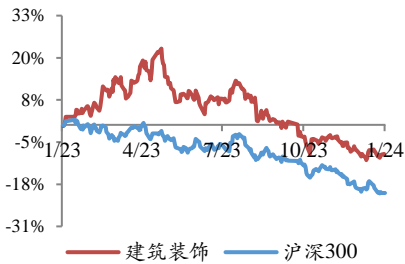


## 保障性住房专题：新房改革发展核心，两万亿市场全面开启

行业评级：增持

报告日期：2024-1-16

### 行业指数与沪深300走势比较



分析师：杨光

执业证书号：S0010523030001

电话：13003192992

邮箱：yangg@hazq.com

联系人：季雨夕

执业证书号：S0010123070055

电话：15362124429

邮箱：jiyuxi@hazq.com

### 相关报告

1. “一带一路”十周年，海外建筑市场迎发展新机遇 2023-10-24

### 主要观点：

#### ● 保障性住房为新房改革发展核心，十四五有望拉动2万亿投资规模

2023年以来保障性住房多次在重要会议中单独提及，战略高度较往年明显提升，2023年8月国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》（“14号文”），明确保障性住房是新一轮房改的核心内容，将推动建立房地产业转型发展新模式。短期看，保障性住房建设有望实现量速双升；长期看，保障性住房将与商品房形成互补，施行双轨制发展模式。保障性住房分为配租型和配售型，其中公租房规划占比超过80%。十四五期间全国计划筹建870万套保障性租赁住房；在中性假设下，预计十四五期间保障房建设整体将拉动5.24亿平方米开工面积，带动23844亿元投资额。

#### ● 资金来源：政策资金主导，社会资本参与

14号文明确规定保障房建设资金的三大来源：中央补助资金、地方专项债、公积金发放开发贷；今年1月，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》，支持企业、事业单位批量购买存量闲置房屋用作保障性或商业性租赁住房。从目前投资金额来看，专项债仍为保障房建设主要资金来源，中央直接补助及社会资金作为补充；展望未来，保障房的融资渠道将更加广泛，PSL和住房公积金贷款再度重启，REITs发行稳步推进，TOD等城市发展模式同步配建保障房，全方位金融服务体系将支持保障房的长期建设规划。

#### ● “装配式+全装修”两大主线，建筑建材相关产业链受益

①**规划设计**：保障性住房将在城区人口300万以上城市率先开展，长三角和珠三角的规划设计公司有望率先受益，重点关注【华阳国际】。

②**装配式**：各主要省份或城市明确规定保障性住房建设应采用装配式建筑，中性假设下有望拉动预制PC构件市场规模2794亿元。装配式内装从造价、装修时间等具备优势，重点关注【海鸥住工】。

③**土建施工**：建筑央企保障房项目在全国范围内均有涉及，但地方建筑国企更具本土优势。重点关注：【中国建筑】【上海建工】。

④**消费建材**：保障性住房一定程度上可对冲地产下行压力，为各类消费建材提供增量需求。假设保障房整体建设进度2023年前三季度完成全年计划72%，2021-2023Q3保障房建设拉动的开工面积占当年住宅开工面积16%以上，占竣工面积23%以上。龙头及中小企业受益差别不大，关注估值底部龙头：【北新建材】【三棵树】【东方雨虹】。

#### ● 风险提示

保障房建设推进不及预期的风险；房地产超预期下行的风险；资金落地不及预期的风险。

## 正文目录

1 政策梳理：保租房仍为发展重点，配售型保障房开始发力 .....	5
1.1 “两租一售”体系正式确立，保障房战略高度进一步提升 .....	5
1.2 配租型占比较高，配售型探索加速 .....	7
1.3 保障房是改善民生的重要措施，长期影响地产发展模式 .....	10
2 资金来源：政策资金主导，社会资本参与 .....	16
2.1 中央补助资金：整体规模较小，保障房投入比例将提升 .....	16
2.2 专项债新增保障房投向，PSL 贷款重启提振信心 .....	16
2.3 住房公积金：时隔四年再次开启发放，各地后续政策值得期待 .....	18
2.4 REITs：社会资本长期助力保障房建设 .....	18
2.5 其他资金：银行贷款加大支持力度，TOD 项目配建保障房成趋势 .....	20
3 “装配式+全装修”两大主线，建筑建材相关产业链受益 .....	23
3.1 建筑：设计、构件生产、土建施工 .....	23
3.1.1 设计类：长三角与珠三角有相关设计经验的企业有望率先受益 .....	23
3.1.2 构件类：PC 构件相较钢结构受益确定性更强 .....	25
3.1.3 施工类：央国企在深耕地区各有优势 .....	28
3.2 建材：装配式装修、消费建材 .....	29
3.2.1 装配式装修：保障性住房最匹配的装修方式 .....	29
3.2.2 消费建材：保障房建设有效对冲地产下行，龙头和中小企业或雨露均沾 .....	30
风险提示： .....	33

## 图表目录

图表 1 保障性住房政策梳理	6
图表 2 2023 年中央层面保障性住房建设的政策	6
图表 3 主要保障性住房分类	7
图表 4 各重点城市仍以保租房建设为重点	8
图表 5 不同地区共有产权房政策对比	8
图表 6 深圳计划建设各类保障性住房占比	9
图表 7 深圳 2023Q4 计划供应配售型租赁住房占比明显提升	9
图表 8 深圳首批配售型保障性住房（不完全统计）	9
图表 9 常住人口流动性增强	10
图表 10 人口向大城市聚集明显	10
图表 11 保障性住房比例仍有较大提升空间	11
图表 12 十四五期间 300 万以上城区人口保租房筹建规划	11
图表 13 保租房土地来源	12
图表 14 保租房建设多以存量土地为主	12
图表 15 新建项目土地来源	12
图表 16 北京城中村可为保障房提供大量集体用地	13
图表 17 北京 2023 年保障房筹集计划中新建项目土地来源占比	13
图表 18 主要城市十四五保租房建设用地规划	14
图表 19 中性假设下，预计“十四五”期间保障房建设将拉动 5.24 亿平米开工面积，拉动 23844 亿元投资额	15
图表 20 中央预算内投资（分建设房屋类别）	16
图表 21 保租房 2021 第三批-2022 第三批累计金额（分省份）	16
图表 22 保障性安居工程专项债新增	17
图表 23 2023 年 12 月 PSL 重启，有望补充保障房建设资金	17
图表 24 住房公积金发放贷款情况	18
图表 25 保障性租赁住房 REITs 政策	18
图表 26 2022 年各省保障性支出与地方政府财政负债率情况	19
图表 27 5 支保障房 REITs 成功发售，多元化社会资本助力保障房建设	20
图表 28 租赁住房贷款支持计划落地情况梳理	21
图表 29 TOD 开发模式	22
图表 30 主要城市 TOD 配建保障房项目（不完全统计）	22
图表 31 保障性住房建设标准可分为“装配式+全装修”两大主线	23
图表 32 规划设计类企业的区域属性较高	24
图表 33 华东地区分城市看各规划设计公司营收占比	24
图表 34 上市公司保障房建设标志性项目（不完全统计）	24
图表 35 装配式建筑更加节能，符合国家“绿色建筑”发展趋势	25
图表 36 装配式建筑在住宅领域的渗透率较低	26
图表 37 装配式建筑中 PC 构件仍是主流	26
图表 38 各主要省份或城市政策明确规定保障性住房建设应采用装配式建筑	26
图表 39 主要城市十四五规划装配式建筑比例均远超全国规划	27
图表 40 保障房建设对 PC 构件和钢结构市场规模的拉动量	28
图表 41 全国性建筑央企中标保障房项目情况（亿元）	28

图表 42 地方性建筑国企中标保障房项目情况（万元） .....	28
图表 43 上海央国企中标金额较多 .....	29
图表 44 央企全国性覆盖，地方国企深耕本地及周边 .....	29
图表 45 装配式装修体系与传统装修体系对比 .....	29
图表 46 主要一线城市支持选用集成厨卫系统 .....	30
图表 47 装配式厨卫系统与传统装修造价对比 .....	30
图表 48 保障房开工面积占住宅开工端比重 .....	31
图表 49 保障房开工面积占住宅竣工端比重 .....	31
图表 50 住宅建安成本明细 .....	32
图表 51 一般商品房与保障性住房建安成本对比 .....	32

# 1 政策梳理：保租房仍为发展重点，配售型保障房开始发力

## 1.1 “两租一售”体系正式确立，保障房战略高度进一步提升

我国保障性住房体系一共可大致分为四个阶段：

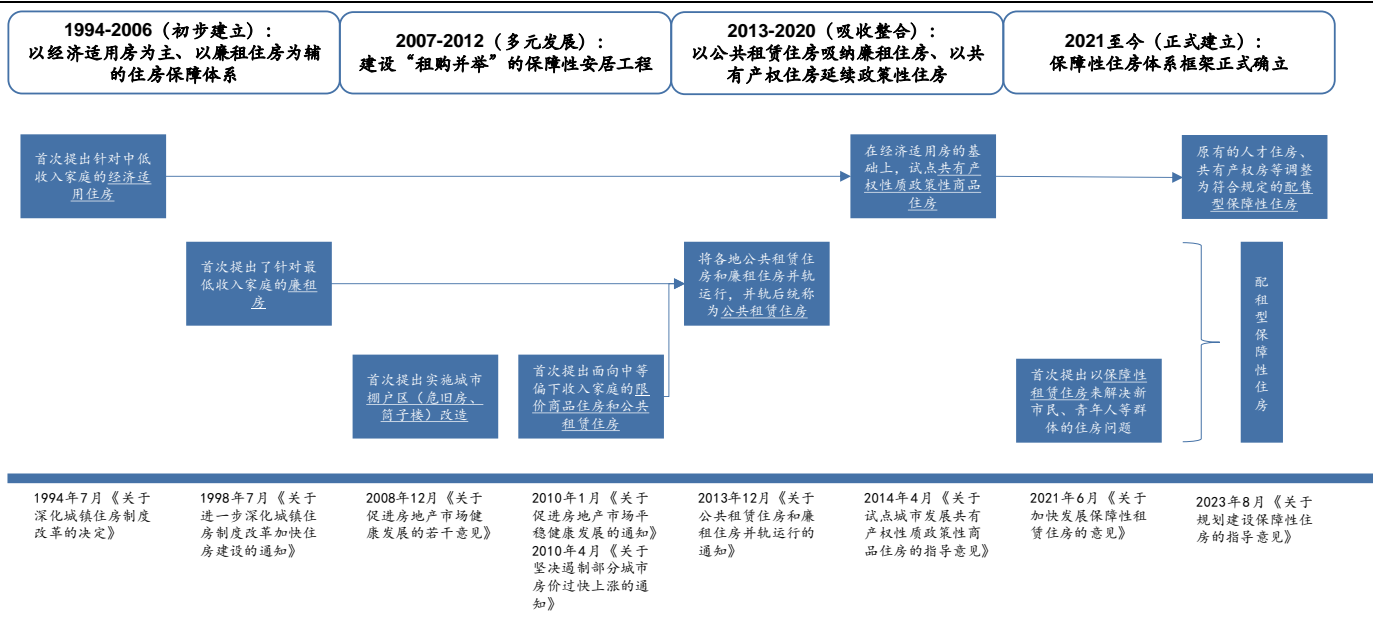
**(1) 初步建立（1994-2006）——经济适用房为主，廉租房为辅：**1994年国务院发布《深化城镇住房制度改革的决定》明确“建立以中低收入家庭为对象、具有社会保障性质的经济适用住房供应体系和以高收入家庭为对象的商品房供应体系”的住房“双轨供应”体系；1998年首次提出“廉租住房”概念，并明确要建立以经济适用住房为主的住房供应体系；2003年明确了经济适用房和廉租房分别的适用人群和相关制度，从政策层面明确提出并确立“经济适用房”及“廉租房”政策体系。

**(2) 多元发展（2007-2012）——“租购并举”：**2007年国务院发布《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》，强调了以廉租住房制度为发展重心；2008年首次提出了城市棚户区（危旧房、筒子楼）改造；2010年国务院正式提出“保障性安居工程”的概念，首次“限价商品住房”和“公共租赁住房”的概念。以“租赁型保障房”和“购置型保障房”为主体的“租购并举”的保障性住房体系形成。

**(3) 吸收整合（2013-2020）——公租房廉租房并轨，共有产权房延续政策性住房政策：**2013年住建部、财政部和发改委发布《关于公共租赁住房和廉租住房并轨运行的通知》，将各地公共租赁住房和廉租住房并轨运行，统一纳入公共租赁住房管理；2014年政府工作报告提出要发展共有产权住房制度，同年4月住建部提出《关于试点城市发展共有产权性质政策性商品住房的指导意见》并确定在北京、上海、深圳、成都、淮安、黄石为6个试点城市。

**(4) 正式确立（2021至今）——“两租一售”保障房体系：**2021年国务院发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，首次提出保障性租赁住房的概念，同时明确了以公租房、保障性租赁住房、共有产权房为主体的住房保障体系；2023年8月国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，此次政策在原有以租为主的住房保障体系基础上拓展配售型保障房的发展路径，旨在最终实现政府保障基本需求、市场满足多层次住房需求，建立租购并举的住房制度。

