

房地产

城中村改造可以拉动多少投资与销售？

投资要点：

➤ 城中村改造为本轮地产核心政策之一，与棚改、旧改各有侧重

(1) 棚改分为三阶段，政策性支持为主，消化三四线库存效果显著，政策性资金支持力度强。(2) 老旧小区改造于棚改尾声提出，相较棚改市场化程度更高。(3) 城中村改造聚焦高能级城市，住建部新增 100 万套改造，主要采取货币化安置。2023 年 7 月国常会首次在政策面单独提出城中村改造，改造对象为超大特大城市。2024 年 10 月 17 日住建部宣布将主要通过货币化安置方式，新增 100 万套城中村改造和危旧房改造。目前华南城市及郑/皖/蓉/渝等城市城中村改造进度较快。三类政策在推行时间、改造对象、改造形式、实施主体、融资来源、安置方式、行动目标方面各有侧重。

➤ 35 大城市城中村改造最多可以拉动多少投资与销售？

(1) 35 大城市存量城中村建面 7.64 亿方、潜在建面 22.43 亿方。用 {地区常住人口 × 城镇化率 × 人均住房面积 × 自建房占比} 来估算城中村面积。**存量城中村建面：**可得 35 大城市的目前城中村存量建面 7.64 亿方，城中村住房套数为 764 万套。**分区域看，**深圳、广州、武汉、杭州、郑州、石家庄、长沙、苏州、宁波、东莞等华南一线及全国强二线城市的城中村存量面积位于前列。**潜在城中村建面：**伴随我国城镇化程度提升，城市范围扩展到镇区，镇区自建房也将划归为城中村，转为增量城中村建面，测算出 35 大城市潜在城中村建面为 22.43 亿方，潜在城中村住房套数为 2243 万套。

(2) 35 大城市存量城中村改造最多或可拉动投资 5.88 万亿元。假设城中村改造 20% 为拆除新建、80% 为整治提升，拆建比为 2。则拆除新建和整治提升改造模式下，单位改造成本分别为 11611 元/m²、6719 元/m²。测算出存量城中村面积的改造最多或能拉动 5.88 万亿元投资。

(3) 35 大城市存量城改预计需要货币化安置款 13.28 万亿，若分 20 年完成改造，每年或撬动 1.33 万亿销售，占 2023 年全年销售额的 11.4%。进行如下中性假设：货币化安置比例 80%；安置款等于当地住房销售均价 × 被改造住房面积；利用安置款购置的新房面积和旧房面积相同。测算出目前 35 大城市存量城中村面积若全部进行改造，约拉动货币化安置款 13.28 万亿元。在 30% 首付比例、60% 新购房比例的中性假设下，若分 20 年完成改造，每年或撬动 1.33 万亿销售，占 2023 年全年销售额的 11.4%。

➤ 新增 100 万套城中村改造信号意义强烈

参照前序测算逻辑，本次新增 100 万套城中村改造或可带来投资 7697 亿元、商品房销售额 3.48 万亿元，若改造分 5 年完成，则年均或拉动投资和销售 1539 亿元和 6956 亿元，分别占 2023 年房地产开发投资额的 1.4%、销售额的 6.0%。由于城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，虽然本轮 100 万城改的阶段性目标的效果大概率小于棚改，但新增 100 万套城改的信号意义强烈。未来对 35 大城市的存量城中村改造的持续性增量政策可期。

➤ 投资建议

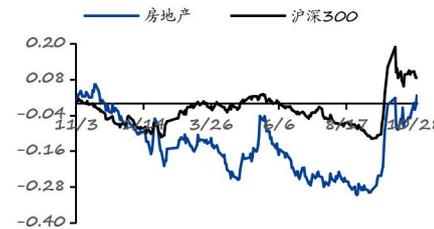
建议关注深耕核心城市，一二线土储充足，具备城市更新业务经验的龙头房企【招商蛇口】、【绿城中国】、【保利发展】、【滨江集团】；行业拐点即将到来时困境反转类房企【金地集团】、【新城控股】。

➤ 风险提示：

融资环境收紧超预期、房地产调控收紧超预期、测算假设条件误差

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师：陈立(S0210523080003)

cl30270@hfzq.com.cn

联系人：于怡然(S0210124060064)

yyr30611@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、房地产行业周报：一线二手房成交同增，LPR 调降 25BP——2024.10.26
- 2、房地产行业周报：五部委出台两大增量政策，上海发布公积金新政——2024.10.19
- 3、房地产行业专题：财政发力对地产有哪些影响？——2024.10.19

正文目录

1 城中村改造为本轮地产核心政策之一，与棚改、旧改各有侧重	3
1.1 城中村改造聚焦高能级城市，目前计划通过货币化安置新增 100 万套改造	3
1.2 棚户区改造、老旧小区改造继往开来	5
1.2.1 棚改分为三阶段，政策性支持为主，消化三四线库存效果显著	5
1.2.2 老旧小区改造于棚改尾声提出，相较棚改市场化程度更高	8
1.2.3 城中村改造与棚改、旧改在多方面存在差异	9
2 城中村改造将拉动多少投资与销售？	11
2.1 35 大城市城中村改造潜力大，部分一线与强二线城市待改造面积高	11
2.1.1 35 大城市城中村存量建面 7.64 亿方、潜在建面 22.43 亿方	11
2.1.2 35 大城市存量城中村改造最多可拉动投资 5.88 万亿元	13
2.1.3 35 大城市存量城中村改造或可撬动商品房销售 26.6 万亿元	15
2.2 100 万套城中村改造或可拉动投资 7697 亿元、销售 3.48 万亿元	17
3 投资建议	18
4 风险提示	19

图表目录

图表 1: “十四五”以来与城中村改造相关会议及文件	3
图表 2: 2024 年超大特大城市的城中村改造进展不完全统计	4
图表 3: “63 号文”主要内容总结	5
图表 4: 棚改按安置方法与建设规模可划分为三阶段	6
图表 5: 棚户区改造建设计划与实际执行（万套）	7
图表 6: 2010 年至今棚改投资额分类（亿元）	7
图表 7: 棚改中货币化安置比例（%）	7
图表 8: 货币化安置的资金闭环	7
图表 9: 城镇老旧小区改造政策梳理	8
图表 10: 全国新开工改造城镇老旧小区数（个）	9
图表 11: 新开工改造城镇老旧小区开工率（%）	9
图表 12: 老旧小区改造资金来源	9
图表 13: 棚户区改造、老旧小区改造、城中村改造对比	10
图表 14: 35 大城市常住人口、人均住房面积、城中村占比（万人， m^2 /人，%）	11
图表 15: 城中村存量面积与潜在存量面积测算逻辑	12
图表 16: 35 大城市城中村存量面积与存量套数的测算（ $万 m^2$ ，万套）	12
图表 17: 城中村改造可能涉及的投资类目	13
图表 18: 城中村改造拉动投资额测算逻辑	14
图表 19: 35 大城市城中村改造对投资拉动的测算（ $万 m^2$ ，万亿元）	14
图表 20: 存量城中村改造可带来投资额的敏感性分析（%，年，亿元）	15
图表 21: 潜在存量城中村改造可带来投资额的敏感性分析（%，年，亿元）	15
图表 22: 35 大城市存量城中村改造拉动商品房销售的测算逻辑	15
图表 23: 35 大城市存量城中村改造带动货币化安置款（万亿元）	16
图表 24: 35 大城市存量城中村改造中，新购房与首付比例对销售的敏感性分析（亿元）	17
图表 25: 100 万套城中村改造可拉动投资与销售测算	17



