

房地产行业深度报告

如何看待城中村改造带来的机遇与挑战？

2023年08月24日

增持（维持）

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书：S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

投资要点

■ **存量时代下，房地产未来的新发展格局。**当前，中国住房市场供给结构存在“重购买、轻租赁”和“重市场、轻保障”的状态。尽管我国住房供应体系经过多年改革已初步形成商品房以市场供应为主，保障性住房以政府支持为主的格局，但由于各方利益驱动，保障性住房和租赁住房供应不足。因此，未来房地产市场供给侧改革的重点将主要集中在**补全住房保障体系、发展租房市场和共有产权住房**。城中村改造作为城市更新的重要部分，通过增加保障性住房供应，可以改善市场供给结构和提升居住质量；将在房地产新发展模式建设中发挥重要作用，并通过与保障性租赁住房结合，盘活低效使用的资源，完善住房的多层次供应体系。

■ **本轮城中村改造的要点解读。**2023年7月21日，国常会通过了《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》。在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的重要举措，强调稳中求进、优先满足群众需求、加强组织实施等重要原则，并将城中村改造与保障性住房建设结合起来。要点解读如下：
(1) 改造范围：优先涉及超大特大城市中心区域；**(2) 拆建比例：**整体可控，《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知（建科〔2021〕63号）》中的硬性指标要求有望适度放松；**(3) 改造补偿方式：**预计以房屋或房票安置为主；**(4) 改造周期：**项目周期比较长，以稳为主；**(5) 资金来源：**我们认为社会资本尤其是央企将作为重要主体，同时政策性银行贷款和专项债补充空间。

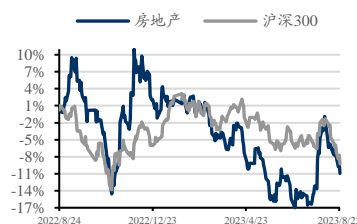
■ **城中村改造规模测算。**根据七普数据与我们的假设：各城市家庭户结构与人口结构相同；所有自建住房均位于城中村中；月租房费用<500元的租赁住房位于城中村中；城中村的人均住房面积为该城市人均住房面积的50%。我们通过以下公式：**各城市城中村人口=城区常住人口*(该城市自建家庭户占比+该城市租赁家庭户占比*该城市所在省份月租房费用<500元的家庭户占比)** 计算得出 21 城的城中村人口为 6225 万人，城中村建筑面积为 11.2 亿方。根据假设的拆旧比（2 倍）、改造周期（7 年）、拆旧比（20%），预计 21 个城市城中村改造带来的**每年新建商品房建筑面积为 6417 万方，占 2022 年我国全年商品房销售面积的 4.7%，拉动的投资额在每年 6899 亿元左右（未考虑货币化安置成本）。**拆旧比限制的松动与改造周期的缩短能够大幅提升每年的新房销售和拉动的投资金额。

■ **城中村改造的三种典型模式及受益公司。**目前城中村改造的主流模式为：**(1) 政府引导，相关公司作为开发商参与项目开发**，如上海奉贤泰日地区城中村改造；**(2) 政府主导，相关公司作为代建服务商**，如深圳罗湖“二线插花地”棚改；**(3) 政府或国企平台收储，相关公司代运营持有物业**，如成都猛追湾城市更新。

■ **投资建议：**本轮超大特大城市的城中村改造，代表着存量时代下中国房地产市场“重保障、重民生”的新型发展道路。改造规模较大，21 城总计城中村建筑面积预计可达 11.2 亿方。根据当前城中村改造的三种主流模式，我们认为以下三类公司有望率先受益：**(1) 政府引导，公司作为开发商参与项目开发。重点推荐：城建发展、越秀地产，建议关注：中华企业、光明地产。****(2) 政府主导，公司作为代建服务商。重点推荐：绿城管理控股，建议关注：天健集团。****(3) 政府或国企平台收储，公司代运营持有物业。重点推荐：珠江股份，建议关注：华润置地、万科 A。**

■ **风险提示：**城中村改造政策落地不及预期；房地产市场景气度超预期下行。

行业走势



相关研究

《日本房地产泡沫破裂启示录：加大政策放松力度，助力市场回归良性发展》

2023-08-22

《新房销售环比提升，期待更多优化政策落地》

2023-08-21

表 1: 重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600266	城建发展	171.05	7.58	-0.56	0.47	0.67	---	16.13	11.31	买入
600684	珠江股份	34.48	4.04	-2.18	-0.07	0.10	---	---	40.40	买入

数据来源: wind, 东吴证券研究所

备注: 总市值及收盘价为2023.8.23数据

内容目录

1. 存量时代下，房地产未来的新发展格局	5
2. 本轮城中村改造的要点解读	9
2.1. 改造范围：聚焦超大特大城市的中心区域	10
2.2. 拆建比例：整体比例可控，有望适度放松	12
2.3. 补偿方式：房屋或房票安置为主取代货币化安置	13
2.4. 改造周期：项目周期较长，以稳为主	13
2.5. 资金来源：社会资本尤其是国央企为重要主体，政策性银行贷款和专项债补充空间	13
3. 城中村改造规模测算	16
3.1. 城中村建筑面积测算	16
3.2. 城中村改造拉动的销售和投资测算	18
4. 城中村改造的三种典型模式及受益公司	19
4.1. 政府引导，相关公司作为开发商参与项目开发——上海奉贤泰日地区城中村改造	20
4.2. 政府主导，相关公司作为代建服务商——深圳罗湖“二线插花地”棚改	21
4.3. 政府或国企平台收储，相关公司代运营持有物业——成都猛追湾城市更新	23
5. 投资建议	25
5.1. 城建发展：深耕北京优势显著，棚改布局逐步兑现	25
5.2. 珠江股份：剥离地产业务轻装上阵，转型智慧城市运营服务商	27
6. 风险提示	28

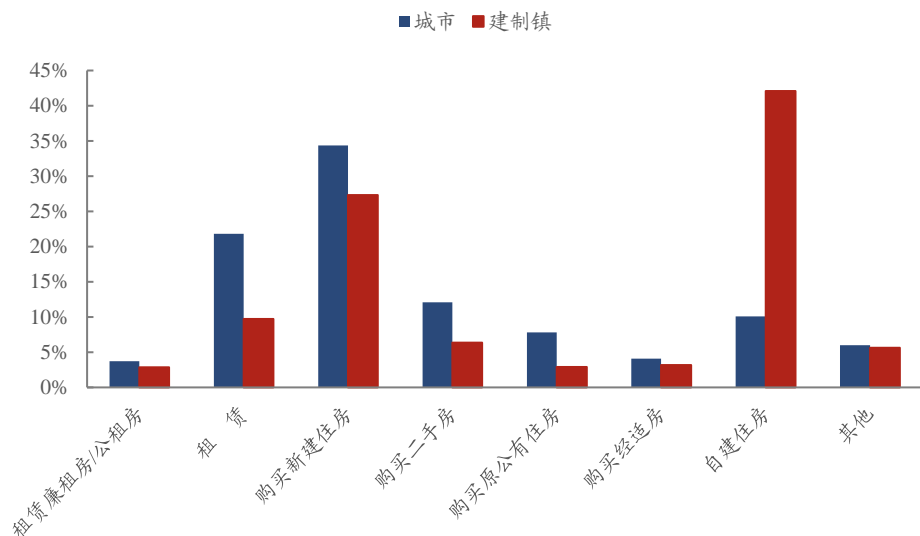
图表目录

图 1:	2020 年中国住房多以购买或自建房为主.....	5
图 2:	存量房中房龄超过 20 年的占比达 35%.....	8
图 3:	城中村改造、老旧小区改造、棚改区别.....	9
图 4:	七普中超大、特大城市常住城区人口情况.....	10
图 5:	21 个超大特大城市 2023 年城中村改造和城市更新计划.....	11
图 6:	2019-2022 年城中村改造的市场规模.....	12
图 7:	PSL 运行机制.....	14
图 8:	2020 年各城市城中村人口及建筑面积测算.....	17
图 9:	2020 年各城市城中村自建户数及租赁户数占比.....	17
图 10:	2020 年各城市城中村建筑面积.....	17
图 11:	城中村改造带来的每年新建商品房建面占全国销售面积比例敏感性分析.....	18
图 12:	拆旧比为 20%、拆建比为 2 的情况下,城中村改造拉动的总投资测算.....	19
图 13:	拆旧比为 50%、拆建比为 2 的情况下,城中村改造拉动的总投资测算.....	19
图 14:	罗湖“二线插花地”棚改现场.....	22
图 15:	“二线插花地”改造后效果图.....	22
图 16:	成都猛追湾城市更新改造前后对比.....	23
图 17:	城建发展股权结构图(截至 2023 年 8 月 24 日).....	25
图 18:	城建发展历年销售金额及同比.....	26
图 19:	城建发展历年营收及增速.....	26
图 20:	城建发展历年归母净利润.....	26
图 21:	珠江股份股权结构图(截至 2023 年 8 月 24 日).....	27
表 1:	重点公司估值.....	2
表 2:	2021 年以来中央层面出台的部分租赁住房政策.....	6
表 3:	2021 年以来中央层面出台的“城中村改造”的政策.....	7
表 4:	一线城市典型城中村改造项目进程与耗时.....	13
表 5:	2014-2015 年棚改关键政策一览.....	14
表 6:	三种典型城中村改造模式.....	20

