

建筑装饰行业专题报告

“旧改”政策暖风频吹，行业空间几何？

分析师：姚遥



SAC 执业证号：S0260517070002

SFC CE.no: BMS332



021-60750610



gfyaoyao@gf.com.cn

● 中央政策连续提及“旧改”，旧改有望接棒棚改

“旧改”，即一般所说的旧城区改造，与“棚改”（即棚户区改造）相对应。7月中央政治局会议着重将“旧改”列入“补短板工程”，要求实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程；其实今年年初以来，政策多次提及“旧改”，年初在《政府工作报告》中已经提到“要大力进行改造提升城镇老旧小区”，4月三部委发文《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》，对老旧小区的改造相关配套基础设施提出了明确规定。6月国常会明确要推进城镇老旧小区改造，并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；后国新办政策吹风会将城镇旧改上升到国家层面。而各地政府以及银行也出台了一系列政策来支持中央“旧改”的推进。此外，在2019年棚改规模减半，并且货币化安置比例大幅下降，回归安置房安置的主流的情况下，高层会议提出“加快改造城镇老旧小区”，“旧改”有望逐渐接棒“棚改”。

● 多地试点开展旧改，存量改造空间超万亿

老旧小区改造可分为3类：①保基本的配套设施，比如与居民生活直接关系的水、电、气、路等市政基础设施的维修完善。对于装电梯不做强制；②提升类的基础设施，包括公共活动场地，有条件的地方配建停车场、活动室、物业用房等；③完善公共服务类的内容，包括完善社区的养老、抚幼、医疗、助餐、家政、快递等设施。2017年，我国各地开始进行老旧小区整治改造项目，在15个城市（广州、韶关、柳州、秦皇岛、张家口、许昌、厦门、宜昌、长沙、淄博、呼和浩特、沈阳、鞍山、攀枝花、宁波）开展老旧小区改造试点，我们选取了东部沿海地区（广州、淄博），东北地区（沈阳），中部（宜昌、呼和浩特），西部（攀枝花）共六个较有代表性的试点城市，测算出全国平均改造工程价格约215.2元/平方米（不含人工），考虑到旧改标准的逐步提升以及成本提升，我们预计未来旧改平均工程价格约为270元/平方米。此外，根据住建部，目前全国需改造的老旧小区约16万个，涉及建筑面积约40亿平方米，则全国老旧小区改造项目总投资额约1.1万亿元。此外，假设20%的老旧小区需要装电梯，据我们估算，一共可以装96万台，如果按照每台电梯90万元单价计算，则需要约0.9万亿元的投资额，即包含电梯的旧改总投资额近2万亿元。我们认为尽管不同地区、不同项目、不同政策条件间存在较大差异，如小面积小区投资强度更高，但总体来看我国老旧小区改造市场空间广阔。

● 建筑设计、区域施工及家装龙头有望受益

政治局会议着重将“旧改”列入“补短板工程”，要求实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程；考虑后期“棚改”计划大幅减少，我们预计政策方向可能以推动“旧改”接替“棚改”，有望拉动万亿市场投资，政府支持力度有望加大，利好相关设计建设及装修企业。具体分行业看：①设计：传统房建项目设计费占比约2%，而发达及重点推动旧改地区旧改项目设计费比率或在4%以上，建议关注**华阳国际**、**华建集团**。根据公司年报，华阳国际在深圳地区承接了较多的旧改项目，如公司2018年承接了福田区华富街道福安小区城市更新单元改造EPC项目，预计后期随着旧改的加速推进，公司对应的设计业务有望受益；②施工：对于施工而言，旧改单体项目较小且相对分散，大型建筑企业承接施工项目的规模效应较难体现，中小型施工企业的经营模式或更加贴合，关注**地方国企龙头上海建工**、**浦东建设**等；③装修：根据住建部，全国旧改共约4200万户居民，如果按照20%比例估算住户同时进行二次装修，则进行二次装修的住户约840万户，每户装修价格约在5万元左右，则可能带来的装修市场规模在约4200亿元，关注家装龙头**金螳螂**、**东易日盛**。

● 风险提示：旧改推进速度及力度不及预期，上市公司订单承接量不及预期。

相关研究：

建筑装饰行业月度分析报告:政治局会议聚焦旧改、新基建，中报行情逐步展开

2019-08-01

中央政治局会议点评:聚焦基建结构升级

2019-07-30

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：尉凯旋 021-60750610 yukaixuan@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
金螳螂	002081.SZ	CNY	10.21	2019/4/27	买入	12.20	0.91	1.03	11.19	9.89	8.53	7.24	15.94	14.55
上海建工	600170.SH	CNY	3.57	2019/5/9	买入	4.40	0.36	0.41	9.83	8.70	3.12	1.92	9.59	9.77
浦东建设	600284.SH	CNY	6.52	2019/3/12	增持	7.90	0.55	0.63	11.94	10.38	11.39	7.84	8.31	8.72

