

宏观专题

# 从超大特大城市更新出发,对未来十年投资规模和发展模式进行展望

2023年08月04日

## 【策略观点】

- ◆ 回顾过去 20 年,棚户区改造曾大幅助推了中国城市更新进程。如何平衡去库存和货币化安置,将成为未来城市更新重要考量目标。
- ◆ 中国人口拐点到达,2030 年地产需求中枢较 2020 年可能降低四成。国务院发文对于包括 7 个超大城市和 14 个特大城市加大政策支持,推动城中村改造成为保障经济增长的重要一环。
- ◆ 在情景预测,我们预计未来十年会完成超大特大城市潜在城市更新区域 30% 比重。如果我们以货币化安置比例 40%、50%、60%、70% 做敏感性分析,非货币化安置部分拉动安置房投资,货币化安置拉动商品房投资,同时配套基建和其他上下游投资来求和城市更新拉动总投资。最终能够得到四种情况预测:
- ◆ 情况一:未来十年在货币化安置比例 70% 情况下,年均拉动安置房建设投资 3577 亿,年均拉动商品房建设投资 1.39 万亿,年均拉动房地产上下游产业链投资 2.36 万亿,年均拉动城市更新投资总额 4.45 万亿,相当于每年额外拉动投资 7.7%。
- ◆ 情况二:未来十年在货币化安置比例 60% 情况下,年均拉动安置房建设投资 4760 亿,年均拉动商品房建设投资 1.19 万亿,年均拉动房地产上下游产业链投资 2.25 万亿,年均拉动城市更新投资总额 4.25 万亿,相当于每年额外拉动投资 7.4%。
- ◆ 情况三:未来十年在货币化安置比例 50% 情况下,年均拉动安置房建设投资 5961 亿,年均拉动商品房建设投资 9936 亿,年均拉动房地产上下游产业链投资 2.14 万亿,年均拉动城市更新投资总额 4.05 万亿,相当于每年额外拉动投资 7.1%。
- ◆ 情况四:未来十年在货币化安置比例 40% 情况下,年均拉动安置房建设投资 7154 亿,年均拉动商品房建设投资 7949 万亿,年均拉动房地产上下游产业链投资 2.03 万亿,年均拉动城市更新投资总额 3.85 万亿,相当于每年额外拉动投资 6.7%。
- ◆ 城市更新需要通过聚合政府与开发主体、投资主体、运营主体等。综合运用政府投资、专项债、政府与社会资本合作 (PPP)、投资人+EPC、绿色金融、项目基金 REITs 等路径进行融资,包括城市更新产业基金等新模式有利于吸引更多社会资本进入。未来城市更新有望打造以人为本,城市空间革新,产业发展积聚,交通价值有机整合的几大理念。
- ◆ 中国房地产迎来了具有里程碑事件的节点。随着中央决心在超大特大城市加大对城中村改造政策的支持,代表中国城镇化最高价值区域增量改造开始启动,未来政府资本与民间资本结合,将共同开启房地产时代新的发展篇章,对投资的全面拉动将驱动中国经济走向新的增长之路。

## 【风险提示】

- ◆ 政策支持力度不及预期风险
- ◆ 全球经济衰退风险



挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师:曲一平

证书编号:S1160522060001

联系人:陈然

电话:021-23586475

相关研究

《供需趋于均衡,去库存压力边际缓解——7月PMI数据点评》

2023.08.01

《加息终点临近,降息线索仍不清晰——美联储7月议息会议点评》

2023.07.28

《经济进入自然修复阶段——6月经济增长数据点评》

2023.07.18

《供给端去库存叠加需求端弱复苏,物价维持低位——6月物价数据点评》

2023.07.13

《结构性复苏格局延续——6月PMI数据点评》

2023.07.03

## 正文目录

1. 复盘中国城市更新进程.....	3
1.1 建国以来中国城市更新回顾.....	3
1.2 2008 年以来棚改浪潮的历史回顾.....	4
1.3 对于棚改的经验和反思.....	6
2. 本轮面向超大、特大城市城市更新势在必行.....	7
2.1 中国房地产业在人口拐点到来后总量下行是必然.....	7
2.2 总需求下降，城市更新将成为房地产核心增量.....	8
2.3 超大、特大城市未来更新增量预测.....	10
2.3.1 预测核心假设前提.....	10
2.3.2 情景一预测：未来十年完成潜在城市更新区域的 30%.....	10
2.3.3 其他四种情景预测：完成城市更新比重越大，拉动投资动能越强.....	12
3. 未来大城市更新进行的发展路径思考.....	13
3.1 上海城市更新做出了优秀的案例.....	13
3.1.1 上海过去三十年城市更新历史重要性.....	13
3.1.2 优秀案例-上海青浦蟠龙镇.....	14
3.2 未来城市更新投融资主体和市场化机制.....	15
3.2.1 城市更新参与主体.....	15
3.2.2 城市更新核心融资来源.....	16
3.2.3 城市更新中需要满足更加市场化、商业化诉求.....	17
3.3 未来城市更新核心发展方式展望.....	18

## 图表目录

图表 1：建国以来城市更新历程.....	3
图表 2：中国房地产最近 20 年大事记.....	4
图表 3：2013-15 牛市因政策催化而起，亦因政策收紧而落.....	5
图表 4：棚改的历程的思考.....	6
图表 5：人口拐点已至.....	7
图表 6：老龄化机构正在凸显.....	7
图表 7：出生人口预示着老龄化率进一步提升.....	8
图表 8：城镇化率降速.....	8
图表 9：超大特大城市更新可以通过货币化安置和安置房安置两个路径.....	8
图表 10：超大特大城市积聚了最重要经济中心.....	9
图表 11：前提假设.....	10
图表 12：对于未来十年超大特大城市更新的预测.....	11
图表 13：对于未来十年超大特大城市更新进度的其他四种预测.....	12
图表 14：上海城市更新三大阶段.....	13
图表 15：蟠龙镇城市更新项目-蟠龙天地.....	14
图表 16：蟠龙天地商业和住宅配套示意图.....	15
图表 17：城市更新不同主体参与模式.....	16
图表 18：城市更新的资金来源和资金参与方.....	17
图表 19：城市更新基金有望成为广泛推广新模式.....	18
图表 20：城市更新中满足以人为本需求.....	18
图表 21：未来城市更新有望注入更多多样化内容和空间模式.....	19
图表 22：上海、广州城市更新产业集聚案例.....	19
图表 23：城市更新对交通区位价值提升.....	20

# 1. 复盘中国城市更新进程

## 1.1 建国以来中国城市更新回顾

建国以来中国城市更新可以分为两个大的时期：

**改革开放以前：**旧城改造的重点是还清基本生活设施的欠帐，解决城市职工的住房成为突出的问题。结合工业的调整和技术改造着手工业布局 and 结构改善。当时建设用地大多仍选择在城市新区，旧城主要实行填空补实。

**改革开放之后：**伴随中国城市发生的急剧而持续的变化，城市更新日益成为我国城市建设的关键问题和人们关注热点。为了满足城市居民改善居住条件、出行条件的需求，偿还城市基础设施领域的欠债，一些城市开展了大规模的旧城改造和城市功能结构调整。

图表 1：建国以来城市更新历程



资料来源：澎湃新闻，东方财富证券研究所

**1990年代开始：**城市土地有偿使用制度在中国全面实施，以“退二进三”为标志的大范围城市更新在全国全面铺开，一大批工业企业迁出城市市区，企业工人的转岗、下岗培训与再就业成为城市更新最大的挑战。

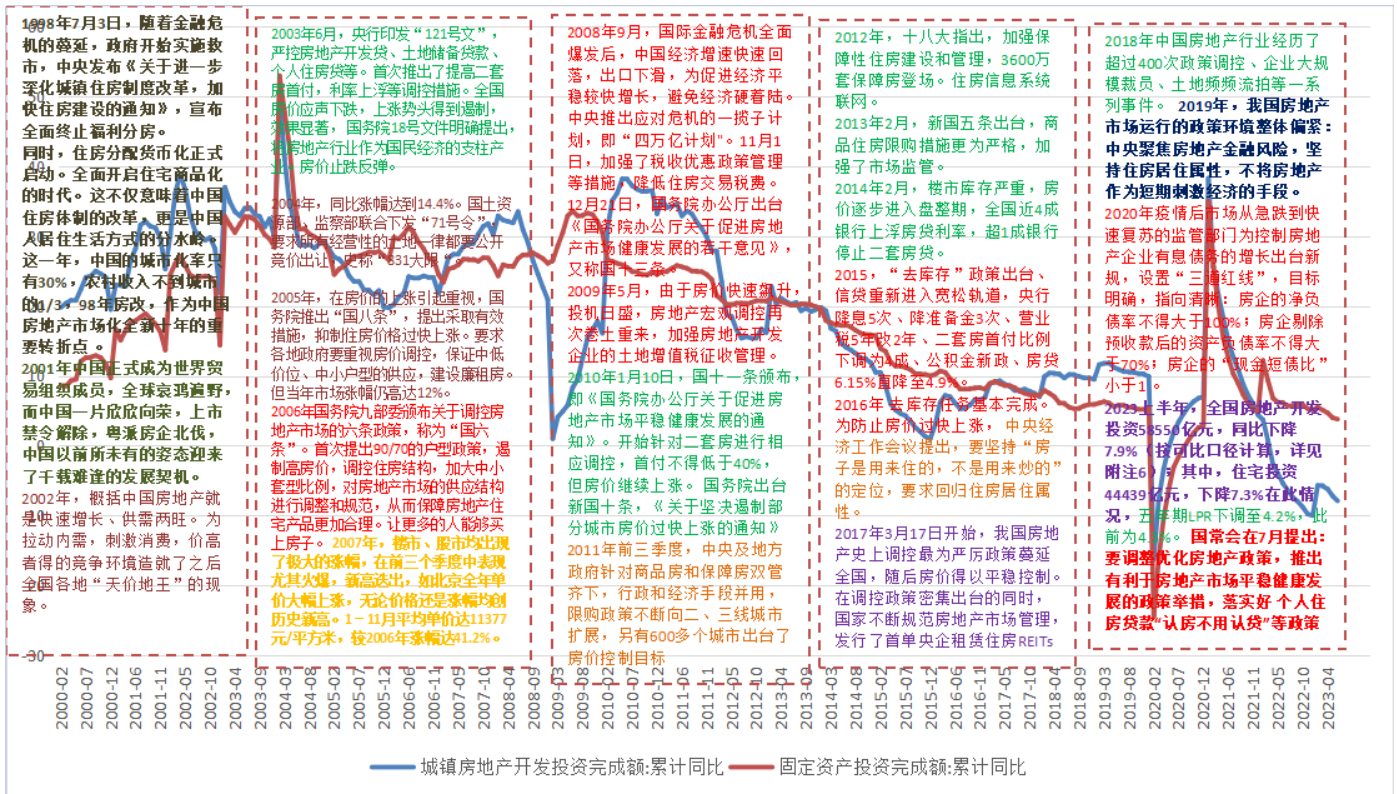
2012年以来：中国城镇化已经从高速增长转向中高速增长，进入以提升质量为主的转型发展新阶段，城市更新开始关注城市内涵发展、城市品质提升、产业转型升级以及土地集约利用等重大问题。许多城市结合各地实际情况积极开展实践探索。