图表 1 保障性住房政策梳理



资料来源：通商律师事务所，华安证券研究所

保障性住房是新一轮房改的核心内容，供不应求现状下建设进度有望提速。2023年以来保障性住房建设多次在重要会议中被单独提及，保障性住房战略高度相较往年进一步提升。2023年7月24日召开的中央政治局会议指出，要适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，这是中央层面首次明确我国房地产市场供求关系发生重大变化。2023年8月通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》(以下简称“14号文”)明确了两大目标：一是在大城市加大保障性住房建设和供给，提高保障性住房在住房总供给中的比例，解决工薪收入群体住房困难；二是推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求。我们认为，14号文旨在推动房地产“双轨制”新发展模式，短期看，保障性住房建设有望实现量速双升；长期看，保障性住房作为满足居民刚性需求的主要来源将与商品房形成互补，并驾齐驱。

图表 2 2023 年中央层面保障性住房建设的政策

时间	会议/文件/撰文	主要内容
4月28日	中央政治局会议	明确规划建设保障性住房。
7月24日	中共中央政治局会议	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。
8月25日	《关于规划建设保障性住房的指导意见》	<p><b>两大目标：</b>1、在大城市加大保障性住房建设和供给（支持城区常住人口300万以上的大城市率先探索实践），提高保障性住房在住房总供给中的比例，解决工薪收入群体住房困难。2、推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求。</p> <p><b>资金来源：</b>中央补助资金、地方专项债、公积金发放开发贷。</p> <p><b>保障对象：</b>工薪和人才阶层、家庭限一套，由地方拟定收入及面积标准。</p> <p><b>用地供给：</b>以划拨方式供应土地，利用闲置土地、商品房改造。</p> <p><b>配售规则：</b>“土地成本+建安成本+利润”保本微利定价。</p> <p><b>运营管理：</b>封闭管理不得上市交易，闲置转让由政府回购。</p>



9月28日	《关于保障性住房有关税费政策的公告》	对保障性住房项目建设用地免征城镇土地使用税。对保障性住房经营管理单位与保障性住房相关的印花税，以及保障性住房购买人涉及的印花税予以免征。
10月30日	中央金融工作会议	因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。

资料来源：国务院，华安证券研究所

## 1.2 配租型占比较高，配售型探索加速

目前我国保障房分类主要有公租房、保租房和共有产权房。我国现行保障性住房体系可大致分为三大类，其适用人群、建筑面积要求、土地性质等各不相同：公租房主要是针对城镇住房、收入“双困难家庭”，其建筑面积一般为40 m<sup>2</sup>-60 m<sup>2</sup>，主要土地供给为国有土地；保租房主要是针对在外务工的青年人，其建筑面积一般不超过70 m<sup>2</sup>，土地供给来源较为广泛但以存量土地为主；配售型保障房主要是针对有一定经济实力但买不起商品房的家庭，其建筑面积一般不超过90 m<sup>2</sup>，土地供给也以国有土地为主。但从实际落地层面来看，各城市建筑面积和政策口径略有差别：根据天津市住房和城乡建设委员会披露数据，天津市已运营保租房项目平均建筑面积为42.93 m<sup>2</sup>/（套/间）；宁波市已建成公租房平均建筑面积在49.50 m<sup>2</sup>/（套/间）。

图表3 主要保障性住房分类

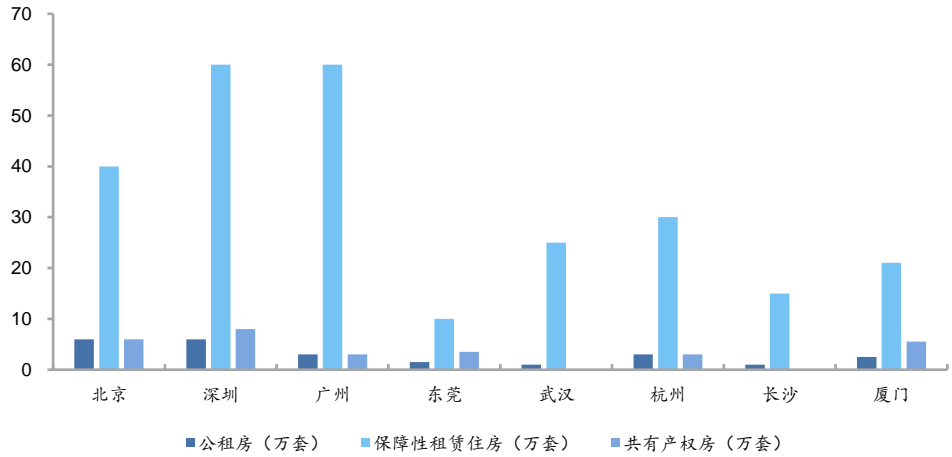
项目名称	公租房	保障性租赁住房	共有产权房
所属保障房种类	配租型保障性住房		配售型保障性住房
面向群体	城镇住房、收入“双困难”家庭	解决符合条件的新市民、青年人等群体阶段性住房困难问题	有一定经济承受能力但又买不起商品住房的家庭
实施范围	全国	人口净流入的大城市	全国
建筑面积	40 m <sup>2</sup> -60 m <sup>2</sup>	不超过70 m <sup>2</sup>	90 m <sup>2</sup> 以下为主
土地性质及获取方式	绝大部分为划拨的国有建设用地	土地性质主要为集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地、产业园区配套用地和国有建设用地，出让、租赁、划拨、自有等土地获取方式均有涉及	土地性质为国有建设用地，土地获取方式以划拨和出让为主
房屋来源	采取新建、改建、收购、在市场上长期租赁住房等多种方式	采取新建、改建、改造、租赁补贴和将政府的闲置住房用作保障性住房等多种方式	采用新建、收购、回购、配建等多种方式
建设主体	政府主导投资建设	多主体投资建设	多主体投资建设
价格/租金水平	显著低于市场租金	不高于同地段同品质市场租赁住房租金的90%	按产权比计算
房屋所有权情况	政府或公共机构所有	谁投资、谁所有	政府与购买者共同所有

资料来源：中诚信国际、高临咨询，华安证券研究所

十四五期间，保障性租赁住房为发展重点。公租房方面，根据住房和城乡建设部住房保障司数据，截止2021年，我国已经有1600多万套公租房，3800多万困难群众住进公租房，城镇低保、低收入住房困难家庭基本实现了应保尽保。保障性租

赁住房方面，根据各重点城市十四五住房规划数据，保障性住房中保租房平均占比超过 80%。我们认为短期来看，保障性租赁住房仍将是未来保障房建设的重点。

图表 4 各重点城市仍以保租房建设为重点



资料来源：各市十四五住房规划，华安证券研究所

14 号文重点提出配售型保障房，其规模占比有望得到提升。目前共有产权房是配售型保障房的主要供应方式，在 14 号文落地之前，重点城市十四五住房规划中对共有产权房规划较少，平均占比约为 9.70%，四大一线城市关于共有产权房的政策规定中，深圳市政策与 14 号文最为吻合；部分城市对共有产权房的规划表述为“探索”。14 号文的发布首次提出了配售型保障房的概念，同时确立了“土地成本+建安成本+利润”保本微利定价的配售规则和“封闭管理不得上市交易，闲置转让由政府回购”的运营管理，此外还明确城市人民政府应当对用于销售的人才房、共有产权住房等政策性住房的政策进行梳理，将新建项目调整为本指导意见规定的用于配售的保障型住房或商品住房。预计后续各城市将出台相应具体规划，配售型保障房规模占比有望得到提升。

图表 5 不同地区共有产权房政策对比

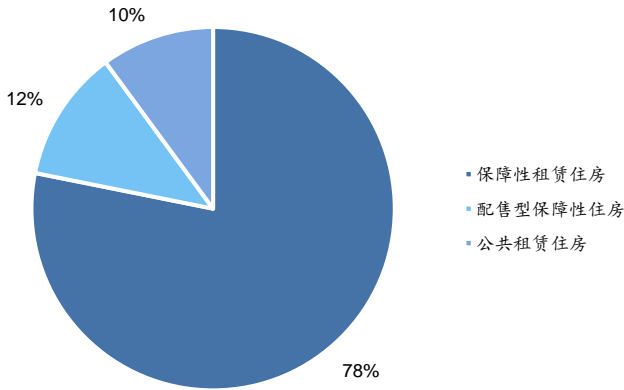
		北京	上海	广州	深圳
筹集	渠道	新建房源	新建房源	新建房源；盘活存量	新建房源；盘活存量
	建筑面积上限	城六区：90 m <sup>2</sup> ；其他区：120 m <sup>2</sup>	90 m <sup>2</sup>	90 m <sup>2</sup>	90 m <sup>2</sup>
	用地供应	招拍挂	招拍挂；划拨	招拍挂、划拨、协议	招拍挂、划拨
	定价	成本法，IRR 在 3%左右	成本法，IRR 不高于 3%	商品住宅的 50-60%	同商品住宅的 50%
分配	供应对象	户籍；非户籍（社保）	户籍；非户籍（社保）	户籍；非户籍（人才）	户籍
	产权比例	50%-85%	50%-80%	50%-85%	50%-70%
转让	转让期限	5 年	5 年	2 年	5 年
	转让方式	封闭流转	户籍：上市交易；非户籍：封闭流转	封闭流转	封闭流转

资料来源：天津中原研究院，华安证券研究所

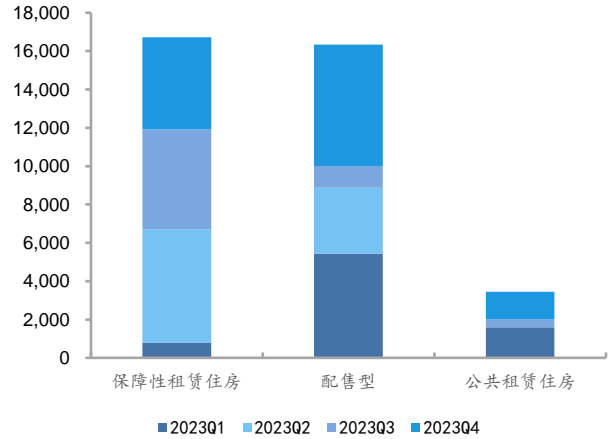


部分城市已率先开始探索配售型住房发展模式。政策方面，2023年5月深圳发布《深圳住房发展2023年实施计划》：规划建设方面，保障性住房中配租型保障房占比为88%，其中保租房占比78%，公租房占比10%；配售型保租房占比为12%；规划供应方面，保租房计划供应16716套/间，公租房计划供应3452套/间；配售型保障房计划供应16331套/间，其中Q4规划6319套，供应进度明显提速。

图表 6 深圳计划建设各类保障性住房占比



图表 7 深圳 2023Q4 计划供应配售型占比明显提升 (套数)



资料来源：《深圳市住房发展 2023 年度实施计划》，华安证券研究所

资料来源：《深圳市住房发展 2023 年度实施计划》，华安证券研究所

①深圳首批配售型保障房项目已开工。2023年11月底深圳市规划和自然资源局宝安管理局对[机场东地区]法定图则 06-11 地块规划调整进行公示，将其调整为“建设配售型保障性住房”，在此之前深圳市人才安居集团也启动了首批配售型保障房的相关招标工作（8个）。2023年12月28日，深圳集中开工共有13个配售型保障性住房项目，其中福田区2个项目、南山区2个项目、宝安区2个项目、龙岗区2个项目、龙华区2个项目、坪山区2个项目、光明区1个项目，总用地面积17.7万平方米，配售型保障性住房建设面积75.7万平方米，总投资约125亿元，房源合计1万余套。

图表 8 深圳首批配售型保障性住房（不完全统计）

地区	用地面积（平方米）	规划容积率
福田安托山 16-02 地块	1901	4.2
宝安机场东 06-11 地块	17620	3.7
大鹏中心区 07-22 地块	10499	2.8
光明北 03-16 地块	28785	-
龙华油松 A819-0730 地块	14300	3.1
龙华观城第一期城市更新单元（10 地块）	7396.1	3.4
龙岗宝龙 G02309-0008 地块	12976.8	5.1
龙岗宝龙 G02309-0009 地块	12364.14	4.7
坪山燕子岭及石井 06-16 地块	-	-

资料来源：深圳市规划和自然资源局、合一城市更新，华安证券研究所

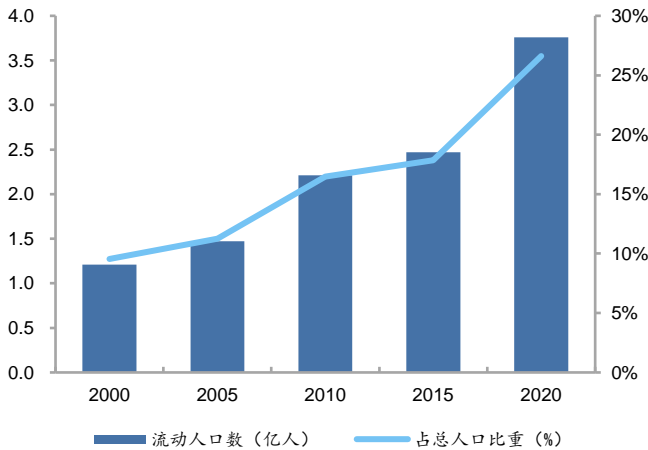
②全国首笔配售型保障房贷款落地福州。福州首个配售型保障房项目已经完成规划、工地等前期手续，近期即将开工，项目规划建设保障房 710 套，主要配售户型为 45-75 平方米的中小户型。同时，2023 年 12 月 19 日国家开发银行向该项目授信 2.02 亿元，意味着全国首笔配售型保障房开发贷成功落地，我国新一轮保障性住房规划建设有望加速推进。

