中国平安 PING AN 专业·价值

35th 1988-2023 中国平安成立35周年

专业 让生活更简单

证券研究报告

从案例视角看城中村改造逻辑
——地产杂谈系列之五十一

行业评级

地产 强于大市（维持）

证券分析师

杨 侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

郑茜文 投资咨询资格编号：S1060520090003

2023年11月17日

平安证券

请务必阅读正文后免责条款

投资要点

- **城中村改造为城市更新重要组成，政策推动提速发展：**城中村改造近期多次被中央提及，关注度与重要性持续提升，从改造程度看，可分为拆除新建、整治提升、拆整结合，从实施主体看，可分为政府、市场、村集体主导。城中村改造规模整体可观，区域分化，当前范围划定为超大特大城市，随着政策陆续出台，地方工作推进，改造进程有望适度加快。
- **城中村改造特点鲜明，模式间存细微差异：**典型案例梳理显示，城中村改造呈现周期长、资金需求大、资金回报不确定性高等特点，其中市场主导的拆除新建项目耗时较长，资金需求量大通常伴随分期开发。资金回收路径相对清晰，拆除新建多以商品住宅销售、商业地产运营等作为回笼渠道；拆整结合多以拆后重建商业体现金流覆盖拆除、整治成本；整治提升则多以租金作为回款渠道。改造项目回报率存在不确定性，市场化程度高、充分享受土地增值红利的拆除新建项目回报更为可观。另外，市场化主体参与形式多样，统筹开发、代建等均为可选项。
- **城中村改造资金多元，关注政策发力方向：**基于城中村改造特点，能否顺利解决资金问题、以合适回报提升资金吸引力，或为项目成功实施关键。城中村资金渠道多元，但赔偿标准高企、拆建比例限制、净地出让要求等对资金回报产生扰动。考虑部分民营市场主体改造能力受损等现实变化，政府统筹存在必要，政策发力点预计聚焦改造资金拓宽与项目机制完善，关注政策性资金支持、做地收储细节设置等情况。
- **投资建议：**考虑城中村改造规模可观、政策出台及地方推进有望加快，建议关注具备城中村改造经验与能力企业，如天健集团、越秀地产等。同时随着城中村改造等三大工程实施建设、房地产发展新模式持续构建，兼具周期穿越能力及中长期模式布局企业有望胜出，建议关注保利发展、招商蛇口、中国海外发展、越秀地产、建发国际集团、华发股份等。
- **风险提示：**1）推进进程不及预期风险；2）政策调整及落地效果不及预期风险；3）房企流动性问题发酵超出预期风险。

前言

➢ 2023年4月以来城中村改造多次被中央提及，关注度与重要性持续提升。当前市场对于城中村改造研究多集中于规模测算、与棚改对比分析等方面，不同于市场已有研究，本篇报告以案例为切入点，通过案例梳理总结城中村改造模式、要点与难点，并针对性讨论城中村改造资金来源、政策可进一步发力方向等问题。

城中村改造相关表述

时间	文件/会议	内容	相关部门
2023年4月28日	政治局会议	在超大特大城市积极稳步推进**城中村改造**和“平急两用”公共基础设施建设。	中共中央政治局
2023年7月21日	关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见	要坚持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，**加大对城中村改造的政策支持**，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。	国常会
2023年7月24日	政治局会议	要加大保障性住房建设和供给，积极**推动城中村改造**和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。	中共中央政治局
2023年7月28日	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	要坚持问题导向和目标导向，以新思路新方式**破解城中村改造中账怎么算**、钱怎么用、地怎么征、人和产业怎么安置等难题，探索出一条新形势下城中村改造的新路子。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。	中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰
2023年10月12日	超大特大城市城中村改造将分三类实施	超大特大城市正积极稳步**推进城中村改造**，分三类推进实施。一类是符合条件的实施拆除新建，另一类是开展经常性整治提升，第三类是介于两者之间的实施拆整结合。住房城乡建设部城中村改造信息系统投入运行两个月以来，已入库城中村改造项目162个。	住建部

资料来源：政府网站，平安证券研究所

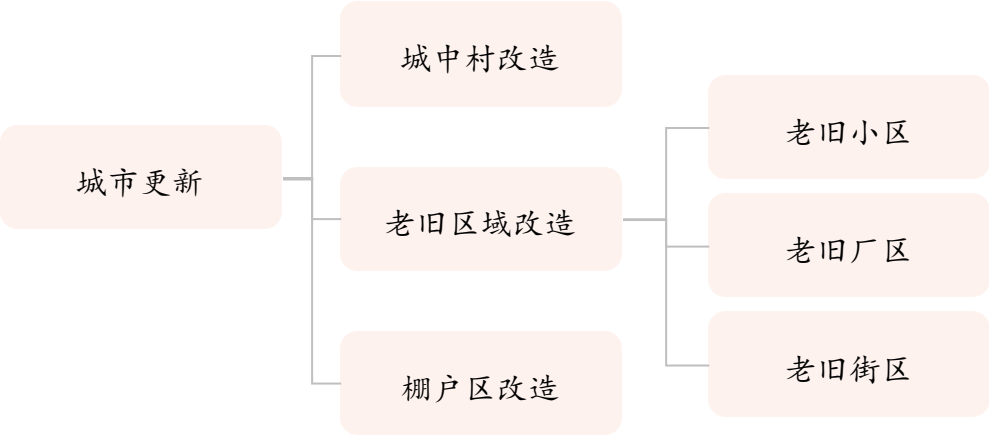
目 录 CONTENTS

- 城中村改造基本情况
- 城中村改造案例梳理
- 案例共性总结与未来推进展望
- 投资建议与风险提示

城中村改造为城市更新重要组成

- 城中村是指农村村落在城市化进程中由于全部或大部分耕地被征用，农民转为居民后仍在原村落居住而演变成的居民区。城中村改造为城市更新重要组成，有利于消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构。
- 从实施主体看，城中村改造可分为政府主导、市场主导、村集体主导与混合主导；从改造程度看，城中村改造可分为拆除新建、整治提升与拆整结合。其中拆除新建中，对原村民补偿方式可分为货币化补偿、房票安置、实物安置三类，土地开发模式可分为一二级联动、做地收储。