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

中央政策连续提及“旧改”，旧改有望接替棚改.....	5
中央连续提及“旧改”，各地政策频频吹风.....	5
“棚改”砍半，旧改有望接棒棚改.....	6
多地试点开展旧改，存量改造空间超万亿.....	9
旧改逐步展开，存量改造空间超万亿.....	9
投资强度存差异，小面积小区投资强度高.....	13
建筑设计、区域施工及家装龙头有望受益.....	16
风险提示.....	17

图表索引

图 1: 历年棚改计划量与实际执行量	7
图 2: 中央针对老旧小区改造项目的三类改造内容.....	9
图 3: 全国 15 个老旧小区改造试点.....	10
表 1: 19 年以来中央有关老旧小区改造相关政策及事件汇总.....	5
表 2: 地方性“旧改”政策	6
表 3: 旧改与棚改对比区别	7
表 4: 六大试点城市旧改数据统计	10
表 5: 六大城市旧改试点数据统计	12
表 6: 北京市老旧小区综合改造技术经济指标（2017）项目造价汇总.....	12
表 7: 部分广州市老旧小区改造项目投资情况.....	14
表 8: 全国部分城市老旧小区项目改造内容.....	15
表 9: 部分省份旧改项目设计费比重	16

中央政策连续提及“旧改”，旧改有望接替棚改

中央连续提及“旧改”，各地政策频频吹风

“旧改”，即一般所说的旧城区改造，与“棚改”（即棚户区改造）相对应。7月中央政治局会议着重将“旧改”列入“补短板工程”，要求实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程；其实今年年初以来，政策多次提及“旧改”，年初两会总理在《政府工作报告》中已经提到“要大力进行改造提升城镇老旧小区”，4月三部委（住建部、财政部、发改委）发文《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》，对老旧小区的改造相关配套基础设施提出了明确规定。6月国常会明确要推进城镇老旧小区改造，并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；后国新办政策吹风会将城镇旧改上升到国家层面。此外，各地政府以及银行也出台了一系列政策来支持中央“旧改”的推进。

表 1: 19年以来中央有关老旧小区改造相关政策及事件汇总

时间	部门	事件/文件	主要内容
2019-03	国务院	《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，健全便民市场、便利店、步行街、停车场、无障碍通道等生活服务设施。
2019-04	住建部、发改委、财政部	《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》	中央预算内支持的配套基础设施包括小区内道路、供排水、供电、供气供暖、绿化、照明、围墙等基础设施，小区内配套养老抚幼、无障碍、便民等服务设施，与小区直接相关的城市、县城(城关镇)道路和公共交通通信、供电、供排水、供气、供热、停车库(场)等城镇基础设施项目。老旧小区改造配套基础设施建设中央预算内投资不支持主体改造，不得用于主干道、主管网、综合管廊、广场、城市公园等与老旧小区改造不直接相关的城镇基础设施项目。
2019-06	国务院	国务院常务会议	会议明确，要推进城镇老旧小区改造，顺应群众期盼改善居住条件。加快改造城镇老旧小区，群众愿望强烈，是重大民生工程和发展工程。据各地初步摸排，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；要重点改造建设小区水电气路及光纤等配套设施，有条件的可加装电梯，配建停车设施。同时，还要促进住户户内改造并带动消费。对于老旧小区改造工作面临的资金问题，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。
2019-07	国务院	国新办政策吹风会	城镇旧改上升到国家层面，既保民生又稳投资同时拉内需；改造内容分为基本、提升和完善公共服务三类，先从保基本开始。
2019-07	中央政治局	中央政治局会议	稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设。

2019-07	中国城市科学研究会	《城市旧居住区综合改造技术标准》	标准提出了旧居住区综合改造应遵守的基本准则和应进行的改造项目及技术标准。具体内容涵盖室外环境、道路与停车、配套设施、房屋、建筑结构、建筑设备 6 大类 20 项改造内容，并以“优选项目+拓展项目”的菜单式选择模式，分类引导规范各类改造内容。
2019-07	农业银行	《关于加快对城镇老旧小区改造项目进行业务营销的通知》	根据《通知》内容，农业银行将做好分层营销，由总行牵头营销组织工作，主动对接住建部、发改委、财政部等国家部委，关注国家政策，研究整体金融支持策略，出台城镇老旧小区改造贷款专项产品办法。要将加强联动营销，成立营销团队，探索在贷款、产业基金、专项债投资、债券承销及投资、租赁融资等对公业务，以及个人贷款、银行卡、掌银、存款、理财产品等个人业务方面为老旧小区改造及社区居民提供全方位金融服务。

数据来源：住建部、发改委、财政部、国务院、中央政治局、广发证券发展研究中心

表 2: 地方性“旧改”政策

地区	计划发布时间	文件	计划内容
襄阳市	2019-06	《襄阳市城区老旧小区改造工作实施方案》	未来 3 年，市区将改造 666 个老旧小区，其中今年改造 100 个、2020 年完成 238 个、2021 年完成 328 个
上海市	2019-04	《2019 上海民生访谈》	今年上海计划改造二级以下旧里 50 万平方米惠及 2.5 万户家庭未来 3 年，市区将改造 666 个老旧小区，其中今年改造 100 个、2020 年完成 238 个、2021 年完成 328 个
安徽省	2019-02	《2019 年全省城市老旧小区整治改造计划汇总表》	2019 年全省老旧小区整治合计 523 个，总户数 20.4 万户，总建筑面积 1870.72 万平方米
天津市	2019-01	《2019 年天津市政府工作报告》	提升老旧小区及远年住房 1150 个片区、1880 万平方米，改造棚户区 39 万平方米，全面完成 147 万平方米的三年棚改任务。
南京	2019-01	《2019 年南京市城乡建设计划》、《南京市棚户区改造和老旧小区整治行动计划》	19 年计划整治老旧小区 93 个，建筑面积 320 万平方米房屋 1021 幢，涉及居民 5 万户，继续推进既有住宅加装电梯工程。整治的范围主要是 2000 年前的非商品房小区、拆迁安置房和经济适用房。
广州	2019-01	《广州市 2019 年重项目建设计划》	2019 年，全市城市更新重点项目达到了 51 个，其中，旧村改造项目 23 个，旧厂 1 旧改项目 19 个，老旧小区微改造项目 9 个
西安	2019-01	《2019 年西安市政府工作报告》	年内实施老旧住宅小区综合改造 200 万平方米。

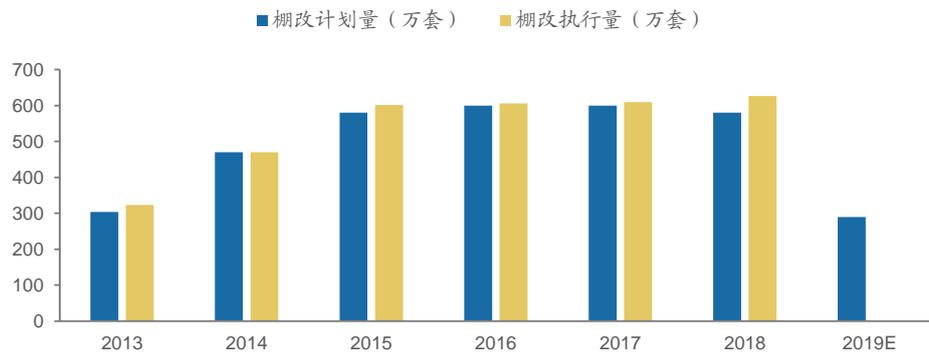
数据来源：各省市市政府网站、广发证券发展研究中心

“棚改”砍半，旧改有望接棒棚改

据住建部网站消息，2019年全国棚改计划新开工289万套，仅为2018年实际完成量的46%。在2019年棚改规模减半，并且货币化安置比例大幅下降，回归安置房安置的主流的情况下，高层会议提出“加快改造城镇老旧小区”，“旧改”有望逐渐接棒“棚改”。

回顾棚改十年历程，早期以安置房安置为主，2015年起迎来重大变化，转向货币化安置，进而促进了商品房销售。2016年棚改货币化安置销户了2.5亿平方米的商品房，完美实现了去库存的目标。而旧改就不涉及房屋拆迁和安置补偿，只是在老旧小区的基础上进行升级改造，比如水电气、电梯、幼儿园、停车场等，乃至带动户内装修改造，进而扩大内需。棚改和旧改的区别点很多（见表3及图2），其本质区别为棚改是政府+国企主导的，棚改不允许明面的商业利益行为，即所有的房屋建成后只要回迁房和人才、保障型租赁住房；而旧改以政府+开发商主导，属于企业行为，主要是开发商的商业手段，其形式还是一种商业投资行为。

图 1：历年棚改计划量与实际执行量



数据来源：住建部、广发证券发展研究中心

截至今年5月底，各地上报需要改造的城镇老旧小区约16万个，后面我们将具体测算这些老旧小区的改造到底有多大的市场空间。

表 3：旧改与棚改对比区别

	棚改	旧改
本质区别	棚改是政府+国企主导的； 不允许明面的商业利益行为，即所有的房屋建成后只要回迁房和人才、保障型租赁住房。	旧改以政府+开发商主导； 旧改主要是开发商的商业手段，其形式还是一种商业投资行为。
目的	改造城镇危旧住房、改善困难家庭住房条件，最终目的是城市更新。	整体地、有步骤地改造和更新老城市的全部物质生活环境，以便根本改善其劳动、生活服务和休息等条件，最终目的也是城市更新。
现状	2019年4月15日，《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》中表明，财政部将19年棚改计划从预估的450万套下调到285万套，将近减少至2018年580万套的一半，有理由认为这或许预示着棚改的历史使命几近完成。	今年两会、三部委同提旧改，政策风向有利，仅2019H1就关于旧改的文件和会议总数就有四项之多：《住房和城乡建设部办公厅 国家发展改革委办公厅 财政部办公厅关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》、《关于落实2019年老旧小区改造相关工作的通知》、上海市住房和城乡建设管理委员会主任黄永平会议座谈以及国务院常务会议。且旧改需求较大，具备成长空间。

改造对象	使用年限在 20 年以上、存在住房质量安全隐患、使用功能不齐全、配套设施不完善的老旧住宅区、简易房屋和棚厦房屋集中区域。	主要针对旧城区的一些老旧小区或者是厂房，建筑物建成时间原则上应不少于 20 年，满足条件的旧商业区、旧工业区建筑物可放宽至 15 年的建成时间要求。
改造方式	棚改使用“政府主导 国企实施 人才住房”的模式，改造方式主要是实物化安置（2015 年以前主要使用）和货币化安置（2015 年之后主要使用）。	旧改遵循“政府引导、市场运作、公众参与”的原则，对旧城区、旧小区等进行重建、翻新、改造，以改变旧城区的面貌。
补偿安置方案	棚改搬迁补偿标准由政府制定并公示，不具有可协商性。 以棚改项目华富村为例，政府制定的补偿安置方案为：拆赔比是套内 1: 1 或建面 1: 1.18 二选一；可以低价 9000 元/平的价格加购 13 平；可购的上限是 25 平，另外的 12 平可以当时市场价的九折购买。	旧改的补偿标准可以协商，由各小区的开发商最终确定，没有统一标准。 例如：木头龙项目的拆赔比是 1:1.4；鹤塘小区项目的拆赔比为 1:1.3。
配建要求	棚改除满足拆迁安置需要外，其余住房均配建为人才住房和保障型住房，且坚持以租为主。	旧改则按规定比例配建，无全部配建保障房的要求，可建商品房，可以商业化。
改造程序	棚改并没有明确规定，现实情况是参照城市更新或者政府征收程序进行，棚改项目的确定、权利人信息公示、异议处理等内容并无规律可循。	旧改对程序有了明确的规定，包括意愿征集、城市更新单元规划审批、实施方案、搬迁补偿安置协议的签订、实施主体确认、预售及规划验收、回迁安置等等。
建设周期	因为 2015 年后棚改主要采取货币化安置的手段，因此棚改的建筑周期可以近似等同于房地产开发的建筑周期，即 1 年半左右。	旧改由于并不一定对原有建筑进行拆除，所以其建筑周期一般在半年内，远远短于棚改的建筑周期，成效更快、更显著。

数据来源：政府网站，新浪财经，上海规划院，中原地产，广发证券发展研究中心

多地试点开展旧改，存量改造空间超万亿

旧改逐步展开，存量改造空间超万亿

住建部数据统计，目前全国基础设施老化、环境较差的老旧小区数量占比60%以上。根据国常会要求，预计到2020年底所有试点城市的老旧小区改造工作将基本完成。目前全国需改造的老旧小区约16万个，涉及建筑面积约40亿平方米。中央目前将老旧小区改造项目初步分成三类：

- ① 保基本的配套设施，比如与居民生活直接关系的水、电、气、路等市政基础设施的维修完善。对于装电梯不做强制，在居民都同意的情况下，可以支持加装；
- ② 提升类的基础设施，包括公共活动场地，有条件的地方配建停车场、活动室、物业用房等；
- ③ 完善公共服务类的内容，包括完善社区的养老、抚幼、医疗、助餐、家政、快递等设施。

图 2：中央针对老旧小区改造项目的三类改造内容



数据来源：住建部、广发证券发展研究中心

2017年，我国各地开始进行老小区整治改造项目，在15个城市（广州、韶关、柳州、秦皇岛、张家口、许昌、厦门、宜昌、长沙、淄博、呼和浩特、沈阳、鞍山、攀枝花、宁波）开展老旧小区改造试点，项目的目的是为全国老旧小区改造提供可复制、可推广的经验。2018年老旧小区改造规划相继进入了实施阶段，城市更新已经代替棚改成为带动国内经济内需的新增长点。

图 3: 全国15个老旧小区改造试点



数据来源：住建部、广发证券发展研究中心

我们选取了东部沿海地区（广州、淄博），东北地区（沈阳），中部（宜昌、呼和浩特），西部（攀枝花）共六个较有代表性的试点城市进行研究和对比分析。目前大多数老旧小区改造项目处于属于微改造模式。改造小区的基础功能设施，包括水、电、路、气、电梯。之后在此基础上完成整改以后可能会加强景观美化、公共服务设施、物业管理等方面的配套设施。

表 4: 六大试点城市旧改数据统计

城市	年份	改造规划	具体内容
宜昌	2018	2018年,西陵区创新实施“业委会+人本化”改造模式,全年启动老旧小区改造55个,完成改造45个,改造面积约7.09万平方米,加装电梯4部,完工2部,受益群众6200多户15000多人。截至目前,该区居民实际出资率达95%以上,社会投资近1000万元,	对于“功能达标型老旧小区”,采取“微改造”模式,主要改造基本功能设施(供水、供电、供气、路灯、排水)、通行设施、停车设施、消防设施、安防系统、环卫设施6项内容;对于“功能完善型老旧小区”,在达标基础上增加弱电规整和景观美化2项内容;对于“功能提高型老旧小区”,在功能完善基础上增加了文体活动设施、屋面防水、楼道修缮、单元门禁、加装电梯、立面整治、功能用房、智慧社区等N项内容

呼和浩特	2019	呼和浩特市申请 2019 年中央补助支持老旧小区改造，计划改造城市老旧小区 10986 户，219 栋楼，建筑面积 81.83 万平方米，共 32 个小区，预计投资 19279.935 万元	须包括对水、电、路、气 4 项设施中至少 2 项进行更新；或者虽未对水、电、路、气设施更新，但包括加装电梯。
攀枝花	2018	2018 年我市实施了 9 个试点项目。今年，改造小区 13 个，其中东区 2 个、西区 2 个、仁和区 3 个、米易县 4 个、盐边县 1 个、钒钛高新区 1 个，涉及建筑面积 39.2 万平方米，预计总投资 8528 万元。	协调水、电、气、通讯等管线单位提前介入方案设计，并与小区建筑本体、公共服务设施、环境等改造同步设计、同步实施，确保改造工作协调推进。
淄博	2016	2016-2018 年，全市计划完成改造项目 268 个，涉及改造面积 1560 万平米，涉及建筑面积约 800 万平，惠及群众 19.5 万户。其中 2016、2017 年完成改造项目 178 个、1070 万平米、14 万户，累计投入资金 13.2 亿元；2018 年全市计划完成改造项目 90 个、490.81 万平米、55190 户，计划财政投资 6 亿元。根据住建部要求，淄博市在 2018 年 90 个改造项目中，选取 8 个作为试点项目，改造面积 70.4 万平米，改造户数 7438 户，试点项目投资 2.3 亿元。	淄博市将改造版块分为四部分：1) 居住环境 ：清除乱搭乱建、进行绿化提升、完善环卫设施等；2) 基础设施 ：进行道路升级、维修雨水污水设施、疏通消防通道等；3) 房屋修缮 ；4) 物业管理
广州	2016	2016 年，广州市在全国率先开展老旧小区微改造工作，经摸排，全市 2000 年之前建成的存在功能配套不全、建设标准不高、基础设施老化、人居环境较差等问题的老旧小区共有 779 个，总建筑面积达 5180 万平方米，涉及 260 万居民，约占全市户籍人口的 31%。截至 2019 年 3 月底，全市共推进老旧小区微改造项目 687 项，其中已完工 128 项，正在实施 231 项，已立项正开展前期工作 328 项。今年，广州还将推进 231 个老旧小区微改造项目。	基础版块 ：楼栋设施、建筑修缮、服务设施、小区道路、市政设施、公共环境 提升版块 ：房屋建筑提升、小区公共空间、公共设施提升
沈阳	2017	截至 2017 年底，沈阳已经完成 1585 个老旧小区的改造。截至 2018 年 12 月，沈阳市共完成 151 个老旧小区改造任务（不包括需督导产权单位改造的 200 个老旧小区），涉及建筑面积 381 万平方米（平均每个小区改造面积约 2.52 万平米），惠及居民 7.1 万户。	沈阳市制定了《沈阳市 2018 年老旧小区改造提质试点工作方案》，方案明确了试点工作目标、内容、标准和机制。概括起来就是“4+11+4”，即实施 房屋本体、配套设施、小区环境、服务设施 四项重点改造内容；达到“ 路要平整、水要畅通、灯要明亮、绿要美观、线要规整、车要有序、房要保暖、设施要齐全、电梯要安全、违章建筑要拆除、市容要整洁清爽 ”11 条标准；形成 工作组、资金筹措、项目建设、长效管理 4 个工作机制。

数据来源：财政部、湖北省住房和城乡建设厅、沈阳市政府、淄博市政府、广州日报、攀枝花日报、广发证券发展研究中心

根据上述所选取的6个具有代表性试点城市的总体改造面积及投资额数据，我们测算出全国平均改造工程价格为215.18元/平方米，考虑到旧改标准的逐步提升以及成本提升，我们预计未来旧改平均工程价格约为270元/平方米。根据住建部数据，全国约16万个老旧小区，计划旧改面积40亿平方米，据我们测算，全国老旧小区基础改造总费用需10800亿元。按照住建部要求，有条件的地区可因地制宜加装电梯。假设20%的老旧小区需要装电梯，一共可以装96万台，如果按照每台电梯90万元（《2017北京老旧小区改造经济指标》（2017））的单价计算，计算出大约8640亿元的投资需求额，则包含电梯的总投资额为19440亿元。

表 5: 六大城市旧改试点数据统计

试点城市	改造面积 (万平方米)	投资额 (万元)	改造工程价格 (元/平米)
广州	114.00	22980	201.58
淄博	70.40	23000	123.36
沈阳	2.52	937.5	372.02
宜昌	7.09	1000	141.04
呼和浩特	81.83	19280	235.60
攀枝花	39.20	8528	217.50
平均	58.81	14965	215.18
考虑旧改升级及原材料涨价的平均造价 (元/平米)		270	
计划旧改面积 (亿平方米)		40	
基础改造总费用 (亿元)		10800	
家装电梯 (16 万个老旧小区，每个小区 10 栋楼，每栋 3 个单元，假设 20%需要装电梯，一共可以装 96 万台，每台 90 万元)		8640	
总费用 (亿元)		19440	

数据来源：财政部、湖北省住房和城乡建设厅、沈阳市政府、淄博市政府、广州日报、攀枝花日报、广发证券发展研究中心

表 6: 北京市老旧小区综合改造技术经济指标 (2017) 项目造价汇总

工程类别	项目名称	工程单方造价 (元/m ²)	人工费占工程单方造价比例 (%)
土建工程	多层住宅预制外挂板抗震加固改造工程	2497.06	10.36%
	多层住宅现浇外板墙抗震加固工程	681.21	26.84%
	多层住宅节能改造工程	314.83	19.40%
	多层住宅平改坡工程	1077.91	26.62%
	多层住宅屋面板更换工程	1372.87	23.72%
	多层住宅加装电梯工程	19490.49	13.21%
	平房翻建工程	5159.32	28.60%
	平房落架大修工程	4248.86	27.10%
安装工程	多层住宅户内电气改造工程	163.09	25.17%
	多层住宅防雷接地工程	10.84	31.99%
	楼道灯节能改造工程	298.76	18.57%

	明装线缆遮挡工程	200.07	20.97%
	平房煤改电工程	2158.66	22.24%
	多层住宅给排水系统改造工程	102.57	23.74%
	多层住宅采暖系统改造工程	116.8	9.36%
	多层住宅采暖分户热计量系统改造工程	22.09	13.55%
	锅炉房煤改气工程	7043.42	14.87%
室外工程	小区人行步道改造工程	276.26	21.03%
	小区沥青道路改造工程	120.98	40.53%
	小区停车位改造工程	309.09	19.12%
	小区热力外线更换工程	1114.46	14.70%
	小区污水外线更换工程	506.29	26.98%
	小区污水、雨水合槽外线更换工程	989.64	25.93%
	小区庭院路灯改造工程	5472.29	12.84%
	小区路灯更换工程	3440.51	17.01%
平均比例			21.38%

数据来源：北京市老旧小区综合改造技术经济指标（2017）、广发证券发展研究中心

投资强度存差异，小面积小区投资强度高

通过对广州市公共资源交易平台近两年中标或招标阶段的老旧小区改造项目数据进行梳理统计，可以测算出其中部分项目的投资强度，不同项目间的投资强度差异较大，最高强度高达2070元/m²，最低则仅为14元/m²，呈现出明显的梯度。而梯度主要可以由面积尺度划分为“平方米级”、“公顷级”和“平方千米级”三类项目。

“平方米级”项目面积集中在3000-10000平方米，投资强度大，最低也达到了625元/m²，高线每平米则突破了2000元。“公顷级”项目多为中型项目，面积为1-100公顷。此类项目数量多，投资额较大，投资强度适中，平均约为340元/m²，符合大多数独立老旧小区情况。“平方千米级”项目数量少，面积大，总投入大，但单位投资远小于前两者，往往是某一区域所有老旧小区打包进行的微改造项目，而非独立小区项目。我们认为尽管不同地区、不同项目、不同政策条件间存在较大差异，总体来看我国老旧小区改造市场仍然非常大。

表 7: 部分广州市老旧小区改造项目投资情况

项目名称	面积(平方米)	招标控制价(万元)	总投资额(万元)	投资强度(元/m ²)
2018 年度老旧小区微改造项目(龙湖街)项目施工总承包	3000	521.43	599.6	1998.63
广州市黄埔区鱼珠街茅岗路 605 号大院微改造项目	3000	362.66	489.0	1630.00
广州市黄埔区大沙街乐苑小区微改造项目	3860	592.89	799.0	2069.95
仁厚直社区微改造项目	4884	503.53	658.0	1347.26
广州市黄埔区鱼珠街区岗 19 号大院微改造项目	5000	478.42	525.0	1050.00
站前街西站社区微改造项目	8000	449.23	500.0	625.00
广州市黄埔区黄埔街丰乐 91 号大院微改造项目施工总承包	12000	778.35	1037.0	864.17
广州市黄埔区黄埔街丰乐 77 号大院微改造项目	13000	681.82	801.9	616.85
广州市黄埔区南岗街四航局塘头生活区微改造项目施工总承包	14000	571.39	832.0	594.29
广州市天河区车陂北街 32 号大院微改造项目设计施工总承包	15741	—	1463.2	929.52
广州市黄埔区大沙街银丰小区微改造项目	25000	725.68	913.0	365.20
广州市黄埔区黄埔街荔园小区微改造项目施工总承包	37000	865.98	1028.7	278.03
广州市黄埔区黄埔街怡园小区微改造项目施工总承包	58000	1844.99	2282.0	393.45
西村街道长乐社区微改造项目设计施工总承包	88000	724.62	850.0	96.59
西村街道西湾社区微改造项目设计施工总承包	95000	851.69	950.0	100.00
青葵社区微改造项目施工总承包	120800	700.46	879.0	72.76
广州市黄埔区南岗街电力一局生活区微改造项目施工总承包	132000	651.34	875.0	66.29
中铁港航局小区微改造项目等 6 个老旧小区微改造项目	219815	-	6085.0	276.82
永发小区微改造项目等 6 个老旧小区微改造项目	273458	-	6115.0	223.62
中山路周边老旧小区微改造项目	418600	5784.09	9173.0	219.14
冲口街汇兴社区微改造项目设计施工总承包	420000	2473.50	2799.4	66.65
五仙观周边老旧小区微改造项目施工总承包	1070000	6307.31	10697.0	99.97
麓湖周边老旧小区微改造项目施工总承包	3500000	3024.47	4990.0	14.26

数据来源: 广州公共资源交易中心、广发证券发展研究中心

从全国部分城市的老旧小区改造项目的招标情况来看, 粉刷墙壁、道路、照明、绿化等是改造项目中比较常见的内容。分区域来看, 北方城市因为天气因素, 改造项目中都包含采暖系统的修整。其中广州地区的老旧小区改造项目较为丰富, 涉及到大门及对讲系统、消防设施、垃圾运收、体育器材等更都市化基础设施。此情况解释了不同地区单位工程造价可能出现明显差距的原因。

表 8: 全国部分城市老旧小区项目改造内容

城市名称	项目名称	主要内容
广州	珠光街道老旧小区微改造	楼道照明, 楼道粉刷, 大门以及对讲系统, 楼梯, 防水层, 消防设施, 楼道内三线, 水管以及排水管, 公用采光, 供电设施, 燃气, 垃圾运收, 监控, 人行横道, 绿化, 体育器材,
广州	黄浦区黄埔街怡园小区微改造	大门, 照明, 粉刷墙壁, 楼梯维护, 消防设施, 防水层, 三线, 水泵, 排水管道, 排污管道, 外立面, 小区供水网, 燃气, 小区照明设施, 小区道路, 垃圾收运点, 绿化
海北藏族自治州	门源县 2019 年城镇老旧小区综合整治--虹源	道路地坪, 活动广场, 停车场, 排污管道, 给水关刀, 采暖管网, 电线, 路灯, 围墙, 屋面, 绿化, 监控
呼和浩特	2019 年海拉尔区老旧小区既有居住节能改造工程	采暖系统, 外墙, 塑窗, 单元门, 屋面
额尔古纳市	2019 老旧小区综合整治改造	道路地面, 绿化, 围栏, 亮化工程
秦皇岛	18 老旧小区改造--黄河道办事处工程施工	防水层, 暖气路面, 围墙, 地面连锁块, 污水管
威海市	开发区金山管委香水小区二期老旧小区整治施工	道路硬化, 沥青路面, 雨污水改造, 路边石, 绿化, 路灯
聊城市	东昌府区柳园街道办事处 2019 老旧小区整治	土建改造, 强电改造以及监控

数据来源: 中国政府采购网、中国招标投标公众服务平台、广发证券发展研究中心

建筑设计、区域施工及家装龙头有望受益

政治局会议着重将“旧改”列入“补短板工程”，要求实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程；考虑后期“棚改”计划大幅减少，我们预计政策方向可能以推动“旧改”接替“棚改”，有望拉动万亿市场投资，政府支持力度有望加大，利好相关设计建设及装修企业。具体分行业看：

设计：根据实际情况，一般房建项目设计费一般为2%，根据我们统计，部分旧改项目一般比传统项目设计费比例更高，主要是发达省份及旧改重点推进的地区，其旧改项目设计费比例在4%以上，关注华阳国际、华建集团。根据公司年报，华阳国际在深圳地区承接了较多的旧改项目，如公司2018年承接了福田区华富街道福安小区城市更新单元改造EPC项目，预计后期随着旧改的加速推进，公司对应的设计业务有望受益。

施工：对于施工而言，因为旧改单体项目体量相对较小，项目金额基本都是在1亿元以下，且项目分布比较分散，建筑央企进行承接该类施工项目的经济意义不大。其盈利模式和地方小型施工企业的经营模式更加贴合，关注地方施工企业上海建工、浦东建设。

装修：在老旧小区进行改造之后，我们预计会有部分住户进行住房装修，根据住建部，全国旧改共约4200万户居民，如果按照20%比例估算住户同时进行二次装修，则进行二次装修的住户约840万户，但大部分旧改带来的装修相比于传统新房装修造价会相对较低，部分人群可能会采取较大面积和幅度的二次装修，传统新房装修价格一般在10-15万之间，我们预计旧改每户装修价格约在5万元左右，则可能带来的装修市场规模在约4200亿元，关注家装龙头金螳螂、东易日盛。

表 9：部分省份旧改项目设计费比重

分类	省份	项目	设计费比重
发达省份	河北	沧州市中心城区老旧小区整体提升	4.2%
		石家庄桥西区人民政府 2019 年老旧小区综合整治	5.3%
		巨鹿县运管站家属楼老旧小区改造项目勘察-设计-施工 EPC 工程总承包	6.0%
		巨鹿县农行家属楼老旧小区改造项目勘察-设计-施工 EPC 工程总承包	5.5%
	广东	广州黄花岗街老旧小区微改造项目	3.7%
		广州大石街莲芳园小区、商业街微改造项目	2.2%
		广州市黄埔区黄埔街怡园小区微改造项目	3.0%
		广州冲口街汇兴社区微改造项目设计施工总承包	2.4%
		广州南沙区二湾社区微改造项目等老旧小区微改造项目	4.5%
		广州麓湖周边老旧小区微改造项目施工总承包	3.7%
不发达省份	安徽	广州市敦和社区老旧小区微改造项目	2.4%
	吉林	安庆市老工业区石化片区老旧小区改造工程	1.5%
		汪清县老旧小区改造工程	1.4%
	内蒙	通榆县老旧小区住宅小区改造工程	3.3%
		海拉尔区老旧小区环境综合整治工程项目	0.8%
		扎赉特旗老旧小区改造工程	2.4%

数据来源：中国政府采购网、中国招标投标公共服务平台、广发证券发展研究中心

风险提示

旧改政策推进速度及力度不及预期，上市公司订单承接量不及预期。

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。