

近期城中村改造讨论引发热议，然而大部分研究聚焦于数据测算，鲜有探讨城中村改造本质？本文尝试从人地关系视角，探讨城中村改造的层次以及可能路径。

► 我们理解城中村改造本质上是处理城镇化进程中的人地关系。

城中村改造未来采用何种模式，转化成何种类型住宅，关键不在于现在城中村面积几何，关键取决于城镇化新阶段（亦为人口向大型城市集聚）居民的潜在需求。城中村改造目的是优化既有城中村住宅，激发出更大土地价值。土地的价值不在土地本身，而在乎土地之上人的经济活动，在乎人的生产、创造和需求。即城中村改造本质上是重塑大型城市的人地关系。

城中村改造，所有的理解、匡算和预测，首要前提是理解人的潜在需求。

► 大型城市中未来居民仍有三大改造需求，分别对应三种既有的现实模式。

城中村改造目的是优化人地关系，城中村改造过程也是城中村价值发现过程。

城中村改造有三重价值发现。一是改善城中村老旧住宅品质，改善民生福利；二是满足商业住宅需求，市场再定价城市土地价值；三是满足租房需求，平衡民生福利和城市土地商业价值。

三大改造需求衍生出三种不同的改造模式。模式一，民生公益类项目运营，满足老旧住宅品质提升需求。模式二，市场化商业运营，满足商业住宅需求。模式三，市场化运作和民生保障相结合，为满足租赁住宅需求。

► 存量住宅供给和潜在人口流向的现实约束下，城中村改造内含三个层次。

针对 21 个特大和超大型城市，我们首先测算各城市当前存量住宅是否充裕，再根据当前既有存量住宅供需结构，我们将城中村改造划分为三个层次。

层次一，当前存量住宅供给不足城市，当前有必要对城中村进行拆除重建。

当前存量住宅供给不足城市，城中村有拆除重建需要，按此测算近期可拆除重建的城中村套数上限约为 462 万套。若进一步将口径收窄，存量住宅供给不足城市，只有核心地区城中村可在近年拆除重建，则窄口径测算拆除重建城中村 231 万套。即，理论上这 231 套城中村，当下便有拆除重建的需要。

层次二，未来人口流入为目前存量住房过剩城市打开的新的潜在需求。

存量住房相对充裕城市（以郑州、青岛为例，套户比>1.2），核心地区之外城中村，拆除重建的商业价值偏低。

但若考虑到河南、山东总人口众多，未来省内人口或仍郑州、青岛集中，则未来青岛、郑州非核心地区的城中村，或许也有拆除重建需要。

层次三，人口流入有限且目前存量住房过剩地区，城中村拆除重建的必要性低。

► 拆除重建之后的城中村，未来或有的三大方向。

当前存量住宅供给不足（套户比<1）切租赁热度较高地区（广州、深圳、东莞），城中村拆建之后，**可重点关注保障性租赁住房方向。**

当前存量住宅供给不足，但租赁热度适中地区（例如上海、北京），城中村拆建时，**可重点考虑商业住宅和保障性租赁住房并举。**

当前存量住宅供给充裕，租赁热度不高城市，城中村改造时，**或许更加应该重点考虑老旧住宅改善，提升原居民的居住体验。**

► 风险提示：地产政策超预期，城中村改造政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 陈怡

执业证书：S0100122120020

邮箱：chenyi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：政策加码带动情绪好转-2023/09/03
- 2.流动性跟踪周报：汇率调控的方向和节奏-2023/09/02
- 3.2023年8月PMI数据点评：平庸的库存周期-2023/08/31
- 4.全球大类资产跟踪周报：中长端美债利率涨势暂缓-2023/08/27
- 5.流动性跟踪周报：为何近期资金面收紧？-2023/08/26

目录

引言	3
1 城中村改造既有的三大运营模式	4
1.1 民生公益类项目模式	4
1.2 市场化运作项目模式	5
1.3 市场化运作和民生保障相结合模式	6
2 城中村改造的内在逻辑是人地关系	8
2.1 城中村改造，实际操作模式更加多元化	8
2.2 城中村改造，现实约束下的三个层次	10
2.3 城中村改造，三大需求分别对应三种模式	13
3 城中村改造的层次及可能路径	14
3.1 城中村改造，拆除新建规模测算（三个层次）	14
3.2 城中村改造，拆除重建之后的两大未来之路	18
4 城中村改造，本质上是一次城市人地关系重塑	19
5 风险提示	21

引言

2023年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》（下称《指导意见》）。城中村改造讨论引发热议。

目前市场仍有期待本轮城中村改造，能够复刻曾经棚改货币化，即大规模货币投入，大规模城中村拆建，较大规模商品住宅投放。

我们认为，城中村改造未来采用何种模式，转化成何种类型住宅，关键不在于现在城中村面积几何，关键取决于居民的潜在需求，能否通过城中村改造获得提升和满足。**换言之，城中村改造的本质内核是人地关系。**