1. 存量时代下，房地产未来的新发展格局

当前，中国住房市场供给结构呈现“重购买、轻租赁”和“重市场、轻保障”的状态。自1998年房改以来，我国住房供应体系一直在完善，经历了从“商品房为主、保障性住房为辅”、“商品房与保障房并重”到“多层次住房供应”阶段。目前，我国初步形成了商品房以市场化供应为主，经适房、公租房、棚改安置房等保障性住房以政府支持为主的住房供应体系。但是由于各方利益驱动，我国房地产市场一直“重市场、轻保障”，保障性住房、租赁住房供应不足。《2021年国民经济和社会发展统计公报》显示，2021年全国保障性租赁住房开工建设和筹集94万套，发改委印发的《保障性租赁住房中央预算内投资专项管理暂行办法》规定保障性租赁住房以建筑面积不超过70平方米小户型为主，从各地实践来看，套均面积或在40-60平方米范围，因此我们估算，2021年全国保障性租赁住房开工建设和筹集约0.38-0.56亿平，远低于2021年商品住宅新开工面积的14.6亿平。

图1：2020年中国住房多以购买或自建房为主



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

循序渐进地打造多层次住房供给体系，是实现全体人民住有所居的根本目标。针对不同群体多层次的住房需求，将以多样化的方式满足。十九大和二十大报告均提出“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”。对于中低收入住房困难家庭、以及新时代下的新市民，政府作为提供保障的主体，最终目标是构建以共有产权住房、公租房、保障性租赁住房为主的保障性住房体系，满足这一部分群体的住房需求。对于非住房困难家庭，靠市场发挥其主体作用，引导住房需求的合理释放以及满足。

由于市场化住房供应难以满足所有居民的居住问题，我国房地产市场未来供给侧改革的方向，或将主要致力于补全住房保障体系、租房市场、共有产权住房的三大短板，保障性租赁住房有望成为发展重点。2015 年底，中央经济工作会议首次提及发展住房租赁市场，并强调将“租购并举”确立为我国住房制度改革的主要方向。此后，政策端推进住房租赁市场发展的步伐明显加快。2019 年之后，住房租赁政策密集出台，鼓励和规范租赁市场发展。2021 年以来，中央着力解决新市民、青年人的住房困难问题，保障性租赁住房建设力度加大。随着棚改逐渐退出、公租房建设峰值已过，未来保障性租赁住房将成为租赁住房市场的发展重点。住建部住房保障司司长曹金彪表示，“十四五”期间，力争新增保障性租赁住房占新增住房供应总量 30%以上。

表2：2021 年以来中央层面出台的部分租赁住房政策

时间	文件/会议	内容
2021.3	国务院政府工作报告	切实增加 保障性租赁住房 和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。
2021.4	住建部《关于加强轻资产住房租赁企业监管的意见》	加强从业管理，规范住房租赁经营行为，开展住房租赁资金监管，禁止套取使用住房租赁消费贷款。
2021.5	住建部 40 个城市发展保障性租赁住房工作座谈会	由政府给予政策支持，引导多主体投资、多渠道供给，坚持小户型、低租金，重点利用存量土地和房屋 建设保障性租赁住房 。
2021.7	国家发改委《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》	明确将保障性租赁住房纳入基础设施领域不动产投资信托基金项目。
2021.7	财政部《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》	租赁企业向个人出租住房减按 1.5% 缴纳增值税，企事业单位等向个人、规模化租赁企业出租住房，减按 4% 征收房产税等。
2022.2	银保监会、住建部《关于银行保险机构支持保障性租赁住房发展的指导意见》	构建多层次、广覆盖、风险可控、业务可持续的 保障性租赁住房金融服务体系 。
2022.3	国务院政府工作报告	坚持租购并举，加快发展长租房市场， 推进保障性住房建设 。
2022.9	《北京市住房租赁条例》	全国首部规范住房租赁、规范长租公寓等新兴业态的地方性法规，明确中介机构、长租机构资质区别。
2022.1	中共第二十次代表大会	加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2022.3	发改委印发《2022 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	加快住房供应保障。以人口净流入的大城市为重点， 扩大保障性租赁住房供给 。
2022.7	国家发改委《“十四五”新型城镇化实施方案》	培育发展住房租赁市场，盘活存量住房资源，扩大租赁住房供给，完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利。 大力增加保障性租赁住房供给 ，扎实推进棚户区改造，新开工建设筹集保障性租赁住房、公租房、共有产权房等各类保障性住房和棚改安置住房 360 万套（间）。
2023.1	全国住房和城乡建设工作会议	

2023.3	国务院政府工作报告	加强住房保障体系建设 ，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。
2023.7	国家金融监督管理总局 银行业保险业 2023 年上半年数据发布会	住房方面， 引导机构大力支持保障性租赁住房建设 。
2023.7	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	积极稳步推进城中村改造 有利于消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构。

数据来源：各政府网站，东吴证券研究所

城中村改造是城市更新的重要部分、近年来重要性逐渐提升，有助于改善民生、提升居住质量。随着我国城镇化水平的快速提升，城市空间迅速扩张，中心城区开发强度饱和、部分建筑老化，城市空间割裂问题开始显现，城市更新概念应运而生。我国城市更新于 20 世纪 90 年代开始萌芽，在 2007 年开始启动老旧小区改造，之前重点主要聚焦棚户区和危旧房，改造进程缓慢，2019 年以来，随着棚改收官，老旧小区改造、城中村改造等城市更新项目成为惠民生的重要手段。根据 2021 年 4 月发改委印发的《2021 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》，城市更新的范围包括“三区一村”改造。2022 年 3 月国家发改委印发《2022 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》提出“有序推进城市更新，加快改造城镇老旧小区”。今年以来，中央层面多次提到“城中村改造”，其重要程度明显上升。4 月份，中央政治局会议提出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造”；7 月 21 日，国常会通过《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》（以下简称“《意见》”），7 月 24 日，政治局会议再提“积极推动城中村改造，盘活改造各类闲置房产”，7 月 28 日，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召开。

表3：2021 年以来中央层面出台的“城中村改造”的政策

时间	文件/会议	内容
2021.3	十四五规划	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。
2022.3	国家发改委《2022 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	有序推进城市更新。加快改造 城镇老旧小区 ，力争改善 840 万户居民基本居住条件。更多采用市场化方式推进大城市老旧厂区改造。因地制宜改造一批大型 老旧街区和城中村 。以人口净流入的大城市为重点，扩大保障性租赁住房供给，着力解决符合条件的新市民、青年人等群体住房困难问题。
2022.6	国家发改委《“十四五”新型城镇化实施方案》	有序推进城市更新改造。重点在老城区推进以 老旧小区、老旧厂区、老旧街区、城中村 等“三区一村”改造为主要内容的城市更新改造，探索政府引导、市场运作、公众参与模式。
2023.4	中央政治局会议	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。
2023.7	国务院常务会议《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》	要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的 城中村进行改造 ，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、实事办实。要坚

持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。

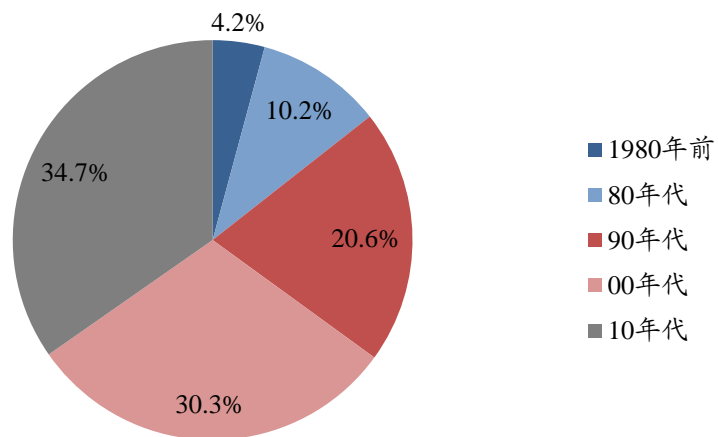
2023.7

中央政治局会议

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。

数据来源：各政府网站，东吴证券研究所

图2：存量房中房龄超过 20 年的占比达 35%



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

城中村改造重点通过盘活用地资源、调整用地规划，增加保障性住房的供应，对于保障民生、改善市场供给结构、完善多层次供应体系有重要意义。一方面，城中村改造不同于过去棚改的大拆大建，更加注重“留改”。2018年7月中央巡视组点名批评各地“大拆大建”乱象。2021年，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》，对城市更新进行相关限制，规定拆除面积小于20%、拆建比不大于2等。未来，老旧小区改造、城中村改造等城市更新的核心是存量改造和运营。另一方面，**城中村改造可以通过调整用地规划、与保障性住房建设相结合，完善住房供应结构，特别是对人口流入、房价过高的城市，城中村改造能够增加空间使用效率、提升住房保障水平。**《意见》中提出“高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好”。从各地情况看，推动保障房建设是城中村改造的建设重点之一，一二线城市人口流入占比高、租住需求更高，是城中村改造与保障房建设结合的发力重点区域。2023年，深圳启动40个城中村统筹规划和整治提升试点，通过集中改建，将其纳入住房保障体系。广州市也通过城中村改造加强住房保障和人才安居。

未来，城中村改造将在房地产新发展模式建设中发挥重要作用，一方面有助于提升居住条件、改善城市功能，提升生活品质；另一个方面通过与保障性租赁住房结合，有助于盘活过去低效使用的资源，完善住房的多层次供应体系。

2. 本轮城中村改造的要点解读

2023年7月21日国常会审议通过《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：“在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展。坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、实事办实。要坚持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。”

对此《意见》有三个关键需要解释：1、“高效综合利用土地资源”意味着涉及土地开发，而非单纯的老旧小区改造；2、“与保障性住房建设结合”意味着具备一定的公益性性质；3、“多渠道筹措改造资金、鼓励和支持民间资本参与”意味着资金来源多元化、市场化；社会资本将发挥重要作用。对城中村的理解并不能仅止步于“小棚改”。我们将从改造范围、拆建比例、补偿方式、改造周期、资金来源五方面进行解读。

图3：城中村改造、老旧小区改造、棚改区别

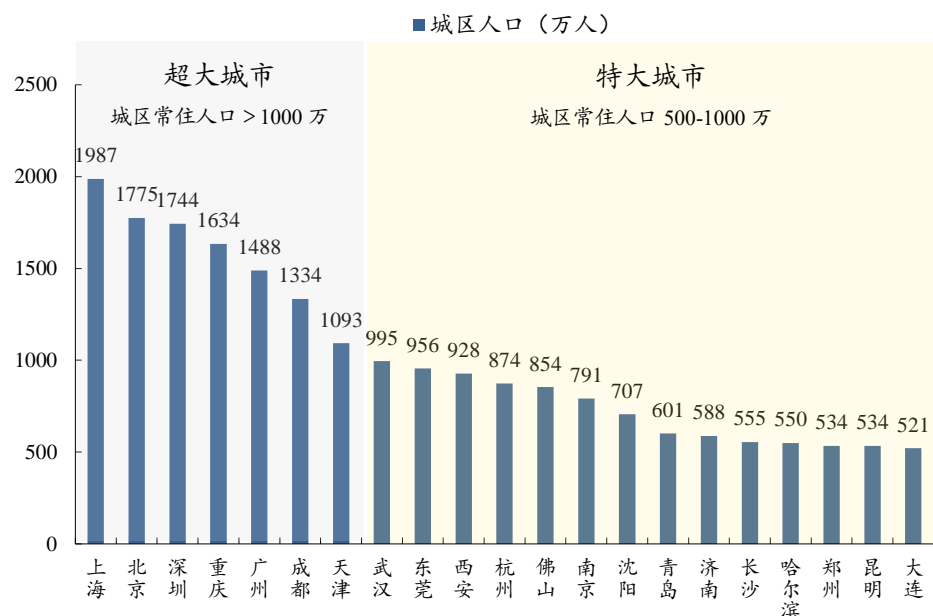
	城中村改造	老旧小区改造	棚改
范围	超大特大城市	全国	全国（主要三四线）
主导方	政府+市场	政府	政府
资金来源	财政资金、地方专项债、城投平台融资搭配国开行、国资地产公司建设与金融机构支持、民间资本	按“谁受益、谁出资”原则；财政资金、民间资本、社会资本等	财政资金、政策性银行贷款
土地性质	集体、国有	城镇国有用地为主	城镇国有用地为主
改造方式	拆除重建的全面改造、维持建筑格局的微改造、城中村改造可与保障性住房建设结合	住房翻新	拆除重建，货币化安置
改造形式	成熟一个推进一个，实施一项做成一项	集中推进，2025年前完成	大拆大建

数据来源：东吴证券研究所整理绘制

2.1. 改造范围：聚焦超大特大城市的中心区域

本轮城中村改造集中在经济发展较快且人口流入较多的超大特大城市：根据第七次全国人口普查数据，7个超大城市分别为上海、北京、深圳、重庆、广州、成都、天津；14个特大城市分别为武汉、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，21个超大特大城市总计城区常住人口超2.1亿人。而2015-2018年的棚户区改造项目覆盖全国，以资金驱动为主要手段，以大拆大建为主要模式，以三四线城市为重点区域。

图4：七普中超大、特大城市常住城区人口情况



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

城中村改造优先涉及市内、中心片区。根据上海政府发布的城中村改造目标：上海将中心城区周边及五大新城范围的城中村优先纳入改造计划；另外，北京或将优先改造城六区的一百多人“城中村”。随着城中村改造逐渐落地，城市核心区域将逐步完善城市界面和配套，进一步提升其地产价值。

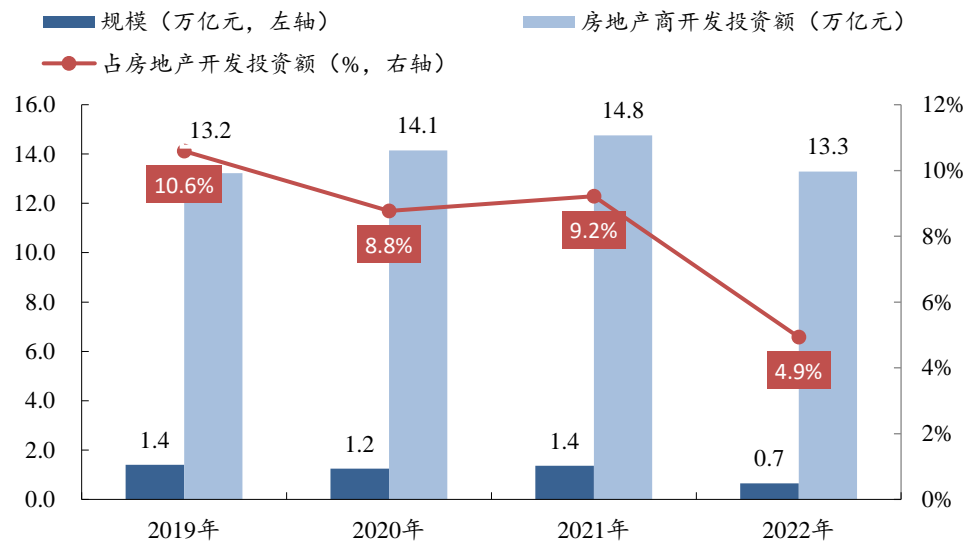
图5: 21 个超大特大城市 2023 年城中村改造和城市更新计划

城市	城中村	城市更新	
特大城市	上海	2023-2025年计划安排新启动30个“城中村”改造项目，每年新启动10个改造项目。	2023年完成零星旧改12万平方米、0.4万户；完成28万平方米旧住房成套改造。
	北京		2023年力争完成核心区平房申请式退租（换租）2000户、修缮1200户；老旧小区综合整治新开工300个、完工100个，支持配合中央和国家机关老旧小区改造项目；老楼加装电梯力争新开工1000部、完工600部；启动危旧楼改建和简易楼腾退20万平方米等。
	深圳	由政府统租后实施综合整治类更新，并纳入其政策性住房保障体系。2023-2025年将建设筹集保障性住房46万套（间）、建筑面积超过2000万平方米。	2023年通过城市更新和土地整备实现直接供应用地规模235公顷（通过城市更新供应不少于165公顷），其中，居住用地直接供应规模155公顷（通过城市更新供应不少于110公顷）。2023年度全市安排土地整备资金200亿元。房屋征收项目资金50亿元。
	重庆	2023-2025年，全市实施城镇棚户区(危旧房)改造三年行动计划，预计推进8.3万户棚户区改造。	加快推进112个城市更新示范项目，新开工改造城镇老旧小区2069个、4507万平方米。
	广州	2023年计划推进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%。	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%。
	成都	2022-2025年提出推进31片城中村改造。	2022-2025年实施173个城市更新项目，其中近期开始101个。
超大城市	天津		改善城市基础设施。实施一批城市更新项目，改造城镇老旧小区410万平方米。
	武汉		开展“城市更新年”行动，2023年起制定城市更新三年行动方案，推进三阳设计之都等26个重点单元优化升级，打造汉阳知音东苑等5个老旧小区成片改造示范点，完成260个老旧小区改造。
	东莞	2023年，东莞共计成交了5宗单一主体城中村改造招商项目，成交金额约57.11亿，另有2宗流拍。	未来三年东莞“深度城市化行动计划工作实施方案”，包括了60个深度城市化项目，超7000亿的投资。
	西安	2023年超过88个村庄涉及拆迁，征占地面积数万亩。	2023年以来，实施市级重点在建项目698个，总投资1.89万亿元，年度计划投资5084.94亿元。
	杭州	2023年将深化城中村改造工作。	2023年拟开建30多个城镇更新领域项目。
	佛山	因地制宜推进城市更新“留、改、拆”，分区分类、连片有序推进中心城区城中村改造。	城市更新深入推进，新开工改造城镇老旧小区251个，完成改造199个；拆除村级工业园1.8万亩，累计完成15.2万亩。治理违法建设1377万平方米。
	南京		2023年城市更新有序改造方面。共33个项目，年度计划政府投资20.3亿元。
	沈阳		2023-2025年，沈阳将组织改造老旧小区1122个，即：2023年改造800个，2024年改造322个，2025年要对全市老旧小区改造回头看、再摸排、再提升。全市还要对供热老旧管网改造300公里。
	青岛	2023年棚户区改造计划新开工15031户。	围绕项目建设这个城市更新建设的“主阵地”，加快推进年度投资1995.40亿元的1296个项目，抓开工、抓投资，为全市实现一季度“开门红”，高质量完成全年目标任务提供有力支撑。
	济南	2023年棚户区改造计划涉及8012户。	2023年将加快实施以“中优”战略为引爆点的城市更新行动，启动城市更新项目120个，总投资近3000亿元。
	长沙	2023年棚户区改造涉及1500户以上。	2023年开展城市更新行动。开工改造城镇老旧小区493个、危旧房屋200栋、棚户区1500户以上，完成既有小区品质提升三年行动任务。
	哈尔滨		启动老旧小区改造1005万平方米，基本建成棚改回迁房1100套，改造农村危房2000户。
	郑州		2023年计划实现城市更新项目入库60个，新开工20个，力争完成年度投资额1000亿元。
	昆明	2023年启动44个城中村改造。	对于城市更新方面加快推进重点片区开发建设，启动44个城中村改造，完成641个老旧小区改造。
	大连		2023年将继续改造老旧小区1000万平方米，对2000年前建成的老旧小区全部完成改造。

数据来源：各地政府公告，东吴证券研究所

城中村改造预计能在一定程度上拉动房地产投资，提振内需。根据观研天下的统计，我国 2019 年-2022 年城中村改造市场规模分别为 1.4 万亿元、1.2 万亿元、1.4 万亿元和 0.7 亿元，分别占当年房地产开发投资额的 10.6%、8.8%、9.2%、4.9%。此次城中村改造从居民切实需要、城市客观实际出发，在有流入产业基础的大城市实施改造，改善城市面貌，增加优质地块和住房供给；同时能够拉动固定资产投资，如广州市 2023 年城市更新固定资产投资目标将达 2000 亿元，同比增长超过 60%。

图6: 2019-2022年城中村改造的市场规模



数据来源: 观研天下, 国家统计局, 东吴证券研究所

2.2. 拆建比例: 整体比例可控, 有望适度放松

2021年8月31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(建科[2021]63号)》,对城市更新设置硬性指标,要求严格控制大规模拆除、增建、搬迁,限制城市更新中“拆建”比例,大幅提高“留改”比例。

- (1) 在拆旧比方面,63号文要求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%,这一低比例严格管控发商最大的利益回报。
- (2) 在拆建比方面,为避免拆除面积小、增建面积大的情况,原则上城市更新单元(片区)或项目内拆建比不应大于2。限制了新旧容积率的相对差(计容项目一致情况下),就从总量上限制了新建总面积,从而限制项目整体收益。
- (3) 在就地、就近安置率方面,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%,该指标加大了项目的开发难度,增加了项目实施主体的成本,意味着需要改变原先开发新城大规模搬迁原居民、通过等量不等价的土地置换实现项目收益的做法。
- (4) 在租金年度增长率方面,要求城市住房涨幅不超过5%。地方政府需要在平衡和统筹城市更新的同时,考虑其对住房租赁市场的影响,并通过一定的措施来控制地方政府的集中大规模拆迁规划。

在当前房地产基本面持续下行的背景下,我们认为63号文件中的要求可能会有适当放松。

2.3. 补偿方式：房屋或房票安置为主取代货币化安置

城中村改造的补偿安置方式可能以房屋或房票安置制度为主。2014 年棚改货币化在推进过程中，推出了抵押补充贷款（PSL）的金融工具，采取广泛的货币化安置，以货币补偿为主、房票为辅。住建部曾于 2015 年发文《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》，指出积极推进棚改货币化安置工作。此次城中村改造具体的安置方式在《意见》中尚未提及。但 2023 年 3 月 30 日发布的《北京市征收集体土地房屋补偿管理办法》（征求意见稿）中提出今后征收集体土地房屋补偿强化以房屋安置方式为主。因此，我们认为在当前“房住不炒”大基调的指引下，城中村改造预计采用货币化安置的比例有限，可能更多采用实物安置等手段。

2.4. 改造周期：项目周期较长，以稳为主

城中村改造是长周期的过程，需求拉动较温和。此次《意见》中提到“稳中求进”“成熟一个推进一个”，总体而言以稳为主，达到真正把好事办好、实事办实的目的。城中村改造主要针对城市内的集体用地及宅基地，往往划定区域分项目推进，一般改造的周期在 7-10 年，前期投入较高，短期内难以实现现金流回流；另外涉及土地开发、城市规划、法定图则等具体问题，导致项目整体周期长。而棚改一般是城市中相对质量较差但人口集中的住宅区，大多为常规的国有土地性质。

表4：一线城市典型城中村改造项目进程与耗时

项目名称	项目历史进程	项目耗时
上海市青浦区蟠龙村	2014 年上海启动“城中村”改造。2023 年 4 月商业空间“蟠龙天地”正式开业。	9 年
深圳市大冲村项目	1998 年，深圳市政府将大冲村纳入旧改规划。2011 年 12 月项目破土动工。2022 年旧改全面完成。	24 年
广东文冲城中村项目	2015 年 8 月项目开始。2021 年 2 月旧改全面“清零”。	7 年
广州市猎德村项目	2007 年 1 月猎德城中村改造工程启动。2016 年购物广场 IGC 开业。	9 年

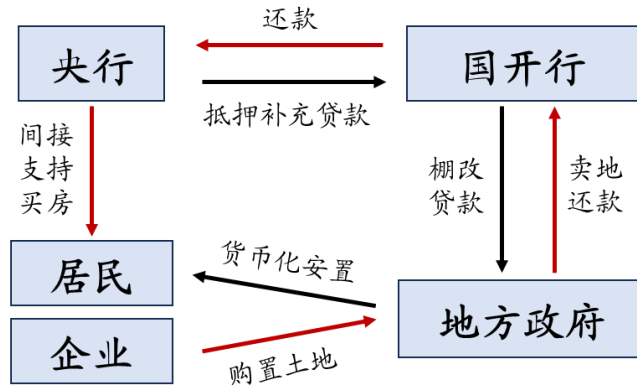
数据来源：深圳政府在线，乐居网，上海市人民政府，上海住房城乡建设管理公众号，广州市黄埔区人民政府公众号，东吴证券研究所

2.5. 资金来源：社会资本尤其是国央企为重要主体，政策性银行贷款和专项债补充空间

2014 年开始的棚改主要为政府主导，资金来源在前期以 PSL 为主，后期以地方政府棚改专项债为主。2014 年 7 月国开行获 3 年期 1 万亿 PSL 支持棚户区改造、安居工程及三农和小微经济。2015 年 6 月 30 日国务院《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》提出：“积极推进棚改货币化安置”，同时

央行为国开行提供 PSL 作为推行棚改货币化安置的重要资金来源。在 2014 年创设 PSL 之后，国开行在 2014 年、2015 年和 2016 年新增 PSL 分别为 3831 亿元、6981 亿元、9714 亿元，2015-2019 年提供资金累计 3.27 万亿元，利率仅为 2.75%。国开行的棚改资金占到整个棚改资金来源的 65%。老旧小区改造的资金来源主要是政府财政支出和居民自筹资金。

图7：PSL 运行机制



数据来源：东吴证券研究所绘制

表5：2014-2015 年棚改关键政策一览

时间	来源/文件	具体关键内容
2014 年 7 月	央行	国开行获 3 年期 1 万亿 PSL 支持棚户区改造、安居工程及三农和小微经济，类似“降准”。
2014/7/11	第一场全国住房城乡建设工作座谈会	一、千方百计的消化库存。二、进一步加强房地产结构调整。三、以及完善房地产项目周边配套设施。
2015/6/30	国务院《关于进一步做好城镇棚户区改造和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》	一、积极推进棚改货币化安置。二、央行为国开行提供 PSL 作为推行棚改货币化安置的重要资金来源。

数据来源：各政府网站，东吴证券研究所

本轮城中村改造鼓励民间资本参与，发挥市场化决定性作用。《意见》提出“多渠道筹措改造资金”、“鼓励和支持民间资本参与”。城中村改造强调市场化主导，资金来源涵盖民间资本（通过城市更新基金、REITS 等参与）、财政资金、地方专项债、国开行与商业银行等，具体如下：

2.5.1. 社会资本尤其是国央企将成为重要主体，鼓励民间资金参与

我们认为由于城中村改造项目周期长规模大，资金充裕且拥有城市更新经验的国央企将是重要参与主体。通过成本较低的旧改贷、并购贷等贷款进行信贷扩张，成为解决

本轮城中村改造资金来源问题的最关键主体之一。

当前绝大多数民企的信用仍未恢复，现金流状况堪忧，民企开发商大规模参与的可能性极低。但未来随着城中村改造逐渐推进，后续工作有涉及产业导入与城市更新基金的机会。在产业导入阶段，民间资本可以参与其中，或者成为城市更新基金的有限合伙人。通过民企参与城市更新基金等，能解决前期拆迁和土地方面的资金需求。

2.5.2. 财政预算内资金有一定支持但规模有限

城中村改造，不同于旧改与棚改，不依照大拆大建的模式。对于资金需求不大的综合整治项目，收益不明确的土地前期开发等项目，财政拨款是最重要的资金来源。中央及地方一般公共预算中，在住保障支出方面安排了部分用于保障性租赁住房 and 城市更新相关的资金安排，但从历年来支出预算来看，总体规模相对较小，2022 年上海用于保障性安居工程支出仅为 0.1 亿元。

2.5.3. 地方专项债有望成为重要抓手补充放量空间

根据 wind 数据统计，2018 年-2021 年棚改专项债发行规模分别为 3145 亿、7044 亿、3945 亿、4441 亿。在 2019 年之前，地方政府发行的专项债主要用于土地储备和棚户区改造。2019 年 9 月国常会发布规定，禁止专项债资金用于土地储备和房地产相关领域，因此土地储备专项债逐步退出。随后，2021 年财办预发布的政策〔2021〕29 号，进一步扩大了专项债资金用途，明确可以用于保障性安居工程，具体投向城镇老旧小区改造、保障性租赁住房和棚户区改造（主要支持在建收尾项目，适度支持新开工项目）。

通过专项债资金作为资本金，与项目层面的配套融资相结合，很大程度上能够填补资金短板。在城中村改造推进中，地方专项债有望成为补充资金缺口的重要抓手。

2.5.4. 政策性银行贷款支持依然具有较大空间

国开行、农发行等准财政工具，依然是支持城市更新等民生工程的重要资金来源。根据农发行 2022 年报，截至 2022 年末，农发行用于棚户区改造贷款累计投放 1.73 万亿元，其中 2022 年投放 318 亿元，累计支持棚户区拆迁 70,725 万平方米，新建安置房 28005 万平方米，有效改造 473 万户、1593 万人的住房条件；投放 64.73 亿元用于城镇老旧小区改造，改造小区 4333 个、涉及 60 余万户；保障性租赁住房贷款累放 71.67 亿元，其中 2022 年投放 52.15 亿元。根据国开行 2022 年年报，2022 年全年发放保障性住房贷款 1302 亿元，惠及居民超过 27.8 万户，累计支持 99.2 万老旧小区居民改善居住条件，累计支持 2600 万户居民出棚进楼。

本轮城中村改造依然可以考虑结合 PSL 等非常规政策性金融工具的经验基于信贷支持。

3. 城中村改造规模测算

3.1. 城中村建筑面积测算

城中村中主要分为两类人口：居住在自建房中的当地居民以及租赁的外地居民。根据 2020 年人口普查分县资料，我们可以获得各城市家庭户中租赁、自建、购买、继承或赠与等住房来源的户数占比。

根据国家统计局数据，2020 年我国用于居住的全国居民人均消费支出为 5215 元/年，占 2020 年全国居民人均可支配收入的 16.2%，而 2020 年中国农民工月平均收入为 4072 元，按 16.2% 的比例，则农民工用于居住的月消费支出为 660 元。根据 2020 年人口普查年鉴，我们可以获得各省份按月租房费用分的家庭户户数占比（未披露各城市户数占比，用省份数据代替）。

根据以上数据，我们假设（1）各城市家庭户结构与人口结构相同；（2）所有自建住房均位于城中村中；（3）月租房费用 < 500 元的租赁住房位于城中村中。则：

各城市城中村人口=城区常住人口*(该城市自建家庭户占比+该城市租赁家庭户占比*该城市所在省份月租房费用<500元的家庭户占比)

考虑到城中村居住环境较差，人均承租能力较弱，因此我们假设（4）城中村的人均住房面积为该城市人均住房面积的 50%。则：

各城市城中村建筑面积=该城市城中村人口*该城市人均住房面积*50%

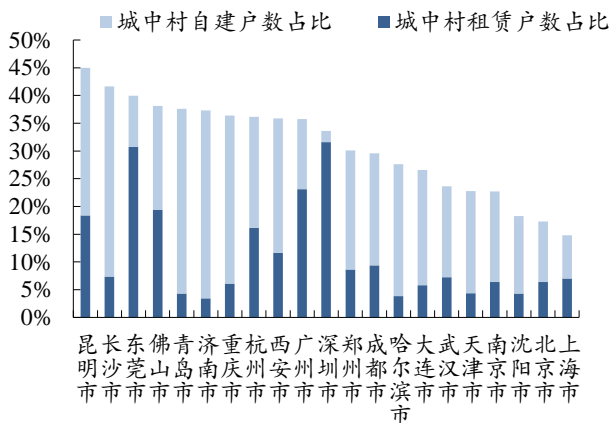
经过以上计算和假设，我们计算出 21 个超大特大城市的城中村人口共计 6225 万人，而城中村建筑面积共计 11.2 亿方。城中村人口最高的三个城市分别为重庆市（594 万人）、深圳市（586 万人）、广州市（532 万人），而城中村建筑面积最大的三个城市分别为重庆市（1.2 亿方）、成都市（0.82 亿方）、广州市（0.80 亿方）。具体测算情况如下图所示。

图8：2020年各城市城中村人口及建筑面积测算

	城市	城区人口(万人)	家庭户数(户)	租赁户数比例	月租房费用500元以下占比	城中村租赁户数占比	城中村自建户数占比	城中村户数占比	城中村人口(万人)	人均住房建筑面积(平)	城中村人均住房面积(平)	城中村建筑面积(万方)
特大城市	上海市	1,987	901,732	39%	18%	7%	8%	15%	294	32.3	16.1	4,742
	北京市	1,775	772,865	35%	18%	6%	11%	17%	307	34.9	17.4	5,351
	深圳市	1,744	616,351	77%	41%	32%	2%	34%	586	21.5	10.8	6,301
	重庆市	1,634	904,302	14%	44%	6%	30%	36%	594	40.4	20.2	12,010
	广州市	1,488	662,251	56%	41%	23%	13%	36%	532	30.2	15.1	8,022
	成都市	1,334	696,268	22%	42%	9%	20%	30%	395	41.7	20.8	8,224
超大城市	天津市	1,093	448,523	16%	28%	4%	18%	23%	249	35.5	17.7	4,411
	武汉市	995	391,707	19%	39%	7%	16%	24%	235	39.7	19.8	4,667
	东莞市	956	389,633	75%	41%	31%	9%	40%	382	27.8	13.9	5,308
	西安市	928	384,123	23%	50%	12%	24%	36%	333	45.1	22.5	7,502
	杭州市	874	418,325	40%	40%	16%	20%	36%	316	44.5	22.3	7,033
	佛山市	854	298,337	47%	41%	19%	19%	38%	326	36.3	18.1	5,905
	南京市	791	296,337	19%	33%	6%	16%	23%	180	39.7	19.8	3,559
	沈阳市	707	355,445	10%	42%	4%	14%	18%	129	36.1	18.1	2,337
	青岛市	601	354,889	15%	28%	4%	33%	38%	226	34.9	17.5	3,947
	济南市	588	309,541	12%	28%	3%	34%	37%	219	41.4	20.7	4,542
	长沙市	555	297,191	16%	46%	7%	34%	42%	231	43.2	21.6	4,985
	哈尔滨市	550	367,859	9%	44%	4%	24%	28%	152	35.2	17.6	2,674
	郑州市	534	342,578	20%	43%	9%	21%	30%	161	42.1	21.1	3,382
	昆明市	534	272,189	31%	60%	18%	27%	45%	240	42.0	21.0	5,038
	大连市	521	274,946	14%	42%	6%	21%	27%	138	34.2	17.1	2,366
总计		21,043							6,225			112,306

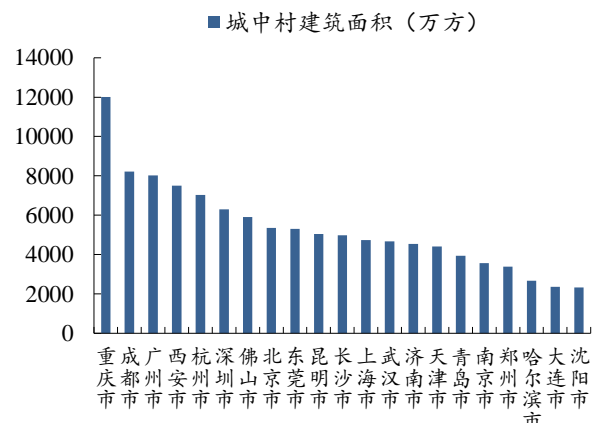
数据来源：国家统计局，2020年人口普查分县资料，东吴证券研究所

图9：2020年各城市城中村自建户数及租赁户数占比



数据来源：国家统计局，2020年人口普查分县资料，东吴证券研究所

图10：2020年各城市城中村建筑面积



数据来源：国家统计局，2020年人口普查分县资料，东吴证券研究所

3.2. 城中村改造拉动的销售和 investment 测算

根据上文 2.2 提到的 63 号文，目前规定拆旧比不高于 20%，拆建比不高于 2。我们假设拆建比固定为 2 倍，如果改造周期为 7 年，拆旧比为 20%，21 个城市城中村改造带来的每年新建商品房建筑面积为 6417 万方，按 2022 年我国全年商品房销售面积 13.6 亿方计算，占全国商品房销售面积的 4.7%。需要注意的是，如果城中村改造以房屋或房票安置为主，对商品房销售面积的拉动要低于上述测算水平。

若拆旧比限制松动，同时缩短改造周期，对新房销售的拉动将大幅提升。若拆旧比提升至 50%，而改造周期缩短至 5 年，21 个城市城中村改造带来的每年新建商品房建筑面积占全国商品房销售面积的比例为 16.5%。

图11：城中村改造带来的每年新建商品房建面占全国销售面积比例敏感性分析

		改造周期（年）					
		10	9	8	7	6	5
拆旧比	20%	3.3%	3.7%	4.1%	4.7%	5.5%	6.6%
	25%	4.1%	4.6%	5.2%	5.9%	6.9%	8.3%
	30%	5.0%	5.5%	6.2%	7.1%	8.3%	9.9%
	35%	5.8%	6.4%	7.2%	8.3%	9.6%	11.6%
	40%	6.6%	7.3%	8.3%	9.4%	11.0%	13.2%
	45%	7.4%	8.3%	9.3%	10.6%	12.4%	14.9%
	50%	8.3%	9.2%	10.3%	11.8%	13.8%	16.5%

数据来源：国家统计局，2020 年人口普查分县资料，东吴证券研究所

投资方面：在拆旧比为 20%，拆建比为 2 的情况下，21 城的城中村改造拉动的总投资为 4.8 万亿元。假设改造周期为 7 年，平均每年拉动投资 6899 亿元。需要注意的是，以上测算未考虑货币化安置成本，实际拉动的投资额理论上应大于计算值。

考虑到 63 号文中对拆旧比的规定，我们分为两块进行计算城中村改造拉动的投资：

- （1）拆除重建方面：假设拆旧比为 20%，21 城的城中村拆除面积为 22461 万方；假设拆建比为 2，对应的新建面积为 44922 万方；假设拆除平整单价和新建的建安单价分别为 1500 元/平和 4000 元/平，则拆除总成本为 3369 亿元，新建的建安总成本为 17969 亿元。
- （2）改造整治方面：根据上述假设，改造面积占比为 80%，对应的改造建面为 89845 万方，假设改造整治的单价为 3000 元/平，则改造总成本为 26953 亿元。

图12: 拆旧比为 20%、拆建比为 2 的情况下, 城中村改造拉动的总投资测算

A: 面积 (万方)		B: 单价 (元/平)		C=A*B: 成本 (亿元)	
拆除建面 (占比20%)	22,461	拆除平整单价	1,500	拆除成本	3,369
改造面积 (占比80%)	89,845	改造整治单价	3,000	改造成本	26,953
新建面积 (拆建比为2)	44,922	建安单价	4,000	建安成本	17,969
21城的城中村总建面	112,306			总成本	48,292

数据来源: 国家统计局, 2020 年人口普查分县资料, 东吴证券研究所

若拆旧比能够提升, 将显著提高本轮城中村改造拉动的投资金额。在拆旧比为 50%, 拆建比为 2 的情况下, 21 城的城中村改造拉动的总投资为 7.0 万亿元, 相较于拆旧比 20%对应的 4.8 万亿元提升 45.3%。

图13: 拆旧比为 50%、拆建比为 2 的情况下, 城中村改造拉动的总投资测算

A: 面积 (万方)		B: 单价 (元/平)		C=A*B: 成本 (亿元)	
拆除建面 (占比50%)	56,153	拆除平整单价	1,500	拆除成本	8,423
改造面积 (占比50%)	56,153	改造整治单价	3,000	改造成本	16,846
新建面积 (拆建比为2)	112,306	建安单价	4,000	建安成本	44,922
21城的城中村总建面	112,306			总成本	70,191

数据来源: 国家统计局, 2020 年人口普查分县资料, 东吴证券研究所

4. 城中村改造的三种典型模式及受益公司

考虑到城中村改造周期长, 资金占用量大, 盈利不确定性高的问题, 融资成本较低的央企在城中村改造业务方面具备天然的优势。另一方面, 城中村改造往往具有繁杂的历史问题, 具备本土化优势更熟悉当地市场特点的公司能够更加高效的推进改造进程。

我们参考部分参与城中村改造的本土房企案例以及住建部《实施城市更新行动可复制经验做法清单》中的案例, 总结出了当前城中村改造的三个主流模式, 并搭配典型案例具体分析:

- 1) 政府引导, 相关公司作为开发商参与项目开发;
- 2) 政府主导, 相关公司作为代建服务商;
- 3) 政府或国企平台收储, 相关公司代运营持有物业。

表6: 三种典型城中村改造模式

分类	具体改造模式	资金来源	投资回报来源	典型项目案例	相关标的
政府引导, 房企作为开发商参与项目开发	市场化房企进行一二级土地联动开发或参与一级土地开发	市场化房企为主体撬动商业银行贷款为主; 政府财政支持和政策性银行贷款为辅	主要为商品住宅的销售回款, 以及持有型物业	上海奉贤泰日地区城中村改造	城建发展 越秀地产 中华企业 光明地产
政府主导, 房企作为代建服务商	政府或国企平台出资主导一二级联动开发, 市场化房企作为代建服务商参与其中	政府财政支持和政策性银行贷款为主	多为公益性项目	深圳罗湖“二线插花地”棚改	天健集团 绿城管理控股
政府或国企平台收储, 房企代运营持有物业	政府或国企平台收储改造持有物业, 市场化房企代运营	政府财政支持和政策性银行贷款为主	收储资产的租金收入	成都猛追湾城市更新	珠江股份 华润置地 万科

数据来源: 各政府网站, 东吴证券研究所

4.1. 政府引导, 相关公司作为开发商参与项目开发——上海奉贤泰日地区城中村改造

项目概况: 2016年9月22日, 光明地产发布公告与上海市奉贤区金汇镇人民政府签订了《奉贤泰日地区“城中村”改造项目合作协议》, 以生态、生活、生产“三生融合”为战略目标, 全面推进泰日地区“城中村”改造项目。金汇镇政府按照本市“城中村”改造相关规定, 积极争取本项目改造有关优惠政策落地事宜。

项目涉及三个区块: 一是东至宅基地置换基地(不含), 南至规划路、西至申亚花满庭, 北至航南公路; 二是东至泰东港、泰青公路、大昌路、现状住宅(不含), 南至人民港、现状住宅(不含)、邮电路, 西至泰青港、北至航南公路; 三是东至泰东港、南至现状住宅(不含)、西至泰青公路、北至现状学校(不含)。项目用地暂定改造范围约589.8亩, 可用于城中村改造的出让土地约459亩。

具体改造模式: 光明地产与政府双方合资成立项目公司, 采取同等价值产权房调换和货币补偿相结合方式予以补偿安置, 城中村改造地块净地后采取定向挂牌方式出让给合资公司, 建设动迁安置房、开发商品房及公建配套设施。合资公司名称为农工商房地产集团泰日(上海)置业有限公司, 该项目公司注册资本金2亿元人民币, 持股比例为金汇建发公司占10%股份, 光明地产的全资子公司农工商房地产(集团)有限公司占90%股份。项目按照“协议动迁”和“司法征收”同步开展动迁, 项目土地出让价格以当年度规土部门按照本市城中村改造政策为依据进行确定。土地出让金在计提国家及本市有关专项资金后, 剩余部分统筹用于“城中村”地块改造和基础设施建设等。项目公司承担改造地块范围内公共服务配套设施建设, 竣工验收通过后无偿移交金汇镇政府。

资金来源：主要由光明地产提供。根据光明地产 2021 年年报，光明地产对上海市奉贤区金汇镇人民政府泰日城中村改造专户的 25.5 亿应收款性质为垫付拆迁款，账龄为 4 年以内。可以看出货币化安置的部分也是由光明地产垫付。二级土地获取方面，2018 年 10 月 24 日，光明地产发布公告以 1.42 亿元竞得上海市奉贤区金汇镇 11-03 区域地块（奉贤泰日十个城中村地块之一），土地面积 4.0 万方，项目计容面积 8.1 万方，容积率 2.0。根据光明地产 2021 年年报，该项目总投资 7.9 亿元，已经全部竣工。

投资回报来源：从《奉贤泰日地区“城中村”改造项目合作协议》看，该城中村项目的主要收益来自于后续商品房开发的销售回款。

以此类改造为主要模式参与城中村改造的相关公司有：

- (1) **城建发展：**截至 2022 年末，公司共计 8 个棚改项目，包括：北京延庆棚改、北京东城望坛棚改、北京顺义临河村棚改、北京大兴海子角棚改、北京密云棚改、河北保定市棚改等，合计规划建面 690 万方。
- (2) **越秀地产：**公司 2017 年成立城市更新集团，主要落地的旧村、旧城改造项目有广州里仁洞村、南洋电器厂、东流村、佛山雅瑶旧村居等。
- (3) **中华企业：**公司以成为“上海有重要影响力的城市更新综合开发运营企业”为己任。获得的城市更新项目包括三林滨江南片区更新项目、顾村大型居住社区地块等，并从 2021 年开始参与了多个上海市内老旧菜市场的改造更新项目，包括莘光菜场、申莘菜场和鑫都菜场。
- (4) **光明地产：**公司自 2016 年开始便致力于全国各地城中村、保障房的建设，主要项目为上海金山、上海奉贤等区内城中村改造项目。

4.2. 政府主导，相关公司作为代建服务商——深圳罗湖“二线插花地”棚改

项目概况：罗湖“二线插花地”棚户区改造项目。作为深圳首个大型棚户区改造项目和棚改典范项目，位于广东省“A1-3 崩塌、滑坡地质灾害高易发区”，存在严重的公共安全隐患的罗湖“二线插花地”区域，包括木棉岭片区、玉龙片区、布心片区，用地面积约 54 万平方米、约 1392 栋建筑，约 132.4 万平方米建筑面积的改造工作，涉及约 3.37 万户、人口约 8.5 万人。其中回迁房约 99 万平方米，保障房和人才住房约 32 万平方米。该项目于 2016 年启动，2023 年 2 月安置房回迁入伙全面收官。

图14: 罗湖“二线插花地”棚改现场



数据来源: 每日经济新闻, 东吴证券研究所

图15: “二线插花地”改造后效果图



数据来源: 深圳市政府, 东吴证券研究所

具体改造模式: 政府主导、政府投资、政府规划, 天健集团作为国企开发商以代建模式提供全开发流程服务, 赚取总投资额 6% 的服务费, 不赚取开发利润。拆迁补偿方面: 首要在于保障居民基本居住权, 对于规定时间之前建成的历史遗留违法建筑, 在规定面积以下按建筑面积 1:1 置换; 在规定区间的面积则按照一定的置换率予以置换; 对于在一定面积以下不符合基本居住条件的, 可以按安居型商品房的较低价格增购到能满足其基本居住条件的面积; 对于超过规定面积数的部分, 只给予货币补偿。天健集团作为代建服务商提供的服务包括但不限于完成项目前期的项目建议书和可行性研究报告、环境影响评价、概算等相关编制, 项目全过程的报批报建工作, 建设资金筹措等, 完成棚改范围内的房屋查丈、谈判签约、房屋拆除、过渡期安置等, 项目中期的工程建设管理(含勘察、设计、工程建设等), 以及项目后期的回迁安置、项目移交等。服务费=服务费费率(6%)×政府审计机关审定的总投资额(不含项目融资产生的利息)。

资金来源: 以政府财政支出为主。根据天健集团公布的关于与深圳市罗湖区住房和建设局签署《罗湖“二线插花地”棚户区改造政府购买服务合同》的公告, “二线插花地”棚改项目估算总投资额约为人民币 150 亿元(不包含乙方服务费用), 最终以政府部门下达的项目投资计划为准。根据《深圳市罗湖区 2023 年政府投资项目计划(草案)》, 2023 年区政府投资项目计划总规模 45 亿元, 其中: 本级财政预算资金 35.7 亿元, 市转移支付资金 4.3 亿元, 棚改专项资金 5 亿元, 投资领域中综合交通领域和住房保障领域均提及“二线插花地”棚改项目。

投资回报来源: 该项目为公益性质, 腾挪的土地资源用于建设回迁房、社会资源公共配套与保障性安居工程, 不建设任何商品房。

以此类改造为主要模式参与城中村改造的相关公司有:

- (1) **天健集团**: 公司勇于担当、善于攻坚, 承接了“中国棚改第一难”的罗湖“二线插花地”棚户区改造项目。2022 年在棚户区改造服务方面, 公司共为 9 个项目提供咨询服务
- (2) **绿城管理控股**: 公司深度布局政府代建业务, 2022 年新拓政府代建业务 7700 万方, 占新拓业务总量的 27.1%。典型代建项目有: 杭州沁香公寓(共有产权房)、萧山北干公租房、老旧小区改造宁都花园等。

4.3. 政府或国企平台收储, 相关公司代运营持有物业——成都猛追湾城市更新

项目概况: 猛追湾片区是成都天府锦城“八街九坊十景”中的核心改造区, 是城市夜消费商圈重点打造区, 也是成都市首个“EPC+O(工程总承包+代运营)”模式下的城市更新项目。项目自 2018 年启动以来, 坚持按照“政府主导、市场主体、商业化逻辑”的原则, 由政府收储、租赁、利用既有房屋, 引入实力强、资源广、经验丰富的行业龙头企业万科公司作为运营商, 探索项目策划、规划、设计、建设、运营一体化的投资运营模式, 对项目实施整体规划、分步实施、商业运作, 大力实施优质资源“收、租、引”, 收储载体 2.4 万平方米, 完成“两拆一增”6200 平方米。猛追湾城市更新项目于 2019 年正式启动, 一期已于 2020 年交付使用。通过政府、企业、居民等多方的共同参与, 带动项目周边 30 余存量商家主动转型业态提升品质, 拉动片区商铺租金上涨 60%-70%, 其中的泊寓也引来在附近上班的年轻人租住, 出租率达到 100%。

图16: 成都猛追湾城市更新改造前后对比



数据来源: 广州市规划院公众号, 东吴证券研究所

具体改造模式: 多方共建, 共治共享。政府平台公司主导, 万科等企业组成投标联合体, 并获得一定年限的街区运营管理权。在猛追湾城市更新项目中, 成都区政府主导空间资源整理和腾退工作, 通过回租和回购资产的方式, 拆除新建类物业、市政工程

类物业和运营改造类物业。由政府平台公司锦城华创对街区更新进行公开招标。万科与设计单位、建设单位等组建投标联合体，作为街区更新设计的施工运营总承包方，并由万科公司成立片区运营团队对收储资产实施租赁管理、运营管理、项目招引、业态管控，提升望平坊、滨河街等文创休闲街区，打造祥和里、香香巷等“深夜食堂”，聚集 SPACE、几何书店等高品质人气休闲项目，植入万科泊寓、万汇空间等标志品牌，通过经营性长效运营收益平衡改造投入，形成以小店经济、首店经济、夜间经济为主打特色的活力街区，打造“工业文明和现代时尚交相辉映、美食文化与文创产业共生共融”的街区有机更新样板。经营期满后，企业无偿移交给政府。

资金来源：政府平台出资。猛追湾城市更新项目由政府出资及指导考核，产权归政府所有。根据成都市政府网站，项目一期总投资额 10 亿元，全部由国企平台筹措。

投资回报来源：收储资产的租金收入。由于收储资产的产权归政府所有，万科获得是并非租金而是代运营管理费。

以此类改造为主要模式参与城中村改造的相关公司有：

- (1) **华润置地：**公司深度布局大场馆为核心的代运营业务，公司已有代运营项目包括深圳湾体育中心、西安奥体中心、成都东安湖体育公园、西安国际足球中心等。
- (2) **珠江股份：**公司重组后剥离地产业务转型智慧城市运营服务商。作为国内文体运营赛道龙头企业，体育场馆在管建面排名第一。目前已签约体育场馆共 20 个。同时重组后通过加强与珠实集团的协同，在本轮特大超大城市城中村改造中有机会承接大量母公司及兄弟单位项目的物业管理及运营服务。
- (3) **万科：**公司代建代运营的典型项目有：成都猛追湾城市更新项目、东莞记忆历史街区改造项目等。

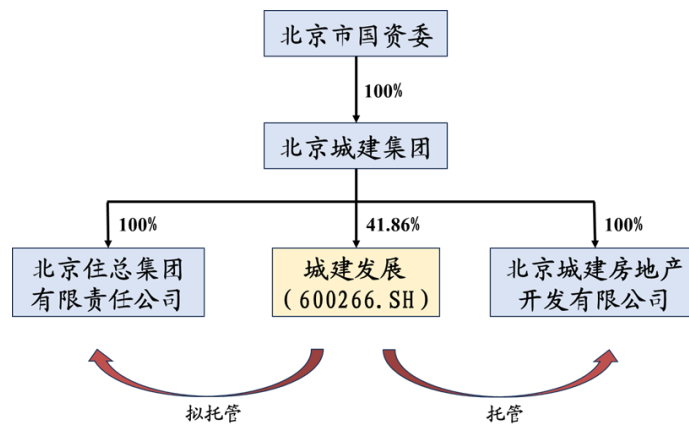
5. 投资建议

本轮超大特大城市的城中村改造，代表着存量时代下中国房地产市场“重保障、重民生”的新型发展道路。改造规模较大，21城总计城中村建筑面积预计可达11.2亿方。根据当前城中村改造的三种主流模式，我们认为以下三类公司有望率先受益：（1）政府引导，公司作为开发商参与项目开发。重点推荐：城建发展、越秀地产，建议关注：中华企业、光明地产。（2）政府主导，公司作为代建服务商。重点推荐：绿城管理控股，建议关注：天健集团。（3）政府或国企平台收储，公司代运营持有物业。重点推荐：珠江股份，建议关注：华润置地，万科A。

5.1. 城建发展：深耕北京优势显著，棚改布局逐步兑现

背靠北京领军国企，资源优势显著。城建发展成立于1998年，于1999年2月在上交所上市。目前已形成地产开发、对外股权投资和商业地产经营三个板块的全面协调发展的良好局面，公司以房地产开发为主业，开发业态丰富，以龙樾和国誉府系列为高端品牌。2022年末，公司总资产规模达到1388亿元。城建集团作为北京建筑行业的领军企业，是公司控股股东，持有公司41.9%股权。城建集团隶属于北京国资委，拥有强大的资源与业务优势，大力支持公司棚改和一级土地开发。

图17：城建发展股权结构图（截至2023年8月24日）

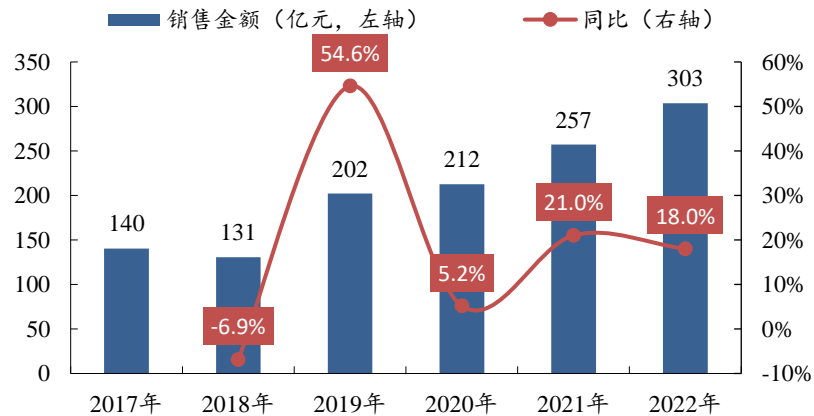


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

销售逆势增长，持续深耕北京市场。公司销售增长稳健，2017-2022年销售金额CAGR高达16.7%。随着北京市场的资源和产品竞争力不断增强，公司在2022年实现销售金额303亿元，同比增长18%，位列中国房企销售额百强榜第69名；其中北京房屋销售量位居北京2022年度销售排行榜第2名。根据中指院数据，2023年1-7月公司销售金额267亿元，同比增长61%，位居TOP50房企中的前列。公司拿地强度较高，

长期重仓北京，2022 年公司在北京的未开工计容建面 380 万平，占总面积 78.7%；北京在建项目面积 494 万平，占总面积 72.6%。2023 年于北京获取 2 宗土地：北京海淀区双新村棚户区改造地块与北京市朝阳区奶西村棚户区改造土地，权益拿地金额共计 73.5 亿元，公司持续深耕北京市场，强化自身优势。

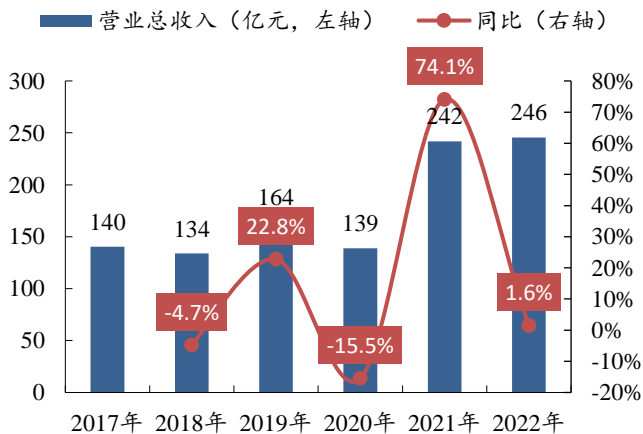
图18：城建发展历年销售金额及同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

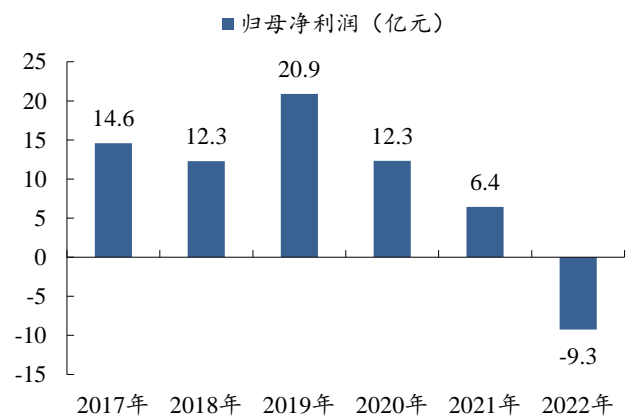
棚改长期布局迎来收获，奠定未来业绩增长基础。公司长期专注重资产棚改项目和一级土地开发业务。截至 2022 年棚改项目总投资额近千亿元，其中望坛棚改和临河村棚改项目总投资额 629 亿元资金，预计潜在利润可观，随着项目的完成，在棚改上的长期投资即将得到回报，为长期业绩增长夯实基础。此外，临河棚改、动感花园等多个项目实现政府债置换自有资金投资。马池口项目、平各庄 B 地块实现一级开发成本返还并完成土地入市；海子角项目实现腾退率 100%，安置房已实现开工建设。随着超大特大城市的城中村改造政策不断落地，公司有望凭借丰富的棚改操盘经验率先受益。

图19：城建发展历年营收及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20：城建发展历年归母净利润



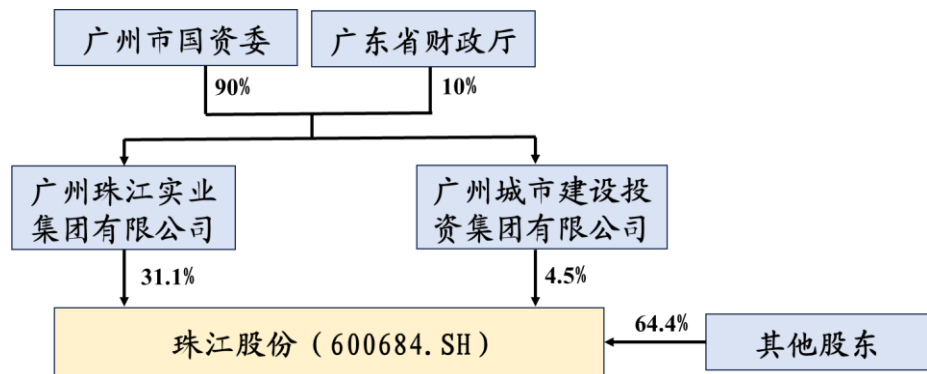
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

风险提示：城中村改造政策落地不及预期；房地产市场景气度超预期下行；结算进度不及预期。

5.2. 珠江股份：剥离地产业务轻装上阵，转型智慧城市运营服务商

广州国企剥离地产业务，轻装上阵重新出发：珠江股份是广州国有房地产开发企业，大股东是广州珠江实业集团。公司于2023年4月24日发布公告称重组基本完成：作价28.0亿元将所持有的房地产开发业务相关的资产负债置出，同时作价7.8亿元置入广州珠江城市管理服务集团股份有限公司（下称“珠江城服”）100%股权。重组后公司主营业务将变更为物业管理与文体运营。

图21：珠江股份股权结构图（截至2023年8月24日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

珠江城服外拓能力强，城市服务业态优势突出：截至2022年8月，珠江城服在管项目共计366个（住宅141个、公建208个、体育场馆17个），在管面积共计2845万方。349个住宅及公建项目中，第三方拓展项目占比近75%，具备优秀的市场外拓能力。城市服务方面：珠江城服是国内文体运营赛道龙头企业，体育场馆在管建面排名第一。目前已签约体育场馆共20个，管理资产达200亿元。公司先发优势明显，是国内目前少数成功运营保障过世界级、亚洲级、国家级、省市级大型赛事活动的专业公司之一。由于体育场馆项目运营期平均在15-17年，公司此块业务现金流稳定，可持续发展能力强。

珠江城服毛利率稳定，业绩承诺保障公司未来盈利：珠江城服2022年1-8月两大主营业务—物业管理和文体运营分别实现营收6.5亿元和1.6亿元，毛利率分别为17.3%和44.8%，保持在行业较高水平。2023年1月19日，珠江股份和珠实集团签署《业绩补偿协议》，承诺2023-2025年度，珠江城服的年度净利润分别不低于6800万元、7400万元、7900万元，为珠江股份未来的业绩释放奠定基础。

加强集团协同，乘城中村政策之风，业务扩张可期：作为公司大股东，珠实集团已成为广州市属全资国有大型城市运营综合服务集团、广州市最大国有住房租赁平台和城市更新国有土地整备平台及广州市属国企中唯一城市建设运营全产业链企业，旗下城市更新平台广州城市更新集团，三十多年来先后完成东风路等广州市中心城区主干道沿线及周边区域的征拆改造，开发多个安居小区和写字楼宇；打造 46 万平方米菠萝山保障房项目。珠江股份重组后通过加强与珠实集团的协同，在本轮特大超大城市城中村改造中，有机会承接大量母公司及兄弟单位项目的物业服务，助力在管规模进一步扩张。

风险提示：市场化外拓规模不及预期；城中村改造政策落地不及预期；房地产市场景气度超预期下行。

6. 风险提示

- (1) 城中村改造政策落地不及预期：后续各城市具体政策力度可能不及预期，对新房销售和投资的拉动效果低于预期。
- (2) 房地产市场景气度超预期下行：若房地产市场景气度进一步下行，将影响开发商参与城中村改造的经济性并导致商品房销售回款不及预期。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>