### 1.3 保障房是改善民生的重要措施，长期影响地产发展模式

#### 作用 1：主要解决大城市外来务工人员的住房问题

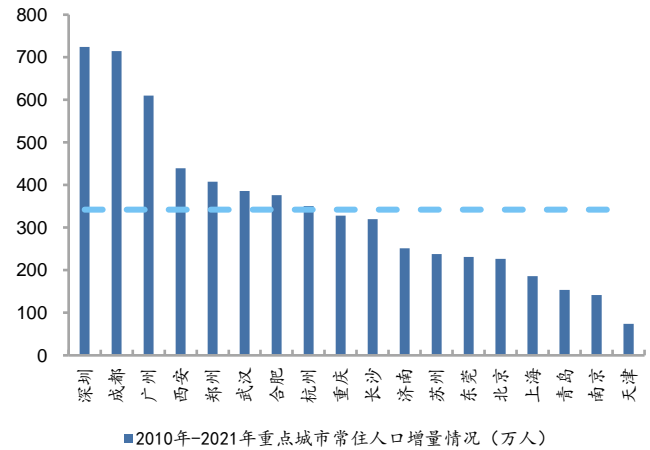
人口向大城市聚集明显，住房租赁需求旺盛。近年来我国人口流动性明显增强，人口加速向京津冀、长三角、珠三角、成渝等重点城市群聚集。2010-2021 年，深圳、成都、广州常住人口分别新增 724.40 万、714.40 万和 610.10 万，庞大的流动人口规模催生出较大的住房需求，但受房价水平较高影响，租房是外来人口落脚大城市的首选居住方式。根据住建部《2022 年城市建设统计年鉴》数据，全国城区人口超 300 万以上共有 32 个城市，其城区总人口占全国城区总人口的 45.49%，但其商品房销售面积仅占全国商品房销售面积的 27%，说明新增常住人口和流动人口主要通过租赁的方式满足住房需求。

图表 9 常住人口流动性增强



资料来源：iFinD，华安证券研究所

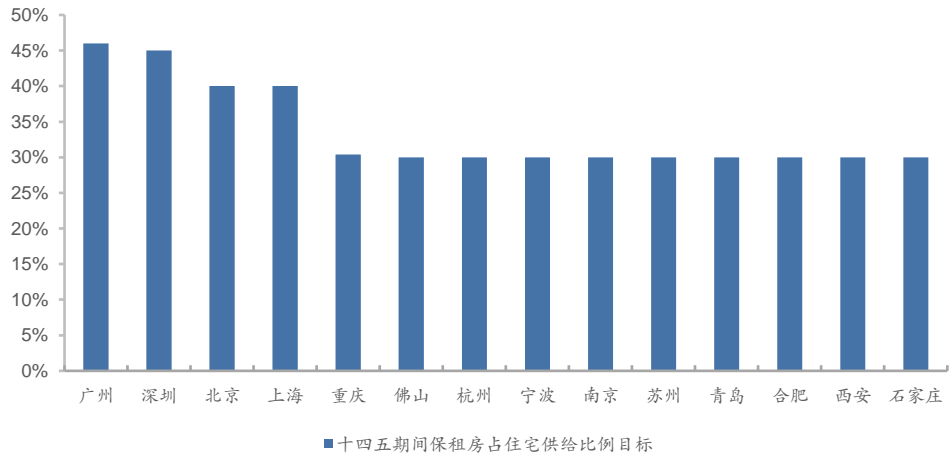
图表 10 人口向大城市聚集明显



资料来源：iFinD，华安证券研究所

保障性住房比例仍有较大提升空间。根据中国首席经济学家论坛研究院副院长林采宜发布的公开信息，据第七次人口普查和住建部的数据推算，截止 2022 年底我国保障房存量供应约在 3083 万套，占全国住房总量的 5% 左右，整体占比较少；其中公租房、经济适用房、保障性租赁住房、共有产权房分别约 1450 万套、1275 万套、330 万套、28 万套。参考各省主要城市给出的十四五期间保租房建设规划，一线城市均规划保租房建设占住宅供给比例目标均超 40%，其余城市也将目标定在 30% 或以上，预计全国保障性住房占比仍有较大提升空间。

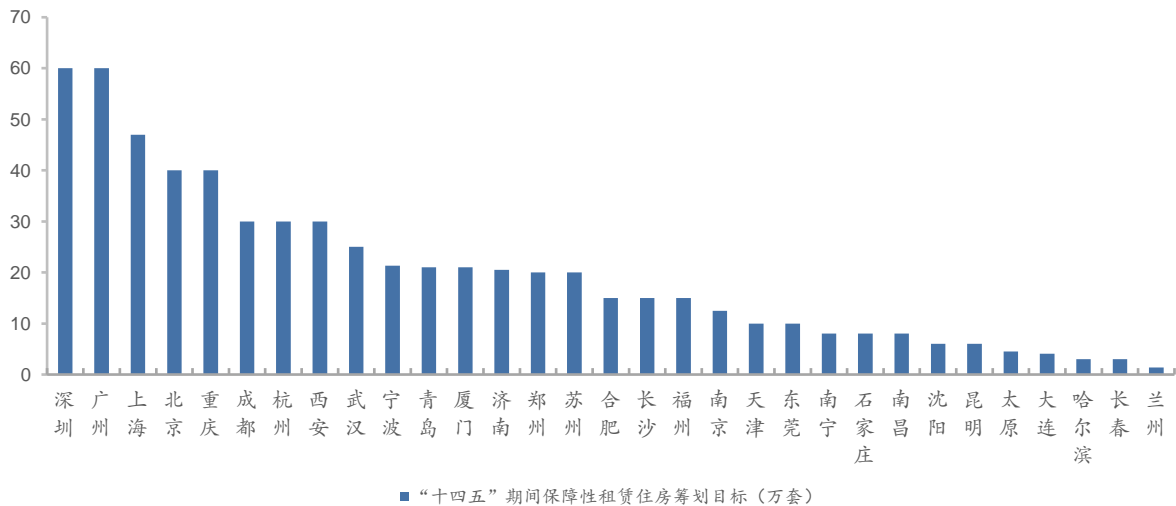
图表 11 保障性住房比例仍有较大提升空间



资料来源：各政府官网，华安证券研究所

**保租房建设将有望显著解决青年人住房难问题，促进城市长期发展。**根据住建部住房保障司数据，十四五期间全国计划筹集建设保障性租赁住房 870 万套（间），预计可以帮助 2600 多万新市民、新青年改善居住条件。而 14 号文明确支持在城区人口 300 万以上的城市率先探索，我们搜集汇总相关城市十四五期间保租房规划建设目标，共计 615.3 万套，占全国筹集目标的 70.72%；其中北上广深的筹建数量分别为 40 万、47 万、60 万、60 万套。因此大中城市是保障房发力的重点区域，只有解决好青年人的住房问题，才能保障人口规模和城市长期发展的动力。

图表 12 十四五期间 300 万以上城区人口保租房筹建规划



资料来源：各城市人民政府，华安证券研究所

注：兰州十四五期间规划保租房筹建目标为不少于 74 万平方米，此处为按照 70 平方米/套估算套数。

**作用 2：盘活存量闲置和低效土地资源**

**政策端支持优先将存量土地用于保租房建设。**根据国务院印发的《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，保障性租赁住房的土地来源主要有集体经营性建设用地、

企事业单位自有用地、产业园配建、非居住存量住房改建/存量闲置房屋改建、新供应国有土地和开发商配建等。其中，前四类为存量土地和存量房屋，后两者为新增土地和房屋；非居住存量住房改建/存量闲置房屋改建不涉及新建，除此之外其他类型土地来源均涉及新建。

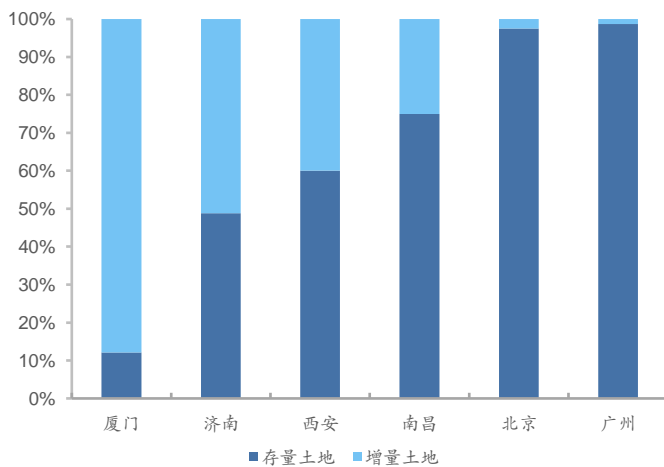
图表 13 保租房土地来源



资料来源：中国政府网，华安证券研究所

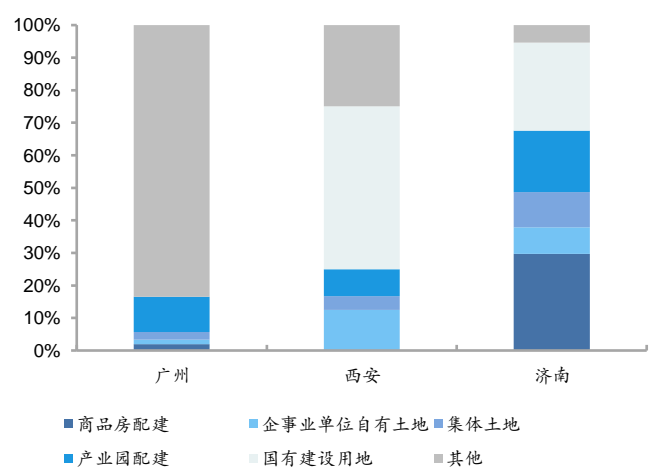
省级规划端也大多以存量土地为主。从各地十四五规划来看，大多数保租房建设以存量土地为主，南昌、北京、广州存量土地占比均超过 65%，但也有部分城市以增量土地为主，例如厦门、济南。细分新建项目土地来源，各城市有所差异：广州主要以城市更新项目配置中小型住户为主，西安以国有建设用地为主，济南以商品房配建为主。

图表 14 保租房建设多以存量土地为主



资料来源：各地十四五规划，华安证券研究所

图表 15 新建项目土地来源



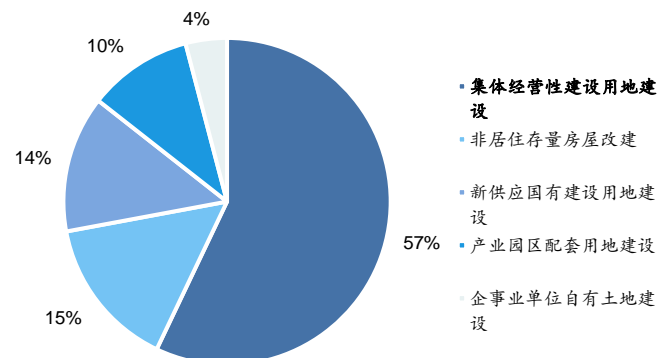
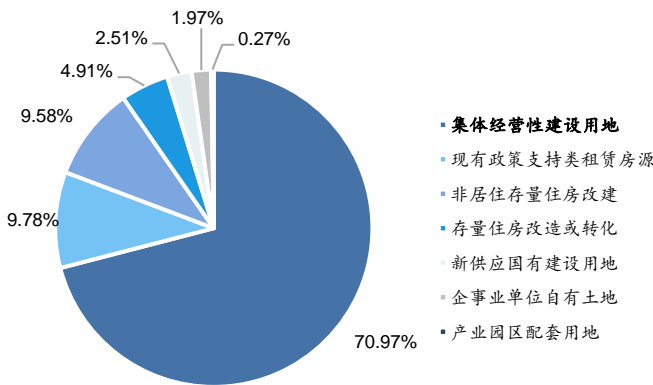
资料来源：各地十四五规划，华安证券研究所

**城中村改造将为保租房提供存量土地，进一步加快其建设。**中央政策层面，2023年7月国务院常务会审议通过《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》，同年10月住建部强调，城中村改造将与保障性住房建设相结合，各地城中村改造土地除安置房外的住宅用地及其建筑规模，原则上应当按一定比例建设保障性住房。鉴于人口向超大特大城市聚集趋势，城中村改造有望提供大量保障性住房，解决青年人在大城市的住房问题。

