

建筑材料

中性（维持）

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

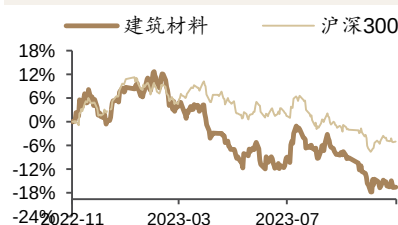
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

王逸枫

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 1.《【德邦建材】周观点：加快“三大工程”建设，提振信心带来新的机遇》，2023.11.19
- 2.《10月行业数据点评：销售再次走弱，期待自上而下总量政策发力》，2023.11.16
- 3.《周观点：关注城中村改造带来的新机遇》，2023.11.12
- 4.《防水业务整合重组，一体两翼路线清晰-周观点：10月份百强房企销售走弱，Q3基金建材持仓略增》，2023.11.5
- 5.《基金持仓点评：政策博弈下基金持仓环比回升，行业底部或愈发清晰》，2023.10.30

【德邦建材】城中村改造蓄势待发，万亿规模助力地产链深蹲起跳

投资要点：

- **城中村改造站上战略新高度，接力棚改与旧改。**城中村改造与城市更新、棚改、旧改关系深远，棚改及旧改提出时间均早于城市更新：1) 城市更新范围最广，包括“三区一村”改造，2021 年城市更新才被纳入中央级政策范围；2) 棚改始于 2004 年，改造对象一般为城镇国有土地，2015 年央行创立 PSL、政策性银行专项贷款支持以及货币化安置提升加速棚改进程，2015-2018 年均开工套数超 600 万套，2019 年开始退潮；3) 旧改始于 2017 年，改造对象为建成于 2000 年以前的住宅小区，一般不涉及拆除重建，23 年 9 月累计已开工 21.8 万个，目标完成率 99.22%，旧改基本进入尾声；4) 23 年 4 月中央政治局会议首提“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造”，此后中央各部委频繁多次提及推动城中村改造，当前实施城中村改造意义深远，是民生工程+发展工程的结合。我们认为，今年城中村改造脱离城市更新大框架成为独立政策表述，凸显了城中村改造的战略高度，城中村改造作为独立政策举措有望在中央统筹下加速推进。
- **稳增长发力点，预计拉动建安投资年均约 8000 亿元。**通过七普数据，我们测算出 21 个超大特大城市城中村人口约 3893 万人，城中村建面约 8.99 亿平，若后续城中村改造范围扩大至 I 型大城市，城中村改造面积有望突破 10 亿平。在按照拆除比 20%、复建比 2 的假设下：1) 直接拉动投资：8.99 亿平城中村改造面积预计拉动建安投资约 40411 亿元，5 年更新改造周期假设下，预计年均拉动建安投资约 8082 亿元；2) 对销售影响小于棚改，但针对高能级城市：8.99 亿平城中村改造面积预计新增复建面积 3.60 亿平，合计占 22 年全国商品房销售面积的 26.5%，年均复建面积占比约 5.3%。按照单套面积 100 平测算，对应套数约为 360 套，预计规模明显小于棚改，但预计对一二线高能级城市产生积极拉动作用。
- **面临一定不确定性，亟待自上而下指导推进。**快速城镇化及二元户籍和土地制度催生城中村，本轮城中村改造依然面临四大难点，给城中村改造推进带来较大的不确定性，拆迁难度较大、资金平衡筹措较难、现有城市管理标准带来整治难度、相关规划周期较长，存在政策不确定性。
- **投资建议：**我们认为，城中村改造带来的增量投资有望稳定房地产投资，带来的增量需求有望促进销售端需求复苏，进而促进房地产新开工和施工回暖、对竣工形成中期托力，有望带动建材从开工端到竣工端全产业链复苏。当前季报披露完毕，季报利空出尽，业绩进入真空期以及业务将着眼明年，估值切换行情或上演。建议关注三条主线：1) 消费建材龙头经营韧性仍强，个股 α 属性逐步显现，建议关注：石膏板龙头**北新建材**（石膏板经营稳健，防水触底回暖，盈利能力超预期，拟收购嘉宝莉补强涂料）、防水龙头**东方雨虹**（加速战略调整，经营结构优化）、管材龙头**伟星新材**（零售业务占比高，经营稳健，经营质量优质）、涂料龙头**三棵树**（国内涂料龙头，小 B+C 端业务稳健增长）；2) 万亿国债或助力明年开工端需求，明年或触底企稳，建议关注开工端低估值的**志特新材**（铝模板龙头，上半年政策利空出尽，产能释放支撑成长）、**华新水泥**（国内水泥业务进入周期底部，海外水泥业务+骨料等非水泥业务盈利突出支撑业绩抵抗周期波动，低估值高股息）；3) 二梯队消费建材估值性价比凸显，当前普遍估值回落至 10 倍 PE 左右，建议关注：**公元股份**、**科顺股份**、**青鸟消防**、**蒙娜丽莎**、**兔宝宝**等。
- **风险提示：**政策推进不及预期；城中村改造落地规模不及预期；测算误差风险。

内容目录

1. 城中村改造：战略新高度，接力棚改与旧改	4
1.1. 城中村改造接力棚改与旧改.....	4
1.2. 当前提出城中村改造的必要性：惠民生、扩内需	12
2. 城中村改造：稳增长重要发力点.....	16
2.1. 城中村改造能拉动多少投资？预计年均约 8000 亿元.....	16
2.2. 城中村改造面临的难点.....	21
3. 投资建议.....	22
4. 风险提示.....	23

图表目录

图 1：《深圳市城市更新办法》对城市更新的定义.....	5
图 2：棚户区改造对象及资金来源	8
图 3：PSL 期末余额与当月新增值（亿元）	8
图 4：国开行历年棚改专项贷款及贷款余额情况	8
图 5：历年全国棚改计划及实际开工量情况.....	9
图 6：全国老旧小区改造当年新开工和计划开工情况	11
图 7：全国老旧小区改造累计新开工和完成进度情况	11
图 8：我国棚改、旧改、城中村改造、城市更新演变过程.....	12
图 9：第七次人口普查中，全国范围按住房来源分的家庭户数拆分（城市口径）	16
图 10：城中村人口及城中村建面测算逻辑	16

表 1: 2023 年 4 月以来中央各部委关于城中村改造的相关表述.....	4
表 2: 《深圳市城市更新办法》和《深圳市城市更新办法实施细则》规定下的三种城市更新模式	5
表 3: 2020-2021 年城市更新定位提升至中央层级.....	6
表 4: 2021 年 8 月《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》中的四大红线内容	6
表 5: 中央对于棚户区改造的重要事件及政策	7
表 6: 棚改货币化安置的三种模式	9
表 7: 中央关于老旧小区改造政策	10
表 8: 老旧小区改造内容及分类	10
表 9: 城中村改造、棚改、旧改三类城市更新模式的核心差异.....	11
表 10: 21 个超大特大城市第七次人口普查数据基本情况	12
表 11: 各城市城市更新或城中村改造规划.....	14
表 12: 城中村房东自住部分测算	17
表 13: 城中村租赁部分测算	18
表 14: 超大、特大、I 型大城市数量级城区人口数量情况.....	18
表 15: 城中村改造对建安投资的拉动测算（亿元）-敏感性分析	19
表 16: 城中村不同模式分类	21
表 17: 相关建材公司估值表（收盘价截至 2023 年 11 月 20 日）	22

1. 城中村改造：战略新高度，接力棚改与旧改

23 年城中村改造被反复提及，战略高度提升。今年 4 月 28 日，中央政治局会议首提“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设”，此后国务院、央行、金融监管总局等中央各部委开始频繁多次提及推动城中村改造，但在 3 月政府工作报告中，相关表述还为城市更新。我们认为，将城市更新细化为城中村改造，脱离城市更新大框架成为独立政策表述，凸显了城中村改造的战略高度，城中村改造作为独立政策举措有望在中央统筹下加速推进。

表 1：2023 年 4 月以来中央各部委关于城中村改造的相关表述

时间	部委/会议	政策内容
2023/4/28	中共中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在 超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
2023/6/8	第十四届陆家嘴论坛	国家金融监督管理总局党委书记李云泽在第十四届陆家嘴论坛上表示，切实提升服务实体经济有效性。强化对投资的融资保障， 支持超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施等重大项目建设。
2023/7/21	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》
2023/7/24	中共中央政治局会议	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。 要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023/7/28	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	中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰指出， 在超大特大城市积极稳步推进城中村改造 是以习近平同志为核心的党中央站在中国式现代化战略全局高度作出的具有重大而深远意义的工作部署。相关部门要抓紧完善政策体系，相关城市政府要切实履行主体责任，加强领导力量，健全工作机制，推动城中村改造工作取得实效。
2023/8/3	国家开发银行 2023 年年中党建和经营工作座谈会	会议提出加大投融资支持力度， 积极服务推动超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
2023/8/18	中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议	会议强调积极推动 城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设。
2023/9/5	自然资源部	自然资源部印发《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》，为贯彻党中央、国务院关于实施全面节约战略等决策部署，落实在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的有关要求，聚焦盘活利用存量土地，提高土地利用效率，促进城乡高质量发展， 决定在北京市等 43 个城市开展低效用地再开发试点，未纳入本通知试点范围的超大特大城市、以及具备条件的城区常住人口 300 万以上的大城市，实施城中村改造项目可参照本通知明确的试点政策执行。
2023/9/27	中国人民银行货币政策委员会召开 2023 年第三季度例会	加大对 “平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设 等金融支持力度，推动建立房地产业发展新模式，促进房地产市场平稳健康发展。
2023/10/12	住建部	超大特大城市正积极稳步推进城中村改造 ，住房和城乡建设部城中村改造信息系统投入运行两个月以来，已入库城中村改造项目 162 个