1 城中村改造为本轮地产核心政策之一，与棚改、旧改各有侧重

1.1 城中村改造聚焦高能级城市，目前计划通过货币化安置新增 100 万套改造

城中村为位于城市中心区域、土地性质仍为集体所有、但已被城市化进程包围的建成区。城中村指位于城镇开发边界范围内失去或者基本失去耕地，实行村民自治和农村集体所有制的建成区域，以及集体土地已征为国有、已完成撤村改制，但原农村集体经济组织继受单位及原村民保留使用的低效建设用地范围内的建成区域。

城中村改造属于城市更新范畴，改造对象、改造模式、安置方式逐步明确。2021年3月“十四五”规划纲要中，新提“城市更新行动”，其中城中村改造位列“三老一村”改造之一。2023年7月国常会审议通过《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》，首次在政策面将城中村改造单独提出，同时明确改造对象为超大特大城市。2023年7月28日的城中村改造部署会议中，国务院宣布城中村改造模式主要分为拆除新建、整治提升、拆整结合。2024年10月17日，住建部宣布将主要通过货币化安置方式，新增100万套城中村改造和危旧房改造。

图表 1：“十四五”以来与城中村改造相关会议及文件

时间	会议/文件	主要内容
2021年3月12日	《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》	中央政府：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，推进老旧楼宇改造，积极扩建新建停车场、充电桩。完成2000年底前建成的21.9万个城镇老旧小区改造，基本完成大城市老旧厂区改造，改造一批大型老旧街区，因地制宜改造一批城中村。
2022年3月10日	《2022年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	国家发改委：因地制宜改造一批大型老旧街区和城中村。注重修缮改造既有建筑，防止大拆大建。
2023年4月28日	中共中央政治局会议	中共中央政治局：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。
2023年7月21日	国务院常务会议	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》
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	国务院副总理：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。
2023年7月28日	《关于恢复和扩大消费的措施》	国家发改委：稳步推进老旧小区改造，进一步发挥住宅专项维修资金在老旧小区改造和老旧住宅电梯更新改造中的作用，继续支持城镇老旧小区居民提取住房公积金用于加装电梯等自住住房改造。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造。
2023年8月1日	中国人民银行、国家外汇管理局2023年下半年工作会议	央行：支持房地产市场平稳健康发展。落实好“金融16条”，延长保交楼贷款支持计划实施期限，保持房地产融资平稳有序，加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。
2023年9月5日	自然资源部关于开展低效用地再开发试点工作的通知	自然资源部：为贯彻落实党中央、国务院关于实施全面节约战略等决策部署，落实在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的有关要求，聚焦盘活利用存量土地，决定在北京市等43个城市开展低效用地再开发试点。探索城中村改造地块除安置房外的住宅用地及其建筑规模按一定比例建设保障性住房，探索利用集体建设用地建设保障性租赁住房。未纳入本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本通知明确的试点政策执行。
2023年10月18日	新华社超大特大城市城中村改造政策解读	住建部：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。
2024年6月13日	《城中村改造国土空间规划政策指引》	自然资源部：为充分发挥国土空间规划对城中村改造的引领作用，积极稳步推进工作，打造宜居、韧性、智慧城市，组织制定《城中村改造国土空间规划政策指引》。
2024年7月28日	《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》	国务院：采取拆除新建、整治提升、拆整结合等多种方式，推进城中村改造，切实消除安全风险隐患，改善居住条件和生态环境。 中央财政城镇保障性安居工程补助资金对符合条件的保障性住房、城中村改造项目予以积极支持。地方政府专项债券支持符合条件的保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造项目。采取特许经营模式，规范实施政府和社会资本合作新机制。有效发挥城中村改造专项借款作用。
2024年10月17日	国新办新闻发布会介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况	住建部：通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。城中村安全隐患多、居住环境差，群众改造意愿迫切。仅在全国35个大城市，需要改造的城中村就有170万套。 在前期中城中村和危旧房改造基础上，再新增100万套，并通过货币化安置方式加大政策支持力度。货币化安置可以更好地满足群众自主选择房型、地点等要求，直接搬入新居而不像以前建设安置房要等十几个月的过渡期。对城市来讲，可以消除安全隐患，改善居住环境，完善城市功能。在当前房地产供需关系发生重大变化的情况下，也有利于消化存量商品房。

数据来源：中国政府网、国务院、国家发改委、中国人民银行、自然资源部、国新办、新华社、经济日报，华福证券研究所



超大特大城市积极响应，因城施策以点带面。在2023年4月28日政治局会议强调在超大特大城市开展城中村改造后，一线城市与其他城中村问题较为突出的核心城市积极响应。各地普遍采取项目制模式，对于有条件项目进行拆除新建，不具备条件的项目进行整治提升、拆整结合。目前阶段各地的已经推进的城中村改造规模不大，定位更偏向于起到以点带面的示范作用。

华南城市及郑/皖/蓉/渝等城市城中村改造进度较快，资金来源多元。由于广州、佛山、东莞等华南城市发展起步早，城市规划意识较为滞后，其城中村体量较大，对于城中村改造响应速度较快、出台措施较为具体。如广州在今年5月明确资金来源可以为专项借款、专项贷款、政府专项债、信用债、专项补助等，佛山10月25日宣布支持利用专项借款购买存量房支持城中村村民安置。郑州、合肥、成都、重庆等省会城市，由于近年城市扩张加速，城中村问题日益显现，也及时评估、发布短期城中村改造任务目标。