地方落实层面，以北京为例，根据北京市住房和城乡建设委员会公示信息，在2022年到2023年9月认定的7批保障性租赁住房项目中，按供应套数计算，集体经营性建设用地占比高达70.97%；同时从公示的2023年保障性住房建设两批筹集计划来看，新建项目中集体经营性建设用地占比57%。前期各省对城中村改造土地用于建设保障房规划较少，我们认为农村集体用地后续将助力保障房建设，盘活存量资产。

图表 16 北京城中村可为保障房提供大量集体用地

图表 17 北京 2023 年保障房筹集计划中新建项目土地来源占比



资料来源：北京市住房和城乡建设委员会，华安证券研究所

资料来源：北京市住房和城乡建设委员会，华安证券研究所

### 作用 3：作为“三大工程”之一对冲新房市场压力

中性假设下，预计“十四五”期间保障房建设将拉动 5.24 亿平米开工面积，拉动 23844 亿元投资额。2023 年中央层面多次提及城中村改造、保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”，我们认为“三大工程”将提供需求增量，有望对冲新房市场压力。

①**保租房**：十四五期间全国计划筹建 870 万套保障性租赁住房（十三五未有明确规划），其中深圳、广州、上海计划目标较多，分别为 60 万套、60 万套和 47 万套。考虑到各地平均建筑面积标准不同，虽然住建部 2023 年 3 月发布《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》，保障性租赁住房以建筑面积在 70 平方米以下的小户型为主，最大建筑面积原则上不得超过 120 平方米，但参考天津市已运营保租房项目数据，平均建筑面积为 42.93 平方米/（间/套）。我们将保租房建筑面积分为悲

观、中性和乐观三种情形进行测算，分别对应 40、55、70 平方米/（间/套）。参考主要城市十四五建设规划，公租房新建比例平均值约为 85%。

图表 18 主要城市十四五保租房建设规划

地区	项目类型	保障性住房（间/套）	合计（间/套）
广州	新建	商品住房项目配建	0.8
		城市更新项目配置中小型住户	35
		企事业单位自有土地	0.6
		集体土地	1
		产业园配建	4.5
	改造	“工改租”“商改租”	5.4
	存量房源整租运营	14.1	19.5
杭州	新建	24	24
	盘活	6	6
西安	新建	企事业单位自有土地	3
		产业园配建	2
		集体土地	1
		国有建设用地	12
		公租房统筹量	6
	改造	存量闲置房屋改建	2
		城市棚改安置	4
济南	新建	企事业单位自有土地	1.5
		产业园配建	3.5
		国有建设用地（含商业用地）	5
		城中村保障房建设用地	2
		地铁上盖物业建设	1
		新出让居住用地配建	5.5
	改造	存量闲置房屋改建	2
厦门	新建	新选址建设	10.9
		非新选址建设	0.9
	盘活改建	0.6	0.6
南昌	新建	2	2
	盘活	6	6
北京	新建	集体经营性建设用地	7.94
		现有政策支持类租赁房源	1.09
		新供应国有建设用地	0.28
		企事业单位自有土地	0.22
		产业园区配套用地	0.03
	改造	非居住存量住房改建	1.07
		存量住房改造或转化	0.55

资料来源：各省住房发展“十四五”规划，华安证券研究所

②公租房和共有产权房：鉴于全国并未设立十四五期间公租房和共有产权房建



设目标，参考本文图表 4 中主要城市十四五期间建设规划，按照各类保障房建设比例推算，全国十四五期间公租房和共有产权房建设预期值分别为 80 万套和 97 万套。参考本文 1.2 中给出的政策值和城市落地值，假设公租房在悲观、中性和乐观三种情形下分别对应 40、50、60 平方米/（间/套）；共有产权房在悲观、中性和乐观三种情形下分别对应 70、80、90 平方米/（间/套）。参考《广州市住房发展“十四五”规划》，公租房和共有产权房建设用地大多来源于存量土地的新建范围，因此假设公租房和共有产权房均为新建房屋。

参考《广州住房发展“十四五”规划》数据，以及考虑到实际保障房多为全装修和带家电交付，假设保障房单位平方米的投资成本为 4000 元/平方米。我们预计在悲观/中性/乐观情形下，“十四五”期间保障房建设将分别拉动开工端面积 3.96/5.24/6.53 亿平方米；拉动房地产投资 17916/23844/29772 亿元。

图表 19 中性假设下，预计“十四五”期间保障房建设将拉动 5.24 亿平米开工面积，拉动 23844 亿元投资额

情形	悲观					中性					乐观				
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2021	2022	2023	2024E	2025E	2021	2022	2023	2024E	2025E
保障房十四五筹建规划（万套）	94	265	204	153	153	94	265	204	153	153	94	265	204	153	153
公租房十四五建设（万套）	80														
共有产权房十四五建设（万套）	97														
保障房每套建筑面积（平方米/套）	40					55					70				
新建比例（%）	85%														
公租房每套建筑面积（平方米/套）	40					50					60				
共有产权房每套建筑面积（平方米/套）	70					80					90				
保障房拉动开工端面积（亿平方米）	0.32	0.90	0.69	0.52	0.52	0.44	1.24	0.95	0.72	0.72	0.56	1.58	1.21	0.91	0.91
<b>保障房合计（亿平米）</b>	<b>3.96</b>					<b>5.24</b>					<b>6.53</b>				
单位建安成本（元/平方米）	4000.00														
保障房拉动投资额（亿元）	1507	4240	3264	2454	2454	2072	5830	4488	3375	3375	2638	7420	5712	4295	4295
<b>保障房合计（亿元）</b>	<b>17916</b>					<b>23844</b>					<b>29772</b>				

资料来源：iFinD、《广州市住房发展“十四五”规划》，华安证券研究所

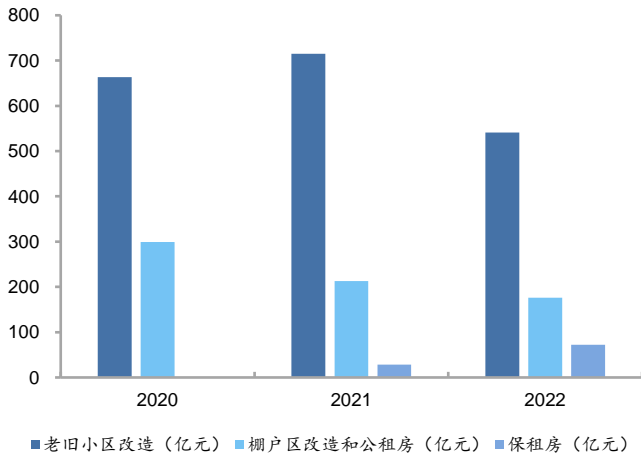
## 2 资金来源：政策资金主导，社会资本参与

14号文明确规定了资金的三大来源：中央补助资金、地方专项债、公积金发放开发贷。从目前投资金额来看，专项债仍为主要资金来源，中央直接补助及社会资金作为补充；展望未来，保障房的融资渠道将更加广泛，PSL和住房公积金贷款再度重启，REITs发行稳步推进，TOD等城市发展模式同步配建保障房，全方位金融服务体系将支持保障房的长期建设规划。

### 2.1 中央补助资金：整体规模较小，保障房投入比例将提升

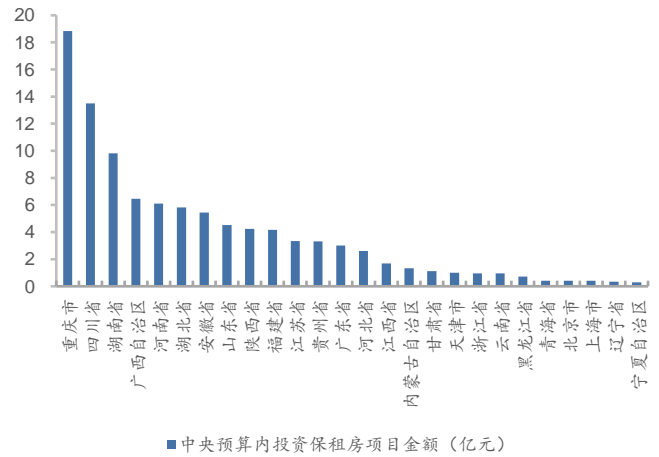
2021保租房被纳入保障性安居工程，预计后续资金补助占比将逐步提升。2021年6月，国家发改委、住建部发布《关于下达保障性安居工程2021年第三批中央预算内投资计划的通知》，其中有28.34亿元用于支持保障性租赁住房及配套基础设施建设，占总投资金额的2.96%，是保障性租赁住房首次正式纳入保障性安居工程补助资金。但整体来看，中央预算内投资的主要投向是老旧小区改造和棚户区改造，2022年投向保租房补助资金占比提升至9.17%，但占比仍然较小；分地区来看，重庆、四川、湖南分配到的中央预算内投资较多，分别为18.83、13.5、9.81亿元。考虑到棚改已经接近尾声，旧改有望提前完成规划目标，预计后续用于保障房建设的资金补助占比将有所提升。

图表 20 中央预算内投资（分建设房屋类别）



资料来源：国家发改委，华安证券研究所

图表 21 保租房 2021 第三批-2022 第三批累计金额（分省份）



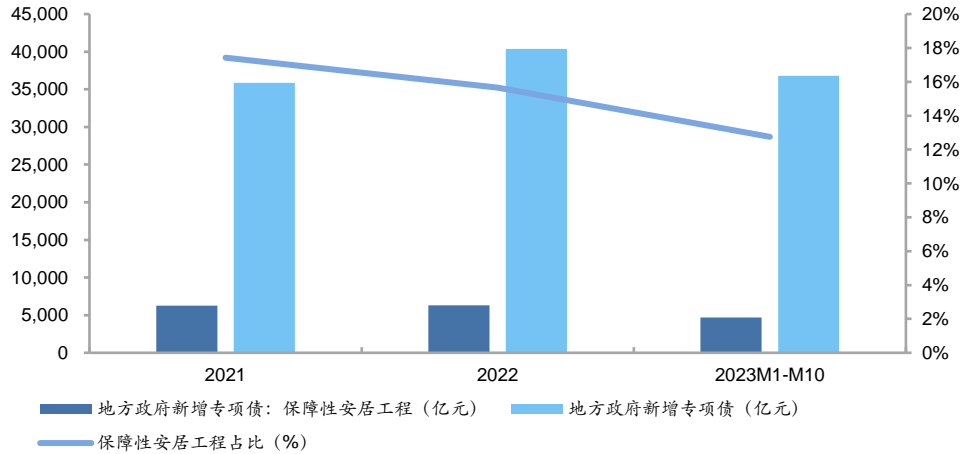
资料来源：国家发改委，华安证券研究所

### 2.2 专项债新增保障房投向，PSL 贷款重启提振信心

专项债新设保障性住房科目，低成本资金助力长期建设。地方政府财政支出是建设保障房的重要资金来源，全国保障性安居工程的96%来自于地方财政。截止2023年10月，地方政府新增专项债投向保障性安居工程的金额为4690.01亿元，同比减

少 24.89%。专项债相较于银行贷款或政府融资平台具有明显的成本优势，低成本长期资金能够与保障房建设相匹配。2024 年专项债投向整体保持 10 大领域不变，但保障性安居工程领域新增城中村改造、保障性住房两个投向，有利于推动城中村改造和保障性住房建设的加速进行。

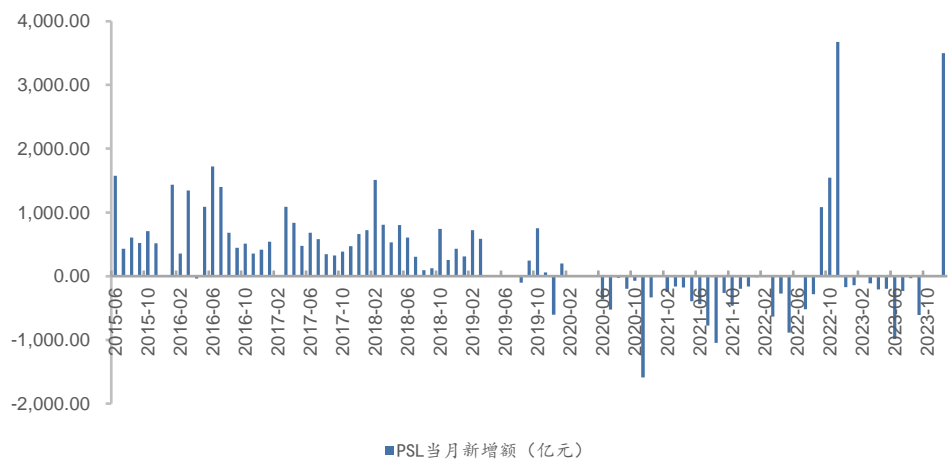
图表 22 保障性安居工程专项债新增



资料来源：iFinD，华安证券研究所

**2023 年 12 月 PSL 重启，有望补充保障房建设资金。**2023 年 12 月国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款 (PSL) 3500 亿元，期末抵押补充贷款余额为 32522 亿元。单月 3500 亿元的净新增额处于历史第二高的水平，仅次于 2022 年 11 月，参考历史 PSL 投向，预计此次 PSL 主要投向保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。此次 PSL 重启一方面能够补充保障房建设资金，另一方面也将提振地产投资、扩信用、稳增长信心。