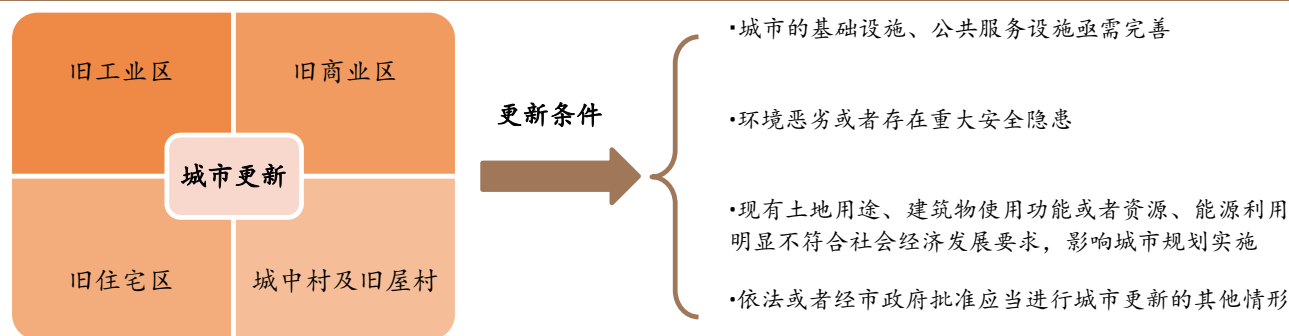
资料来源：中国政府网、国家开发银行、中国房地产报等，德邦研究所

要深刻理解本次城中村改造政策的战略意义以及对投资和需求的拉动作用，我们需要首先厘清城中村改造与以往提及的城市更新、旧改、棚改等相关表述之间的关系。

1.1. 城中村改造接力棚改与旧改

城市更新范围最广，包括“三区一村”改造，最早由深圳提出。城市更新概念最早可追溯至 2009 年深圳颁布的《深圳市城市更新办法》(市政府令第 211 号)，其中规定改造对象为特定城市建成区中的旧工业区、旧商业区、旧住宅区、城中村及旧屋村等，符合一定条件可进行综合整治、功能改变或拆除重建。2022 年条例更新后依然保留了此定义。

图 1:《深圳市城市更新办法》对城市更新的定义



资料来源：深圳市人民政府，德邦研究所整理

表 2:《深圳市城市更新办法》和《深圳市城市更新办法实施细则》规定下的三种城市更新模式

分类	更新对象	实施主体	费用承担
综合整治类	改善消防设施、改善基础设施和公共服务设施、改善沿街立面、环境整治和既有建筑节能改造等内容，但不 改变建筑主体结构和使用功能	综合整治类城市更新由 市、区政府 统筹推进	综合整治类更新项目的费用由所在 区政府、权利人或者其他相关人共同承担 ，费用承担比例由各方协商确定
功能改变类	改变部分或者全部建筑物使用功能，但不 改变土地使用权的权利主体和使用期限，保留建筑物的原主体结构	按照法定图则、城市更新单元规划等已生效规划，土地用途已发生变化或者在满足土地功能混合使用相关要求的前提下，现有建筑物的使用功能需进行调整的， 权利主体可以向主管部门申请实施功能改变类城市更新	市规划国土主管部门批准功能改变的，应当与土地使用权人签订土地使用权出让合同补充协议或者补签土地使用权出让合同，土地使用权人应当按照相关规定 缴纳地价 ；申请人办理完成相关规划和用地手续后，可以实施功能改变类城市更新， 实施费用全部由申请人自行承担 。
拆除重建类	通过综合整治、功能改变等方式 难以有效改善或者消除，可以通过拆除重建方式实施城市更新	1) 权利主体自行实施： 包括项目拆除重建区域内的单一权利主体自行实施，或者多个权利主体将房地产权益转移到其中一个权利主体后由其实施； 2) 市场主体单独实施： 项目拆除重建区域内的权利主体将房地产权益转移到非原权利主体的单一市场主体后由其实施； 3) 合作实施： 城中村改造项目中，原农村集体经济组织继受单位可以与单一市场主体通过签订改造合作协议合作实施； 4) 政府组织实施： 政府通过公开方式确定项目实施主体，或者由政府城市更新实施机构直接实施，涉及房屋征收与补偿的，按照《国有土地上房屋征收与补偿条例》规定执行。	拆除重建类更新项目的实施主体在取得城市更新项目规划许可文件后，应当与市规划国土主管部门签订土地使用权出让合同补充协议或者补签土地使用权出让合同，土地使用权期限重新计算，并按照规定 补缴地价 。

资料来源：深圳市人民政府，德邦研究所

2021 年城市更新才被纳入中央级政策范围，首次列入政府工作报告和五年规划。2021 年 3 月 5 日，十三届全国人大四次会议《政府工作报告》首次将“实施城市更新行动”纳入，而在 2020 年 5 月的《政府工作报告》中主要提到“深入推进新型城镇化”，彼时尚未涉及城市更新；2021 年 3 月 13 日发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》首次将“实施城市更新行动”列入五年规划目标。根据“十四五规划”原文，城市更新对象包括老旧小区、老旧厂区、老旧街区和城中村等存量片区功能，与《深圳市城市更新办法》中基本相同，城市更新官方定义敲定。

表 3：2020-2021 年城市更新定位提升至中央层级

时间	中央文件	政策内容
2020/11/3	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	实施城市更新行动 ，推进城市生态修复、功能完善工程，统筹城市规划、建设、管理，合理确定城市规模、人口密度、空间结构，促进大中小城市和小城镇协调发展。
2021/3/5	第十三届全国人民代表大会第四次会议《政府工作报告》	深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设， 实施城市更新行动 ，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。
2021/3/13	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	加快推进城市更新 ，改造提升老旧小区、老旧厂区、老旧街区和城中村等存量片区功能，推进老旧楼宇改造，积极扩建新建停车场、充电桩。
2021/11/4	《住房和城乡建设部办公厅关于开展第一批城市更新试点工作的通知》	决定在北京等 21 个城市（区）开展 第一批城市更新试点工作 ，第一批试点自 2021 年 11 月开始，为期 2 年，试点内容包括：探索城市更新统筹谋划机制、探索城市更新可持续模式、探索建立城市更新配套制度政策

资料来源：中国政府网，德邦研究所

2021 年提出防止大拆大建，以规范此前棚改中过度房地产化的开发建设方式。2021 年 8 月 30 日住建部发布《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》，以防止出现过度房地产化的开发建设方式，**提出四个关键指标，以控制城市更新中拆建比例，并大幅度提升留改比例，鼓励推动由“开发方式”向“经营模式”转变，以长期运营收入平衡改造投入。**

表 4：2021 年 8 月《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》中的四大红线内容

目标	红线内容	提倡鼓励
严格控制大规模拆除	除违法建筑和经专业机构鉴定为危房且无修缮保留价值的建筑外，不大规模、成片集中拆除现状建筑，原则上城市更新单元（片区）或项目内拆除建筑面积不应大于现状总建筑面积的 20%。	提倡分类审慎处置既有建筑，推行小规模、渐进式有机更新和微改造。倡导利用存量资源，鼓励对既有建筑保留修缮加固，改善设施设备，提高安全性、适用性和节能水平。
严格控制大规模增建	除增建必要的公共服务设施外，不大规模新增老城区建设规模，不突破原有密度强度，不增加资源环境承载压力，原则上城市更新单元（片区）或项目内拆建比不应大于 2。	在确保安全的前提下，允许适当增加建筑面积用于住房成套化改造、建设保障性租赁住房、完善公共服务设施和基础设施等。鼓励探索区域建设规模统筹，加强过密地区功能疏解，积极拓展公共空间、公园绿地，提高城市宜居度。
严格控制大规模搬迁	城市更新单元（片区）或项目居民就地、就近安置率不宜低于 50%。	鼓励以就地、就近安置为主，改善居住条件，保持邻里关系和社会结构
确保住房租赁市场供需平稳	不短时间、大规模拆迁城中村等城市连片旧区，防止出现住房租赁市场供需失衡加剧新市民、低收入困难群众租房困难，城市住房租金年度涨幅不超过 5%	注重稳步实施城中村改造，完善公共服务和基础设施，改善公共环境，消除安全隐患，同步做好保障性租赁住房建设，统筹解决新市民、低收入困难群众等重点群体租赁住房问题

资料来源：中国政府网，德邦研究所

从时间线来看，棚改及旧改提出时间均早于城市更新：

1) 棚改始于 2004 年，2015 年货币化安置加速棚改进程，2019 年开始退潮：东北地区率先在 2004 年开始试点棚改，2008 年四季度中央出台扩大内需十项措施，明确棚改作为保障性安居工程的主要内容开始全国启动。2013 年国务院出台《关于加快棚户区改造的意见》，提出加快推进各类棚户区改造，棚改进入提速阶段。2015 年棚改货币化安置提出，进一步加速全国棚改进程。2017 年开始调整棚改货币化安置比例，2019 年棚改目标大幅下降，棚改开始进入退潮阶段。