图表 2：2024 年超大特大城市的城中村改造进展不完全统计

时间	地区	会议/文件	主要内容
2024年1月30日	郑州	公开报道进展	郑州市 申报首批城中村改造专项借款的58个项目全部通过住建部审批，2024年计划发放额度508亿元 。 2023年11月，郑州市7个城中村改造项目集中开工，总投资约127亿元。改造重点是“消化存量、控制增量”， 对于已拆迁项目，积极采取“建设+租赁+购买”及货币化组合安置方式，确保尽快实现首套房未回迁群众户均1套安置住房 。对于尚未拆迁的村庄，坚持“非必要不拆迁”，以整治提升为主，确需拆除新建的，坚持规划先行、依法征收。
2024年2月1日	合肥	公开报道进展	目标任务 ：2023年4月，合肥市正式启动市区域城中村改造专项攻坚行动，计划利用三年时间，完成市区104处城中村、3.3万户、11万人、805万平方米房屋的征迁任务。截至2023年底，合肥市已完成464万平方米房屋征迁，占总任务量的58%。
2023年2月1日	成都	政府工作报告	2024年成都将加快推进“三大工程”， 实施城中村改造项目70个 、“平急两用”公共基础设施项目30个，建设保障性住房5000套。
2024年3月20日	东莞	东莞市城中村改造工作推进会	城中村改造是涉及全市上下的系统工程，必须市、镇、村三级合力整体推进，创造性抓好工作，推动城中村改造早出成效。 目标任务 ：要坚持政府主导、明晰部门职责、镇街集中突破，建立健全市镇合力攻坚的推进机制， 集中力量攻坚10个整村改造项目 ，以点带面形成示范引领效应， 加快推进5个整治提升类重点项目 ，因地制宜打造一批城中村风貌提升样板。
2024年3月26日	重庆	公开报道进展	已有41个城中村改造项目下达征收土地预告公告，15个项目启动征拆，已完成征拆1690户，6个安置房项目开工建设，开工套数3602套。 目标任务 ：2024年， 重庆市计划改造城中村项目82个 。
2023年3月27日	上海	《上海市城市更新行动方案（2023—2025年）》	目标任务 ：加快推进“两旧一村”改造工作，到2025年，全面完成中心城区零星二级旧里以下房屋改造，基本完成小梁薄板房屋改造。实施3000万平方米各类旧住房更高水平改造更新，完成既有多层住宅加装电梯9000台。中心城区周边“城中村”改造项目全面启动。创建1000个新时代“美丽家园”特色小区、100个新时代“美丽家园”示范小区。
2024年5月1日	广州	《广州市城中村改造条例》	城中村改造采取 拆除新建、拆整结合和整治提升 等方式。 资金来源 包括： (一) 城中村改造专项借款、专项贷款； (二) 政府专项债券等政府财政资金； (三) 公司信用类债券、基金等社会资金； (四) 国家有关城中村改造项目的专项补助； (五) 其他符合规定的资金
2024年5月7日	深圳	《关于积极稳步推进城中村改造实现高质量发展的实施意见》	分三类实施改造，具备条件的城中村实施 拆除新建 ；不具备条件的不可强行推进，要开展 经常性整治提升 ，防控风险隐患；介于前两类之间的实施 拆整结合 。
2024年9月6日	北京	公开报道进展	丰台区城市更新加快推进。 首批7个超大城市城中村改造项目全面启动，预计总投资911亿元，项目数及投资额均居全市第一 。 “十四五”期间，大力推动13个棚户区改造项目，总投资约1100亿元，涉及居民约1.26万户、3.78万人；目前有6个项目已完成净地，所涉居民安置率超过90%。
2024年10月25日	佛山	《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展的若干措施的通知》	支持城中村改造项目利用专项借款购买存量商品房用于村民安置 。优化存量商品房收购与安置，按照一次交易的方式，符合规定的降低税费。 国有企业作为改造实施主体购买存量商品房用于村民安置的，作为项目成本不予考核 。

数据来源：北京市人民政府、深圳市人民政府、上海市人民政府、广州人大、郑州市人民政府、河南省人民政府、佛山住建、重庆市住建委、重庆日报、金融界、羊城派、成都商报红星新闻，华福证券研究所

2021年起强调城市更新不能“大拆大建”。2021年8月30日住建部发布《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，简称“63号文”），提出城市更新要顺应城市发展规律，坚持“留改拆”并举，防止出现大拆大建问题。具体限制包括拆除比例不应大于20%、拆建比不应大于2、就近安置率不宜低于50%等。

图表 3: “63号文”主要内容总结

限制	“63号文”主要内容
1. 拆除比例	除违法建筑和经专业机构鉴定为危房且无修缮保留价值的建筑外，不大规模、成片集中拆除现状建筑，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% 。
2. 拆建比例	除增建必要的公共服务设施外，不大规模新增老城区建设规模，不突破原有密度强度，不增加资源环境承载压力，原则上城市更新单元（片区）或项目内拆建比不应大于 2 。
3. 就近安置率	要尊重居民安置意愿，鼓励以就地、就近安置为主，改善居住条件，保持邻里关系和社会结构，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% 。
4. 租赁市场	注重稳步实施城中村改造，完善公共服务和基础设施，改善公共环境，消除安全隐患，同步做好保障性租赁住房建设，统筹解决新市民、低收入困难群众等重点群体租赁住房问题，城市住房租金年度涨幅不超过 5% 。

数据来源：中国政府网，华福证券研究所

1.2 棚户区改造、老旧小区改造继往开来

1.2.1 棚改分为三个阶段，政策性支持为主，消化三四线库存效果显著

棚户区改造是近年来我国推行的一项重大民生工程。棚户区指建筑密度大、结构简陋、安全隐患多、使用功能不完善、基础设施不配套的住房较为集中的区域，分为城市及国有工矿、林区、垦区和中央下放地方煤矿棚户区五大类。按照安置方法和建设规模，可将棚户区改造行动划分为三个阶段：

（1）2008-2014年，从前期地方试点转为全国化推进，实物安置和货币化安置相结合。2004、2005年于东三省进行棚户区改造试点，2008年四季度起，党中央、国务院决定将各类棚户区改造纳入城镇保障性安居工程，拉开棚改十年序幕。这段时期安置方法采取实物安置和货币化补偿相结合的方法，由棚户区居民自行选择。

（2）2014-2018年，棚改建设全面提速，大力推进货币化安置。2014年，国务院提出加快推进棚户区改造，实现1亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。2015年，国务院提出积极推进棚改货币化安置，促进商品房库存量大、市场房源充足的三四线城市和县城去库存。至此棚户区改造进入全面提速阶段。

（3）2018-2023年，建设量逐年减半，货币化安置退潮。2017年，由于部分三四线城市开始出现库存不足、房价上涨压力增大的情况，住建部从调整货币化安置比例入手，对于商品住宅消化周期在15个月以下的市县，更多采取新建安置房方式进行安置。2019年，棚改年度任务为285万套，约为2018年任务的一半；2019年、2020年实际建成量316、165万套，相较于2018年实际建成量626万套逐年减半。