城中村改造为城市更新重要组成



城中村改造模式划分

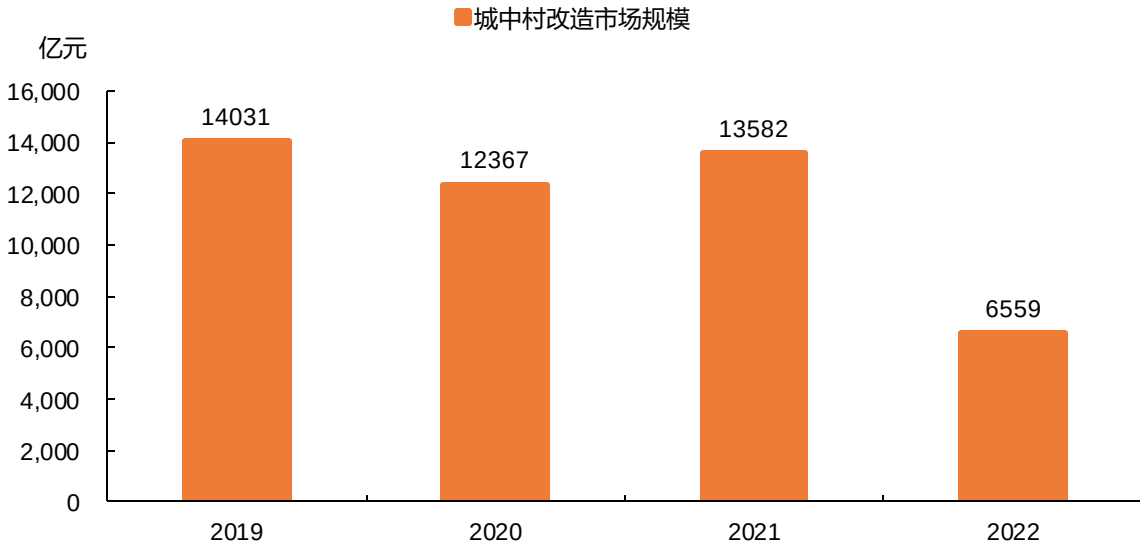
维度	具体做法
按实施主体	政府主导、市场主导、村集体主导、混合主导
按改造程度	拆除新建、整治提升、拆整结合
按补偿方式（针对拆除新建）	货币化补偿、房票安置、实物安置
按开发模式（针对拆除新建）	一二级联动、做地收储

资料来源：政府网站，平安证券研究所

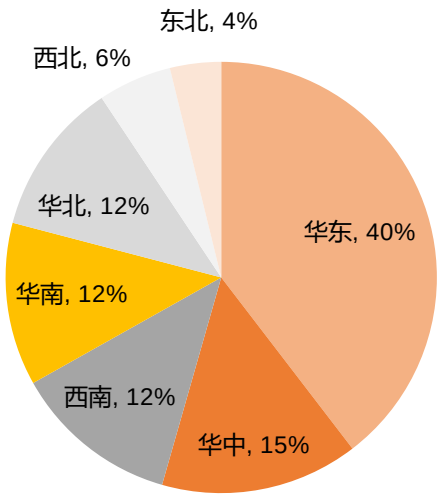
城中村改造规模可观、区域分化

➢ 根据观研天下数据披露，2019-2022年城中村改造规模分别为1.4万亿元、1.2万亿元、1.4万亿元、0.7万亿元。各区域间呈现分化，2022年华东、华中、华南、西南区域市场规模分别占比40%、15%、12%、12%，相对靠前。

2019-2022年城中村改造市场规模



2022年城中村改造市场规模构成（分区域）

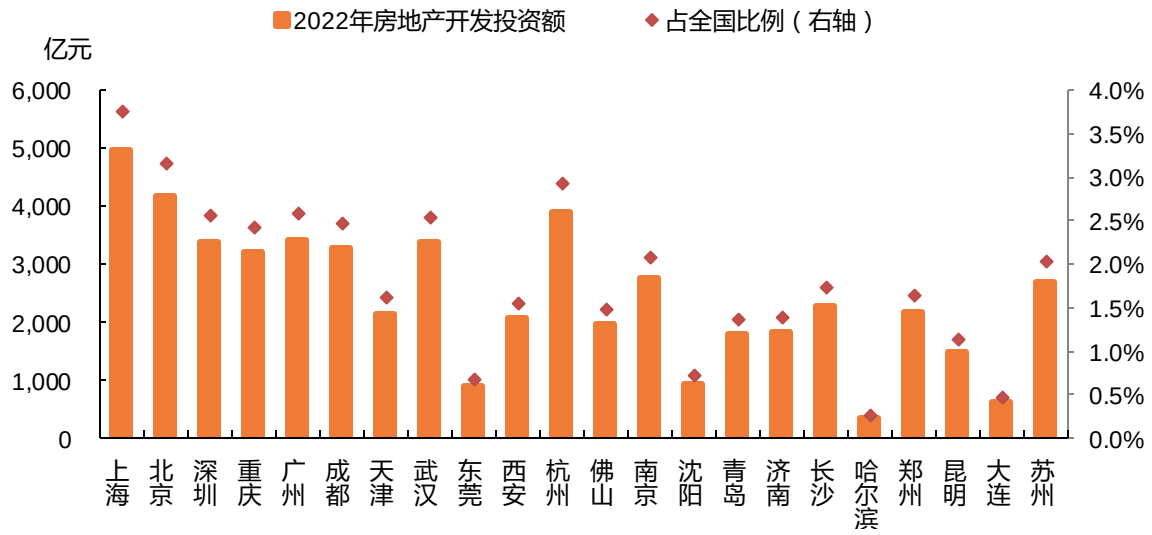


资料来源：观研天下，平安证券研究所

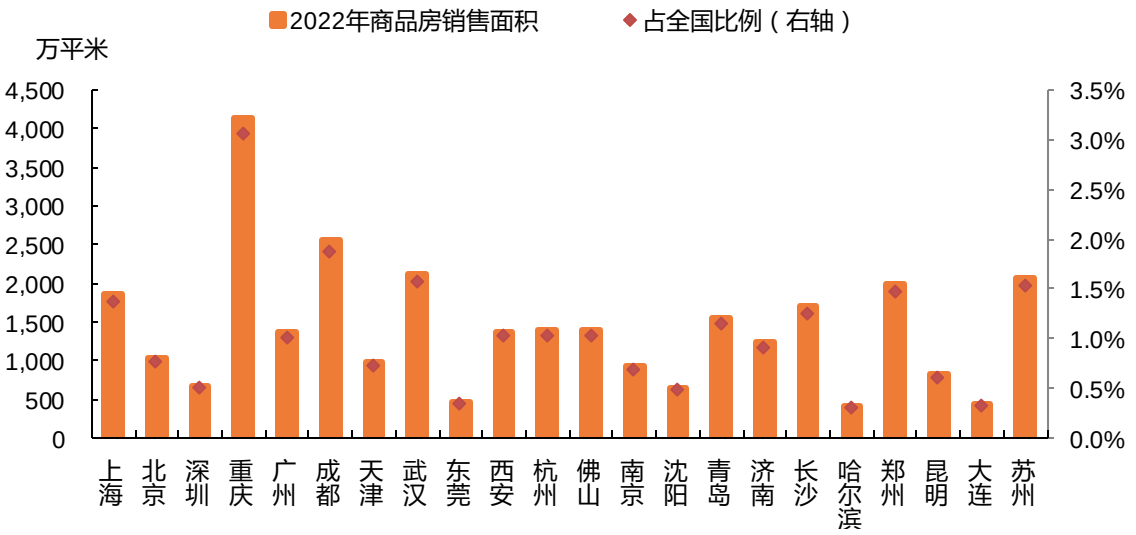
聚焦超大特大城市，发展有望提速

➢ 2023年4月28日政治局会议将城中村改造范围划定为超大特大城市。根据《国务院关于调整城市规模划分标准的通知 国发〔2014〕51号》，城区常住人口500万以上1000万以下为特大城市、1000万以上为超大城市。参考七普数据及苏州城区统计口径更新信息，统计超大特大城市共22个，2022年22城房地产开发投资额占全国40.4%，商品房销售面积占全国23%。9月自然资源部发布《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》，提出未纳入通知试点范围的超大特大城市、以及具备条件的城区常住人口300万以上的大城市，实施城中村改造项目可参照通知明确的试点政策执行，城中村改造城市存在扩围可能。整体看，随着相关政策陆续出台、地方工作稳步推进，城中村改造进程有望适度加快。