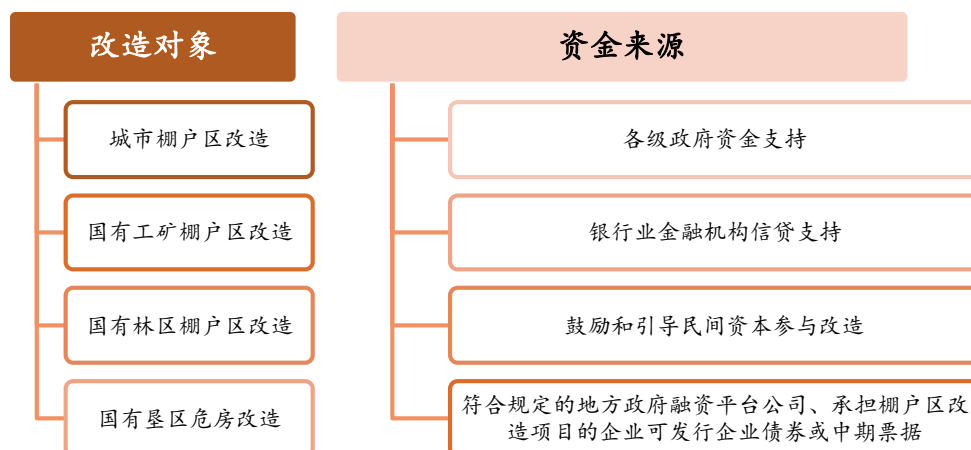
表 5：中央对于棚户区改造的重要事件及政策

阶段	时间	事件
试点阶段	2004 年	辽宁在全国率先启动全省范围内的棚户区改造
	2005 年	国家启动对中央下放东北三省煤矿棚户区的改造，同年 10 月建设部印发《关于推进东北地区棚户区改造工作的指导意见》
推广阶段	2007 年 8 月	国务院发布《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》，提出以城市低收入家庭为对象，进一步建立健全城市廉租住房制度，改进和规范经济适用住房制度， 加大棚户区、旧住宅区改造力度
	2008 年 11 月	国务院常务会议部署扩大内需促进经济增长的措施，会议确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，提出加快建设保障性安居工程，加大对廉租住房建设支持力度， 加快棚户区改造
	2009 年 7 月	农业部、国家发展和改革委员会、财政部、国土资源部、住房和城乡建设部联合印发《关于切实做好农垦危房改造工作的意见》
	2009 年 8 月	国务院在黑龙江哈尔滨市召开稳步推进城市和国有工矿棚户区改造工作座谈会，研究部署城市和国有工矿棚户区改造工作
	2009 年 12 月	住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会、财政部、国土资源部、中国人民银行联合印发《关于推进城市和国有工矿棚户区改造工作的指导意见》。
	2009 年 12 月	国务院在山西大同召开全国城市和国有工矿棚户区改造工作会议，全面部署和推进城市和国有工矿棚户区改造工作。
	2010 年 10 月	国家林业局、住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会、国土资源部联合印发《国有林区棚户区改造工程项目管理办法》
	2012 年 3 月	铁道部、住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会、财政部、国土资源部、中国人民银行联合印发《关于做好铁路棚户区改造有关工作的通知》，将铁路棚户区统一纳入城市和国有工矿棚户区改造范围
	2012 年 9 月	国务院召开全国资源型城市与独立工矿区可持续发展及棚户区改造工作座谈会
	2012 年 12 月	住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会、财政部、农业部、国家林业局、国务院侨办、中华全国总工会联合下发《关于加快推进棚户区（危旧房）改造的通知》，加快推进非成片棚户区（危旧房）改造，城中村改造和城镇旧住宅区综合整治
提速阶段：	2013 年 7 月	《国务院关于加强棚户区改造的意见》出台， 决定加快推进各类棚户区改造 ，2013 年至 2017 年改造各类棚户区 1000 万户， 棚户区改造实行实物安置和货币补偿相结合 ，由棚户区居民自愿选择
	2014 年 3 月	十二届全国人大二次会议《政府工作报告》提出，着重解决好现有“三个 1 亿人”问题，促进约 1 亿农业转移人口落户城镇， 改造约 1 亿人居住的城镇棚户区和城中村 ，引导约 1 亿人在中西部地区就近城镇化。 要更大规模加快棚户区改造
实物安置为主	2014 年 3 月	中共中央国务院印发《国家新型城镇化规划（2014—2020 年）》，提出加快城区老工业区搬迁改造， 大力推进棚户区改造 ，稳步实施城中村改造，有序推进旧住宅小区综合整治、危旧住房和非成套住房改造，全面改善人居环境
	2014 年 4 月 25 日	中国人民银行创设 抵押补充贷款（PSL） 为开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源
提速阶段：	2015 年 6 月	国务院印发《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》部署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工作，将城乡危房改造纳入棚改范围， 提出积极推进棚改货币化安置，实施棚改三年计划
	2015 年 6 月	住建部、国开行关于进一步推进棚改货币化安置的通知： 各地区棚改货币化安置目标原则上不低于 50% ，国家开发银行对商品住宅库存量大、消化周期长的市、县，将从严控制对新建棚改安置住房项目的贷款支持； 对实行货币化安置的棚改项目，国家开发银行将加大贷款支持力度
	2015 年 6 月	国务院政策吹风会，提出实施城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设 三年行动计划 ， 2015 年到 2017 年改造各类棚户区 1800 万套，改造农村危房 1060 万套
降速阶段：	2017 年 5 月	国务院政策例行吹风会，提出 因地制宜推进棚改货币化安置 ，促进商品住房库存量大、市场房源充足的三四线城市和县城去库存，并提出 2018-2020 年再改造各类棚户区 1500 万套
	2017 年	住房城乡建设部、国家发展改革委、财政部等部门印发《关于申报 2018 年棚户区改造计划任务的通知》，调整完善棚改货币化安置政策，对商品住宅消化周期在 15 个月以下的市县， 主要采取新建棚改安置房的方式 ；商品住房库存量大、市场房源充足三四线城市和县城，要合理确定棚改货币化比例
	2017 年 11 月	住建部、国家开发银行、中国农业银行发布《关于进一步加强棚户区改造项目和资金管理的通知》，提出 因地制宜确定棚改安置方式 ：商品住房库存不足、房价上涨压力较大的市、县，要及时调整棚改安置政策， 更多采取新建棚改安置房的方式 。对这些市、县 仍主要采取货币化安置的 2018 年新开工棚改项目，开发银行、农业发展银行棚改专项贷款不予支持
	2018 年 3 月	第十三届全国人民代表大会第一次会议《政府工作报告》，启动 新的三年棚改攻坚计划 ， 2018 年开工 580 万套
	2018 年 10 月	国务院政策例行吹风会，住房和城乡建设部副部长倪虹表示，将继续扎实推进棚户区改造， 因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，商品房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快调整货币化安置优惠政策
	2019 年 4 月	财政部、住房城乡建设部发布《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》， 2019 年棚户区改造目标为 285 万套，规模大幅缩减
	2019 年	中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，规范了专项债的适用范围：2019 年 9 月 6 日国常会决议进一步细化了 专项债禁止适用的范围，房地产及土地类被纳入其中 ，相当于将棚改排除出了专项债项目序列
	2020 年 4 月	财政部再次调整了专项债适用范围， 棚改依然被排除在外

资料来源：中国政府网、共产党员网、上海证券报、住建部、陕西省住建厅、江苏省住建厅、中指院等，德邦研究所

棚户区改造改善居民住房条件并有效拉动投资和需求。棚户区主要包括城镇棚户区、国有工矿棚户区、国有林场棚户区和国有垦区危房改造，狭义棚户区指城镇棚户区，一般指城市规划区范围内或全国重点镇建成区范围内，简易结构房屋较多、建筑密度较大、使用年限久，房屋质量差，建筑安全隐患多、使用功能不完善、配套不健全的区域。2008 年中央将棚户区改造定义为我国政府为改造城镇危旧住房、改善困难家庭住房条件而推出的一项民心工程，2013 年进一步明确了棚改的四大类型及资金来源。

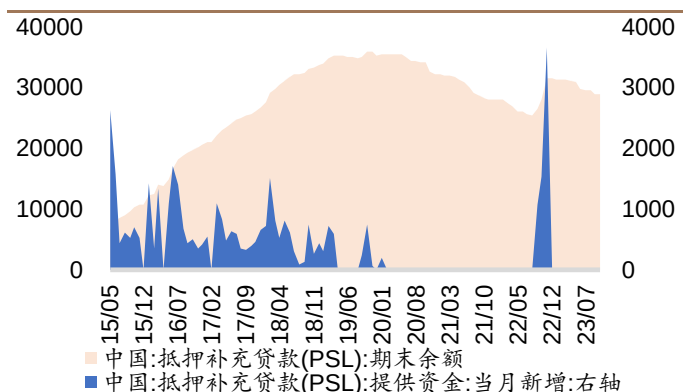
图 2：棚户区改造对象及资金来源



资料来源：中国政府网，德邦研究所

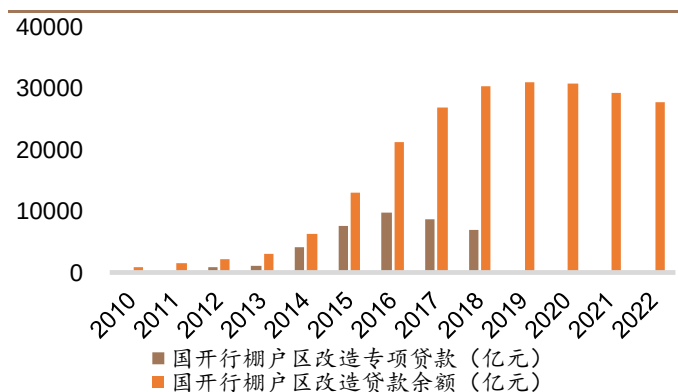
棚改进入高峰期的驱动 1：2015 年棚改资金来源发生显著变化。2014 年央行创立 PSL，通过 PSL 为国家开发银行等政策性银行注入资金（2015 年 10 月央行将 PSL 对象扩大至国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行），再通过政策性银行提供的棚改专项贷款最终注入棚改项目，为棚改的推动提供了充足的资金保障。从国开行披露的棚改专项贷款数据来看，2015 年国开行当年发放棚改专项贷款约 7509 亿元，同比+83.8%，棚改贷款余额 13058 亿，同比+105.2%，至 2019 年棚改贷款余额保持持续增长，2020 年开始下降。

图 3：PSL 期末余额与当月新增值（亿元）



资料来源：Wind、中国人民银行，德邦研究所

图 4：国开行历年棚改专项贷款及贷款余额情况



资料来源：国开行年报，德邦研究所

棚改进入高峰期的驱动 2：2015 年棚改安置方法发生显著变化。2015 年提出积极推进棚改货币化安置，规定棚改货币化安置目标原则上不低于 50%。棚改货币化安置模式主要分为直接货币补偿、政府组织购买商品住房、政府购买商品住房，由于棚改征收基本为居民唯一住房，居民获得直接货币补偿后多用于住房购置，而后两种直接转化为新房销售，因此棚改货币化的提出直接刺激住房需求。