## 1.2 2008 年以来棚改浪潮的历史回顾

我国自 2005 年就开始在辽宁实施棚户区改造。当时棚改资金都是地方政府出，另有一部分由社会资金承担。开始基本是实物安置，拆一套还一套的模式，成本非常高。在 2008 年国际金融危机的大背景下，全国启动棚户区改造，截至 2012 年，完成各类棚户区改造 1260 万户。此后 2013 年改造开工 350 万套，2014 年这一数据是 470 万套。2015~2018 年，全国棚改开工量一直维持在 600 万套以上，直至 2019 年的 316 万套。“十三五”这五年间，棚改目标任务为 2000 万套；从 2016 年到 2020 年 8 月，全国开工改造各类棚户区 2300 多万户，超额完成目标任务。

棚改的提速扩面，离不开 2015 年开始推动的棚改货币化政策。所谓棚改货币化安置，就是指政府部门直接以货币的形式补偿被拆迁棚户区居民，而后居民再到商品房市场上购置住房。

图表 2：中国房地产最近 20 年大事记



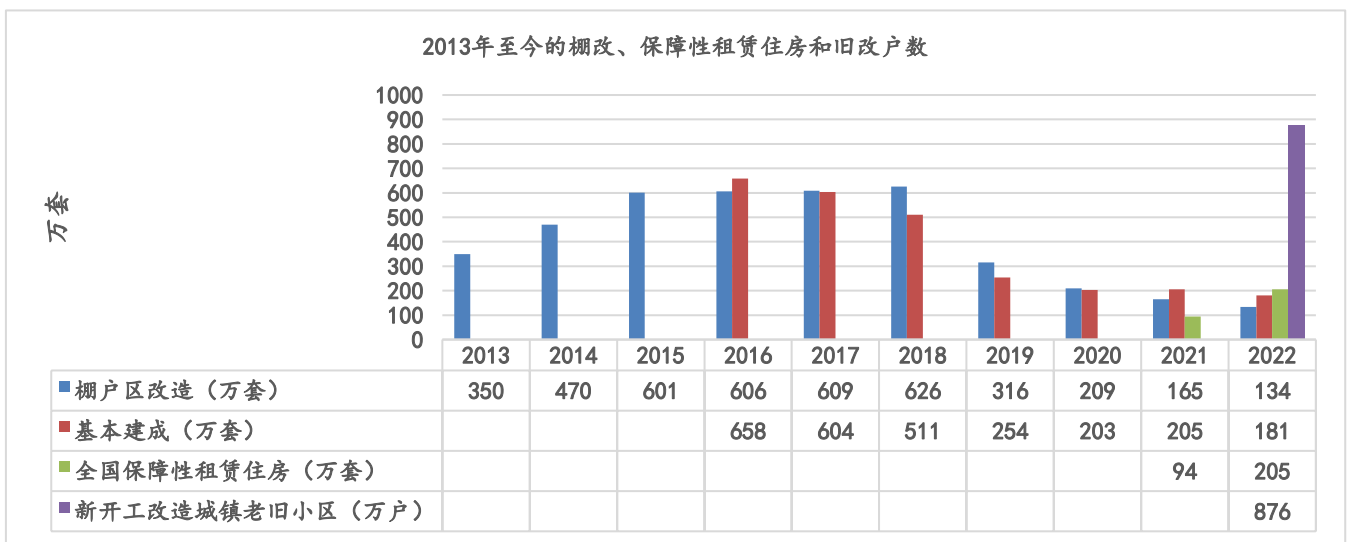
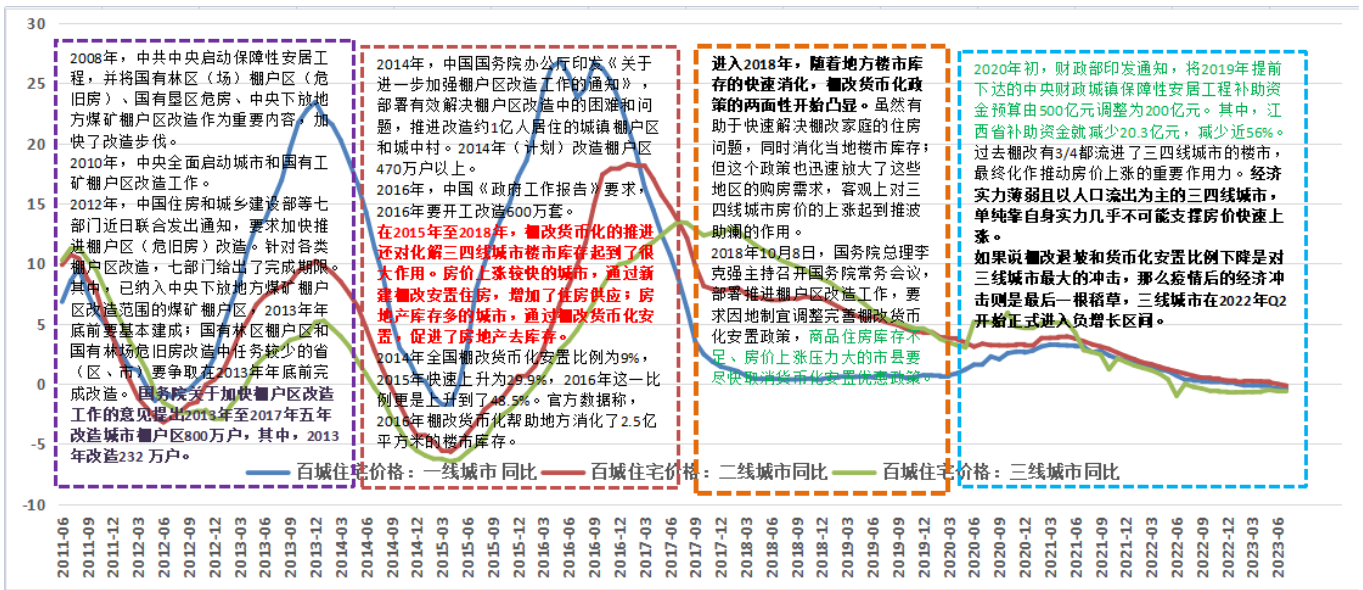
资料来源：Choice 宏观经济模块，搜狐财经资讯，东方财富证券研究所

棚改货币化安置，第一提高了效率。老百姓从棚户区搬出以后，就可以住进楼房，而建设房子至少要三年甚至四年时间；第二，可以自由选择，包括地段、楼层选择，新房、旧房选择，物业选择等。除此之外，在 2015 年至 2018 年，棚改货币化的推进还对化解三四线城市楼市库存起到了很大作用。房价上

涨较快的城市，通过新建棚改安置住房，增加了住房供应；房地产库存多的城市，通过棚改货币化安置，促进了房地产去库存。

2014 年全国棚改货币化安置比例为 9%，2015 年快速上升为 29.9%，2016 年这一比例更是上升到了 48.5%。官方数据称，2016 年棚改货币化帮助地方消化了 2.5 亿平方米的楼市库存。自 2017 年后，住建部门不再公布全国棚改货币化安置比例。如果 2017 年货币化安置比例在 60%左右，起到消化楼市库存 2.5 亿~3 亿平方米。进入 2018 年，随着地方楼市库存的快速消化，棚改货币化政策的两面性开始凸显。客观上对三四线城市房价的上涨起到推波助澜的作用。

图表 3：2013-15 牛市因政策催化而起，亦因政策收紧而落



资料来源：Choice 宏观经济模块，新浪财经，国家统计局，东方财富证券研究所

2017 年 8 月份 6 部委联合印发的《关于申报 2018 年棚户区改造计划任务的通知》明确，商品住宅消化周期在 15 个月以下的市县，应控制棚改货币化安置比例，更多采取新建安置房的方式；11 月份，住房和城乡建设部会同国家开发银行、农业发展银行印发的《关于进一步加强棚户区改造项目和资金管理的通知》进一步明确，对商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地方，仍主