图表 4: 棚改按安置方法与建设规模可划分为三阶段

实施节奏	时间	会议/文件	主要内容
2008-2014年 全国化推进建设 实物安置和货币化补偿相结合	2008年12月21日	《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》	国务院: 争取用 3年时间基本解决城市低收入住房困难家庭住房及棚户区改造问题 。通过加大廉租住房保障力度和实施城市棚户区(危旧房、筒子楼)改造等方式, 解决城市低收入住房困难家庭的住房问题。
	2013年2月4日	《中央补助城市棚户区改造专项资金管理办法》	财政部: 为支持地方做好城市棚户区改造工作, 中央财政设立补助城市棚户区改造专项资金 。城市棚改补助资金按照各地区城市棚户区改造的征收(收购)面积、征收(收购)户数等两项因素以及相应权重, 并结合财政困难程度进行分配。
	2013年7月12日	《国务院关于加快棚户区改造工作的意见》	国务院: 加快推进各类棚户区改造, 重点推进资源枯竭型城市及独立工矿棚户区、三线企业集中地区的棚户区改造, 稳步实施城中村改造。计划 2013年至2017年改造各类棚户区1000万户 。棚户区改造实行 实物安置和货币补偿相结合, 由棚户区居民自愿选择 。
	2014年3月14日	十二届全国人大二次会议上《政府工作报告》	国务院: 着重解决好现有“三个1亿人”问题, 促进约1亿农业转移人口落户城镇, 改造约1亿人居住的城镇棚户区和城中村 , 引导约1亿人在中西部地区就近城镇化。 要更大规模加快棚户区改造 。
	2014年4月1日	中国人民银行货币政策司	央行: 抵押补充贷款(Pledged Supplemental Lending, PSL) 为开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源 。
2014-2018年 棚改建设高峰期 大力推进货币化安置	2014年8月4日	《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》	国务院: 部署有效解决棚户区改造中的困难和问题, 进一步加强棚户区改造工作, 扎实推进改造约1亿人居住的城镇棚户区和城中村 。
	2015年6月30日	《国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》	国务院: 积极推进棚改货币化安置 。缩短安置周期, 节省过渡费用, 让群众尽快住上新房, 享有更好的居住环境和物业服务, 满足群众多样化居住需求。各省(区、市)要因地制宜, 抓紧摸清存量商品住房底数, 制定推进棚改货币化安置的指导意见和具体安置目标。 2015—2017年, 改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房1800万套(其中2015年580万套) 。
	2015年8月26日	《住房城乡建设部国家开发银行关于进一步推进棚改货币化安置的通知》	住建部/国开行: 按照原则上不低于50%的比例确定本地区棚改货币化安置目标 , 并把目标分解到市、县, 落实到具体项目。商品住宅库存量大、消化周期长的市、县, 要进一步提高货币化安置比例。
	2016年12月26日	全国住房城乡建设工作会议	住建部: 按照供给侧结构性改革的要求, 继续坚定不移抓好三四线城市和县城房地产去库存。继续因地制宜推进货币化安置 。
	2017年5月26日	国务院政策例行吹风会	住建部: 因地制宜推进棚改货币化安置 。促进商品住房库存量大、市场房源充足的三四线城市和县城去库存。 按照国务院常务会议决定, 2018-2020年再改造各类棚户区1500万套 。
2018-2023年 建设量逐年减半 因地制宜货币化安置	2017年8月1日	《关于申报2018年棚户区改造计划任务的通知》	住建部/发改委/财政部: 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 。
	2017年11月1日	《关于进一步加强棚户区改造项目和资金管理的通知》	住建部/国开行/农发行: 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12日	国务院政策例行吹风会	住建部: 督促各地确保按时完成2018年580万套棚改任务, 严格把好棚改范围和标准, 重点攻坚改造老城区内脏乱差的棚户区和国有工矿、林区、垦区的棚户区, 因地制宜调整完善棚改货币化安置政策, 商品房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快调整货币化安置优惠政策 。
	2019年4月15日	《关于下达2019年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》	财政部/住建部: 2019年全国棚户区改造年度任务为285万套 。
	2019年9月4日	国务院常务会议	国务院: 专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域 、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。

数据来源: 中国政府网、国务院办公厅、财政部、央行货币政策司、经济日报、中国网、安顺市住建局、安顺市人民政府, 华福证券研究所

2014-2018年为棚改建设高峰期, 主要投资来源为PSL, 2019年后地方专项债金额提升。棚户区改造主要有四大资金来源, 分别为政策性金融贷款、商业银行贷款、政府专项债和一般财政支出。

(1) 政策性金融贷款: 2014年4月, 为支持国开行加大对棚改的信贷力度, 央行创设抵押补充贷款(Pledged Supplemental Lending, PSL)为开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源。PSL为大力推进棚改时期的主要投资来源, 2014-2018年分别为棚改带来新增投资额3831、6981、9750、6350、6920亿元。



(2) 地方政府专项债：2018 年开始试点发行地方政府棚户区改造专项债券。2019 年后，地方政府棚改专项债投资额达到 3328 亿元，代替 PSL 成为棚改投资的主要来源。2020 年，监管部门开始收紧对棚改专项债实施领域的限制，要求专项债只能用于已开工存量项目，且不得用于货币化安置项目。

(3) 公共财政支出：棚改投资也被纳入至中央与地方公共预算支出中，以地方公共财政支出为主。“十三五”期间公共财政支出约占总投资额 10.1%。

(4) 商业银行贷款：“十三五”期间预计完成投资额 7 万亿，可推算 2016-2020 年约撬动商业贷款约 2.8 万亿，占总投资额比例约 40%。

图表 5: 棚户区改造建设计划与实际执行 (万套)



数据来源: Wind、财政部, 华福证券研究所

图表 6: 2010 年至今棚改投资额分类 (亿元)



数据来源: Wind、财政部、中国人民银行, 华福证券研究所

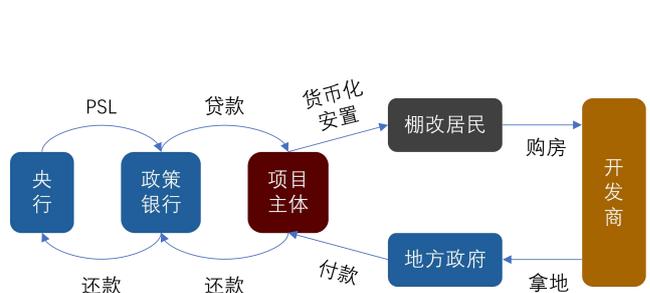
2017 年货币化安置比例提升至 60%，消化三四线库存效果显著。棚改投资与建设的高峰期也为货币化安置比例高位时期。2014-2017 年货币化安置比例显著提升，从 2014 年的 9% 提升至 2017 年的 60%。货币化安置促进央行的开发性金融贷款在各主体之间形成资金流转闭环，进而带动开发商商品房库存消化。据中指研究测算，2018 年货币化资金拉动的销售面积占当年商品住宅总销售面积 16.2%，对三四线城市消化库存作用显著。2017 年末由于部分城市出现库存不足、房价上涨现象，货币化安置政策态度转向，也代表棚改进入尾声。

图表 7: 棚改中货币化安置比例 (%)



数据来源: 中国政府网、住建部、国家统计局、第一财经根据住建部及市场数据测算, 华福证券研究所

图表 8: 货币化安置的资金闭环



数据来源: 华福证券研究所



1.2.2 老旧小区改造于棚改尾声提出，相较棚改市场化程度更高

城镇老旧小区改造属于城市更新行动，重点改造范围是2000年底前建成的老旧小区。城镇老旧小区指的是建造时间比较长，市政配套设施老化，公共服务缺项等问题比较突出的居住小区。2017年，住建部在15座城市开展老旧小区改造试点。2019年，住建部将旧改上升至国家民生工程。2020年，国务院重明确改造范围为2000年底建成的老旧小区，工作目标是“十四五”期末力争基本完成2000年底前建成需改造的城镇老旧小区的改造任务。