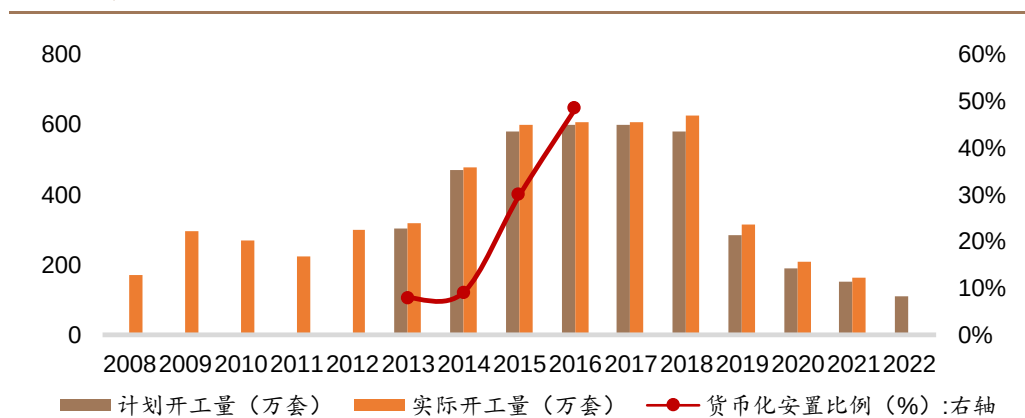
表 6：棚改货币化安置的三种模式

分类	安置模式	开工量统计口径
直接货币补偿	对棚户区征拆区域开展摸底调查的基础上，选择具有代表性的被征收房屋进行市场评估，参照评估后价值计算被征收房屋价格，对被征收人采取直接货币补偿	以棚改项目为单位，按照货币补偿款核定开工套数，具体按以下公式核定：直接货币补偿开工套数=项目货币补偿款/（当地上一年度新建商品住房均价×80平方米）
政府组织棚改居民购买商品住房（含当地政策性住房等）	政府组织棚改居民到已建成的商品房小区选购存量房用于棚改安置	按被征收人与房屋征收部门签订的合同（协议）明确的购买住房套数核定开工量
政府购买商品住房（含当地政策性住房等）	政府从开发商开发的项目中集中购买商品住房用于棚改安置	按政府部门或其委托的单位与商品住房所有者签订的购买协议（合同）载明的购买住房套数核定开工量

资料来源：住建部、财政部、内蒙古住建厅，德邦研究所

2019 年棚改开工量显著下滑，逐渐进入尾声。随着棚改资金的逐渐规范和减少、货币化安置比例的下降等棚改政策调整出台，2019-2022 年棚改开工量均持续显著下降，2022 年计划开工量仅 111 万套，较 2015-2018 年年均实际开工量 610 万套显著下降，棚改逐渐进入尾声。

图 5：历年全国棚改计划及实际开工量情况



资料来源：中指院、财政部、住建部，德邦研究所

2) 旧改始于 2017 年，2023 年基本进入尾声：2017 年底，住房和城乡建设部在厦门、广州等 15 个城市启动了城镇老旧小区改造试点，自 2018 年起，城镇老旧小区改造连续六年写入政府工作报告。

表 7：中央关于老旧小区改造政策

时间	部委	事件
2017 年底	住房和城乡建设部	在厦门、广州等 15 个城市启动了城镇老旧小区改造试点，截至 2018 年 12 月，试点城市共改造老旧小区 106 个，惠及 5.9 万户居民，形成了一批可复制可推广的经验
2018/3/5	第十三届全国人民代表大会第一次会议《政府工作报告》	有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套设施，鼓励有条件的加装电梯
2019/3/5	第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》	城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，更新水电路气等配套设施，支持加装电梯和无障碍环境建设，健全便民市场、便利店、步行街、停车场等生活服务设施
2019/4/15	住建部、发展改革委、财政部	印发《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》全面推进城镇老旧小区改造，一是摸排全国城镇老旧小区基本情况；二是指导地方因地制宜提出当地城镇老旧小区改造的内容和标准；三是部署各地自下而上，既尽力而为、又量力而行，合理确定 2019 年改造计划；四是推动地方创新改造方式和资金筹措机制等。按照“业主主体、社区主导、政府引领、各方支持”的方式统筹推进，采取“居民出一点、社会支持一点、财政补助一点”等多渠道筹集改造资金
2019/6/19	国务院常务会议	部署推进城镇老旧小区改造，目前全国需改造的城镇老旧小区涉及居民上亿人，量大面广，情况各异，任务繁重。今年将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金。鼓励金融机构和地方积极探索，以可持续方式加大金融对老旧小区改造的支持
2020/5/29	第十三届全国人民代表大会第三次会议《政府工作报告》	新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持管网改造、加装电梯等，发展居家养老、用餐、保洁等多样社区服务。
2020/7/20	国务院办公厅	发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，全面推进城镇老旧小区改造工作
2021/3/5	第十三届全国人民代表大会第四次会议《政府工作报告》	加大城镇老旧小区改造力度，新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个
2022/3/5	第十三届全国人民代表大会第五次会议《政府工作报告》	2021 年新开工改造城镇老旧小区 5.6 万个，惠及近千万家庭。2022 年要再开工改造一批城镇老旧小区，支持加装电梯等设施，推进无障碍环境建设和公共设施适老化改造
2023/3/5	第十四届全国人民代表大会第一次会议《政府工作报告》	加快推进老旧小区和危旧房改造

资料来源：中国政府网、国新网，德邦研究所

老旧小区改造一般不涉及拆除重建。老旧小区是指建成年代较早、建设标准较低、基础设施老化、配套设施不完善、未建立长效管理机制的住宅小区，按照官方定义为城市、县城（城关镇）建成于 2000 年以前、公共设施落后影响居民基本生活、居民改造意愿强烈的住宅小区，其中已纳入城镇棚户区改造计划、拟通过拆除新建（改建、扩建、翻建）实施改造的棚户区（居民住房），以及以居民自建住房为主的区域和城中村等，不属于老旧小区范畴。

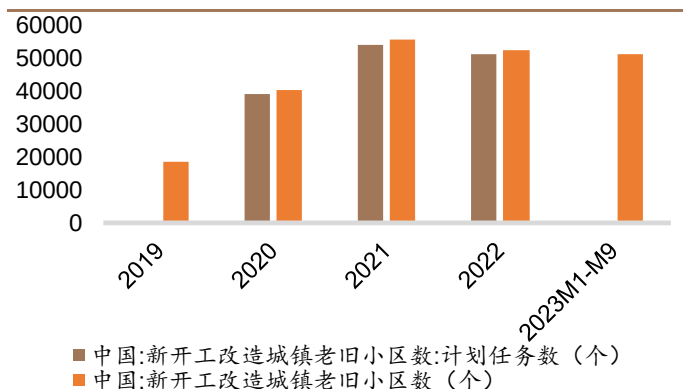
表 8：老旧小区改造内容及分类

分类	改造目的	改造内容
基础类	为满足居民安全需要和基本生活需求的内容	主要是市政配套基础设施改造提升以及小区内建筑物屋面、外墙、楼梯等公共部位维修等。 其中，改造提升市政配套基础设施包括改造提升小区内部及与小区联系的供水、排水、供电、弱电、道路、供气、供热、消防、安防、生活垃圾分类、移动通信等基础设施，以及光纤入户、架空线规整（入地）等
完善类	为满足居民生活便利需要和改善型生活需求的内容	主要是环境及配套设施改造建设、小区内建筑节能改造、有条件的楼栋加装电梯等。 其中，改造建设环境及配套设施包括拆除违法建设，整治小区及周边绿化、照明等环境，改造或建设小区及周边适老设施、无障碍设施、停车库（场）、电动自行车及汽车充电设施、智能快件箱、智能信包箱、文化休闲设施、体育健身设施、物业用房等配套设施。
提升类	为丰富社区服务供给、提升居民生活品质、立足小区及周边实际条件积极推进的内容	主要是公共服务设施配套建设及其智能化改造，包括改造或建设小区及周边的社区综合服务设施、卫生服务站等公共卫生设施、幼儿园等教育设施、周界防护等智能感知设施，以及养老、托育、助餐、家政保洁、便民市场、便利店、邮政快递末端综合服务站等社区专项服务设施。

资料来源：中国政府网，德邦研究所

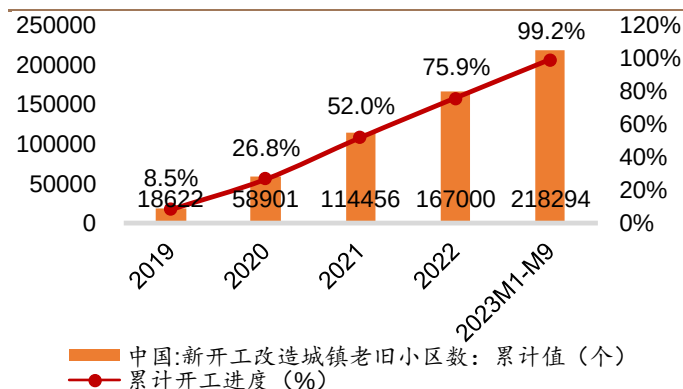
旧改目标完成率达 99%，2023 年预计旧改也将进入尾声。2020 年 7 月国务院政策例行吹风会上，住建部公布全国 2000 年底以前建成的老旧小区大概是 22 万个，涉及的居民近 3900 万户。而根据官方数据，2019-2022 年全国累计新开工改造城镇老旧小区 16.7 万个，惠及居民 2900 多万户，完成投资 6600 多亿元。加上 23 年截至 9 月新开工的 5.13 万个老旧小区，合计已开工 21.8 万个，占目标 22 万个老旧小区的 99.22%，旧改基本进入尾声。