图表 23 2023 年 12 月 PSL 重启，有望补充保障房建设资金

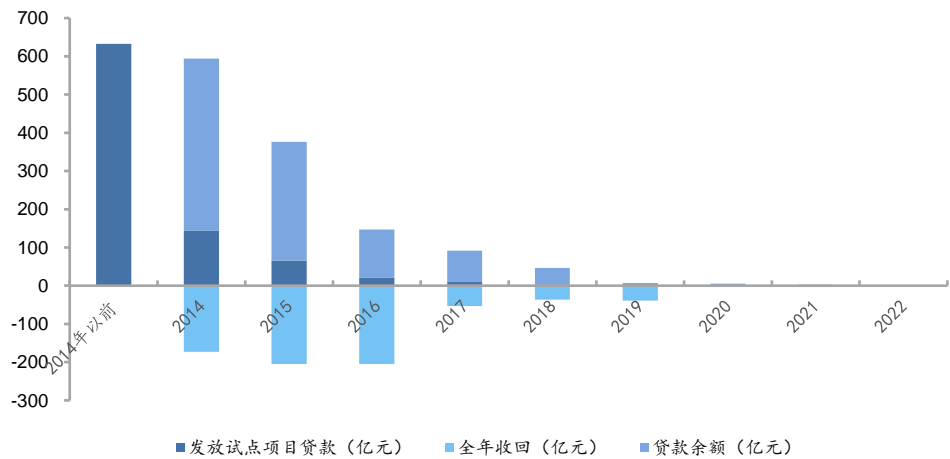


资料来源：iFinD，华安证券研究所

## 2.3 住房公积金：时隔四年再次开启发放，各地后续政策值得期待

首个住房公积金支持长租房项目落地温州龙湾，后续各省相关细则值得期待。住房公积金支持保障性住房建设贷款在 2018 年就已不再发放，主要原因是 2018 年楼市过热，为了防止提取住房公积金用于炒房投机行为。截止 2022 年住房公积金累计向 373 个试点项目发放贷款 872.15 亿元，累计回收试点项目贷款 870.64 亿元，贷款余额降至 1.51 亿元，大部分项目已基本结清贷款本息。2023 年 12 月，由浙江省温州市住房公积金管理中心和龙湾区人民政府“双组长”模式牵头的“住房公积金长租房”试点项目在温州市龙湾区落地，首批被纳入管理的温州民科产业开发有限公司安心公寓改造工程正式动工。民科安心公寓是全国首个住房公积金支持的长租房项目，该项目改造完成后，将由住房公积金增值收益补充资金专项支出。我们认为后续各省也将陆续出台相关细则，住房公积金将为保障房建设添加动力。

图表 24 住房公积金发放贷款情况



资料来源：财政部、中国政府网，华安证券研究所

## 2.4 REITs：社会资本长期助力保障房建设

REITs 政策进一步细化，资金支持力度加大。2022 年 5 月证监会、发改委再次发文《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 有关工作的通知》推动保障性租赁住房 REITs 业务规范有序开展，助力盘活存量资产，拓宽保障性租赁住房建设的权益型资金来源，促进房地产市场平稳健康发展，意味着保障性租赁住房 REITs 试点正式启动；2023 年 2 月中国人民银行、证监会发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见 (征求意见稿)》，进一步拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道；2023 年 3 月国家发改委发文《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 项目申报推荐工作的通知》对保租房 REITs 发行做出相关规定。

图表 25 保障性租赁住房 REITs 政策

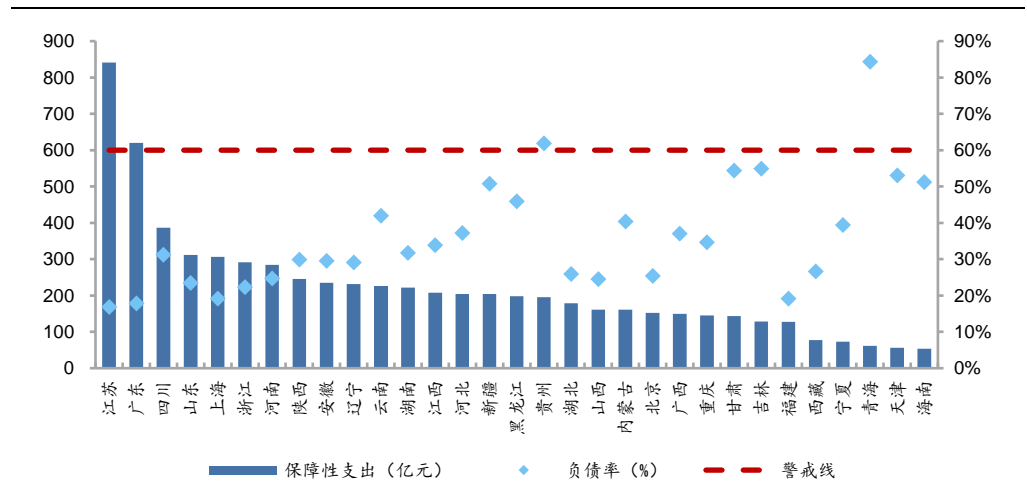
时间	发布部门	政策名称	政策内容
----	------	------	------

2021-06-29	国家发改委	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》	首次将保障性租赁住房纳入可发行基础设施 REITs 范畴，“包括各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目”。
2022-05-19	国务院	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	要推动基础设施 REITs 健康发展，并将保障性租赁住房纳入试点范围。
2022-05-27	证监会、国家发改委	《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》	明确了发起主体应当为开展保障性租赁住房业务的独立法人，强调了回收资金用途的严格闭环管理机制，确保净回收资金优先用于新的保障性租赁住房项目建设，或用于其他基础设施补短板重点领域。
2023-02-24	中国人民银行、银保监会	《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》	优先支持雄安新区、海南自由贸易港、深圳中国特色社会主义先行示范区等国家政策重点支持区域以及人口净流入的大城市开展房地产投资信托基金（REITs）试点，鼓励住房租赁企业、专业资产管理机构通过房地产投资信托基金（REITs）长期持有、运营租赁住房。
2023-03-01	国家发改委	《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》	首次发行基础设施 REITs 的保障性租赁住房项目，当期目标不动产评估净值原则上不低于 8 亿元。

资料来源：国家发改委、国务院、证监会、中国人民银行，华安证券研究所

地方政府化债压力仍在，REITs 可提供保障房建设长期稳定资金来源。分地区来看，2018-2022 年江苏、广东两地累计地方政府住房保障支出金额较高分别为 841.15 亿元和 620.37 亿元。2022 年部分省份例如新疆、黑龙江、贵州、甘肃、吉林、青海、天津、海南等地方财政负债率较高，其中青海和贵州负债率已超过国际通行的 60%警戒线。我们认为，一方面作为保障房建设大部分资金来源的地方政府化债压力仍在；另一方面，参考以上三种途径的资金历史供给数据，并结合我们在 1.2 部分对保障房建设投资需求的测算，仍存在部分资金缺口，REITs 可引导社会资本参与，为保障房建设提供长期稳定的资金来源。

图表 26 2022 年各省保障性支出与地方政府财政负债率情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

5支保障房REITs产品成功发售，多元化的社会资本助力长期保障房建设。2022年成功发行4支保障房REITs，国泰君安城投宽庭REIT于2023年12月22日公开发售，发行规模为30.5亿元，是迄今为止发行规模最大的一只产品。就目前已发行的五只产品来看，底层资产均位于人口净流入量较多的一二线城市，同时租金价格相较周边地区具有很强的竞争优势，能够保证稳定的收入和净利润。我们认为REITs一方面可以把特定投资者短期小额储蓄汇聚为长期集中大额资本，为住房租赁市场提供资金来源；另一方面，可帮助保租房建设企业实现“重资产投资循环+轻资产回报循环”的商业模式闭环，加快资金周转节奏，进而提升企业的建设动力和更充足的建设资金基础。

图表 27 5支保障房REITs成功发售，多元化社会资本助力保障房建设

	华夏北京保障房中心 REIT	红土创新深圳 人才安居REIT	中金厦门安居REIT	华夏基金华润有巢 REIT	国泰君安城投宽庭 REIT
类别	公租房	保租房	保租房	保租房	保租房
底层资产	文龙家园：北京海淀 熙悦尚郡：北京朝阳	安居百泉阁： 深圳福田 安居锦园：深圳罗湖 保利香槟苑：深圳大 鹏新区 凤凰公馆：深圳坪山	园博公寓：厦门集美 珩琦公寓：厦门集美	有巢泗泾项目： 上海松江 有巢东部经开区项 目：上海松江	江湾社区：上海杨浦 光华社区：上海杨浦
土地性质	公共租赁住房	国有建设用地	划拨用地	集体经营性用地	国有建设用地
土地取得方式	资金收购该地使用权	协议出让	协议出让	协议出让	协议出让
租赁住房套数 (套)	2168	1830	4665	2612	2953
建筑面积(万m <sup>2</sup> )	11.3	13.5	19.9	12.1	16.9
运营时间	满3年	未满3年	未满3年	未满3年	未满3年
装修标准	简装	精装	精装	精装	精装
平均租金(元/m <sup>2</sup> / 月)	52-60	14.5-59.7	30.5-32.4	57.7-78	141.1-145.1
出租率(%)	94%-95%	98%-100%	99%	87%-89%	91%-96%
发行规模(亿元)	12.55	12.42	13.00	12.08	30.5

资料来源：各REITs募集说明书，华安证券研究所

## 2.5 其他资金：银行贷款加大支持力度，TOD项目配建保障房成趋势

①**商业银行将加大对租赁市场贷款支持力度。**今年1月5日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》，指出金融支持住房租赁市场发展应以市场配置为主，为租赁住房的投资、开发、建设、运营提供多元化金融服务体系；支持企业和符合条件的事业单位依法依规批量购买存量闲置房屋用作宿舍型保障性租赁住房，支持专业化规模化住房租赁企业依法依规批量购买存量闲置房屋用作保障性或商业性租赁住房长期持有运营。



支持商业银行向各类主体新建、改建长期租赁住房发放开发建设贷款，一般为3年，最长不超过5年。住房租赁企业运营自有产权长期租赁住房的，住房租赁经营性贷款期限最长不超过20年，贷款额度原则上不超过物业评估价值的80%。住房租赁企业依法合规改造工业厂房、商业办公用房、城中村等非自有产权租赁住房，经营性贷款期限最长不超过5年，贷款额度不超过应收租金总额的70%。

**1000亿租赁住房贷款支持计划加快落地。**2023年1月，央行设立1000亿租赁住房贷款支持计划，不同于上文所提到的商业银行发放住房租赁团体购房贷款，是人民银行专门设立的结构性货币政策工具，支持工农中建7家银行向重庆、济南、郑州、长春、成都、福州、青岛、天津8个试点城市发放贷款。贷款利率原则上不超过3%，对符合要求的贷款，央行按贷款本金100%予以资金支持，利率为1.75%。目前该支持计划已在福州、济南、天津、青岛4个城市陆续落地，合计贷款金额40.86亿元，旨在为收购存量住房提供资金支持，盘活存量房屋、扩大租赁住房供给。最新进展为2024年1月，青岛市首批租赁住房贷款支持计划试点18.5亿元落地，支持收购首批存量住房项目7个，涉及房屋总套数2319套。

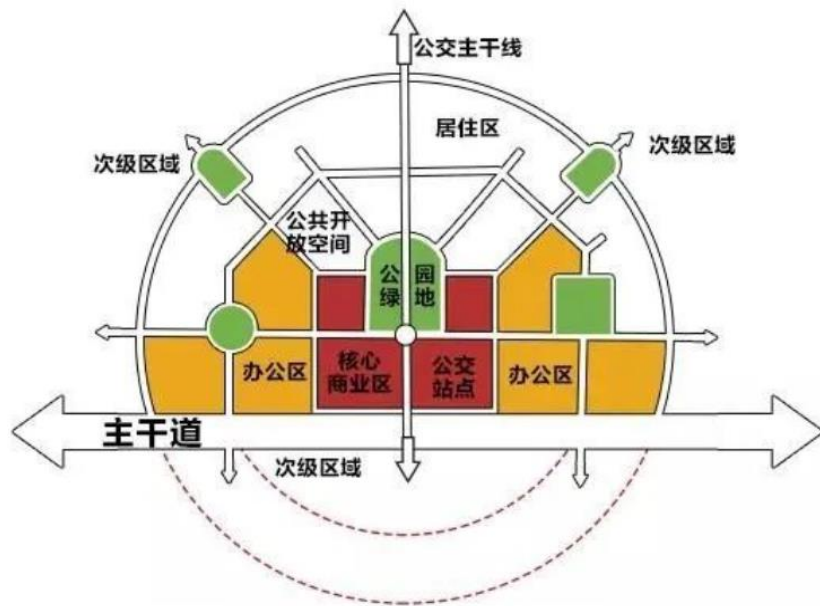
图表 28 租赁住房贷款支持计划落地情况梳理

城市	贷款落地时间	贷款金额（亿元）	项目数量	房屋总套数	运营主体
福州	2023.5	4.88	-	-	左海集团
济南	2023.6	4.6	6（拟定）	-	济南城市投资集团
天津	2023.12	12.88	-	-	-
青岛	2024.1	18.5	7	2319	青岛建融投资置业公司