本文尝试从人地关系重塑的视角，探讨本轮城中村改造的层次以及可能路径。

1 城中村改造既有的三大运营模式

过去城中村改造项目实践经验中，各地因地制宜，演化出多种模式。这些模式的改造思路和流程各不相同，我们大体可以将此分为三大类。

1.1 民生公益类项目模式

第一类是以政府为主导的模式，主要将城中村改造为民生公益类项目。

改造流程如下：

第一步，政府确定净地方案，完成前期土地整理工作。

政府确定城中村改造专项规划，拆迁补偿安置方案，政府再确定做地主体，一般是政府平台或国企。

第二步，根据城市规划，政府引入市场化主体落地改造项目。

这个过程中，引入开发商只参与项目前期管理、勘察设计、开工准备、工程建设、竣工交付、运营管理等各个环节，提供项目全生命周期管理服务，获得代建费。

政府主导模式中，改造项目公益性质更高，拆除新建比例相对较低。这种模式下，撬动得到的固定资产投资量有限，商品住房市场影响也较为有限。

该模式中，公益性质相对更高，对投资回报要求较低。

一二级开发资金压力主要由政府承担，项目建设由政府主导。

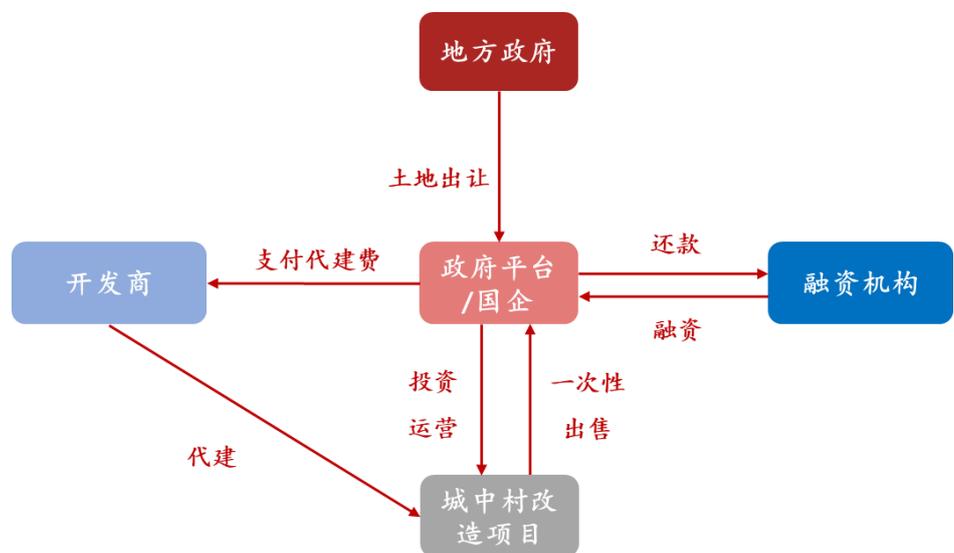
项目对商品房销售回收投资的依赖相对较低，拆除新建比例相对可控，对当地房地产市场的外溢影响也相对较小。

实践中不乏一些项目属于纯公益性质项目，不产生任何新增的商品住宅。

该模式的约束是政府资金压力大，工程改造周期较长。

该模式下政府需要承担一二级开发费用，耗费的资金量较大，且公益性质高的项目，还需要政府补贴资金，对于财政实力相对薄弱的地区而言，短期内难以快速大规模推行。

图1：公益类项目模式



资料来源：中科建信，民生证券研究院

1.2 市场化运作项目模式

第二种模式是开发商主导，市场化房企进行一二级土地联动开发，或者参与一级土地开发。

首先，政府确定拆迁安置方案，开发商完成一级净地工作。

政府确定城中村改造的专项规划，并确定初步拆迁补偿安置方案，随后开发商按照政府拆迁补偿政策标准及拆迁补偿协议（政府与村民签订），自行筹措资金，负责前期安置补偿。

其次，政府拍卖土地使用权，开发商竞拍后完成开发建设。

拆迁补偿完成后，政府通过土地交易中心采取招拍挂方式（或定向招拍挂），将土地使用权进行出让。

房地产开发商竞拍，如完成一级净地工作的开发商能竞得土地使用权，则前期投入的拆迁补偿安置资金和约定利润可冲抵土地出让金。

如完成一级净地工作的开发商未能竞得土地使用权，则土地出让金可给予其补偿。最终，获得土地使用权的房企开发建设对应的配套项目。

该模式特点是：地方政府承担的资金压力相对较小，拆除新建比例相对较高，改造项目周期相对较短。

改造项目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。货币化安置部分由参与一级净地工作的开发商垫付，这种改造模式下主要资金压力在开发商，而不在地方政府开发商。

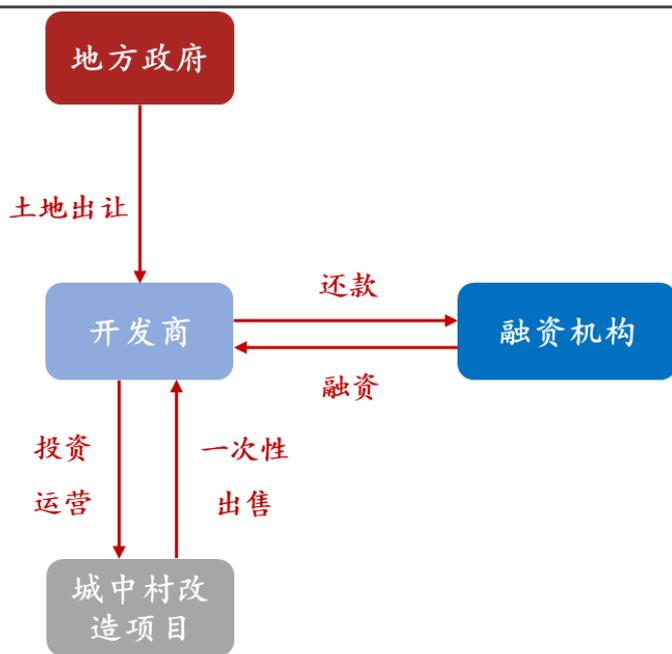
为保证安全回收资金，除建设用于安置的配套房屋外，还会增加大量商品房和租赁房供给，拆除新建比例较高。

该模式约束是，项目依赖商品房销售回款，或是租赁住房运营收入。

该模式中，开发商资金压力较大，其回收投资会更加依赖项目建成后的商品住宅销售回款或是租赁住房运营收入。

社会资金一般相对政府或国企平台较高，对资金回报率要求也更高，所以改造项目可能会推高该区域的住房价格，有带动周边房价和租金同步抬升的风险。

图2：市场化运作项目模式



资料来源：中科建信，民生证券研究院

1.3 市场化运作和民生保障相结合模式

第三类模式是政府或国企平台统一收储。

这类模式的流程相对简单，主要是地方国企统一收储，之后进行改造、出租、运营，完成城中村改造项目。

最为典型的是深圳城中村统租改造，我们以深圳元芬新村城中村改造为例进行介绍。

元芬新村的特点是外来常住人口多，且常住人口绝大部分是租户。

根据新华社报道，元芬村位于深圳市龙华区，占地面积约 10 万平。元芬新村，常住居民约 1.5 万人，户籍人口仅 565 人，共有 259 栋楼房。

2018 年，元芬新村和愿景集团旗下的深圳微棠公司展开合作，业主将房屋整栋租给愿景集团，愿景集团针对社区室内外环境、公共空间规划以及社区运营管理等方进行规模化整改，打造租赁社区——微棠新青年社区，对外出租。

收储项目的资金来源依赖国企平台融资。

以元芬新村改造为例，其资金来源主要**国企平台+银行贷款**。深圳市人才安居集团（国企）和愿景集团（市场化租赁机构）分别持有深圳微棠公司 51%、49% 的股权。

除两家企业按股权比例对项目进行投资外，深圳市人才安居集团还可以为项目带来银行授信和政府补贴。

该模式特点是，拆除新建比例可控，对商品房市场影响有限。

该类项目业主本身较少，且改造后的项目主要由于对外出租，并不会新建大量商品住宅，对当地商品房市场直接冲击较小。

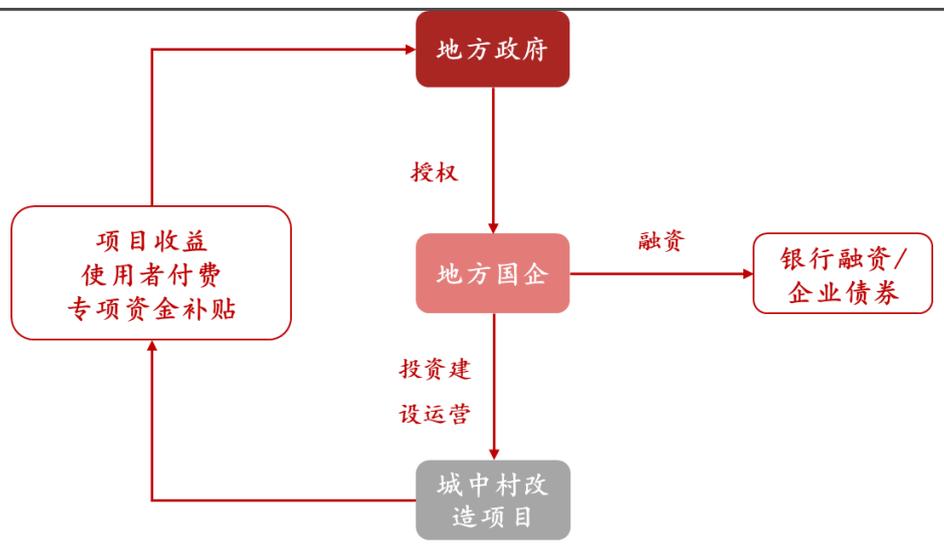
该模式的或有缺点，较依赖政府资金投入，资金回报期较长。

安居微棠在元芬新村的项目收入主要依赖租金，其次还依靠便利店、药店、超市、餐饮等商业配套产生。凭借租金和运营收入收回前期改造成本，仍然需要十年左右的时间。所以该类型项目对资金沉淀长，难以吸引社会资金参与，只能依赖财政或政府资金投入。

该模式的或有缺点，后期有租金上涨风险。

收储改造项目基本是在原有的房屋基础上进行装修改造，所以也不涉及土地问题，既不会增加商品房的供给，也不存在推高房价的风险，但可能改造成本会嫁给最终租赁资产的人群，提高房租或店铺租金等。

图3：市场化运作和民生保障相结合的模式



资料来源：中科建信，民生证券研究院

2 城中村改造的内在逻辑是人地关系

我们认为，城中村改造未来采用何种模式，转化成何种类型住宅，关键不在于现在城中村面积几何，关键取决于居民的潜在需求。因为城中村改造目的是优化既有城中村住宅，激发出更大价值。

土地和住宅本身的价值取决于居住于此的人。即城中村改造本质上是重塑城市的人地关系。不论未来如何落地，城中村改造的首要前提以及现实约束是居民的潜在需求。

2.1 城中村改造，实际操作模式更加多元化

城中村改造的宏观背景，城市建设重心由“追求增量”向“管理存量”转变。

十四五规划开启以来，城中村改造便成为新政重点。

2020年《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》发布，明确指出加快推进城市更新，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。

2020年“实施城市更新行动”首次写入我国五年规划，代表着我国城市建设

重心逐渐由“追求增量”向“管理存量”转变。

棚改任务阶段性结束，城市更新接棒，这是城镇化发展到一定程度的必然结果。

城中村改造，兼顾民生和商业属性，或蕴含多种操作性极强的具体模式。

2023年7月21日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，会议审议通过了《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》。

2023年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在京召开，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰指出，城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，要从实际出发，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。

实行改造资金和规划指标全市统筹、土地资源区域统筹，促进资金综合平衡、动态平衡。必须实行净地出让。坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式。建设好配套公共基础设施，做好历史文化遗产保护。

据当前公布文件，中央及各地政府并未明确城中村改造具体内容，从城市改造案例看，既有拆除新建项目，也有原建筑基础上更新改造项目。

我们认为 2014-2016 年棚改，主要采用拆除新建和商品房销售结合模式，本次《指导意见》指定的 21 个超大特大城市城中村改造，或采用更多样化模式，绝非当年棚改货币化这一单一模式可以类比。

图4：部分城市 2023 年城市更新计划

城市	类型	2023 计划改造			详情
		项目 (个)	面积 (万平方米)	套/户数 (万套/万户)	
上海	城中村		130	0.4	2023-2025 年, 上海将启动“城中村”改造项目 30 个, 改造老旧村 (居) 民房屋面积不少于 400 万平方米, 受益村 (居) 民不少于 1.3 万户。其中, 今年将启动“城中村”改造项目 10 个, 改造老旧村 (居) 民房屋面积不少于 130 万平方米, 受益村 (居) 民不少于 4000 户。
	旧改		12		2023 年, 上海明确要完成 12 万平方米中心城区零星旧改, 到 2025 年要全面完成中心城区近 40 万平方米零星二级旧里以下房屋改造, 基本完成有一定安全隐患的小梁薄板房屋改造。
广州	城中村	127			广州市高质量发展大会上, 广州市住房和城乡建设局局长王宏伟提到, 全市计划推进 127 个城中村改造项目 (含 46 个续建项目, 12 个新开工项目, 69 个前期项目), 重点推进 17 个城市更新项目, 力争完成 2000 亿元城市更新固定资产投资目标。
深圳	城中村			4.9	今年, 深圳住房建设局印发了《深圳市城中村保障房规模化品质化改造提升指引》, 2023 年, 深圳计划推进 4.9 万套 (间) 城中村规模化品质化改造提升项目。2019-2025 年, 规划期内全市划定的综合整治分区用地规模为 55 平方公里。
	旧改	100		6	深圳市人民政府印发《2023 年民生实事项目》, 23 年计划完成老旧小区改造 100 个以上, 惠及居民约 6 万户, 基本实现水电气等基础类改造应改尽改。
青岛	旧改	473		13.8	2023 年, 青岛市计划改造老旧小区 473 个, 计划完成投资 64.8 亿元, 面积约 1109 万平方米, 惠及居民 13.77 万户。未来三年, 全市计划开工改造城镇老旧小区 1108 个, 惠及居民 30 万户。
	城中村	85			2023 年计划推进城中村改造项目 85 个, 计划完成投资 175 亿元。
厦门	城中村	25			厦门市人民政府印发《厦门市城中村现代化治理三年行动方案 (2023-2025 年)》, 自 2023 年启动试点, 利用 3 年时间实现 108 个行政村治理全覆盖。2023 年, 打造样板。筛选条件较为成熟的 25 个城中村作为治理试点; 2024 年, 提升推广。适度扩大治理范围, 推动 40 个城中村重点治理建设; 2025 年, 全面完成。推动剩余 43 个城中村治理。
昆明	城中村	641	634.88	8.2	昆明市下发 2023 年纳入中央补助资金支持改造计划项目的老旧小区名单。全市共有 13 个县 (市) 区申报改造计划, 涉及 641 个小区 3205 栋, 住宅建筑面积 634.98 万平方米, 涉及居民 82219 户。
	棚改	44			2023 年, 拟启动 44 个城中村改造。
北京	棚改			5.6	2023 年, 全市拟开工建设保障性租赁住房 20565 套, 城镇棚户区改造 5630 套。
	棚改			1	2025 年, 基本完成 134 个在途城镇棚户区改造项目, 完成 30000 户改造任务。
成都	旧改	301			2025 年, 有序推进 700 处老旧厂房更新改造、低效产业园区“腾笼换鸟”。重点推动 500 万平方米左右低效老旧楼宇改造升级, 完成 22 个传统商圈改造升级。实施 100 万平方米老旧楼房改建和简易楼腾退改造。2023 年预计完成 301 户老旧小区改造。
	旧改	592		5.8	2023 年, 改造老旧院落 592 个、5.8 万户。2024 年, 改造老旧院落 505 个、4.6 万户。2025 年, 改造老旧院落 544 个、5.7 万户。
杭州	城中村	31			成都市住房和城乡建设局发布《成都市城市更新建设规划 (2022-2025)》公开征求意见稿, 提出将成片推进城市更新, 按照“少拆多改, 注重传承”的原则, 推进 31 片城中村改造。
杭州	旧改	220			2022 年底, 杭州累计完成改造 962 个老旧小区, 涉及住户超 45 万户。接下来, 2023-2025 年, 还要开展新一轮老旧小区改造三年行动, 对尚未改造的 670 个城镇老旧小区进行综合改造提升。
南京	旧改	643			南京 2023 年 72 个计划改造的老旧小区名单正式出炉, 涉及 643 幢房屋、2.43 万户居民。
重庆	旧改	2069			计划新开工改造城镇老旧小区 2069 个, 涉及 4507 万平方米。截至目前, 已开工改造城镇老旧小区 590 个、1328 万平方米, 开工率 28.5%。
	棚改			8.3	2025 年, 全市将实施城镇棚户区 (危旧房) 改造三年行动计划, 预计改造棚户区 8.3 万户。
长沙	旧改	493			长沙市人居环境部门表示, 2023 年全市要高质量推进 13 个重点片区城市更新项目续建任务和 3 个城市更新项目新建任务, 开工改造城镇老旧小区 493 个、城镇危旧房屋 200 栋、农安房小区公共安全提升工程 228 个, 创建绿色完整居住社区 AA 型 25 个、AAA 型 15 个。
厦门	城中村	25			2023 年启动试点, 利用 3 年时间实现 108 个行政村治理全覆盖。2023 年, 打造样板。筛选条件较为成熟的 25 个城中村作为治理试点, 精心策划治理项目, 打造首批精品村 (思明区 2 个、湖里区 3 个、集美区 4 个、海沧区 4 个、同安区 6 个、翔安区 6 个)。各区在试点村中挑选 2 个行政村开展整村治理, 重点打造为样板村。样板村由各区党政主要领导分别挂帅推进。2024 年, 提升推广。适度扩大治理范围, 推动 40 个城中村重点治理建设 (湖里区 3 个、集美区 9 个、海沧区 3 个、同安区 15 个、翔安区 10 个)。2025 年, 全面完成。推动剩余 43 个城中村治理 (湖里区 4 个、集美区 8 个、海沧区 3 个、同安区 19 个、翔安区 9 个), 实现城中村现代化治理全覆盖。
天津	旧改				天津市政府办公厅于 2021 年印发了《天津市老旧小区房屋老旧小区改造提升和城市更新实施方案》1。该方案提出了三方面的重点任务, 其中之一是老旧小区改造提升。针对全市城镇范围内建成年代较早、失养失修失管、市政配套设施不完善和社区服务设施不健全、居民改造意愿强烈的住宅小区 (含单栋住宅楼) 实施改造, 改善居民居住条件。到“十四五”期末, 力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。

资料来源: 上海市、深圳市等政府官网, 新华社, 央广网, 澎湃新闻, 民生证券研究院

2.2 城中村改造, 现实约束下的三个层次

目前市场仍有期待本轮城中村改造, 能够复刻曾经棚改货币化, 即大规模货币投入, 大规模城中村拆迁, 较大规模商品住宅投放。

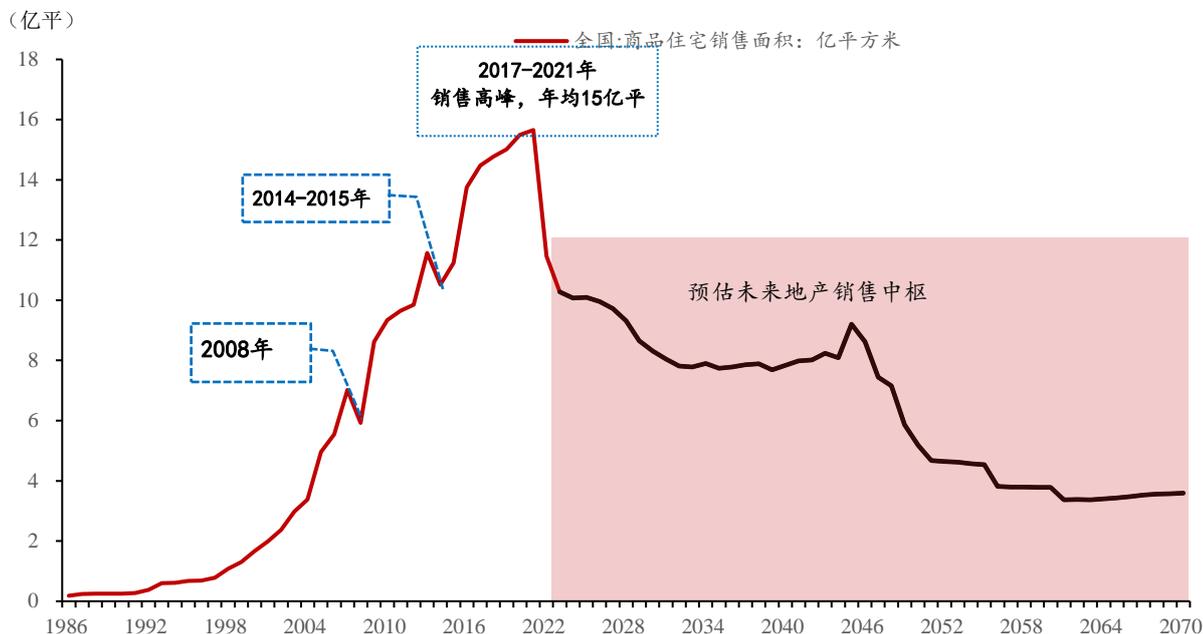
然而当下中国正在经历一次巨大的地产长趋势拐点, 未来迎来三大趋势, 决定了本轮城中村改造或不再能够重现当年棚改货币化的规模和操作模式。

未来地产趋势之一, 商品住宅从总量供给不足到供需基本平衡。

未来地产趋势之二, 新增刚性购房需求下行决定地产销售中枢下移。

未来地产趋势之三, 中国地产的能动空间在人口持续流入地区的城市更新。

图5：地产未来销售中枢下移



资料来源: wind, 民生证券研究院

再来理解本轮城中村改造，内含三个层次。

层次一，当前人口流入且存量住房不足地区，这些地区城中村拆除重建的比例可适当提高，拆除重建的节奏也可以适当加快。

人口流入缓慢且住房供应已经过剩的地区，城中村拆除重建的意义非常有限。因为住房供给过剩情况下，城中村拆除重建，增加无效供应，加大地区住房库存去化压力。

层次二，未来人口仍将流入但当前存量住房过剩地区，城中村拆除重建不必急于当下，随着城市扩容以及人口流入而有序推进。

以郑州、青岛等二线城市为例，当地城镇居民现有套户比已经大于1，即存量住房已够应对当前城镇常住居民需求。这也意味着这些城市目前大部分地区的城中村（除去核心地区）当下不具备拆除重建的商业价值。

但若考虑到河南、山东总人口众多，未来省内人口若仍有向郑州、青岛集中趋势，则未来随着人口持续流入，郑州、青岛非核心地区的城中村也有拆除重建需要。

层次三，人口流入有限且目前存量住房过剩地区，城中村拆除重建的必要性低。

图6：城中村改造模式按强度分类

更新强度	更新内容
少拆或不拆	外观修缮、加建电梯等辅助性设施完善公共服务设施、增设或改造养老等社区服务设施、保护活化利用文物或历史风貌区及历史建筑等
部分拆除	介于综合整治和拆除重建之间
大面积拆除或全部拆除	建设商业住宅、商业办公、酒店公共配套等，通过置入新的产业，提升区域发展能级

资料来源：中建政研，民生证券研究院

以上述三个层次理解中国 21 个超大和特大型城市城中村改造，我们认为城中村改造将延如下两个逻辑。

第一，城中村改造并非一日之功，需要跟随城市发展逐步推进。

根据我们估测，中国未来 30 年时间内，居民住宅总量需求处于平稳期，人口流向分化，这为城中村改造提供了稳定的总量需求环境和结构性的改造诉求。

第二，针对城市的既有人口和存量住房，城中村改造或将分批次有序推进。

市内中心片区、当前住宅供给不足地区，可能最先拆除重建。未来仍有人口流入潜力的地区，其非核心区域城中村拆除重建排在其次。

人口流入有限地区的非核心区域，城中村拆除重建能够撬动的经济效益应极为有限，整治提升应为主要改造方式。

例如上海政府公布的城中村改造计划，较为明确的指出将中心城区周边及五大新城范围的城中村改造优先纳入改造计划。

图7：深圳城中村综合整治总体规划（2019-2025年）

城中村改造综合整治分区用地规模（2019-2025年规划）			
各区名称	分区划定规模（公顷）	区域划分	占比
福田区	127	核心区域	8.05%
罗湖区	135		
南山区	181		
盐田区	12	非核心区域	91.95%
宝安区	1610		
龙岗区	1487		
龙华区	859		
坪山区	409		
光明区	416		
大鹏新区	266		
总计	5502		

资料来源：深圳市政府官网，民生证券研究院

2.3 城中村改造，三大需求分别对应三种模式

土地的价值取决于土地之上的经济活动。城中村改造，最终目的是重塑人地关系，完成城中村的价值发现。

城中村改造有三重价值发现。

- 一是改善城中村老旧住宅品质，改善民生福利。
- 二是满足商业住宅需求，市场再定价城市土地价值。
- 三是满足租房需求，平衡民生福利和城市土地商业价值。

三大改造需求衍生出三种不同的改造模式。

从产品模式和退出机制看，城中村改造可以有三种运营模式，主要市场化运作项目、公益性项目，以及市场化运作和公益相结合的项目。

其一，为满足老旧住宅品质提升需求，民生公益类项目模式更适用。

该模式并不受地区的住房供需格局约束，因为本质上是对既有老宅进行修缮，商业价值低，民生社会属性强，因而依赖财政资金投入。

其二，为满足商业住宅需求，市场化运作项目模式更适用。

该模式充分利用土地价值再定价，将原来具备巨大潜在商业价值的城中村老宅拆除重建，建造为新的优质商品住宅，满足城市新增住房需求，尤其是改善性住房需求。

这种模式具备较强商业价值，可通过市场化运行模式“盘活”城中村。故而这种模式不依赖财政补贴。只不过这种模式适用于潜在商品住宅需求较高地区。

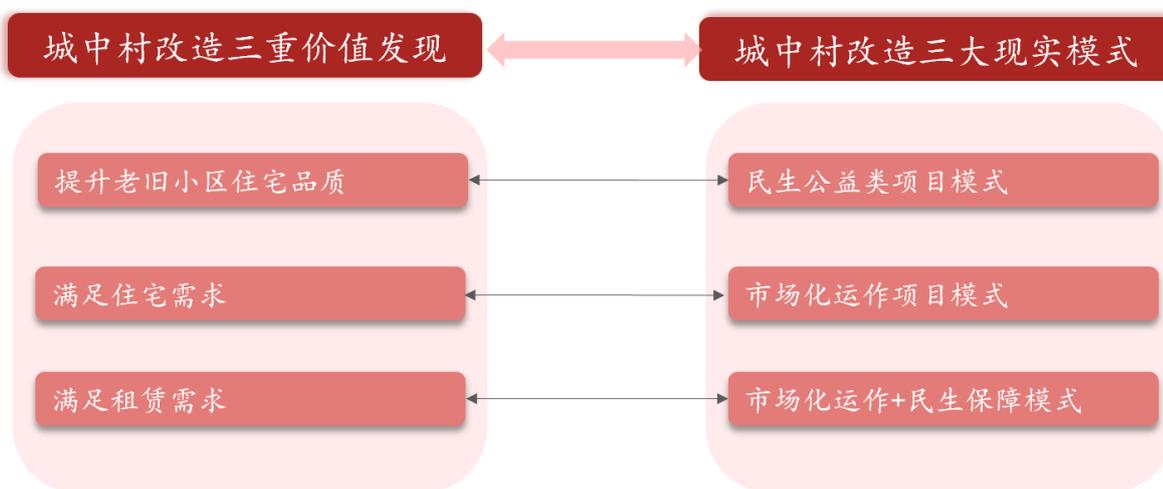
其三，为满足租房需求，市场化运作和民生保障相结合模式更适用。

该模式需要在保障民生福利和挖掘土地商业价值两者之间寻求平衡。一方面需考虑当地住房市场的租赁热度；另一方面在租金限价的现实约束之下，仍需要财政出力补足资金缺口。

相较于过去棚改直接通过商品房涨价和销售退出的单一产品模式，《指导意见》还提及将“城中村改造与保障性住房建设结合好”。我们也注意到目前已经出台城中村改造指导意见的城市，例如广州和深圳，更多关注在城中村现有房屋改造后用于保障性租赁和住房的方向。

市场化操作层面，城中村改造路模式偏向商品住宅，还是保障性商品租赁住房，需要评估新增居住需求的同时，也要考虑地区财政实力。

图8：城中村改造，三大需求分别对应三种模式



资料来源：民生证券研究院绘制

3 城中村改造的层次及可能路径

3.1 城中村改造，拆除新建规模测算（三个层次）

此次《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》将城中村改造范围圈定于超大特大城市。根据第七次人口普查数据：

7 个超大城市 (常住人口>1000 万) 分别为上海、北京、深圳、重庆、广州、成都、天津。

14 个特大城市分 (500 万<常住人口<1000 万) 别为武汉、东莞、西安、佛山、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明、大连、杭州。

我们从城中村改造的三个层次出发，匡算当前有必要推进拆除重建的规模，同时考虑未来拆建规模潜在的有效空间。

图9：此次《指导意见》针对特大超大型城市

城市能级	城市名称
超大城市 (城区常住人口超过 1000 万)	上海、北京、深圳、重庆、广州、成都、天津
特大城市 (城区常住人口在 500-1000 万)	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

资料来源：2020 年中国人口普查分县资料、民生证券研究院

层次一，匡算当前有必要推进城中村拆除重建的城市。

为衡量和更好比较不同城市的住房供需格局，我们引入城市层面的套户比指标，计算上述 21 个城市城镇居民户均拥有的住房数。

参考《2020 年人口普查分县数据》披露的各地商品房、租赁以及自建房的比例，测算结果如下：

城市套户比大于 1 的有 9 个城市：佛山市、成都市、西安市、青岛市、武汉市、昆明市、郑州市、重庆市、长沙市。

城市套户比小于等于 1 的有 12 个城市：深圳市、北京市、东莞市、上海市、广州市、大连市、南京市、天津市、济南市、杭州市、沈阳市、哈尔滨市。

当下 9 个城市的城镇居民套户比 >1 ，说明这些城市当前并不太缺住房。若当下进行城中村改造，采用棚改旧模式进行大规模拆除重建，意义将极为有限。

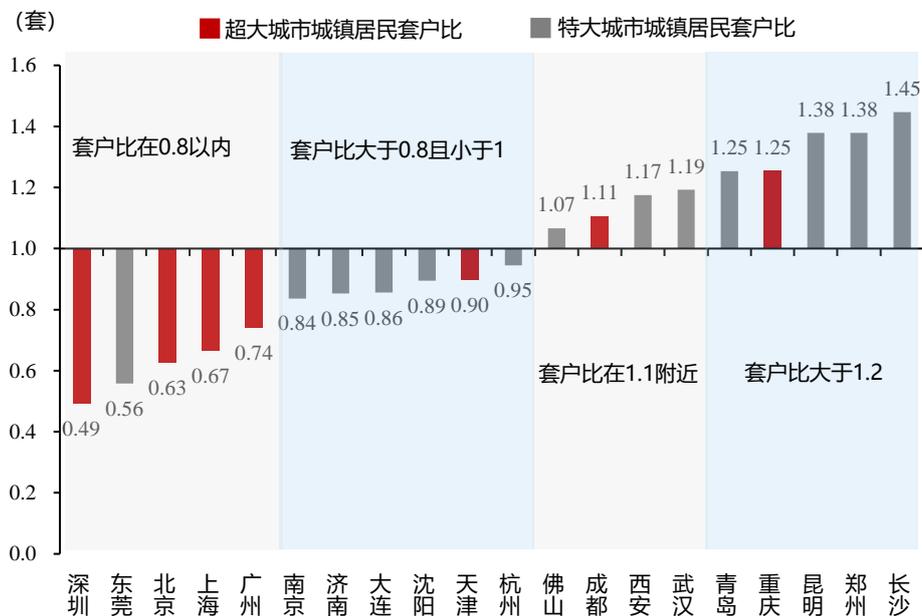
考虑东三省城镇化推进更早且较快，人口在净流出，沈阳、大连、哈尔滨¹的老宅数量也更多，并不急需对城中村进行拆迁重建，因此我们重点关注其余 9 个城镇居民套户比小于 1 的城市，这类城市存量住宅供应仍并未饱和。即使不考虑未来有持续人口流入，当前盘活存量土地，城中村拆除并且重建，增加有效住房供应，依然非常有必要。

测算得到，当前 9 个存量住宅供给偏紧的超大和特大城市，城中村改造需要

¹ 黑龙江常住人口与户籍人口每年都完全相等，这不符合现实情况。我们因此推断黑龙江省常住人口统计或许有偏，哈尔滨数据或受影响。

并且能够拆除重建的住宅上限约为 462 万套。

图10：21 个特大和超大型城市套户比



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

考虑城市住房供需内部呈现分化，可进一步匡算窄口径的拆建体量。

所谓住房结构性供应过剩，背后本质依旧是存量市场极致博弈。

参考上海、北京等地区城中村改造优先市内、及中心片区方案，我们进一步框定窄口径城中村拆除重建区域，主要为城镇居民套户比 ≤ 1 的城市的核心区域。

依据各地公布的城中村改造项目规划，我们预计核心区域占各地城中村规划占比最多为 50%。

城中村改造中拆建套数较窄口径的测算结果为大概 231 万套。理论上这 231 万套是城中村改造进程中可马上推进拆除重建的。

图11：广州城中村项目分布

广州市城市更新(城中村改造)3年计划				
所属区	总面积(公顷)	总数量	区域划分	面积占比
越秀区	390	3	核心区域	23.91%
海珠区	425	4		
天河区	674	10		
荔湾区	1247	19	非核心区域	76.09%
白云区	516	7		
黄埔区	1489	18		
花都区	421	4		
番禺区	568	11		
南沙区	39	1		
从化区	135	4		
增城区	324	2		

资料来源：广州市政府官网，民生证券研究院

层次二，关注未来人口流入给目前存量住房过剩地区打开的潜在需求空间。

以发展视角看，当前已经出现住房供应过剩的部分城市，若未来能迎来人口的持续流入，住房需求的增加或将打破现在的供需平衡状态。

因此再更长期视角来看，目前虽然9个大型和特大型城市住宅套户比大于1，当前存量住宅供给偏过剩（郑州、青岛为代表），但若未来人口持续流入这些地区，例如河南人口持续向郑州流入，那么这9大城市核心区域的拆建空间仍值得关注。

层次三，人口流入有限且目前存量住房过剩地区，城中村拆除重建的必要性低，大概率推行综合整治为主导的更新改造模式。

我们在测算拆建规模和潜在增长空间时，无需考虑这部分地区的城中村面积。

图12：城中村改造测算结果（三个层次）
城中村改造的拆除新建规模测算

层次一	当前 11 个存量住宅供给偏紧的超大和特大城市， 城中村改造需要并且能够拆除重建的住宅上限约为 462 万套。
层次二	核心区占各地城中村规划的比重最多为 50%，意味着 城中村改造进程中可马上推进拆除重建的规模为 231 套。
层次三	虽然 9 个大型和特大型城市存量住宅供大于求，但若 未来人口持续流入，那么这 9 大城市核心区域的拆建空间仍值得关注。
层次三	人口流入有限且目前存量住房过剩地区，城中村拆除重建的必要性低，大概率推行综合整治为主导的更新改造模式，而非拆除重建。

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

3.2 城中村改造，拆除重建之后的两大未来之路

对于有拆建诉求的城市而言，城中村拆除之后是采用商品住宅模式还是保障性租赁住房模式，我们可以用住房租赁占比的指标帮助我们帮助判断。

用城市租赁住房占比指标，把目前 12 个供应偏紧城市划分为三类：

第一类，租赁热度较高的城市（租赁住房占比>50%）：深圳市、东莞市、广州市。

第二类，租赁热度适中的城市（租赁住房占比>30%，但小于 50%）：北京、上海、杭州。

第三类，租赁热度较低的城市（租赁住房占比<30%）：大连市、南京市、天津市、济南市、沈阳市等。

租赁热度较高城市主要有广深等珠三角地区，着重体现在三个城市租赁住房占比较高，深圳、东莞和广州。广深等珠三角地区不仅聚集金融资源，同时也是中国重要的劳动密集型制造业集聚地带。这就意味着这些地区租赁热度较高的背后，隐含着更深层次的产业分工逻辑。

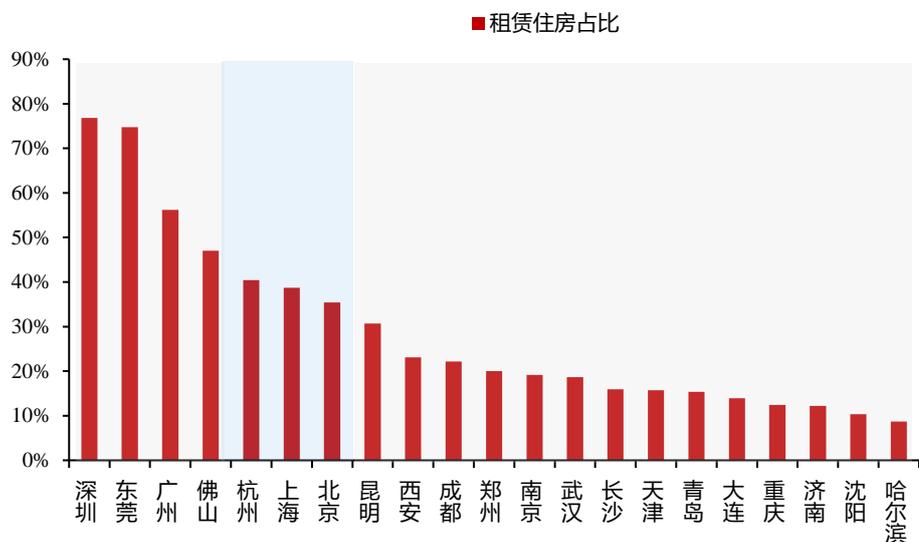
如何在平衡人口流入并继续发挥制造业价格优势同时，还能够满足新增人口的居住需求，我们认为更好的一个平衡路径是提供更多保障性租赁住房。

对于广深等珠三角地区，也是租赁热度最高、产业分工复杂的地区，我们认为城中村拆除重建之后，可重点考虑保障性租赁住房方向。

租赁热度适中的地区，例如上海和北京，或可更多偏向商业住宅模式，当然也可配合保障性租赁住房模式。

在租赁热度较低的城市，或更多采取拆建后商品住宅的方向。

图13：超大特大城市租赁住房占比



资料来源：2020年中国人口普查分县资料，民生证券研究院；

4 城中村改造，本质上是一次城市人地关系重塑

自城中村改造跃入大众视野之后，市场对未来城中村或有模式展开激烈探讨。而对城中村改造将涉及多大规模，市场陷入巨大分歧。

推演未来城中村或有规模时，不乏有洞见的估测模型，令人深受启发。然而我们发现一点，目前再精细模型测算背后，鲜有探讨城中村改造的本质内核：什么是城中村改造，为什么要城中村改造？

城中村改造的宏观背景是中国人口再集聚和城市再扩张的历史大进程。这一进程或许也是中国高端产业发展，人口、资金、技术、信息再集聚的过程。

过往三十年，中国经历了一次堪称世界奇迹的人口大迁移。1998年房改至今，中国已经完成5亿人口城镇化，这种磅礴的城镇化进展，内在驱动力在于中低端产业驱动工业化，工业化又进一步牵引着已农村人口向城镇人口转变。

未来中国的方向应该在高端制造业升级以及重大科技突破，而这势必会带来人口进一步集中，正如曾经日本、韩国走过的发展之路。

住宅市场的种种变革都内生于城镇化进程，而城镇化进程又受到产业变革牵引。所以包括城中村在内的房地产供需演绎，最终都需要回归到朴素人地关系上。这也是为何我们呼吁，理解城中村改造，关键是把握人口流向和产业结构。

当前市场对于城中村改造项目讨论，过多采用同一套逻辑和模式进行推演，而忽略了住房供需大背景下，各个地区城中村改造面临的现实约束各不相同。

我们认为主要有以下两点值得关注：

其一，城中村是否需要拆除重建，关键是要判断当前城市存量住宅供需以及未来人口流入趋势。

若当前城镇居民套户比已经大于1，这些城市当下城中村改造重点应该落在老旧住宅修复，而非拆除重建。忽略人口和住宅总量供给，而延续棚改旧模式的大拆大建，只会进一步恶化商品房供需错配。

针对当前城镇居民套户比 <1 的城市，存量供应仍并不十分饱和。即使不考虑后续人口流入带来的红利，盘活存量土地资产增加住房供应也有较强必要性。

在充分考虑住房供需的现状，不是所有城市都有大拆大建的必要，这也就意味着不同城市城中村改造的规模和体量不能一概而论。

其二，针对存量住宅供给不足、人口尚在持续流入城市，城中村有拆除重建必要，但拆除之后重建成怎样的住宅类型，即城中村改造的最终用途也会不同。

对于有住房供应需求的城市而言，究竟是采用商品住宅模式还是保障性租赁住房模式，需要考虑当地人口结构、租房人口比例等等多重因素。

两种模式在其项目推进模式、融资方式、对房地产市场的影响完全不同，在做测算时需要分开讨论。

5 风险提示

- 1) **地产政策超预期。**若地产相关政策再次进行调整,可能会导致本文测算结果和相关结论与实际情况有偏差。
- 2) **城中村改造相关政策超预期。**若城中村改造相关政策再次进行调整,可能会导致本文测算结果和相关结论与实际情况有偏差。

插图目录

图 1: 公益类项目模式.....	5
图 2: 市场化运作项目模式.....	6
图 3: 市场化运作和民生保障相结合的模式.....	8
图 4: 部分城市 2023 年城市更新计划.....	10
图 5: 地产未来销售中枢下移.....	11
图 6: 城中村改造模式按强度分类.....	12
图 7: 深圳城中村综合整治总体规划 (2019-2025 年).....	13
图 8: 城中村改造, 三大需求分别对应三种模式.....	14
图 9: 此次《指导意见》针对特大超大型城市.....	15
图 10: 21 个特大和超大型城市套户比.....	16
图 11: 广州城中村项目分布.....	17
图 12: 城中村改造测算结果 (三个层次).....	18
图 13: 超大特大城市租赁住房占比.....	19

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026