图 6：全国老旧小区改造当年新开工和计划开工情况



资料来源：Wind、住建部，德邦研究所

图 7：全国老旧小区改造累计新开工和完成进度情况



资料来源：Wind、住建部、中国政府网，德邦研究所

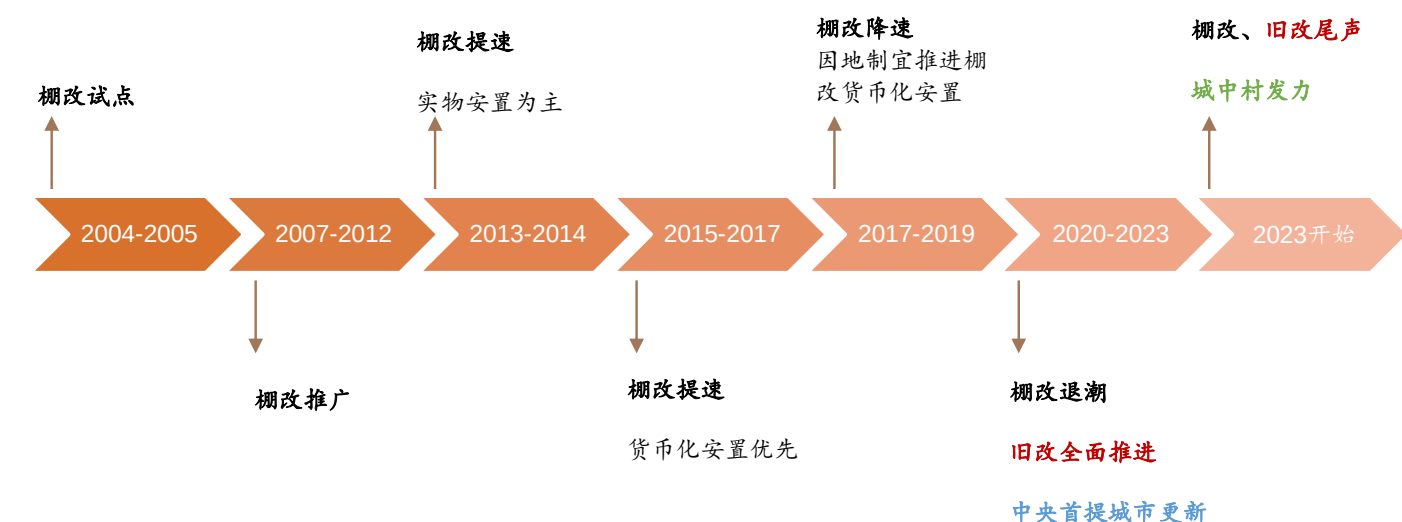
城中村改造接力，开始挑起惠民生、扩内需大梁。城中村改造早期可纳入城市棚户区改造范围，但不同于棚改的大拆大建，城中村改造更偏向“留改拆”并举。由于是城市更新的一项重要内容，城中村改造需要符合 2021 年 8 月住建部提出的在实施城市更新行动中防止大拆大建的四大底线要求（详见表 4）。

表 9：城中村改造、棚改、旧改三类城市更新模式的核心差异

	城中村改造	棚户区改造	城镇老旧小区改造
政策意图	需求侧改革，扩内需，保民生	供给侧改革，去库存	需求侧改革，扩大投资激发内需
改造范围	超大（城区常住人口大于 1000 万）+特大（城区常住人口 500-1000 万）城市	面向全国，尤其是广大高库存的三四线城市	全国
改造对象	城市建成区范围内仍然保留的实行农村集体所有制和农村经营体制的区域	建筑密度较大、使用年限久、安全隐患多、配套不健全的区域，城镇国有土地为主	城市、县城（城关镇）建成于 2000 年以前、公共设施落后影响居民基本生活、居民改造意愿强烈的住宅小区，不包括已纳入棚改和城中村
引导主体	市场化为主导，引入更多央、国企及民间资本参与与运营	以政府为主导，地方国企为实施主体，更偏政策性	业主主体、社区主导、政府引领、各方支持
资金来源	鼓励和支持民间资本参与，多渠道筹措改进资金，通过长期运营方式来实现资金平衡	政策性金融支持，主要体现为 PSL、专项债、政策性银行专项贷款	采取“居民出一点、社会支持一点、财政补助一点”等多渠道筹集改造资金
改造模式	1) 符合条件的实施拆除新建； 2) 开展经常性整治提升； 3) 介于两者之间的实施拆整结合	大拆大建	一般不涉及拆除重建，侧重改造与升级
补偿方式	预计货币化安置比例低于上一轮的棚改，且货币化更多采用“房票”的方式，实物安置则与保障性住房建设相结合	早期实物安置为主，后期优先货币化安置	无拆除重建，一般不涉及补偿

资料来源：克尔瑞、国新网、中国政府网、住建部、天门市政府官网，德邦研究所

图 8：我国棚改、旧改、城中村改造、城市更新演变过程



资料来源：德邦研究所绘制

1.2. 当前提出城中村改造的必要性：惠民生、扩内需

当前实施城中村改造意义深远，是民生工程+发展工程的结合。23 年 7 月 21 日，《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》在国务院常务会议上审议通过，标志着城中村改造正式拉开序幕。实施城中村改造是一项改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的重要举措，有利于：

1) 消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件：作为存量房源地的城中村，是很多超大、特大城市外来建设者等新市民、青年人奋斗的第一个落脚点，但由于历史问题城中村通常布局凌乱、房屋破旧密集、公共服务缺失、环境卫生条件相对较差。根据七普数据，2020 年全国 21 个超大特大城市平均每户住房间数仅为 2.55 间，全国仅有长沙和郑州平均每户住房间数高于全国的 3.20 间，而深圳、东莞不及 2 间；21 个超大特大城市平均人均住房建筑面积仅为 37.14 平，仅有重庆、西安、杭州、长沙、郑州、昆明高于全国平均的 41.76 平。

表 10：21 个超大特大城市第七次人口普查数据基本情况

城市分类	城市	人口数 (万人)	城镇人口 (万人)	乡村人口 (万人)	城市城区人口 (万人)	平均每户住房间数 (间)	人均住房建筑面积 (平方米)
全国		140978	89999	50979	57517	3.20	41.76
超大城市	上海市	2487	2221	266	1987	2.04	32.28
	北京市	2189	1917	273	1775	2.30	34.89
	深圳市	1749	1744	5	1744	1.78	21.50
	重庆市	3205	2226	979	1634	3.09	41.96
	广州市	1868	1610	258	1488	2.13	30.15
	成都市	2094	1649	444	1334	2.75	41.67
	天津市	1387	1174	212	1093	2.38	35.45
特大城市	武汉市	1245	1049	195	995	2.64	39.68
	东莞市	1047	964	82	956	1.78	27.80
	西安市	1218	972	246	928	2.69	45.06
	杭州市	1194	994	199	874	2.63	44.52
	佛山市	950	904	46	854	2.50	36.27
	南京市	931	809	123	791	2.68	39.65

沈阳市	907	767	140	707	2.13	36.13
青岛市	1007	769	238	601	2.78	34.92
济南市	920	676	244	588	3.19	41.39
长沙市	1005	830	175	555	3.28	43.15
哈尔滨市	1001	707	294	550	2.16	35.20
郑州市	1260	988	272	534	3.22	42.10
昆明市	846	674	172	534	3.00	41.95
大连市	745	614	132	521	2.41	34.19
21 城合计/平均	29255	24259	4997	21044	2.55	37.14
21 城合计占比	20.75%	26.95%	9.80%	36.59%		

资料来源：《2020 中国人口普查分县资料》、中国政府网，德邦研究所

2) 有效扩大内需，直接刺激投资，拉动经济发展：城中村改造中拆除新建部分有利于盘活存量资产，刺激房地产增量需求，转化为房地产销售，同时也有助于激发上下游如基建、建材、家居、家电等多地产链需求。在棚改和旧改均面临尾声之际，本次城中村改造的推进有望从投资端对经济产生积极向上作用。根据德邦宏观团队 2023 年 10 月 23 日发布的报告《“新三驾马车”能否带动明年经济？》，中性预期假设：

1) 城中村拆旧比 20%；

2) 城中村拆建比 2；

3) 保租房、公租房提速 29%，共有产权住房规模维持不变；

4) “平急两用”尚未明确，暂不考虑；

5) 23 年房地产投资同比-10%(前 9 月为-9.1%)，对应规模为 11.9 万亿元；

6) 23 年前三季度名义 GDP 增速 4.4%，假设全年为 5%，对应 GDP 总量为 126.5 万。

城中村改造+保障房+平急两用基础设施有望合计带来新增投资近 6000 亿元，预计拉动明年房地产投资增速 5 个百分点，其中城中村新增建安投资约 2400 亿，保障房投资约 800 亿，新增投资 3200 亿有望拉动 24 年名义 GDP 约 0.25 个百分点。

3) 优化房地产结构：本轮城中村改造将主要通过长期运营方式来实现资金平衡，有望推动房地产行业由“开发方式”向“经营模式”转变，通过经营持有型物业，获得长期稳定的经营现金流的同时提升资产价值，构建持有型物业经营竞争壁垒，促进房地产行业向“新发展模式”转型。

各地稳步推进城中村及城市更新改造，积极出台政策，推动项目落地。根据新华社报道，2023 年 10 月住房城乡建设部城中村改造信息系统投入运行两个月以来，已入库城中村改造项目 162 个。