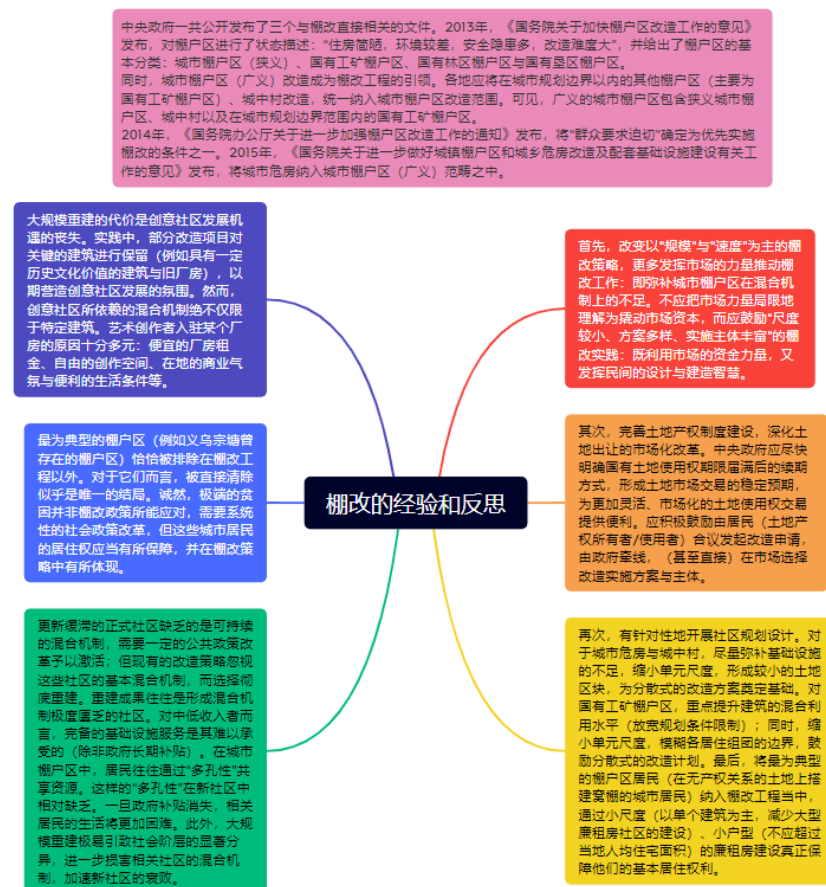
要采取货币化安置的 2018 年新开工棚改项目，开发银行、农业发展银行棚改专项贷款不予支持。

2018 年 10 月 8 日国务院常务会议，部署推进棚户区改造工作，要求因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。

此外，中央层面也在逐步调减棚改的规模。2018 年，全国各类棚户区改造开工 626 万套，完成投资 1.74 万亿元；到了 2019 年，全国各类棚户区改造开工降至 316 万套，完成投资 1.2 万亿元。2020 年初，财政部印发通知，将 2019 年提前下达的中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算由 500 亿元调整为 200 亿元。其中，江西省补助资金就减少 20.3 亿元，减少近 56%。棚改浪潮也逐步走向尾声。

### 1.3 对于棚改的经验和反思

图表 4：棚改的历程的思考



资料来源： 澎湃新闻，东方财富证券研究所

总结棚改的经验来看，过高比例的货币化安置一定程度会给房价带来影响，如何平衡去库存和货币化安置，将成为未来城市更新重要考量目标。

需要改变以“规模”与“速度”为主的城市更新策略，更多发挥市场的力量推动城市更新工作。应鼓励“尺度较小、方案多样、实施主体丰富”的城市更新实践：既利用市场的资金力量，又发挥民间的设计与建造智慧。

其次，完善土地产权制度建设，深化土地出让的市场化改革。尽快明确国有土地使用权期限届满后的续期方式，形成土地市场交易的稳定预期。

再次，有针对性地开展社区规划设计。对于城市危房与城中村，尽量弥补基础设施的不足，缩小单元尺度，形成较小的土地区块，为分散式的改造方案奠定基础。

## 2. 本轮面向超大、特大城市城市更新势在必行

### 2.1 中国房地产业在人口拐点到来后总量下行是必然

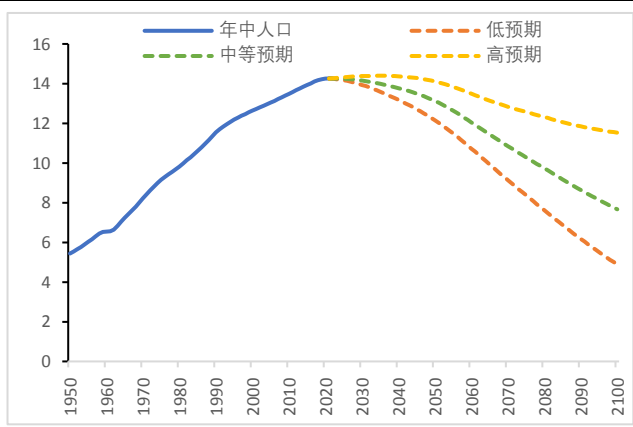
长期看，人口数量见顶、人口结构老龄化等趋势奠定地产下行基调。

一是国内人口迎来拐点，2022年末，全国人口为141175万人，比2021年减少85万人，为1961年以来首度负增长。

二是作为购房主力的青年人口比重下降，2022年末，全国0-14岁、15-64岁、65岁以上人口比重为16.9%、68.1%、14.9%，较2021年变化-0.6、-0.1、+0.7个百分点，人口老龄化程度加剧。

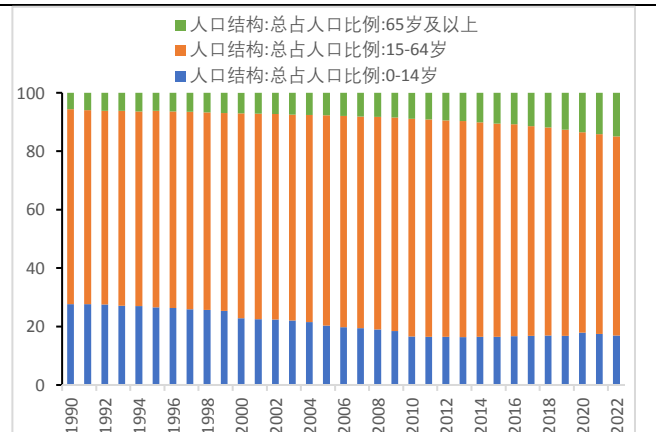
三是城镇化进入“下半场”，对城镇商品住宅的拉动趋弱，2022年中国常住人口城镇化率65.2%，较2021年提高0.5个百分点，远低于往年1个百分点以上的年均城镇化率增速，城镇化明显降速。

图表5：人口拐点已至



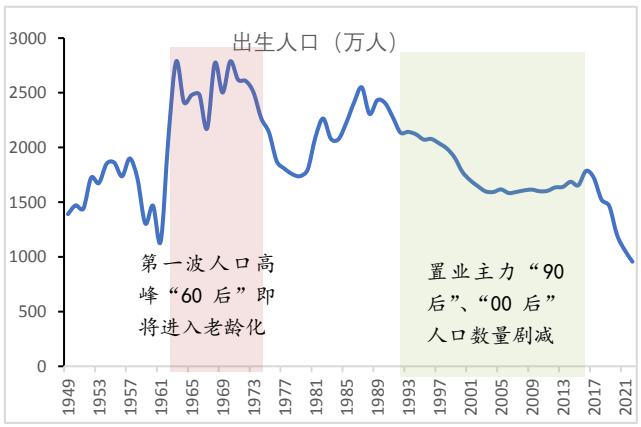
资料来源：联合国2022年全球人口展望，东方财富证券研究所，数据截至2022年，此后为联合国预测数据

图表6：老龄化机构正在凸显



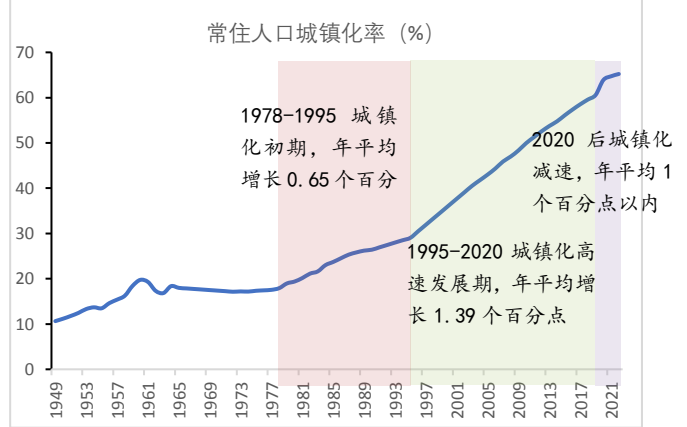
资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2022年

图表 7：出生人口预示着老龄化率进一步提升



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2022年

图表 8：城镇化率降速



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2022年

短期看，居民购买力对商品房市场支撑减弱。一方面，居民收入增速中枢下台阶，疫后居民人均可支配收入增速中枢由此前的6%-7%降至3%左右，收入增长预期减弱。另一方面，结构性失业问题突出，居民收入不确定性增强，2023年6月份全国城镇调查失业率为5.2%，与上月持平。其中16-24岁人口调查失业率为21.3%。购房需要持续稳定的收入来源，居民工资性收入波动加大，购房需求承压。

## 2.2 总需求下降，城市更新将成为房地产核心增量

我们预计2030年地产需求中枢较2020年降低四成。住房增量需求主要来自购房人口增加和人均居住面积提升，我们预计2030年前，国内人口在14亿左右稳中有降；城镇化率向70%逐步逼近，每年提升约0.5个百分点；城镇人均住宅面积受限于居民购买力下降，年平均增量放缓至0.33平方米。在以上假设条件下，2030年前国内住宅增量需求每年约6亿平方米，较过去每年10亿平方米以上的需求水平显著下滑。

图表 9：超大特大城市更新可以通过货币化安置和安置房安置两个路径



资料来源：搜狐财经，《2022\_CBRE 城市更新白皮书》世邦魏理仕，东方财富证券研究所（右图为已经落地的城市更新方案）

7月21日，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》（简称《意见》）。其中《意见》重点提及，在超大



特大城市，要加大对城中村改造政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与。包括 7 个超大城市和 14 个特大城市作为中国最重要的经济中心城市，城中村改造将是保障经济增长的重要一环。

超大特大城市常住人口吸附力强。全国 21 个超特大城市的城区人口总计 2.1 亿人，占其总人口的比重超过七成，达到 71.9%，只有不到三成的人口分布在城区之外，因此城市更新有着更好的人口支持。

超大特大城市常住人口人户分离比率高。全国 21 个超特大城市公布的第七次全国人口普查公报中，有 12 个城市公布了人户分离人口数量。这 12 个城市常住人口总计 1.7 亿人，其人户分离人口共有 8713 万，人户分离比率超过半数，达到 51.3%，大量的外来人口加大了对于中心城区租购需求，形成了更强长期驱动。