22个超大特大城市房地产开发投资额及占全国比例（2022年）



22个超大特大城市商品房销售面积及占全国比例（2022年）



资料来源：政府网站，统计局，平安证券研究所

目 录 CONTENTS

- 城中村改造基本情况
- 城中村改造案例梳理
- 案例共性总结与未来推进展望
- 投资建议与风险提示

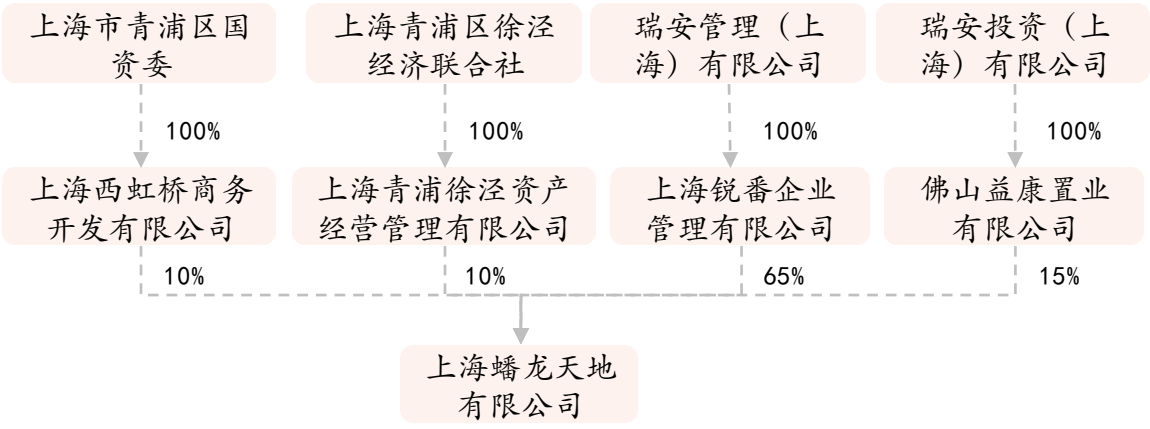
案例一：上海蟠龙村改造

➢ **上海首批城中村改造项目之一，政企合作共同推进。**蟠龙村项目位于上海青浦区徐泾镇，总占地面积752亩，为2014年上海首批启动城中村改造项目之一，通过探寻古镇商业与人文风景双引擎模式，实现区域整体品质、交通、吸引力提升。改造后形成三大城市空间：约23万方公共公园绿地（蟠龙公园）、约5万方水乡古镇商业（蟠龙天地）、约25万方住宅（蟠龙国际住区）。项目由徐泾镇、西虹桥公司和瑞安集团合资成立的项目公司（上海蟠龙天地有限公司）共同开发，瑞安集团持有主要股份。项目建设周期约5年，整体改造周期约9年。

上海蟠龙村改造历程

- 2014年：蟠龙村项目纳入上海首批城中村改造，瑞安与政府接触
- 2015年初：上海青浦区与瑞安集团启动蟠龙古镇及周边评估研究
- 2015年底：青浦区编制完成《蟠龙古镇及周边地区评估报告》
- 2017.3：瑞安与区政府签署合作协议
- 2017.5：瑞安与徐泾镇、西虹桥公司合作成立蟠龙项目公司
- 2018年：1月规划方案获批，6月获得城中村改造批复
- 2019.5：市政道路开工建设（下半年绿地、河道相继开工）
- 2019.10：第一批土地出让合同签订
- 2019.12：动迁工作完成，第一批土地出让金兑回
- 2020：下半年获得商业施工许可证，10月住宅首批入市
- 2022.5：公共绿地蟠龙公园开放
- 2023.4：商业区蟠龙天地正式开业

上海蟠龙村改造政企合作结构



资料来源：仲量联行、瑞安房地产《瑞安“城中村”发展实践研究》，Wind，平安证券研究所

案例一：上海蟠龙村改造

- **土地整备与招拍挂并行，住宅销售+小镇经营为主要回款渠道。**根据克而瑞城市更新中心统计，上海蟠龙村项目总投资近140亿元。土地整备完成后，2019-2020年项目公司通过招拍挂分批次获得项目内6幅宅地、2幅商办用地，总建面积超30万平米，拿地总价约60亿元。资金回流方面，根据瑞安房地产公告，上海蟠龙天地2020年10月住宅首批入市，2020年以来累计销售叠加未来可售货值总共153.8亿元，超过项目总投资额。同时蟠龙村项目商业部分建筑面积4.1万平米，2023年4月29日开业后，截至上半年末实现租金收入0.2亿元，后续还将产生稳定现金流。
- **村民就近安置，享受住宅销售分红及持有物业运营收益。**村民就近安置于改造范围东北角蟠龙馨怡家苑，代表村民利益的村集体获得住宅销售分红与蟠龙天地商业持续运营收益10%，同时项目内部4千平米艺术精品酒店产权及全部租金收入划归村集体所有。

上海蟠龙村商业住宅历史销售及可售规模

入市时间	销售金额（亿元）	平均售价（元/平米）
2020.10	29.31	61300
2021.10	73.70	61500
2022.7	48.23	69200
2023H1	2.05	73200
2023H1末可售货值	0.5	——
合计	153.79	

上海蟠龙村商业部分基本信息及经营情况

项目	具体信息
建筑面积	4.1万平米
开业时间	2023年4月29日
开业首周接待访客	超100万名
2023H1租金及相关收入	0.21亿元
2023H1末出租率	61%

资料来源：瑞安房地产公告，克而瑞城市更新中心，仲量联行、瑞安房地产《瑞安“城中村”发展实践研究》，平安证券研究所

案例二：深圳市南山区大冲城中村综合开发

➢ **广东省最大城中村改造，实现产城融合发展。**大冲城中村综合开发项目地处深圳市深南大道沿线城市景观带，毗邻科技园，为当时广东省内最大城中村整体改造项目。项目采取拆除重建和局部综合整治相结合的更新模式，分两期实施。项目占地68.5万平米，涉及近1000户原村民、300多户非村民动迁、约7万居住人口搬迁及1500多栋房屋（近110万平米）拆除。改造后业态包含住宅、商业、办公、酒店、公寓、学校、文化室等。项目建设周期约11年，整体改造周期约15年，从单一住宅片区演变为功能混合街区，最终实现产城融合发展。

大冲城中村综合开发项目构成

项目	数量
拆迁用地面积（万平米）	47.1
开发建设用地面积（万平米）	36.1
计容积率总建筑面积（万平米）	280.0
其中：	
住宅（万平米）	138.5（含保障性住房5.4、物业服务用房务用房0.2）
商业（万平米）	28.3
办公（万平米）	72.3
酒店（万平米）	8.2
公寓（万平米）	26.3
公共配套设施（万平米）	6.5

大冲城中村综合开发重要节点

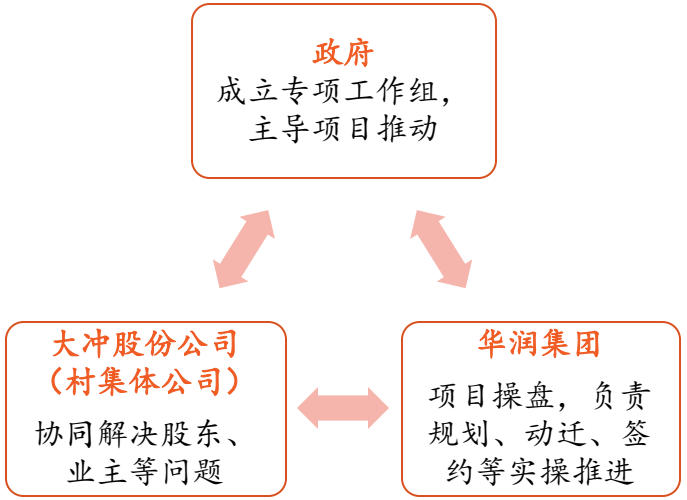
时间	事件
2007年3月	华润集团与大冲股份公司签订合作意向书，大冲旧改正式拉开帷幕
2008年7月	南山区政府派出30余人驻点工作组，指导协调合作双方开展工作
2009年	华润置地（深圳）有限公司成立，专门负责深圳南山区大冲城中村项目，9月大冲股份公司与华润集团正式签订《深圳市大冲旧村改造项目合作协议(框架)》
2010年	1月村民物业签约正式启动，3个月后拆迁安置补偿协议签约率97.1%
2011年12月	签约基本完成，大冲城中村整体改造工程奠基，开始全面开发建设
2014年	6月启动第一批回迁物业分配工作，10月华润城首期商业住宅润府开盘
2017年9月	商业部分万象天地开业
2022年6月	华润城第五期商业住宅润玺二期开盘

资料来源：《广东省“三旧”改造典型案例汇编》，平安证券研究所

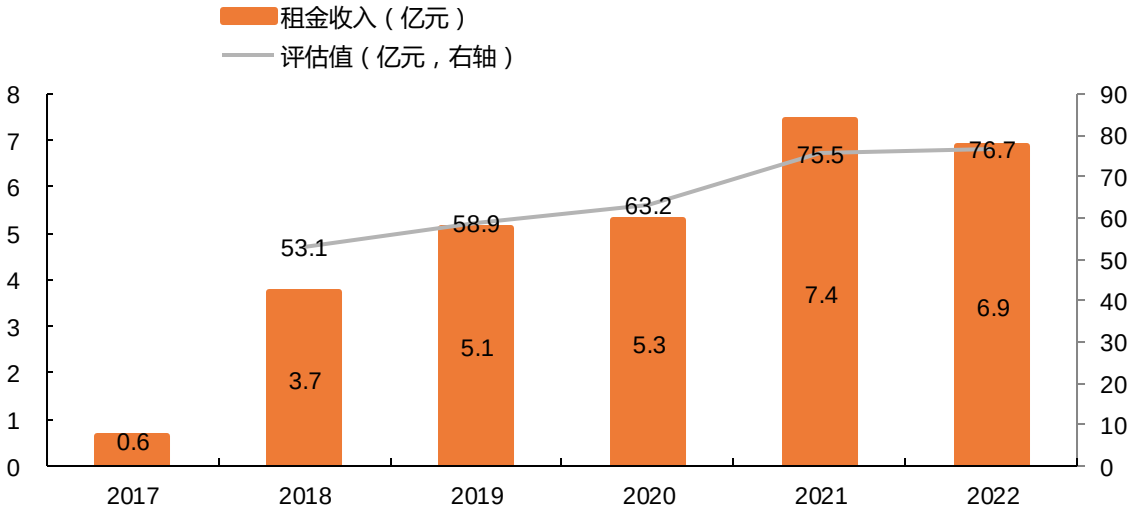
案例二：深圳市南山区大冲城中村综合开发

➢ **各部门协同合作，最终实现多方共赢。**大冲城中村综合开发由华润置地（深圳）有限公司作为实施主体，采用“政府主导、市场化运作、股份公司参与”模式，通过一二级联动开发推动项目整体发展。根据克而瑞城市更新中心统计，项目总投资金额约450亿元，华润城五期商品住宅累计销售776.2亿元，远超项目总投资；同时大冲城中村综合开发商业部分万象天地建筑面积22.8万平米，2017年9月开业后2019-2022年单年均实现5亿元以上租金收入，2022年末评估值升至76.7亿元。另外对村民而言，改造之后大冲股份公司集体物业囊括写字楼、酒店、还迁自住区、体育馆等，集体物业租金达到旧改前四倍，村民个人也因租金提升而获得更高收益。华润自有物业万象天地开业及高端写字楼入伙后，税收及就业方面亦受到拉动。

大冲城中村综合开发合作协同机制



大冲万象天地租金、估值情况



资料来源：河源城市更新研究中心，克而瑞城市更新中心，中指，《广东省“三旧”改造典型案例汇编》，华润置地公告，平安证券研究所

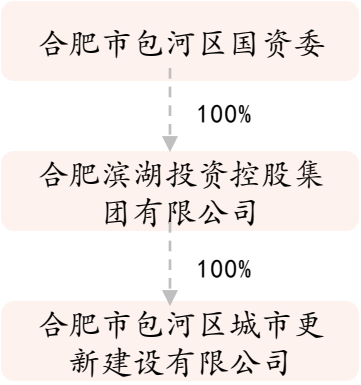
案例三：合肥卫岗王卫片区城市更新

➢ **合肥城市更新重点项目，政府主导+市场化主体代建。**合肥卫岗王卫片区城市更新项目位于合肥市包河区，为合肥城市更新工作重点区域。项目于2022年5月备案，2022年6月启动房屋拆迁，计划于2026年竣工。项目总占地面积约685亩，主要建设内容包括：1）总建筑面积54.1万平米新建安置区；2）总建筑面积69.4万平米新建经营性商业、住宅及相关配套；3）新建公共配套设施；4）环境整治提升。合肥市包河区城市更新建设有限公司（区属国企）为土地一级整理单位，同时通过招拍挂底价竞得二级土地开发权。项目还引入本地民企作为代建方，根据合肥公共资源交易中心披露，经营性地块委托安徽置地投资有限公司进行开发管理及品牌输出服务，中标价1.1亿元。

合肥卫岗王卫片区城市更新重要时点

时间	事件
2022年5月	合肥市包河区卫岗王卫片区城市更新项目备案
2022年6月	发布搬迁通知，正式启动房屋征迁工作
2022年10月	吴家衖城中村进行拆除作业
2023年4月	完成集体土地上房屋调查登记工作，房屋调查登记结果予以公示