图表9：城镇老旧小区改造政策梳理

时间	会议/文件	主要内容
2017年12月4日	老旧小区改造试点工作座谈会	<p>住建部：我国将在15个城市开展老旧小区改造试点，以探索城市老旧小区改造新模式，为推进全国老旧小区改造提供可复制、可推广的经验。</p> <p>试点城市：15个试点城市为广州、韶关、柳州、秦皇岛、张家口、许昌、厦门、宜昌、长沙、淄博、呼和浩特、沈阳、鞍山、攀枝花和宁波。</p> <p>出资模式：探索居民、市场、政府多方共同筹措资金机制。按照“谁受益、谁出资”原则，采取居民、原产权单位出资、政府补助的方式实施老旧小区改造。</p>
2019年7月1日	《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》	<p>住建部：截至2018年12月，试点城市共改造老旧小区106个，惠及5.9万户居民，形成了一批可复制可推广的经验。</p> <p>后续主要工作：一是摸排全国城镇老旧小区基本情况；二是指导地方因地制宜提出当地城镇老旧小区改造的内容和标准；三是部署各地自下而上，既尽力而为、又量力而行，合理确定2019年改造计划；四是推动地方创新改造方式和资金筹措机制等。</p> <p>资金来源：按照“业主主体、社区主导、政府引领、各方支持”的方式统筹推进，采取“居民出一点、社会支持一点、财政补助一点”等多渠道筹集改造资金。</p>
2020年7月20日	国务院办公厅关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	<p>国务院：城镇老旧小区改造是重大民生工程和发展工程，对满足人民群众美好生活需要、推动惠民生扩内需、推进城市更新和开发建设方式转型、促进经济高质量发展有十分重要的意义。</p> <p>明确改造对象范围：城镇老旧小区是指城市或县城（城关镇）建成年代较早、失养失修失管、市政配套设施不完善、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）。各地要结合实际，合理界定本地区改造对象范围，重点改造2000年底前建成的老旧小区。</p> <p>工作目标：2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户；到2022年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。</p>
2023年7月19日	《关于扎实推进2023年城镇老旧小区改造工作的通知》	<p>住建部：</p> <p>工作目标：扎实抓好“楼道革命”“环境革命”“管理革命”等3个重点。着力消除安全隐患。加强“一老一小”等适老化及适儿化改造。开展“十四五”规划实施情况中期评估。</p>
2024年5月24日	《自然资源部办公厅关于进一步加强规划土地政策支持老旧小区改造更新工作的通知》	<p>自然资源部：各地自然资源部门要立足职责，加强规划土地政策支持，配合做好老旧小区改造工作。</p> <p>一、深化资源资产调查评估，为科学规划奠定基础。</p> <p>二、加强规划统筹，促进区域平衡、动态平衡。</p> <p>三、强化政策支持，激发改造活力。</p> <p>四、优化审批流程，完善全周期监管机制。</p>

数据来源：中国政府网、国务院、住建部、自然资源部，华福证券研究所

近三年年均改造城镇老旧小区5.4万个，开工率超100%，2024年开工数同比减少。2020年来住建部每月更新城镇老旧小区改造数量，2021、2022、2023年共分别完成55555、52544、53728个老旧小区改造，年末开工率均超100%，超额完成任务。2024年来，月度开工数同比转负，旧改强度有所减弱。

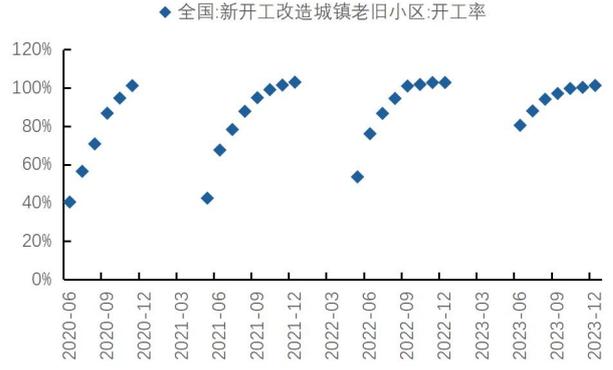


图表 10: 全国新开工改造城镇老旧小区数 (个)



数据来源: iFinD、住建部, 华福证券研究所

图表 11: 新开工改造城镇老旧小区开工率 (%)



数据来源: iFinD、住建部, 华福证券研究所

老旧小区改造采取各方合理共担方式筹集资金。与棚改政策性支持为主不同, 老旧小区改造采取“谁受益, 谁出资”原则, 支持主体采取市场化方式运营, 寻求多样化融资渠道, 如居民直接出资或提取住房公积金、政府财政支持、金融债券信贷支持、原产权单位支持等。

图表 12: 老旧小区改造出资来源



数据来源: 中国政府网, 华福证券研究所

1.2.3 城中村改造与棚改、旧改在多方面存在差异

棚户区改造、老旧小区改造、城中村改造均为重大民生工程。通过前文梳理, 这三者在主要推行时间、改造对象、改造地区、改造形式、实施主体、融资来源、安置方式、行动目标方面存在差异, 总结如下。


图表 13: 棚户区改造、老旧小区改造、城中村改造对比

	棚改	旧改	城中村改造
主要推行时间	2004-2018年	2017-2023年	2021年至今
改造对象	建筑密度大、结构简陋、安全隐患多、使用功能不完善、基础设施不配套的住房较为集中的区域 分为城市及国有工矿、林区、垦区和中央下放地方煤矿棚户区五大类	城镇建成年代较早、失养失修失管、市政配套设施不完善、社区服务设施不健全、居民改造意愿强烈的住宅小区 重点改造2000年底前建成的老旧小区	①位于城镇开发边界范围内失去或者基本失去耕地，实行村民自治和农村集体所有制的建成区域 ②集体土地已征为国有、已完成撤村改制，但原农村集体经济组织继受单位及原村民保留使用的低效建设用地范围内的建成区域
改造地区	全国，尤其是库存高企的三四线城市	全国	一二线城市
改造形式	拆除新建为主	改造升级	拆除新建+整治提升+拆整结合
实施主体	政府主导	政府主导，央企企积极参与	市场化运营为主导
融资来源	政策性支持为主 主要为PSL、地方专项债	“谁受益、谁出资”原则，支持主体采取市场化方式运营，并寻求多样融资渠道	寻求多样的融资渠道，鼓励和支持民间资本参与，特别是原物业所有者参与，通过长期运营方式来实现资金平衡
安置方法	前期实物与货币化安置相结合 高峰期主要采取货币化安置（60%）	一般不涉及安置补偿	主要采取货币化安置
行动目标与结果	每年中央制定目标规划	“十四五”期末基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务	新增实施100万套城中村改造和危旧房改造

数据来源：中国政府网、国务院、住建部、广州市人大、中国网、新华社、人民网、经济日报，华福证券研究所

2 城中村改造将拉动多少投资与销售？

2.1 35 大城市城中村改造潜力大，部分一线与强二线城市待改造面积高

2.1.1 35 大城市城中村存量建面 7.64 亿方、潜在建面 22.43 亿方

根据第七次人口普查与各地统计局最新披露数据，可计算出 35 大城市城镇常住人口、人均住房面积、城镇自建房占比与城市自建房占比。

图表 14: 35 大城市常住人口、人均住房面积、城中村占比 (万人, m²/人, %)