表 11：各城市城市更新或城中村改造规划

城市	时间	相关政策文件/事件	相关规划
深圳	2023 年 3 月	《深圳市 2023 年民生实事项目》	建设筹集保障性住房 18.5 万套（间），供应分配 6.5 万套（间）。完成老旧小区改造 100 个以上，惠及居民约 6 万户，基本实现水电气等基础类改造应改尽改。
上海	2023 年 3 月	《上海市城市更新行动方案（2023—2025 年）》	加快推进“两旧一村”改造工作，到 2025 年，全面完成中心城区零星二级旧里以下房屋改造，基本完成小梁薄板房屋改造。实施 3000 万平方米各类旧住房更高水平改造更新，完成既有多层住宅加装电梯 9000 台。中心城区周边“城中村”改造项目全面启动。创建 1000 个新时代“美丽家园”特色小区、100 个新时代“美丽家园”示范小区。
	2023 年 7 月	《上海住房城乡建设城市管理发展报告（2023）》	以“两旧一村”改造为抓手深入推动城市更新。完成零星旧改 12 万平方米、0.4 万户；完成 28 万平方米旧住房成套改造；启动 10 个“城中村”改造项目。聚力实现安居宜居，加快完善住房制度体系。加大保障性租赁住房供给。既重建设，又重供应，健全“绿色通道”建设机制，全年建设筹措保障性租赁住房 7.5 万套（间），供应 6 万套（间），强化保障性租赁住房“规建管服”一体化联动。开展特色（示范）小区创建工作，创建 1000 个新时代“美丽家园”特色小区、100 个新时代“美丽家园”示范小区。
广州	2023 年 10 月	《广州市城市更新专项规划（2021-2035 年）》 《广州市城中村改造专项规划（2021-2035 年）》	规划至 2025 年，累计推进城市更新约 130 平方公里（含城中村改造 70 平方公里）；至 2030 年，累计推进城市更新约 230 平方公里（含城中村改造 120 平方公里）；至 2035 年累计推进城市更新约 300 平方公里（含城中村改造 155 平方公里）。
成都	2022 年 6 月	《成都市“十四五”城市建设规划》	“十四五”期间新增供应商品住房 100 万套（间），其中筹集建设保障性租赁住房 30 万套（间），满足“一套房”“一间屋”“一张床”多层次住房需求。到 2025 年末，保障性住房常住人口覆盖面达到 100%，成品住宅比例达到 80% 以上，新建小区物业覆盖率达到 100%。
重庆	2022 年 6 月	《重庆市城市更新提升“十四五”行动计划》	城市有机更新全面实施。城市更新和老旧小区改造运作机制基本成熟，老旧小区更新实现全覆盖，城中村和棚户区改造任务全面完成，2004 年前建成的需改造老旧小区改造任务基本完成，老旧小区改造、治理、服务一体化全面实施。“十四五”期间全面推进 173 个老旧小区有机更新，新增改造老旧小区 2555 个，打造特色街区 100 条。
	2023 年 9 月	中心城区旧城改造项目（第一批）名单	涉及旧城改造项目 59 个、总投资约 2743 亿元，主要包括综合类、棚改类、城中村类等三类。其中，综合类项目 32 个、项目总投资 1511 亿元，棚改类项目 19 个、项目总投资 740 亿元，城中村项目 8 个、项目总投资 492 亿元。
杭州	2021 年 9 月	《杭州市城乡建设“十四五”规划》	完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务，改造老旧小区 900 个，约 2800 万平方米。
武汉		《2023 年度中心城区城市更新及房屋征收计划》	全面推进 41 处基础设施落后、城市治理重点部位的征收腾退和城中村改造，全年完成城市更新 1421.02 万平方米。
佛山	2023 年 5 月	《佛山市“三旧”改造专项规划（2021-2035 年）》	全市 110 条城中村，60 条为全面改造（含混合改造）类城中村，其中 33 条为优先全面改造类，27 条为视情况开展全面改造类。另外 50 条为微改造类城中村。
青岛	2022 年 9 月	《关于公布 2023 年城镇老旧小区改造计划的通知》	2023 年全省共计计划改造老旧小区 3898 个，涉及居民 69.95 万户、楼栋数 20712 个、改造面积 6243.57 万平方米。此次青岛市列入改造的 10 个区（市）涉及 473 个老旧小区，共改造楼栋 3782 栋、137714 户，建筑面积 1109.48 万平方米。
	2022 年 12 月	《青岛市旧城旧村改造建设情况介绍》	老旧小区改造方面，2023 年计划改造老旧小区 473 个，计划完成投资 64.8 亿元，面积约 1109 万平米，惠及居民 13.77 万户。
济南	2022 年 11 月	《关于公布济南市 2023 年省级棚户区改造计划项目清单的通知》	城中村改造方面，2023 年计划推进城中村改造项目 85 个，计划完成投资 175 亿元，其中：新启动项目 19 个，计划年度完成投资 31 亿元，惠及居民 1.46 万户；续建项目 66 个，计划年度完成投资 144 亿元。
宁波	2023 年	《宁波市城中村改造三年行动方案（2023-2025）》	老旧小区改造方面，今年 17 个项目、8012 套列入开工计划改造量
厦门	2023 年 5 月	《厦门市城中村现代化治理三年行动方案（2023-2025 年）》	3 年计划实施改造 326 个村、建筑面积 3108 万平方米，预计惠及 10 万人。2023 年宁波计划实施改造 197 个村、1004.3 万平方米。截至 10 月中旬，全市中心村已完成改造 722.9 万平方米，完成年度计划的 72%。接下来，宁波将加大姚江两岸等 36 个重点片区连通连片改造力度；2024 年计划实施改造 150 个村、1000 万平方米，惠及 3.1 万户。
			按照“一年试点、两年攻坚、三年全覆盖”的时序安排，自 2023 年启动试点，利用 3 年时间实现 108 个行政村治理全覆盖。
北京	2022 年 5 月	《北京市城市更新专项规划（北京	2023 年，打造样板。筛选条件较为成熟的 25 个城中村作为治理试点，精心策划治理项目，打造首批精品村（思明区 2 个、湖里区 3 个、集美区 4 个、海沧区 4 个、同安区 6 个、翔安区 6 个）。各区在试点村中挑选 2 个行政村开展整村治理，重点打造为样板村。样板村由各区党政主要领导分别挂钩推进。
			2024 年，提升推广。适度扩大治理范围，推动 40 个城中村重点治理建设（湖里区 3 个、集美区 9 个、海沧区 3 个、同安区 15 个、翔安区 10 个）。
			2025 年，全面完成。推动剩余 43 个城中村治理（湖里区 4 个、集美区 8 个、海沧区 3 个、同安区 19 个、翔安区 9 个），实现城中村现代化治理全覆盖
			到 2025 年，本市将完成核心区平房（院落）10000 户申请式退租和 6000 户修缮任务，完成全

		市“十四五”时期城市更新规划》	市 2000 年底前建成需改造的 1.6 亿平方米老旧小区改造任务，实施 100 万平方米危旧楼房改建和简易楼腾退改造，完成 22 个传统商圈改造升级，基本完成 134 个正在推进的城镇棚户区改造项目。
珠海	2023 年 8 月	《珠海市城市更新（全面改造）2023-2025 年中长期计划》	1.计划推进共 21 个城中村改造项目，总用地规模 551.23 公顷。到 2025 年，10 个项目全部竣工或首期竣工、4 个项目实现新开工、7 个项目取得改造方案批复。 2.计划推进共 28 个旧厂房改造项目，总用地规模 144.41 公顷。到 2025 年，19 个项目全部竣工或首期竣工、8 个项目实现新开工、1 个项目取得改造方案批复。 3.计划推进共 15 个旧城镇改造项目，总用地规模 61.58 公顷。到 2025 年，9 个项目全部竣工或首期竣工、6 个项目实现新开工。
福州	2021 年 6 月	《福州市老旧小区改造实施方案（2021—2025 年）》	“十四五”期间全市计划改造老旧小区 1000 个以上，重点以 2000 年底前建成的小区为主，利用三年时间完成改造 2000 年底前建成的老旧小区，两年时间完成改造 2000 年底前建成的已改造但未实现雨污分流的老旧小区。2021 年计划实施改造 458 个老旧小区，其中：综合改造 198 个小区，雨污分流改造 260 个小区。
合肥	2023 年 5 月	市规委会 2023 年第 5 次主任办公会	确保全市现有 104 个城中村改造三年内基本完成。

资料来源：各地政府官网及官微、澎湃新闻、厦门广电网等，德邦研究所

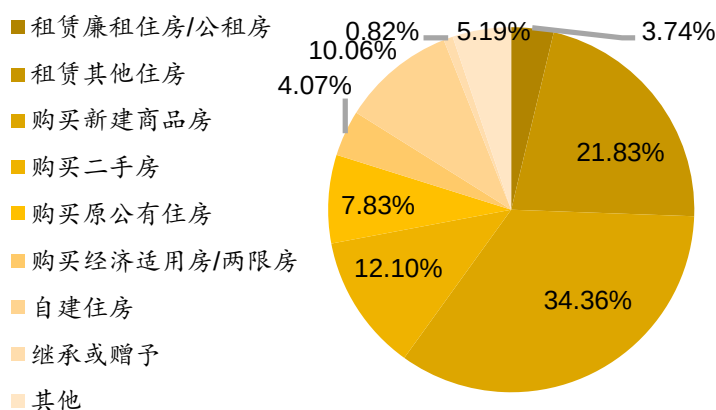
2. 城中村改造：稳增长重要发力点

2.1. 城中村改造能拉动多少投资？预计年均约 8000 亿元

我们测算 21 个超大特大城市城中村人口约 3893 万人，城中村建面约 8.99 亿平。为了测算城中村改造对于投资的拉动作用，首先需要测算城中村的建筑面积，我们通过第七次人口普查数据来测算城中村人口和城中村建面。