资料来源：新京报，华安证券研究所

**②TOD模式与保租房相结合，社会资本参与投资建设。**TOD项目是指以公共交通为导向的发展模式建设的项目，其具备与保租房建设相结合的天然优势：靠近公共交通，可有效缩短在外务工青年人的通勤时间；TOD项目中可使租客同时享受丰富的“商业、办公、社交、文娱”等服务配套，契合青年人对住房的品质需求。从投资主体来看，各地交投集团、轨道集团积极布局TOD项目，龙头房企也在参与。由于TOD项目中配建租赁住房，对企业资金和运营能力要求较高，目前万科、龙湖、越秀、中骏等房企参与较多。

图表 29 TOD 开发模式



资料来源：界面新闻，华安证券研究所

多个城市已布局 TOD 配建保障房项目，成都项目投用在即。成都在《成都市“十四五”城市建设规划》中明确在“十四五”期间计划筹集保障性租赁住房 30 万套（间），并完成 14 个 TOD 示范项目，将建设其中保障性租赁住房 5 万套。在目前 10 余个 TOD 综合开发项目中，成都筹集保障性租赁住房超过 2 万套，2023 年首批项目陆续封顶，预计 2024 年投入使用。其他主要城市例如重庆、宁波、上海、厦门等也在积极探索 TOD 配建保障房项目。我们认为 TOD 项目与保租房的高适配度将驱动保租房建设围绕交通干线展开，后续预计将有更多项目在其他城市落地。

图表 30 主要城市 TOD 配建保障房项目（不完全统计）

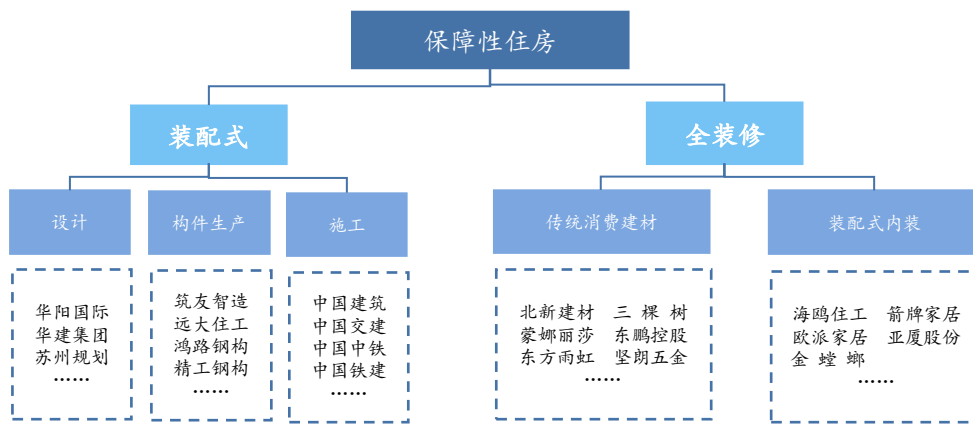
城市	企业	租赁房源体量	项目名称	建设进度
成都	成都轨道集团	19000 套	双凤桥 TOD、马厂坝 TOD、幸福桥 TOD、三岔 TOD、梓潼宫 TOD、双流西 TOD、中环 TOD、龙潭寺东站 TOD	双凤桥 TOD 已全部封顶，2024 年将入市亮相，提供房源 1431 套。
重庆	重庆交投集团	约 860 套	四公里站 TOD 项目	部分主体建设已完成；项目一期预计 2025 年 5 月竣工交付使用。
宁波	宁波市轨道交通集团	1000 余套	轨道交通 4 号线兴宁桥西站和 3 号线姜山站	兴宁桥西站项目计划于 2024 年第三季度建成投运，提供保障性房源约 313 套（间）。
上海	上海浦开集团	1553 套	周浦东 TOD 项目	已开业
厦门	厦门轨道集团	1900 套	集美软件园 TOD 综合体	一期项目主体已封顶（为保障性租赁公寓和商业配套）

资料来源：克而瑞、成都日报房产发布、南岸发布、海曙发布、集美区融媒体中心，华安证券研究所

### 3 “装配式+全装修”两大主线，建筑建材相关产业链受益

保障性住房建设标准可分为“装配式+全装修”两大主线。参考现有一线城市发布的保障房设计标准可以发现，设计标准均呼吁采用装配式建筑，而在后续内装环节鼓励采用装配式装修，与传统装修装饰材料互为替代，最终以全装修的形式进行交付。因此，保障房的建设对下游的影响可分为装配式与全装修两条主线，而装配式建筑按流程又可分为设计、构件生产和土建施工三大环节。

图表 31 保障性住房建设标准可分为“装配式+全装修”两大主线



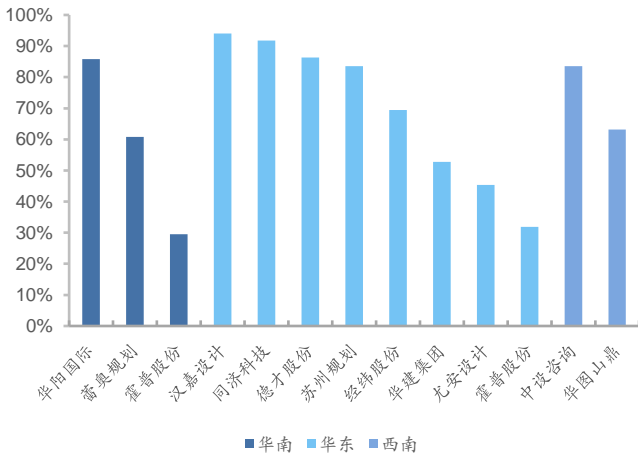
资料来源：《深圳保障性住房建设标准》、《上海市保障性住房设计标准》、《北京市保障性租赁住房建设导则（试行）》，华安证券研究所

#### 3.1 建筑：设计、构件生产、土建施工

##### 3.1.1 设计类：长三角与珠三角有相关设计经验的企业有望率先受益

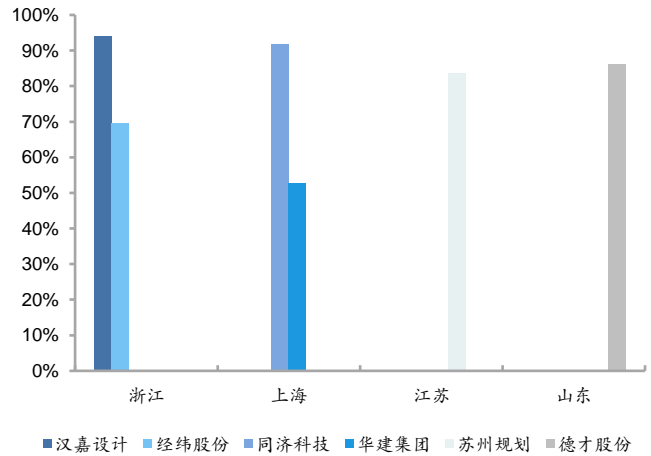
规划设计类企业的区域属性较强。由于设计企业通常具有一定的服务半径，本地设计单位相较外地机构更熟悉当地的历史文化地理背景、具备一定的市场资源储备及响应式服务优势，客户往往倾向于选择本区域内的设计企业。例如华阳国际、奥雷规划、霍普股份在华南的营收占比分别为 85.81%、60.79%、29.51%；汉嘉设计、同济科技、德才股份、苏州规划、经纬股份、华建集团在华东的营收占比分别为 94.09%、91.80%、86.27%、83.52%、69.39%、52.76%；中设咨询、华图山鼎在西南的营收占比分别为 83.51%、63.16%。分城市看，汉嘉设计和经纬股份的业务主要集中于浙江；同济科技和华建集团主要集中于上海；德才股份主要集中于山东；苏州规划主要集中于江苏；华图山鼎主要集中于成都。

图表 32 规划设计类企业的区域属性较高



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 33 华东地区分城市看各规划设计公司营收占比



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

在长三角和珠三角地区拥有相关保障房设计经验的企业有望率先受益。各公司参与保障房建设项目来看，也印证了设计企业具有较强的区域属性，鉴于保障性住房将在城区人口 300 万以上的城市率先开展，而这些城市主要位于长三角和珠三角地区，我们认为位于该地区的规划设计公司有望率先受益。

图表 34 上市公司保障房建设标志性项目（不完全统计）

公司	项目名称	项目地点	时间	项目规模
华阳国际	侨香村经济适用房	深圳福田	设计时间：2005 年 竣工时间：2009 年	总建筑面积：52.4 万 m <sup>2</sup>
	龙悦居三期	深圳龙华	设计时间：2010 年 竣工时间：2013 年	21.6 万 m <sup>2</sup>
	人才安居秀新地块	深圳坪山	设计时间：2017 年（开始）	用地面积：1.23 万 m <sup>2</sup> 总建筑面积：6.13 万 m <sup>2</sup>
	东和花园三期（好日子保障性住房）	深圳龙华	设计时间：2017 年	用地面积：2.02 万 m <sup>2</sup> 总建筑面积：10.48 万 m <sup>2</sup>
	中山大学深圳校区人才保障性住房项目	深圳光明	设计时间：2018 年 竣工时间：2023 年	48.03 万 m <sup>2</sup>
	新沙人才房 EPC 项目	深圳福田	设计时间：2018 年 竣工时间：2023 年	1.856 万 m <sup>2</sup>
	长圳公共住房及附属工程项目（凤凰英荟城）	深圳光明	开工时间：2018 年 入伙时间：2023 年	用地面积：17.7 万 m <sup>2</sup> 总建筑面积：115 万 m <sup>2</sup>
	大鹏中心区 08-13 地块人才住房	深圳大鹏新区	设计时间：2018 年（开始）	用地面积：12.67 万 m <sup>2</sup> 总建筑面积：41.70 万 m <sup>2</sup>
	深圳人才安居凤凰苑	深圳坪山	设计时间：2019 至今	用地面积：5.12 万 m <sup>2</sup> 总建筑面积：45 万 m <sup>2</sup>
华建集团	黄浦区半淞园社区 C010501 单元 338-02 地块（保障性租赁住房）	上海黄浦	2023 年 7 月中标	总建筑面积：8.47 万 m <sup>2</sup>
苏州规划	苏州市 13 号地块保障性住房	苏州	2012-至今	19.83 万 m <sup>2</sup>

资料来源：华阳国际公众号、华阳国际官网、华建集团公告、苏州规划官网，华安证券研究所

### 3.1.2 构件类：PC 构件相较钢结构受益确定性更强

装配式建筑更加节能环保，符合国家“绿色建筑”发展趋势。建筑领域减碳已成为我国实现碳达峰、碳中和目标的关键一环，装配式建筑相比于传统建筑具有人工用量少、工期短、能耗低等优点，其通过工业化生产的优势提升效率和建筑品质，通过弹性化的设计满足需求变化，注重使用空间的可变性和持续更新的可能性，延长建筑寿命，从而避免资源浪费，减少对生态环境的破坏，实现绿色低碳、可持续发展。在当今日益重视绿色建筑的政策背景下，装配式建筑被公认为绿色建筑最佳结构。

图表 35 装配式建筑更加节能，符合国家“绿色建筑”发展趋势

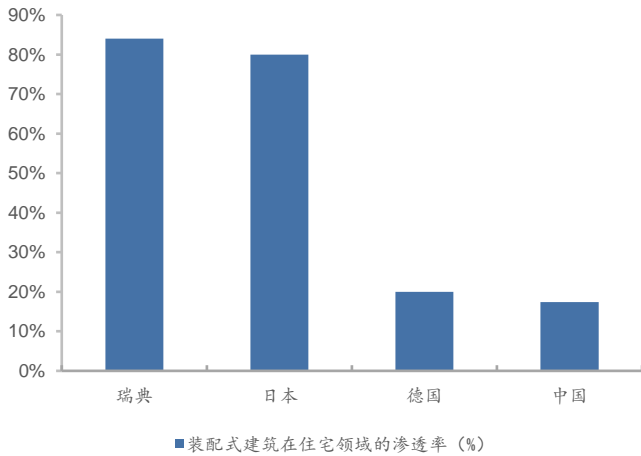
测算内容		人工用量下降	工期提前	建筑垃圾减少	建筑污水减少	能耗降低	装配式增量成本
装配式混凝土建筑 对比传统建筑	装配率 30%	15%	15%	40%	15%	15%	8%-20%
	装配率 50%	25%	20%	70%	25%	20%	10%-25%
	装配率 60%	30%	24%	75%	35%	25%	12%-27%
	装配率 70%	35%	28%	80%	45%	30%	15%-30%
装配式钢结构建筑 对比传统建筑	装配率 30%	20%-25%	20%	40%	5%	30%	10%-12%
	装配率 50%	20%-25%	25%	45%	7%	30%	12%-15%
	装配率 60%	25%-30%	35%	50%	8%	30%	15%-20%
	装配率 70%	25%-30%	40%	60%	10%	30%	15%-20%

资料来源：《装配式建筑工程消耗量定额》，华安证券研究所

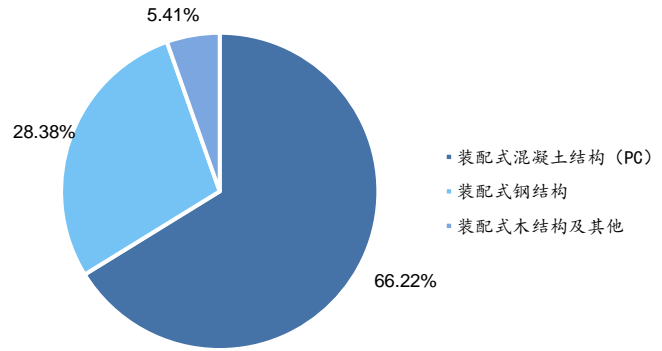
装配式建筑在我国住宅领域的渗透率较低，PC 构件仍然是主流。横向对比，我国装配式建筑在住宅领域的渗透率较低，约为 17%，而瑞典渗透率为 84%，日本为 80%。装配式混凝土由于具有较好的稳定性、隔音性、保温性、经济性等特点而主要应用于住宅，装配式钢结构具有较高的强度和刚度以及较好的抗腐蚀性和延展性，更多应用于工业厂房及公共基础设施领域，混凝土结构目前仍是我国装配式建筑的主流体系。根据住建部数据，我国装配式建筑中混凝土结构约占 66.22%，钢结构占比 28.38%。



图表 36 装配式建筑在住宅领域的渗透率较低



图表 37 装配式建筑中 PC 构件仍是主流



资料来源: iFinD、观知海内咨询、statskontoret、kaiken、bakaweb, 华安证券研究所  
资料来源: 中商产业研究院, 华安证券研究所

各主要省份或城市政策明确规定保障性住房建设应采用装配式建筑。2021 年 6 月国务院发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》后, 各省陆续出台实施本省实施方案, 其中部分省份/城市例如重庆、广东、山西等鼓励保障性住房采用装配式建筑; 大部分省份/城市则明确表示保障房/公租房应采用装配式建筑, 各省政策支持有望加快装配式建筑在保障性住房领域的应用。

图表 38 各主要省份或城市政策明确规定保障性住房建设应采用装配式建筑

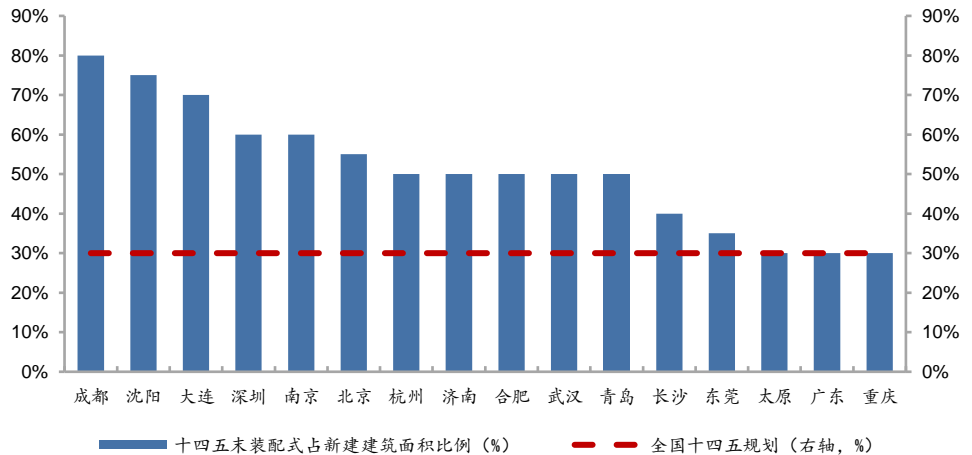
时间	地区	政策	主要内容
2021-01-30	重庆	《加快发展保障性租赁住房的实施意见》	在保障性租赁住房项目推广绿色建筑建设标准, 鼓励运用装配式建筑、人工智能等新型技术, 全面提升保障性租赁住房居住品质。
2021-11-05	广东	《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	在保障性租赁住房中积极推广装配式建筑, 将建设要求列入项目用地规划条件。
2022-04-19	山西	《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	新建保障性租赁住房项目, 要全面执行绿色建筑标准, 鼓励按照高星级绿色建筑、装配式建筑、超低能耗建筑、近零能耗建筑等标准规划建设高品质保障性租赁住房, 并享受建筑节能相关奖励政策。
2022-04-25	北京	《关于进一步发展装配式建筑的实施意见》	新建地上建筑面积 2 万平方米以上的保障性住房项目(包括公共租赁住房、共有产权住房和安置房, 下同)应采用装配式建筑。
2022-09-06	上海	《上海市保障性住房设计标准》	保障性租赁住房应采用装配式结构体系, 宜选用标准化、模块化设计, 选用标准化户型和预制构件; 宜选择有利于空间灵活分隔和组合的装配式结构体系, 可采用装配式混凝土结构、钢结构和钢-混凝土混合结构体系。
2022-11-15	湖北	《关于推动新型建筑工业化与智能建造协同发展的通知》	其它区域独立成栋的保障性住房、政府和国有企业投资项目、规划总建筑面积 6 万平方米及以上的新建商品住房项目应按照装配式建筑标准进行规划、设计和建造; 对政府投资的独立成栋的保障性住房项目明确按照装配式标准建造。
2023-06-07	深圳	《深圳市保障性住房规划建设管理办法》	全面采用装配式建筑, 推广智能建造、装配式装修、绿色建材和集成化模块化建筑部品, 打造“绿色、健康、智能”的新一代成品住宅。自 2023 年 8 月 1 日起施行。
2023-06-25	杭州	《杭州市装配式装修试点工作实施方案》	结合装配式建筑建设, 重点在政府投资的公租房、保障性租赁住房、共有产权住房等保障性住房项目, 医院、学校、体育馆、展览馆、轨道交通等公共建筑项目中确定一批试点项目, 开展装配化装修试点工作。
2023-07-07	陕西	《关于推动全省装配式建筑绿色高质量发展的实施意见》	对政府财政性资金、政府依法设立的国有企业全额投资建设的学校、医院、养老服务设施等公益性建筑项目和机场、车站、办公楼、体育馆、会议展馆等公共建筑项目以及保障性住房等建设项目; 享有政府扶持政策的工业建筑等项目, 应采用装配式建造方式。

资料来源: 重庆市人民政府、广东省人民政府、山西省人民政府、北京市人民政府、上海市房屋管理局、湖北省人民政府、深圳市人民政府、杭州市人民政府、陕西省人民政府, 华安证券研究所



重点城市十四五规划装配式占比大多远超全国规划标准，保障性住房助力装配式建筑在住宅领域的推广。2022年1月住建部印发了《“十四五”建筑业发展规划》，指出“十四五”期间装配式建筑占新建建筑的比例达到30%以上，但从各重点城市住房发展“十四五”规划来看，装配式建筑占比目标远超30%的全国标准，成都、沈阳、大连、深圳、南京、北京等地规划甚至超过50%，预计保障性住房有望成为装配式建筑在住宅领域的落地场景，加速其在住宅领域的渗透率。

图表 39 主要城市十四五规划装配式建筑比例均远超全国规划



资料来源：各省住房发展“十四五”规划，华安证券研究所

**预制 PC 构件：中性假设下，预计保障房建设能够拉动 2794.74 亿元市场规模。**  
《北京市人民政府办公厅关于进一步发展装配式建筑的实施意见》规定新建地上建筑面积 2 万平方米以上的保障性住房项目和商品房开发项目，各单体建筑装配率应不低于 60%，在假设悲观/中性/乐观三种情形下装配率分别为 50%/60%/70%。参考住建部数据，假设预制 PC 件占比为 60%。参考《装配式建筑工程投资估算指标》，三种情形下对应预制 PC 构件单方用量分别为 0.18/0.22/0.24 (m<sup>3</sup>/m<sup>2</sup>)，根据预制建筑网整理的 2023 年 10 月北京、上海等地预制 PC 构件平均价格约为 4038 元/m<sup>3</sup>，算得在悲观/中性/乐观三种情形下预制 PC 构件市场规模分别 1725.66/2794.74/3796.72 亿元。

**钢结构：中性假设下，预计保障性住房建设能够拉动 1210.61 亿元市场规模。**  
预计未来钢结构占比略有提升，假设钢结构占比为 40%，参考《装配式建筑工程投资估算指标》，三种情形下对应钢结构单方用量均为 104.95kg/m<sup>2</sup>，参考鸿路钢构产品售价约为 0.55 元/吨，算得在悲观/中性/乐观三种情形下钢结构市场规模分别为 913.63/1210.61/1507.60 亿元。

我们认为从产品价格、适配度等因素考虑，短期看预制 PC 构件仍将是装配式建筑的主流产品，预制 PC 构件企业相较于钢结构企业受益确定性更强。

图表 40 保障房建设对 PC 构件和钢结构市场规模的拉动力

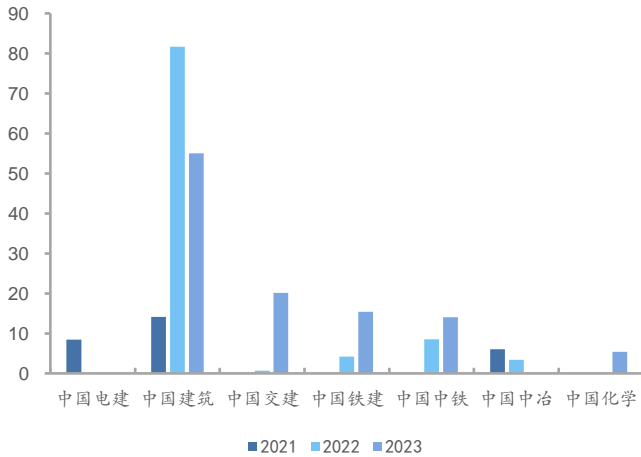
情形	悲观	中性	乐观
开工端面积 (亿平米)	3.96	5.24	6.53
装配率 (%)	50%	60%	70%
PC 渗透率 (%)	60%		
预制混凝土构件单方用量 (m <sup>3</sup> /m <sup>2</sup> )	0.18	0.22	0.24
预制 PC 构件需求量 (万 m <sup>3</sup> )	4273.56	6921.09	9402.48
预制 PC 构件市场规模 (亿元)	1725.66	2794.74	3796.72
钢结构渗透率 (%)	40%		
钢构件单方用量 (kg/m <sup>2</sup> )	104.95		
钢构件需求量 (万吨)	1661.15	2201.12	2741.08
钢结构市场规模 (亿元)	913.63	1210.61	1507.60

资料来源: iFinD、《广州市住房发展“十四五”规划》、《装配式建筑工程投资估算指标》、预制建筑网、北京市人民政府、鸿路钢构公告, 华安证券研究所

### 3.1.3 施工类: 央国企在深耕地区各有优势

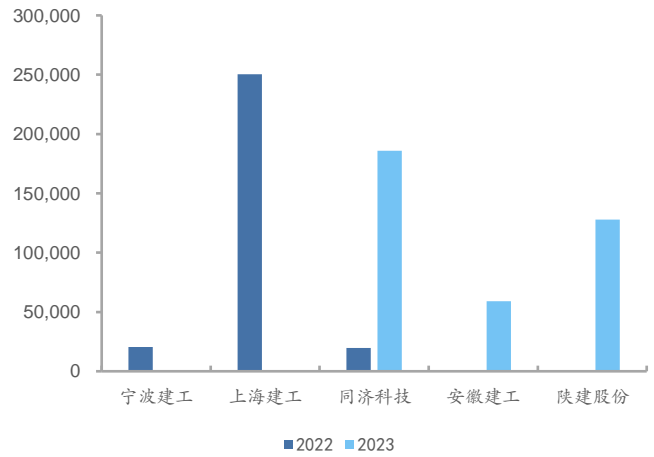
我们搜集整理了主要省市 2021-2023 年保障房项目的中标情况: 从体量上来看, 全国性建筑央企中, 中国建筑中标的保障房项目最多, 2021-2023 年在主要省市累计中标 150.86 亿元; 区域性建筑国企中, 上海建工中标的保障房项目最多。

图表 41 全国性建筑央企中标保障房项目情况 (亿元)



资料来源: 各省公共资源交易平台, 华安证券研究所

图表 42 地方性建筑国企中标保障房项目情况 (万元)