核心35城	能级	城镇常住人口数 (万人) ①	人均住房面积 (m ² /人) ②	城镇-城中村占比 ③	城市-城中村占比 ④
上海	一线	2264.3	30.58	2.9%	1.8%
重庆	强二线	2222.0	34.79	10.1%	2.9%
北京	一线	1919.8	33.41	4.0%	2.6%
深圳	一线	1775.3	29.59	16.4%	9.5%
成都	强二线	1722.9	37.01	15.2%	3.8%
广州	一线	1620.1	29.59	16.4%	9.5%
天津	强二线	1166.0	34.97	5.0%	2.2%
武汉	强二线	1161.3	41.18	24.4%	9.4%
石家庄	弱二线	1123.4	38.08	34.1%	8.0%
苏州	强二线	1068.8	40.75	21.2%	7.2%
杭州	强二线	1054.4	36.96	19.1%	10.0%
西安	强二线	1035.8	36.61	17.6%	4.8%
郑州	强二线	1032.8	41.81	36.1%	8.7%
东莞	强二线	967.3	29.59	16.4%	9.5%
佛山	强二线	915.6	29.59	16.4%	9.5%
长沙	强二线	878.8	41.77	37.9%	8.8%
合肥	强二线	842.9	37.7	26.0%	4.6%
南京	强二线	825.8	40.75	21.2%	7.2%
青岛	强二线	791.8	37.68	26.7%	8.6%
沈阳	弱二线	777.9	35.24	8.3%	3.5%
宁波	强二线	774.8	36.96	19.1%	10.0%
昆明	弱二线	714.5	41.08	33.8%	9.0%
济南	弱二线	693.2	37.68	26.7%	8.6%
哈尔滨	弱二线	663.4	35.49	5.0%	1.4%
无锡	弱二线	624.4	40.75	21.2%	7.2%
大连	弱二线	620.8	35.24	8.3%	3.5%
福州	弱二线	619.0	35.86	25.7%	8.2%
南宁	弱二线	612.7	38.08	37.6%	10.3%
长春	弱二线	597.8	34.33	4.3%	1.1%
南昌	弱二线	518.4	39.36	30.3%	8.1%
贵阳	弱二线	498.1	36.26	28.7%	6.4%
太原	弱二线	485.5	36.61	17.6%	4.8%
厦门	弱二线	478.7	35.86	25.7%	8.2%
常州	弱二线	422.0	40.75	21.2%	7.2%
乌鲁木齐	三线	394.4	36.07	7.9%	2.9%

数据来源: iFinD、国家统计局、国务院《2020 中国人口普查年鉴》、各地区统计局、重庆市人民政府、乌鲁木齐人民政府, 华福证券研究所

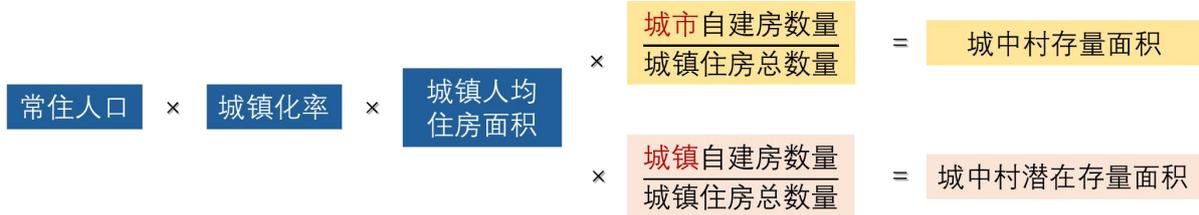
*采用所在省的城镇人均住房面积代表该地人均住房面积;

*七普将住房按来源分为公租房、租赁其他住房、购买新建商品房、购买二手房、购买原公有住房、购买经济适用房、自建住房、继承或赠与 8 类, 本文采用[自建住房/总住房]代表一地区的城中村占比

由于城中村为城市化进程中被包围的农村村落, 而农民住房基本为宅基地上的自建房, 因此我们采用 (a) 城市自建住房/城镇住房总数, 代表目前存量城中村的比

例；(b)城镇自建房数量/城镇住房总数，代表未来随着新型城镇化的推进，潜在的城中村的比例。用【地区常住人口×城镇化率×人均住房面积×自建房占比（即a或b）】来估算城中村面积。

图表 15: 城中村存量面积与潜在存量面积测算逻辑



数据来源：华福证券研究所

*采用所在省的城镇人均住房面积代表该地人均住房面积

图表 16: 35 大城市城中村存量面积与存量套数的测算 (万 m², 万套)

城市	城市能级	城中村存量面积	城中村存量套数	城中村潜在存量面积	城中村潜在存量套数
		(万m ²) ⑤=①×②×④	(万套) ⑥=⑤/100	(万m ²) ⑦=①×②×③	(万套) ⑧=⑦/100
深圳	一线	4986	49.9	8629	86.3
广州	一线	4550	45.5	7875	78.8
武汉	强二线	4517	45.2	11665	116.7
杭州	强二线	3895	39.0	7441	74.4
郑州	强二线	3748	37.5	15590	155.9
石家庄	弱二线	3442	34.4	14608	146.1
长沙	强二线	3219	32.2	13909	139.1
苏州	强二线	3157	31.6	9220	92.2
宁波	强二线	2863	28.6	5468	54.7
东莞	强二线	2717	27.2	4702	47.0
昆明	弱二线	2627	26.3	9916	99.2
青岛	强二线	2577	25.8	7961	79.6
佛山	强二线	2572	25.7	4451	44.5
南京	强二线	2439	24.4	7124	71.2
成都	强二线	2430	24.3	9666	96.7
南宁	弱二线	2399	24.0	8775	87.8
重庆	强二线	2271	22.7	7970	79.7
济南	弱二线	2256	22.6	6970	69.7
无锡	弱二线	1844	18.4	5386	53.9
福州	弱二线	1829	18.3	5695	57.0
西安	强二线	1806	18.1	6678	66.8
南昌	弱二线	1657	16.6	6184	61.8
北京	一线	1640	16.4	2562	25.6
合肥	强二线	1475	14.8	8255	82.5
厦门	弱二线	1414	14.1	4405	44.0
常州	弱二线	1246	12.5	3640	36.4
上海	一线	1215	12.1	1939	19.4
贵阳	弱二线	1150	11.5	5180	51.8
沈阳	弱二线	948	9.5	2272	22.7
天津	强二线	891	8.9	2040	20.4
太原	弱二线	847	8.5	3130	31.3
大连	弱二线	756	7.6	1814	18.1
乌鲁木齐	三线	419	4.2	1117	11.2
哈尔滨	弱二线	340	3.4	1176	11.8
长春	弱二线	235	2.4	881	8.8
合计		76380	764	224293	2243

数据来源：iFinD、国家统计局、国务院《2020 中国人口普查年鉴》、各地区统计局、重庆市人民政府、乌鲁木齐人民政府，华福证券研究所



按照上述测算逻辑，假设自建房套均面积 100m²，可得：**35 大城市的目前城中村存量建面 7.64 亿方，城中村住房套数为 764 万套**；分区域看，深圳、广州、武汉、杭州、郑州、石家庄、长沙、苏州、宁波、东莞等华南一线及全国强二线城市的城中村存量面积位于前列。