合肥市包河区卫岗王卫片区城市更新项目实施主体股权架构



资料来源：合肥市人民政府，Wind，平安证券研究所

案例三：合肥卫岗王卫片区城市更新

➢ **资金来源渠道多元，实物、货币补偿相结合。**根据卫岗王卫片区城市更新项目备案表，项目计划总投资125亿元，其中合肥市包河区城市更新建设有限公司自筹65亿元，银行贷款60亿元。项目征收采用统一征收、统一规划、统一建设，住宅被征收人可以选择房屋产权调换，也可以选择货币化补偿，非住宅实行货币化补偿，另对过渡期临时安置、搬迁等给予补贴。

◉ 合肥卫岗王卫片区城市更新项目房屋征收补偿安置方案

类型	补偿方式	具体规定
住宅征收	房屋产权调换	按照人均30平米建筑面积实行产权调换，产权调换后剩余有效面积按照被征收房屋单位平米造价结合成新予以补偿；产权调换后被征收人可按800元/平米申请增购，增购面积为人均15平米建筑面积
	货币补偿	以整户按对应安置房屋所在区域房地产市场评估基准价乘以应安置的面积予以补偿（含可增购的15平米建筑面积）
	对利用住宅房屋开展生产经营，按照评估结果的10%对设施搬迁费用予以补偿	
非住宅征收	货币补偿	按照被征收房屋单位平米造价结合成新补偿
过渡期安排	临时安置费	按照人均45平米计算，房屋产权调换按月支付，货币补偿支付3个月临时安置费
搬迁	搬迁费	住宅房屋按照1000元/户/次，支付2次

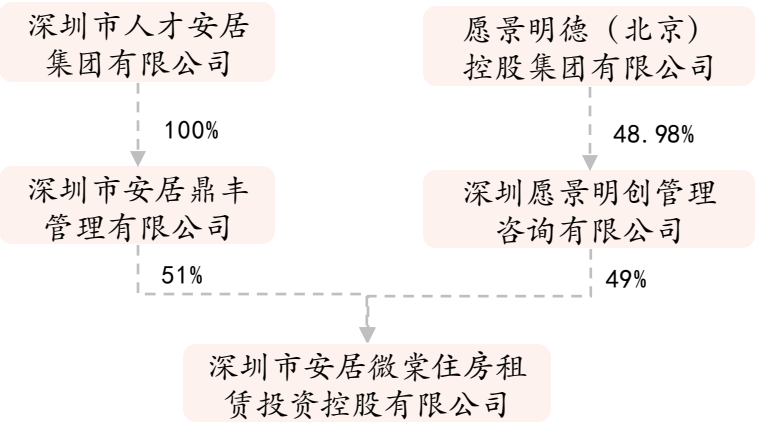
资料来源：合肥市人民政府，平安证券研究所

案例四：深圳元芬微棠统租

➢ **深圳城中村微改造典型案例，通过整村统租改造为长租社区。**元芬新村位于深圳龙华区大浪街道西南部，占地面积约10万平米。过去元芬新村楼栋缺乏系统规划，楼体破腐陈旧，基础设施落后，2018年经当地街道社区牵线，引入愿景集团旗下深圳微棠公司作为市场化力量参与综合整治改造。村民将房屋整栋出租，签订租赁期限13年的委托运营合同，愿景集团针对室内外环境、公共空间、社区运营管理等方面进行规模化整改，打造租赁社区——微棠新青年社区，2018年9月首栋顺利签约。2023年愿景集团吸引深圳国企共同投资，创立深圳安居微棠公司，愿景集团透过深圳愿景明创管理咨询有限公司持股49%、深圳市人才安居集团持股51%。作为青年居住聚集地，根据深圳市龙华区人民政府的数据，截至2023年8月初微棠新青年社区租户24000余人，租户平均年龄26.1岁，86.5%为90后。

深圳微棠青年社区

深圳元芬微棠统租政企合作结构



资料来源：深圳市龙华区人民政府网站，Wind，平安证券研究所

案例四：深圳元芬微棠统租

➢ **业务及资金来源丰富，整体微利运营。**除两大股东按股权比例投资外，项目同时可通过国企平台获得优惠贷款、政府改造补贴等资金。安居微棠揭牌当日安居集团与国开行、中行、农行、工行、建行深圳分行总计签署5000亿元合作协议，包含对城中村改造领域支持，为大规模筹集保障性住房注入“金融活水”。根据南方周末愿景集团董事长专访，租赁社区收入构成为租金差、运营改造与增值服务。其中租金差占营收60%左右；运营改造包括对村内商业业态重新规划，出租一楼商铺赚取租金，增值服务包括开办健身房、自习室、食堂，为住户提供宠物照料等，两项业务各占营收20%左右。愿景集团董事长表示，各项营收全算上，深圳微棠项目能实现8%毛利就可以、纯利大概3%，整体看仍是一门微利生意。

元芬新村统租前后租金对比

房型	面积	微棠公寓租金（元/平米）	元芬村普通房源租金（元/平米）
开间	30平左右	1289-1499	——
loft	——	1119-1499	——
一居室	45平左右	2149-2239	1500
两居室	65平左右	2799-3299	2500

资料来源：南方周末，克而瑞，平安证券研究所

案例五：广州白云区永泰村改造

➢ **以旧厂升级改造带动旧村环境综合提升。**永泰村改造项目由茶山庄旧厂房地块升级改造及旧村安全隐患整治、旧村综合整治三部分组成。改造前茶山庄旧厂房地块主要业态为石材、汽修、餐饮等，土地效益低效廉价，“脏乱差”问题突出；永泰旧村则存在公共服务设施不足，人居环境差，消防通道不畅等安全隐患多等问题。项目通过公开竞价确定忠县中博香山湖置业有限公司为合作企业，合作企业承担项目建设全部资金约12亿元；2015年底前向永泰经济联社支付旧村安全隐患整治和旧村综合整治资金3000万元，保证连片综合整治和改善社区居住环境资金投入；配建15029平米公建配套设施并无偿移交政府和村使用；同时缴纳经营物业使用费用。根据赢商网统计，茶山庄旧厂房改造后商业综合体安华汇2019、2020年总客流量分别超1800万、近2000万，圈粉能力相对突出。永泰村创造性形成“1+1+1”模式，通过“旧厂改造”+“旧村整治”+“安全整治”组合拳，实现整体效果提升。

永泰村改造流程

2014年

白云区政府审议通过永泰村改造方案，茶山庄旧厂房地块定位打造互联网+商业综合体——“安华汇”

2015年5月

广州市土地管理委员会同意正式启动永泰村改造

2018年

项目完成工程验收，成功实现村级工业园提升转型与旧村安全隐患整治、旧村综合整治

茶山庄旧厂房地块改造后效果

永泰村改造合作企业经营使用费缴纳标准

总体金额	具体方式
40年经营期内按建筑物规划建筑面积计算缴纳经营使用费，40年经营期内永泰村可获得经营使用费共30.3亿元	首年每月每平米经营使用费16元，第6年开始每3年递增8%，40年经营期满后项目设施所有权和利益无偿移交永泰村

资料来源：广州市规划和自然资源局，赢商网，平安证券研究所

目录 Contents

- 城中村改造基本情况
- 城中村改造案例梳理
- 案例共性总结与未来推进展望
- 投资建议与风险提示

城中村改造特点：周期长、资金量大、回报不确定性高

- **前述案例整体呈现改造周期长、资金需求大、资金回报不确定性高等特点。**其中拆除新建由于涉及范围更广、流程更为复杂，周期相对更长；统租类微改造进驻至首单签约用时较短，但由于需与广大业主沟通协商，大规模推进需要时间。拆除新建中，区属国企主导的一级做地收储，在地方政府较强管控之下，推进速度相对市场化企业操盘更快，耗时相对更短。
- **各类改造资金回收路径相对清晰，**拆除新建多以商品住宅销售、商业地产运营等作为回笼渠道，因此是否参与二级开发显得较为关键；拆整结合多以拆后重建商业体现金流覆盖拆除、整治成本；整治提升，如统租，以租金作为主要回款渠道。受改造周期、赔偿标准、增值收益分成方式、房地产市场走向等因素影响，改造回报率存在不确定性；其中统租模式由于受租金涨幅、租金回报率制约，盈利空间相对有限，资金回收期相对较长。
- 另外，**市场化主体参与方式多元，统筹开发、代建等均为可选项。**

城中村改造案例总结

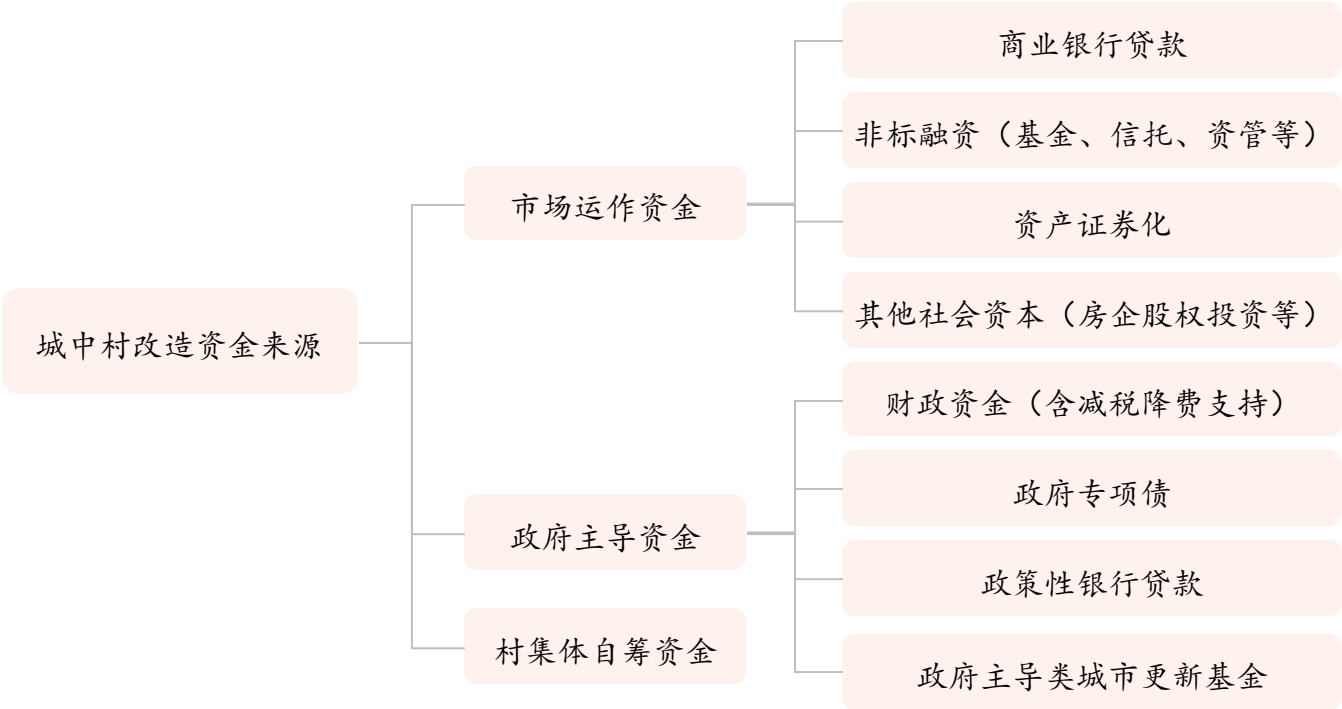
改造案例	改造周期	改造方式	投资规模	资金来源	资金回流
上海蟠龙村改造（拆除新建为主）	建设周期约5年，整体改造周期约9年	市场化房企主导，区国资、村集体合资合作，通过招拍挂参与二级开发	近140亿元	市场化房企、区国资、村集体合资成立项目公司，其他资金来源	商品住宅累计货值154亿元，商业地产月均租金0.1亿元
深圳市南山区大冲城中村综合开发（拆除新建为主）	建设周期约11年，整体改造周期约15年	市场化房企操盘，一二级联动开发	约450亿元	市场化房企自筹	商品住宅累计销售776亿元，购物中心年租金3.7-7.4亿元
合肥卫岗王卫片区城市更新（拆除新建为主）	2022年5月备案，计划2026年竣工	区属国企做地并底价竞得二级开发，市场化房企代建	计划投资125亿元	区属国企自筹65亿元，银行贷款60亿元	经营性商业运营、住宅销售等
深圳元芬微棠统租（整治提升为主）	2018年进驻，2023年统租改造超30%	政企合作，整村统租改造为长租社区	——	市场化租赁企业、国企按股比投资，通过国企平台获得优惠贷款、政府补贴	租金差（收入占比约60%）+运营改造+增值服务，微利（8%毛利、3%纯利就可以）
广州白云区永泰村改造（拆整结合）	2014年方案通过，2018年完成验收	公开竞价确定合作企业，旧厂改造带动旧村整治	建设资金约12亿元	合作企业自筹	改造后商业综合体资金回流

资料来源：政府网站，公司公告，Wind，平安证券研究所

资金来源：筹集渠道多元，为城中村改造重要考量

- 基于城中村改造特点，我们认为能否顺利解决资金问题、能否以合适回报率提升资金吸引力，对于项目能否成功实施较为关键。
- 资金方面，综合现有案例及政府表态，城中村改造资金多元，包含市场运作资金、政府主导资金、村集体自筹资金等多个方面。

