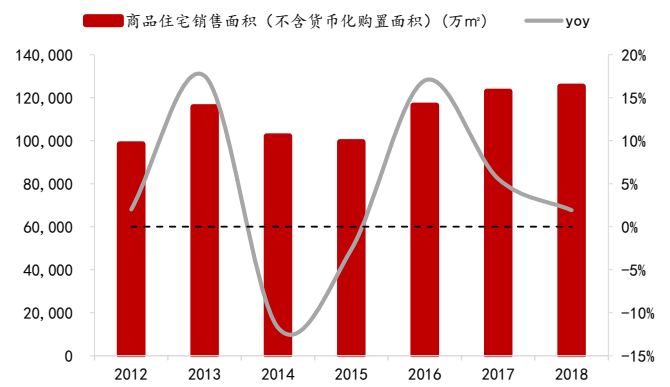
棚改期间房价持续上涨，行业基本面上行。随着货币化安置不断去化库存，供需关系的调节致使房价自2015年4月开始持续上涨，情绪于2016年达到峰值。为了控制棚改货币化对销售的影响，我们将商品住宅销售面积剔除了预估的货币化购置面积，不含货币化购置面积的商品住宅销售面积 2016-2018年分别同比+17.0%、+5.6%、+1.9%，表明棚改期间的房地产行业基本面上行。

图表24: 房价自2015年4月开始持续上涨



资料来源: 国家统计局, 方正证券研究所

图表25: 棚改期间的房地产行业基本面上行

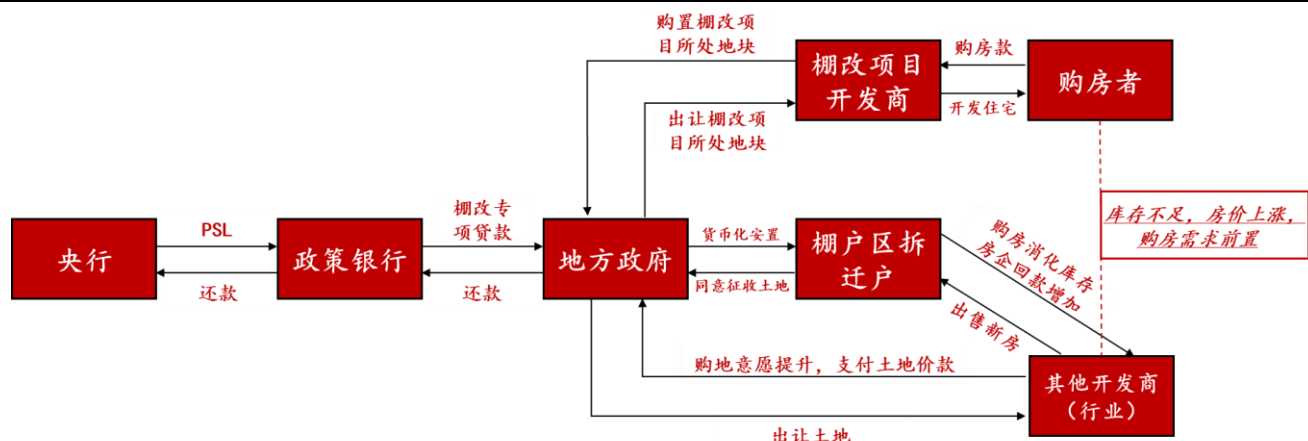


资料来源: 国家统计局, 方正证券研究所

库存的去化带动房价上涨，基本面的上行实现了棚改模式的闭环。上轮棚改资金链路较为清晰，流程链条最终因行业基本面的上行而实现了闭环，具体来说：

- 1) 地方政府出让地块以偿还政策银行专项贷款；
- 2) 棚改户同意征收方案从而获得安置款用以购房；
- 3) 商品房库存的下降拉动房价的上涨，行业基本面上行，需求侧购房意愿较强；
- 4) 上行的基本面使房企参与棚改意愿较高，新增商品房由不断增加的需求去化，棚改链条实现了闭环。

图表26: 基本面的上行实现了棚改模式的闭环

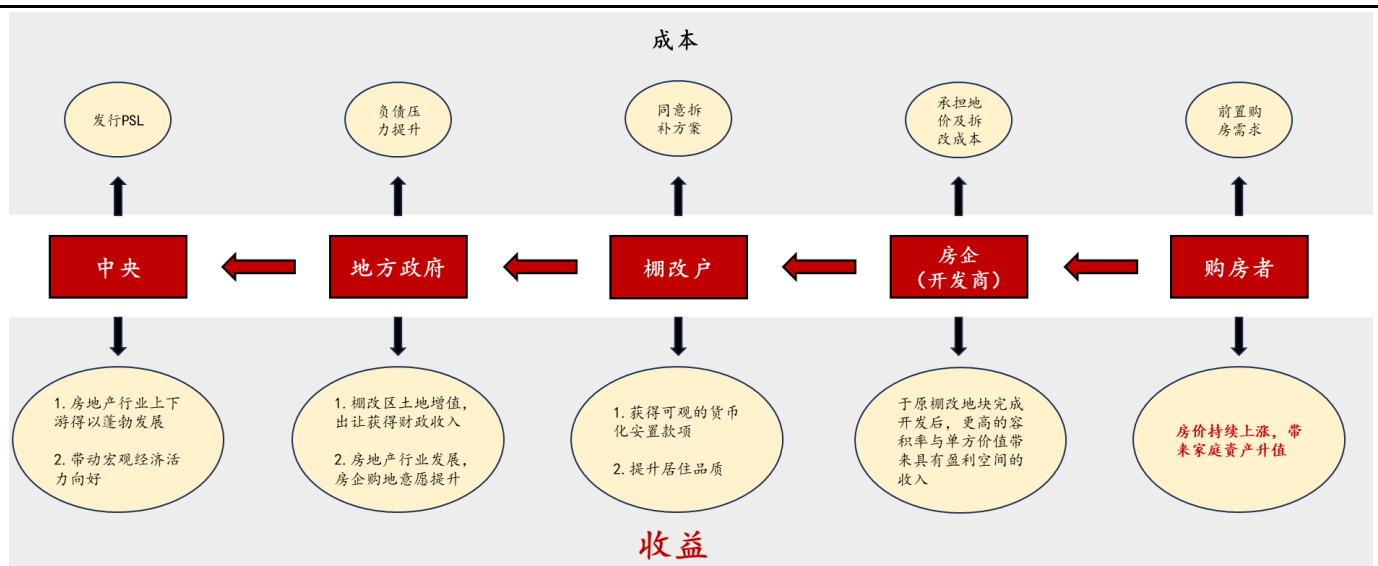


资料来源: 方正证券研究所

棚改多方利益获得保障。我们认为，上轮棚改模式得以闭环，各方利益得以保障的关键是最后的底层环节，行业基本面上行带来的增量购房需求，该需求创造的增量资金使棚改中的各方利益得到保障，推动了浩荡的棚改进程，具体来说：

- 1) **中央推动了宏观经济的发展。**中央通过发行 PSL 结束了地产的下行周期，推动了宏观经济的发展；
- 2) **地方政府财政收入提升，城市发展进程加快。**地方政府通过出让不断增值的土地，获得能够覆盖专项债务的地价款，财政收入提升，城市发展进程加快；
- 3) **棚改户家庭财富增加，居住条件提升。**棚改户同意政府的拆迁补偿方案后，获得了可观的安置费用，家庭财富提升的同时，居住条件得到质的提升；
- 4) **房企实现了较为确定的利润空间。**房企通过承担棚改项目的地价与拆改成本，在房地产行业上行的周期中以覆盖成本的售价去化，实现较为确定的盈利空间。

图表27:上轮棚改中，多方收益优于成本，利益获得了保障



资料来源：方正证券研究所

2 城改概念：城改≠棚改

城中村指游离于现代城市之外，生活水平优化空间较大的居民区，亦被称为“都市里的村庄”。城中村的形成是城镇化进入快速发展阶段时的产物，城中村改造与棚改以及旧改同属城市更新的范畴，但在土地性质、实施范围、改造模式、补偿方式等多方面存在不同，故城中村改造并非棚改 2.0。

2.1 何为城中村：都市里的村庄

城中村指游离于现代城市之外，生活水平优化空间较大的居民区。拉近镜头，城中村是指在城市高速发展的进程中，滞后于时代发展步伐，游离于现代城市管理之外、生活水平与环境优化空间较大的居民区。

图表28: 城中村生活水平与环境优化空间较大



资料来源：百家号网友“北南工作室”，方正证券研究所

城中村亦称为“都市里的村庄”。拉长镜头，城中村是指农村村落在城市化进程中，由于全部或大部分耕地被征用，农民转为居民后仍在原村落居住而演变成的居民区，亦称为“都市里的村庄”，其中广州冼村较具代表性。冼村位于广州珠江新城核心区东侧，与花城广场毗邻，同时与太古汇、正佳、万凌汇等高档商业相接，冼村的落后游离于珠江新城的繁华之外，时间与空间上形成明显错配。

图表29: 珠江新城中的村庄——冼村



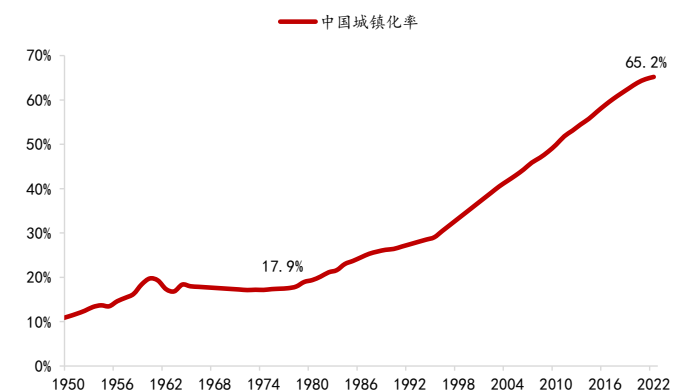
资料来源：百家号网友“小创奇趣说”，方正证券研究所

2.2 城中村如何形成：城镇化的产物

城中村是城镇化进入快速发展阶段时的产物。城中村的形成是我国城镇化快速发展的产物之一，具体原因为：

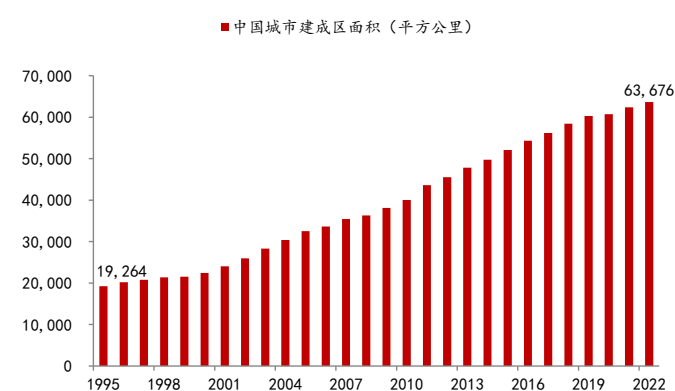
- 1) 我国城镇化率快速增长至 65.2%。改革开放的 40 多年中，城市化进程加速，城市建成区面积扩大至 6.4 万平方公里，我国城镇化率快速增长至 65.2%；
- 2) 城区扩张不断将农村纳入规划范围。城市的发展需要通过征收周边农村的耕地获得扩展的空间，但耕地被征收后，部分当地的农民，却仍然留在原居住地，并且保有一部分供他们建房居住的宅基地，如此形成了城中村。

图表30: 改革开放后，中国城镇化进程加速发展



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表31: 中国城市建成区面积快速扩张



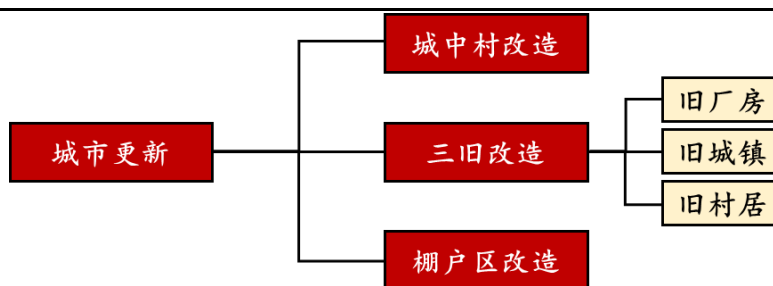
资料来源：国家统计局，方正证券研究所

2.3 何为城改：并非“棚改 2.0”

城改与棚改、旧改存交集。城市是有机综合体，城市更新内容不仅局限于建筑形态的更新，也包括经济社会发展和市民生活方式的更新，三者之间的交集体现在：

- 1) **结构上：同为城市更新组成部分。**所有通过拆除、改建、整治等方式，改善居民居住环境，使建筑功能升级换代的改造都可成为城市更新内容。城中村改造与此前的棚改、旧改都是城市更新的重要组成部分；
- 2) **功能上：均可盘活存量开发资源。**城中村改造与此前的棚改、旧改本质上都是为了使有限的土地资源得到充分利用，同时亦是改善民生、促进投资、扩大内需的重要举措。

图表32: 城中村改造与棚改、旧改同属城市更新范畴



资料来源：方正证券研究所

城改并非“棚改 2.0”。首先城改与棚改在实施时间上是阶段性的，而旧改是个不间断的过程，取决于城市的发展方向和速度，旧改在实施节奏上与城改以及棚改存在明显不同。本轮城中村改造与过往的棚改之间在多方面也存在明显差异，城改与棚改的差异体现在以下多个方面：

- 1) **土地性质**：①棚改：主要为国有建设用地；②城改：主要为集体建设用地；
- 2) **实施时间**：①棚改：从 2008 年开始推广距今已 15 年，发力空间接近尾声；②城改：政策预期从 2023 年以来逐渐升温；
- 3) **实施范围**：①棚改：面向全国，尤其是库存较高的三四线城市；②城改：聚焦于超大特大城市；
- 4) **改造模式**：①棚改：主要采取拆除重建的模式；②城改：限制大拆大建，将采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造；
- 5) **补偿方式**：①棚改：货币化安置与实物化安置并行；②城改：货币化安置或更多采用“房票”的方式，实物安置则与保障性住房建设相结合；
- 6) **资金来源**：①棚改：专项贷款和专项债轮流发力；②城改：鼓励和支持社会资本参与，资金来源更加多元。

图表33:城中村改造与棚改、旧改在多个方面存在不同

不同点	城中村改造	棚户区改造	旧城改造
土地性质	土地归集体所有，改造需先转化土地性质	大多为国有土地	大多为国有土地
实施时间	2023年以来政策预期升温	棚改2008年从全国推广已历经15年，接近尾声	是不间断的过程，取决于城市的发展方向和速度
实施范围	集中于超大特大城市	面向全国，尤其是库存高企的三四线城市	全国范围
改造模式	限制大拆大建，或将采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造	主要采取拆除重建的模式	主要对基础设施进行保障、完善、提升
补偿方式	或更多采用“房票”的方式，实物安置则与保障性住房建设相结合	货币化与实物化安置并行	原拆原建、部分货币化补偿
资金来源	鼓励和支持社会资本参与，多渠道筹措改造资金	重点为政策性金融支持，主要体现为PSL和专项债	政府与居民、社会力量

资料来源：方正证券研究所

3 城改政策：高度定位，自上而下，聚焦核心城市

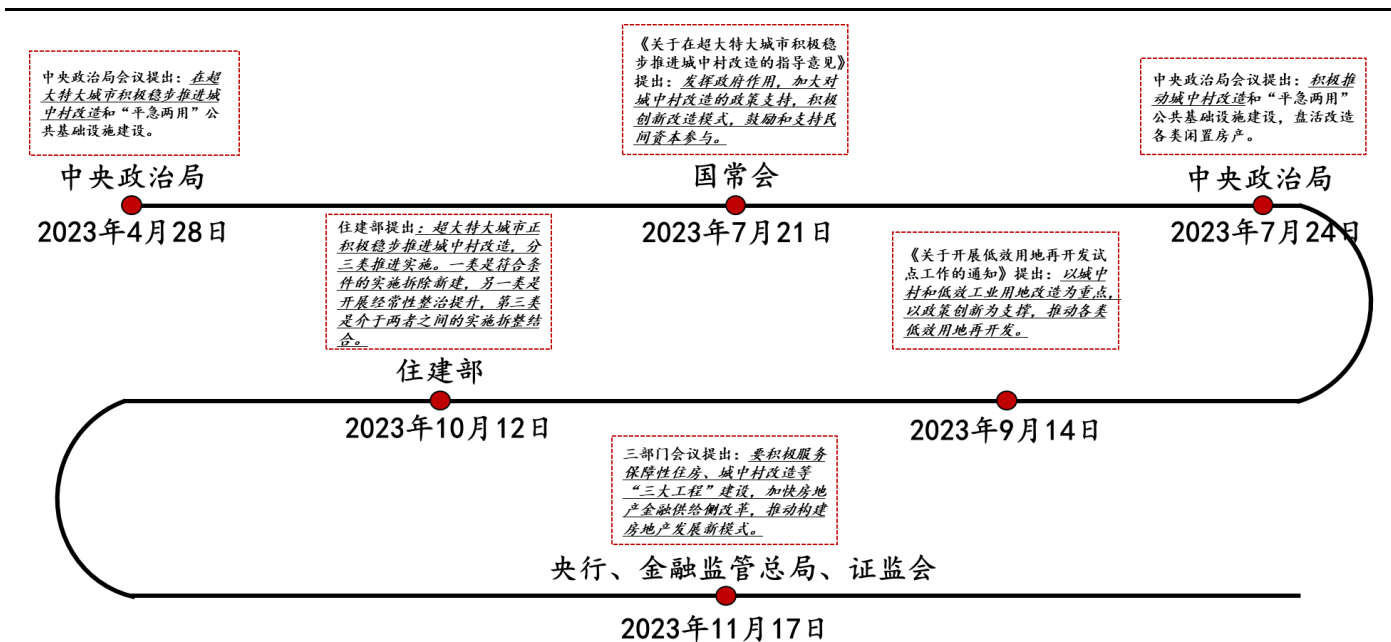
2023 年以来，城中村改造工作屡次被中央提及，其中 2023 年 4 月的政治局会议将城中村改造项目首次单列，提出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造”，初步释放政策信号，城改的战略高度与重要性提升。政策目前覆盖 21 个超大特大城市，但考虑到人口规模并非政策关注重点等因素，我们认为后续覆盖城市有望扩围至 35 城。地方层面积极响应中央号召，其中广州、深圳、天津、成都等城市已公布了较为明确的城中村改造计划。

3.1 获中央高度重视

2023 年以来，城中村改造工作屡次被中央提及，战略高度与重要性提升。今年以来，城中村改造相关的会议与政策密集出台，表明城中村改造的重要性以及战略被高度定位，部分重要政策为：

- 1) 4 月，政治局会议将城改首次单列，提出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造”初步释放政策信号，城中村改造战略被高度定位；
- 2) 7 月，国常会继续定调，审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，提出积极推动城中村改造，同时在资金来源、改造模式上给予了政策指导；
- 3) 10 月，住建部明确了城中村改造分三类推进实施，分别为：①拆除新建；②整治提升；③拆整结合；
- 4) 11 月，三部门金融会议再次强调要积极服务城中村改造等“三大工程”的建设，加快房地产金融供给侧改革，推动构建房地产发展新模式。

图表 34: 2023 年以来城中村改造相关政策梳理



资料来源：方正证券研究所整理

3.2 聚焦 21 个核心城市，有望扩围至 35 城

政策目前覆盖 21 个超大特大城市。2023 年 7 月 21 日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，根据《国务院关于调整城市规模划分标准的通知》和七普数据，目前城中村改造政策涉及的超大特大城市一共为 21 个，其中：

- 1) 超大城市：共 7 个（常住人口 1000 万以上），分别为上海、北京、深圳、重庆、广州、成都、天津；
- 2) 特大城市：共 14 个（常住人口 500-1000 万），分别为武汉、东莞、西安、杭州、佛山、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明、大连。

图表35:21 个超大特大城市情况

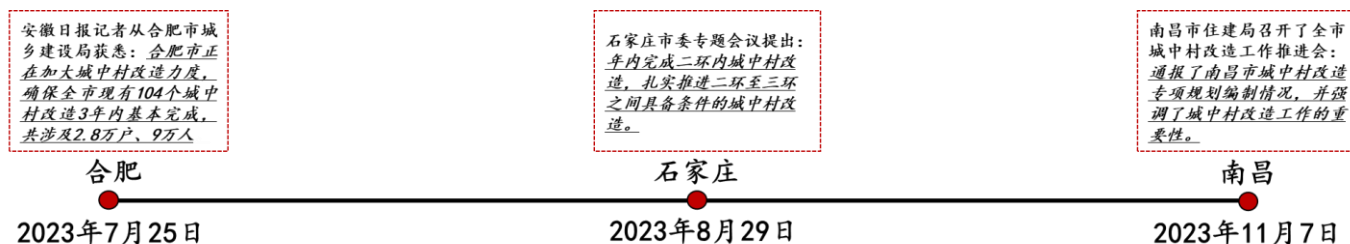
城市	人口 (万人)	城区/常住人口 (万人)	城区人口占比	GDP (亿元)
上海	2487	1987	79.9%	44653
北京	2189	1775	81.1%	41611
深圳	1749	1744	99.7%	32388
重庆	3205	1634	51.0%	29129
广州	1868	1488	79.7%	28839
成都	2094	1334	63.7%	20818
天津	1387	1093	78.8%	16311
超大城市	14979	11055	73.8%	213748
武汉	1245	995	79.9%	18866
东莞	1047	956	91.3%	11200
西安	1218	928	76.2%	11487
杭州	1194	874	73.2%	18753
佛山	950	854	89.9%	12698
南京	931	791	85.0%	16908
沈阳	907	707	77.9%	7696
青岛	1007	601	59.7%	14921
济南	920	588	63.9%	12028
长沙	1005	555	55.2%	13966
哈尔滨	1001	550	54.9%	5490
郑州	1260	534	42.4%	12935
昆明	846	534	63.1%	7541
大连	745	521	69.9%	8431
特大城市	14276	9988	70.0%	172920
超大特大城市合计	29255	21043	71.9%	386668

资料来源：第七次人口普查数据，国家统计局，方正证券研究所

后续覆盖城市有望扩围至 35 城。虽然基于《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，城中村改造覆盖的城市目前为 21 个超大特大城市，但考虑到以下方面，我们认为后续覆盖城市有望扩围至 35 城：

- 1) 多个 I 型大城市推出相关政策：近期合肥、南昌等不在超大特大城市 21 城范围内的 I 型大城市（人口 300-500 万）也密集推出了城中村改造相关政策；
- 2) 人口规模并非政策关注重点：考虑到本轮城中村改造相关政策的出台背景为房地产行业供需结构发生重大变化，我们认为城中村改造政策的关注要点或许并非人口规模门槛，而是综合基本面情况；
- 3) 政策支持 I 型大城市探索保障房供给：“14 号文”支持 I 型大城市率先探索实践保障房供给，而住建部 10 月份提到本轮城中村改造将与保障房建设相结合。因此我们预计后续政策覆盖城市有望包含人口 300 万以上的 I 型大城市。

图表36: 部分 I 型大城市下半年城中村相关政策与表态



资料来源：安徽日报，凤凰网房产，房天下，方正证券研究所

图表37: 覆盖城市有望包含人口 300 万以上的 I 型大城市，城市范围或将扩围至 35 个城市

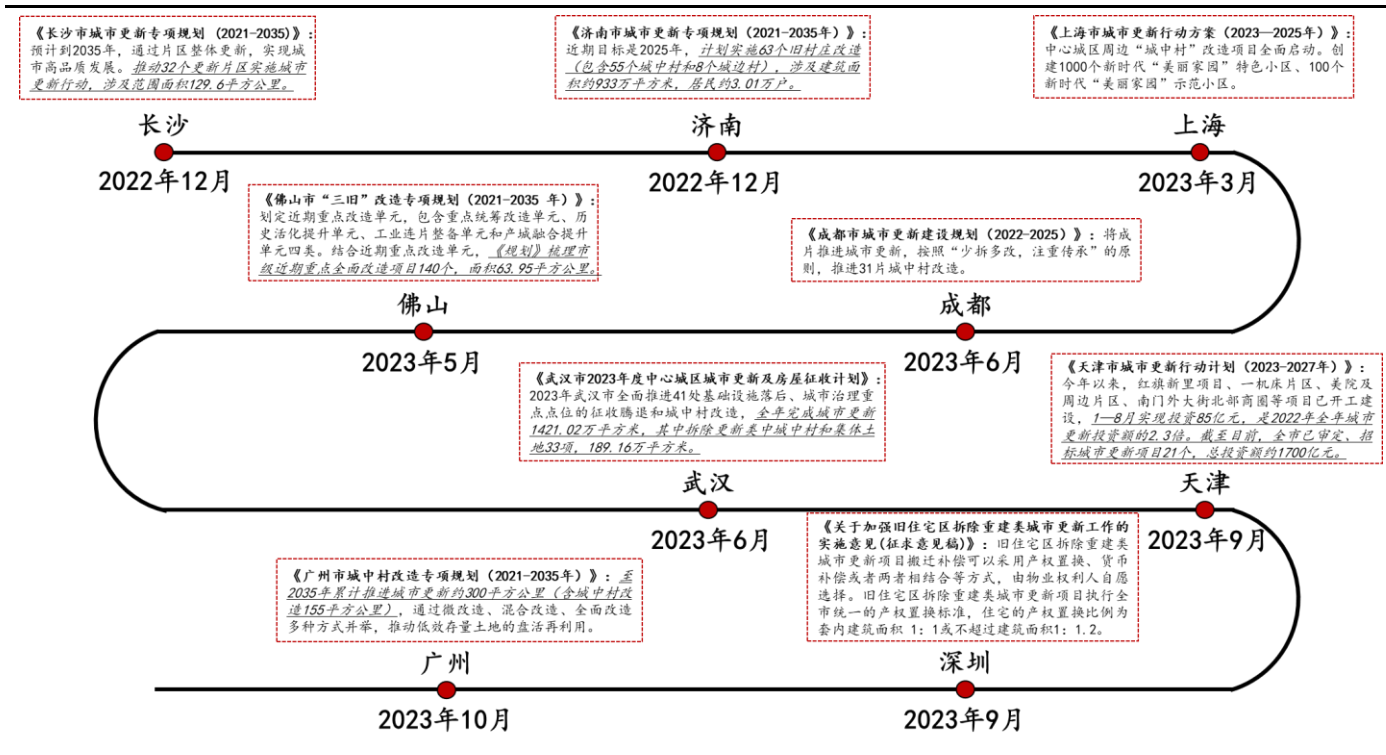
城市层级	数量	城区人口规模	城市
超大城市	7	大于1000万	北京、上海、广州、深圳、重庆、天津、成都
特大城市	14	500万-1000万	武汉、东莞、西安、杭州、佛山、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明、大连
I型大城市	14	300万-500万	南宁、石家庄、厦门、太原、苏州、贵阳、合肥、乌鲁木齐、宁波、无锡、福州、长春、南昌、常州

资料来源：土流网，方正证券研究所 备注：2023 年 9 月 4 日自然资源部通知在北京等 43 个城市开展低效用地再开发试点，故城中村改造范围存在超过 35 个城市的可能性。

3.3 地方积极响应，精准施策

地方积极响应中央号召，部分城市制定详细改造规划。目前为止，虽中央层面尚未出台全国层面的详细政策指导文件，但 21 座超大特大城市已开展了各自的城中村改造工作，部分城市已提前摸清了下辖范围内的城中村情况，制定了不同期限对应的工作进展目标。其中广州、深圳、天津、成都、佛山、长沙、上海、济南等城市已公布了较为明确的城中村改造计划。

图表38:部分超大特大城市城中村改造规划



资料来源：方正证券研究所整理

4 城改有哪些模式：政府主导、村集体主导、市场化运作

各地采取的城中村改造模式主要有政府主导、村集体主导、市场化运作三种。其中：①政府主导型具体模式为“做地+收储”；②村集体主导型具体模式为“村集体主导+自筹资金”；③市场化运作具体模式为“一二级联动开发”。其中我们认为“做地+收储”的政府主导型模式或成为本轮城改中将采取的主要模式，具体内容将于第5节详细介绍。

4.1 政府主导型：“做地+收储”

政府主导型具体模式为“做地+收储”。“做地”模式即由市级做地主体和区级做地主体承担做地工作，在做地过程中，市土地储备中心和各做地主体之间分工有所侧重，具体来说：

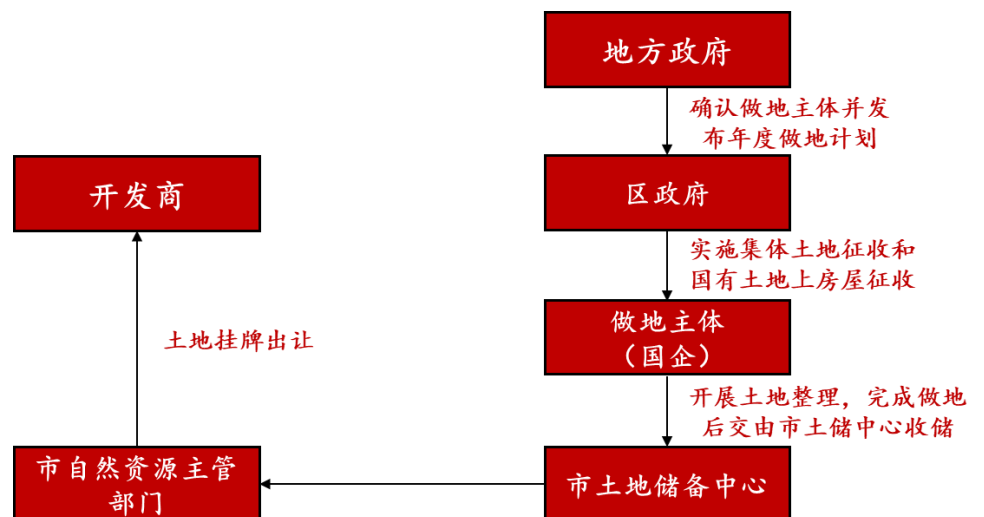
第一步：地方政府发布计划。地方政府发布城中村改造计划，并确定做地主体；

第二步：区政府完成征收工作。区政府负责完成集体土地与房屋的征收工作；

第三步：做地主体完成土地一级整理。做地主体在与市土地储备中心合作开展土地前期开发整理；

第四步：土地储备中心实施收储。土地储备中心实施收储，纳入土地储备库以供出让。

图表39:政府主导型城改模式以“做地+收储”方式为代表



资料来源：律房律地，方正证券研究所

4.2 村集体主导型：“村集体主导+自筹资金”

村集体主导型具体模式为“村集体主导+自筹资金”。村集体自行改造主体模式是指村集体经济组织自身作为房屋拆迁、补偿安置、项目运作的主体，具体来说：

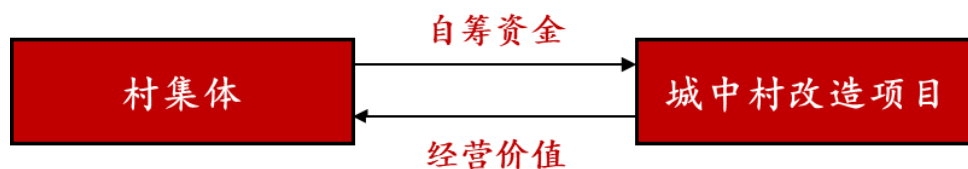
第一步：政府提供指导。政府提供改造优惠政策指导“城中村”改造活动；

第二步：村民形成改造方案。城中村村民在政府有关部门指导下，按照自治原则，通过民主协商、集体讨论的方式形成有关本村改造的所有方案；

第三步：村民自筹资金并完成改造任务。城中村村民通过自筹资金、自行补偿安置的原则完成自我改造任务；

第四步：村民收回资金成本。城中村村民通过转让、出租或者经营建成的房产，或通过政府出让土地返还给村集体等方式获利，偿还自筹的资金及作为村民未来生活保障。

图表40: 村集体主导型城改模式以“村集体主导+自筹资金”方式为代表



资料来源：方正证券研究所

4.3 市场化运作型：“一二级联动开发”

市场化运作具体模式为“一二级联动开发”。市场化运作即开发商主导的改造模式，具体来说：

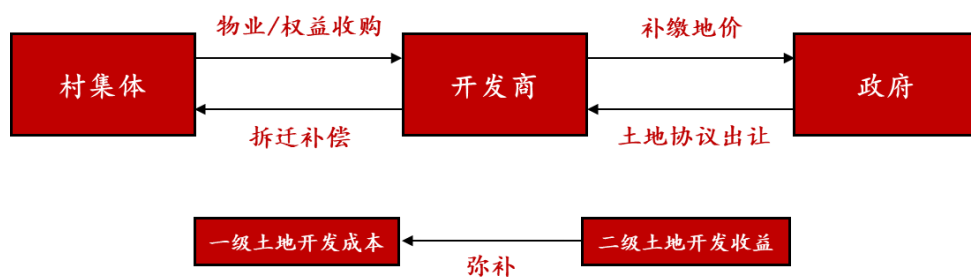
第一步：地方政府出让项目。地方政府公布本地区的城中村改造方案和要求，将开发用地和安置补偿用地捆绑成项目；

第二步：开发商获得一级土地开发资格。开发商通过招投标方式获得城中村土地一级开发整备阶段的主体资格；

第三步：开发商自筹资金完成一级土地整备工作。开发商通过自筹资金完成城中村村民住宅的拆迁补偿、村集体资产补偿等成本，并完成土地一级整备；

第四步：开发商继续完成二级土地开发。开发商继续获得土地二级开发资格，通过二级开发的收益弥补一级开发所支付的成本。

图表41：市场化运作具体模式为“一二级联动开发”



资料来源：方正证券研究所

5 本轮城改模式：“做地”逐一“破题”

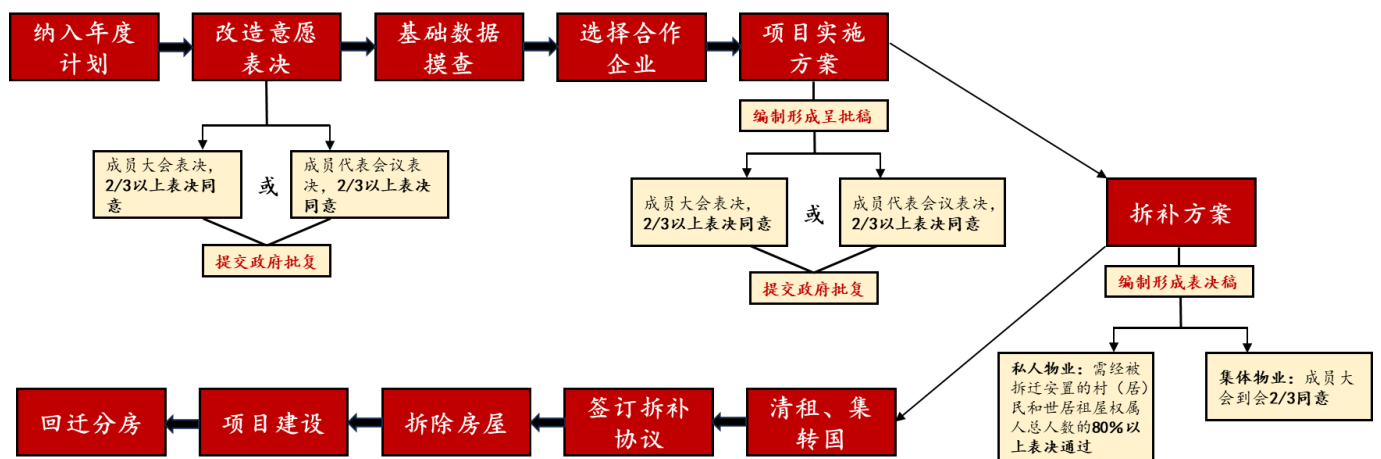
行业下行周期之中，“一二级联动开发”或存多道难题，主要为：①市场参与土地一级整备意愿较弱；②利益难平衡，改造进度缓慢；③实施主体资金承压，改造进度停滞。本轮城改中，中央强调净地出让，意味着本轮城改或将采取“做地”模式，该种模式之下，国企将主要负责土地一级整备，民企积极参与土地二级开发，鉴于“做地”突出公益属性，且不服从表决方案的拆改户可被强制执行，以及国企资金较为充裕，我们认为“一二级联动开发”模式于当下所面临的难题有望被“做地”模式逐一解决，“做地”模式可行性较高。

5.1 “一二级联动开发”恐难适应当下，面临多道难题

行业上行周期中，“一二级联动开发”市场参与热情高涨。以广州为代表的城市先前普遍采取“一二级联动开发”的市场化运作模式。这种规则使土地开发的一二级联动起来，有利于意向参与房企的投资决策。在周期上行期，城改项目的盈利具有确定性，市场参与热情较高。

然而行业目前处于下行周期，“一二级联动开发”或存多道难题。目前地产行业面临供求关系的重大变化，部分房企出现阶段性的现金流风险，需求侧对楼市态度较为悲观。在行业暂时的下行周期中，“一二级联动开发”的市场运作模式或许存在多道难题。

图表42：广州先前“一二级联动开发”的市场化模式流程



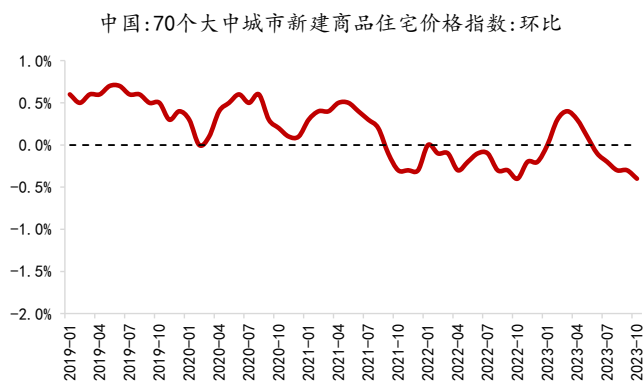
资料来源：方正证券研究所

5.1.1 难题一：市场参与土地一级整备意愿较弱

房价上涨势能与需求动能不足，市场参与土地一级整备意愿较弱。“一二级联动开发”中，实施主体的盈利是凭二级开发的收益来弥补一级开发的成本投入，这将使实施主体获得土地溢价收益。然而，考虑到以下几点，我们认为二级开发收益水平或存不确定性，开发商参与土地一级整备意愿或较弱：

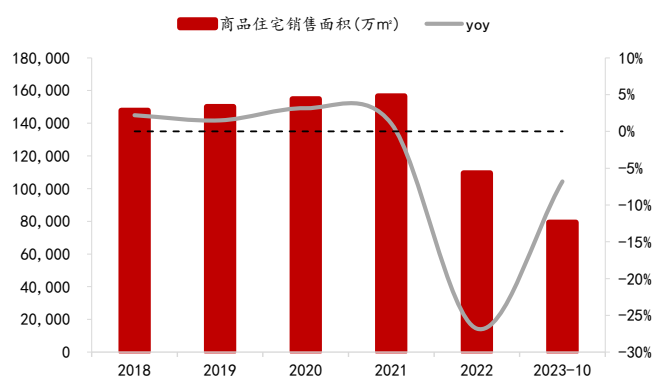
- 1) 房价上涨势能不足。2021 年三季度以来房价环比持续为负，上涨势能不足；
- 2) 需求侧动能较弱。截至 2023 年 10 月，商品住宅销售面积同比暂未回正，行业止跌企稳仍需耐心等待政策进一步传导；
- 3) 土地溢价“红利”或将消退。行业基本面暂未恢复，本轮城中村改造进程中土地溢价“红利”或将消退。

图表43:2021 年三季度以来房价上涨势能不足



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表44:商品住宅销售面积同比暂未回正



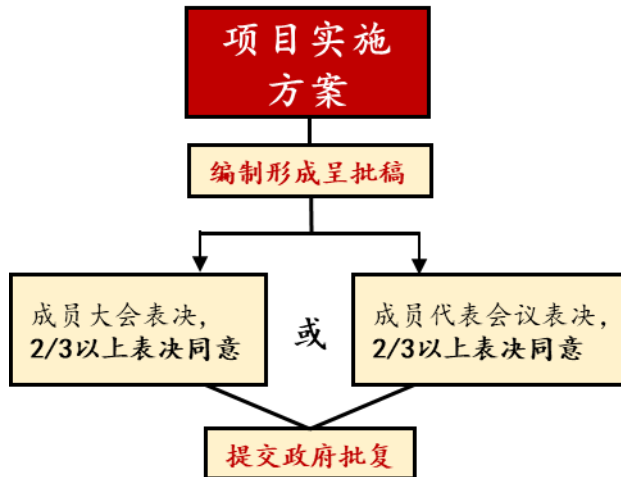
资料来源：国家统计局，方正证券研究所

5.1.2 难题二：利益难平衡，改造进度缓慢

开发商控制补偿成本，拆改户关注补偿收益，两者利益冲突。行业上行周期中，土地溢价红利为开发商带来了较为安全的利润边际，对高周转的诉求使得开发商对拆改户的补偿要求接受程度较大，两者之间的利益较易平衡。然而，当下基本环境之下，开发商参与“一二级联动”开发的盈利空间不确定性较大，将更关注补偿费用等前期成本的支出，这与拆改户的利益直接冲突。且考虑到以下几点，我们认为两者利益的冲突，将直接影响改造的进度：

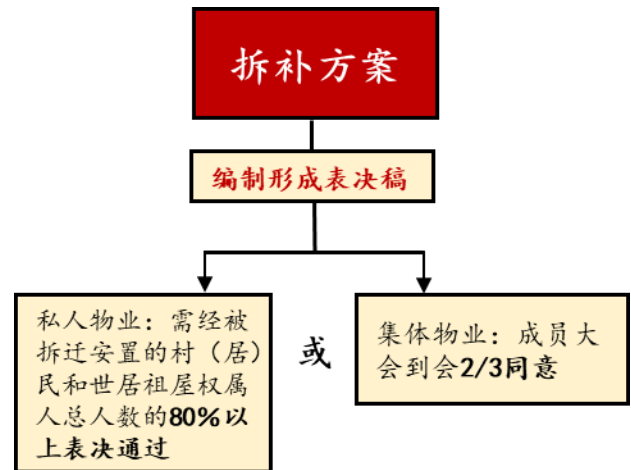
- 1) 项目方案需村民表决通过，村民利益未获满足，进度无法推进。“一二级联动开发”模式中，在选择合作企业后，村成员需要对项目实施方案以及拆迁补偿方案进行表决（不同事项的表决比例为 2/3 或 80%），表决未通过的情况下，改造项目的进度将无法推进。
- 2) 数据来看，广州较多项目处于方案编制阶段。广州 2023 年计划推进的 69 个前期工作项目中，仍有较多项目处于方案编制阶段许久未有进展，大概率是受村民表决环节的限制。

图表45: 实施方案需表决通过



资料来源：方正证券研究所

图表46: 拆补方案需表决通过



资料来源：方正证券研究所

图表47: 广州计划推进的 69 个前期工作项目中（仅列出可得信息的项目），较多项目仍处于方案编制阶段

区域	项目阶段	项目名称	实施方案/补偿方案意愿表决
从化区	前期工作项目	联星村西华社旧村全面改造项目	仍在实施方案编制阶段， 预计方案未通过
增城区		荔城街夏街村更新改造项目	仍在实施方案编制阶段， 预计方案未通过
花都区		三东村旧改全面改造项目	实施方案仍在征询意见， 预计方案未通过
南沙区		太石头村更新改造项目	已开工，预计已通过
		东流村更新改造项目	已开工，预计已通过
白云区		五龙岗村改造项目	实施方案仍在征询意见， 预计方案未通过
		棠涌村改造项目	仍在完善方案， 预计方案未通过
黄埔区		华沙社区留用地	已通过
		重岗村旧村改造项目	已通过
		新田村旧村改造项目	实施方案仍在公示， 预计方案未通过
		刘村旧村改造项目	实施方案仍在公示， 预计方案未通过
		水西社区旧村改造项目	已通过
		南岗旧村改造	已通过
荔湾区		五眼桥村旧村改造项目	已通过
海珠区		赤沙城中村改造项目	已通过
天河区		金融城北区棠下村	已通过
番禺区		南村镇里仁洞村更新改造项目	已通过
		洛浦街沙溪村更新改造项目	不满7成， 未通过
		沙湾街福涌村更新改造项目	已通过

资料来源：方正证券研究所整理

5.1.3 难题三：实施主体资金承压，改造进度停滞

项目进度由开发商主导，资金承压致使进度停滞。以广州增城区为例，据不完全统计，截至近日，已有开发商介入的城中村改造项目约 19 个，其中 8 个项目的意向合作房企出现了债务违约/展期，导致进展停滞。我们认为“一二级联动开发”模式凭借极高的市场化程度，缓解了政府的财政压力，但当下行业暂未结束出清，极高的市场化运行水平或将致使项目的进度随着开发商资金承压而停滞。

图表48: 广州增城区城中村改造项目中，近半数实施主体出现债务违约/展期

城中村改造项目	意向合作企业名称	是否出现债务违约/展期
新联村	敏捷	否
蒋村村	方圆、珠江实业	是
城丰村曹村社	雪松	是
城丰村（旧汤、何屋、廖屋、梁屋社）	时代	是
塘美村第二至十一社	方圆	是
官湖村	时代	是
石下村	合景	是
瑶田村	珠投	否
白江村	珠光	否
东洲村	香江	否
葵湖村	丰乐	否
塘口村	丰乐	否
田心村	丰乐	否
元美村	丰乐	否
马修村	瀚宇	否
元岗	丰乐介入	否
灯堂村	远洋介入	是
坭紫村	保利介入	否
霞迳村	佳兆业	是

资料来源：方正证券研究所整理

5.2 广州探索“做地”模式，或将逐一“破题”

广州城中村面积占全市 10%，城中村常住人口占全市 35.8%。广州城中村数量在一线城市中最多，并且是唯一主城中心区域分布众多城中村的一线城市。2023 年广州市住房和城乡建设局数据显示，目前广州共 272 条城中村，其中中心城区有 137 条，常住人口 674 万人，占全市常住人口的 35.8%。

图表49: 广州城中村与中心城区交融

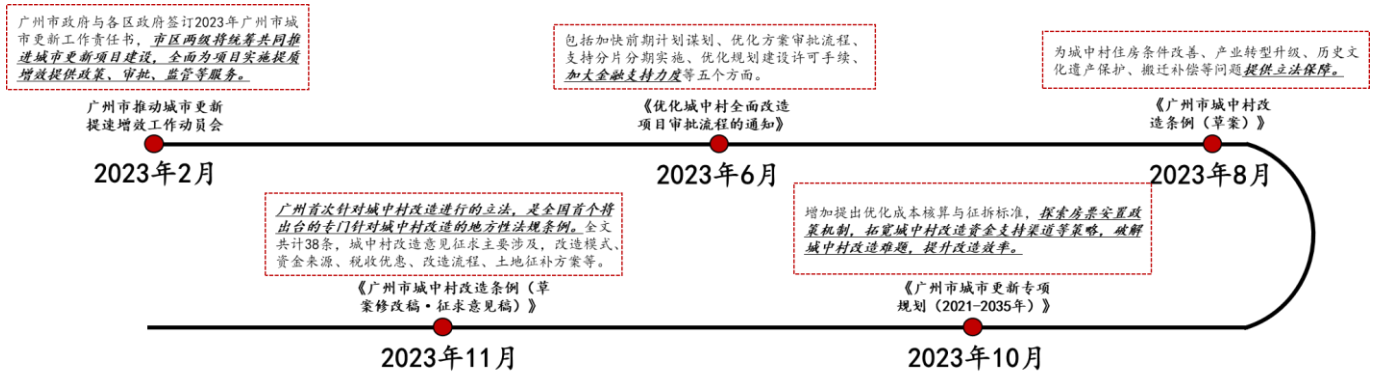


资料来源：百家号网友“小小太阳花鸭”，方正证券研究所

广州积极探索城中村改造模式，逐步推进改造进程。广州作为城中村数量最多的一线城市，2023 年来积极探索因地制宜的创新措施，稳步推进城中村改造工作，具体来说：

- 1) **2023 年 2 月，签订城市更新工作责任书。**2023 年 2 月 22 日，广州市政府与各区府签订 2023 年城市更新工作责任书，共同推进第一批 127 个城中村改造项目进程；
- 2) **2023 年 6 月，优化城改审批流程。**2023 年 6 月 16 日，广州下发《优化城中村全面改造项目审批流程的通知》，包括加快前期计划谋划、优化方案审批流程、支持分片分期实施、优化规划建设许可手续、加大金融支持力度等五个方面；
- 3) **2023 年 10 月，发布专项规划。**2023 年 10 月 24 日，《广州市城市更新专项规划（2021-2035 年）》增加提出优化成本核算与征拆标准，探索房票安置政策机制，拓宽城中村改造资金支持渠道等策略，破解城中村改造难题，提升改造效率；
- 4) **2023 年 11 月，首次针对城改进行立法。**2023 年 11 月 22 日，公布《广州市城中村改造条例（草案修改稿·征求意见稿）》，成为全国首个将出台的专门针对城中村改造的地方性法规条例。全文共计 38 条，城中村改造意见征求主要涉及：改造模式、资金来源、税收优惠、改造流程、土地征补方案等。

图表50:2023 年来,广州积极探索城中村改造的可行模式



资料来源:方正证券研究所整理

广州计划 2023 年推进 127 个城中村改造项目,年投资额 983 亿元。2023 年广州市政府工作报告明确提出:2023 年全市城市更新年度固定资产投资目标将达 2000 亿元,同比增长超过 60%,其中计划推进 127 个城中村改造项目,预计完成固定资产投资 983 亿元,占全年城市更新固定资产投资目标的 49%。计划推进的 127 个城中村中,前期工作项目共 69 个,续建项目共 46 个,新开工项目共 12 个。

图表51:广州计划 2023 年推进 127 个城中村改造项目

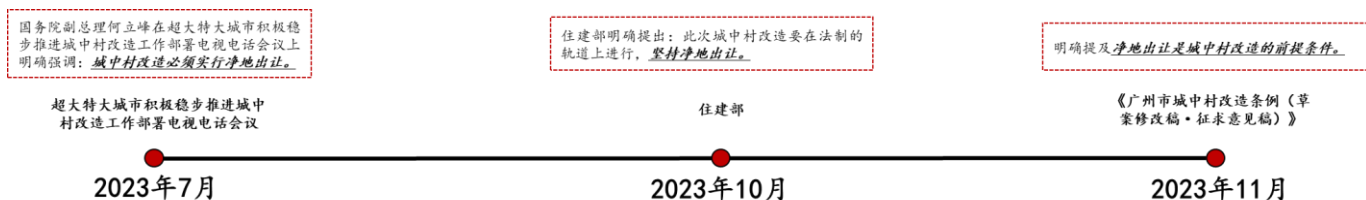
区域	前期工作项目	续建项目	新开工项目	总计
天河	3	3	0	6
越秀	2	0	0	2
海珠	8	2	1	11
荔湾	1	5	0	6
黄埔	34	19	7	60
番禺	6	3	0	9
白云	3	4	1	8
南沙	6	8	0	14
花都	3	1	1	5
增城	2	1	2	5
从化	1	0	0	1
总计	69	46	12	127

资料来源:房地产导刊,方正证券研究所

中央强调净地出让，广州积极响应中央号召。今年下半年以来，政策层面频繁强调需坚持净地出让，即需在政府划定范围内，由不同级别的做地主体负责统筹，对城中村改造的地块开展前期开发整理，将零散分散的土地资源重新整合，再入库以供出让，具体来说：

- 1) 2023 年 7 月，国务院副总理强调城中村改造必须实行净地出让。国务院副总理何立峰在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议上明确强调，城中村改造必须实行净地出让；
- 2) 2023 年 10 月，住建部明确提出坚持净地出让。住建部明确提出此次城中村改造要在法制的轨道上进行，坚持净地出让；
- 3) 2023 年 11 月，广州明确提及净地出让是城中村改造的前提条件。广州积极响应中央号召，在《广州市城中村改造条例（草案修改稿·征求意见稿）》中明确提及净地出让是城中村改造的前提条件。

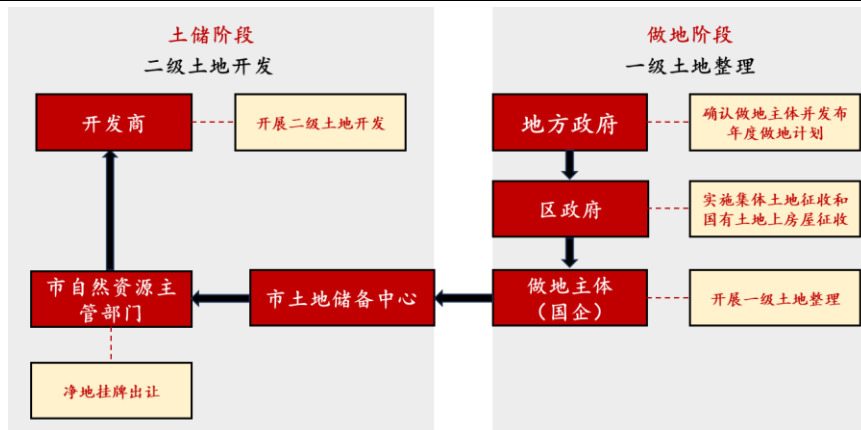
图表52: 中央强调净地出让，广州积极响应中央号召



资料来源：广州人大，澎湃新闻，方正证券研究所

净地出让意味着本轮城改或将采取“做地与土储分离”模式。以往广州的城中村改造是以高市场化的“一二级联动开发”模式为主，但净地出让意味着一级土地整备与二级土地开发需分离，“一二级联动开发”模式失去了可行性，本轮城中村改造模式或将转变为“做地与土储分离”模式，并有望在全国范围推行。

图表53: 净地出让意味着一级土地整备与二级土地开发需分离



资料来源：方正证券研究所

5.2.1 破题一：“做地”模式下，国企负责土地一级整备

一级土地整理整备以国企为主要做地主体。市场参与土地一级整备意愿或许较弱，但“做地”模式下政府主导土地一级整备相关工作，并认定做地主体需为国企。

以广州为例，目前广州已明确7家市级统筹做地主体。2023年3月，广州市人民政府办公厅印发《广州市支持统筹做地推进高质量发展工作措施》，并明确规定需将资金需求规模最大，推进困难最多，程序最复杂，期限最长，不确定性最强的前期工作交给政府及国企负责，即做地主体必须是政府所认定的国企。目前，广州已明确7家市级统筹做地主体，并划定了4大重点片区做地试点。

图表54: 广州已明确7家市级统筹做地主体，并划定了四大重点片区做地试点

4大试点片区	7家市级统筹做地主体
1 广州火车站片区	1 越秀集团
2 城市新中轴（海珠）片区	2 广州建筑
3 罗冲围片区	3 广州地铁
4 环五山创新策源区	4 广州城投
	5 广州交投
	6 珠实集团
	7 机场建设集团

资料来源：广州日报，房地产导刊，方正证券研究所

5.2.2 破题二：“做地”突出公益属性，不服从表决可被强制执行

政府主导一级土地整备更易“让利”于拆改户。“一二级联动开发”模式下，开发商主导土地一级整备不可避免地将关注补偿费用等前期成本的支出，这与拆改户的利益直接冲突。但在政府主导的“做地”模式下，城中村改造具有很强的公益属性，不以盈利为目的的土地一级整备或将“让利”于拆改户，从而满足拆改户对补偿的要求，进而加速推进城改进程。

此外，不服从表决方案者可被强制执行。拆改户不服从表决方案的现象向来是城中村改造的难题。以深圳蔡屋围村为例，蔡屋围村改造仅因一户不服从表决方案，从而耽误整个项目一年左右的改造进度。针对该问题，《广州市城中村改造条例（草案修改稿·征求意见稿）》明确：被征收人在法定期限内不申请行政复议或者提起行政诉讼，又不履行征收补偿决定确定的义务的，区人民政府应当自期限届满之日起三个月内向人民法院申请强制执行。此举有望全国范围内推行，从而有效解决拆改户因利益冲突耽误项目进程的问题。

图表55: 蔡屋围村因一户拆改户不服从表决而耽误改造进度



资料来源：网易号网友“鬼谷子思维”，方正证券研究所

5.2.3 破题三：国企确保一级整备资金充裕，民企积极参与二级开发

国企负责土地一级开发整理，资金相对充沛。根据 2023 年半年报数据，主流上市房企中，“三道红线”位于绿档的民企数量较少，较多民营房企较难支撑城改项目的正常运转，易导致项目进程因资金问题而停滞。而“做地”模式要求一级土地整备阶段的做地主体需为资金较为充沛的国企，从而资金需求规模较大的城改前期工作有望加快推进，部分因实施主体资金问题导致停滞的城改项目，在实施主体转换为国企后，有望回到正常推进轨道。

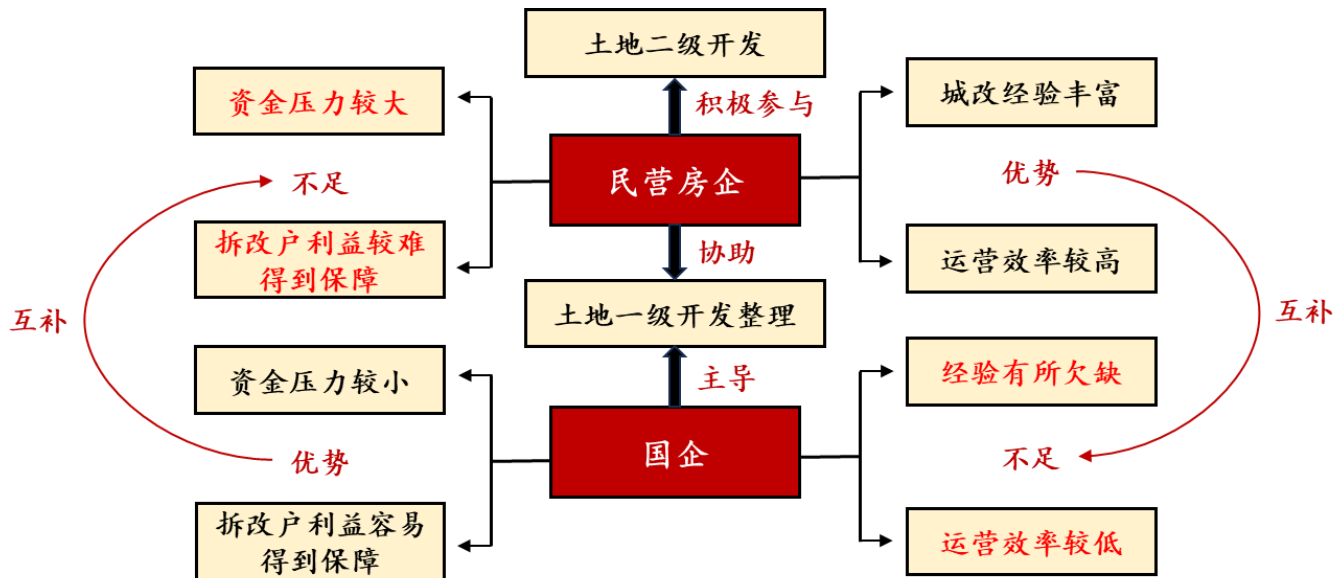
图表56: 主流上市房企中，“三道红线”位于绿档的民企数量较少

房企	剔除预资产负债率	净负债率	现金短债比	性质
中海	51.2%	35.8%	1.7	央企
滨江	55.7%	21.5%	2.1	民企
华润	59.8%	28.5%	1.9	央企
建发	61.3%	32.0%	6.5	国企
龙湖	62.0%	57.2%	2.0	央企
金地	62.9%	53.5%	1.1	混合制
招商蛇口	62.9%	39.1%	1.1	央企
保利	65.3%	63.1%	1.4	央企
华发	66.7%	86.0%	2.0	国企
越秀	66.8%	53.2%	4.2	国企
万科	66.9%	49.5%	1.6	混合制
新城	68.2%	42.6%	1.3	民企
信达地产	68.3%	87.5%	1.0	央企

资料来源：克而瑞，方正证券研究所

鼓励民营房企积极参与二级开发，与国企发挥各自优势。2023年10月，广州审议通过《广州市进一步促进民间投资高质量发展若干政策措施》，明确鼓励和引导民营企业发挥业态策划、产业导入等优势，积极创新改造模式，高效综合利用土地资源，加快城中村改造。我们认为，该政策意味着鼓励民营房企主动参与城中村改造的二级开发相关工作，以及国企主导的一级土地整备阶段的部分事务性工作，例如规划设计、房地产测绘、土地和房地产估价等，与国企做好衔接配合，分别发挥各自优势，加快城改推进速度。

图表57: 民企积极参与二级土地开发，并协助国企进行一级开发整理，以加快城改推进速度



资料来源：方正证券研究所

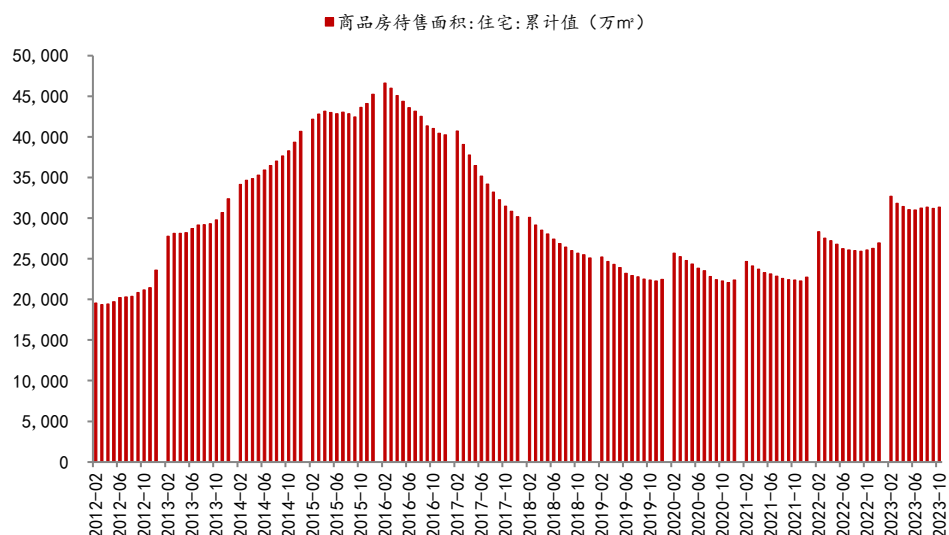
6 城改安置方法：房票安置定向去化库存

截至 2023 年 10 月，全国住宅现房库存累计 3.1 亿 m^2 ，已达近 6 年最高水平，库存亟待下降。而房票安置作为特殊的货币化安置方式，有助于锁定购房需求在本地的释放，更利于去化商品住宅存量库存，助力房企销售回款。并且郑州、青岛等超大特大城市已明确将推行房票安置，我们认为本轮城改或采取房票安置为主要安置方法。

6.1 住宅库存已达近 6 年最高水平，亟待下降

2022 年后，商品住宅现房库存不断累计。2016 年后，全国商品住宅库存存在棚改货币化的激励下快速去化，从 2016 年 2 月的高点（4.7 亿 m^2 ）快速下降至 2019 年 11 月的低点（2.2 亿 m^2 ）。随后库存不断增加，截至 2023 年 10 月，全国住宅库存累计 3.1 亿 m^2 ，已达近 6 年最高水平，库存亟待下降。

图表 58: 商品住宅库存已达近 6 年最高水平，亟待下降



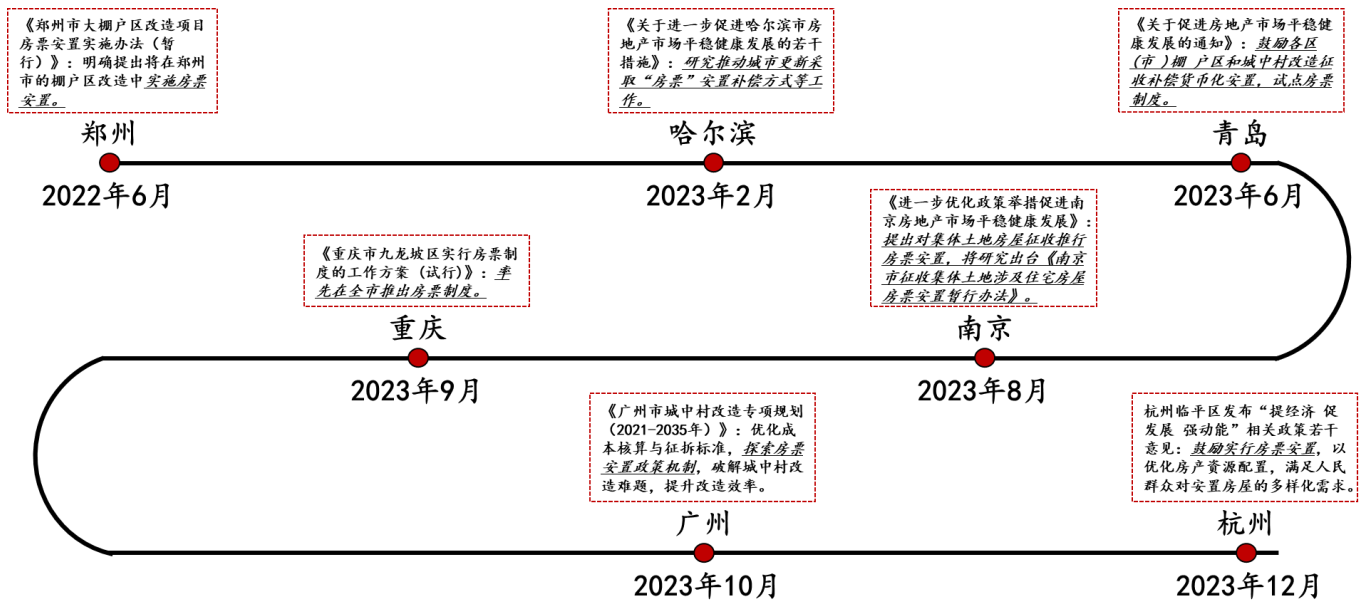
资料来源：国家统计局，方正证券研究所

6.2 城改或以房票安置为主，定向去化库存

本轮城改或更多采取房票安置，有利于定向消化库存。考虑到以下几点，我们认为本轮城改或采取房票安置为主要安置方法。

- 1) **房票安置有助于定向去化库存。**商品住宅库存已达高位的背景之下，房票安置作为特殊的货币化安置方式，有助于锁定购房需求在本地的释放，更利于去化商品住宅存量库存，对市场将产生极大的积极作用；
- 2) **多个超大特大城市已明确将推行房票安置。**2022 年 6 月，郑州发布《郑州市大棚户区改造项目房票安置实施办法（暂行）》，明确提出将在郑州市的棚户区改造中实施房票安置，郑州成为全国首个实施房票安置政策的省会城市。随后，青岛、南京等超大特大城市陆续出台政策表明将推行房票安置。

图表59: 多个超大特大城市提出将推行房票安置

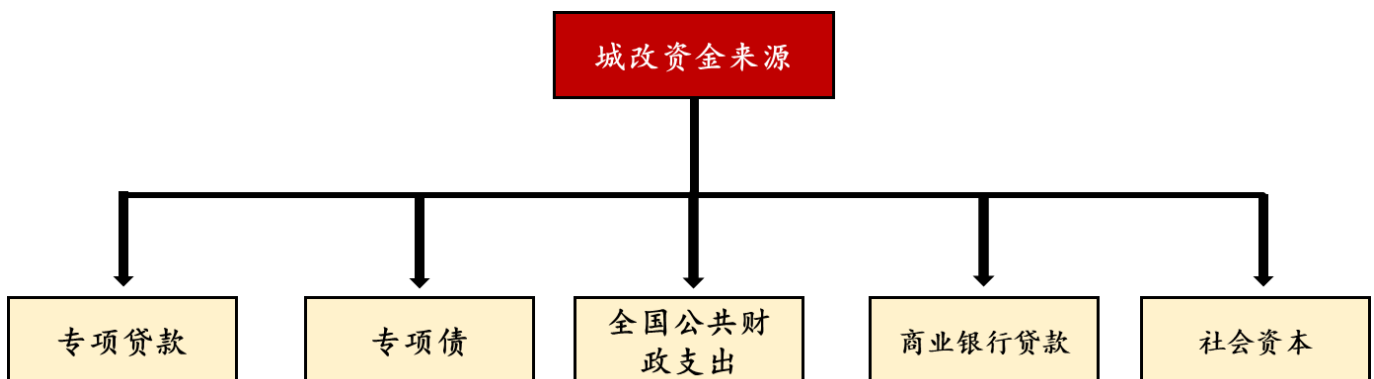


资料来源: 方正证券研究所整理

7 城改资金来源: 政策性资金仍为关键, 社会资本发挥重要作用

根据《广州市城中村改造条例(草案修改稿·征求意见稿)》内容, 本轮城中村改造具体资金来源包括政府专项借款与专项贷款、改造专项债、社会资本等。其中, 除了政策性资金外, 如《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》中提到的鼓励和支持民间资本参与, 我们认为社会资本将成为城中村改造的有生力量。

图表60: 城改资金来源多元



资料来源: 方正证券研究所

7.1 专项贷款：或仍为主要资金来源

专项贷款或仍为主要资金来源。上一轮棚改中，政策性银行棚改专项贷款系主要资金来源，2015-2018 年棚改专项贷款约占比总投资的 70%。考虑到以下几点，我们认为政策性银行专项贷款在本轮城中村改造中或仍将扮演主要角色：

- 1) 专项贷款在棚改中被证实有效。政策性银行专项贷款期限较长、利率较低，在上轮棚改中发挥了重要作用；
- 2) 国开行与央行表态将加大对城改的支持力度。今年下半年以来，国开行、央行分别表态，中央政策性专项资金仍将在城改中发挥重要作用；
- 3) 广州已明确专项贷款为具体资金来源。城市方面，广州明确提出专项贷款城中村改造主要资金来源之一。

图表61: 国开行、央行，以及广州等城市关于政策性银行贷款积极表态

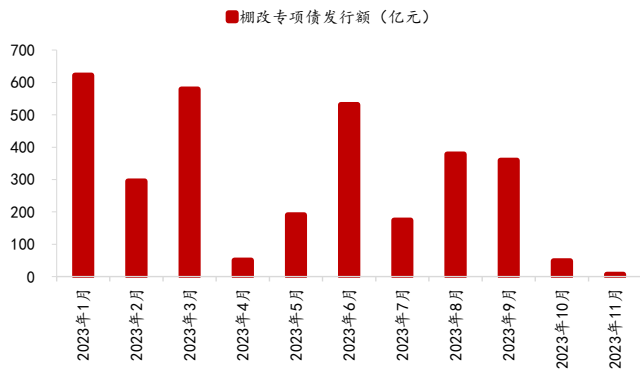


资料来源：澎湃新闻，澎湃财经，广州人大，方正证券研究所

7.2 专项债：或为重要资金来源之一

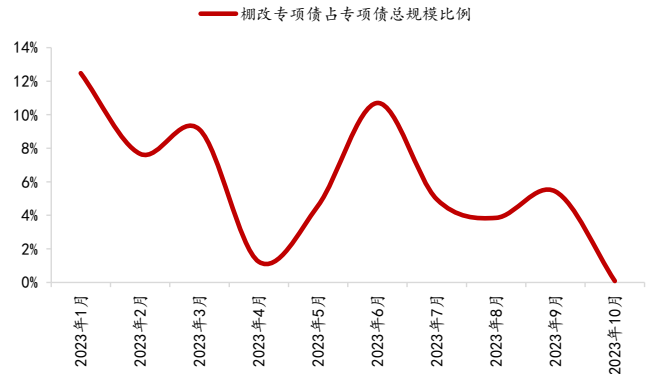
专项债或为重要资金来源之一。上轮棚改中，专项债在 2018 年后逐渐替代专项贷款，起到承上启下的过渡作用。2023 年 1-11 月，全国棚改专项债共发行 3233.2 亿元，其中 2023 年 1 月棚改专项债占专项债总规模的 12.5%，6 月占 10.7%，发行规模仍较可观。我们认为，专项债自 2018 年后持续为棚改贡献资金力量，新一轮城改中专项债也将成为重要资金来源。

图表62:1-11月，全国棚改专项债总发行3233.2亿元



资料来源：，方正证券研究所

图表63:棚改专项债占专项债总规模比例仍较为可观

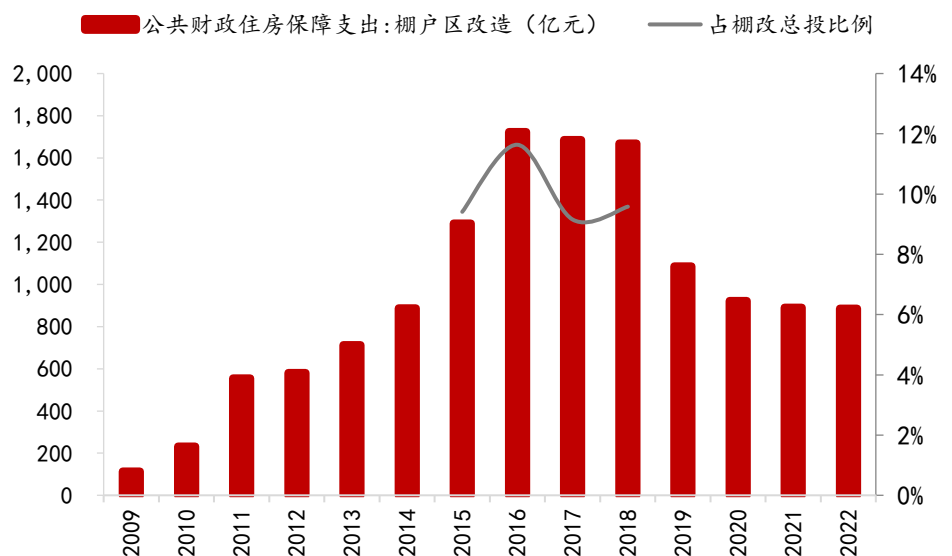


资料来源：，方正证券研究所

7.3 全国公共财政支出：或成为重要补充资金

全国公共财政支出或将成为重要补充资金。与棚改相同，本轮城改仍可能会有全国公共财政的资金支持。从上一轮棚改周期看，2015-2018 年用于棚改的全国公共财政支出占比当年棚改总投资额比例约分别为 9.4%、11.6%、9.2%、9.6%。我们预计本轮城改周期中，全国公共财政支出也将成为城改资金的有效补充来源。

图表64:全国公共财政支出为上轮棚改的重要补充资金

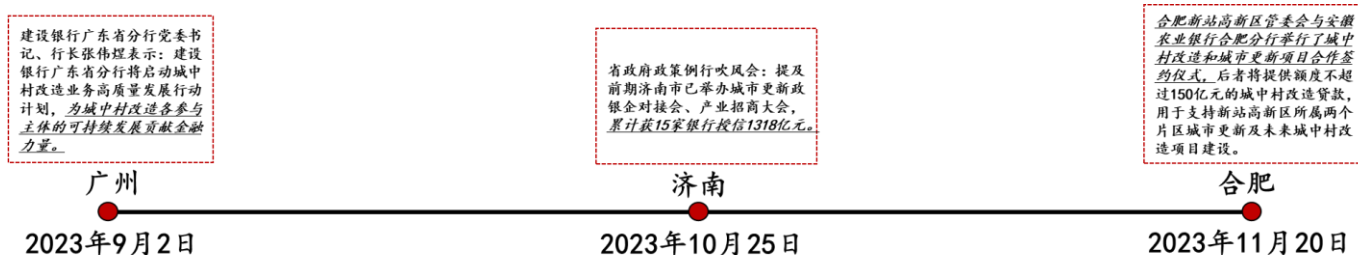


资料来源：财政部，方正证券研究所

7.4 商业银行贷款：商业银行或较具积极性

商业银行参与城改的积极性或将高于棚改。与上轮棚改相同，商业银行贷款也会对资金来源形成一定补充。今年下半年以来，商业银行频繁发声表示将为城中村改造贡献金融力量。我们认为，本次城改集中于超大特大城市，该部分城市的土地价值较为稀缺与坚挺，商业银行参与城改的积极性或将高于棚改。

图表65: 今年下半年以来，商业银行频繁发声表示将为城中村改造贡献金融力量



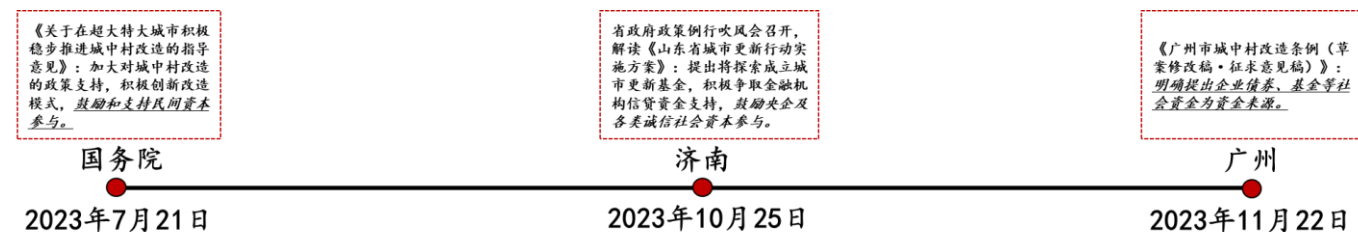
资料来源：广州日报，中国质量新闻网，观点网，方正证券研究所

7.5 社会资本：或将发挥重要作用

社会资本在本轮城改中或将发挥重要作用。考虑到以下几点，我们认为与上轮棚改不同的是，本轮城改中社会资本或将发挥重要作用：

- 1) 中央和多个超大特大城市明确表态鼓励和支持民间资本参与；
- 2) 超大特大城市土地资源具备稀缺性、社会资本融资可观；
- 3) 本轮城改或将采取一二级分离的模式，各环节规划更为清晰，更易“算得过账”。

图表66: 中央和多个超大特大城市明确表态鼓励和支持民间资本参与



资料来源：深视新闻，新黄河，广州人大，方正证券研究所

8 城改规模：或拉动投资 4.6-7.8 万亿元，销售面积 1.1-2.5 亿 m^2

通过我们的测算，本轮城改或将涉及建面 11.4 亿 m^2 ，若覆盖城市扩围至 35 城，则将涉及建面 13.2 亿 m^2 ；基于预估的涉及建面，以及拆建比、拆除比例、拆除/新建/改造单方成本等关键假设，本轮城改保守/中性/乐观预期下将分别拉动 4.6/5.6/6.7 万亿元建安投资额，若覆盖城市扩围至 35 城，则分别为 5.3/6.5/7.8 万亿元；基于假设测算得到，本轮城改保守/中性/乐观预期下将分别拉动商品住宅销售面积 1.1/1.6/2.2 亿 m^2 ，若覆盖城市扩围至 35 城，则分别为 1.3/1.9/2.5 亿 m^2 。

8.1 涉及建面约 11.4-13.2 亿 m^2

步骤一：预计 21/35 城的城中村占地面积约为 25.8/31.7 亿 m^2 。由于披露城中村占地面积数据的城市较少，我们通过公开信息仅得到深圳、广州、济南、郑州、石家庄、厦门、贵阳等 7 个城市的城中村占地面积数据，分别约占城区占地面积的 18.1%、14.4%、3.2%、9.2%、4.3%、1.9%、6.9%，并基于以下假设得到 21/35 城的城中村占地面积约为 25.8/31.7 亿 m^2 。

- 1) 广东地区城中村较多，故假设东莞与佛山的城中村占地面积占比约为 16.1%（深圳与广州的加权平均值）；
- 2) 上海与北京城市化水平较高，故假设城中村占地面积占比约为 1.0%；
- 3) 杭州、南京、青岛、大连、苏州、合肥、宁波、无锡、常州等长三角与沿海城市城中村改造起步较早，故假设城中村占地面积占比约为 1.9%（与厦门一致）；
- 4) 其余城市城中村占地面积占比约为 4.8%（济南、郑州、石家庄、厦门、贵阳等 5 个城市的加权平均值）。

图表 67: 可得城市的城中村占地面积

城市	城区占地面积（平方公里）	城中村占地面积（平方公里）	城中村占地面积占比
深圳	1986	360	18.1%
广州	2256	325	14.4%
合计	4242	685	16.1%
济南	2419	77	3.2%
郑州	762	70	9.2%
石家庄	556	24	4.3%
厦门	627	12	1.9%
贵阳	1230	84	6.9%
合计	5594	267	4.8%

资料来源：方正证券研究所整理

步骤二：通过公开信息获取的可得城市的城中村建面，预估 21/35 城的房屋建面占比，从而得到本轮城改涉及的建面约 11.4-13.2 亿 m^2 。我们根据公开信息，得到深圳全市城中村的房屋建筑面积约 2.25 亿 m^2 ，占其城中村占地面积的 63%，并基于以下假设得到本轮城改涉及的建面约 11.4-13.2 亿 m^2 ：

1) 考虑到广东地区城中村建面密度较高，我们假设广州、东莞、佛山的房屋建面占比均为 60%；

2) 其余地区的房屋建面占比约为 30%。

图表68: 预计本轮城改涉及建面约 11.4-13.2 亿 m^2

城市	城区占地面积 (平方公里)	城中村占地面积 (平方公里)	城中村占地面积占比	城中村建面占比	城中村建面 (平方公里)	城中村建面 (万 m^2)
上海	6341	32	0.5%	30%	10	951
北京	16410	82	0.5%	30%	25	2462
深圳	1986	360	18.1%	63%	225	22500
重庆	7781	372	4.8%	30%	111	11146
广州	2256	325	14.4%	60%	195	19500
成都	1485	71	4.8%	30%	21	2127
天津	2653	127	4.8%	30%	38	3800
武汉	1452	69	4.8%	30%	21	2080
东莞	2460	397	16.1%	60%	238	23835
西安	943	45	4.8%	30%	14	1351
杭州	2272	43	1.9%	30%	13	1295
佛山	613	99	16.1%	60%	59	5939
南京	4226	80	1.9%	30%	24	2409
沈阳	1610	77	4.8%	30%	23	2306
青岛	3089	59	1.9%	30%	18	1761
济南	2419	77	3.2%	30%	23	2298
长沙	1200	57	4.8%	30%	17	1719
哈尔滨	491	23	4.8%	30%	7	703
郑州	762	70	9.2%	30%	21	2100
昆明	1783	85	4.8%	30%	26	2554
大连	1523	29	1.9%	30%	9	868
21城	63755	2579	4.0%		1137	113703
南宁	865	41	4.8%	30%	12	1239
石家庄	556	24	4.3%	30%	7	720
厦门	627	12	1.9%	30%	4	363
太原	1416	68	4.8%	30%	20	2028
苏州	1524	29	1.9%	30%	9	869
贵阳	1230	84	6.9%	30%	25	2532
合肥	1280	24	1.9%	30%	7	730
乌鲁木齐	842	40	4.8%	30%	12	1206
宁波	1381	26	1.9%	30%	8	787
无锡	1261	24	1.9%	30%	7	719
福州	523	25	4.8%	30%	7	749
长春	3047	145	4.8%	30%	44	4365
南昌	691	33	4.8%	30%	10	990
常州	942	18	1.9%	30%	5	537
35城	79940	3173	4.0%		1315	131537

资料来源：方正证券研究所

8.2 或将拉动投资额 4.6-7.8 万亿元

步骤一：做出关键假设。为了测算本轮城改对投资额的拉动效果，首先我们需要对关键变量做出假设。通过对相关资料的收集，我们做出如下假设：

- 1) **拆建比：保守/中性/乐观假设下分别为 2.0/2.3/2.5。**2021 年 8 月 30 日发布的《住房和城乡建设部关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》明确提出，原则上城市更新行动中拆除面积不超过 20%；拆建比不大于 2.0。但考虑到：①近期地产政策持续优化，以往出台的限制政策或不再适用于本轮城中村改造；②城中村改造鼓励社会资本参与，拆建比保持在 2 以下无法保障项目的必要收益，从而无法对社会资本形成吸引力。故我们认为本轮城中村改造有望突破拆建比 2.0 的限制，保守/中性/乐观假设下分别为 2.0/2.3/2.5；
- 2) **拆除新建比例：保守/中性/乐观假设下分别为 20%/30%/40%。**与拆建比类似，拆除面积原则上也被要求不得超过 20%。但考虑到：①自然资源部近期开展低效用地再开发试点工作，提高存量土地利用效率或需突破已有拆建比例限制；②近期地产政策持续优化，以往出台的限制政策或不再适用于本轮城中村改造。故我们认为本轮城中村改造有望突破拆除比例 20%的限制，保守/中性/乐观假设下分别为 20%/30%/40%；
- 3) **改造比例：保守/中性/乐观假设下分别为 80%/70%/60%。**与拆除新建比例对应，拆除比例保守/中性/乐观假设下分别为 20%/30%/40%对应改造比例分别为 80%/70%/60%；
- 4) **拆除单方成本：假设为 60 元/m²。**根据广州住建部 2019 年发布的《旧村庄全面改造成本核算办法》，可知拆除单方成本约为 60 元/m²；
- 5) **新建单方成本：假设为 4100 元/m²。**根据广州住建部 2019 年发布的《旧村庄全面改造成本核算办法》，可知建设费用约为 3046-4214 元/m²，故假设新建单方成本为 4100 元/m²；
- 6) **改造单方成本：假设为 3000 元/m²。**深圳城中村统租的操盘手深圳市安居微棠住房租赁投资控股有限公司对外介绍，城中村改造单方成本约为 2500-3000 元/m²，故假设改造单方成本为 3000 元/m²。

图表 69: 本轮城改对投资拉动作用的关键假设

保守假设		中性假设		乐观假设	
拆建比	2	拆建比	2.3	拆建比	2.5
拆除新建比例	20%	拆除新建比例	30%	拆除新建比例	40%
改造比例	80%	改造比例	70%	改造比例	60%
拆除单方成本（元/m ² ）	60	拆除单方成本（元/m ² ）	60	拆除单方成本（元/m ² ）	60
新建单方成本（元/m ² ）	4100	新建单方成本（元/m ² ）	4100	新建单方成本（元/m ² ）	4100
改造单方成本（元/m ² ）	3000	改造单方成本（元/m ² ）	3000	改造单方成本（元/m ² ）	3000

资料来源：方正证券研究所

步骤二：预计本轮城改共拉动投资额 4.6-7.8 万亿元。基于预计本轮城改涉及的建面，以及步骤一的关键假设，我们通过测算得到：

- 1) 21 城：预计本轮城改共拉动投资额 4.6-6.7 万亿元。若本轮城中村改造集中在 21 个超大特大城市，则保守/中性/乐观预期下，本轮城改共将拉动投资额 4.6/5.6/6.7 万亿元；
- 2) 35 城：预计本轮城改共拉动投资额 5.3-7.8 万亿元。若本轮城中村改造扩围至 35 城，则保守/中性/乐观预期下，本轮城改共将拉动投资额 5.3/6.5/7.8 万亿元。

需要注意的是，该测算结果只考虑了拆改及新建过程中涉及的建安投资，若考虑土地出让及房票安置助力房企回款所带来的开发投资空间，则结果会显著高于该测算结果。

图表 70: 本轮城改共将拉动投资额 4.6-7.8 万亿元

保守预期: 拆除比例 20%, 拆建比 1:2				中性预期: 拆除比例 30%, 拆建比 1:2.3				乐观预期: 拆除比例 40%, 拆建比 1:2.5			
21 城				21 城				21 城			
21 城	面积 (万㎡)	单价 (元/㎡)	拉动投资 (亿元)	21 城	面积 (万㎡)	单价 (元/㎡)	拉动投资 (亿元)	21 城	面积 (万㎡)	单价 (元/㎡)	拉动投资 (亿元)
拆除	22741	60	136	拆除	34111	60	205	拆除	45481	60	273
新建	45481	4100	18647	新建	78455	4100	32167	新建	113703	4100	46618
改造	90963	3000	27289	改造	79592	3000	23878	改造	68222	3000	20467
合计	-	-	46073	合计	-	-	56249	合计	-	-	67358
35 城				35 城				35 城			
35 城	面积 (万㎡)	单价 (元/㎡)	拉动投资 (亿元)	35 城	面积 (万㎡)	单价 (元/㎡)	拉动投资 (亿元)	35 城	面积 (万㎡)	单价 (元/㎡)	拉动投资 (亿元)
拆除	26307	60	158	拆除	39461	60	237	拆除	52615	60	316
新建	52615	4100	21572	新建	90760	4100	37212	新建	131537	4100	53930
改造	105229	3000	31569	改造	92076	3000	27623	改造	78922	3000	23677
合计	-	-	53299	合计	-	-	65071	合计	-	-	77922

资料来源：方正证券研究所

8.3 或将拉动销售面积 1.1-2.5 亿m²

步骤一：做出关键假设。为了测算本轮城改对商品住宅销售的拉动效果，除了对拆除新建比例做出假设外，还需要对货币化安置比例等关键变量做出假设。通过对相关资料的收集，我们做出如下假设：

- 1) **拆除新建比例：保守/中性/乐观假设下分别为 20%/30%/40%。**与 7.2 章节中的预测一致；
- 2) **货币化安置比例：假设为 50%。**考虑到：①2015 年，住建部、国开行通知各地棚改货币化安置比例原则上不低于 50%；②本轮城中村改造的背景为房地产行业供需关系发生重大变化，与上轮棚改的高库存周期类似，故预计本轮城改的货币化安置比例与上轮一致，假设为 50%；
- 3) **货币化安置中房票安置比例：假设为 70%。**考虑到：①房地产行业供需关系已发生重大变化，房票安置更能定向去化商品房库存；②如 6.3 章节介绍，多个超大特大城市已提出将推行房票安置。我们预计本轮城改中房票安置或为主要安置方法，占货币化安置的比例为 70%；
- 4) **货币化安置中现金安置比例：假设为 30%。**与货币化安置中房票安置比例对应，房票安置比例为 70%，对应现金安置比例为 30%；
- 5) **现金安置购房比例：假设为 85%。**吉林省曾表示，2018 年有 25.5%拆迁户在领取补偿款后未购买商品住宅，未购买比例较 2015 年高 8.5pct。故假设现金安置购房比例为 85%。

图表71: 本轮城改对商品住宅销售拉动作用的关键假设

指标	保守假设	中性假设	乐观假设
拆除新建比例	20%	30%	40%
货币化安置比例	50%	50%	50%
其中：房票安置比例	70%	70%	70%
其中：现金安置比例	30%	30%	30%
现金安置购房比例	85%	85%	85%

资料来源：方正证券研究所

步骤二：预计本轮城改共将拉动商品住宅销售面积 1.1-2.5 亿 m^2 。基于预计本轮城改涉及的建面，以及步骤一的关键假设，我们通过测算得到。

- 1) 21 城：预计本轮城改共拉动商品住宅销售面积 1.1-2.2 亿 m^2 。若本轮城中村改造集中在 21 个超大特大城市，则保守/中性/乐观预期下，本轮城改共将拉动住宅销售面积 1.1/1.6/2.2 亿 m^2 ；
- 2) 35 城：预计本轮城改共拉动商品住宅销售面积 1.3-2.5 亿 m^2 。若本轮城中村改造扩围至 35 城，则保守/中性/乐观预期下，本轮城改共将拉动住宅销售面积 1.3/1.9/2.5 亿 m^2 。

需要注意的是，该测算结果仅包含货币化直接拉动的销售面积，若考虑新建商品住房的去化，则结果会显著高于该测算结果。

 图表72:21 城-本轮城改将拉动销售面积 1.1-2.2 亿 m^2

21城	保守预期	中性预期	乐观预期
拆除新建比例	20%	30%	40%
拆除面积 (万 m^2)	22741	34111	45481
货币化安置比例	50%	50%	50%
其中：房票安置比例	70%	70%	70%
其中：现金安置比例	30%	30%	30%
现金安置购房比例	85%	85%	85%
房票购房面积 (万 m^2)	7959	11939	15918
现金购房面积 (万 m^2)	2899	4349	5799
货币化拉动的销售面积 (万 m^2)	10859	16288	21717

资料来源：方正证券研究所

 图表73:35 城-本轮城改将拉动销售面积 1.3-2.5 亿 m^2

35城	保守预期	中性预期	乐观预期
拆除新建比例	20%	30%	40%
拆除面积 (万 m^2)	26307	39461	52615
货币化安置比例	50%	50%	50%
其中：房票安置比例	70%	70%	70%
其中：现金安置比例	30%	30%	30%
现金安置购房比例	85%	85%	85%
房票购房面积 (万 m^2)	9208	13811	18415
现金购房面积 (万 m^2)	3354	5031	6708
货币化拉动的销售面积 (万 m^2)	12562	18843	25123

资料来源：方正证券研究所

9 投资建议及推荐标的

城中村改造高度定位，房票安置有望定向去化库存，优化行业供需结构，且“做地”模式可期，将有效拉动投资与销售。城中村改造获中央高度重视，战略意义凸显，具体安置方法或将采取房票安置，将定向去化库存，进而优化行业供需结构，且“做地”模式可行性较高，将有效拉动投资与销售，我们看好 2024 年成为房地产行业的企稳之年，重申推荐地产板块。标的方面，核心关注：保利发展、天地源、我爱我家、浦东金桥。此外，建议关注：①城中村改造（越秀地产、天健集团、城建发展、中华企业）；②存量房赛道（贝壳-W）；③优质民企（新城控股、龙湖集团）；④格局优化（招商蛇口、华发股份、建发国际集团）。

风险提示：城中村改造推进不及预期；资金来源受限；楼市回暖不及预期。

图表74:主要地产公司估值表

股票简称	股票代码	收盘价 元/股	EPS 元/股			市盈率			归母净利润 亿元		
		12月15日	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
天地源	600665.SH	4.1	0.4	0.6	0.7	9.1	7.0	5.7	3.4	5.1	6.2
天健集团	000090.SZ	5.0	1.0	1.0	1.1	5.3	5.1	4.4	19.5	18.32	20.92
城建发展	600266.SH	5.3	-0.6	0.5	0.7	-8.2	11.3	7.6	-9.3	10.53	15.86
招商蛇口	001799.SZ	9.6	0.4	0.7	1.1	30.3	12.9	9.0	42.6	67.5	97.0
保利发展	600048.SH	10.2	1.5	1.7	1.8	9.6	6.1	5.6	183.5	200.8	216.4
金地集团	600383.SH	4.7	1.4	1.2	1.3	7.4	3.8	3.6	61.1	55.6	57.9
万科A	000002.SZ	10.6	2.0	1.8	1.9	8.9	5.8	5.6	226.2	219.4	227.3
新城控股	601155.SH	12.3	0.6	1.7	2.2	33.1	7.1	5.7	13.9	39.2	48.6
滨江集团	002244.SZ	7.9	1.2	1.4	1.7	7.2	5.6	4.7	37.4	43.5	52.5
华发股份	600325.SH	7.4	1.1	1.3	1.5	7.8	5.6	4.9	25.8	28.2	31.8
建发股份	600153.SH	9.7	1.9	3.8	2.4	6.5	2.6	4.1	62.8	113.5	71.4
建发国际集团	1908.HK	14.5	2.8	2.8	3.7	7.5	5.1	4.0	42.2	52.1	67.5
越秀地产	0123.HK	6.0	1.3	1.1	1.2	6.5	5.5	4.9	39.5	43.5	49.3
龙湖集团	0960.HK	12.0	4.1	3.5	3.7	5.7	3.4	3.3	243.6	232.0	241.9
华润置地	1109.HK	25.5	3.9	4.4	4.8	8.6	5.8	5.3	280.9	312.5	345.8
中国海外发展	0688.HK	12.3	2.1	2.4	2.6	9.2	5.2	4.7	232.6	261.4	289.3

资料来源：方正证券研究所 备注：1) 表中货币单位均为人民币，其中港股股价已按照 2023 年 12 月 15 日汇率折算为人民币；2) 天地源、天健集团、城建发展、保利发展、万科A、华发股份盈利预测来自于方正证券研究所，其余盈利预测来自于一致预期值。

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com