而伴随我国城镇化程度提升，城市范围扩展到镇区，镇区自建房也将划归为城中村，增加目前待改造的城中村面积，测算出**35 大城市潜在城中村面积为 22.43 亿方，潜在城中村住房套数为 2243 万套**。

2.1.2 35 大城市存量城中村改造最多可拉动投资 5.88 万亿元

城中村改造相关政策文件提出，要采用拆除新建、整治提升、拆整结合的手段进行改造。因此，参考广州旧村改造成本和老旧小区改造项目方案，将城中村改造可能涉及的投资类目分为六大类，分别为前期费用、拆迁费用、复建费用、改造费用、不可预见费用、拆迁奖励。

图表 17：城中村改造可能涉及的投资类目

	费用类别	单位成本	单位
①前期费用	基础数据调查费	4.95	元/m ²
	片区策划方案编制费	3.00	元/m ²
	项目实施方案编制费	3.00	元/m ²
②拆迁费用	临迁费	30	元/m ² ·月
	房屋拆运费	60	元/m ²
	搬家补偿	4000	元/户
③复建费用	住宅（6层及6层以下）	3046	元/m ²
	住宅（7层及7层以上，总高度100米以下）	4157	元/m ²
	住宅（总高度100米以上）	4614	元/m ²
	办公楼（6层及6层以上，总高度100米以下）（非小区配套）	3620	元/m ²
	办公楼（总高度100米以上300米以下）（非小区配套）	7525	元/m ²
	商业（非小区配套）	5160	元/m ²
④改造费用	土建工程	5944	元/m ²
	电气工程	174	元/m ²
	给排水工程	254	元/m ²
	⑤不可预见费	3%~5%	
	⑥拆迁奖励	不得超过改造成本的3%	

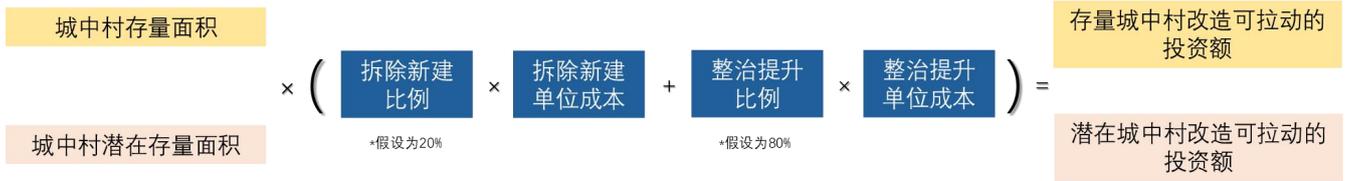
数据来源：广州市人民政府《广州旧村庄全面改造成本构成一览表》、卞继昌《老旧小区改造项目资金平衡方案优化研究》，华福证券研究所

*假设临迁 5 年，每户 100 平，不可预见费 5%；

*据《广州旧村庄全面改造成本构成一览表》：“不可预见费采取阶梯式计算，当总和（按本办法第十五条计算）≤30 亿元时，不可预见费比例取 5%；”。而城中村一般相较于旧村规模更小，假设改造总和都位于最低档，即对应不可预见费 5%。

2021 年住建部“63 号文”提出城市更新要防止出现大拆大建问题。具体限制包括拆除比例不应大于 20%、拆建比不应大于 2、就近安置率不宜低于 50%等。假设**城中村改造 20%为拆除新建、80%为整治提升，拆建比为 2**。拆除新建包含费用(1)+(2)+(3)×2+(5)+(6)，整治提升包含费用(1)+(4)+(5)，则单位成本分别为 11611 元/m²、6719 元/m²。

图表 18: 城中村改造拉动投资额测算逻辑



数据来源: 华福证券研究所

在前文测算出的城中村存量面积与潜在存量面积前提下, 存量城中村面积的改造最多共能拉动 5.88 万亿元投资, 潜在存量城中村面积改造最多共能拉动 17.26 万亿元投资。

图表 19: 35 大城市城中村改造对投资拉动的测算 (万 m², 万亿元)

城市	城中村存量面积 (万m ²) ⑤	拆除新建投资 (亿元) ⑨	整治提升投资 (亿元) ⑩	存量城中村改造拉动投资 (万亿元) ⑨+⑩	城中村潜在存量面积 (万m ²) ⑦	拆除新建投资 (亿元) ⑪	整治提升投资 (亿元) ⑫	潜在存量城中村改造拉动投资 (万亿元) ⑪+⑫
深圳	4986	1158	2680	0.384	8629	2004	4638	0.664
广州	4550	1057	2446	0.350	7875	1829	4233	0.606
武汉	4517	1049	2428	0.348	11665	2709	6270	0.898
杭州	3895	905	2094	0.300	7441	1728	4000	0.573
郑州	3748	870	2014	0.288	15590	3620	8380	1.200
石家庄	3442	799	1850	0.265	14608	3392	7852	1.124
长沙	3219	748	1730	0.248	13909	3230	7476	1.071
苏州	3157	733	1697	0.243	9220	2141	4956	0.710
宁波	2863	665	1539	0.220	5468	1270	2939	0.421
东莞	2717	631	1460	0.209	4702	1092	2527	0.362
昆明	2627	610	1412	0.202	9916	2303	5330	0.763
青岛	2577	598	1385	0.198	7961	1849	4279	0.613
佛山	2572	597	1382	0.198	4451	1033	2392	0.343
南京	2439	566	1311	0.188	7124	1654	3829	0.548
成都	2430	564	1306	0.187	9666	2245	5195	0.744
南宁	2399	557	1290	0.185	8775	2038	4717	0.675
重庆	2271	527	1221	0.175	7970	1851	4284	0.613
济南	2256	524	1213	0.174	6970	1619	3747	0.537
无锡	1844	428	991	0.142	5386	1251	2895	0.415
福州	1829	425	983	0.141	5695	1323	3061	0.438
西安	1806	419	971	0.139	6678	1551	3590	0.514
南昌	1657	385	891	0.128	6184	1436	3324	0.476
北京	1640	381	882	0.126	2562	595	1377	0.197
合肥	1475	343	793	0.114	8255	1917	4437	0.635
厦门	1414	328	760	0.109	4405	1023	2368	0.339
常州	1246	289	670	0.096	3640	845	1957	0.280
上海	1215	282	653	0.094	1939	450	1042	0.149
贵阳	1150	267	618	0.089	5180	1203	2784	0.399
沈阳	948	220	509	0.073	2272	528	1221	0.175
天津	891	207	479	0.069	2040	474	1096	0.157
太原	847	197	455	0.065	3130	727	1683	0.241
大连	756	176	407	0.058	1814	421	975	0.140
乌鲁木齐	419	97	225	0.032	1117	259	600	0.086
哈尔滨	340	79	183	0.026	1176	273	632	0.091
长春	235	55	126	0.018	881	205	473	0.068
合计				5.88				17.26

数据来源: iFinD、国家统计局、国务院《2020 中国人口普查年鉴》、各地区统计局、重庆市人民政府、乌鲁木齐人民政府, 华福证券研究所

图表 23: 35 大城市存量城中村改造带动货币化安置款 (万亿元)