图表 10：超大特大城市积聚了最重要经济中心

经济社会发展统计图表:第七次全国人口普查超大、特大城市人口基本情况<sup>①</sup>

城市	人口数 (万人)	其中：城区人口 <sup>②</sup> (万人)	性别比 (女=100)	0-14 岁人口占比 (%)	15-59 岁人口占比 (%)	60 岁及以上人口 占比 (%)
北京市	2189	1775	104.65	11.84	68.53	19.63
深圳市	1749	1744	122.43	15.08	79.59	5.33
重庆市	3205	1634	102.21	15.91	62.22	21.87
广州市	1868	1488	111.98	13.87	74.72	11.41
成都市	2094	1334	101.03	13.28	68.74	17.98
天津市	1387	1093	106.31	13.47	64.87	21.66
武汉市	1245	995	108.07	13.05	69.72	17.23
东莞市	1047	956	130.06	13.12	81.41	5.47
西安市	1218	928	104.53	15.54	68.41	16.05
杭州市	1194	874	108.67	13.02	70.12	16.87
佛山市	950	854	119.12	15.10	74.37	10.52
南京市	931	791	104.27	12.75	68.27	18.98
沈阳市	907	707	99.38	11.40	65.36	23.24
青岛市	1007	601	103.90	15.41	64.31	20.28
济南市	920	588	100.50	16.44	63.60	19.96
长沙市	1005	555	102.49	16.64	68.03	15.33
哈尔滨市	1001	550	100.09	10.46	67.56	21.98
郑州市	1260	534	105.44	19.05	68.11	12.84
昆明市	846	534	104.74	14.98	70.62	14.40
大连市	745	521	99.19	11.65	63.64	24.71

注：本表按各城市城区人口数排序。<sup>①</sup>第七次全国人口普查标准时点为 2020 年 11 月 1 日零时。城市规模按照《国务院关于调整城市规模划分标准的通知》（国发〔2014〕51 号）进行划分，城区常住人口 500 万以上 1000 万以下的城市为特大城市，城区常住人口 1000 万以上的城市为超大城市。<sup>②</sup>城区人口是指城区常住人口。城区是指在市辖区和不设区的市、区、市政府驻地的实际建设连接到的居民委员会所辖区域和其他区域，不包括镇区和乡村。

（国家统计局提供）

资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

## 2.3 超大、特大城市未来更新增量预测

### 2.3.1 预测核心假设前提

对于未来预测核心假设如下：城中根据第七次人口普查，超大、特大城市总人口 29255 万，据上海市统计局的数据在 2020 年底，上海市内的老旧小区总体比例为 35.7%，中心城区总体建成时间更早，老旧小区占比更高。因此我们按 35%比例来看涉及潜在旧改人口达到 10239 万人，粗记 3400 万户。这其中北上广深杭涉及 1100 万户，其他特大城市涉及 2300 万户。北上广深杭归为一类，主要原因是此五大城市房价较高，预测中商品房每平米均价设为 50000 元每平米，安置房设为每平米 30000 元。其他新一线城市商品房每平米均价 15000 元，安置房设为每平米 9000 元。按照贝壳研究院数据以每户 90 平米的住房需求，按照这一比二的比重加权计算套均房价，未来特大超大城市更新中，需求商品房均价为 2376000 元，安置房户均价为 1425600 元。

图表 11：前提假设

假设前提			
超大特大总人口（万）	29255	以每户三人计算	未来十年城市更新第一阶段预测完成系数X
潜在旧改涉及人口（万）	10239.25	粗计3400万户	3400万户*X
北上广深杭城市更新涉及人口（万）	3320.45	粗计1100万户	1100万户*X
特大城市更新涉及人口（万）	6918.8	粗计2300万户	2300万户*X
一线户均需求面积（平米）	25		
新一线户均需求面积（平米）	28.9		
一线商品房每平米均价	50000	一线安置房每平米均价	30000
新一线商品房每平米均价	15000	新一线安置房每平米均价	9000
商品房均价（一线*0.33+新一线*0.66）（元）	26400	安置房均价（一线*0.33+新一线*0.66）（元）	15840
商品房户均价值（元）	2376000	安置房户均价值（元）	1425600

资料来源：国家统计局，贝壳研究院，Choice 宏观经济模块，东方财富证券研究所

### 2.3.2 情景一预测：未来十年完成潜在城市更新区域的 30%

在情景预测一中，我们预计未来十年会完成超大特大城市潜在城市更新区域 30%，这就将涉及 1000 万户居民。如果我们以货币化安置比例 40%、50%、60%、70%做敏感性分析，非货币化安置部分拉动安置房投资，货币化安置拉动商品房投资，同时配套基建和其他上下游投资来求和城市更新拉动总投资。最终能够得到四种情况预测：

**情况一：未来十年在货币化安置比例 70%情况下**，年均拉动安置房建设投资 3577 亿，年均拉动商品房建设投资 1.39 万亿，年均拉动基建配套投资 3500 亿，年均拉动房地产上下游产业链投资 2.36 万亿，年均拉动城市更新投资总

额 4.45 万亿，对标 2022 年固定资产投资总额 57.2 万亿，相当于每年额外拉动投资 7.7%。

**情况二：未来十年在货币化安置比例 60%情况下**，年均拉动安置房建设投资 4760 亿，年均拉动商品房建设投资 1.19 万亿，年均拉动基建配套投资 3380 亿，年均拉动房地产上下游产业链投资 2.25 万亿，年均拉动城市更新投资总额 4.25 万亿，对标 2022 年固定资产投资总额 57.2 万亿，相当于每年额外拉动投资 7.4%。

**情况三：未来十年在货币化安置比例 50%情况下**，年均拉动安置房建设投资 5961 亿，年均拉动商品房建设投资 9936 亿，年均拉动基建配套投资 3179 亿，年均拉动房地产上下游产业链投资 2.14 万亿，年均拉动城市更新投资总额 4.05 万亿，对标 2022 年固定资产投资总额 57.2 万亿，相当于每年额外拉动投资 7.1%。

**情况四：未来十年在货币化安置比例 40%情况下**，年均拉动安置房建设投资 7154 亿，年均拉动商品房建设投资 7949 亿，年均拉动基建配套投资 3020 亿，年均拉动房地产上下游产业链投资 2.03 万亿，年均拉动城市更新投资总额 3.85 万亿，对标 2022 年固定资产投资总额 57.2 万亿，相当于每年额外拉动投资 6.7%。

图表 12：对于未来十年超大特大城市更新的预测

情景预测一：未来十年完成潜在城市更新区域的30%													
货币化安置比例	70%					货币化安置比例	60%					超大、特大城市城市更新需求套数(万套)	
	安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业链投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)		安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业链投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)		
	2024E	1473	5728	1440	9721	18363	2024E	1964	4910	1375	9279	17528	42
	2025E	2630	10229	2572	17360	32790	2025E	3507	8767	2455	16570	31300	75
	2026E	3367	13093	3292	22220	41971	2026E	4489	11222	3142	21210	40064	96
	2027E	3998	15548	3909	26386	49841	2027E	5331	13327	3731	25187	47576	114
	2028E	4208	16366	4115	27775	52464	2028E	5611	14028	3928	26513	50080	120
	2029E	4314	16775	4218	28470	53776	2029E	5751	14379	4026	27176	51332	123
	2030E	4208	16366	4115	27775	52464	2030E	5611	14028	3928	26513	50080	120
	2031E	3998	15548	3909	26386	49841	2031E	5331	13327	3731	25187	47576	114
	2032E	3893	15138	3806	25692	48530	2032E	5190	12976	3633	24524	46324	111
	2033E	3682	14320	3600	24303	45906	2033E	4910	12274	3437	23199	43820	105
	年均拉动固定资产投资比例					7.8%	年均拉动固定资产投资比例					7.4%	
货币化安置比例	50%					货币化安置比例	40%					超大、特大城市城市更新需求套数(万套)	
	安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业链投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)		安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业链投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)		
	2024E	2455	4091	1309	8838	16693	2024E	2946	3273	1244	8396	15859	42
	2025E	4384	7306	2338	15781	29809	2025E	5260	5845	2221	14992	28319	75
	2026E	5611	9352	2993	20200	38156	2026E	6733	7482	2843	19190	36248	96
	2027E	6663	11105	3554	23988	45310	2027E	7996	8884	3376	22788	43045	114
	2028E	7014	11690	3741	25250	47695	2028E	8417	9352	3554	23988	45310	120
	2029E	7189	11982	3834	25881	48887	2029E	8627	9586	3643	24587	46443	123
	2030E	7014	11690	3741	25250	47695	2030E	8417	9352	3554	23988	45310	120
	2031E	6663	11105	3554	23988	45310	2031E	7996	8884	3376	22788	43045	114
	2032E	6488	10813	3460	23356	44118	2032E	7785	8651	3287	22189	41912	111
	2033E	6137	10229	3273	22094	41733	2033E	7365	8183	3110	20989	39646	105
	年均拉动固定资产投资比例					7.1%	年均拉动固定资产投资比例					6.7%	

资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

由此可见，情景一中货币化安置比例从 40%提升到 70%的过程中，年均拉

动固定资产投资比例也从 6.7% 上升至 7.8%。同过去三四线城市棚改不同的是，超大、特大城市的安置房也具备较高市场流通价值，因此即使货币化安置比例调低，拉动的总投资仍然非常可观。

### 2.3.3 其他四种情景预测：完成城市更新比重越大，拉动投资动能越强

此外我们还对于其他四种情景进行了预测，分别是未来 10 年完成超大特大城市潜在城市更新区域比例在 10%、20%、40%、50% 比重：(1) 在较低完成进度 10% 的情景预测下，在四种货币化安置比例由高到低年均拉动固定资产投资比例分别为 2.6%、2.5%、2.4%、2.2%；(2) 在中等完成进度 20% 的情景预测下，在四种货币化安置比例由高到低年均拉动固定资产投资比例分别为 5.2%、5%、4.7%、4.5%；(3) 在较高完成进度 40% 的情景预测下，在四种货币化安置比例由高到低年均拉动固定资产投资比例分别为 10.4%、9.9%、9.5%、9%；(4) 在最高完成进度 50% 的情景预测下，在四种货币化安置比例由高到低年均拉动固定资产投资比例分别为 13%、12.4%、11.8%、11.2%。由此可见，完成城市更新比重越大，拉动投资动能越强。