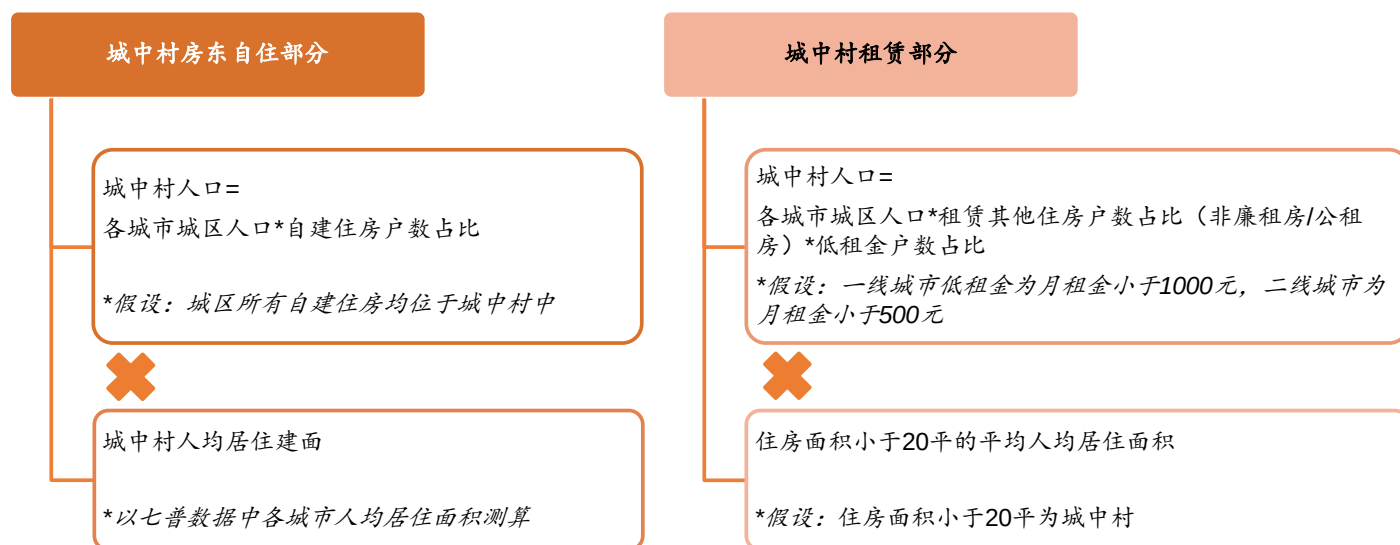
城中村包括自建住房和租赁住房。根据七普数据，家庭户数按住房来源可拆分为租赁、购买、自建、继承等，根据官方定义自建住房指个人建造的住房，其产权属于个人所有，可以用来衡量城中村房东自住部分的规模；租赁住房分为租赁廉租房/公租房和租赁其他住房，其中廉租房和公租房不属于城中村范畴，2020 年全国家庭户数中，租赁廉租房/公租房占比约为 3.74%，通过私人、单位、中介等渠道租赁其他住房占比约 21.83%。

图 9：第七次人口普查中，全国范围按住房来源分的家庭户数拆分（城市口径）



资料来源：国家统计局《第七次人口普查年鉴》，德邦研究所；注：口径为城市，不含镇、乡

图 10：城中村人口及城中村建面测算逻辑



资料来源：德邦研究所绘制

为了测算城中村人口和建面，我们做如下核心假设：

1) 城中村房东自住部分：城中村建面=城中村人口×城中村人均居住面积，我们用城区人口×自建住房户数占比来衡量城中村房东自住部分的城中村人口，假设城区所有自建住房均位于城中村中。由于《2020 中国人口普查分县资料》口径为全市范围，包括城市、镇、乡，我们用各城市披露的《第七次人口普查年鉴》中城市口径来测算，未披露的城市用《2020 中国人口普查年鉴》中各自省份数据作为替代。我们测算 21 个超大特大城市城中村自建部分人口约 1674.66 万人，城中村建面约 6.30 亿平。

表 12：城中村房东自住部分测算

城市分类	城市	城中村人口：自建 (万人) A=B×C	城区人口 (万人) B	自建住房户数占比 (%) C	城中村人均居住面积：自建 (万平) D	城中村建面：自建 (万平) E=A×D
超大城市	上海市	39.87	1987.31	2.01%	32.28	1286.90
	北京市	48.71	1775.17	2.74%	34.89	1699.55
	深圳市	37.76	1743.83	2.17%	21.50	811.80
	重庆市	64.65	1634.40	3.96%	41.96	2712.57
	广州市	188.29	1487.84	12.66%	30.15	5676.82
	成都市	58.08	1334.03	4.35%	41.67	2420.08
	天津市	25.39	1093.31	2.32%	35.45	900.10
特大城市	武汉市	138.49	995.30	13.91%	39.68	5495.23
	东莞市	106.24	955.76	11.12%	27.80	2953.60
	西安市	83.31	928.37	8.97%	45.06	3754.14
	杭州市	120.94	874.17	13.83%	44.52	5384.12
	佛山市	160.42	853.89	18.79%	36.27	5818.27
	南京市	88.48	791.46	11.18%	39.65	3508.27
	沈阳市	29.13	706.72	4.12%	36.13	1052.54
	青岛市	82.50	600.77	13.73%	34.92	2880.82
	济南市	80.72	587.80	13.73%	41.39	3340.83
	长沙市	99.92	554.64	18.02%	43.15	4311.75
	哈尔滨市	11.38	549.93	2.07%	35.20	400.75
	郑州市	93.85	534.48	17.56%	42.10	3951.14
	昆明市	86.72	534.09	16.24%	41.95	3638.10
	大连市	29.81	520.83	5.72%	34.19	1019.14
21 城合计/平均		1674.66	21044.09	9.49%	37.14	63016.51

资料来源：《2020 中国人口普查年鉴》、各城市《2020 人口普查年鉴》，德邦研究所测算

注：广州、佛山《人口普查年鉴》披露口径为全市数据（含城市、镇、乡村），未单独披露城市口径，下同；

武汉、东莞、西安、杭州、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明未披露单独城市的《人口普查年鉴》，用《2020 中国人口普查年鉴》中各自省市、城市口径数据代替，下同；

上海、北京、深圳、重庆、成都、天津、大连数据来自各城市《人口普查年鉴》，口径为城市口径；同一分类下各城市排名不分先后

2) 城中村租赁部分：我们假设人均居住面积小于 20 平的为城中村住房，租赁非廉租房/公租房的其他住房的租户中，北京、上海、深圳月租金小于 1000 元/月（广州由于数据口径含乡、镇，取月租金 500 元以下）、其余城市小于 500 元/月的为租住在城中村的租户，我们测算 21 个超大特大城市城中村租赁部分人口约为 2218.37 万人，人均住房建面平均值为 13.38 平，城中村建面约为 2.69 亿平。

表 13：城中村租赁部分测算

城市分类	城市	城中村人口：租赁 (万人)	城区人口 (万人)	租赁其他住房户数占比 (%)	低租金户数占比 (%)	城中村人均居住面积：租赁 (万平)	城中村建面：租赁 (万平)
		F=B×G×H	B	G	H	I	J=F×I
超大城市	上海市	155.58	1987.31	31.91%	24.53%	12.39	1927.80
	北京市	148.57	1775.17	29.55%	28.32%	12.31	1828.70
	深圳市	598.88	1743.83	71.56%	47.99%	11.04	6614.00
	重庆市	74.13	1634.40	12.79%	35.47%	15.04	1114.58
	广州市	262.14	1487.84	51.08%	34.49%	11.80	3092.39
	成都市	74.70	1334.03	24.42%	22.93%	13.96	1042.73
	天津市	42.21	1093.31	15.17%	25.45%	14.09	594.63
特大城市	武汉市	42.44	995.30	13.15%	32.43%	14.15	600.53
	东莞市	178.14	955.76	48.86%	38.14%	11.44	2037.66
	西安市	78.66	928.37	20.20%	41.94%	12.86	1011.32
	杭州市	102.35	874.17	37.47%	31.25%	11.43	1170.19
	佛山市	215.97	853.89	42.49%	59.53%	11.65	2516.58
	南京市	26.63	791.46	14.95%	22.50%	13.83	368.19
	沈阳市	23.27	706.72	8.64%	38.10%	15.03	349.66
	青岛市	15.65	600.77	10.77%	24.19%	14.82	231.81
	济南市	15.31	587.80	10.77%	24.19%	14.82	226.80
	长沙市	24.67	554.64	12.12%	36.71%	14.32	353.35
	哈尔滨市	16.26	549.93	7.97%	37.10%	14.91	242.56
	郑州市	16.43	534.48	9.60%	32.03%	14.70	241.51
	昆明市	76.22	534.09	26.61%	53.64%	12.00	914.53
	大连市	30.16	520.83	14.86%	38.97%	14.40	434.35
21 城合计/平均		2218.37	21044.09	24.52%	34.76%	13.38	26913.88

资料来源：《2020 中国人口普查年鉴》、各城市《2020 人口普查年鉴》，德邦研究所测算

注：广州数据口径由于是全市数据，包含镇、乡，或拉低租金水平，所以取月租金 500 元/月以下作为低租金户数，下同

综合考虑城中村房东自住和租赁部分，我们测算得到 21 个超大特大城市城中村人口约为 3893.03 万人，合计城中村建面约为 8.99 亿平，若后续城中村改造范围扩大至 I 型大城市，城中村改造面积有望突破 10 亿平。

表 14：超大、特大、I 型大城市数量级城区人口数量情况

城市分类	城市个数	城市	城区人口数 (万人)	城市分类	城市个数	城市	城区人口数 (万人)
超大城市	7	上海市	1987	I 型大城市	14	南宁市	457
		北京市	1775			石家庄市	442
		深圳市	1744			厦门市	436
		重庆市	1634			太原市	405
		广州市	1488			苏州市	399
		成都市	1334			贵阳市	383
		天津市	1093			合肥市	378
特大城市	14	武汉市	995			乌鲁木齐市	373
		东莞市	956			宁波市	361
		西安市	928			无锡市	357
		杭州市	874			福州市	354
		佛山市	854			长春市	343
		南京市	791			南昌市	335

		沈阳市	707			常州市	309
		青岛市	601				
		济南市	588				
		长沙市	555				
		哈尔滨市	550				
		郑州市	534				
		昆明市	534				
		大连市	521				

资料来源：国家统计局、第七次人口普查，德邦研究所

城中村改造建安投资主要分为拆除部分的拆除投资+复建投资，以及保留部分的升级改造投资。为了测算 8.99 亿平城中村改造能够拉动多少建安投资，我们需要进一步做如下假设：

1) 拆除比：由于城中村改造属于城市更新范畴，根据住建部 2021 年 8 月 30 日发布的《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》，原则上城市更新单元（片区）或项目内拆除建筑面积不应大于现状总建筑面积的 20%。我们假设拆除比例为 20%，则保留比例为 80%；

2) 拆建比：同样根据住建部红线，原则上城市更新单元（片区）或项目内拆建比不应大于 2。我们假设拆建比为 2；

3) 拆除投资主要包括临迁费和房屋拆运费：临迁费指在征地拆迁时对居民的补偿费用，拆运费指征迁项目由于房屋拆除和清运产生的费用，主要包括招标代理费、评估费、控制价编制费、人工费、渣土清运等因拆运产生的费用，以及规范性围挡、降尘减噪、生活垃圾清运等费用。根据广州市住房和城乡建设局 2019 年 10 月印发的《广州市旧村庄全面改造成本核算办法》，临迁费约为 30 元/平/月，假设 5 年改造期，则为 1800 元/平，而拆运费约为 60 元/平；

4) 复建费用主要包括复建住宅、办公、商业、配套基础设施的建设费用：根据《广州市旧村庄全面改造成本核算办法》，住宅、商业、办公的平均复建费用为 4687 元/平；

5) 升级改造费：对于不拆除重建的部分，假设升级改造费用为复建费用的一半，约为 2344 元/平。

按照 20%拆除比，2.0 复建比假设下，21 个超大特大城市约 8.99 亿平城中村改造面积，预计拉动建安投资约 40411 亿元，5 年更新改造周期假设下，预计年均拉动建安投资约 8082 亿元，若更新改造周期拉长为 10 年，则预计拉动建安投资约 46886 亿元，年均约 4689 亿元。

表 15：城中村改造对建安投资的拉动测算（亿元）-敏感性分析

城中村改造建安成本测算		复建比				
		1.5	1.75	2	2.25	2.5
拆除比	10%	27799	29271	30743	32215	33687
	15%	31161	33369	35577	37785	39993
	20%	34523	37467	40411	43355	46299
	25%	37885	41565	45245	48925	52605
	30%	41247	45663	50079	54495	58911

资料来源：中国政府网、广州市政府，德邦研究所测算；注：假设更新改造周期为 5 年，建造成本参考广州官方建造成本

规模小于棚改，但预计对一二线高能级城市产生积极拉动作用。按照 2022 年全国商品房销售面积 13.58 亿平测算，在拆除比 20%、复建比 2、改造周期 5 年假设下，21 个超大特大城市约 8.99 亿平城中村改造面积预计新增复建面积 3.60 亿平，合计占 22 年全国商品房销售面积的 26.5%，年均复建面积占比约 5.3%。按照单套面积 100 平测算，复建面积 3.60 亿平对应套数约为 360 套，对比 2015-2018 年棚改高峰期年均开工规模 611 套，预计本轮城中村带来的增量小于上一轮棚改。但由于棚改更多作用于三四线高库存城市，而本轮城中村更多针对超大特大城市，我们认为本轮城中村改造对于高能级一二线城市产生更为持续的拉动作用。

2.2. 城中村改造面临的难点

快速城镇化及二元户籍和土地制度催生城中村。根据住建部，在我国工业化和快速城镇化进程中，由于二元的户籍制度和土地制度，在城市建成区或城市开发边界内部形成了城中村。这些城中村为郊区农村经济社会发展和流动人口居住和就业发挥了重要作用，但也存在居住环境简陋、安全性差、基础设施和公共服务短缺、环境污染、社会治理难等一系列问题。

本轮城中村改造资金来源有望多元化。当前可用及潜在资金包括：财政专项资金补助、纳入地方政府专项债券支持范围、设立城中村改造专项借款、银行提供城中村改造贷款，专款专用，封闭管理等。

表 16：城中村不同模式分类

分类标准	内容
改造主体	政府主导、市场主导、村集体主导
建筑物改造内容	拆除新建、保留整治、拆整结合
改造标准	低中高标准
改造流程重点	土地征收流转、物质空间改造、社会文化环境改造
对流动人口权益的保护	包容性和排斥性

资料来源：住建部，德邦研究所

本轮城中村改造依然面临四大难点，给城中村改造推进带来较大的不确定性：

1) 利益主体复杂，拆迁难度较大：长期存在的城中村在与城市其他功能长期互动中，形成了功能的互补，在超大特大城市的城中村里，违章建筑多、人口密集、产权关系复杂，涉及拆迁类的城中村改造需协调各方利益，矛盾和不确定性因素较多。

2) 资金平衡筹措较难：目前遗留的城中村建筑密度大、安置成本高，特别是目前超大特大城市外围房地产市场仍然较为低迷，城中村改造后出让土地的价值下降增加社会化资本的筹措难度。此外，不同于上一轮棚改有央行 PSL 和政策性银行棚改专项贷款的资金支持，本轮城中村改造资金不确定性较大，而资金的缺失预计将显著影响城中村改造的推进速度。

3) 现有城市管理标准带来整治难度：对于一些不具备拆迁条件的城中村，需要实施局部拆建和综合整治，要求按照文明城市标准整治提升和实施管理，这对于一些住房质量较差、标准较低、整治成本高，且部分住房产权模糊、手续不全的城中村，具有挑战性。

4) 相关规划周期较长，存在政策不确定性：根据易居，上海用 10 年分三步走，并将城中村改造作为最后一环、广州规划到 2035 年的城中村改造计划，直接体现城中村改造的推进周期较长，在较长的推进过程中，存在政策变化导致原先规划受影响的情况。

3. 投资建议

我们认为，城中村改造的推进对于上下游地产链均带来积极的影响。对于建材板块来说，城中村改造带来的增量投资有望稳定房地产投资，带来的增量需求有望促进销售端需求复苏，进而促进房地产新开工和施工回暖、对竣工形成中期托力，有望带动建材从开工端到竣工端全产业链复苏。

我们认为，当前随着万亿国债对水利防汛的支持、保障房建设加速开启、城中村改造陆续推动，地产及基建积极政策支持下，行业底部或愈发清晰。随着当前三季报披露完毕，季报利空出尽，而板块行至当前位置，估值性价比凸显，一方面地产数据的回落或加快相关政策出台托底需求，另一方面即将进入 11 月份，业绩将迎来一段真空期以及业务将着眼明年，估值切换行情或上演。

推荐关注三条主线：

1) 主线一：消费建材龙头经营韧性仍强

在行业下行周期，消费建材龙头仍体现出较强的经营韧性，个股 α 属性逐步显现，建议关注：石膏板龙头**北新建材**（石膏板经营稳健，防水触底回暖，盈利能力超预期，拟收购嘉宝莉补强涂料）、防水龙头**东方雨虹**（加速战略调整，经营结构优化）、管材龙头**伟星新材**（零售业务占比高，经营稳健，经营质量优质）、涂料龙头**三棵树**（国内涂料龙头，小 B+C 端业务稳健增长）；

2) 主线二：万亿国债或助力明年开工端需求

地产开工端在经历了 2 年大幅调整后，明年或触底企稳，建议关注：开工端低估值的**志特新材**（铝模板龙头，上半年政策利空出尽，产能释放支撑成长）、**华新水泥**（国内水泥业务进入周期底部，海外水泥业务+骨料等非水泥业务盈利突出支撑业绩抵抗周期波动，低估值高股息）等；

3) 主线三：二梯队消费建材估值性价比凸显

建议关注低估值二梯队消费建材龙头，普遍估值回落至 10 倍 PE 左右：**公元股份**（减值计提卸下包袱，盈利有望重回稳态）、**科顺股份**（低估值，低基数，高弹性）、**青鸟消防**（消安龙头，新一轮股权激励提振士气）、**蒙娜丽莎**（工程与零售占比均衡，弹性十足）、**兔宝宝**（零售端稳步增长）等。

表 17：相关建材公司估值表（收盘价截至 2023 年 11 月 20 日）

代码	简称	收盘价	总市值	EPS（元）				PE（倍）				PEG
		（元）	（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E
一线消费建材龙头												
000786.SZ	北新建材	23.63	399	1.86	2.35	2.62	2.94	12.70	10.06	9.02	8.04	0.61
002271.SZ	东方雨虹	22.15	558	0.84	1.35	1.75	2.09	26.31	16.36	12.68	10.59	0.46
002372.SZ	伟星新材	15.51	247	0.82	0.89	0.99	1.13	18.91	17.33	15.65	13.74	1.54
603737.SH	三棵树	54.80	289	0.88	1.64	2.35	3.09	62.27	33.33	23.31	17.73	0.64
平均								30.05	19.27	15.17	12.52	0.81
开工端												
300986.SZ	志特新材	14.85	37	1.08	0.43	0.78	1.10	13.75	34.18	19.08	13.54	67.86
600801.SH	华新水泥	13.45	231	1.30	1.35	1.70	2.01	10.35	9.99	7.90	6.71	0.64
平均								12.05	22.09	13.49	10.12	34.25
低估值消费建材												
002641.SZ	公元股份	5.35	66	0.07	0.41	0.51	0.61	76.43	13.13	10.51	8.84	0.12
300737.SZ	科顺股份	6.96	82	0.15	0.25	0.53	0.78	46.40	27.84	13.13	8.92	0.38
002960.SZ	青鸟消防	16.20	119	1.17	0.99	1.23	1.52	13.90	16.36	13.17	10.66	1.77

002918.SZ 蒙娜丽莎	14.53	60	-0.92	1.28	1.61	1.94	-15.79	11.33	9.02	7.49	0.40
002043.SZ 兔宝宝	9.71	82	0.58	0.77	1.08	1.25	16.74	12.58	9.03	7.74	0.43
平均							27.54	16.25	10.97	8.73	0.62

资料来源：Wind，德邦研究所；除北新建材、东方雨虹、科顺股份、青鸟消防、兔宝宝来自德邦建材组预测，所有公司均来自 Wind 一致预期

4. 风险提示

1) 政策推进不及预期：若城中村改造、保障房建设等相关城市更新政策落地不及预期，对地产链的带动作用或低于预期，最终影响建材企业盈利表现；

2) 城中村改造落地规模不及预期：城中村改造的推进仍依靠中央自上而下的推动以及地方政府的执行，若后续落地规模不及预期，或影响建材企业盈利和估值；

3) 测算误差风险：本篇报告相关测算基于历史公开信息推演，若相关系数及假设发生重大变化，或对城中村改造规模、建安投资拉动等核心测算产生较大影响。

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021 年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业研究员，剑桥大学经济学硕士，2022 年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。