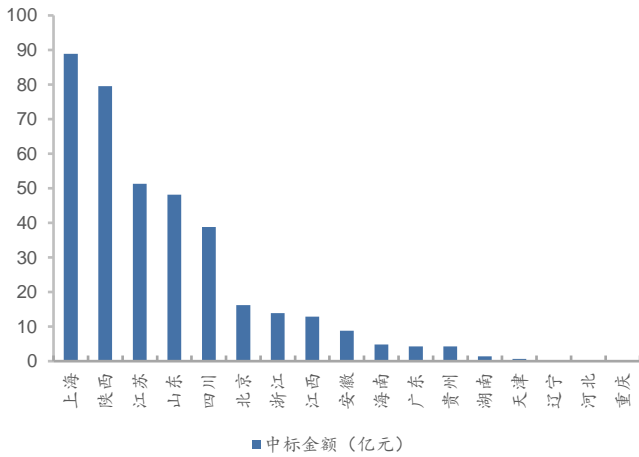


资料来源: 各省公共资源交易平台, 华安证券研究所

建筑央企全国性覆盖, 地方国企在深耕地区更胜一筹。分地区来看, 上海、陕西、江苏、山东、四川等地区上市公司中标项目较多, 进一步细分中标公司类型, 我们发现建筑央企在全国范围内均有涉及, 但在上海、安徽等地, 当地区域性国企更胜一筹, 例如上海建工和中国建筑在上海地区近三年中标金额均在 40 亿元以上, 安徽建工在安徽地区的中标金额为 5.92 亿元, 超过中国建筑 (2.89 亿元)。此外, 由于本文仅列示了上市公司在全国主要省市的中标情况, 部分保障房建设规模较大的一线大城市例如北京、广东地区未排在前列, 主要是因为中标企业大多为当地未上

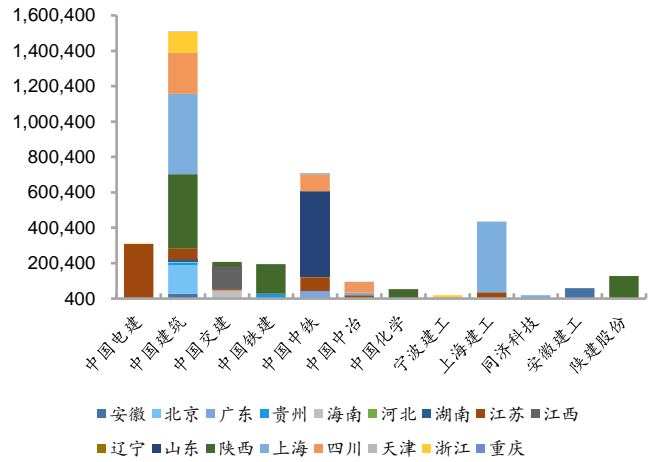
市的地方性国企，也进一步说明了地方建筑国企相较全国性建设央企在本地及周边地区具有相当的竞争优势。

图表 43 上海央企中标金额较多



资料来源：各省公共资源交易平台，华安证券研究所

图表 44 央企全国性覆盖，地方国企深耕本地及周边 (中标金额：万元)



资料来源：各省公共资源交易平台，华安证券研究所

### 3.2 建材：装配式装修、消费建材

#### 3.2.1 装配式装修：保障性住房最匹配的装修方式

装配式装修在保障性住房建设中具有明显优势。装配式装修相比传统装修体系具有粉尘、噪音污染少，不破坏建筑结构主体、建筑垃圾少等优点。住建部住房保障司司长表示，“十四五”期间，新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例力争达到 30% 以上，若参考传统房地产建设周期 2-3 年，按照目前全国保租房筹建进度以及住宅竣工面积大致估算，实现该目标具有较大难度，而装配式装修可以大幅缩短施工时间，助力保租房的快速推进。

图表 45 装配式装修体系与传统装修体系对比

类别	装配式装修体系	传统装修体系
施工周期	工期缩短 30%/间	30-40 天/间
施工方式	重工厂、轻现场；工厂部品生产+现场安装，人为因素影响大幅降低	轻工厂，重现场
预算控制	装配式装修的方案阶段和施工阶段前置与建筑方案同步设计、施工，预算可控	流程多，工种复杂，预算不可控
维护成本	干法施工及 SI 管线分离，后期维护不破坏主体，损耗低，成本低	运营成本高，改扩建项目复杂费用不可控
建筑环境	现场干法施工，无粉尘污染，不破坏建筑结构主体，建筑垃圾减少 30%	容易产生建筑垃圾、粉尘、甲醛等污染

节能	工厂制造损耗少，能源损耗少，节约用材，避免材料浪费	材料购买只多不少，容易浪费
工种	产业化工人	油漆工、瓦工、木工、安装工、水电工等

资料来源：华耐智装，华安证券研究所

**主要一线城市支持选用装配式厨卫系统。**上海、深圳、广州等一线城市保障房设计标准中明确鼓励采用装配式装修，同时支持/重点推广集成式厨卫系统的应用，政策推动下集成厨卫系统在保障性住房中的渗透率有望提升。

图表 46 主要一线城市支持选用集成厨卫系统

地区	主要内容
上海	鼓励改建保障性租赁住房采用 <b>装配式装修</b> ，提高部品化率； <b>厨卫设施宜标准化、装配化</b> ；装修设计应与主体建筑设计同，宜采用室内装修与建筑支撑墙体分离的管线分离内装技术。
深圳	保障性住房应采用全装修交付，建筑设计与装修设计应协同进行，一体化设计；政府投资和国有资金投资建设的保障性住房应采用 <b>装配式装修</b> ，原则上采用主体结构及设备管线分离系统，重点推广 <b>集成厨房、整体卫浴、集成墙板</b> 等装配式装修技术。
广州	保障性住房及人才公寓室内装修宜采用 <b>装配式内装修</b> ；应选用 <b>装配式隔墙和墙面、装配式吊顶、干式工法楼地面、集成式厨房及集成式卫生间等集成化部品</b> 。

资料来源：《上海保障性租赁住房设计标准》、《深圳保障性住房建设标准》、《广州保障性住房建设标准（征求意见稿）》，华安证券研究所

**装配式厨卫系统与传统精装修造价差异不大。**参考广东省 2023 年上半年装配式内装系统工程市场价格，集成式卫生间系统造价区间为 3605-4526 元（不含税），传统装修造价在 3940 元（含税）；集成式厨房系统造价区间为 3975-4460 元（不含税），传统装修造价在 5920 元（含税），两者价格差异并不大。综上，从装修体系、政策端扶持和造价对比等多个因素来看，我们认为保障性住房是装配式装修的最佳落地场景，相关装配式装修及装配式厨卫类企业有望受益。

图表 47 装配式厨卫系统与传统装修造价对比

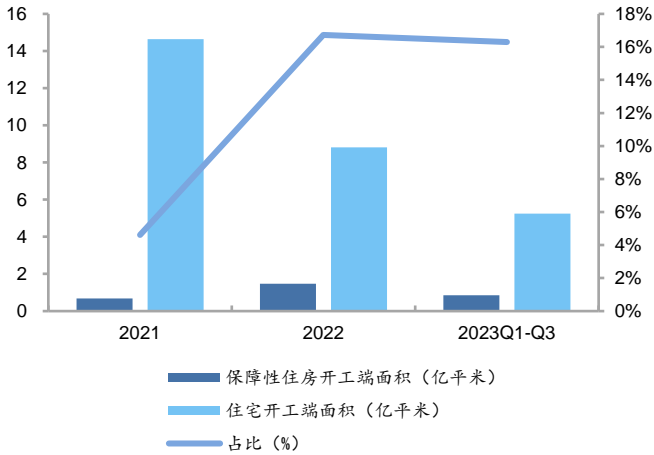
系统	构造和装饰配置	价格（元，不含税）	对应传统装修造价（元，含税）
装配式卫生间系统 (3-6 m²用地面积)	地面：架空楼地面+整体防水+薄贴地 砖 墙面：薄贴瓷砖 顶面：成品顶板	3605-4526	3940 (5 m²用地面积)
装配式厨房系统 (4-10 m²用地面积)	地面：薄贴瓷砖 墙面：薄贴瓷砖 顶面：成品顶板	3975-4460	5920 (8 m²用地面积)

资料来源：广东省建设工程标准定额站、装信通，华安证券研究所

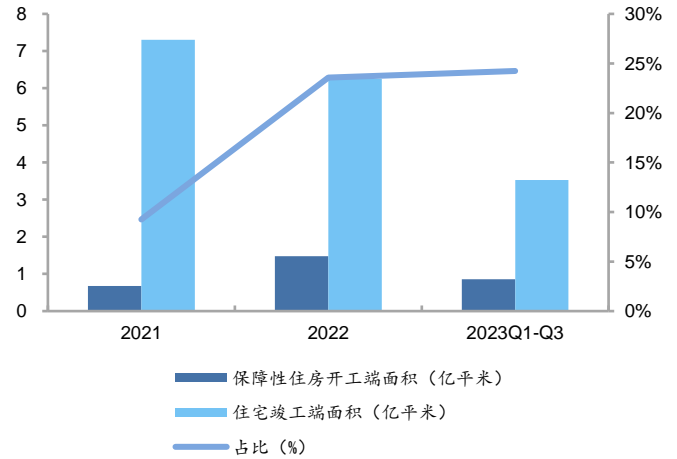
### 3.2.2 消费建材：保障房建设有效对冲地产下行，龙头和中小企业或雨露均沾

保障性住房将有效对冲房地产市场下行，为各类消费建材提供需求增量。我们采用在本文 1.3 部分中性假设下算得的保障性住房开工端面积作为依据，假设保障房整体建设进度 2023 年前三季度完成全年计划 72%，可算得 2021-2023Q3 保障房建设拉动的开工端面积占住宅开工端面积 16%以上，占竣工端面积 23%以上，鉴于新房建设对于各类消费建材均有需求，我们认为保障房建设将为各类消费建材提供需求增量。

图表 48 保障房开工面积占住宅开工端比重



图表 49 保障房开工面积占住宅竣工端比重



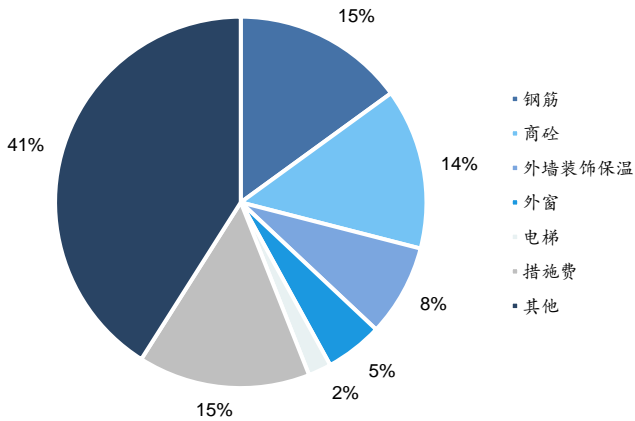
资料来源：iFinD、《广州市住房发展“十四五”规划》，华安证券研究所

资料来源：iFinD、《广州市住房发展“十四五”规划》，华安证券研究所

注：公租房和共有产权房每年开工面积按照十四五规划平均到 5 年计算

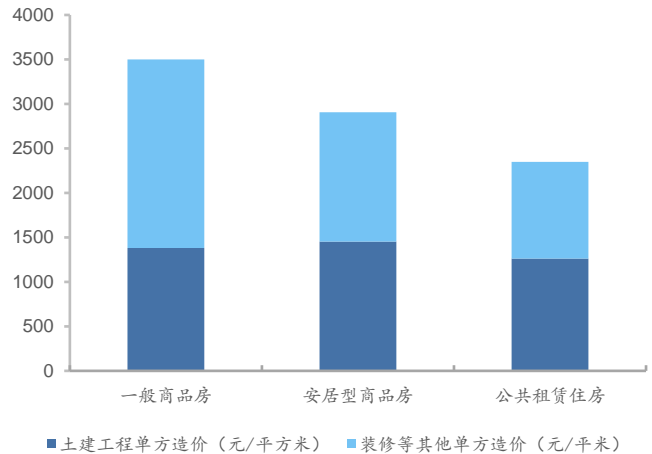
保障性住房注重对装修产品的性价比，单位面积对建材需求拉动作用或低于商品房。建安成本一般包括土建、安装、装修、室外绿化景观等，一般而言、土建造价和安装造价相对固定，土建单方一般在 1000 元/平方米以上，安装造价在 130 元/平方米左右，而装修费用需根据装修标准而定，是建安成本中弹性较大的一部分。以万科为例，一般商品房建安成本在 3500 元/平方米；以保障性住房建安成本作为参考，安居型商品房建安成本在 2900 元/平方米左右，其中土建造价在 1400 元/平方左右，公共租赁住房建安成本在 2300 元/平米左右，其中土建造价在 1200 元/平方左右，三者建安成本的差异主要在装修部分。

图表 50 住宅建安成本明细



资料来源：明源地产研究院，华安证券研究所

图表 51 一般商品房与保障性住房建安成本对比



资料来源：恒居新房、建筑产业现代化论坛，华安证券研究所

**保障房建设为单个项目采购模式，龙头和中小企业或将雨露均沾。**保障性住房建设一方面要求企业产品质量过关；另一方面要求产品本身价格较为实惠，早在 2011 年住建部曾推出全国保障房建设采购平台，旨在为保障性住房建设提供物美价廉的建材产品，纳入该平台的产品价格一般较市场价低 10-30%。一方面，龙头企业自身规模较大，可通过规模效应降低产品生产过程的成本；另一方面，中小企业由于本身产品具备价格优势也将拥有中标的机会。我们认为保障房建设不同于集采模式下龙头受益的逻辑，龙头企业与中小企业或都将受益。



## 风险提示：

- (1) 保障房建设推进不及预期的风险；
- (2) 房地产超预期下行的风险；
- (3) 资金落地不及预期的风险。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。