图表 13：对于未来十年超大特大城市更新进度的其他四种预测

情景预测二：未来十年完成潜在城市更新区域的10%											情景预测三：未来十年完成潜在城市更新区域的20%														
货币化安置比例 70%						货币化安置比例 60%					货币化安置比例 70%						货币化安置比例 60%								
年份	安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)	安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)	年份	安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)	安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)				
2024E	491	1909	480	3240	6121	2024E	655	1637	458	3093	5843	14	2024E	982	3819	960	6481	12242	2024E	1309	3273	916	6186	11685	28
2025E	877	3410	857	5787	10930	2025E	1169	2922	818	5523	10433	25	2025E	1753	6819	1715	11573	21860	2025E	2338	5845	1637	11047	20867	50
2026E	1122	4364	1097	7407	13990	2026E	1496	3741	1047	7070	13355	32	2026E	2244	8728	2185	14813	27981	2026E	2993	7482	2095	14140	25709	64
2027E	1333	5183	1303	8795	16614	2027E	1777	4442	1244	8396	15859	38	2027E	2665	10365	2606	17591	33227	2027E	3554	8884	2488	16791	31717	76
2028E	1403	5455	1372	9258	17488	2028E	1870	4676	1309	8838	16693	40	2028E	2806	10911	2743	18517	34976	2028E	3741	9352	2619	17675	33386	80
2029E	1438	5592	1406	9490	17925	2029E	1917	4793	1342	9059	17111	41	2029E	2876	11183	2812	18980	35851	2029E	3834	9586	2684	18117	34221	82
2030E	1403	5455	1372	9258	17488	2030E	1870	4676	1309	8838	16693	40	2030E	2806	10911	2743	18517	34976	2030E	3741	9352	2619	17675	33386	80
2031E	1333	5183	1303	8795	16614	2031E	1777	4442	1244	8396	15859	38	2031E	2665	10365	2606	17591	33227	2031E	3554	8884	2488	16791	31717	76
2032E	1296	5046	1269	8564	16177	2032E	1730	4335	1211	8175	15441	37	2032E	2595	10092	2537	17128	32353	2032E	3460	8651	2422	16350	30882	74
2033E	1227	4773	1200	8101	15302	2033E	1637	4091	1146	7733	14607	35	2033E	2458	9547	2400	16202	30604	2033E	3273	8183	2291	16466	29213	70
年均拉动固定资产投资比例 2.6%						年均拉动固定资产投资比例 2.5%					年均拉动固定资产投资比例 5.2%						年均拉动固定资产投资比例 5.0%								
货币化安置比例 50%						货币化安置比例 40%					货币化安置比例 50%						货币化安置比例 40%								
年份	安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)	年份	安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)	年份	安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)	年份	安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)		
2024E	818	1364	436	2946	5564	2024E	982	1091	415	2799	5286	14	2024E	1637	2728	873	5892	11129	2024E	1964	2182	829	5597	10572	28
2025E	1461	2435	779	5260	9936	2025E	1753	1948	740	4997	9440	25	2025E	2922	4871	1559	10521	19873	2025E	3507	3897	1481	9995	18879	50
2026E	1870	3117	998	6733	12719	2026E	2244	2494	948	6397	12083	32	2026E	3741	6235	1995	13467	25437	2026E	4489	4988	1895	12793	24165	64
2027E	2221	3702	1185	7996	15103	2027E	2665	2961	1125	7596	14348	38	2027E	4442	7404	2369	15992	30207	2027E	5331	5923	2251	15192	28696	76
2028E	2338	3897	1247	8417	15898	2028E	2806	3117	1185	7996	15103	40	2028E	4676	7793	2494	16833	31797	2028E	5611	6235	2369	15992	30207	80
2029E	2396	3994	1278	8627	16296	2029E	2876	3195	1214	8196	15481	41	2029E	4793	7988	2556	17254	32591	2029E	5751	6390	2428	16392	30962	82
2030E	2338	3897	1247	8417	15898	2030E	2806	3117	1185	7996	15103	40	2030E	4676	7793	2494	16833	31797	2030E	5611	6235	2369	15992	30207	80
2031E	2221	3702	1185	7996	15103	2031E	2665	2961	1125	7596	14348	38	2031E	4442	7404	2369	15992	30207	2031E	5331	5923	2251	15192	28696	76
2032E	2163	3604	1153	7755	14706	2032E	2595	2884	1096	7396	13971	37	2032E	4335	7209	2307	15571	29412	2032E	5190	5767	2191	14792	27941	74
2033E	2046	3410	1091	7365	13911	2033E	2455	2728	1037	6996	13215	35	2033E	4091	6819	2182	14729	27822	2033E	4910	5455	2073	13993	26431	70
年均拉动固定资产投资比例 2.4%						年均拉动固定资产投资比例 2.2%					年均拉动固定资产投资比例 4.7%						年均拉动固定资产投资比例 4.5%								

情景预测四：未来十年完成潜在城市更新区域的40%										情景预测五：未来十年完成潜在城市更新区域的50%														
货币化安置比例 70%					货币化安置比例 60%					货币化安置比例 70%					货币化安置比例 60%									
年份	安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)	年份	安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)	年份	安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)	年份	安置房建设投资(亿)	商品房建设投资(亿)	基建配套投资(亿)	房地产上下游产业投资(亿)	城市更新拉动总投资(亿)	
2024E	1964	7637	1920	12962	24483	2024E	2619	6546	1833	12373	23370	2024E	2455	9547	2400	16202	30604	2024E	3273	8183	2291	15466	29213	70
2025E	3307	13638	3429	23146	43720	2025E	4616	11690	3273	22094	41733	2025E	4384	17048	4286	28933	54650	2025E	5845	14612	4091	27617	52166	125
2026E	4489	17457	4389	29627	55962	2026E	5985	14963	4190	28280	53418	2026E	5611	21821	5486	37034	69952	2026E	7482	18704	5237	35350	66773	160
2027E	5331	20730	5212	35182	66455	2027E	7107	17769	4975	33583	63434	2027E	6663	25913	6515	43977	83069	2027E	8884	22211	6219	41979	79293	190
2028E	5611	21821	5486	37034	69952	2028E	7482	18704	5237	35350	66773	2028E	7014	27276	6858	46292	87441	2028E	9352	23380	6546	44188	83466	200
2029E	5751	22367	5624	37960	71701	2029E	7669	19171	5368	36234	68442	2029E	7189	27958	7030	47449	89627	2029E	9596	23964	6710	45393	85553	205
2030E	5611	21821	5486	37034	69952	2030E	7482	18704	5237	35350	66773	2030E	7014	27276	6858	46292	87441	2030E	9352	23380	6546	44188	83466	200
2031E	5331	20730	5212	35182	66455	2031E	7107	17769	4975	33583	63434	2031E	6663	25913	6515	43977	83069	2031E	8884	22211	6219	41979	79293	190
2032E	5190	20185	5075	34256	64706	2032E	6920	17301	4844	32699	61765	2032E	6488	25231	6344	42820	80883	2032E	8651	21626	6055	40874	77206	185
2033E	4910	19094	4801	32404	61208	2033E	6546	16366	4582	30932	58426	2033E	6137	23867	6001	40306	76511	2033E	8183	20457	5728	38664	73033	175
年均拉动固定资产投资比例 10.4%					年均拉动固定资产投资比例 9.9%					年均拉动固定资产投资比例 13.0%					年均拉动固定资产投资比例 12.4%									
货币化安置比例 50%					货币化安置比例 40%					货币化安置比例 50%					货币化安置比例 40%									
2024E	3273	8455	1746	11783	22258	2024E	3928	4364	1658	11194	21145	2024E	4091	6819	2182	14729	27822	2024E	4910	5455	2073	13993	26431	70
2025E	5845	9742	3117	21042	39746	2025E	7014	7793	2961	19990	37758	2025E	7306	12177	3897	26302	49682	2025E	8767	9742	3702	24987	47198	125
2026E	7482	12469	3990	26934	50875	2026E	8978	9975	3791	25587	48331	2026E	9352	15587	4988	33667	63993	2026E	11222	12469	4738	31984	60414	160
2027E	8884	14807	4738	31984	60414	2027E	10661	11846	4501	30384	57393	2027E	11105	18509	5923	39980	75517	2027E	13327	14807	5627	37981	71741	190
2028E	9352	15397	4988	33667	63993	2028E	11222	12469	4738	31984	60414	2028E	11690	19483	6235	42084	79491	2028E	14028	15387	5923	39980	75517	200
2029E	9586	15976	5112	34509	65183	2029E	11503	12781	4857	32783	61924	2029E	11982	19970	6390	43136	81479	2029E	14379	15976	6071	40979	77405	205
2030E	9352	15587	4988	33667	63993	2030E	11222	12469	4738	31984	60414	2030E	11690	19483	6235	42084	79491	2030E	14028	15387	5923	39980	75517	200
2031E	8884	14807	4738	31984	60414	2031E	10661	11846	4501	30384	57393	2031E	11105	18509	5923	39980	75517	2031E	13327	14807	5627	37981	71741	190
2032E	8651	14418	4614	31142	58824	2032E	10381	11534	4383	29585	55882	2032E	10813	18022	5767	38927	73530	2032E	12976	14418	5479	36981	69853	185
2033E	8183	13638	4364	29459	55644	2033E	9820	10911	4146	27986	52862	2033E	10229	17048	5455	36823	69555	2033E	12274	13638	5183	34982	66077	175
年均拉动固定资产投资比例 9.5%					年均拉动固定资产投资比例 9.0%					年均拉动固定资产投资比例 11.8%					年均拉动固定资产投资比例 11.2%									