城市	能级	城中村存量面积 (万m ²) ⑤	当地新房均价 (元/m ²)	货币化安置款 (万亿元) =⑥*新房均价*80%
深圳	一线	4986.2	58644	2.339
广州	一线	4550.5	33515	1.220
武汉	强二线	4517.1	15065	0.544
杭州	强二线	3895.5	29551	0.921
郑州	强二线	3747.5	10667	0.320
石家庄	弱二线	3441.6	10269	0.283
长沙	强二线	3219.4	10877	0.280
苏州	强二线	3156.8	28902	0.730
宁波	强二线	2862.6	16608	0.380
东莞	强二线	2716.8	25973	0.565
昆明	弱二线	2627.0	14103	0.296
青岛	强二线	2577.0	15541	0.320
佛山	强二线	2571.6	18141	0.373
南京	强二线	2439.1	27826	0.543
成都	强二线	2430.1	16899	0.329
南宁	弱二线	2399.3	11823	0.227
重庆	强二线	2271.4	7132	0.130
济南	弱二线	2256.3	12653	0.228
无锡	弱二线	1844.2	15148	0.223
福州	弱二线	1828.8	16158	0.236
西安	强二线	1806.3	15837	0.229
南昌	弱二线	1657.3	11355	0.151
北京	一线	1640.4	47784	0.627
合肥	强二线	1475.5	20045	0.237
厦门	弱二线	1414.4	41754	0.472
常州	弱二线	1246.4	15760	0.157
上海	一线	1214.8	44430	0.432
贵阳	弱二线	1150.5	8858	0.082
沈阳	弱二线	947.7	10796	0.082
天津	强二线	890.6	15874	0.113
太原	弱二线	846.7	9848	0.067
大连	弱二线	756.4	12771	0.077
乌鲁木齐	三线	418.7	8736	0.029
哈尔滨	弱二线	340.4	8408	0.023
长春	弱二线	235.1	8799	0.017
合计				13.28

数据来源: iFinD、国家统计局、国务院《2020 中国人口普查年鉴》、各地区统计局、重庆市人民政府、乌鲁木齐人民政府, 华福证券研究所
*新房均价采用国家或地方统计局最新一期数据, 时间略有差异

对购置新房比例和新房的首付比例进行敏感性分析, 得出可拉动的销售面积及销售额。在 30% 首付比例、60% 新购房比例的中性假设下, 35 大城市存量城中村面积若全部改造, 最多可拉动商品房销售 26.6 万亿元, 若分 20 年完成改造, 每年撬动销售 1.33 万亿销售, 占 2023 年全年销售额的 11.4%。


图表 24: 35 大城市存量城中村改造中, 新购房与首付比例对销售的敏感性分析 (万亿元)

	首付比例							
	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
10%	8.9	6.6	5.3	4.4	3.8	3.3	3.0	2.7
20%	17.7	13.3	10.6	8.9	7.6	6.6	5.9	5.3
30%	26.6	19.9	15.9	13.3	11.4	10.0	8.9	8.0
40%	35.4	26.6	21.3	17.7	15.2	13.3	11.8	10.6
50%	44.3	33.2	26.6	22.1	19.0	16.6	14.8	13.3
60%	53.1	39.8	31.9	26.6	22.8	19.9	17.7	15.9
70%	62.0	46.5	37.2	31.0	26.6	23.2	20.7	18.6
80%	70.8	53.1	42.5	35.4	30.4	26.6	23.6	21.3
90%	79.7	59.8	47.8	39.8	34.2	29.9	26.6	23.9
100%	88.5	66.4	53.1	44.3	37.9	33.2	29.5	26.6

数据来源: 华福证券研究所

*由于已获得拆迁补偿的城中村居民不一定具备撬动高杠杆的能力或意愿, 可能倾向于高于 15% 的首付比例, 以免付出过多的贷款利息成本。因此以 30% 首付比例为中性假设。

2.2 100 万套城中村改造或可拉动投资 7697 亿元、销售 3.48 万亿元

最后回归本次 100 万套城中村改造的目标。按照前序逻辑进行测算, 则 100 万套城中村改造可带来投资 7697 亿元、商品房销售额 3.48 万亿元, 若 100 万套改造分 5 年完成, 则年均或拉动投资和销售 1539 亿元和 6956 亿元, 分别占 2023 年房地产开发投资额的 1.4%、销售额的 6.0%。

图表 25: 100 万套城中村改造可拉动投资与销售额测算 (万套, 万亿元)

测算存量套数 (万套)	764	目标改造套数 (万套)	100
测算拉动投资 (万亿元)	5.88	目标拉动投资 (万亿元)	0.77
测算拉动销售 (万亿元)	26.6	目标拉动销售 (万亿元)	3.48

数据来源: 华福证券研究所



3 投资建议

城中村改造已上升至城市更新核心战略之一。住建部目前已提出明确改造目标指引，经测算，本轮 100 万套改造对投资和销售的拉动分别为 3.5 万亿和 7696 亿元。若 100 万套改造分 5 年完成，则年均拉动投资和销售 1539 亿元和 6956 亿元，分别占 2023 年房地产开发投资额的 1.4%、销售额的 6.0%。

经过我们测算：

35 大城市城中村存量建面 7.64 亿方、潜在建面 22.43 亿方，存量建面可拉动城改投资 5.88 万亿元，在拆除新建占比 20%、改造时长 15 年的假设下，存量城中村改造可带来投资额 3919 亿元/年。

假设货币化安置比例 80%、安置款等于当地住房销售均价×被改造住房面积，利用安置款购置的新房面积和旧房面积相同。目前 35 大城市存量城中村面积若全部进行改造，约拉动货币化安置款 13.28 万亿元。在 30%首付比例、60%新购房比例的中性假设下，35 大城市存量城中村面积若全部改造，可拉动商品房销售 26.6 万亿元，若分 20 年完成改造，每年撬动销售 1.33 万亿销售，占 2023 年全年销售额的 11.4%。

由于城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，虽然本轮 100 万城改的阶段性目标的效果大概率小于棚改，但新增 100 万套城改的信号意义强烈。未来对 35 大城市的存量城中村改造的持续性增量政策可期。

建议关注：深耕核心城市，一二线土储充足，具备城市更新业务经验的龙头房企【招商蛇口】、【绿城中国】、【保利发展】、【滨江集团】；行业拐点即将到来时困境反转类房企【金地集团】、【新城控股】。



4 风险提示

融资环境收紧超预期：房地产行业属于资本密集型行业，融资环境超预期收紧将对房地产的增速及盈利能力产生负面冲击。一方面，融资量的下降将导致开发商放慢拿地、推盘、销售、施工及竣工的经营速度，导致总体的增速下行；另外一方面，融资产生的利息支出是除了土地价格以外，影响房企利润率的最重要因素，融资环境收紧导致融资成本上行将显著侵蚀公司盈利能力，对业绩增速产生负面冲击。

房地产调控收紧超预期：地产调控政策收紧，影响居民对房地产市场止跌回稳的预期，使得地产销售量价进一步面临下行压力，进而影响公司的销售及销售目标完成情况。

测算假设条件误差：城中村改造对投资和销售的拉动涉及多环节假设，若假设情形与现实不符，则可能带来测算结果误差。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn