

城市更新——城市进化必由之路、湾区房企必争之地

2021年02月03日

看好/维持

房地产

行业报告

分析师	林瑾璐 电话：010-66554046 邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
研究助理	陈刚 电话：010-66554028 邮箱：chen_gang@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119080008
研究助理	曹钧鹏 电话：010-66554065 邮箱：caojp@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070038

投资摘要：

城市更新的核心是产业结构的升级与城市的发展进化，主要分为全面重建，部分改造与综合整治三种类型。

城市更新何以成为城市进化必由之路：1) 城市化即将步入缓慢发展阶段，增量扩张模式渐行渐远；2) 城市更新助力产业结构升级，引领城市发展进化；3) 城市建设用地供应紧张，通过城市更新盘活存量土地成为必由之路；4) 大城市住房供应紧张且存量住房品质不高，通过城市更新改善住房供给成为大势所趋；5) 政策不断深入与推进，城市更新有望迎来加速发展。

城市更新何以成为湾区房企必争之地：1) 湾区城市更新政策推进最快、发展空间大。广东省作为全国存量节约集约用地的示范省，十多年来在城市更新领域已经形成了完善的政策框架，积累了丰富的实践经验。2) 大湾区的“三旧改造”大量采用拆除重建的方式，为珠三角日趋紧张的土地供应拓展了空间。城市更新自然就成为了湾区房企补充土储的重要手段；3) 相比竞争激烈的招拍挂拿地方式，城市更新（“三旧改造”）能以更低的地价获取土地储备，保证更高的利润率。

房企如何参与湾区城市更新：部分改造与全面重建类更新项目，是房企参与湾区城市更新的主要模式。最为典型的就是“旧厂房”的“工改工”和“工改商”以及“旧村庄”和“旧城镇”的全面改造。“旧厂房”改造业主结构相对简单，改造周期较短。“旧村庄”和“旧城镇”改造周期长且不确定性高，但利润空间更大。

从城市更新项目的储备规模来看，佳兆业集团是当之无愧的领头羊。截至2020年上半年，佳兆业集团旧改项目总储备达到了167个，占地面积超过4200万平方米，大湾区旧改占地面积达99%。近年来旧改项目每年为佳兆业贡献约1/3的合约销售及结转收入，且占比有逐年提升的趋势。除了佳兆业集团，湾区城市更新对于龙光集团、时代中国控股、中国奥园和合景泰富也颇为重要，四家公司城市更新的储备建面与表内土储之比都超过了50%。

从城市更新项目的转化情况来看，各家房企的项目推进力度都有显著加强。政策上的鼓励显著加快了湾区城市更新项目的推进速度。佳兆业集团、龙光集团、富力地产、中国奥园四家披露了未来城市更新项目转化计划的房企，在3年内都有超过千亿可售货值的转化计划，项目的推进力度都有明显加大。

目 录

1. 城市更新是城市结构、功能体系及产业结构的升级	4
2. 城市要继续发展进化，城市更新是必由之路	5
2.1 城市化即将步入缓慢发展阶段，增量扩张模式渐行渐远	5
2.2 城市更新助力产业结构升级，引领城市发展进化	5
2.3 城市建设用地供应紧张，通过城市更新盘活存量土地成为必由之路	7
2.4 大城市住房供应紧缺且存量住房品质不高，通过城市更新改善住房供给成为大势所趋	8
2.5 政策不断深入与推进，城市更新有望迎来加速发展	10
3. 城市更新是湾区房企的必争之地	12
3.1 房企为何要参与湾区城市更新	12
3.1.1 湾区城市更新政策推进最快、发展空间大	12
3.1.2 城市更新是湾区房企补充土储的重要手段	13
3.1.3 湾区城市更新项目盈利空间大	14
3.2 房企如何参与湾区城市更新	15
3.2.1 部分改造与全面重建——主要模式，方兴未艾	15
3.2.2 综合整治——非主要模式，尚待探索	16
3.3 部分房企参与城市更新的概况	16
3.3.1 佳兆业集团城市更新业务储备规模遥遥领先	16
3.3.2 房企正加大城市更新转化的规模，加快推进速度	17
4. 风险提示	18

插图目录

图 1： 全球主要发达国家城市化率（%）	5
图 2： 三大城市群常住人口城镇化率（%）	5
图 3： 部分重点城市 2019 年第三产业占比	7
图 4： 适龄劳动人口减少情况	7
图 5： 国有建设用地供应面积（平方千米）	7
图 6： 一线城市国有建设用地供应面积（平方千米）	8
图 7： 一线城市常住人口（万人）	8
图 8： 一线城市新房成交面积（万平）	9
图 9： 一线城市二手房成交面积与新房成交面积之比	9
图 10： 深圳市商品住房用地计划供应结构（万平）	9
图 11： 保障性住房和人才住房用地计划供应结构（万平）	9
图 12： 佳兆业集团 2020H1 土储内旧改项目地价（元/平方米）	14
图 13： 佳兆业集团 2020H1 主要在售旧改项目均价（元/平方米）	14

表格目录

表 1：棚户区改造、老旧小区改造和“三旧”改造的区别	4
表 2：城市更新的三种类型	5
表 3：深圳市 2016-2020 各类住房新增安排筹建结构表	10
表 4：中央关于老旧小区改造/城市更新的相关政策	10
表 5：“三旧”改造任务分配情况表（2019-2021 年）	13
表 6：中国奥园部分城市更新成功案例盈利能力	15
表 7：参与城市更新较多的部分房企旧改业务情况对比	17
表 8：部分房企 2019 年以来披露的旧改项目转化情况和未来计划	18

1. 城市更新是城市结构、功能体系及产业结构的升级

城市更新是一种将城市中已经不适应现代化城市社会生活的地区作必要的、有计划的改建活动。城市更新不是简单的拆建，其核心是产业结构的升级与城市的发展进化。狭义上，可以将我国的城市更新称为“三旧”（旧城、旧村、旧厂）改造。但就广义而言，城市更新的内涵其实已经扩展到城市结构、功能体系及产业结构的更新和升级等多方面的内容，我国的棚户区改造、老旧小区改造和“三旧”改造等广义上都属于城市更新的范畴。

表1：棚户区改造、老旧小区改造和“三旧”改造的区别

	棚户区改造	老旧小区改造	“三旧”改造
改造目的	解决一大批困难家庭住房与社会发展不适应等问题	加强城市基础设施建设，解决老旧小区管线林立、外立面老旧、电梯缺乏、配套不完善等问题。	广东省特有的改造模式，最初是为了推进节约集约用地
改造范围	棚户区改造（城市棚户区、国有工矿棚户区、华侨农场危房改造、国有林区棚户区改造等）	城市、镇（城关镇）建成于2000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（已纳入棚改计划的和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）	旧城、旧村、旧厂改造
改造方式	原地改造/原地拆除异地置换/拆除后货币化补贴	原地改造	原地改造
运作模式	行政主导、市场运作（保本微利原则）/政府实施，企业配合	按“谁受益、谁出资”的原则，业主主体、社区主导、政府引领、各方支持	政府引导、市场运作、公众参与
补偿标准	由政府制定并公示，不具有可协商性。（深圳：套内建筑面积1:1或建筑面积不超过1:1.2的比例执行，允许增购不超过10m ² 的建筑面积）	不涉及拆迁安置	补偿标准由项目实施主体与业主协商，并签订搬迁安置补偿协议予以约定
强制性	可通过行政征收、行政处罚程序等强制执行	不强制	遵循自愿原则
配建要求	除满足拆迁安置需要外，其余住房均配建人才住房和保障性住房	不涉及拆迁安置与配建	按规定比例配建，无全部配建保障房要求，可建商品房

资料来源：《广东省人民政府关于加快棚户区改造工作的实施意见》、《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》、《广州市关于加快推进“三旧”改造工作的意见》、《深圳市房屋征收与补偿实施办法（试行）》、东兴证券研究所

任何的城市更新措施都会与特定的城市空间规划、经济发展现状、社区组织等相关联，不同的城市更新项目会存在较大的差异，国内各个城市对于城市更新类型的划分也有一定的区别。虽然各城市的分类有所不同，但实质是类似的，根据改造程度的不同，归纳起来可以分为全面重建，部分改造与综合整治三种类型。

表2：城市更新的三种类型

	全面重建	部分改造	综合整治
改造程度	根据新的城市规划需求，将原址上的建筑物整体拆除后重新建设，以满足城市发展的需要	对部分建筑予以更新改造，改变或者部分改变建筑物的使用功能，主要运用于产业升级地块	不改变建筑物主体结构和使用功能，通过外立面修饰、内部装修、基础设施完善等方式来完成更新
产权、土地权属是否变化	土地所有权、使用权主体可能发生变化，土地用途可能发生变化	土地使用权主体不改变，土地用途可能发生变化。	不改变产权归属

资料来源：东兴证券研究所

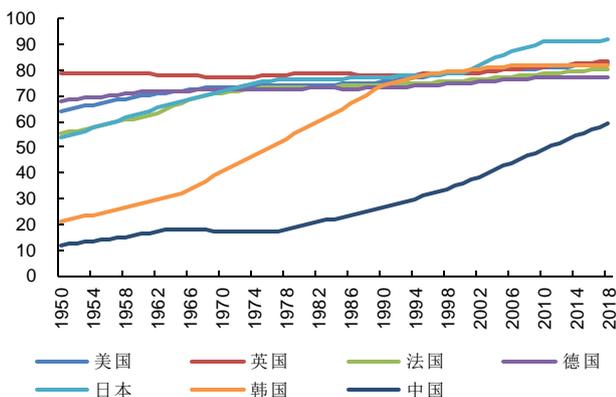
2. 城市要继续发展进化，城市更新是必由之路

2.1 城市化即将步入缓慢发展阶段，增量扩张模式渐行渐远

从海外经验和国内规划来看，我国的城市化已经进入了快速发展的尾部阶段。从国际经验来看，城市化率的提升一般分为三个阶段：城市化率在 30% 以下时处于缓慢成长阶段，城市化率在 20%-70% 之间处于快速发展阶段，城市化率超过 70% 后进入成熟期的缓慢发展阶段。2019 年末，我国的常住人口城镇化率达到了 60.6%。根据国务院印发的《国家人口发展规划(2016-2030 年)》，预计到 2030 年我国常住人口城镇化率将达到 70%，预计 2020-2030 年每年城镇化率的提升大约在 0.85% 的水平，显著低于过去十年年均约 1.27% 的提升速度。

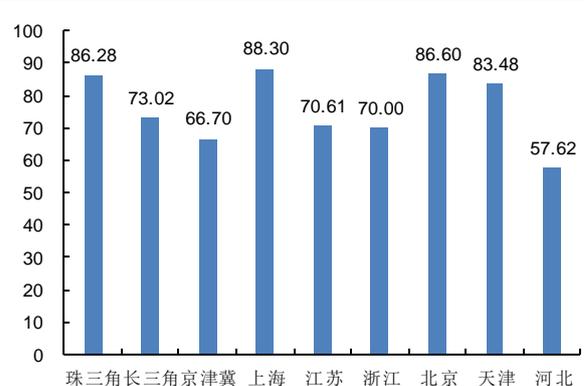
三大都市圈的城市化进程都已经进入了缓慢发展阶段，城镇化对城市建设增量的推动效果将大幅降低。尽管从全国来看，城镇化率刚刚达到 60%，但发达地区的城镇化率已经达到 70%-80% 甚至超过了 80%。根据广东省统计局的数据，珠三角的城镇化率已经达到了 86.28%，城镇化已经进入成熟阶段。而在长三角和京津冀区域，城市化率也普遍超过了 70%。通过城市更新的手段来完善城市功能，优化产业结构，改善人居环境，推进土地、能源、资源的节约集约利用，从而促进城市健康可持续发展已经成为未来城市进一步发展的必要抓手。

图1：全球主要发达国家城市化率 (%)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：三大城市群常住人口城镇化率 (%)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2 城市更新助力产业结构升级，引领城市发展进化

从国际经验来看，产业的变迁往往伴随着城市的兴衰。以城市更新为引领，推动以工业为主的第二产业向现代服务业为主的第三产业升级，是城市持续进化发展的关键。

底特律就是城市进化发展失败的典型案例。作为美国传统的工业城市之一，底特律曾被誉为“汽车之都”，一度是美国第四大城市。但由于美国汽车工业的衰败，底特律的发展在20世纪70年代后遇到了巨大的瓶颈，人口持续流出，城市财政收入不断减少。由于长期依赖汽车工业，也没有找到可替代的产业模式，底特律从辉煌走向没落，终于在2013年宣布破产，成为了美国第一个破产的大都市。

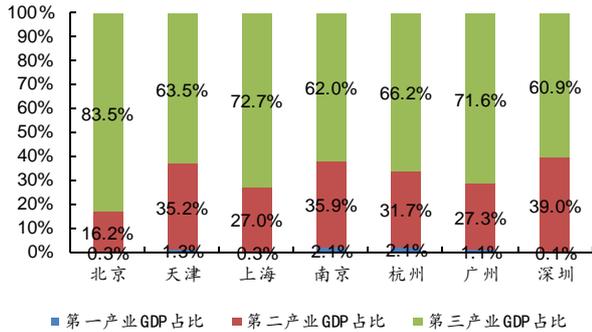
匹兹堡则是城市进化发展的正面案例。匹兹堡在19世纪80年代发展成为美国最大的钢铁基地，其钢铁产值占美国当时钢铁产值的近2/3。但是，由于地区经济过于依赖钢铁工业，造成了环境污染严重、产业集中度高、就业渠道单一等问题。于是，从20世纪50年代，匹兹堡政府开始从环境入手推行城市转型的复兴规划。到20世纪70年代，政府开始制定和实施地区经济多元化战略，鼓励发展电子计算机、生物工程和通讯技术等新兴产业。此战略到80年代末取得了明显成效，在匹兹堡大学和卡内基梅隆大学的带动下，匹兹堡形成了以高技术产业为主导的多元化产业结构。90年代以来，匹兹堡通过加强城市基础设施，改善投资环境，引来大量国外投资。进入21世纪，匹兹堡已经转型为以生物技术、计算机技术、机器人制造、医疗健康、金融、教育而闻名的繁荣的工商业城市，成为美国城市经济成功转型的典范。

当前，重点大城市服务型经济的特征已经十分明显。根据国家统计局公布的数据，我国第三产业占GDP的比重已经从2000年的39.8%提升到了2019年的53.9%，产业结构已经由工业主导逐步转变为第三产业占主导。一线城市中北京第三产业的占比已经突破80%，上海和广州的第三产业占比也已经突破70%。三大城市群的重点城市中，第三产业的占比也普遍超过了60%。

在产业结构由工业向现代服务业转型的背景下，城市更新将迎来新的发展动力。从国内城市的发展来看，还普遍存在用地粗放低效，大量的工业用地闲置，建设用地单位产出较低的问题，通过城市更新助力产业升级，提升土地使用效率是城市进化的必然。以上海为例，作为曾经的工业基地，工业对上海的发展做出过不可磨灭的贡献。但随着上海的产业结构向现代服务业转型，存量工业用地过多，布局分散，土地产出较低，使用粗放等问题日益凸显。根据《上海市城市总体规划（1999年-2020年）实施评估报告》的披露，截至2012年底，上海市工业用地规模约880平方公里，占全市建设用地总面积的29%，是国际代表性城市的3-10倍；规划工业区块外存在大量工业用地（约占总量的50%以上），且主要分布在郊区村镇。同样作为一线城市的广州，也存在着土地利用低效，与城市进一步发展目标难以匹配的问题。《广州市土地利用第十三个五年规划（2016—2020年）》指出，2015年广州市单位建设用地产出为10.13亿元/平方公里，低于深圳（单位建设用地产出为16.5亿元/平方公里），更不及国际性大都市香港（58.9亿元/平方公里）、新加坡（45.21亿元/平方公里）等的用地效益水平，广州市的土地利用效率有待提高。广州市农村居民点用地的集约水平不高，村镇工业用地的投资强度和土地产出水平较低，城乡土地利用效率的差异也限制着全市整体土地利用效率的提高。通过城市更新来改造存量的工商业用地，提升土地产出，顺应城市现代服务业发展的需要，将成为上海、广州等大城市发展进化的必由之路。

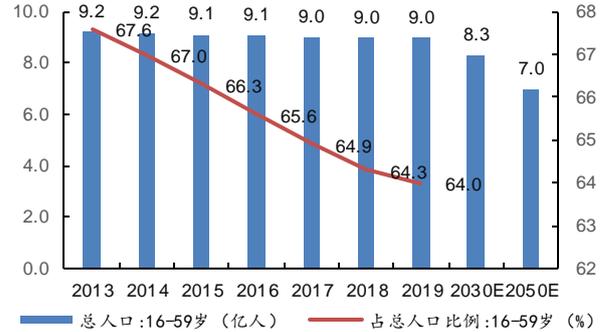
此外，人口红利的加速消散也将进一步推动产业升级与城市更新的进程。根据国家统计局的数据，2014-2019年我国适龄劳动人口年均减少388万人，根据人力资源和社会保障部的相关预测，我国2019-2030年适龄劳动人口年均减少将达到603万人，2030-2050年适龄劳动人口年均减少数进一步增加到650万人。人口红利的加速消散不仅将直接导致用人成本的进一步提升，也将推动劳动密集型企业的加速撤离。在我国很多沿海城市，不少劳动密集型的制造业企业近年来已经将工厂撤离中国，这也使得城市产业升级的需求愈发的迫切。旧的经济模式逐渐难以适应如今中国大城市进一步发展的需求，借助城市更新来推动产业升级，激发经济潜能，寻找城市新的发展动能进而促进城市的可持续发展已经成为当务之急。

图3：部分重点城市 2019 年第三产业占比



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图4：适龄劳动人口减少情况



资料来源：Wind, 人社部, 东兴证券研究所

2.3 城市建设用地供应紧张，通过城市更新盘活存量土地成为必由之路

在我国“控制大城市规模、区域均衡发展”的土地供应思路之下，大城市建设用地日趋紧张，通过城市更新盘活存量用地已经成为现实之选。2013年，中央城镇化工作会议明确提出“严控增量，盘活存量，优化结构，提升效率，切实提高城镇建设用地集约化程度”，“城镇建设用地特别是优化开发的三大城市群地区，要以盘活存量为主，不能再无节制扩大建设用地”等政策方针。之后，全国国有建设用地供应面积呈逐年下降趋势，特别是房地产用地供应面积下降更为显著。

2015年，中央城市工作会议再次提出“要坚持集约发展，框定总量、限定容量、盘活存量、做优增量”。2017年发布的《全国国土规划纲要（2016~2030年）》提出了国土开发强度的约束性指标，到2020年我国国土开发强度不超过4.24%，到2030年不超过4.62%，截至2015年末，该数字为4.02%。如果以我国陆地国土960万平方千米作为基础进行估算，2016~2030年我国建设用地年均净增量的空间为4830平方千米，而2009-2018年我国年均国有建设用地供应面积就有5706平方千米。考虑到还有集体性质的建设用地供应，在国土开发强度作为约束性指标被框定的情况下，要维持足够的建设用地供应量，存量土地的再开发将成为必然的选择。

图5：国有建设用地供应面积（平方千米）



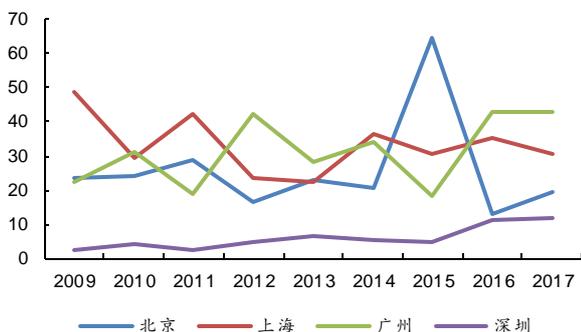
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

国家方针对地方政策产生了直接的影响，北京和上海等一线城市已经在总体规划中明确了“用地规模不增加”的方针。北京在《北京城市总体规划(2016年-2035年)》中要求“到2020年中心城区城乡建设用地由现状约910平方公里减到860平方公里左右，到2035年减到818平方公里左右。中心城区规划总建筑面积动态零增长”；上海在《上海市城市总体规划（2017-2035年）》中提到要“加大存量建设用地挖潜力度，推进土

地利用功能适度混合利用，实现规划建设用地总规模负增长”。这是当前一线城市的发展从增量模式转向存量模式的直接信号，说明盘活存量、提升土地利用效率是城市下一步发展的主方向，城市更新对城市产业进一步发展、城市形象与活力进一步提升具有重要的意义。

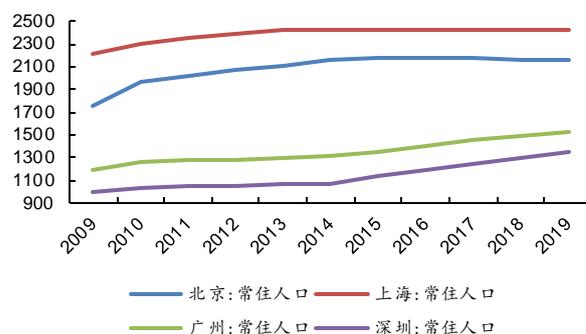
从实际的土地供应情况来看，自 2011 年以来一线城市土地供应下滑明显。特别是深圳，土地与人口的矛盾极为突出。早在 2005 年初，深圳市就提出“四个难以为继”——土地有限，难以为继；资源短缺，难以为继；人口不堪重负，难以为继；环境承载力严重透支，难以为继。2010 年实施的《深圳市城市总体规划（2010-2020 年）》，率先确定了深圳市的城市发展由增量扩张向存量挖掘转变的思路。但城市的发展已然超出了当时的规划，2009-2017 年深圳常住人口从 995 万增长到了 1253 万，增长了 258 万人，人口增量与同期的广州相仿。2019 年深圳市常住人口更是增长到了 1344 万人，远超规划中制定的 1100 万控制目标。但 2009-2017 年，深圳的年均国有建设用地供应面积仅有 6.1 平方千米，远远低同期广州的 31.3 平方千米，土地供应不足的问题十分严重。2015 年以来，深圳的人口增速在一线城市中持续领先，面对人口持续流入与土地供给紧缺的困境，通过城市更新的途径来升级城市基础设施，满足居住与工商业需求，已经成为了深圳进一步发展的必由之路。

图6：一线城市国有建设用地供应面积(平方千米)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图7：一线城市常住人口(万人)



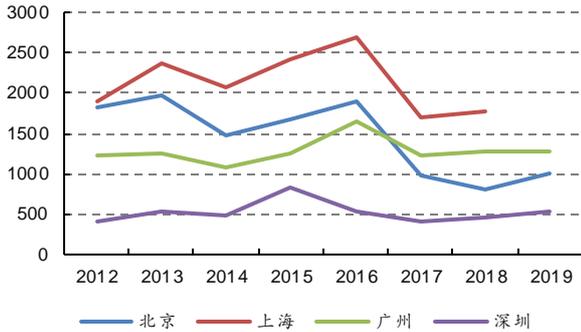
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.4 大城市住房供应紧缺且存量住房品质不高，通过城市更新改善住房供给成为大势所趋

虽然我国人均住房面积已经不低，但大城市住房供应紧缺且存量住房品质不高，存量住房的改善需求十分巨大，这有望为城市更新带来巨大的发展空间。根据统计局的数据，2019 年底我国的人均居住面积已经达到了 40 平方米，总人口 14 亿人。根据现在多数住宅 50 年的设计使用年限来估算，我国每年住宅的拆迁、改造和加固等各类住宅更新需求将达到 11.2 亿平米。实际上，由于过去经济条件有限，设计和施工标准较低，建筑材料质量较差，存在着大量老式结构的房屋。这类低标准的老式房屋，实际使用年限是难以达到现今住宅 50 年的设计使用标准的，并且其空间设计、硬件设施等也难以满足现代人的居住需求。当然，上述的空间只是一个不严谨的估算，而且拆除重建类的改造需求也仅仅只是其中的一部分。但对于大城市而言，通过城市更新改善住房供给，已经成为了真正意义上的现实需求。

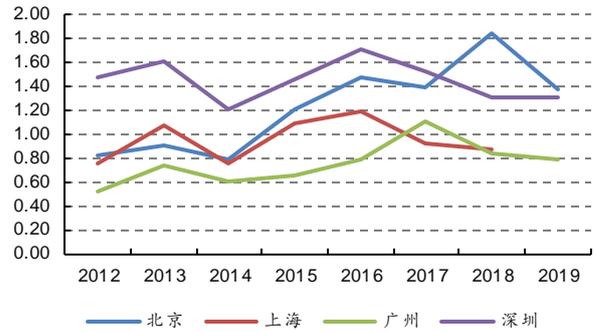
在一线城市，土地供应紧缺带来新房供应的持续紧张，住房的供需矛盾有力的推动了存量市场的发展，存量房交易已经开始占据主导。从数据上来看，自 2016 年以来，四大一线城市新房成交面积开始普遍下滑，二手房成交开始逐渐占据主导。特别是北京和深圳，二手房成交面积已经多年大幅领先于新房，存量市场特征十分明显。深圳和广州存在着大量的城中村，北京、上海有着大量的老公房，这类老旧的房屋年代久远且硬件老旧，提供的真实居住体验较差，难以支撑城市的改善性住房需求。

图8：一线城市新房成交面积（万平）



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图9：一线城市二手房成交面积与新房成交面积之比



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

住房的供需矛盾在深圳尤为突出，人口持续流入而土地供应却捉襟见肘，通过城市更新来提升住房供给已经成为深圳市的现实选择。2018 年底，深圳的建成区面积占比已经达到了 46.5%，远高于同期北京、上海和广州的 9.0%、19.5%和 17.5%，简单的新增住宅用地已经难以满足城市持续发展的需求，提高土地利用效率成为当务之急。而深圳在改革开放后的城市化进程中，保障性住房的建设没有跟上城市发展的步伐，政府长期以来对村民的土地使用又缺乏有力的监督管理，导致民间通过大量的非法自建房来满足城市的住房需求。这部分违法建筑产权不明晰，建设杂乱无章，利益关系复杂，导致了深圳大量的土地难以得到有效的开发利用。根据《深圳市住房建设规划（2016-2020）》中的数据，截至 2014 年底，深圳住房总量达 5.59 亿平方米，其中原村集体及村民自建住房、工业区配套宿舍等占比 48%，因其质量低、环境差，且存在不同程度的违法建设问题，不能在市场上流通，难以支撑深圳的改善型住房需求。尽管农民自建房的的存在曾为深圳的快速崛起作出过贡献，为初到深圳的人提供了便宜的安居之所，但也严重制约了深圳的住房供应空间，加剧了深圳商品房供给的紧张局面。面对住房供应的紧张局面，城市更新已经成为了深圳是住宅土地供应的主要来源。根据《深圳市住房建设规划（2016-2020）》，深圳的住宅用地主要来自于城市更新用地，新增供地极其有限，商品住房和保障性住房的供应都主要依靠城市更新建设实现。

图10：深圳市商品住房用地计划供应结构（万平）



资料来源：深圳市住房建设规划（2016-2020），东兴证券研究所

图11：保障性住房和人才住房用地计划供应结构（万平）



资料来源：深圳市住房建设规划（2016-2020），东兴证券研究所

表3：深圳市 2016-2020 各类住房新增安排筹建结构表

	商品住房		保障性住房和人才住房 (含公共租赁住房、安居型商品房)	
	套数 (万套)	建筑面积 (万平)	套数 (万套)	建筑面积 (万平)
新供应用地建设	2.5	225	4	240
城市更新建设	26	2340	13	650
征地返还用地建设	6.5	585	-	-
拆迁安置用地建设	-	-	4	240
多渠道筹集	-	-	19	-
总计	35	3150	40	-

资料来源：深圳市住房建设规划（2016-2020），东兴证券研究所

2.5 政策不断深入与推进，城市更新有望迎来加速发展

从棚户区改造到老旧小区改造，再到提出实施城市更新，中央层面对于城市更新的认知与推动正在不断深入。2015 年之后的棚改货币化安置，切实的改善了大量居民的居住品质，也有力的推动了房地产去库存。经过多年的努力，到 2019 年棚改已经接近尾声，棚改套数已经较 2018 年接近减半，未来棚改规模还将继续下降。2019 年以来，中央开始逐步加大力度推动老旧小区改造，老旧小区改造着眼于小区基础与配套设施的完善与提升，属于基础设施“补短板”的重要内容。2020 年 10 月，党的 19 届 5 中全会通过的《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二零三五年远景目标的建议》中，明确提出实施城市更新行动。2020 年 11 月 17 日，住建部部长王蒙徽在住建部官网发表题为《实施城市更新行动》的署名文章，文章对“实施城市更新行动”进行了全面解读，主要任务包括：完善城市空间结构；实施城市生态修复和功能完善工程；强化历史文化保护，塑造城市风貌；加强居住社区建设；推进新型城市基础设施建设；加强城镇老旧小区改造；增强城市防洪排涝能力；推进以县城为重要载体的城镇化建设。在相继推动了棚改、老旧小区改造等城市建设存量提质的政策之后，中央层面已经将城市更新提升到了远期战略规划的地位，城市更新有望成为未来城市建设的重要抓手，其内涵也得到了极大的延伸和扩展。

表4：中央关于老旧小区改造/城市更新的相关政策

发布时间	相关会议/文件	相关政策内容
2013/12/12	中央城镇化工作会议	严控增量，盘活存量，优化结构，提升效率，切实提高城镇建设用地集约化程度。城镇建设用地特别是优化开发的三大城市群地区，要以盘活存量为主，不能再无节制扩大建设用地
2014/11/24	《国土资源部关于强化管控落实最严格耕地保护制度的通知》	严格审核城市建设用地，除生活用地及公共基础设施用地外，原则上不再安排城市人口 500 万以上特大城市中心城区新增建设用地；
2015/12/22	中央城市工作会议	要坚持集约发展，框定总量、限定容量、盘活存量、做优增量。加快老旧小区改造，不断完善城市管理和公共服务，彻底改变粗放型管理方式
2016/2/2	《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》	允许存量土地使用权人在不违反法律法规、符合相关规划的前提下，按照有关规定经批准后进行再开发。在国家、改造者、土地权利人之间合理分配“三旧”（旧城镇、旧厂房、旧村庄）改造的土地收益。
2016/2/6	《中共中央国务院关于推进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	有序推进老旧小区综合整治、危房和非成套住房改造，加快配套基础设施建设，切实解决群众住房困难

2017/7/1	《住房和城乡建设部关于推进老旧小区改造试点工作的通知》	将在 15 个城市开展老旧小区改造试点。
2018/3/5	《2018 年政府工作报告》	有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套，鼓励有条件的加装电梯。
2018/12/24	全国住房和城乡建设工作会议	推进老旧小区改造工作，重点解决供水、供电、供气等问题，促进解决二次供水、停车难问题，鼓励有条件的小区加装电梯等便民设施。
2019/3/5	《2019 年政府工作报告》	老旧小区量大面广，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，健全便民生活服务设施。
2019/4/15	《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》	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	国常会	一要抓紧明确改造标准和对象范围。二要加强政府引导，尊重居民意愿。三要创新投融资机制。四要建立小区后续长效管理机制。
2019/7/1	国务院政策例行吹风会	明确三类改造内容：1、保基本的配套设施。2、提升类的基础设施。3、完善公共服务类的内容。
2019/7/30	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、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设。
2019/12/12	中央经济工作会议	要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。
2019/12/23	全国住房和城乡建设工作会议	将城镇老旧小区改造纳入保障性安居工程，试点探索融资方式、群众共建等体制机制
2020/4/14	国常会	推进城镇老旧小区改造，是改善居民居住条件、扩大内需的重要举措。今年各地计划改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户，比去年增加一倍，重点是 2000 年底前建成的住宅区。
2020/4/17	政治局会议	要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造。
2020/7/20	关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确城镇老旧小区改造任务，2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户；到 2022 年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成需改造城镇老旧小区改造任务。
2020/10/26	《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。加强城镇老旧小区改造和社区建设。

资料来源：住建部、国土资源部、中国政府网等，东兴证券研究所搜集整理

在地方层面，广州、深圳和上海三座城市都相继颁布了《城市更新（实施）办法/细则》，从制度上较为全面的规定了城市中不同类型的城市更新项目开展的具体要求。天津、杭州、武汉和南京等二线省会城市，珠海、东莞、惠州和佛山等湾区城市也开始了对城市更新的积极探索。从政策与发展情况来看，珠三角显然是城市更新发展最为领先的区域。这得益于 2008 年国土资源部（自然资源部前身）与广东省政府开展的省部合作，推进广东建设节约集约用地试点示范省。作为推进示范省建设的一项重要任务，2009 年 8 月广东省出台《关于推进“三旧”改造促进节约集约的若干意见》（粤府〔2009〕78 号），对“三旧”改造的总体要求、基本原则、改造范围、改造方式、用地手续、筹资渠道等做出了规定。广东省作为全国存量节约集约用地的示范省，提前开展了试验，对于全国其他地区的城市更新发展具有较强的借鉴意义。

一直以来，为了保证拆迁的公平公正，广东省的“三旧”改造都采取“协议搬迁”的模式，由各地制定相应的政策，当改造片区达到 90%或 100%的签约率时，才可以启动拆迁。但在实践中，各方业主都会有自己的利益诉求，很难达成意见统一。这就经常导致签约率达不到 100%，甚至达不到 90%，符合不了“三旧”改造拆迁必须达到的签约率规定，很多城市的“三旧”改造项目因此无疾而终。

2019年9月4日，广东省人民政府发布《关于深化改革加快推动“三旧”改造促进高质量发展的指导意见》（粤府〔2019〕71号），明确指出土地或地上建筑物为多个权利主体按份共有的，占份额不少于三分之二的按份共有人已签订搬迁补偿安置协议，可向政府申请裁决搬迁补偿安置协议的合理性，并要求限期搬迁。此次广东省“三旧”改造新政在签约率方面做出了较大的调整，由原来的 100%或者 90%的签约率，降低到现在的 2/3，这对于市场主体（一般是开发商）以及多数同意旧改的住户来说都是利好，广东省的城市更新有望实现加速推进。

2020年12月30日，深圳市通过了《深圳经济特区城市更新条例》，创设了“个别征收+行政诉讼”机制，旧住宅区已签订搬迁补偿协议的专有部分面积和物业权利人人数占比均不低于 95%，且经区人民政府调解未能达成一致的，区人民政府可以依照法律、行政法规及本条例相关规定对未签约部分房屋实施征收。也就是说，只要一户不同意，城市更新项目就“难产”这一难题即将在政策上得到有效的解决，深圳市的城市更新流程有望实现提速。

3. 城市更新是湾区房企的必争之地

3.1 房企为何要参与湾区城市更新

3.1.1 湾区城市更新政策推进最快、发展空间大

正如前文所述，随着城市化即将步入缓慢发展阶段，大城市愈发需要通过城市更新的手段助力产业结构升级，提升城市发展质量，城市更新的发展动力强劲、空间巨大。国内的各大城市也在城市更新方面进行了诸多探索，中央更是在十四五规划中明确提出要实施城市更新行动。城市更新是各个大城市发展到一定阶段的必然需求，也逐渐得到了政策层面的重视与推动，未来发展有望实现加速。

虽然城市更新的空间巨大，但不同城市的发展程度不同，规划定位不用，各地对于城市更新的顶层设计和实施细则都有较大区别。土地政策、审批流程、主管机构、实施方式都不一样，地方政府与地方百姓的诉求也有较大区别，因此各地城市更新的发展进度有很大的差异。政策的推进情况直接影响到各地城市更新的发展速度与规模，所以全盘对城市更新的潜在规模进行估算的现实意义不大。但对大湾区这类城市更新推进较快的区域，我们可以从政策的规划中直观的看到当地城市更新的实施情况。土地供应紧张与人口持续聚集带来的城市承载力超负荷运行，使得城市更新成为大湾区各城市可持续发展的重要抓手。

在城市更新政策推进方面，广东省早就已经走在了全国的前列。2009年8月广东省出台《关于推进“三旧”改造促进节约集约的若干意见》后，广东省轰轰烈烈的“三旧改造”拉开序幕，十多年来在城市更新领域已经形成了完善的政策框架，积累了丰富的实践经验。根据《2019广东省“三旧”改造和城市更新发展报告（白皮书）》披露的数据，截至2019年，广东省累计实施改造面积82.3万亩，累计节约土地20.4万亩，节地率达42.4%；其中2019年实施改造10.2万亩，完成改造7万多亩，创历史新高；2008年以来，广东省累计投入改造资金1.66万亿元，约占同期固定资产投资的5%；其中社会投资1.43万亿元，约占改造总投资额的86%，民间资本已成为“三旧”改造的主力军。

进入 2019 后，广东省出台《关于深化改革加快推动“三旧”改造促进高质量发展的指导意见》，加速推动城市更新的意图明显。2019 年 9 月发布的《广东省深入推进“三旧”改造三年行动方案（2019—2021 年）》中提到，至 2021 年，全省新增实施“三旧”改造面积 23 万亩（15333 万平）以上，完成改造面积 15 万亩（10000 万平）以上，投入改造资金 5000 亿元以上（社会投资约占 85%，市县级财政投入约占 15%），其中珠三角城市新增实施改造面积占比在 80% 以上，珠三角城市更新的发展空间巨大。

表5：“三旧”改造任务分配情况表（2019-2021 年）

地市	2019-2021 年“三旧”改造任务面积(亩)		2019-2021 年完成“工改工”
	新增实施改造任务面积	完成改造任务面积	改造任务面积(亩)
广州	54000	35000	2500
深圳	27000	14000	1500
珠海	9000	6000	300
汕头	3000	2100	500
佛山	40000	25000	8000
韶关	4800	3100	200
河源	2100	1500	200
梅州	2700	2100	200
惠州	9500	6000	2000
汕尾	2100	1500	200
东莞	21000	18000	8500
中山	9600	6000	1500
江门	9500	6000	600
阳江	3000	2400	500
湛江	7000	4700	600
茂名	5100	3900	800
肇庆	8000	4500	500
清远	4500	3000	200
潮州	3000	2000	800
揭阳	3000	2000	200
云浮	2100	1200	200
珠三角城市	187600	120500	25400
全省总计	230000	150000	30000

资料来源：《广东省深入推进“三旧”改造三年行动方案（2019—2021 年）》，东兴证券研究所搜集整理

3.1.2 城市更新是湾区房企补充土储的重要手段

与中央层面鼓励推行的“老旧小区改造”这种综合整治为主的更新方式不同，大湾区的“三旧改造”大量采用拆除重建的城市更新方式。通过拆除重建类城市更新实现土地供给，即解决了大量城中村居住环境差、配套不完善的问题，也为珠三角日趋紧张的土地供应拓展了空间。

广州市每年可以通过城市更新完成超过千亿的固定资产投资，并且可以供应大量的新增建设用地。根据《广州市 2017-2019 年城市更新土地保障计划》，城市更新项目 2017-2019 年计划保障供地 9.26 平方公里，其

中：商住用地约 4.05 平方公里（其中住宅建筑面积 1039.37 万平方米），市政基础配套设施用地 0.66 平方公里，复建安置用地 3.88 平方公里，村级工业园、工业用地 0.67 平方公里。根据广州市住建局的数据，2020 年广州市全市“三旧”改造新增实施面积 18773 亩、完成改造面积 17712 亩，完成固定资产投资 1006 亿元、同比增长 44.75%。

在土地资源更加紧张深圳，城市更新已经成为了土地供应的主要手段。根据《深圳市住房建设规划（2016-2020）》，深圳的商品住宅用地超过 70% 来自城市更新，新增供地极其有限。而根据《深圳市城市更新“十三五”规划（2016-2020）》，规划期内争取全市完成各类更新用地规模 30 平方公里，其中拆除重建类更新用地供应规模为 12.5 平方公里，依此供给的建筑总面积约为 4600 万平方米；非拆除重建类（综合整治、功能改变等）更新用地规模为 17.5 平方公里。

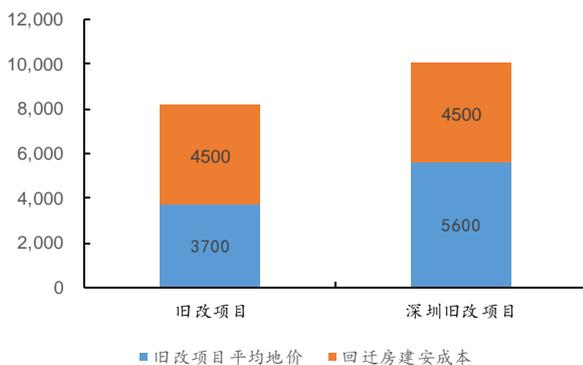
房企介入湾区城市更新，可以在传统手段之外拓展拿地手段，有效补充优质的土地储备。房企目前要获取土地，传统而言主要通过招拍挂和兼并收购两种手段。招拍挂目前依然是房企最主要的拿地方式，但这条路已经越来越难走，特别是在热点城市土地供应紧缺以及价格高企的背景下，招拍挂获取项目的利润空间越来越窄，公开市场拿地的成功率和性价比越来越低。房企为了维持规模，依然需要大量参与招拍挂拿地，但招拍挂拿地的利润微薄。房企迫切需要大力拓展多元化的拿地方式，降低土地成本，保障盈利能力。在“三道红线”的限制之下，房企加杠杆的能力又受到了极大的限制，而湾区城市更新中的“旧村”项目具有以小博大的特点，通过与村集体组织签订改造合作协议，能以较小的资金提前锁定旧改资格，获得大面积的旧改项目储备。

3.1.3 湾区城市更新项目盈利空间大

相比竞争激烈的招拍挂拿地方式，城市更新（“三旧改造”）能以更低的地价获取土地储备，保证更高的利润率，在传统招拍挂手段盈利能力稀薄的现在，愈发受到房企的青睐。

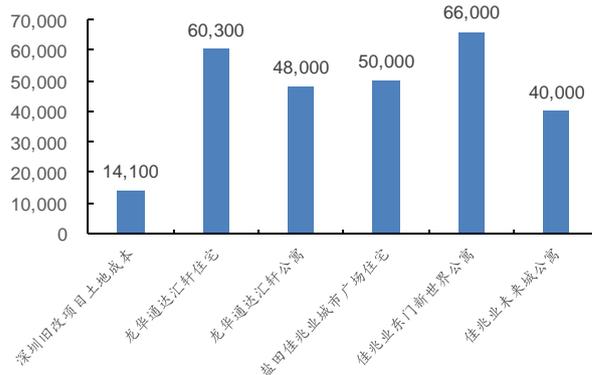
以深耕深圳市城市更新的佳兆业集团为例，根据佳兆业集团 2020 年中期业绩披露的数据，公司土储内旧改项目地价仅为 9600 元/平方米，土储内深圳的旧改项目地价也仅为 14100 元/平方米。同期深圳的住宅销售均价超过了 50000 元/平方米，住宅用地公开出让的单价也普遍超过了 40000 元/平方米。佳兆业集团于深圳在售的旧改项目均价普遍位于 40000-70000 元/平方米的区间，旧改项目利润空间巨大，是公司重要的盈利来源。

图 12: 佳兆业集团 2020H1 土储内旧改项目地价（元/平方米）



资料来源：佳兆业集团 2020 年中期业绩推介材料，东兴证券研究所

图 13: 佳兆业集团 2020H1 主要在售旧改项目均价（元/平方米）



资料来源：佳兆业集团 2020 年中期业绩推介材料，东兴证券研究所

再从中国奥园披露的广州和珠海的城市更新成功案例来看，城市更新项目的毛利率水平超过了 30%，净利率水平超过了 15%，盈利能力显著高于市场上依靠传统招拍挂获取的项目

表6：中国奥园部分城市更新成功案例盈利能力

	珠海奥园广场（旧厂改造）	广州萝岗奥园广场（旧厂+旧村改造）	广州奥园国际中心（旧村改造）
总建筑面积（万平方米）	27.1	33.4	24.8
楼面地价（元/平方米）	2,732	4,858	6,698
销售均价（元/平方米）	20,100	16,500	19,100
合同销售额（亿元）	43.8	46.0	22.6
毛利润率	38%	30%	41%
净利润率	18%	17%	15%

资料来源：中国奥园 2020 年中期业绩公布材料，东兴证券研究所

3.2 房企如何参与湾区城市更新

各城市发展阶段不一，发展规划定位不一，对于城市更新的需求也就有了很大的区别。而对于房企而言，不同的城市更新需求，可以参与的空间和力度都有较大的区别。就湾区的城市更新而言，部分改造与全面重建是房企参与的主要领域，而综合整治类更新项目对于房企而言还需继续探索。

3.2.1 部分改造与全面重建——主要模式，方兴未艾

部分改造与全面重建类更新项目，是房企参与城市更新的主要模式。部分改造主要运用于产业升级地块，在这一过程中土地使用权主体不改变，土地用途可能发生变化。全面重建是成片区的将原址上的建筑物整体拆除后重新建设。在这一过程中，土地所有权、使用权主体可能发生变更，土地用途可能发生变化，而拆除后的土地多以协议出让和招拍挂方式出让。对于部分改造与全面重建，房企可以参与到设计、开发与运营等流程中，特别是在全面重建类项目中，房企需要更为深度的参与整个业务链条。

以深圳的城市更新流程为例，对房企而言大体可以分为四个阶段：立项（列入城市更新单元计划）、专规（完成城市更新单元规划）、确定实施主体（制定更新单元实施方案、确定单一实施主体）、土地获取（建筑物拆迁并取得建设用地规划许可证）。一般来说，房企介入一个深圳的旧改项目，完成这四个步骤一般需要 6 年左右。

具体到湾区的拆建类更新项目类型，最为典型的的就是“旧厂房”的“工改工”和“工改商”以及“旧村庄”和“旧城镇”的全面改造。

“旧厂房”改造业主结构相对简单，房企只需要与业主做好协商并执行相关政策即可，改造周期较短。其中，“工改工”项目周期短，但往往难以进行销售，房企往往需要从原来简单的销售转型为大量的持有运营资产，对房企的产业统筹能力和资金实力都有较强的要求。“工改商”项目盈利能力强，无论是销售还是持有都可以获得可观的利润，是“旧厂房”改造中房企关注的重点，但由于涉及土地用途的改变，房企与政府在规划审批环节会有一定的博弈时间，项目周期会比“工改工”稍长。从过往的经验来看，“工改商”项目的孵化周期一般在 2 年左右。以中国奥园的珠海奥园广场项目（旧厂改造）为例，2014 年 12 月该项目申报了更新改造方案，2015 年 10 月就推出了预售，2017 年 9 月开始交付，项目周期 2-3 年。

“旧村庄”和“旧城镇”改造周期长且不确定性高，主要是由于拆迁的权利人数量多，产权复杂，谈判周期过长，而且房企需要与政府就规划问题进行反复的沟通。从过往的经验来看，“旧村”和“旧城”的全面改造往往需要 5-7 年甚至是更长的时间。以中国奥园的广州奥园国际中心项目（旧村改造）为例，2011 年 12 月公司与政府平台公司签约，2016 年 3 月推出预售，2017 年 12 月开始交付；从签约到项目开盘耗时近 4 年半，项目周期超过 6 年。深圳“十二五”期间五大标志性城市更新项目“深圳南山区大冲村旧城改造项目”则耗时更长，2007 年 3 月华润集团与大冲实业股份有限公司签订大冲旧村改造合作意向书，2012-2015 年完成回迁住宅、回迁公建及社会保障房建设，2013-2022 年进行华润持有物业建设。从签订意向合作书到项目首期开盘耗时 7 年，项目持续周期更将长达 15 年。

3.2.2 综合整治——非主要模式，尚待探索

综合整治类更新对于房企而言，并非主要模式。综合整治类项目的土地使用主体不改变，基本不涉及房屋拆建，多属于基础设施提升类的改造，改造力度最弱，主要由政府制定方案并组织实施。综合整治模式下，企业参与城市更新的获利空间不大，主要通过购买政府服务方案获得相应的业务，房企参与的机会相对较少。

房企参与湾区综合整治较为典型的案例当属万科的“万村计划”。万科于 2017 年 7 月成立“深圳市万村发展有限公司”启动“万村计划”，专门从事城中村综合整治及租赁运营业务，升级城中村公共设施配套，提供规范化的租赁服务。最主要业务是“统租”农民房，即深圳万科以略高于市场价租金从农民房业主手中将房屋租下，然后经过改造之后移交给万科长租公寓品牌“泊寓”进行运营，另外还包括房屋底商、办公空间的改造与运营。

但城中村的改造涉及的利益关系错综复杂，投入成本高，回报周期长，导致这个业务的推进困难重重。政府和资本推动的城中村综合整治，客观上改善了城中村的住房条件，但也导致城中村租客短时间内集体搬迁，推高了农民房租金水平，这导致了万科的“万村计划”在网络舆论中受到指责。而租金的上涨也导致城中村业主对于租金预期进一步提高，这也抬升了万科的收房成本，项目的盈利前景不甚明朗。种种不利因素导致了“万村计划”在 2019 年戛然而止。事实证明，房企经由城中村的综合整治介入长租公寓运营，是需要花时间经营，高投入慢回报的业务，与房企普遍的短平快、快周转的模式完全不一样。在当下的政策与市场环境之下，房企参与综合整治类更新的商业模式不是很明确，盈利前景依然较为黯淡。如何通过综合整治类业务拓展长租业务等新的发展模式，房企还需进一步探索。

3.3 部分房企参与城市更新的概况

3.3.1 佳兆业集团城市更新业务储备规模遥遥领先

尽管有很多房企已经涉及了城市更新业务，但各家房企的介入时间、开发经验、布局城市、业务规模等都存在较大的差异。我们选取了参与湾区城市更新较多的部分房企进行对比，根据各家年报与业绩披露材料整理了城市更新业务的参与情况。整体而言，各家对于城市更新业务的披露深度与口径会有一定区别，城市更新业务规模对于各家的重要性也有较大区别。

从城市更新项目的储备规模来看，佳兆业集团是当之无愧的领头羊。截至 2020 年上半年，佳兆业集团约有 2680 万平方米的土地储备，其中约 560 万平方米旧改土储，占比约 21%；货值合计约 5803 亿元，其中旧改土储货值约 2400 亿元，占总货值约 41%。此外，公司于 2020 年上半年新增 20 个旧改项目储备，旧改项目总储备达到了 167 个，占地面积超过 4200 万平方米，大湾区旧改占地面积达 99%，其中深圳占 27%，广州占 36%，中山占 20%。公司拥有近 890 人的专业旧改团队，平均从业经验超过五年。近年来旧改项目每年

为佳兆业贡献约 1/3 的合约销售及结转收入，且占比有逐年提升的趋势，城市更新业务对于佳兆业集团的重要性显而易见。

除了佳兆业集团，从披露的数据来看，湾区城市更新对于龙光集团、时代中国控股、中国奥园和合景泰富也颇为重要，四家公司城市更新的储备建面与表内土储之比都超过了 50%。

表7：参与城市更新较多的部分房企旧改业务情况对比

房企名称	表内总土储（建筑面积/万平）	表内总货值（亿元）	城市更新储备项目数	城市更新储备面积（万平）	城市更新储备货值（亿元）	大湾区城市更新储备占比
佳兆业集团	2680	5803	167	4237（占地面积）	26180	99%（土地面积）
龙光集团	3920	4791	87	2481（建筑面积）	4549	94%（货值占比）
中国恒大	24000	-	104	-	-	64%（数量占比）
时代中国控股	2180	-	150	5200（建筑面积）	-	-
富力地产	7039（权益建面）	-	80	>4000（建筑面积，截至 2019 年底）	-	54%（数量占比）
中国奥园	4874	5015	50	3058（建筑面积）、1759（可售面积）	6587	95%（货值占比）
合景泰富	2475	5100	32	>1300（可售面积，截至 2019 年底）	-	100%
华润置地	7109	-	19	1630（可售面积）、800（权益可售）	2730（权益货值）	94%（可售面积）

资料来源：各家公司公告，Wind，东兴证券研究所，除特别注明外，数据截至 2020H1

3.3.2 房企正加大城市更新转化的规模，加快推进速度

前文已经说过，城市更新项目的孵化时间会有较大的区别，“旧厂房”改造周期较短，“旧村庄”和“旧城镇”改造周期长且不确定性高。所以不能单纯只看城市更新业务的储备规模，还需要看企业将储备的项目成功转化成表内土储的能力，也就是将项目转化成可售面积（货值）的进度。

各家房企对城市更新项目披露的深度有较大区别。从披露的数据来看，过去几年龙光集团、时代中国的项目转化较多。龙光集团过去 3 年累计转化建面 560 万平方米，货值超 900 亿，时代中国控股 2019 年转化成功 10 个项目，总建筑面积 368 万平方米。富力地产和佳兆业集团的转化规模也颇大，佳兆业集团自 2008 年以来平均每年转化约 100 万平方米旧改项目进土储；2019 年转化 8 个项目，可售面积 71.5 万平，货值 347 亿元；2020H1 转化 5 个项目，可售面积 70.5 万平，货值 269 亿元。富力地产 2020 年上半年转化了 3 个项目，货值达 460 亿元。龙光集团由于主要是转化的工改项目，所以货值规模相对于转化面积而言并不算大。佳兆业集团位于深圳的“旧村”项目较多，富力地产在广州有大量的城中村改造项目，所以他们的转化面积虽然看起来规模稍微逊色，但可售货值却也较为理想。

从房企披露的未来的转化计划来看，各家房企都在加大城市更新转化的规模。我们认为这主要由于前文所述的政策性因素，政策上的鼓励有望显著加速湾区城市更新项目的推进速度。佳兆业集团、龙光集团、富力地产、中国奥园四家披露了未来城市更新项目转化计划的房企，在 3 年内都有超过千亿可售货值的转化计划，项目的推进力度都有明显加大。

表8：部分房企 2019 年以来披露的旧改项目转化情况和未来计划

房企名称	城市更新储备面积 (万平/2020H1)	过往转化情况及未来转化计划
佳兆业集团	4237 (占地面积)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2019 年转化 8 个项目，可售面积 71.5 万平，货值 347 亿元； ➢ 2020H1 转化 5 个项目，可售面积 70.5 万平，货值 269 亿元； ➢ 2008 年以来，平均每年转化建面约 100 万平旧改项目进土储。 ➢ 截至 2020 年 H1，预计短期（1-2 年）可转化面积 212 万平，货值 1077 亿元； ➢ 中期（3-5 年）可转化面积 1130 万平，货值 4388 亿元；
龙光集团	2481 (建筑面积)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 过去 3 年累计转化建面 560 万平，货值超 900 亿； ➢ 计划未来 3 年可孵化货值超过 1,500 亿元。
时代中国控股	5200 (建筑面积)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2019 年转化 10 个项目，总建筑面积 368 万平。
富力地产	>4000 (建筑面积，截至 2019 年底)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2019 年转化 3 个项目，可售面积 179 万平； ➢ 2020H1 转化 3 个项目，建筑面积 129 万平，货值 460 亿元； ➢ 预计 2020H1 到 2021 年底，转化 900 万平建面进土储，增加 2000 亿的可售货值。
中国奥园	3058 (建筑面积)、 1759 (可售面积)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2020H1 转化 3 个项目，可售面积 33 万平，货值 51 亿元； ➢ 预计 2020 年转化 8 个项目，可售面积 218 万平，可售货值 634 亿元； ➢ 2021-2022 年转化可售面积 576 万平，可售货值 1687 亿元。
合景泰富	>1300 (可售面积，截至 2019 年底)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2020H1 转化 1 个项目。

资料来源：各家公司公告，Wind，东兴证券研究所

4. 风险提示

城市更新政策推进不及预期，房企项目孵化不及预期

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

研究助理简介

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019年加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

曹钧鹏

南开大学金融硕士，本科毕业于中南大学土木工程专业，2019年加入东兴证券研究所从事房地产研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526