资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

### 3. 未来大城市更新进行的发展路径思考

#### 3.1 上海城市更新做出了优秀的案例

##### 3.1.1 上海过去三十年城市更新历史重要性

从1992年12月第六次党代会计划实施“365危棚简屋改造”开始，至今年6月第十二次党代会的召开，30年间，上海终于全面完成中心城区成片旧改任务。三十年旧改改善了居住条件。通过旧区改造，约165万户家庭、500万居民的住房条件明显改善。通过征收开展的旧区改造，相当于营造了两座特大城市（500万人以上为特大城市）。

居民住宅成套率从1990年的31.6%，到2000年的74%、2010年的95.8%，再到2020年的97.6%。中心城区人均居住面积由1990年的6.6平方米，到2001年的17.3平方米、2006年的22平方米，已稳步提高到2021年的37.4平方米。

旧改优化了城市功能。通过旧区改造，中心城区腾出了部分用地，建设了大量住房和公共绿地、道路广场、市政基础设施、公建配套设施等，城市功能得以提升。同时，中心城区人口得以有序疏解，平均人口密度从1990年的每平方公里67681人，下降至2000年的43044人、2010年的24137人、2020年的23092人。

通过旧区改造，极大改善了投资环境，促进了大规模固定资产投资，也增加了经济社会发展的物理空间，带动了相关产业的转型升级，释放了大量的消费需求。

其中，通过楼宇建设，实现了楼宇经济、总部经济的迅猛发展；通过整旧如旧，产生了新天地、外滩源、思南公馆等一大批经典项目，成为城市名片，享誉海内外。

图表14：上海城市更新三大阶段



上海在三十年前，中心城区居住拥挤，房屋简陋，环境脏乱，配套设施匮乏，违法搭建频繁，安全隐患严重，社会矛盾突出。人均住房面积仅6.6平方米，更有数十万户家庭人均居住面积低于4平方米。厨卫空间严重短缺，住房成套率仅31%。居民要求改造的呼声十分强烈。20世纪90年代是上海旧区改造较快推进的10年，全面实现拆除365万平方米危棚简屋的预定目标，受益居民约68万户。

“十五”期间（2001-2005年），上海决定实施重点针对成片二级旧里以下房屋的新一轮旧区改造，按照“政府扶持、市场运作、市民参与、有偿改善”原则，实行以货币安置为主的动迁政策和“拆改留并举”的改造方式。市政府组成联合工作小组，认定试点地块58幅，提供一系列优惠政策和配套措施，统筹房源供应，强化“阳光拆迁”，探索风貌保护，结合世博园区和轨道交通等重大建设项目，共改造二级旧里以下房屋700万平方米，受益居民36.6万户。“十一五”期间（2006-2010年），按照“政府主导、土地储备”原则，探索以土地储备为主要方式的旧区改造。“十二五”期间和“十三五”前期，旧区改造从“拆迁”到“征收”，国家政策发生重大变化，上海及时调整体制机制，实现平稳过渡，同时继续实施市、区联手改造，土地储备中心和有关国企积极参与重点地区旧改，通过土地和金融政策创新、建设一大批征收安置房源、明确历史遗留毛地出让地块处置口径等多方面努力，六年间共改造房屋406万平方米，受益居民15万户。

2010年至今，成立市城市更新中心，具体推进旧区改造、旧住房改造、城中村改造及其它更新改造项目，有关职能部门为其赋能。创新“政企合作、市区联手、以区为主”新模式，打通功能性国企参与旧改的方式和途径，成立城市更新平台公司，与相关各区合作实施旧改。形成“1+15”政策体系，从规划、土地、资金、房源、征收等方面有力支持旧改。创建行司法沟通协商平台、协商推进国企签约平台等一系列工作协同新机制，加快旧改毛地处置和征收收尾。坚持征收工作“公开、公平、公正”，创建了“群众工作十法”等一系列好的制度与做法。另外，还通过积极争取国家政府专项债、成立城市更新基金、加快区域功能定位研究和策划、统筹历史风貌保护和旧区更新改造等一系列举措，全力保障与支撑旧改。

资料来源： 澎湃新闻，东方财富证券研究所（左侧图片分别是改造后的中远两湾城和瑞虹新城）

截至 2023 年，上海已批准“城中村”改造项目 62 个。根据计划，今年将启动“城中村”改造项目 10 个；到 2025 年底，中心城区周边“城中村”项目全面启动；到 2027 年底，中心城区周边“城中村”改造项目全面完成，五个新城等重点区域“城中村”改造规模化推进；到 2032 年底，“城中村”改造项目全面完成。

### 3.1.2 优秀案例-上海青浦蟠龙镇

青浦区蟠龙镇始于隋、建于宋、兴于明清，拥有区级文保单位香花桥、来凤桥和蟠龙庵等。随着经济社会的发展，改造前镇内的小工厂、小作坊、仓库与居民住宅交错混杂，各类脏、乱、差现象不仅降低了居民的生活品质，也影响到城市面貌和整体形象。随着中国国际进口博览会的举办和虹桥国际中央商务区建设，蟠龙“城中村”改造势在必行。

图表 15：蟠龙镇城市更新项目-蟠龙天地



资料来源： 澎湃新闻，东方财富证券研究所

蟠龙天地项目总占地面积 752 亩，是 2014 年上海首批启动的“城中村”改造项目之一。在政府看来，蟠龙应以保护为主，继续保留原先古镇核心以居住为主的功能。在“上海前门院、江南新天地”的发展理念下，蟠龙“城中村”改造项目充分挖掘了当地文脉、史料，尊重建筑原风貌，打造江南文化展示窗口。根据规划，蟠龙项目依托古镇历史人文的“蟠龙十景”为点，通过绿道形成“蟠龙道”为线，依据水系及市政道路自然形成的“八大主体版块”为面，形成以“点、线、面”结合为空间策略，提升区域环境品质。

图表 16：蟠龙天地商业和住宅配套示意图



资料来源：澎湃新闻，东方财富证券研究所

蟠龙古镇的商业则延续了古镇历史文化环境，保护古镇核心区肌理、空间布局、街巷尺度、绿化、文物与历史建筑，对“香花桥、十字街、程家祠堂”等历史文脉场景重新打造从“文化唤醒、自然融合、城市焕新”三大方面，重塑一个更具国际气质的新江南。

在瑞安地产入驻下，项目总占地面积 50 万平方米，其中绿地占地面积约 23 万平方米，商业占地面积约 5 万平方米，住宅占地面积 22 万平方米，河道总长 1.4 千米，市政道路总长 2.1 千米。一方面充分保留了城市风貌，又完整的开发了商业和住宅配套项目。

## 3.2 未来城市更新投融资主体和市场化机制

### 3.2.1 城市更新参与主体

**城市更新所涉及政、企、民等主体，产权结构复杂，要求参与主体具备成熟的开发经验与优秀的协调能力，创建多元合作伙伴关系。主要表现在：**

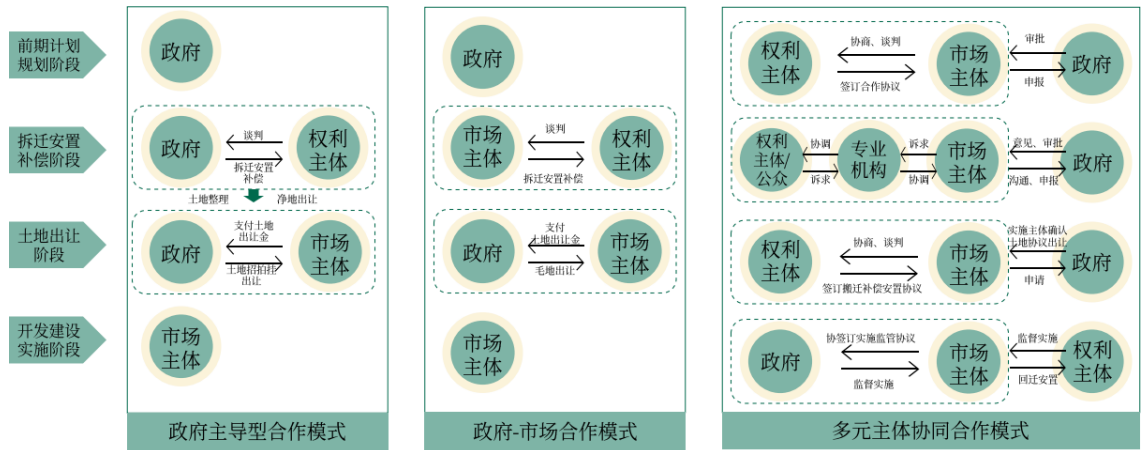
对政府而言，其出发点及核心诉求是在保障居民利益的基础上建配基础设施、推动城市升级，而城市更新项目存在风险，涉及多方主体，如果项目不能如期转化，会造成人力物力的浪费，损害公共利益。

出于资金、资源互补的需求，城市更新项目承接方在同业间展开合作，发挥“1+1>2”的资源整合效应。新进入城市更新领域的大公司（如地产公司、建筑央企等）往往倾向于和深耕多年的地方性企业合作，意在共担风险。大公司优势在于廉价资金成本和多元化业态经营能力，地方性企业优势在于成熟的城更团队、丰富的项目经验及良好的政企关系。城市更新领域强强联合、资源互享，抢占市场，直接引援有资金实力或融资能力强的投资方。

在城市更新拆迁安置补偿环节，企业需要亲自与居民或村集体签订搬迁与安置协议，协调难度大且协调结果不确定性高。城市核心区域发展，势必需要

多元主体参与，而各主体间的合作模式亟待突破创新。通过聚合政府与开发主体、投资主体、运营主体等，形成通力合作机制，树立政企合作示范，方能助力区域持续发展。

图表 17：城市更新不同主体参与模式



资料来源：《2022\_CBRE 城市更新白皮书》世邦魏理仕，东方财富证券研究所

### 3.2.2 城市更新核心融资来源

城市更新中资金路径包括地方政府利用财政资金投资，主要针对公益性较强的旧改、综合整治项目。《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》94号文限制了专项债在城市更新中的应用：能够利用专项债的城市更新项目须具备收益现金流平衡、不涉及土储、不涉及地产开发的特点，主要是“改”与“留”项目。

城投/国企代表政府投资，平台可以作为一级、二级实施主体，也可以作为一级“委托代建”业主方。与传统的保障房、棚改、旧改项目相比，城市更新具有更强的市场化属性，参与城市更新符合城投转型大趋势，满足不新增隐性债务要求，是城投平台参与土地一二级开发的重要突破口。典型案例为上海市红旗村项目。

市场化机构投资（F+EPC、PPP）是城市更新与棚改、旧改相比的最大亮点之一，可以通过一级项目招投标直接参与、或者经由城投/国企委托代建参与、或者通过“F+EPC”、PPP模式参与。主要参与者仍然以地产开发商为主，但其中具备商业地产开发经验的主体更具优势。典型项目为上海新天地项目、上海三邻桥项目、北京798项目。

城市更新基金也称为市场化融资重要一环节。2021年6月17日，上海宣布成立城市更新基金，基金总规模约800亿元，将定向用于投资旧区改造和城市更新项目，促进上海城市功能优化、民生保障、品质提升和风貌保护。

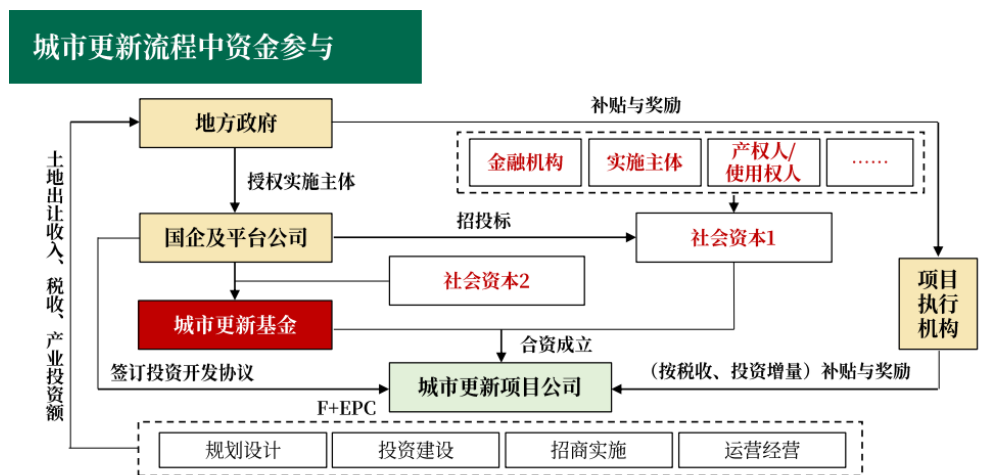
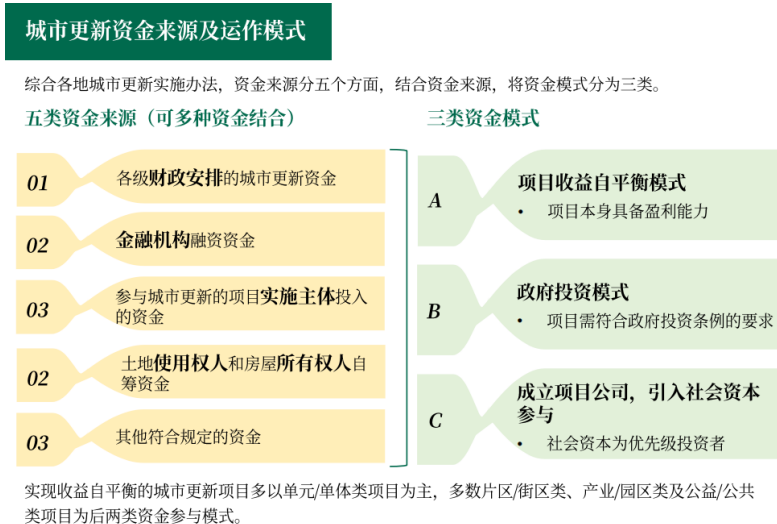
城市更新贷款案例更加多样化，例如：2021年4月，国开行重庆分行向重庆市首个城市更新项目——九龙坡区民主村片区城市更新项目发放贷款17.5亿元，支持项目加快推进，以改善老旧片区居民生活环境，提升核心区域城市形象。

2021年5月，铜陵市政府与国开行安徽分行城市更新项目合同签署仪式在合肥举行，铜陵经开区申报的城市更新项目和基础设施建设项目成功入列首批签约贷款项目，总额度16亿元，期限20年，年利率约4.5%。



2021年6月,天津城投集团与国家开发银行天津市分行签署战略合作协议,双方将进一步加大在城市更新、城市路桥、环境水务、轨道交通等领域的合作力度和合作深度。双方本次确定拟合作的4大类、15个项目,其中,城市更新试点项目4个,总投资约400亿元;其他重大基础设施项目11个,总投资约800亿元。

图表 18: 城市更新的资金来源和资金参与方



资料来源:《2022\_CBRE 城市更新白皮书》世邦魏理仕,东方财富证券研究所

### 3.2.3 城市更新中需要满足更加市场化、商业化诉求

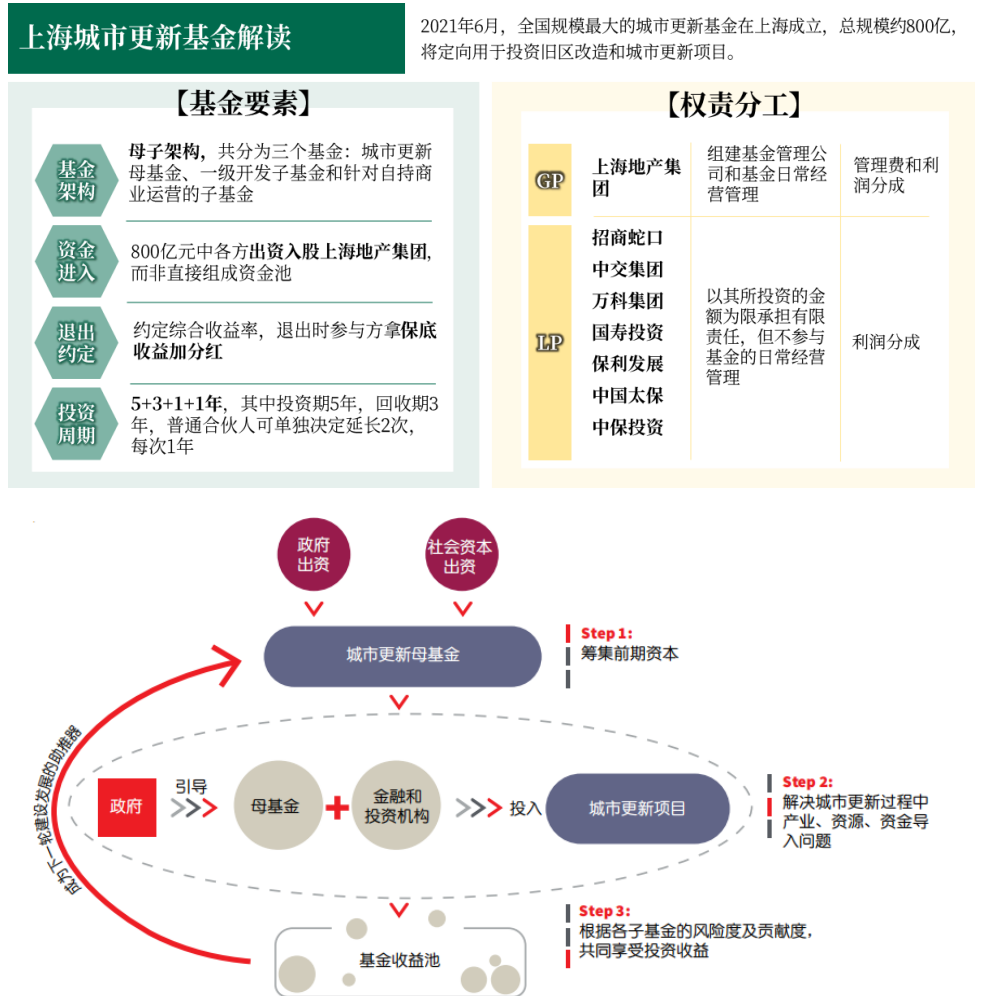
从融资角度,未来需要不断优化城市更新项目边界条件,提升其投资回报与可融资性,确保资金顺利到位、项目落地实施。再者匹配投融资模式,需要从多方合作共赢的角度,综合运用政府投资、专项债、政府与社会资本合作 (PPP)、投资人+EPC、绿色金融、项目基金等合规路径。

探索构建多层次城市更新领域 REITs 市场建设。基础设施 REITs 可以通过向投资者发行基于城市更新项目的权益,将城市基础设施的价值转化为流动与可交易的金融产品。这样的金融工具不仅可以吸引更多的资金投入城市更新中,还能够提高项目的资金周转效率和透明度。

城市更新基金具备参与门槛低、权益性融资工具、监管限制小、便于管理、

退出灵活等优势条件，尤其是在基金架构中形成母子结构，在约定综合收益率后，退出时可以让参与方拿到保底收益加分红，投资期和回收期更加清晰，更加符合现代市场化模式，未来有望成为广泛推广新模式，有利于吸引更多社会资本进入。

图表 19：城市更新基金有望成为广泛推广新模式



资料来源：《2022\_CBRE 城市更新白皮书》世邦魏理仕，《焕新中央活力，迈向国际城市》2021 仲量联行，东方财富证券研究所

### 3.3 未来城市更新核心发展方式展望

以人为本是城市更新的关键。在新的发展阶段，单纯依靠土地、劳动力、资金等传统生产要素驱动发展的城市建设，很难实现更高质量、更公正、更安全和更可持续的发展，而应对对城市发展至关重要的多样人力资本协同、创新关系网络、社会信任等新的生产要素深深嵌入到不同的城市场景当中，并产生复杂的耦合关联，才能构成具有生命力的城市有机体。城市更新要着眼“人”推动城市发展方式转变，将营建“城市空间”作为“聚集人气”的重要方法和路径，筑景成势、营城聚人，不断激发城市发展的内生动力，进一步筑牢城市未来发展根基。

图表 20：城市更新中满足以人为本需求

	<h3>居民便捷属性</h3> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 交通出行更为便捷，区域可达性强</li> <li>◆ 公共空间更为充足，居民粘性提升</li> </ul>		<h3>城市消费属性</h3> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 新旧文化紧密结合，历史新潮交融</li> <li>◆ 文化赋能现代社会，充裕物质生活</li> </ul>
	<h3>文化公共属性</h3> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 城市历史记忆保留，更新发展并举</li> <li>◆ 稳固城市文化底蕴，丰富文化生活</li> </ul>		<h3>产业文创属性</h3> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 合理保护工业遗产，革新产业办公</li> <li>◆ 发挥文化精神内涵，实现创新创业</li> </ul>

资料来源：《2022\_CBRE 城市更新白皮书》世邦魏理仕，东方财富证券研究所

**城市空间是城市更新的基础。**城市空间是打造生活场景、消费场景、社区场景、公园场景、新经济场景等诸多不同社会群体活动的空间基础。目前，苏州、成都等一二线经济水平发达城市把场景营造作为深化城乡社区发展治理的着力点，逐步形成跨部门、跨层级、跨区域的协同管理体系，建设高效能城市运营场景。这样的新探索、新尝试必然催生新经济发展组织架构“从无到有”、产业体系“从旧到新”、市场主体“从弱到强”、场景供给“从业到城”、生态赋能“从点到面”的发展选择。

图表 21：未来城市更新有望注入更多多样化内容和空间模式

<h3>空间改造：建筑重塑，成为优质载体</h3> <h4>功能完善：增加便民公共空间，温暖社区环境</h4> <p>上海万科社区：敬老馆7号楼改造，站在老龄居民角度，明晰指引标识，亮化居住环境，丰富老年生活方式与社交空间，重新焕发社区生机；番禺路222弄，打造安全且融洽的社区“共享街道”。</p>	<h3>文化赋能：传统文化精髓与现代社会元素相融合</h3> <p>武汉远洋归元寺：借助深厚文化底蕴，将荆楚文化与国际时尚相结合，通过建立新型商业街区、写字楼、酒店、社区住宅与学校，融入历史建筑、景区的文化氛围当中。</p>
<h4>微场景保留：以人为本，城市历史记忆本源留存</h4> <p>上海徐汇西岸艺术区：利用了原有的工业历史遗存，西岸龙美术馆便是保留了北票码头的运煤轨道和设施，其空间结构的原型也源于对传统工业空间的抽象和转译，通过微场景还原留住了历史记忆。</p>	<h3>产办结合：焕新城市产业面貌，打造新型众创空间</h3> <p>武汉多牛世界：原平和打包厂旧址，将工业遗产保护与产业园办公、科技创新空间有机结合。</p>

资料来源：《2022\_CBRE 城市更新白皮书》世邦魏理仕，东方财富证券研究所

**产业发展是城市更新的动力。**聚集到城市中的群体活动在不同空间场景中，吃、住、行、游、购、娱等诸多行为涉及各行各业不同领域，形成城市运转闭环。城市经济发展正在由要素驱动向创新驱动转变，以科技新媒体等为代表的创新产业正在呈现强劲的增长势头，并已在部分城市商务区成为继金融业、专业服务业和商贸业等传统主导产业之后的核心产业增长极。通过对城市文脉的功能活化，丰富区域空间载体，推动区域复合化和特色化，从而构建产业生态体系，将驱动城市产业功能不断升级。在此基础上，需面向创新产业导入，适配产业办公载体及配套微观需求，完善优化区域配套，构建完整产业配套体系。

图表 22：上海、广州城市更新产业集聚案例

## 广州珠影园区城市更新策划

### 项目缘起

广州珠影星光城前身为珠江电影制片厂，作为国内最早的制片厂，成立50多年来，制作过多部著名影艺作品，成为岭南电影制作产业的重要代表。2005年改制后，为应对市场化冲击，珠江电影制片厂努力求变，在空间改造方面也有过一些创新尝试。

2010年广州提出规划建设中轴线，而项目位于新中轴线的南端，与其他节点共同组成文化、行政组团。

出于政治性、时代性和前瞻性的综合考量，珠江电影制片厂启动更新改造工作，目标打造“影视产业为核心的文化创意产业时尚新地标”。

### 项目范围

项目分为两期改造，其中一期面积为1.4万平方米；二期为3.5万平方米。

### 项目概况

文物保留利用

产业底蕴的强化与融合

工改商过程复杂

利益主体多样

强化既有产业印记，以文化产业基底为改造主题根基

- 珠江电影集团深入民心，制片厂所在地成为了广州影视产业的策源地、重要文化地标代表。凭借先天的产业优势，珠影星光城的更新改造以影视文化产业为重要基石，融合文物的历史底蕴和文化象征，打造影视产业集群。

以历史文化设施为内核，延伸消费产业链条，为工业遗址升级注入新活力

- 项目在适度保留影视制片生产环节同时，通过对物业载体的扩容升级，把文化创意设计、文化消费、文娛体验等内容导入项目，延长影视文化产业链，带来消费新活力。

## 上海互联宝地创业创新示范园项目

### 项目缘起

互联宝地园区的前身是创建于1942年的上海第二钢铁厂，系国内第一家线材生产企业，也是全国冶金行业最大的独立轧钢厂。

2006年起由于环境整治要求和产业结构调整，二钢厂开始逐渐停产外迁，2010年整体停产，厂区内大部分厂房闲置。

为进一步实现杨浦区创新经济产业集聚，2015年服务团队受宝武集团委托，对上钢二厂（即互联宝地）的产业及功能定位展开研究。

### 项目范围

项目占地351.5亩，包含314亩厂区及周边37.5亩土地，原有13栋厂房、2栋仓库、4栋综合楼及2栋配套楼宇，建筑面积由原有16万m<sup>2</sup>提升至35万m<sup>2</sup>。

其中一期建成面积约11.8万平米，于2018年6月正式投入运营，入驻各类企业50多家，近6000创业者入园。

现已形成了以人工智能、电竞、互联网+平台为主导的园区，定位为杨浦的“中关村”和“硅谷”。

### 项目概况

周边及内部环境杂乱

区域同类项目多

产业机遇精准研判

落地与招商实施

### 产业功能策略：

结合杨浦产业战略机遇及宝武集团转型战略机遇

- 项目打造需跳脱区域及四至现有的功能环境，从产业定位维度承接杨浦区战略新兴产业，同时结合宝武集团智能制造转型诉求，项目整体定位为以“互联网+”为特殊产业方向的总部经济园区。

### 留改拆建策略：

综合考虑各类要求、需求、诉求，划分留改拆建片区

- 项目建筑面积由原有的16万m<sup>2</sup>提升至35万m<sup>2</sup>（一期+二期）；现存建筑无硬性保留要求，物业改造有较大灵活性。服务团队结合风貌价值、开发容量要求、产业企业需求、资金平衡诉求等维度，将项目划分为保留改造区、半保留半改造区、拆除重建区三类拆改片区。

### 招商落地策略：

形成“互联网+”龙头效应，并迅速实现产业集聚

- 项目招商落地与服务团队定位方向匹配度超过95%，其中先期引入火娱互娱、网易暴雪、腾讯游戏、智能驾驶ROADEFEND等企业总部，形成龙头效应迅速实现产业集聚，均得益于项目前期定位中对办公产品的精准把握。

资料来源：《2022\_CBRE 城市更新白皮书》世邦魏理仕，东方财富证券研究所

**交通价值得到有机整合。**在城市扩大发展的过程中，新区往往同步采用更高的规划标准、更新的发展理念，在基础设施建设时兼顾多层次交通体系的构建，包括地面宽敞的城市快速路网、地下的轨道交通线网、空中的二层慢行系统等。而城市核心区作为传统老城区，街道尺度相对更小、更宜人，但由于发展历史悠久，基础设施相对落后，缺乏立体多层次的交通体系，在很多区域，车与人在地面抢占空间，交通效率低下、体验感较差。

在城市更新的过程中，应注重多层次交通体系的构建，通过“小街区+快慢行分离+TOD 复合开发”三大理念，由旧有的 2D 交通体系向 4D 交通体系转变，全面整合交通价值，充分融合商业功能，提升区域的交通效率与城市活力。

图表 23：城市更新对交通区位价值提升

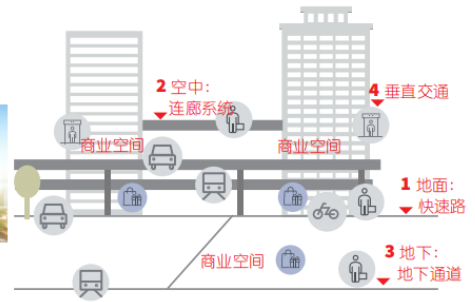
多层次交通体系转型构建



旧有 2D 交通体系  
人车同层、快慢并行



4D 交通体系



多层次交通体系助力城市核心区升级

城市核心区/商圈	轨道交通 站点数量	轨道交通 线路数量	公交线路数量	市政路网密度 (公里/平方公里)	慢行系统
新加坡滨海湾	9	5	64	7.46	步行、空中连廊
东京银座	3	4	29	10.2	步行、骑行、地下通道
东京涩谷	5	5	18	10.8	步行、骑行、地下通道
东京新宿	4	8	12	9.4	步行、骑行、地下通道
香港尖沙咀	3	3	26	8.69	步行、地下通道
香港中环	2	4	28	7.88	步行、地下通道、空中连廊
上海南京西路	2	5	10	8.39	步行、骑行、地下通道

资料来源：《焕新中央活力，迈向国际城市》2021 仲量联行，东方财富证券研究所

**结语：**中国房地产迎来了具有里程碑事件的节点，随着中央决心在超大特大城市加大对城中村改造政策的支持，代表中国城镇化最高价值区域增量改造开始启动，未来政府资本与民间资本结合，将共同开启房地产时代新的发展篇章，对投资的全面拉动将驱动中国经济走向新的增长之路。

**【风险提示】**

政策支持力度不及预期风险  
全球经济衰退风险

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。