城中村改造资金来源



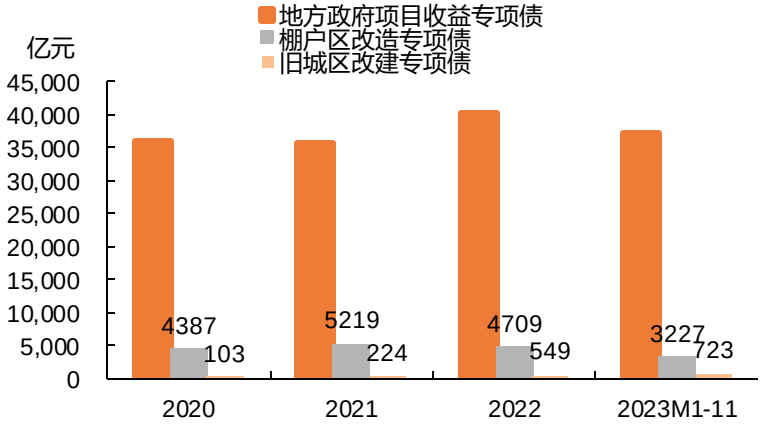
资料来源：政府网站，《新京报》，平安证券研究所

资金来源：市场化仍旧重要，关注政策性资金支持

- **市场化仍为重要筹资渠道。**前述案例显示，市场化企业为城中村改造重要力量，其自筹资金、商业银行贷款等为重要资金来源，同时区属国企参与项目亦部分依靠银行贷款。7月21日《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》提出，多渠道筹措改造资金，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，7月28日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指出，坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式。另外，即使是政府主导类城市更新基金，其实际运作亦倾向于吸引市场主体、引导社会资本参与。

- **关注政策性资金支持情况。**8月18日央行、金融监管总局、证监会联合会议表示挖掘新信贷增长点，积极推动城中村改造；9月12日根据21世纪经济报道，符合条件的城中村改造项目将纳入专项债支持范围；9月18日同样根据21世纪经济报道，监管拟设立城中村改造专项借款。参考棚改推进时资金情况，2015-2018年货币化高峰期抵押补充贷款（PSL）累计提供资金3万亿元，货币化退潮后专项债年化发行规模维持4000亿元左右。大体量、低成本、长期限政策性资金加持，将大概率为城中村改造带来重要能量，可持续关注后续落地情况。

政府专项债发行情况



部分城市政府主导类城市更新基金设立情况

城市	基金规模	组建主体	投资形式	投资领域
广州	总规模1000亿元、首期200亿元	广州金控集团、建信信托	股权投资	三旧改造、产业园区、保障性租赁住房、土地整理及基础设施等城市更新重点项目
西安	引导基金规模100亿元，首期实缴40%	西安财金公司出资，市财政视情况补充支持	通过吸引市场主体，构建形成集合规模不低于600亿元城市更新基金	重点支持城（棚）改类城市更新项目、区域产业园区建设类项目、区域老旧资产提升改造类项目
上海	引导基金规模100.02亿元	上海地产集团、国泰君安证券	采用“引导基金+项目载体”模式，形成总规模800亿元城市更新基金	城区旧城改造、历史风貌保护、租赁住房等城市更新项目

资料来源：政府网站，Wind，21世纪经济报道，平安证券研究所

资金回报：拆赔要求变化影响改造动力

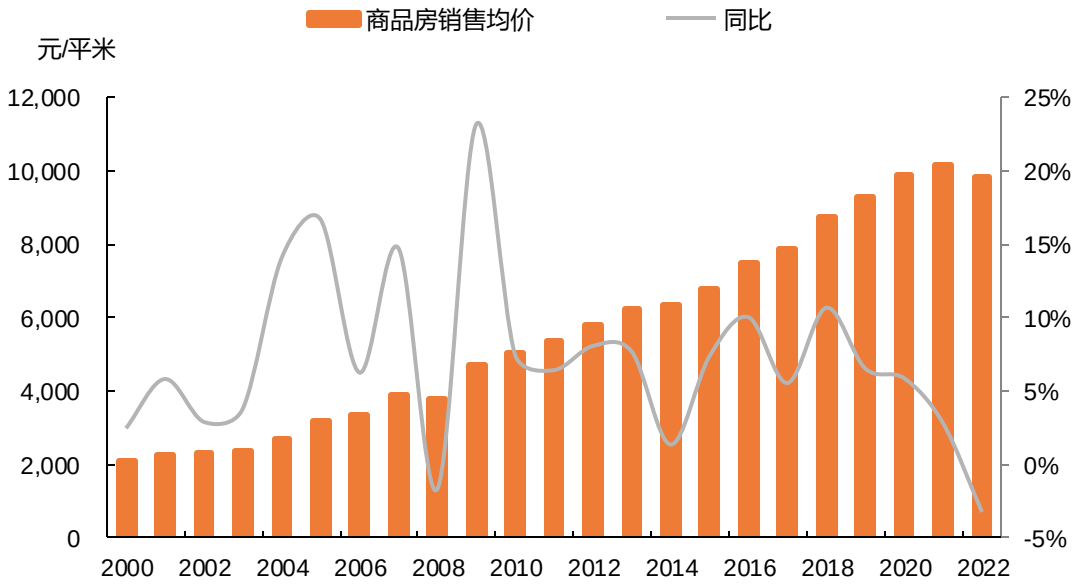
➢ 资金吸引力方面，从现有案例来看，拆除新建类城中村改造资金回报想象空间更大，但由于拆建要求、拆迁补偿等发生变化，执行难度随之提升。具体体现为：

- **房地产市场承压与村民赔偿要求高企存在矛盾。**被拆迁村民一方面存在安土重迁观念，另一方面历史经验导致补偿要求水涨船高。房地产承压下土地红利消退，过往大规模获取土地、随地价房价上涨实现收益逻辑打破，通过城中村改造锁定远期土地必要性降低。

深圳市南山区大冲城中村综合开发补偿标准

类别	补偿方式	补偿内容
永久性物业	物业补偿	一楼60%按建筑面积补偿商业物业（或写字楼）面积，另外40%按建筑面积补偿住户，总体拆补比1:1，二楼以上部分按建筑面积1:1计算回迁安置补充，补偿物业类型为住宅，如共同认定的老祖屋房屋使用年限超过30年，按建筑面积1:3补偿住宅物业
	货币补偿	按建筑面积1.1万元/平米标准进行补偿
砖墙铁皮顶房	货币补偿	补偿标准2500元/平米
过渡期安置租金	货币补偿	被拆除永久性物业一楼全部，按建筑面积每月60元/平米支付租金，二楼以上部分，按建筑面积每月30元/平米支付租金
搬迁费用	货币补偿	每栋3000元

全国商品房销售均价由涨转跌



资料来源：《广州日报》，Wind，平安证券研究所

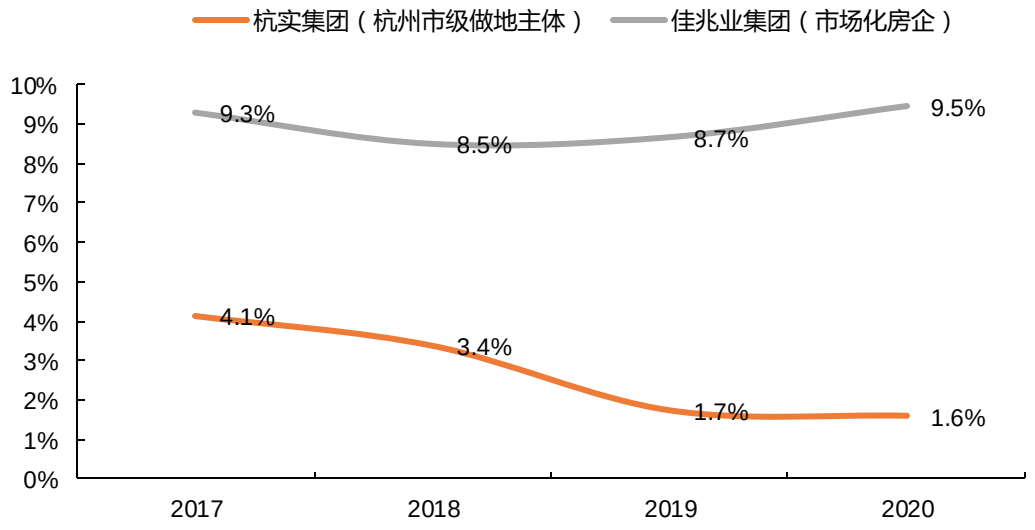
资金回报：拆建限制影响潜在收益

- **净地出让提升二级开发参与门槛，拆建限制影响二级开发潜在利润。**对于拆除新建类城中村改造，通常需要土地二级开发平衡现金流。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要求必须实行净地出让，土地一、二级开发联动性降低可能导致土地开发全过程总成本提高；同时联动性降低背景下，土地一级开发时间长、收益获取难度大特点暴露，政府平衡各方利益、让利开发主体必要性提高。另外，63号文防止城市更新大拆大建，拆除率、拆建比设定限制二级开发中经营性物业规模，对改造资金回收、回报水平产生直接影响。

城市更新防止大拆大建四道红线

类别	限制
严格控制大规模拆除	原则上城市更新单元（片区）或项目内拆除建筑面积不应大于现状总建筑面积的20%
严格控制大规模增建	原则上城市更新单元（片区）或项目内拆建比不应大于2
严格控制大规模搬迁	鼓励以就地、就近安置为主，城市更新单元（片区）或项目居民就地、就近安置率不宜低于50%
确保住房租赁市场供需平稳	同步做好保障性租赁住房建设，城市住房租金年度涨幅不超过5%

政府做地主体与参与一二级联动的市场化房企净利率差异



资料来源：《住房和城乡建设部关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知 建科〔2021〕63号》，Wind，平安证券研究所

政策期待：资金拓宽与机制完善

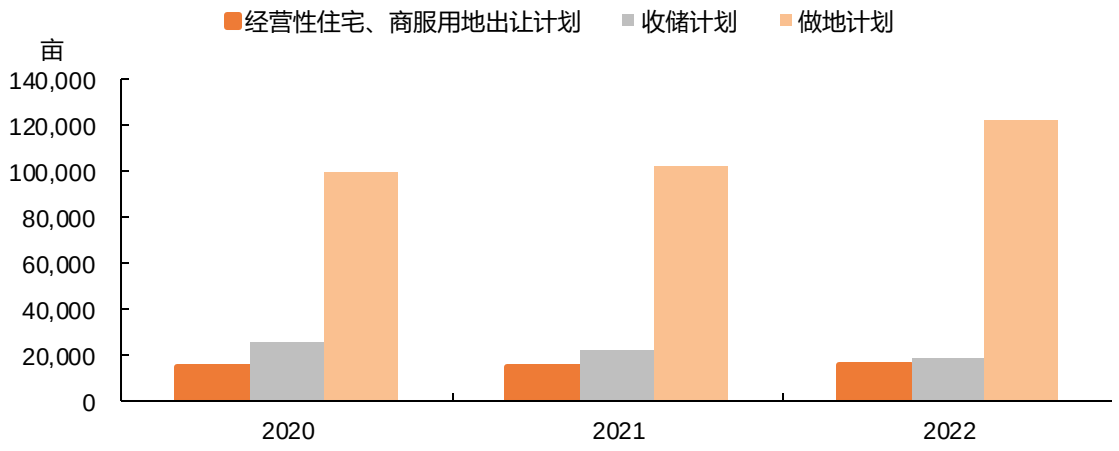
➢ 结合城中村改造特点与难点，并考虑部分民营类市场化主体现金流承压、改造能力受损等现实变化，后续城中村改造推进提速政府统筹存在必要。政策发力点预计聚焦改造资金与项目机制层面，包括：

- 优化审批流程，协助压缩改造时长。
- 多维度拓宽改造资金，调动市场参与积极性，关注专项贷款、专项债等政策性资金落地情况。
- 建立恰当的改造项目增值收益分享机制。一方面可通过完善征收补偿办法影响村民改造预期。另一方面，对于拆除新建类城中村改造，关注拆建限制是否放宽；在净地出让要求下，关注实践过程中是否以有条件出让保留一二级联动路径；若一二级开发严格区分，做地收储细节设置、做地主体积极性激发、村民、做地主体及政府三方利益平衡等亦为重要关注点。

杭州做地收储模式特点

	具体做法
原则	严格制定土地出让、收储、做地计划，政府全程管控
做地主体	市土地储备中心、市级做地主体、区级做地主体
收储主体	市土地储备中心
对村民	政府参与拆迁安置工作，鼓励一定面积（人均40平及以内）+货币化安置，货币化安置款=货币化安置单价×货币化安置面积-相应的调产安置用房结算价款
对做地主体	政府支付土地储备资金，对做地主体财务监管统一管理、分级实施

杭州严格制定土地出让、收储、做地计划



资料来源：政府网站，平安证券研究所

目录 Contents

- 城中村改造基本情况
- 城中村改造案例梳理
- 案例共性总结与未来推进展望
- 投资建议与风险提示

投资建议

- 近期城中村改造多次被中央提及，关注度与重要性持续提升，作为城市更新重要组成，改造规模可观，随着相关政策陆续出台、地方工作稳步推进，进程有望适度加快。由于城中村改造周期长、资金需求大、资金回报不确定性高等特点，叠加补偿预期、拆建比例、土地出让、参与主体等现实变化，需持续关注政策细节及实践效果，关注重点主要聚焦资金开拓及机制完善等方面。
- 考虑城中村改造可观规模、政策出台及地方推进有望加快，建议关注具备城中村改造经验与能力企业，如天健集团、越秀地产等。同时随着城中村改造等三大工程实施建设、房地产发展新模式持续构建，兼具周期穿越能力及中长期模式布局企业有望胜出，建议关注保利发展、招商蛇口、中国海外发展、越秀地产、建发国际集团、华发股份等。

资料来源：平安证券研究所

风险提示

- **1）推进进程不及预期风险：**尽管近期中央多次提及城中村改造，地方亦跟随出台政策，但改造要求与环境产生变化，可能导致推进进程不及预期风险；
- **2）政策调整及落地效果不及预期风险：**城中村改造环境变化之下，新项目推进需更多政策细则出台，存在政策调整及落地效果不及预期风险；
- **3）个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：**当前房企资金环境仍较紧张，若市场修复不及预期，资金压力较高企业仍存债务违约展期情形。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。