

## 强于大市

# 房地产行业 2025 年年度策略

## “旧改为主、收储为辅”贯穿 2025 年地产行业主线

### 核心观点

#### 【“大旧改”：将是 2025 年房地产行业的主线任务】

- 2023 年的城中村改造主要针对特大特大城市，各地已推进的城中村改造规模不大、进度缓慢，资金支持不到位，由于高昂的改造成本，各方推动的意愿也并不强烈。而 2024 年以来，一方面，自上而下明确了城中村改造范围扩大至 300 个地级及以上城市，还提及了危旧房改造，是包含了城中村改造、危旧房改造等改造主体的更大范围的“大旧改”；另一方面，还明确了货币化安置的方式帮助该项工程的推进。因此，我们认为，货币化旧改将成为 2025 年房地产行业的主线方向之一，不过这一轮的货币化可能会包含大量的房票。
- 上一轮棚改：棚改高峰期 2015-2018 年住建部计划开工合计 2360 万套，实际开工 2442 万套，总投资额 6.6 万亿元。棚改高峰期的资金来源中将近七成来自于棚改专项债，一成来自于财政资金；棚改专项债是棚改后期重要的补充资金来源，2018-2022 年累计发行 1.84 万亿元。从影响来看，一方面起到了去库存的作用，根据住建部，2016 年棚改货币化帮助地方消化了 2.5 亿平的楼市库存。据此估算，平均投资成本约为 6000 元/平。另一方面起到了刺激需求的作用。根据我们测算，2015-2017 年三年间棚改货币化安置转化成为购买新房的面积合计 5.09 亿平，占同期全国商品住宅销售面积的比重为 12.9%。
- 本轮“大旧改”：2024 年 10 月住建部表示“将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”。根据我们的测算，城中村和危旧房改造初期 100 万套规模总投资额或达 1.45-2.11 万亿元，若分为 3 年实施，年均投资额为 4847-7024 亿元，或达棚改高峰期年均投资额的 29%-43%；初期 100 万套通过货币化安置转化成为购买新房的面积或达 787-1416 万平/年，占新房销售的比重约 0.8%-1.5%。资金来源主要有财政资金、城中村改造专项债（2022 年以来全国专项债发行金额约 3340 亿元）、城中村改造专项借款（2024 年以来两大政策性银行已完成至少 1783 亿元的专项借款发放）、城市更新基金、社会资本等。

#### 【收储：收购存量土地是主要推进方向，收购存量商品房为辅】

- 当前收储去库存的两大形式为：1) 存量闲置土地：一方面，收回收购存量闲置土地，优先回购企业无力或无意愿继续开发、尚未动工建设的住宅、商服用地，另一方面，也可能采用土地置换和调规其他方式盘活存量土地资源。2) 存量商品房：收购已建成未售的存量商品房，用作保障房。

#### 收购存量土地：

- 近两年，一线城市以外地区的拿地开工率较低，多数未开工的存量土地聚集在低能级城市。2023-2024H1 一线城市成交的住宅地块开工率 81%，二线城市 24%，三四线城市 2%，北上广开工率均超过八成。基于此，收购存量土地相关政策出台。从企业角度，目前多数存量土地在城投平台手中，2021-2024 年 5 月 30 日中城投开工率仅 22%，拿地未开工面积近 3.3 亿平。
- 我们认为，在实操层面，收购闲置土地可行性较高，无论是房企还是政府实施意愿都更高。1) 对于房企而言，土地是流动性最接近于资金的资产。房企的动机有：a) 出于自身资金压力，实地回笼资金。b) 开发能力有限、工程推进困难。c) 项目规划和预期收益不足。d) 主动切换。此外，未来土地置换也可能成为盘活存量土地的重要途径。2) 对于政府来说，闲置地被收回后，并不像已建成商品房，可能还会进一步涉及拆建或改建，可经过调规后再度出让（提高容积率、商转住等），资金更易平衡，因此可行性更高，未来收购存量土地工作有望加速落地。2024 年下半年以来，越秀、华侨城等旗下地块已被收储，且基本按照市场价回收。
- 根据我们的测算，收购我国全部住宅类和商服类存量土地需要的资金约 12.7 万亿元（其中住宅用地 7.7 万亿元、商服用地 5.0 万亿元）。未来收购存量土地的资金来源或主要为政策性银行贷款以及专项债。

#### 收购存量商品房：

- 地方政府收储未售新房是理论上库存最直接的举措，但收储后的模式决定了推进效果。根据我们的测算，全国范围内，地方收储潜在体量（120 平以下现房）为 2.40 亿平，收购所需资金为 1.42 万亿元。理论上只需将去化周期降至合理水平（18 个月），那么现房库存需在现有规模的基础上下降 5962 万平，收购所需要的资金约 3516 亿元。资金来源方面，为推动政府收购存量房工作开展，央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款，截至三季度末使用了 162 亿元。此外，专项债收储细则也正在研究当中。
- 我们认为，在收储的过程中无法做到盈亏平衡的城市，选择旧改更有价值。多为高能级城市，其中超过六成均为直辖市（重庆、天津、上海、北京）。

#### 【板块复盘：估值向上修复空间充裕，继续看好板块机会】

- 从估值水平来看，当前估值处于历史底部区间，向上修复的空间充裕。自 2022Q2 以来，地产板块 PB 估值一直处于历史较低区间，2024 年 8 月跌至至 0.57X 的历史底部位置。在 9 月末至今经历了一波上涨后，截至 10 月末，板块 PB 修复至 0.80X，处于历史 7.4% 的分位点。从目前点位来看，进一步回调的空间有限，上行空间取决于政策强度和后续基本面的修复情况。
- 从板块收益来看，仍具向上弹性。继 2024 年 9 月末 10 月初板块大幅上涨以后，板块开始进入震荡，前期较为高涨的情绪有所缓和，后续一段时间市场对未来基本面和政策路径的分歧有所加大，具体节奏和强度上均具备不确定性。但我们认为，围绕楼市供需两端、经济复苏的政策仍在发力，且后续的政策应该逐步更具针对性；四季度预计销售基本而修复可期，但我们不排除明年基本面或出现小幅回调的可能，但不改当前板块安全边际较高、绝对估值水平较低、且大方向向好的基本格局。因此我们认为地产行业仍有较大的参与机遇，弹性向上仍明确，仍然看好地产板块机会。

#### 【具备相关区域优势的房企及弹性反转标的，估值弹性空间有望打开】

- 重点布局核心一二线城市的房企有望受益于城市基本分化及市占率提升。综合来看，中海、滨江、绿城、招商、华润五家房企最具区域优势。以上五家房企同时满足一二线城市销售占比>80%，一二线城市土储占比>70%，重点一二线城市平均市占率>6%。其次是同时满足一二线城市销售占比>70%，一二线城市土储占比>60%，重点一二线城市平均市占率>4%的企业，分别为越秀地产、保利置业和龙湖集团。
- 尚存在现金流压力，但得益于化债、销售回款改善等多重逻辑下的困境反转的标的也将受益。我们测算了 97 家房企的现金流情况。其中，有 17 家房企（占比 18%）在考虑表外负债后，在手现金无法覆盖累计的现金流缺口；有 9 家房企（占比 9%）虽然在在手现金可覆盖累计的现金流缺口，但 2025 年 1-12 个月个别月份现金流入不能覆盖资金流出，且整体月均流入小于月均流出。我们认为以上房企可能是本轮周期里底部反转弹性较大的标的。

#### 投资建议：

- 当前行业大方向向好较为明确，9 月末以来“房地产市场止跌回稳”的定调为市场注入信心，围绕楼市供需两端、经济复苏的政策仍在持续发力过程中，且后续的政策或更具针对性。我们认为，短期关注各项政策支持落地后基本面数据的修复情况以及修复效果的持续性，中长期关注旧改、收储等工作推进带来的行业机会。从标的来看，一方面，流动性安全、重仓高能级城市、产品力突出的房企或更具 α 属性；另一方面，得益于化债、政策纾困、销售改善等多重逻辑下的困境反转的标的或具备更大的估值修复弹性。
- 现阶段我们建议关注三条主线：1) 政策宽松后预期能有改善的底部反转弹性标的：金地集团、金地商置、龙湖集团、新城控股。2) 后续政策发力针对性较强的、核心城市布局为主的标的：绿城中国、城建发展、滨江集团、华润置地、招商蛇口。3) 受益于地方财政化债、收储、旧改类的地方国企：越秀地产、城投控股、建发国际、华发股份。

#### 风险提示：

- 房地产调控政策效果不及预期；房地产行业基本面超预期下行；融资政策落地不及预期。

### 相关研究报告

《地产新模式探索系列之二：城中村改造篇——城中村改造加速推进，超 7 亿平规模为行业注入新动能》(2023/9/6)

《房地产行业 2023 年中期策略：走出停滞期，诞生新格局》(2023/6/13)

《房地产行业 2023 年度策略：弩箭已离弦，能否冰解的破？》(2022/12/18)

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

## 目录

<b>1 “大旧改”：将是 2025 年房地产行业的主线任务 .....</b>	<b>7</b>
1.1 上一轮棚改：2015-2018 年开工 2442 万套，总投资额 6.6 万亿元，其中专项贷款占比 69%，财政资金占比 10% .....	9
1.2 货币化旧改：从 35 个城市扩展至 300 个，初期 100 万套规模总投资额或达 1.45-2.11 万亿元 .....	14
<b>2 收储：收购存量土地是主要推进方向，收购存量商品房为辅 .....</b>	<b>29</b>
2.1 收购存量土地：将成为 2025 年收储的主要推进方向，根据我们的测算，收购我国全部住宅和商服类存量土地所需资金超十万亿元 .....	29
2.2 收储存量商品房：收购所需资金约 1.42 万亿元，后续模式决定推进效果 .....	36
2.3 在部分不具备收储条件的高能级城市，更可能采用旧改的方式 .....	41
<b>3 板块复盘：估值向上修复空间充裕，继续看好板块机会 .....</b>	<b>43</b>
3.1 板块估值处于历史底部区间，向上修复空间充裕，三季度机构开始增配 .....	43
3.2 从板块收益来看，仍具向上弹性 .....	45
<b>4 具备相关区域优势的房企及弹性反转标的，估值弹性空间有望打开 ..</b>	<b>50</b>
4.1 重点布局核心一二线城市的房企有望受益于城市基本面分化及市占率提升 .....	50
4.2 弹性反转标的：尚存在现金流压力，但得益于化债、销售回款改善等多重逻辑下的困境反转的标的也将受益 .....	55
<b>5 投资建议 .....</b>	<b>58</b>
<b>6 风险提示 .....</b>	<b>59</b>
<b>7 附录 .....</b>	<b>60</b>

## 图表目录

图表 1. 近年来中央对于城中村改造相关表态梳理.....	8
图表 2. 2008-2021 年我国棚改实际开工量为 5184 万套.....	9
图表 3. 2008-2020 年我国棚改总投资额为 10.1 万亿元.....	9
图表 4. 国开行、农发行两大政策性银行提供的棚改专项贷款是主要资金来源.....	10
图表 5. 2015-2018 年棚改专项贷款累计规模达 4.56 万亿元，占总投资额的 69%； 财政资金 0.64 万亿元，占比 10%.....	10
图表 6. PSL 运作流程.....	11
图表 7. 2014-2018 年棚改高峰期 PSL 累计新增发行 3.38 万亿元.....	11
图表 8. 2014-2018 年棚改高峰期国开行、农发行两大政策性银行累计发放棚改专 项贷款 4.97 万亿元，PSL 占专项贷款的比重达 68%.....	11
图表 9. 2009-2022 年棚改财政资金估算累计 1.32 万亿元.....	12
图表 10. 2018-2022 年累计发行棚户区改造专项债券 1.84 万亿元.....	12
图表 11. 棚改带动需求的测算逻辑.....	13
图表 12. 根据我们测算，2015-2017 年三年间棚改货币化安置转化成购买新房的面 积合计 5.09 亿平，占同期全国商品住宅销售面积的比重为 12.9%.....	13
图表 13. 根据我们的测算，2015-2017 年三年间棚改货币化安置转化成购买新房的 面积合计 5.09 亿平，占同期全国商品住宅销售面积的比重为 12.9%.....	14
图表 14. 截至 2020 年末我国城市存量住房约 1.91 亿套，城市中的自建住房 1919 万套，占比 10.1%.....	14
图表 15. 全国城中村的规模小于棚改和老旧小区改造.....	14
图表 16. 城中村多集中在东部沿海一带，15%位于广东、9%位于山东、9%位于 浙江、8%位于江苏.....	15
图表 17. 城中村待改造规模测算逻辑.....	16
图表 18. 根据我们的测算，此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套规模所需要的 资金规模预计为 1.45-2.11 万亿元.....	16
图表 19. 城中村全面拆迁成本主要包括前期费用、临迁费用、拆除费用、建安费 用、其他不可预见费用等.....	17
图表 20. 此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套规模，假设货币化安置比例在 50- 90%，根据我们的测算，补偿成本在 0.82-1.47 万亿元之间.....	18
图表 21. 此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套通过货币化安置后购买新房面积 为 2360-4248 万平，分三年实施，年均为 787-1416 万平，占 2023 年新房销售面 积的比重为 0.8%-1.5%.....	18
图表 22. 根据我们的测算，此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套规模中货币化 安置后购买新房面积总计为 2360-4248 万平.....	18
图表 23. 城中村改造资金来源.....	19
图表 24. 过去三年（2021-2023 年）全国一般公共预算支出中每年保障性安居工程 支出平均在 2800 亿元左右.....	20
图表 25. 2020-2023 年中央财政城镇保障性安居工程补助资金均在 700-710 亿元之	

间 .....	20
图表 26. 2024 年 11 月 11 日提前下达 2025 年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算 566 亿元，湖北、四川、广东分别提前下达了 50.9 亿元、44.7 亿元、40.8 亿元 .....	20
图表 27. 2021 年 3 月-2024 年 9 月地方政府新增债券投向保障性安居工程的规模累计达到 2.18 万亿元，占地方政府整体新增债券规模的比重为 12% .....	21
图表 28. 据我们的不完全统计，2022 年以来全国共发行城中村改造专项债数量达 1363 个，发行金额合计 3340.0 亿元 .....	21
图表 29. 城中村专项借款相关政策 .....	22
图表 30. 城中村改造专项借款发放流程 .....	22
图表 31. 2023 年 12 月央行重启 PSL，规模 3500 亿元，达到单月净投放历史第三高，2024 年 1 月又净投放 1500 亿元，累计投放量 5000 亿元，用于支持“三大工程”等建设 .....	23
图表 32. 国开行、农发行发放城中村改造专项借款案例 .....	23
图表 33. 据我们的不完全统计，2024 年以来城中村专项借款已经授信 500 多个项目、授信金额超 1 万亿元 .....	24
图表 34. 据我们的不完全统计，2024 年以来各地发放城中村改造专项借款累计 739 亿元，发放金额占全部授信金额的 7% .....	24
图表 35. 根据我们的不完全统计，专项借款授信额约占所涉及城中村项目总投资的 78% .....	25
图表 36. 收购存量住房用作城中村改造的安置房流程 .....	25
图表 37. 城市更新基金运作模式 .....	26
图表 38. 部分城市更新基金梳理 .....	27
图表 39. 近期各地城中村改造加速启动，多个城市和省份披露了今年以来城中村改造的进展情况 .....	28
图表 40. 2023 年至 2024 年上半年全国成交的含住宅地块中，成交地块开工率仅 6.48%，一线城市开工率达 81%，二线城市仅为 24%，三四线城市仅 2% .....	29
图表 41. 按开工率分布情况来看，仅 1% 的城市开工率大于 80%，开工率在 50-80% 的城市占比 3%；超过 85% 的城市，开工率都低于 10% .....	29
图表 42. 北京、上海、杭州 2023 年至 2024 年上半年成交的含住宅地块开工率超过 80%，其他城市相对较低 .....	30
图表 43. 2024 年鼓励盘活存量闲置土地政策的梳理 .....	31
图表 44. 2008 年至今，我国住宅类用地已成交未开工的土地约 31.3 亿平 .....	32
图表 45. 2008 年至今，我国商服类用地已成交未开工的土地约 44.8 亿平 .....	32
图表 46. 根据我们的测算，收购我国全部住宅类和商服类存量土地需要的资金约 12.7 万亿元 .....	32
图表 47. 2021 年至 2024 年 5 月，30 个重点一二线城市的含宅用地中，城投公司拿地项目 78% 的土地未开工，央企未开工地块占比仅 28%，地方国企仅 22% .....	33
图表 48. 越秀地产 2024 年三次被回收闲置用地，总回款为 120 亿票据（用于购置土地）、15.29 亿现金 .....	34
图表 49. 土地储备专项债政策梳理 .....	35

图表 50. 2017-2019 年，土储专项债年度发行规模分别约为 2425、5905、6765 亿元，三年累计发行 1.51 万亿元，占同期地方政府专项债券发行规模的比重为 23.1% .....	36
图表 51. 截至 2024 年 10 月末，我国现房库存面积约 3.75 亿平，去化周期为 20.9 个月，占全国住宅广义库存面积的比重为 20.1% .....	37
图表 52. 地方收储有利于缓解房企资金压力，同时也有助于市场情绪的恢复及增加保障性住房供给 .....	37
图表 53. 各地地方收储房源收购面积上限梳理 .....	38
图表 54. 根据我们的测算，全国范围内，地方收储潜在体量（120 平以下现房）为 2.40 亿平，收购所需要的资金为 1.42 万亿元 .....	38
图表 55. 从收购的房源条件看，房屋性质一般为住宅，但部分城市拓展至商办、公寓等其他类型物业 .....	39
图表 56. 地方收储资金来源 .....	40
图表 57. 保障性住房再贷款与租赁住房贷款支持计划政策对比 .....	41
图表 58. 不考虑收购折扣时，百城整体及各城市能级收储均无法做到盈亏平衡 .....	42
图表 59. 我们统计的百城中，仅 26% 的城市收入（租售比）大于成本，74% 的城市收入（租售比）小于成本，无法做到盈亏平衡 .....	42
图表 60. 收储收入（租售比）小于成本的城市中超过六成为直辖市（重庆、天津、上海、北京）或位于江苏、山东、浙江、广东、安徽等地 .....	42
图表 61. 2024 年 9 月以来，地产板块 PB 估值从底部的 0.57X 修复至 0.80X（10 月末），修复幅度达 40%，超过 2012 年的周期，与 2008 年和 2014 年则仍相距甚远 .....	43
图表 62. 2024Q3 房地产板块的公募基金持仓总市值为 760.6 亿元，环比大幅增长 59.8% .....	44
图表 63. 2024Q3 全市场对房地产行业配置比例为 1.53%，较 Q2 提升了 0.19 个百分点 .....	44
图表 64. 2024Q3 公募基金口径对房地产行业配置比例为 1.08%，较 Q2 提升了 0.25 个百分点 .....	44
图表 65. 2024Q3 公募基金口径对房地产行业配置比例仍较行业标准配置比例低 0.45 个百分点，自 2020Q1 以来均低于标准配置比例，低配幅度环比上个季度收窄了 0.06 个百分点 .....	45
图表 66. 2024 年 10 月地产板块主力资金净流入 11 亿元，申万行业中排名第二 .....	45
图表 67. 我们发现，地产股的行情往往启动于政策宽松预期，并可以持续到销售、房价等基本面数据改善，行情结束时点往往略领先或同步于政策的收紧 .....	47
图表 68. 2008-2009、2012、2014-2015 年周期中地产板块收益与基本面对比 .....	47
续图表 68. 2008-2009、2012、2014-2015 年周期中地产板块收益与基本面对比 .....	48
图表 69. 2024 年 5 月、9 月经历了两段明显的政策博弈行情 .....	49
图表 70. 主流房企中招蛇、绿城、华润、中海、越秀、滨江、龙湖、首开、中交、城投、城建、绿地、保利置业、金融街、信达、武夷、渝开发、天健一二线城市 2024 年 1-10 月销售占比超过八成 .....	50
图表 71. 主流房企中，首开股份、中国武夷、保利置业、越秀地产、中交地产土	

地储备充裕度最高 .....	51
图表 72. 土地储备中一线城市占比较高的主流房企为：城投、城建、中国武夷、越秀、保利置业（27%）、中海 .....	52
图表 73. 土地储备中一二线城市占比较高的主流房企为：渝开发、中海、招蛇、金茂、越秀、绿城、滨江、金地、城投、保利置业、中交、华润 .....	52
图表 74. 主流房企中，保利发展、招商蛇口、绿城中国、建发国际、华润置地、越秀地产、滨江集团、中国金茂、龙湖集团、渝开发土地储备中一二线城市占比较高 .....	52
图表 75. 我们统计的 24 家主流房企在重点城市的市占率达 49% .....	53
图表 76. 当地企业在 18 个重点城市的平均市占率达 22%，其中杭州、深圳、青岛、广州当地企业的市占率较高，占比均超过三成 .....	54
图表 77. 综合来看，中海、滨江、绿城、招蛇、华润五家房企最具区域优势 .....	54
图表 78. 计算房企资金缺口 .....	55
图表 79. 房企动静态现金流安全性测试框架 .....	56
图表 80. 97 家房企现金流安全性分档 .....	57
图表 81. 97 家房企现金流安全性分档 .....	57

## 1 “大旧改”：将是 2025 年房地产行业的主线任务

城中村改造属于城市更新范畴，2023 年以来改造对象、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》，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。2024 年 11 月 15 日，住建部、财政部近日联合印发通知，部署各地加快落实增量政策措施要求，进一步做好城中村改造工作，推动符合条件的项目尽快启动实施，城中村改造政策支持范围从最初的 35 个超大特大城市和城区常住人口 300 万以上的大城市，进一步扩大到了近 300 个地级及以上城市；且提及稳妥推进城中村改造货币化安置，城市危旧房改造可参照执行。

2023 年的城中村改造主要针对超大特大城市，各地已经推进的城中村改造规模不大、进度缓慢，资金支持不到位，由于高昂的改造成本，各方推动的意愿也并不强烈。而 2024 年以来，一方面，自上而下明确了城中村改造范围扩大至 300 个地级及以上城市，还提及了危旧房改造，是包含了城中村改造、危旧房改造等改造主体的更大范围的“大旧改”；另一方面，还明确了货币化安置的方式帮助该项工程的推进。因此，我们认为，货币化旧改将成为 2025 年房地产行业的主线方向之一。

图表 1. 近年来中央对于城中村改造相关表态梳理

发布时间	政策/会议名称	发行机构	主要内容
2019.2.10-12	中央经济工作会议		要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升。做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。
2020.3.12	《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》		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。
2020.12.16-18	中央经济工作会议		要实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系。
2021.3	政府工作报告及五年规划		“十四五”时期的城市更新目标: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。
2021.8.30	《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》	住建部	1)严格控制大规模拆除、增建、搬迁。2)鼓励推动由“开发方式”向“经营模式”转变，探索政府引导、市场运作、公众参与的城市更新可持续模式，政府注重协调各类存量资源，加大财政支持力度，吸引社会专业企业参与运营，以长期运营收入平衡改造投入，鼓励现有资源所有者、居民出资参与微改造。
2022.3.25	《2022 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	发改委	有序推进城市更新，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。
2022.10.16	二十大报告		加快转变超大特大城市发展方式、实施城市更新行动，加强城市基础设施建设，打造宜居、韧性、智慧城市。
2022.12.15-16	中央经济工作会议		要支持城市群和都市圈建设现代化基础设施体系，实施城市更新行动、乡村建设行动。
2023.4.28	中央政治局会议		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，规划建设保障性住房。
2023.6.8	第十四届陆家嘴论坛		国家金融监督管理总局党委书记、局长李云泽表示:将强化对投资的融资保障，支持超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施等重大项目建设。
2023.7.5	《关于扎实有序推进城市更新工作的通知》	住建部	1)坚持政府引导、市场运作、公众参与。2)加强存量资源统筹利用。3)健全城市更新多元投融资机制，加大财政支持力度，鼓励金融机构在风险可控、商业可持续前提下，提供合理信贷支持，创新市场化投融资模式，完善居民出资分担机制，拓宽城市更新资金渠道。4)建立政府、企业、产权人、群众等多主体参与机制，鼓励企业依法合规盘活闲置低效存量资产，支社会力量参与。
2023.7.21	《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》	国务院常务会议	对符合条件的城中村改造项目，中央通过现有渠道适当给予补助。将符合条件的城中村改造项目纳入地方政府专项债券支持范围。设立城中村改造专项借款。鼓励银行业金融机构按照市场化、法治化原则提供城中村改造贷款，专款专用、封闭管理。符合条件的城中村改造项目适用现行棚户区改造有关税费支持政策。具备条件的城区常住人口 300 万以上的大城市，可参照本意见执行。
2023.7.24	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
2023.7.27	企业座谈会	住建部	要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益。希望建筑企业和房地产企业积极参与保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，促进企业转型升级和高质量发展。
2023.7.28	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		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。
2023.7.31	《关于恢复和扩大消费措施的通知》	发改委	支持刚性和改善性住房需求，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造。
2023.8.1	2023 年下半年工作会议	央行及国家外汇管理局	强调落实好“金融 16 条”，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。
2023.10.12	住建部		各地正按照部署，扎实开展配套政策制定、摸清城中村底数、编制改造项目方案等工作。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。
2024.10.17	国务院新闻办公室发布会		住房城乡建设部部长倪虹提出了“四个取消、四个降低、两个增加”的政策“组合拳”，其中一个“增加”就是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。据有关调查，仅在全国 35 个大城市，需要改造的城中村有 170 万套；全国城市需要改造的危旧房有 50 万套。
2024.11.15	住房城乡建设部、财政部近日联合印发通知，部署各地加快落实增量政策措施要求，进一步做好城中村改造工作，推动符合条件的项目尽快启动实施	住建部、财政部	1) 城中村改造政策支持范围从最初的 35 个超大特大城市和城区常住人口 300 万以上的大城市，进一步扩大到了近 300 个地级及以上城市。 2) 符合条件的城中村改造项目均可以获得政策支持：纳入地方政府专项债券支持范围，开发性、政策性金融机构提供城中村改造专项借款，适用有关税费优惠政策等。 3) 稳妥推进城中村改造货币化安置，城市危旧房改造可参照执行。

资料来源：住建部，国务院，财政部，发改委，央行，克而瑞，中银证券

在本章节中，我们将详细分析上一轮棚改（2014-2018 年）以及本轮旧改（2023 年至今）的规模、资金来源、影响，其中 2023 年以来的旧改可以 2024 年 11 月为界，分为前期超特大城市城中村改造和货币化旧改两个阶段。

## 1.1 上一轮棚改：2015-2018 年开工 2442 万套，总投资额 6.6 万亿元，其中专项贷款占比 69%，财政资金占比 10%

### 1.1.1 规模：2015-2018 年棚改高峰期开工 2442 万套，总投资额 6.6 万亿元

从定义来看，城中村、城市危旧房均在棚户区范畴内。根据 2013 年《国务院关于加强棚户区改造工作的意见》，棚户区是指建筑密度大、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。棚户区分为五大类：1) 城市棚户区，包括成片城市棚户区、城中村、城市危房改造；2) 国有工矿（含煤矿）棚户区，包括铁路、钢铁、有色、黄金等行业棚户区；3) 国有林区（林场）棚户区；4) 国有垦区（农场）棚户区；5) 中央下放地方煤矿棚户区。在五类棚户区中，城市棚户区占比最高，是过去棚改的重中之重。最早的“棚改”要追溯到 2004 年辽宁率先启动的棚户区改造工程。2004 年辽宁省率先启动棚改；2005 年启动了对中央下放东北三省煤矿棚户区的改造；2008 年各类棚户区改造被正式纳入城镇保障性安居工程，全国范围内大规模的推进。

回溯历史，在 2024 年之前，我国的棚改可以分为三个阶段：

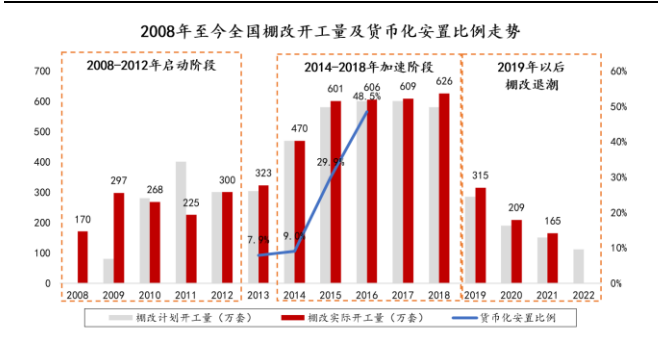
1) 2008-2012 年启动阶段：全国棚改始于 2008 年，2008 年金融危机推出 4 万亿刺激中，棚改作为保障性安居工程的任务之一全面启动，这一阶段主要以实物安置，即新建安置住房为主。根据住建部数据，2008-2012 年全国开工改造各类棚户区 1260 万户，投资额约 4000 亿元。按此计算，这个阶段的年均棚改套数约为 250 万套，年均投资额约 800 亿元。

2) 2014-2018 年加速阶段（棚改高峰期）：2015 年提出三年棚改计划，即 2015-2017 年完成 1800 万套棚改任务，并积极推进棚改货币化安置，包括发放购房券、政府购买存量商品房安置、一次性货币补偿等。根据住建部数据，2015-2018 年全国开工改造各类棚户区 2442 万套，每年棚改开工量均在 600 万套以上，棚改投资额分别为 1.54、1.48、1.84、1.74 万亿元。这一阶段货币化安置比例与棚改规模双双走高。棚改货币化安置比例从 2013 年的 7.9% 提升至 2015 年的 29.9%，2016 年提升至 48.5%，2017 年以后住建部不再公布棚改货币化安置比例。

3) 2019 年以后棚改退潮期：2019 年当年度棚改计划削减到 285 万套，实际开工量为 315 万套，总投资额下降至 1.16 万亿元。此后的 2020 年、2021 年实际开工量分别为 209 万套、165 万套。2020 年 7 月，国务院办公厅发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，并提出工作目标：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。2020 年以后，大规模棚户区改造进入尾声，老旧小区改造和城市更新开始占据主流。

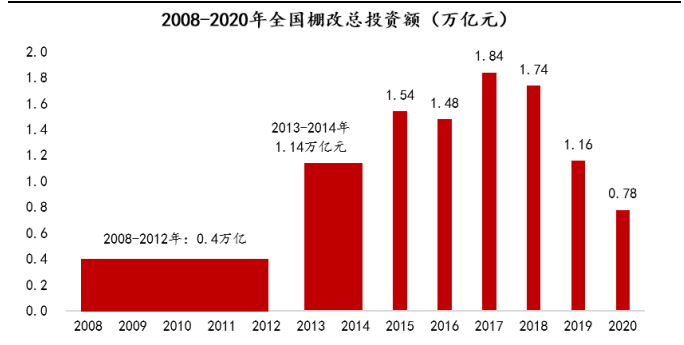
我们根据住建部数据整理得到，2008-2021 年我国棚改实际开工量为 5184 万套，2008-2020 年总投资额为 10.1 万亿元。其中，棚改高峰期 2015-2018 年住建部计划开工合计 2360 万套，实际开工 2442 万套，预计总投资额 6.6 万亿元。

图表 2. 2008-2021 年我国棚改实际开工量为 5184 万套



资料来源：住建部，中银证券

图表 3. 2008-2020 年我国棚改总投资额为 10.1 万亿元



资料来源：国家统计局，住建部，中银证券

备注：2013-2014、2020 年为根据住建部披露的数据自行相减计算得到。2019 年数据为 1-11 月数据。

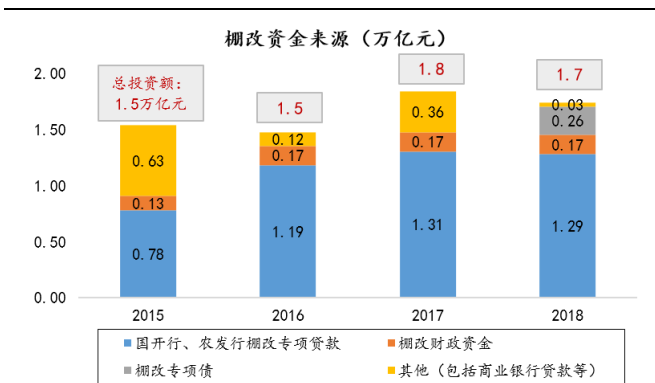
## 1.1.2 资金来源：棚改高峰期专项贷款占比近七成，财政资金占比10%

从2015-2018年棚改高峰期的资金来源构成来看，主要有：

- 1) **棚改专项贷款**：国开行、农发行两大政策性银行提供的棚改专项贷款是主要资金来源，2015-2018年棚改高峰期间，棚改专项贷款累计规模达4.56万亿元，占比总投资额（2015-2018年棚改总投资额6.6万亿元）的69%。
- 2) **财政资金**：2015-2018年棚改财政资金估算累计0.64万亿元（全国一般公共预算支出中关于保障性安居工程的棚户区改造的支出），占比总投资额的10%。
- 3) **棚改专项债券**：2018年开始允许发行，2018年当年发行2553亿元。
- 4) **其他（包括商业银行贷款等）** 合计1.15万亿元，占比总投资额的17%。

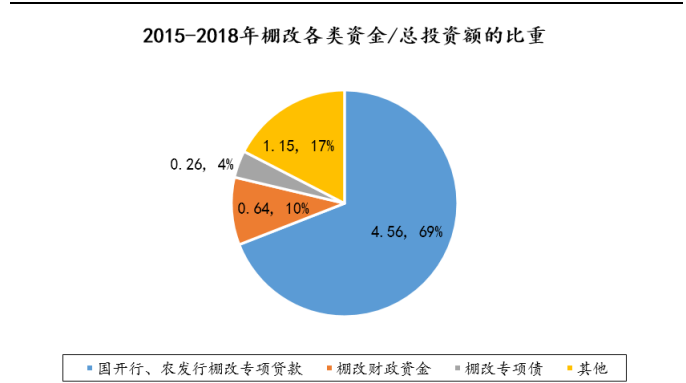
总的来说，在棚改高峰期棚改专项贷款和财政资金是主要的来源，合计占比达到八成左右，2019年棚改退潮后，棚改专项贷款和棚改财政资金均出现了明显下滑，而**2018年推出的棚改专项债券是棚改后期重要的资金补充来源**。下文我们将对各项来源进行具体展开。

图表 4. 国开行、农发行两大政策性银行提供的棚改专项贷款是主要资金来源



资料来源：央行，住建部，财政部，国开行年报，农发行年报，中银证券

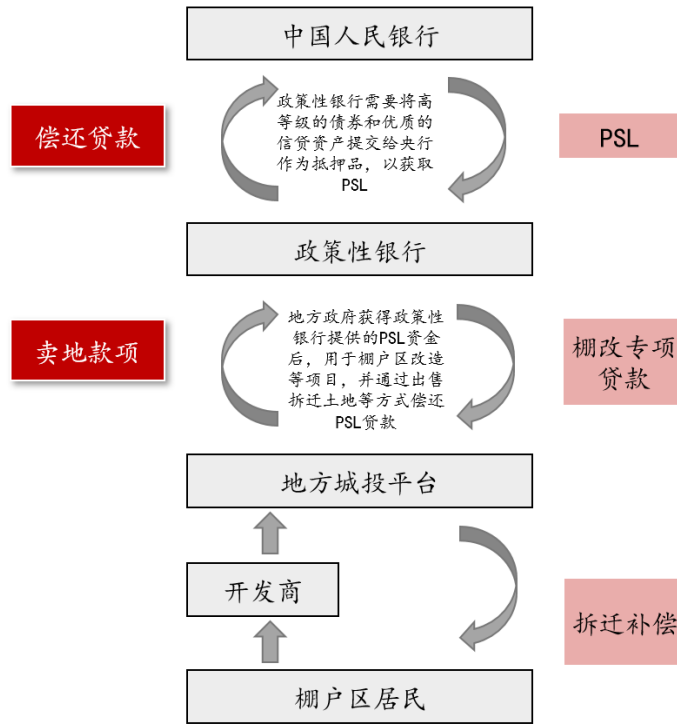
图表 5. 2015-2018年棚改专项贷款累计规模达4.56万亿元，占总投资额的69%；财政资金0.64万亿元，占比10%



资料来源：央行，住建部，财政部，国开行年报，农发行年报，中银证券

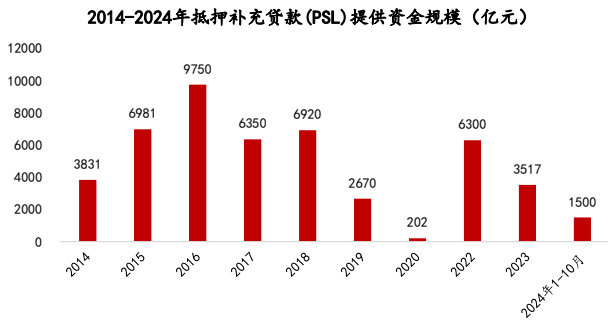
**一、棚改专项贷款：棚改的主要资金来源是棚改专项贷款，而PSL构成棚改专项贷款主要资金来源。** PSL (Pledged Supplemental Lending 抵押补充贷款) 是央行于2014年4月创设，创设目的是为开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源，是央行的结构性货币政策工具之一。起初PSL的发放对象只有国开行一家政策性银行，后经国务院批准，从2015年10月起，央行将PSL的对象扩大至国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行。央行通过PSL放款给政策性银行支持棚改工程，未来政策性银行收到地方政府偿债后从而偿还PSL到期债务。PSL的期限在3-5年，成本较低，在创设之初PSL利率为4.5%，2015年11月降至2.75%，2022年9月降至2.4%，**2023年12月以来发行的PSL利率降至2.25%**。2014-2018年棚改高峰期PSL累计新增发行3.38万亿元，同期国开行、农发行两大政策性银行（中国进出口银行未披露）累计发放棚改专项贷款4.97万亿元，PSL占棚改专项贷款的比重达68%。2019年棚改退潮后，PSL发行规模明显下降，2019、2020年分别为2670、202亿元，2021年未发行。

图表 6. PSL 运作流程



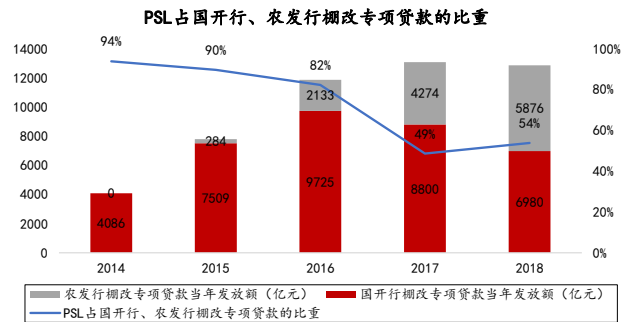
资料来源：中银证券

图表 7. 2014-2018 年棚改高峰期 PSL 累计新增发行 3.38 万亿元



资料来源：央行，中银证券

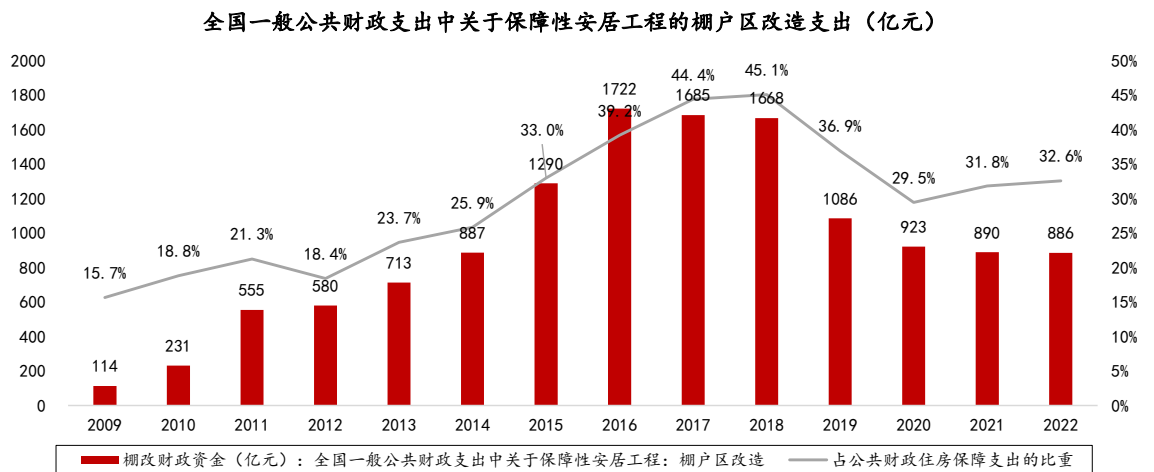
图表 8. 2014-2018 年棚改高峰期国开行、农发行两大政策性银行累计发放棚改专项贷款 4.97 万亿元，PSL 占专项贷款的比重达 68%



资料来源：央行，国开行年报，农发行年报，中银证券  
数据说明：2019年以后国开行年报未披露棚改专项贷款数据。

**二、财政资金：2009-2022 年棚改财政资金估算累计 1.32 万亿元**（全国一般公共预算支出中关于保障性安居工程的棚户区改造的支出），占全国公共财政住房保障支出的比重为 31.9%。其中棚改高峰期 2015-2018 年棚改财政资金累计 6365 亿元，2017、2018 年占公共财政住房保障支出的比重分别高达 44.4%、45.1%。2019 年棚改退潮后，财政资金也出现了明显下滑。

图表 9. 2009-2022 年棚改财政资金估算累计 1.32 万亿元

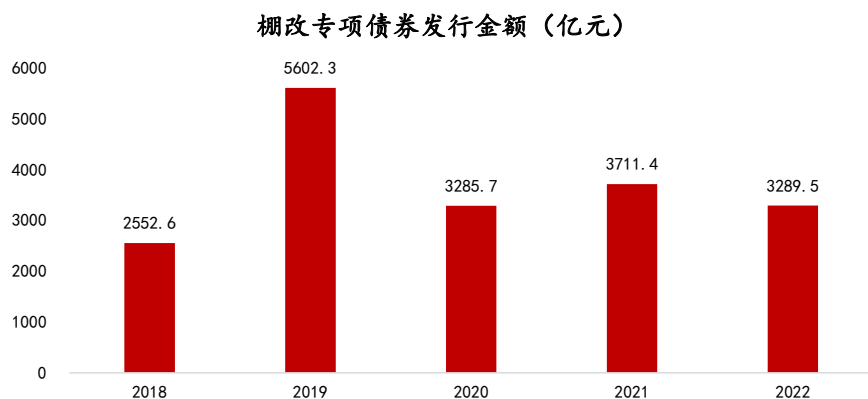


资料来源：财政部，中银证券

数据说明：2023 年末单独披露保障性安居工程支出：棚改部分。

**三、棚改专项债：是棚改后期重要的补充资金来源，2018-2022 年累计发行 1.84 万亿元。**为了遏制地方政府隐性债务的增长，防范风险，2018 年开始允许通过专项债券的方式支持棚户区改造，既可以规范地方政府的举债行为，同时确保偿债资金来源的多样性和稳定性。2018 年 4 月 3 日，财政部和住建部发布《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》，允许地方在棚户区改造领域开展发行专项债券试点，有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作。地方政府棚户区改造专项债券是地方政府专项债券的一个品种，是指遵循自愿原则、纳入试点的地方政府为推进棚户区改造发行，期限与棚户区改造项目的征迁和土地收储、出让期限相适应，**原则上不超过 15 年**。棚户区改造专项债券以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入、专项收入进行偿还，专项收入包括属于政府的棚改项目配套商业设施销售、租赁收入以及其他收入。2018 年 6 月 20 日，天津市红桥区棚户区改造专项债券（一期）通过财政部上海证券交易所政府债券发行系统成功发行，标志着全国首单棚改专项债正式落地。**棚户区改造专项债券发行金额于 2019 年达到 5602.3 亿元的历史高峰**，2020 年房地产政策收紧，棚户区改造过度化问题严重，监管部门下发新要求，专项债券不得用于房地产相关领域，且不得用于货币化安置项目，棚户区改造专项债券发行金额自 2020 年以来规模不断下降，2022 年全国棚户区改造专项债的发行金额为 3289.5 亿元。**2018-2022 年累计发行棚户区改造专项债券 1.84 万亿元。**

图表 10. 2018-2022 年累计发行棚户区改造专项债券 1.84 万亿元



资料来源：专项债券信息网，中银证券

### 1.1.3 影响：2015-2018 年棚改政策显著拉动了商品住宅销售，货币化的推进还对化解三四线城市楼市库存起到了很大作用

2015-2018 年棚改政策显著拉动了商品住宅销售，棚改货币化的推进还对化解三四线城市楼市库存起到了很大作用。

1) 去库存方面：房地产库存多的城市，通过棚改货币化安置，促进了房地产去库存。根据住建部官方数据称，2016 年棚改货币化帮助地方消化了 2.5 亿平方米的楼市库存。据此估算，平均投资成本约为 6000 元/平（2016 年总投资为 1.5 万亿元）。

2) 刺激需求方面：2015 年前后，由于房地产市场库存高企，为了盘活市场，国务院、财政部、住建部等部委均强调推进棚改的货币化安置，因此 2015-2017 年全国货币化安置比例不断上升，预估 2017 年的货币化安置比例达 55%（自 2017 年后，住建部门不再公布全国棚改货币化安置比例），2018 年以后开始逐步下降。根据我们测算，2015-2017 年三年间棚改货币化安置转化成购买新房的面积合计 5.09 亿平，占同期全国商品住宅销售面积的比重为 12.9%。在高峰期是 2017 年，占比达到 15%。2019 年棚改退潮后，对于新房成交的带动明显减弱。2019-2021 年棚改货币化安置转化成购买新房的面积占同期全国商品住宅销售面积的比重仅在 1%-3%之间。

测算逻辑如下：a) 假设棚改货币化安置比例，得到棚改货币化安置套数；b) 假设棚改货币化安置套数中购买新房的比例及每套住房面积，得到棚改货币化安置购买新房的面积。其中：a) 假设棚改货币化安置比例，得到棚改货币化安置套数。自 2017 年后，住建部门不再公布全国棚改货币化安置比例，2018 年以来政策层面已不再强调货币化安置，逐步弱化货币化安置。b) 假设棚改货币化安置套数中购买新房的比例及每套住房面积，得到货币化安置中购买新房的面积。假设购买新房比例为 70%、购买存量房比例为 20%、未购房比例为 10%；假设每套住房面积为 90 平米；棚改货币化安置购买新房面积=棚改开工套数\*货币化安置比例\*货币化安置中购买新房比例\*套均面积。

图表 11. 棚改带动需求的测算逻辑



资料来源：中银证券

图表 12. 根据我们测算，2015-2017 年三年间棚改货币化安置转化成购买新房的面积合计 5.09 亿平，占同期全国商品住宅销售面积的比重为 12.9%



资料来源：住建部，中银证券

图表 13. 根据我们的测算，2015-2017 年三年间棚改货币化安置转化成购买新房的面积合计 5.09 亿平，占同期全国商品住宅销售面积的比重为 12.9%

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
棚改开工套数(万套)	323	470	601	606	609	626	315	209	165
货币化安置比例 (%)	8%	9%	30%	49%	55%	35%	20%	15%	15%
非货币化安置比例 (%)	92%	91%	70%	52%	45%	65%	80%	85%	85%
假设货币化安置中购买新房的比例	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
假设货币化安置中购买存量房的比例	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
假设货币化安置未购房的比例	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
货币化安置中购买新房套数 (万套)	17.86	29.61	125.79	205.74	234.47	153.37	44.10	21.95	17.33
假设每套住房面积 (平)	90	90	90	90	90	90	90	90	90
棚改货币化安置购买新房面积 (万平)	1608	2665	11321	18516	21102	13803	3969	1975	1559
同比增速 (%，右轴)		66%	325%	64%	14%	-35%	-71%	-50%	-21%
全国商品住宅销售面积 (万平)	115723	105188	112412	137540	144789	147929	150148	154878	156532
棚改占全国商品住宅销售面积	1%	3%	10%	13%	15%	9%	3%	1%	1%

资料来源：住建部，中银证券

## 1.2 货币化旧改：从 35 个城市扩展至 300 个，初期 100 万套规模总投资额或达 1.45-2.11 万亿元

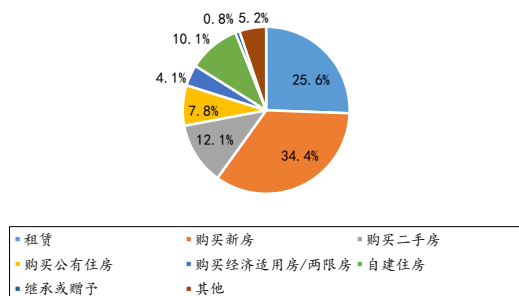
### 1.2.1 规模：从 35 个大城市扩展至 300 个地级及以上城市，根据我们的测算，300 城待改造规模约 1822 万套

2023 年的城中村改造主要针对超大特大城市，2024 年 11 月将范围扩展至 300 个地级及以上城市，主要是出于以下两大原因：1) 超特大城市城中村数量并不多，待改造规模不足 200 万套，扩展至地级及以上城市后，待改造规模也将扩大十倍。2) 高能级城市城中村改造成本较高，各方参与旧改的意愿并不高，推进缓慢，我们预计低能级城市推进速度会更快，落地效率更高。此外，本轮还明确了货币化安置的方式帮助该项工程的推进。因此，我们认为，2025 年开始将进入旧改货币化的时期，待改造规模也扩大十倍，不过这一轮的货币化可能会包含大量的房票。

从全国范围来看，城中村改造市场有多大？根据我们在此前报告《城中村改造加速推进，超 7 亿平规模为行业注入新动能》的测算，我国全国范围内城中村约 1919 万套，占存量住房的 10%，涉及面积或达 18.5 亿平。从省份结构数据看，城中村多集中在东部沿海一带，15% 位于广东、9% 位于山东、9% 位于浙江、8% 位于江苏。

图表 14. 截至 2020 年末我国城市存量住房约 1.91 亿套，城市中的自建住房 1919 万套，占比 10.1%

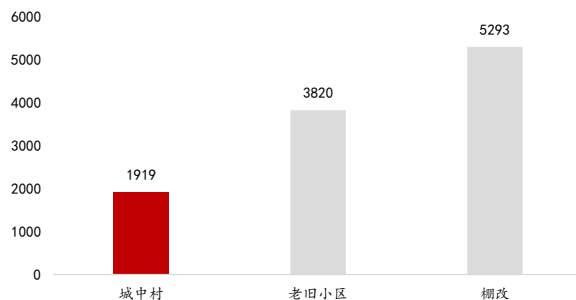
2020 年末城市存量住宅来源占比 (按套数分)



资料来源：国家统计局《第七次人口普查》，中银证券

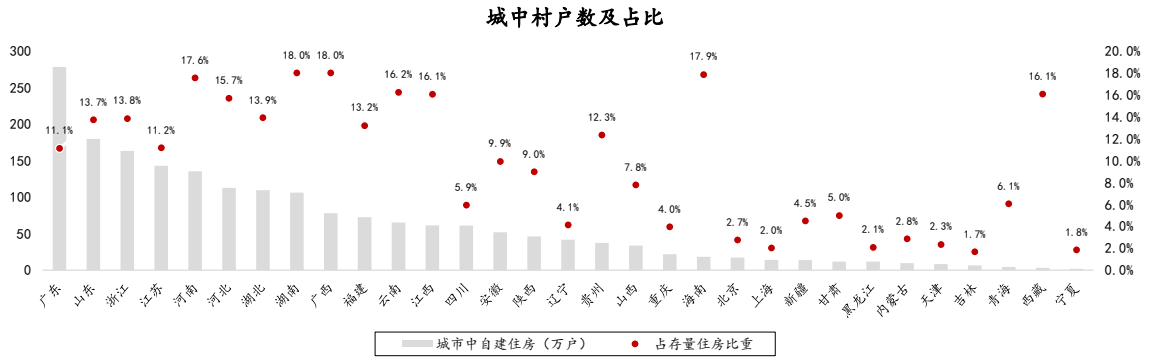
图表 15. 全国城中村的规模小于棚改和老旧小区改造

三类城市更新涉及户数 (万户)



资料来源：财政部，中国政府网，中银证券

图表 16. 城中村多集中在东部沿海一带，15%位于广东、9%位于山东、9%位于浙江、8%位于江苏



资料来源：国家统计局《第七次人口普查》，中银证券

2023年最初设定的城中村改造范围为35个超大特大城市及城区常住人口300万以上的大城市（I型大城市）。2023年7月《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》中明确改造对象为超大特大城市。根据住建部2024年10月17日认定的数据，35个大城市待改造城中村有170万套。

2024年11月，城中村改造从35城扩至300个地级及以上城市，符合条件项目：纳入专项债券支持范围，提供城中村改造专项借款，税费优惠政策。11月15日住建部、财政部联合印发通知，部署各地加快落实增量政策措施要求，进一步做好城中村改造工作，推动符合条件的项目尽快启动实施，通知明确，

1) 扩大城中村改造政策支持范围：地级城市资金能平衡、征收补偿方案成熟的项目，均可纳入政策支持范围。按照通知要求，城中村改造政策支持范围从最初的35个超大特大城市和城区常住人口300万以上的大城市，进一步扩大到了近300个地级及以上城市。这些城市符合条件的城中村改造项目均可以获得政策支持：纳入地方政府专项债券支持范围，开发性、政策性金融机构提供城中村改造专项借款，适用有关税费优惠政策，鼓励商业银行按照市场化、法治化原则提供城中村改造贷款等，确保项目顺利推进。

2) 推进城中村改造货币化安置：通知强调，各地稳妥推进城中村改造货币化安置，城市危旧房改造可参照执行。

3) 将城中村改造作为城市更新的重要内容有力有序推进。通知要求，各地要落实好城中村改造财税、土地、金融等支持政策，严格落实“一项目两方案”，即每个项目都要制定完备的征收补偿方案、资金平衡方案等。

根据我们的测算，300个地级及以上城市城中村规模约为1822万套。我们通过城区人口\*城市人均住宅建面\*自建房占存量房屋的比重得到城市中自建房的比重，即视为城中村。其中城区人口采用住建部《2022年城市建设统计年鉴》中披露的城区人口数据；城市人均住宅建面和自建房占存量房屋的比重均采用国家统计局七普数据中城市所在省份的数据。根据我们的测算，300个地级及以上城市城中村待改造规模约为17.5亿平，待改造套数约为1822万套，占全国范围内城中村待改造规模的95%。不过需要注意的是，我们测算的口径数据可能偏大，一方面，基于2020年七普数据的测算，部分城中村项目可能已经实施改造；另一方面，部分城中村可能不被认定为可以改造的项目。

图表 17. 城中村待改造规模测算逻辑

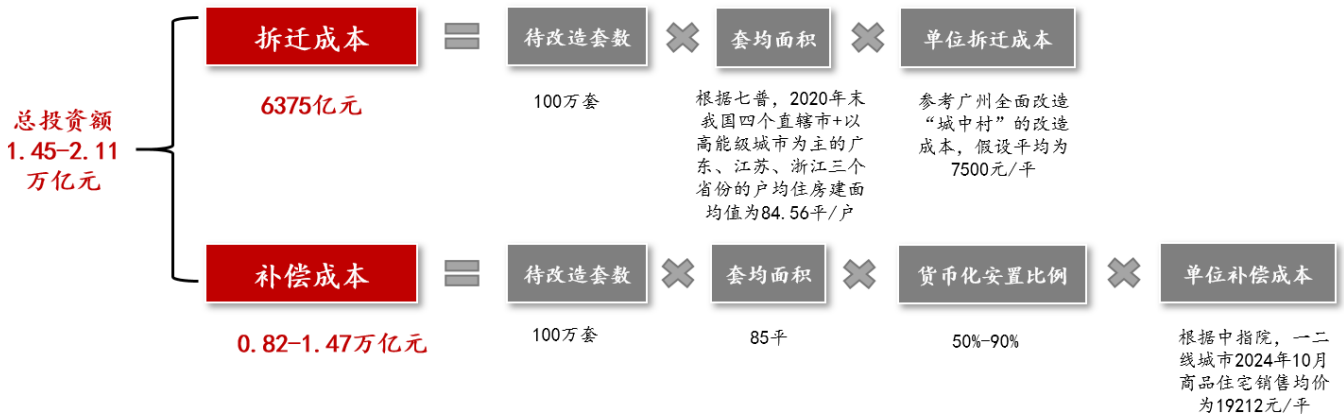


资料来源：中银证券

### 1.2.2 此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套规模，根据我们的测算，总投资额或达 1.45-2.11 万亿元

2024 年 10 月 17 日，住建部部长倪虹在国新办发布会上表示，将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。假设此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套规模，根据我们的测算，总投资额或达 1.45-2.11 万亿元。假设本轮政策推进速度加快，分为 3 年实施，年均投资额为 4847-7024 亿元，或达棚改高峰期（2015-2018 年年均投资额为 1.65 万亿元）的 29%-43%。其中，拆迁成本约 6375 亿元，分 3 年实施，年均 2125 亿元；补偿成本在 0.82-1.47 万亿元，分 3 年实施，年均 2722-4899 亿元。

图表 18. 根据我们的测算，此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套规模所需要的资金规模预计为 1.45-2.11 万亿元



资料来源：万得，中银证券

#### 成本拆分过程：

一、首先，我们需要明确单位拆迁成本。根据广州住建部 2019 年最新发布的《广州市旧村庄全面改造成本核算办法》，城中村全面拆迁成本主要包括前期费用、临迁费用、拆除费用、建安费用、其他不可预见费用等。1) 前期费用：包含基础数据调查费、基础数据核查费、片区策划方案编制费、项目实施方案编制费、融资楼面地价评估费、土地勘测定界费在内的项目前期工作费用。2) 拆迁费用：对于有产权的住宅或集体物业，成本主要由临迁费（搬迁补助费）和房屋拆运费组成，临迁费 20~60 元/平/月，房屋拆运费为 60 元/平。对于有产权的住宅或集体物业，成本主要由房屋拆运费和房屋建安成本补偿组成，房屋拆运费为 60 元/平，房屋建安成本为 1500 元/平。3) 建安费用（即复建费用）：依据层高不同，住宅在 3046~4614 元/平；依据层高不同，办公在 3620~7525 元/平；商业统一为 5160 元/平；依据业态不同，公建物业为 2333~4088 元/平。4) 其他补偿：搬家补偿费为 4000 元/户。5) 不可预见费用：一般在 3~5%。

图表 19. 城中村全面拆迁成本主要包括前期费用、临迁费用、拆除费用、建安费用、其他不可预见费用等

拆迁费用			
住宅			
有产权证	单价	单位	备注
临迁费	20-40	元/平/月	按 5 年计算
房屋拆运费	60	元/平	
无产权证	单价	单位	
房屋拆运费	60	元/平	
房屋建安成本补偿	1500	元/平	
集体物业			
有产权证	单价	单位	
临迁费	30-60	元/平/月	按 5 年计算
房屋拆运费	60	元/平	
无产权证	单价	单位	
房屋拆运费	60	元/平	
房屋建安成本补偿	1500	元/平	
其他补偿			
搬家补偿费	4000	元/户	
复建费用			
	基数	系数	单价 (元/平)
住宅 (6 层及 6 层以下)	1956	1.56	3046
住宅 (7 层及 7 层以上, 总高度 100 米以下)	2826	1.47	4157
住宅 (总高度 100 米以上)	2826	1.63	4614
办公楼 (6 层及 6 层以上, 总高度 100 米以下) (非小区配套)	2683	1.35	3620
办公楼 (总高度 100 米以上 300 米以下) (非小区配套)	5652	1.33	7525
商业 (非小区配套)	3880	1.33	5160
公建物业			2333-4088
不可预见费用			
不可预见费用			一般在 3-5%

资料来源: 广州住建部《广州市旧村庄全面改造成本核算办法》, 中银证券

根据我们的初步计算, 广州全面改造“城中村”的拆迁成本约 8552 元/平。

- 若我们假设均有产权证, 临迁费取 60 元单价计算, 临迁费约为 3600 元/平 (60 元/平/月\*12 个月\*5 年);
- 房屋拆运费为 60 元/平;
- 搬家补偿费为 14 元/平 (按照 4000 元/户的标准, 根据《办法》城中村房屋拆迁补偿标准按每栋村民住房 280 平方米作为基准, 则每平米为 14 元);
- 复建费用取住宅、商办、公建均值 4471 元/平计。
- 临迁费、房屋拆运费、搬家补偿费、复建费用、不可预见费用 (按 5% 计), 加总得到整体拆迁成本, 约 8552 元/平。

若参考广州全面改造“城中村”的拆迁成本, 考虑到城中村改造集中在一二线城市, 我们假设平均拆迁成本为 7500 元/平进行后续的测算。我们根据待改造套数\*套均面积\*单位拆迁成本计算得到首轮 100 万套城中村改造的拆迁成本。我们取套均面积为 85 平 (根据七普数据, 2020 年末我国四个直辖市以及以高能级城市为主的广东、江苏、浙江三个省份的户均住房建面均值为 84.56 平/户)。根据我们的测算, 此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套规模的拆迁总成本约 6375 亿元, 若分为 3 年实施, 年均拆迁成本为 2125 亿元。

二、其次, 补偿成本方面, 我们根据 1.92 万元/平 (根据中指院, 一二线城市 2024 年 10 月商品住宅销售均价为 19212 元/平) 的补偿成本测算。我们对整体补偿成本用一个敏感性分析, 假设货币化安置比例在 50-90%。那么, 此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套规模的整体补偿成本在 0.82-1.47 万亿元之间, 若分三年实施, 年均补偿成本在 2722-4899 亿元之间。

最终, 我们加总拆迁成本和补偿成本得到, 此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套规模, 总投资额或达 1.45-2.11 万亿元, 若分三年实施, 年均投资额为 4847-7024 亿元。

图表 20. 此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套规模，假设货币化安置比例在 50-90%，根据我们的测算，补偿成本在 0.82-1.47 万亿元之间

货币化安置比例 (%)	整体补偿成本 (亿元)	年均补偿成本 (亿元)
50	8165	2722
60	9798	3266
70	11431	3810
80	13064	4355
90	14697	4899

资料来源：中银证券

### 1.2.3 此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套通过货币化安置转化成购买新房的面积或将达到 787-1416 万平/年，占新房销售的比重约 0.8%-1.5%

根据我们的测算，此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套通过货币化安置转化成购买新房的面积可能达到 787-1416 万平/年，占 2023 年全国商品住宅销售面积的比重为 0.8%-1.5%。我们假设货币化安置比例在 50-90%（本轮货币化可能会包含大量的房票）；与上一轮棚改货币化安置主要集中在三四线城市不同的是，本轮更聚焦于一二线城市，考虑到一二线城市二手房市场相对成熟，成交占比相对较高，所以我们假设货币化安置中购买新房的比例为 40%；购买二手房的比例为 40%，未购房的比例为 20%。我们测算得到，货币化安置中购买新房套数为 20.0-36.0 万套，以 118 平的套均面积计算（根据中指院，2024 年 1-11 月一二线城市新房成交套均面积为 118 平），货币化安置后购买新房面积总计为 2360-4248 万平，分三年实施，年均均为 787-1416 万平，占 2023 年新房销售面积的比重为 0.8%-1.5%。

图表 21. 此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套通过货币化安置后购买新房面积为 2360-4248 万平，分三年实施，年均均为 787-1416 万平，占 2023 年新房销售面积的比重为 0.8%-1.5%

货币化安置后购买新房测算				
假设货币化安置中购买新房的比例为 40%，购买二手房的比例为 40%，未购房的比例为 20%				
假设一二线城市新房套均成交面积 118 平				
货币化安置比例 (%)	货币化安置中购买新房套数 (万套)	货币化安置中购买新房面积 (万平)	货币化安置中购买新房面积 (万平)：年均	货币化安置中购买新房面积/2023 年新房销售面积 (%)
50	20.0	2360	787	0.8
60	24.0	2832	944	1.0
70	28.0	3304	1101	1.2
80	32.0	3776	1259	1.3
90	36.0	4248	1416	1.5

资料来源：中银证券

图表 22. 根据我们的测算，此轮城中村和危旧房改造初期 100 万套规模中货币化安置后购买新房面积总计为 2360-4248 万平

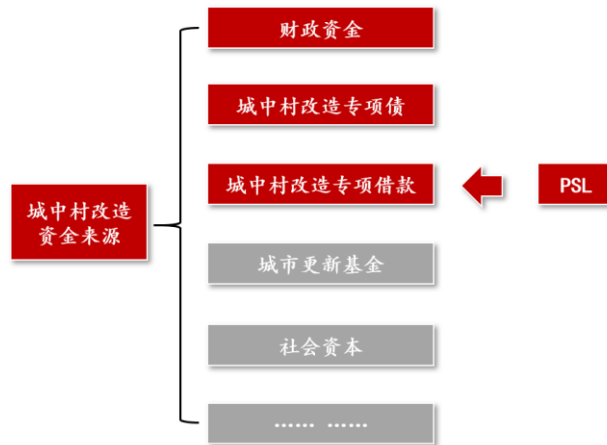


资料来源：中银证券

## 1.2.4 这一轮城中村改造资金从何而来？

2023 年以来，城中村改造资金支持力度加码。根据 2023 年 7 月，国务院办公厅印发《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》提出的“对符合条件的城中村改造项目，中央通过现有渠道适当给予补助。将符合条件的城中村改造项目纳入地方政府专项债券支持范围。设立城中村改造专项借款”。可见，城中村改造资金来源主要有：1) 财政资金；2) 城中村改造专项债；3) 城中村改造专项借款。此外，社会资本和城市更新基金也是补充来源。

图表 23. 城中村改造资金来源



资料来源：中银证券

### 一、财政资金：

1) 全国一般公共预算支出中每年均有保障性安居工程相关支出，计入全国公共财政支出决算表。城中村改造也是其中的一部分，但未单独披露。过去三年（2021-2023 年）全国公共财政支出中每年保障性安居工程支出平均在 2800 亿元左右。

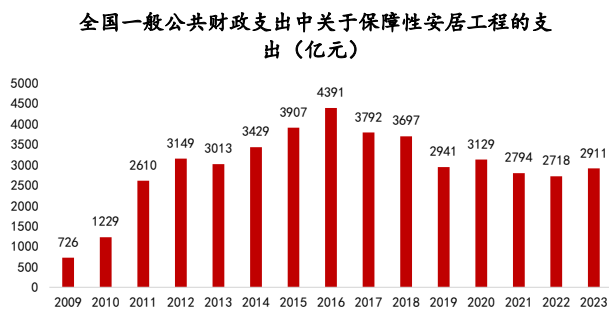
2) 中央补助资金方面，2023 年 7 月国务院印发的《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》中明确，对符合条件的城中村改造项目，中央通过现有渠道适当给予补助。根据 2024 年 4 月发布的《中央财政城镇保障性安居工程补助资金管理办法》，补助资金支持范围包括：1) 住房保障。主要用于支持配租型保障性住房筹集与配售型保障性住房直接相关且不摊入售价的配套基础设施建设，以及向公租房保障对象发放租赁补贴等。2) 城中村改造。主要用于支持符合条件的城中村改造项目征收补偿、安置住房建设(购买)、安置住房小区直接相关的配套基础设施建设。3) 城镇老旧小区改造。4) 棚户区(城市危旧房)改造。根据各省市任务量、绩效评价结果等采取因素法进行分配。其中，80%资金按照各省的各项任务量进行分配，并结合财政困难程度进行调节，20% 作为奖励资金，依据各省保障性安居工程任务的绩效评价结果调节分配。

该补助资金计入财政决算表中的中央对地方的转移支付相关科目中。2020-2023 年中央财政城镇保障性安居工程补助资金决算数均在 700-710 亿元之间。

2024 年按照各省任务量应分配的中央财政城镇保障性安居工程补助资金为 707.8 亿元。其中按照各省任务量应分配金额为 566 亿元，住房保障资金预算 119 亿元、城中村改造资金预算 100 亿元、老旧小区改造 332 亿元、棚户区（城市危旧房）改造 15 亿元；另外奖励资金 141.8 亿元。

2024 年 11 月 11 日，财政部发布通知，提前下达 2025 年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算 566 亿元，此次提前下达规模超过了 2024 年（2023 年末提前下达 2024 年资金 425 亿元）。其中，住房保障资金预算 119 亿元、城中村改造资金预算 100 亿元、老旧小区改造 332 亿元、棚户区（城市危旧房）改造 15 亿元。从这个数据上看，仅提前下达的部分就已经达到了 2024 年的 100%。从各省市数据来看，湖北、四川、广东分别提前下达了 50.9 亿元、44.7 亿元、40.8 亿元。

图表 24. 过去三年（2021-2023 年）全国一般公共预算支出中每年保障性安居工程支出平均在 2800 亿元左右



资料来源：财政部，中银证券

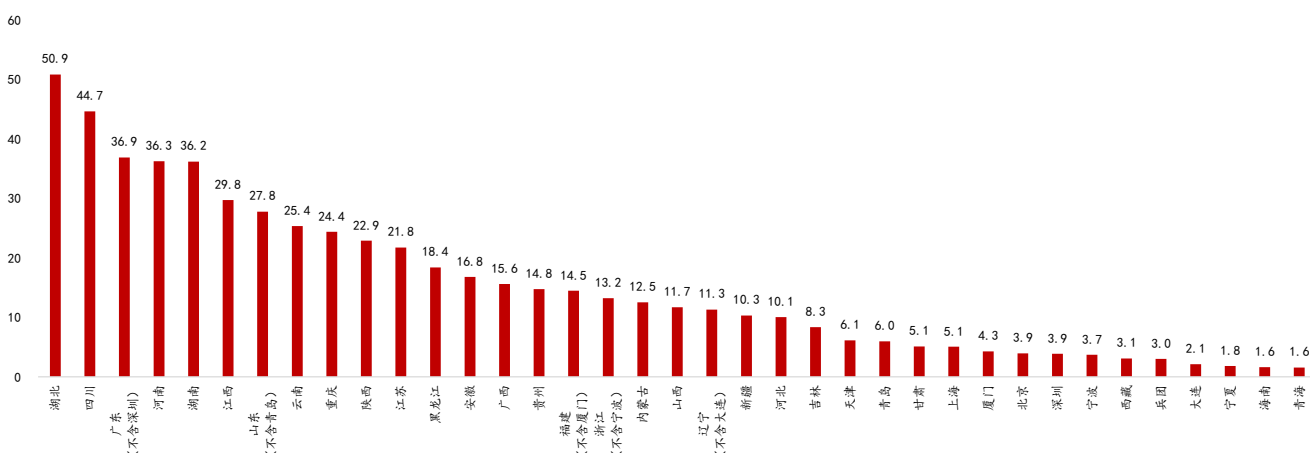
图表 25. 2020-2023 年中央财政城镇保障性安居工程补助资金均在 700-710 亿元之间



资料来源：财政部，中银证券

图表 26. 2024 年 11 月 11 日提前下达 2025 年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算 566 亿元，湖北、四川、广东分别提前下达了 50.9 亿元、44.7 亿元、40.8 亿元

2025 年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金提前下达数 (亿元)

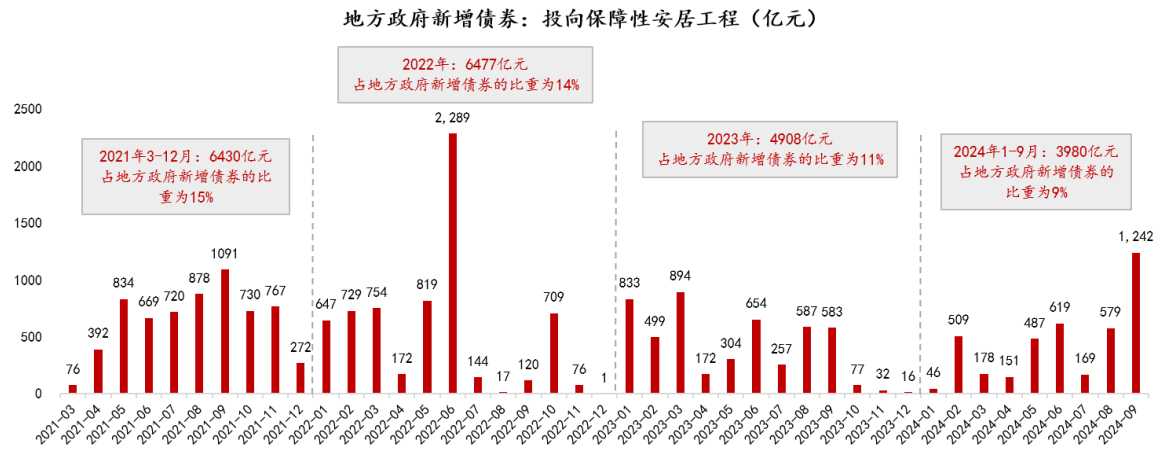


资料来源：财政部，中银证券

**二、地方政府专项债：**2023 年 7 月国务院印发的《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》中明确，将符合条件的城中村改造项目纳入地方政府专项债券支持范围。所以，专项债是城中村改造的一个重要资金来源。**2021 年 3 月-2024 年 9 月地方政府新增债券（包括一般债券和专项债券）投向保障性安居工程（包括棚改、老旧小区改造、城中村改造等）的规模累计达到 2.18 万亿元，占地方政府整体新增债券规模的比重为 12%。**2022 年、2023 年、2024 年 1-9 月分别为 6477、4908、3980 亿元，占地方政府整体新增债券规模的比重分别为 14%、11%、9%。

据我们的不完全统计，**2022 年以来全国共发行城中村改造专项债数量达 1363 个，发行金额 3340.0 亿元。**从发行数量来看，河南省、山东省、浙江省位居前三；从发行金额来看，河南省、浙江省、山东省位居前三，分别达 592.5、393.0、343.5 亿元。

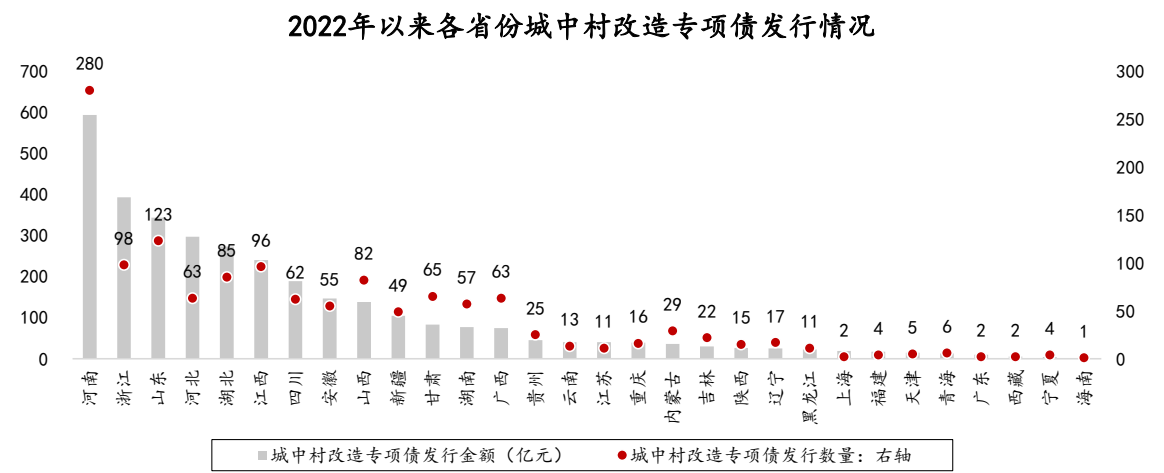
图表 27. 2021 年 3 月-2024 年 9 月地方政府新增债券投向保障性安居工程的规模累计达到 2.18 万亿元，占地方政府整体新增债券规模的比重为 12%



资料来源：财政部，中银证券

数据说明：2021 年 3 月以前未披露投向。

图表 28. 据我们的不完全统计，2022 年以来全国共发行城中村改造专项债数量达 1363 个，发行金额合计 3340.0 亿元



资料来源：专项债信息网，中银证券

**三、城中村改造专项借款：**2023 年 7 月，国务院印发的《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》中提出设立城中村改造专项借款。2023 年 12 月，住建部、财政部、央行、金融监管总局联合印发了《关于通过专项借款支持城中村改造工作方案的通知》，设立城中村改造专项借款，用于符合条件的城中村改造项目，优先支持群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村改造项目。2024 年 1 月，住建部、发改委、财政部印发了《关于申报保障性住房建设和城中村改造政策支持城市和项目的通知》，明确省会（首府）城市或城区常住人口 200 万人以上的大城市可申报纳入城中村改造政策支持范围。随后，各地跟进出台了相应的专项借款资金使用管理规定。例如，2024 年 1 月末北京市海淀区印发了《海淀区城中村改造专项借款资金管理规定》；2 月 19 日，福州市人民政府办公厅印发了《福州市城中村改造专项借款资金管理规定》，确保城中村改造专项借款的规范管理；2 月 20 日，长沙市城市更新工作领导小组出台《长沙市城中村改造专项借款管理办法》；10 月 25 日佛山市住房和城乡建设局等六部门印发《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》，提及“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”。

图表 29. 城中村专项借款相关政策

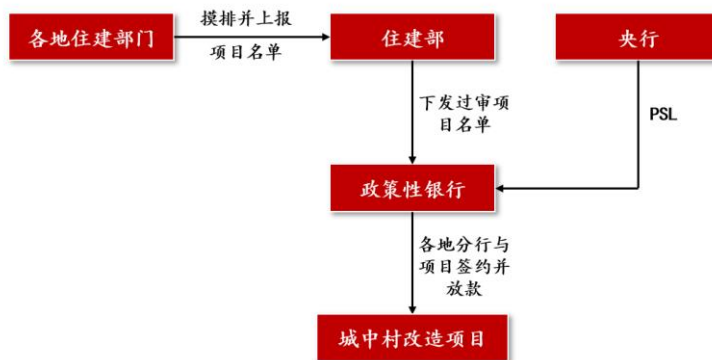
时间	政策名称	相关内容
2023 年 7 月	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	对符合条件的城中村改造项目，中央通过现有渠道适当给予补助。将符合条件的城中村改造项目纳入地方政府专项债券支持范围。设立城中村改造专项借款。
2023 年 12 月	《关于通过专项借款支持城中村改造工作方案的通知》	设立城中村改造专项借款，用于符合条件的城中村改造项目，优先支持群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村改造项目。
2024 年 1 月	《海淀区城中村改造专项借款资金管理暂行规定》	实现了对专项借款资金使用全过程、规范化管理。
2024 年 2 月	《福州市城中村改造专项借款资金使用管理规定》	专项借款资金实行封闭运行、专款专用。专项借款支持符合条件项目的前期工作、征收补偿安置、安置住房建设以及安置住房小区的配套基础设施建设等。
2024 年 2 月	《长沙市城中村改造专项借款管理办法》	主要包括总则、借款申报、借款发放、借款使用、借款偿还、责任监管和附则等 7 个章节，涵盖了“借用管还”全流程。
2024 年 4 月	贵州省贵阳市住房公积金管理中心发布住房公积金十条措施	在支持城中村改造方面，贵阳出台支持城中村改造公积金提取、贷款专项政策。对城中村改造项目中的公积金缴存人给予贷款利息补贴。
2024 年 10 月	佛山市《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。

资料来源：国务院，住建部，财政部，央行，金融监管总局，福州市人民政府，长沙市城市更新工作领导小组，北京市海淀区政府，佛山市住建局，贵阳市住房公积金管理中心，中银证券

根据上述政策文件，本轮城中村改造专项借款的**资金发放主体**为国家开发银行和中国农业发展银行两家政策型银行。**资金用途**是主要用于项目前期工作、征收补偿安置、安置住房建设以及安置住房小区的配套基础设施建设等。**专项借款资金采用封闭式管理、专款专用的管理方式，以城市为单位借入、使用、偿还，市政府负统借统还责任，由市政府指定专项借款的借款主体**，从城市的实践来看，借款主体多为城投平台。**专项借款具有低成本、长周期特点，可直接为城中村改造项目提供中长期低成本资金支持**。城中村改造专项借款的成本无具体披露，根据 2000 年《地方政府向中央专项借款管理规定》，**专项借款的使用期限一般为六至八年，一次落实借款合同，分年签订借款借据**。专项借款从划拨至专户之日起计息，借款期内按季付息，从第二年开始或按协议偿还本金，也可提前归还部分或全部借款。**专项借款利率按年利率 2.25% 计息**。

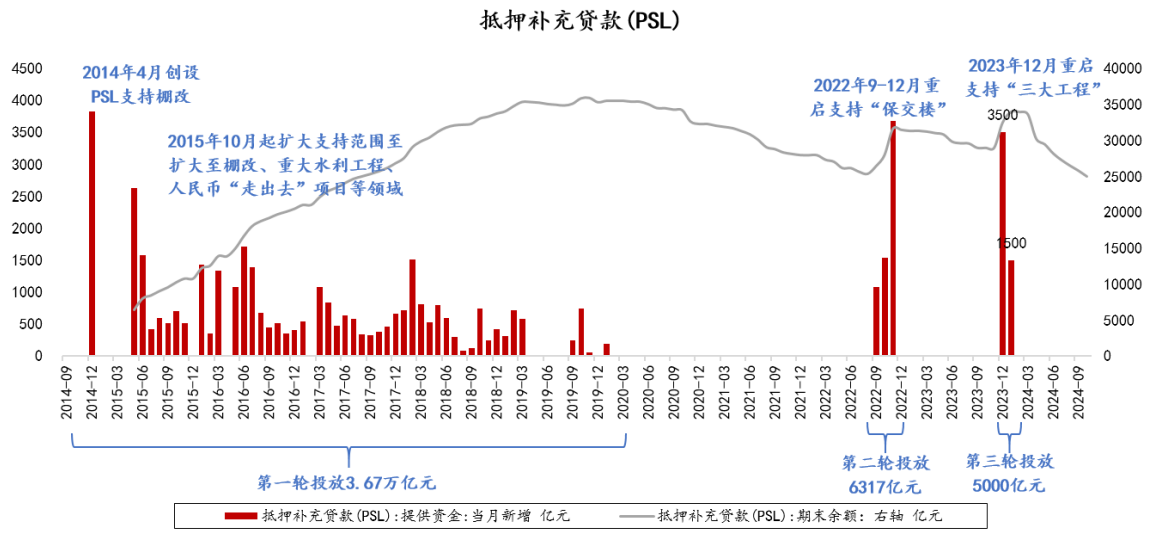
**PSL 成专项借款的主要资金来源，新一轮累计投放 5000 亿元，用于支持“三大工程”建设**。2023 年 12 月央行重启 PSL，规模 3500 亿元，达到单月净投放历史第三高，2024 年 1 月又净投放 1500 亿元，累计投放量 5000 亿元，用于支持“三大工程”（保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施）等建设。

图表 30. 城中村改造专项借款发放流程



资料来源：中银证券

图表 31. 2023 年 12 月央行重启 PSL，规模 3500 亿元，达到单月净投放历史第三高，2024 年 1 月又净投放 1500 亿元，累计投放量 5000 亿元，用于支持“三大工程”等建设



资料来源：央行，中银证券

今年以来，城中村改造专项借款项目密集落地，两大政策性银行已完成至少 1783 亿元城中村专项借款的发放。2024 年 1 月 30 日，全国首笔城中村改造专项借款落地广州，广州市白云区罗冲围片区潭村、民科园片区大沥村等 14 个城中村改造项目获得国家开发银行、农业发展银行首批城中村改造专项借款授信 1426 亿元，首笔发放 15 亿元。资金用于项目前期工作、征收补偿安置、安置住房建设以及安置住房小区的配套基础设施建设等。其中罗冲围片区域城中村改造项目获得国家开发银行全国首笔专项借款 1 亿元。2 月 19 日，城中村改造专项借款在上海落地，国家开发银行上海市分行向上海金桥（集团）有限公司发放首笔城中村改造专项借款 15.58 亿元，用于浦东新区唐镇小湾村、暮二村等地块城中村改造项目前期工作、征收补偿等，该项目被列入住建部 2024 年城中村改造专项借款项目清单。

截至 2024 年 5 月 27 日，国家开发银行发放城中村改造专项借款 1002.5 亿元，涉及北京、上海、广州、武汉等 34 个城市的 376 个项目，支持建设安置房 100 万套，惠及村（居）民 53 万户；截至 2024 年 5 月 20 日，农发行累计投放城中村改造专项借款 780.5 亿元。总体看，两大政策性银行已完成至少 1783 亿元城中村专项借款的发放。

图表 32. 国开行、农发行发放城中村改造专项借款案例

时间	城市	政策性银行	发放对象	城中村改造专项借款授信额度（亿元）	首笔发放（亿元）
2024 年 1 月 30 日	广州	国开行、农发行	白云区罗冲围片区潭村、民科园片区大沥村等 14 个城中村改造项目	1426	15
2024 年 2 月 19 日	上海	国开行上海分行	上海金桥（集团）有限公司浦东新区唐镇小湾村、暮二村等地块城中村改造项目		15.58

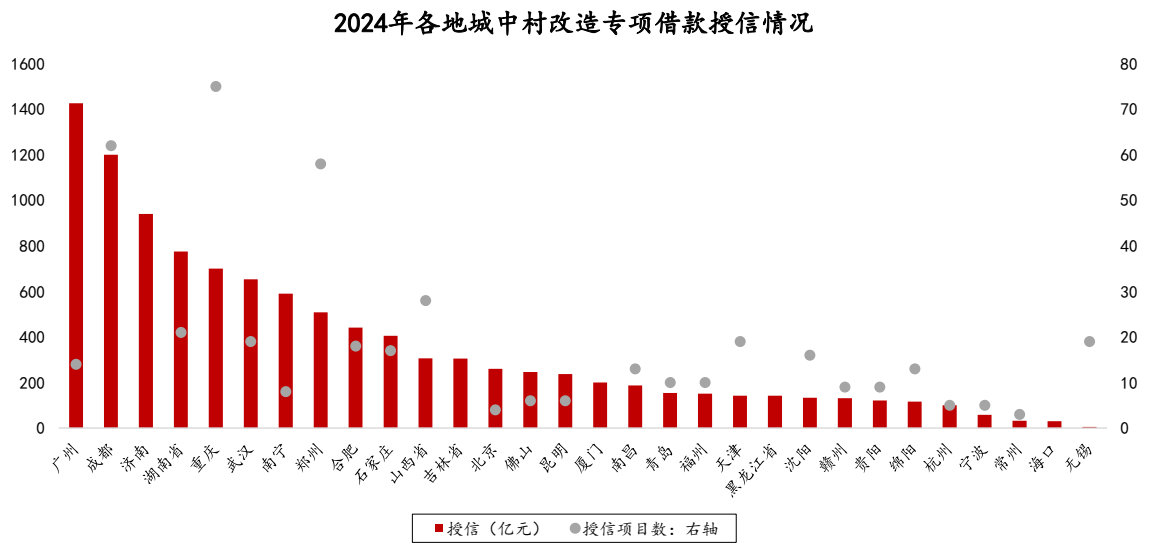
资料来源：国开行，农发行，中银证券

从城市推进情况来看，据我们的不完全统计，2024 年以来 41 个省市城中村专项借款已经授信 500 多个项目、授信金额超 1 万亿元，发放金额 739 亿元，占全部授信金额的 7%。

从授信金额的角度来看，1) 授信额超千亿的有广州、成都，授信额处于 500-1000 亿的省、市有湖南省、济南、重庆、武汉、郑州、南宁等；授信金额在 100-500 亿元之间的有合肥、石家庄、杭州、太原、昆明、厦门、南昌、青岛、福州、天津、沈阳、贵阳、佛山、绵阳、黑龙江省、吉林省等。2) 平均单项目授信额约 25 亿，单项目授信金额较高的城市有：广州（102 亿）、南宁（74 亿）、北京（65 亿）、佛山（41 亿）、昆明（40 亿）。

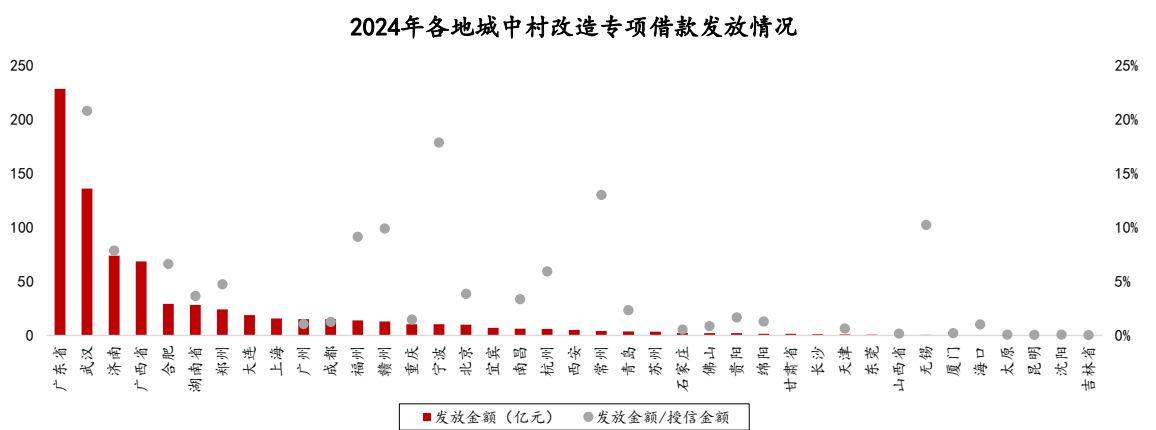
从发放金额的角度来看，1) 截至2024年11月，广东省已发放城中村改造专项借款228亿元，涉及广州、佛山、东莞、珠海、惠州、中山六市共54个项目。发放金额最多的城市是武汉（136亿元）、济南（74亿元）。截至7月，国开行广西分行已累计向南宁、柳州、桂林等地投放城中村改造专项贷款68亿元。2) 平均单项目放款5亿元。北京、上海相对较高，单个项目贷款发放金额均在10亿元及以上。3) 从放款进度来看，41个省市累计放款金额739亿元，占全部授信金额的7%（放款金额/授信金额）。武汉（21%）、宁波（18%）、常州（13%）、无锡（10%）、赣州（10%）放款进度相对较快。鉴于专项借款是根据投资进度分期、分批放款，后续仍需要观察其落实节奏，其产生效果也取决于后续专项借款的持续投放落实情况以及城中村改造项目的进展情况。

图表 33. 据我们的不完全统计，2024年以来城中村专项借款已经授信500多个项目、授信金额超1万亿元



资料来源：克而瑞，各地人民政府，各地住建局，国开行官网，人民网，观点地产网，中国财经报，晋圈，网易，最余姚，乐居好房，新华财经，四川建设，投实，腾讯网，广西日报，中银证券

图表 34. 据我们的不完全统计，2024年以来各地发放城中村改造专项借款累计739亿元，发放金额占全部授信金额的7%



资料来源：克而瑞，各地人民政府，各地住建局，国开行官网，人民网，观点地产网，中国财经报，晋圈，网易，最余姚，乐居好房，新华财经，四川建设，投实，腾讯网，广西日报，中银证券

专项借款对项目的资金支持力度较大。以目前专项借款授信额来估算，据我们不完全统计，2024年各地城中村专项借款授信额约1.07万亿元，按照专项借款授信额/项目总投资额平均78%的比重计算，预计可以带动1.37万亿元的投资。例如，安徽省合肥市城中村改造第一批18个项目全部与国开行、农发行签订了贷款协议并实现放款，18个城中村改造项目总投资约579亿元，拟争取专项借款441亿元。按照拟争取借款计算，专项借款占到项目总投资的76%。

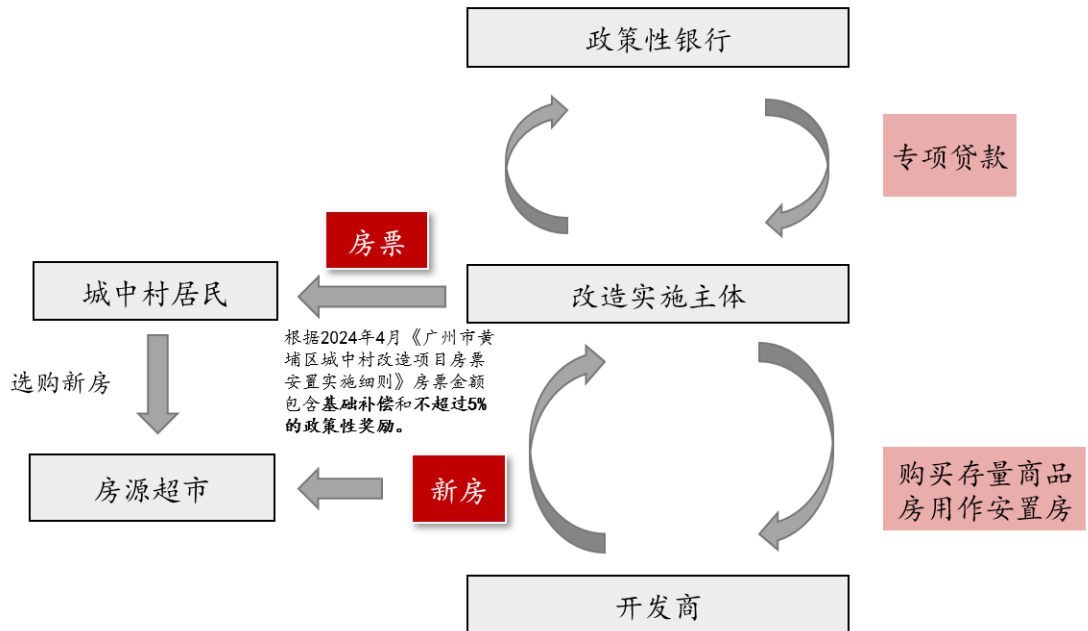
图表 35. 根据我们的不完全统计，专项借款授信额约占所涉及城中村项目总投资的 78%

城市	项目	总投资 (亿元)	拟争取/已申请专项借款 (亿元)	城中村专项借款占总投资比重
合肥	18 个城中村改造项目	579	441	76%
南宁	已获授信 8 个项目	738.6	590	80%
南宁	2024 年计划	475.1	380.1	80%
昆明	申报 6 个项目	319.4	237	74%
石家庄	17 个项目	528.1	405.2	77%
成都	青白江区城中村改造	28.8	23	80%
平均				78%

资料来源：克而瑞城市更新中心，中银证券

近期，首笔收购存量住房用作城中村改造的安置房的专项借款落地广州，相当于将旧改和收储结合在了一起，是一个比较创新的模式。2024 年 11 月，农发行、国开行广东分行分别向广州市黄埔区“五村七片”城中村改造项目发放专项借款 1071 万元、1.76 亿元，专项用于购买首批存量商品住房作为安置房。“五村七片”项目位于广州市黄埔区知识城环九龙湖总部核心区西部，总投资额高达 155 亿元。该项目涉及征地面积 177.8 公顷，需动迁安置村民 4167 户，复建计容建筑面积 124.1 万平。黄埔区在 2024 年 4 月出台城中村改造项目房票安置实施细则，以“五村七片”项目为试点，发放全国第一张城中村改造新模式项目房票，并在 7 月正式搭建全省第一个房票“房源超市”，目前已有 17 个楼盘上架备选。政策性银行发放专项贷款给改造实施主体，改造实施主体向开发商购买存量商品房，这些新房会纳入到一个房源超市中作为城中村居民安置房，补偿形式为房票，城中村居民使用房票去房源超市中选购新房。此外，佛山市南海区黄岐东秀城中村改造项目也签订了安置房回购协议，两家政策性银行预计将在近期发放总额为 11.9 亿元的专项借款用于购买安置房。2024 年 10 月 25 日，佛山市住建局等六部门印发《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》，其中提到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。我们认为，使用专项借款购买存量商品房作为城中村改造的安置房，既有助于推动城中村改造，又有助于城市存量商品房去库存。

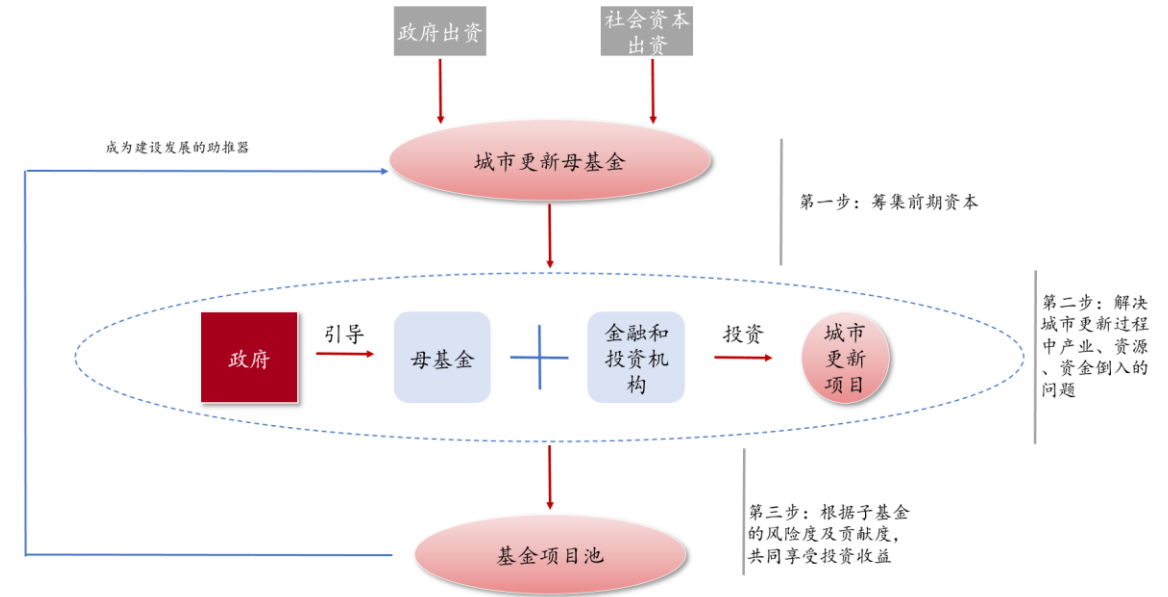
图表 36. 收购存量住房用作城中村改造的安置房流程



资料来源：中银证券

**四、城市更新基金：**城市更新基金通过非公开方式向特定投资者募集资金，主要服务于城市更新建设项目，投资范围包括但不限于城市更新、城中村改造项目的土地整理、土地开发、房地产开发，以及基础设施建设和公共服务设施建设等。**在运作模式上，城市更新基金通常采用“母基金+子基金”的架构模式。**母基金作为资金池，负责统筹和管理各方资金，为子基金提供资金支持，而子基金则针对具体城市更新项目设立，由母基金进行出资，并专注于具体项目的投资和管理。**城市更新基金模式运作具有筹资灵活、成本低等特征，通过政府性资金撬动社会资本，充分发挥资本的杠杆效应，能够更好地满足城中村改造庞大的资金需求。**在政府鼓励下，城市更新基金将更多参与到新一轮的城中村改造中。

图表 37. 城市更新基金运作模式



资料来源：中银证券

截至 2024 年 10 月，据我们的不完全统计，全国已有 25 个城市设立了城市更新基金，总资金规模达 4400 亿元。2017 年 7 月，越秀牵头广州地铁等市属国企发起设立广州城市更新基金，总规模 2000 亿元，首期基金——“广州轨道交通城市更新基金”规模为 200 亿元，存续期为 10+2 年，国资部分出资由越秀集团、广州地铁集团、珠江实业集团三家国企完成，社会基金由国开行、银行和保险资金组成，越秀产业基金为管理人。2021 年 6 月，上海地产与招商蛇口、保利、中交、万科等多家大型房企和国寿等险资机构共同发起上海城市更新基金，落地规模 800 亿。根据上海市房管局披露，截至 2022 年底，全市已批准的 62 个城中村改造项目引进社会资金达 5500 多亿元，主要来源包括实施改造主体出资、金融机构配套融资、由房企和保险资金共同设立的城市更新基金等。2022 年 11 月 29 日，由南宁城投集团作为主发起人，与中投信联共同发起设立的南宁市城市更新基金合伙企业（有限合伙）在南宁市完成注册。该基金采取“母子基金”模式运作，是一支着力于推动南宁市旧城区改造、旧厂区改造、城中村改造、历史文化街区改造等城市更新项目建设的私募基金。

图表 38. 部分城市更新基金梳理

成立时间	基金名称	规模 (亿元)	主要发起人
2024 年 1 月	合肥市城市发展建设基金	10	合肥城建
2023 年 5 月	南阳市城市更新基金	15.01	南阳投资集团
2023 年 1 月	洛阳城市更新基金	100	/
2022 年 11 月	南宁市城市更新基金 (母基金)	5	南宁城投集团
2022 年 8 月	绍兴市城市更新股权投资基金 (母基金)	50	绍兴市金控公司
2022 年 7 月	西安市城市更新基金 (母基金)	100	西安财金公司
2021 年 12 月	上海城市更新引导基金	100.02	上海地产集团
2021 年 11 月	石家庄市城市更新基金 (母基金)	100	石家庄城投集团
2021 年 9 月	无锡经开区城市更新母基金	100	太湖新城集团
2021 年 8 月	天津城市更新基金	600	天津城投集团
2021 年 7 月	无锡城市更新基金	300	无锡城建发展集团有限公司
2021 年 6 月	上海城市更新基金 (母基金)	800	上海地产集团
2021 年 4 月	陕西西咸沣东城市更新基金 (母基金)	80	西安沣东控股有限公司
2017 年 7 月	广州轨道交通城市更新基金	200	越秀产业投资基金管理股份有限公司

资料来源：克而瑞，中银证券

**五、社会资本：**2023 年 7 月国务院印发的《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》中要求“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。引入社会资金的具体办法由城市人民政府制定”。在上一轮棚改过程中，社会资本可通过 PPP、特许经营等多种政企合作模式参与，也可依据政府购买棚改服务协议、特许经营协议等向金融机构贷款，为棚改带来一定规模增量社会资本参与。由于本轮城中村改造项目规模较大、周期较长，且在项目过程中需要协调多个利益主体的关系，我们预计央企将成为本轮城中村改造的重要主体，同时配套金融机构商业贷款，如旧改贷、开发贷等。

### 1.2.5 近期多地披露了今年以来城中村改造的进展情况，未来城中村改造预计加速启动

近期各地城中村改造加速启动，多个城市和省份披露了今年以来城中村改造的进展情况。比如，1) **北京：**2024 年北京共谋划了 20 个城中村改造项目，其中丰台区有 7 个，总投资约 911 亿元，涉及总占地约 707.59 公顷，改造户数 6345 户，涉及拆除现状房屋建筑面积约 297.08 万平。2) **深圳：**截至 2022 年末，全市城中村单元共计 2042 个，截至 2024 年 11 月 10 日，深圳市已列入城市更新计划项目 1128 个，已通过城市更新专规批复项目 824 个，实施主体公示项目 547 个；已列入计划立项项目未取得专规批复项目 304 个，拆除范围面积累计 3082.10 公顷；已获专规批复未取得实施主体项目 277 个，拆除范围面积累计 2740.46 公顷；已获实施主体确认项目 547 个，拆除范围面积累计 4244.73 公顷，完成进度基本过半。3) **上海：**2024 年 10 月 18 日，上海历史上单地块一次性征收体量最大项目东安一、二村片区旧城区改建项目举行了集中搬迁。该旧改于 10 月 14 日启动正式签约，补偿方案仅 5 天就达到了 99.95% 的签约率，在居民中认可度较高。该改建项目总建面 31.2 万平，多为上世纪 50-80 年代的住房，涉及 117 幢居民楼、6057 户居民。根据《上海市国有土地上房屋征收与补偿实施细则》规定，东安一村、二村旧改项目房屋征收范围内居住房屋的评估价为 7.28 万元/平，预计拆迁总成本约为 500 亿元，后续开发总投资约为 700 亿元。2024 年以来，截至 10 月底，上海市已完成旧区改造 8 万平、2672 户，占全年目标任务 67%。另外，还有 5 万平、1830 户完成一轮征询，已实质性启动，合计共 13 万平、4502 户，可完成年度目标任务。旧住房成套改造已完成 25.09 万平，完成全年目标任务的 80.9%。城中村改造已认定项目 14 个，占计划的 67%。剩余项目已完成踏勘和方案预审，正在抓紧推进中。4) **天津：**2024 年有 19 个城中村改造项目被纳入计划，总投资约 317 亿元。截至 11 月，东丽区新立村片区、西青区杨柳青片区等 13 个项目已经开工并加速建设，剩余项目也将在四季度陆续启动。这些项目的推进，将极大地改善当地居民的居住环境，提升城市的整体品质。5) **青岛：**城阳区西城汇城中村项目，近日已发布招标公告，总投资 36.2 亿元，项目总占地面积 257.6 亩，规划总建筑面积约为 48 万平方米，地上建筑面积约为 32 万平方米，地下建筑面积约为 16 万平方米。6) **昆明：**近期也密集发布了一批城中村改造项目的招标计划和公告，如官渡区巫家坝片区城中村改造配套基础设施项目，涉及道路等配套设施建设，将完善该区域的城市功能；10 月末桂林秀峰区琴潭片区城中村改造项目开工仪式的举行，则标志着该片区改造进入实质性建设阶段。

图表 39. 近期各地城中村改造加速启动，多个城市和省份披露了今年以来城中村改造的进展情况

省市	时间	近期城中村改造情况
北京	2024年11月7日	2024年北京市共谋划了20个城中村改造项目，其中丰台区占7个。目前，丰台区7个城中村改造项目已全部启动，项目数及投资额均居全市第一，将有6345户、约1.8万居民彻底改善居住条件。 7个城中村改造项目包括花乡中部组团城中村改造项目、卢沟桥地区城中村改造项目、西南郊冷库及周边城中村改造项目、南苑湿地城中村改造项目、丰台站站前城中村改造项目、丰台桥南城中村改造项目、太平桥城中村改造项目。总投资约911亿元，总占地约707.59公顷，改造户数6345户，涉及拆除现状房屋建筑面积约297.08万平。
天津	2024年11月4日	2024年有19个城中村改造项目被纳入计划，总投资约317亿元。截至目前，东丽区新立村片区、西青区杨柳青片区等13个项目已经开工并加速建设，剩余项目也将在四季度陆续启动。这些项目的推进，将极大地改善当地居民的居住环境，提升城市的整体品质。
青岛	2024年11月1日	青岛城阳区西城汇城中村项目发布招标公告，城阳区城阳街道办事处环城路以北、墨水河以南西城汇城中村改造项目拟启动建设，总投资36.2亿元，由青岛城阳兴阳开发投资有限公司建设。总占地面积257.6亩，规划总建筑面积约48万平，地上建筑面积约32万平，地下建筑面积约16万平。
昆明	2024年10月31日	2024年昆明市计划实施22个项目44个城中村改造。4月初，昆明市公布了首批专项借款城中村改造项目清单，总投资超过600亿元。10月昆明密集发布了一批城中村改造项目的各类招标计划/公告，诸如官渡区巫家坝片区城中村改造配套基础设施项目设计及施工一体化(EPC)总承包招标公告的内容就包含，3条宽15-20米、总长1389米，设计速度20km/h的配套道路等。
桂林	2024年10月29日	桂林市秀峰区举行桂林市琴潭片区城中村改造项目开工仪式，标志着琴潭片区城中村改造正式迈入实质性建设阶段。 桂林市琴潭片区城中村改造重点项目是秀峰今年落地的重点项目之一，项目总投资约26亿元，改造规模约1221亩。项目涉及东莲村委的莫家街、五里圩、莲花塘以及甲山村委的敦睦村、琴潭岩村等范围。
深圳	2024年11月10日	据中国(深圳)综合开发研究院2023年9月《深圳城中村楼栋字典2022》数据，至2022年底，深圳全市以自然村为单位的城中村单元共计2042个。城中村总楼栋约31.9万栋，总套(间)约591.3万，总建筑面积约2.2亿平方米，占全市建筑总量比重超过40%，居住人口占全市实有人口约60%。 截至2024年11月10日，深圳市已列入城市更新计划项目1128个，已通过城市更新专规批复项目824个，实施主体公示项目547个；已列入计划立项项目未取得专规批复项目304个，拆除范围面积累计3082.10公顷；已获专规批复未取得实施主体项目277个，拆除范围面积累计2740.46公顷；已获实施主体确认项目547个，拆除范围面积累计4244.73公顷。
上海	2024年11月	2024年10月18日，上海历史上单地块一次性征收体量最大项目东安一、二村片区旧城区改建项目举行了集中搬迁。该旧改于10月14日启动正式签约，仅5天就实现99.95%的高比例生效。 从市政协举行的2024年“着力提升城市品质功能，促进城市更新可持续发展情况”专题座谈会上获悉，上海正加快推进城市更新重点工作。 2024年以来，截至10月底，已完成旧区改造8万平、2672户，占全年目标任务67%。另外，还有5万平、1830户完成一轮征询，已实质性启动，合计共13万平、4502户，可完成年度目标任务。旧住房成套改造已完成25.09万平，完成全年目标任务的80.9%。城中村改造已认定项目14个，占计划的67%。剩余项目已完成踏勘和方案预审，正在抓紧推进中。
广州	2024年11月4日	2024年11月4日，农业发展银行广东省分行向广州市黄埔区“五村七片”城中村改造项目发放专项借款1071万元，用于收购存量商品房用作村民安置房，标志着广东首笔收购存量住房用作安置房的专项借款资金落地广州。 此次发放首笔购买安置房借款的“五村七片”项目，位于广州市黄埔区知识城环九龙湖总部核心区西部，总投资155亿元，涉及征地面积177.78公顷，动迁安置村民4167户，复建地块面积39.30公顷，复建计容建筑面积124.11万平方米。黄埔区在2024年4月出台城中村改造项目房票安置实施细则，以“五村七片”项目为试点，发放全国第一张城中村改造新模式项目房票，并在7月正式搭建全省第一个房票“房源超市”，目前已有17个楼盘上架备选。
山西	2024年10月17日	2024年以来，截至9月底，山西省开工建设安置住房2.99万套，提前完成年度建设任务；完成投资192.1亿元，占年度任务(175.7亿元)的109.33%，已超额完成年度任务。 2024年3月，农发行山西省分行审批通过306亿元规模的山西全省首批城中村改造专项借款，全力支持太原市28个城中村改造项目建设。4月，国家金融监督管理总局山西监管局官网披露，辖内银行机构向31个城中村改造项目授信621亿元；9月，山西省太原市赵北峰城中村改造项目是太原市城中村改造计划重点工程，同时被列入城市房地产融资协调机制“白名单”；10月，农行山西分行营业部向太原市柏林宝地建设开发有限公司投放5304万元城中村改造专项借款，用于太原市万柏林区圪僚沟城中村改造项目；截至10月25日，农行山西分行已在山西省支持10个城市房地产融资协调“白名单”项目，投放贷款6.705亿元。
安徽	2024年11月4日	安徽省持续推进全省国家城市更新试点城市和43个重点片区的城市更新工作，43个片区471个项目，总投资1082亿元，截至2024年9月底，已完成投资629亿元。截至9月底，合肥、芜湖和淮南市的城中村改造项目已新开工2.34万套，占年度计划的76.6%。
沈阳	2024年11月14日	2024年沈阳实施25个城中村改造，1-10月沈阳成交15宗宅地，其中多宗地块用于城中村回迁安置。近期，多个回迁安置项目规划出炉，包括上河湾、榆林、甘官片区、张沙布地区 and 皇姑百度西等地块，打造高层住宅，户型多样，均用于回迁安置。

资料来源：中国建设报，天津住建委，青岛乐易，昆明楼市，都市时报，桂林晚报，搜狐新闻，深圳市规划和自然资源局，新闻坊，沪上房，政企研究大讲堂，广州日报，金融界，广州市人民政府，广东省三旧改造协会，网易新闻，山西晚报，安徽省住房和城乡建设厅，栋察楼市，中银证券

## 2 收储：收购存量土地是主要推进方向，收购存量商品房为辅

我们认为，收储是 2025 年房地产行业的另一主线。其中收购存量土地将成为集中推进的重点，对于房企来说，土地是流动性最接近于资金的资产，同时闲置用地被回收后可经过调规后再度出让（提高容积率、商转住等），资金更易平衡，可行性较高。收购存量商品房虽然是理论上去库存最为直接的一种方式，但由于资金难以平衡、供需不匹配、房企与收购主体定价难以达成一致等堵点，实际落地和推进进度或难达预期。

在当前房地产下行周期中，政府通过收储，减少未开发土地或未售商品房，以去行业库存，起到调节供需关系的作用，当前的两大形式为：1) 存量闲置土地：一方面，收回收购存量闲置土地，优先回购企业无力或无意愿继续开发、尚未动工建设的住宅、商服用地，另一方面，也可能采用土地置换和调规等其他方式盘活存量土地资源。2) 存量商品房：收购已建成未售的存量商品房，用作保障房。

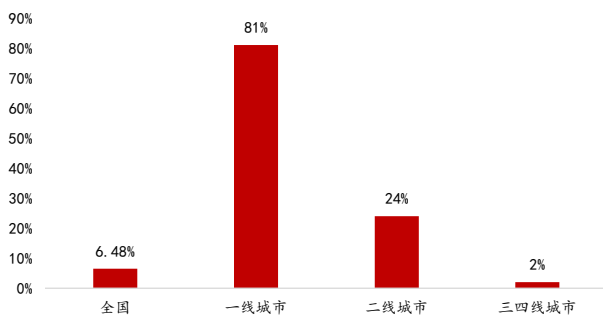
### 2.1 收购存量土地：将成为 2025 年收储的主要推进方向，根据我们的测算，收购我国全部住宅和商服类存量土地所需资金超十万亿元

#### 2.1.1 近两年一线城市以外地区拿地开工率较低、存在较多闲置土地，在此背景下，收购存量土地相关政策出台

近两年，一线城市以外地区的拿地开工率较低，我们预计多数未开工的存量土地聚集在低能级城市，北上杭开工率均超过八成。根据克而瑞，2023 年至 2024 年上半年全国成交的含住宅地块中，成交地块开工率仅 6.48%，一线城市开工率达 81%，二线城市仅为 24%，三四线城市仅 2%。按开工率分布情况来看，仅 1% 的城市开工率大于 80%，分别为北京、上海和杭州；其次开工率在 50-80% 的城市有 8 个，包括广州、合肥、福州、天津、厦门、东莞、梅州和福清；超过 85% 的城市，开工率都低于 10%。

图表 40. 2023 年至 2024 年上半年全国成交的含住宅地块中，成交地块开工率仅 6.48%，一线城市开工率达 81%，二线城市仅为 24%，三四线城市仅 2%

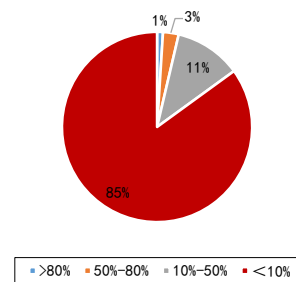
2023-2024 年上半年全国含宅地块拿地开工率



资料来源：克而瑞，中银证券

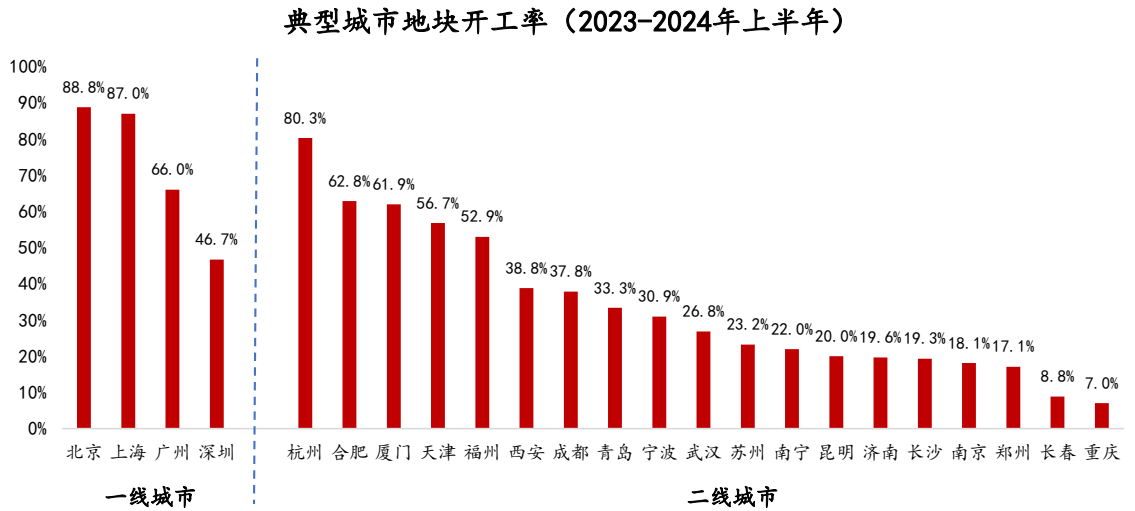
图表 41. 按开工率分布情况来看，仅 1% 的城市开工率大于 80%，开工率在 50-80% 的城市占比 3%；超过 85% 的城市，开工率都低于 10%

2023-2024 年上半年全国 300 城含宅成交地块开工率分布情况



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 42. 北京、上海、杭州 2023 年至 2024 年上半年成交的含住宅地块开工率超过 80%，其他城市相对较低



资料来源：克而瑞，中银证券

基于此，收购存量土地相关政策出台，优先考虑企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的土地；“就低”确定收地基础价格。2024 年 11 月 7 日，自然资源部发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》，对收购对象、定价等进行了规定。

- 1) 收购对象：**优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地。其他用途的土地，进入司法或破产拍卖、变卖程序的土地，因低效用地再开发或基础设施建设等需要收回的土地，以及已动工地块中规划可分割暂未建设的部分，也可以纳入回收收购范围。
- 2) 定价：**土地储备机构委托经备案的土地估价机构，对拟回收收购地块开展土地市场价格评估，相较企业土地成本，**就低确定收地基础价格。**
- 3) 根据需要向社会发布回收收购土地征集公告，可以分割收回（可分割暂未建设的部分）。**
- 4) 回收收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发。**确有需求的，应当严控规模，优化条件实施供应。供应面积不得超过当年回收收购房地产用地总面积的 50%。
- 5) 此次回购的资金来源，是通过地方专项债券发行带来的资金。**
- 6) 土地用途：**在此前举办的国务院政策例行吹风会上，也有提出“支持地方以合理价格收回土地。主要是支持地方按照以需定购原则，以合理价格收回闲置土地，用于保障性住房建设”。

我们认为，《通知》落地意味着更多低成本的增量资金将进入市场，一方面，有助于房企缓解自身资金压力，或进一步改善土储结构；另一方面，收购存量闲置土地，有助于改善市场供求关系，促进房地产市场止跌回稳。

图表 43. 2024 年鼓励盘活存量闲置土地政策的梳理

时间	机构	会议/政策	详情
2024 年 5 月 17 日	国务院副总理 何立峰	全国切实做好保交楼工作视频会议	相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的限制存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。
2024 年 5 月 17 日	自然资源部	国新办新闻发布会	自然资源部准备出台政策，明确支持地方政府以合理价格收回企业无力继续开发的闲置土地，或者收购司法以及破产拍卖中流拍的土地。 具体的政策中，还有多项支持措施： 资金支持方面，对于收回、收购的土地，用于保障性住房项目的，可通过地方政府专项债券等予以资金支持； 税费支持方面，对于收购已经建成的商品房，以及收回、收购存量土地，用于保障性住房建设的，经市、县人民政府确认以后，可以按照现有规定，享受保障性住房税收优惠政策。
2024 年 6 月 24 日	自然资源部	官网	强调应依法收回的情形，协商收回的可采取等价置换等方式，收回收购土地用于保障性住房的，可通过地方政府专项债券等资金予以支持，但要量力而行，坚决避免新增地方政府隐性债务。
2024 年 9 月 24 日	中国人民银行	国新办新闻发布会	央行将支持收购房企存量土地，在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。必要时，人民银行可提供政策支持。
2024 年 9 月 26 日	中共中央政治局	政治局会议	支持盘活存量闲置土地
2024 年 10 月 8 日	发改委	国新办新闻发布会	运用专项债券等支持盘活存量闲置土地
2024 年 10 月 12 日	财政部	“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”新闻发布会	下一步，财政部将积极研究出台有利于房地产平稳发展的增量措施。允许专项债券用于土地储备。主要是考虑当前各地闲置未开发的土地相对较多，确有需要的地区可以用于新增土地储备项目。
2024 年 10 月 17 日	中国人民银行 自然资源部	国新办新闻发布会	人民银行正会同有关部门抓紧研究，允许政策性银行、商业银行向有条件的企业发放贷款，收购存量土地。人民银行提供必要的再贷款支持。 在盘活存量土地政策措施中，除了支持地方政府收回收购闲置存量土地以外，还有两条路径。一是鼓励企业优化开发。二是促进市场流通转让。
2024 年 11 月 7 日	自然资源部	《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》	优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未开工的住宅用地和商服用地。其他用途的土地，进入司法或破产拍卖、变卖程序的，因低效用地再开发或基础设施建设等需要收回的土地，以及已动工地块中规划可分割暂未建设的部分，也可以纳入收回收购的范围。 土地储备机构委托经备案的土地估价机构，对拟收回收购地块开展土地市场价格评估，相较企业土地成本，就低确定收地基础价格。 收回收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发。确有需求的，应当严控规模，优化条件实施供应。供应面积不得超过当年收回收购房地产用地总面积的 50%。 此次回购的资金来源，是通过地方专项债券发行带来的资金。

资料来源：克而瑞，自然资源部，中国人民银行，国务院，财政部，发改委，中银证券

### 2.1.2 若要收购我国全部住宅和商服类存量土地，所需资金超十万亿元

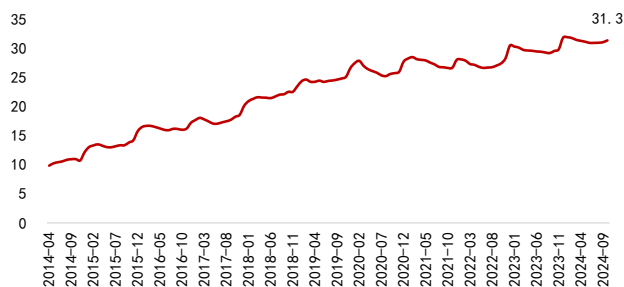
我们预计，收购我国全部住宅类和商服类存量土地需要的资金约 12.7 万亿元。按照此次收购的范围，根据我们的测算：

1) 住宅类用地：2008 年至今，我国住宅类用地已成交未开工的土地（2008 年至 2024 年 10 月累计成交土地规划建面减去累计新开工面积）约 31.3 亿平，按照当前全国住宅类用地楼面均价（2024 年 10 月为 3500 元/平）、7 折收购计算，收购所有住宅类存量土地预计所需要的资金为 7.7 万亿元。

2) 商服类用地：2008 年至今，我国商服类用地已成交未开工的土地约 44.8 亿平，按照当前全国商服类用地楼面均价（2024 年 10 月为 1588 元/平）、7 折收购计算，收购所有商服类存量土地预计所需要的资金为 5.0 万亿元。

图表 44. 2008 年至今，我国住宅类用地已成交未开工的土地约 31.3 亿平

住宅土地库存：累计住宅用地土地成交建面-  
累计住宅新开工面积（亿平）

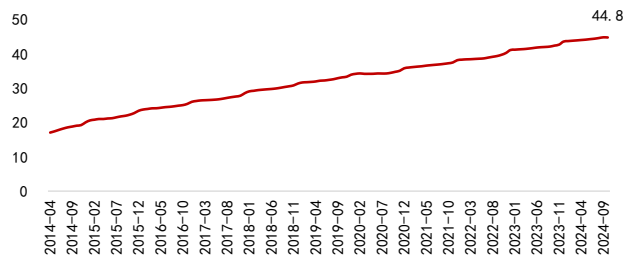


资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 45. 2008 年至今，我国商服类用地已成交未开工的土地约 44.8 亿平

商服类土地库存：

累计商服类用地土地成交建面-累计商业类物  
业（办公楼+商业营业用房）新开工（亿平）

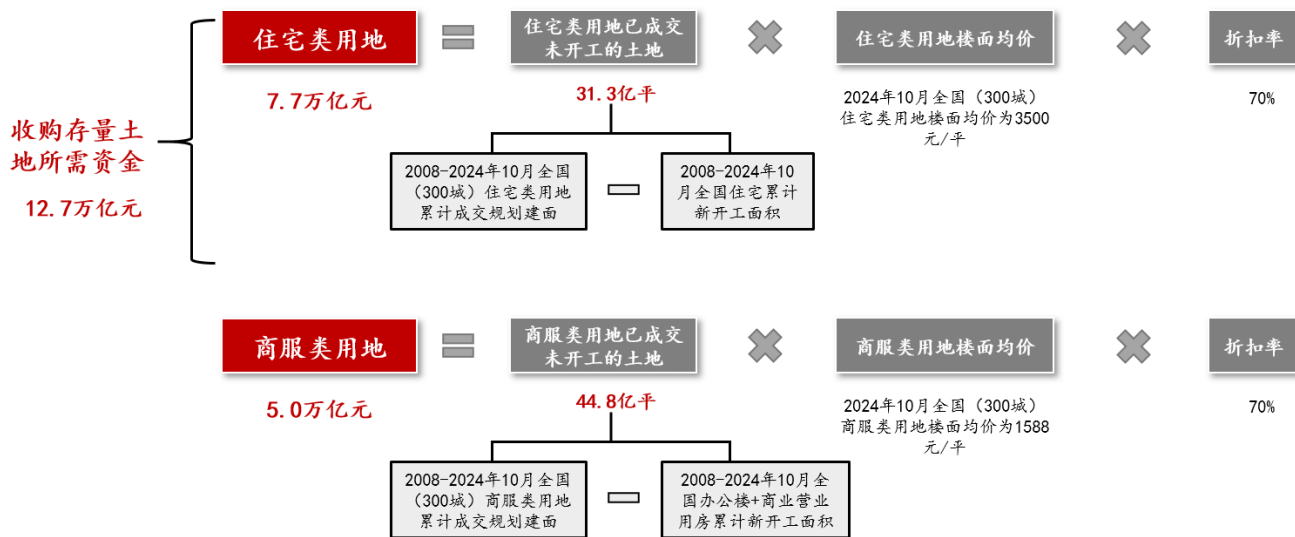


资料来源：国家统计局，万得，中银证券

根据国家统计局释义，新开工工业类型包括住宅、办公楼、商业营业用房及其他。其中，办公楼指企业、事业、机关、团体、学校、医院等单位的办公用房，也包括商务办公楼；商业营业用房：包括批发和零售用房、宾馆用房屋、餐饮用房屋、商务会展用房屋和其他商业及服务用房。

根据《土地利用现状分类》，商服用地指主要用于商业、服务业的土地，包括批发零售用地、住宿餐饮用地、商务金融用地、其他商服用地（包括写字楼、商业办公楼等办公物业）。

图表 46. 根据我们的测算，收购我国全部住宅类和商服类存量土地需要的资金约 12.7 万亿元

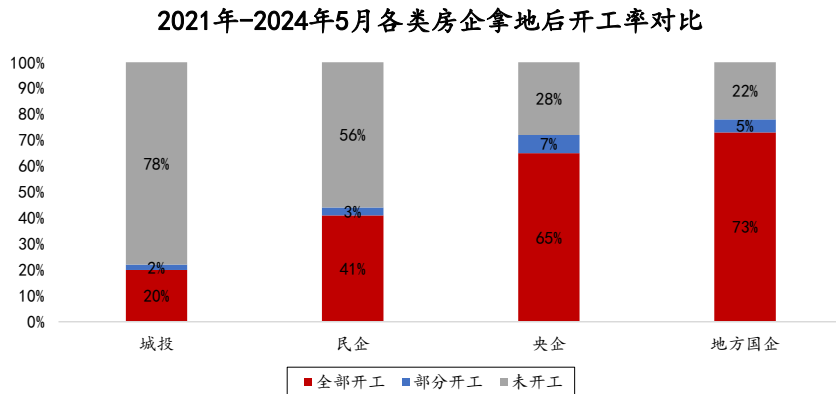


资料来源：国家统计局，万得，中银证券

### 2.1.3 近几年的土地中，多数存量未开工土地在城投手中

目前多数存量未开工土地在城投平台手中，近年来重点30城城投拿地未开工面积近3.3亿平。根据克而瑞，2021年至2024年5月，30个重点一二线城市的住宅用地中，有46%的地块由城投公司竞得（含合作地块），2021年至2024年5月城投公司拿地项目中全部开工的地块仅有20%，加上部分开工的地块，总体开工率仅22%，78%的土地未开工，城投拿地未开工面积近3.3亿平。同时期，央国企拿地相对强势，也有相对较高的开工率，央企未开工地块占比仅28%，地方国企仅22%；民企虽然未开工地块占比也超过一半（56%），但近两年民企拿地占比已经降至仅两成左右。

图表 47. 2021 年至 2024 年 5 月，30 个重点一二线城市的含宅用地中，城投公司拿地项目 78% 的土地未开工，央企未开工地块占比仅 28%，地方国企仅 22%



资料来源：克而瑞，中银证券

我们认为，在实操层面，收购闲置土地可行性较高，无论是房企还是政府实施意愿都更高。

1) 对于房企而言，土地是流动性最接近于资金的资产。近两年房企退地的行为屡见不鲜，房企“退地”的理由较为多样，这些理由基本可以概括成后续房企有意愿参与收购土地的动机：

a) 房企出于自身资金压力，卖地回笼资金：例如 2022 年 5 月富力地产退掉了一块广州花都 6.6 万平的住宅用地，项目位置尚可，靠近融创文旅城，在花都大道沿线，但公司由于资金问题缠身，拿地后一直未开工，退地不仅可以回收土地出让金，也能节省后续潜在的开支费用。

b) 开发能力有限、工程推进困难：部分中小房企，在面临大城市土拍市场竞争的时候，往往会采用合作拿地、开发的模式，但拿地后如果合作开发的条件没协商好，相关利益方未能达成一致，单一的开发商就无法应对。典型案例为 2021 年杭州宋都股份的退地。2021 年 7 月，宋都股份将 5 月份集中供地中取得的地块退还给政府，根据宋都股份的公告，退地的主要原因是项目合作方宝龙和祥生放弃合作，单凭宋都股份一家公司，没有能力运作好运河新城地块。

c) 项目规划和预期收益不足：部分房企存在拿地的时候，或出于市场竞争等原因，在对地块分析不够深入的情况下，盲目参与拿地，也可能对地块利润高估，或存在部分房企，本身是多元化性质，地产业务的重要性下降，对过往拿地行为出现后悔的情况。例如苏宁环球在 2010 年以 12.9 亿元在昆明购入 46 亩的地块，建筑面积规划上限达到 18 万平，然而在 2016 年，苏宁环球以“规划限高”等原因对该地块提出异议，最终退还了该地块，回收土地出让金 10.3 亿元及相关利息 1.9 亿元。一方面是因为 2010 年正好处于地产相对景气周期，土地价格相对较高，地块后续潜在利润有限，另一方面，苏宁环球的转型方向相比，传统地产开发业务的资金占用周期也更长，不利于转型。

d) 主动换仓：由于目前市场分化趋势明显，核心城市与三四线城市之间、核心城市内中心城区与近远郊区之间的市场热度存在着一定的差距，聚焦布局核心城市核心区域是当前大多数房企的主要策略，因此或有部分房企期望通过政府收购土地，实现地块换仓、优化土储资源、提升经营效率与企业效益的作用。

除了收购存量土地以外，未来土地置换也可能成为盘活存量土地的重要途径。土地置换相当于在存量土地价格不变的情况下，给予位置更好或者更加市中心的地块进行地价补缴，或者先拿到土地再退掉之前的土地。这种方式不会对价格产生变动，因此政府与房企的共识更容易达成，可行性更高。对于政府来说，考虑到当前地方政府财政压力普遍较大，直接收购存量土地可能较为困难，政府或更愿意提供条件更好的地块来进行置换，这样一来，房企的增量资金可以进入市场，也有助于撬动后续的经济效益。对于房企来说，可以实现地块换仓，将郊区的地块置换成更市中心的地块，优化土地资源、提升利润空间。保利发展在 2024 年中报中明确提及“对于未开工存量土地资源，公司积极响应存量土地盘活政策，在全国多个城市开展存量土地的调规、置换工作”。

2) 对于政府来说，闲置用地被回收后，并不像已建成商品房，可能还会进一步涉及拆迁或改建，可经过调规后再度出让（提高容积率、商转住等），资金更易平衡，因此可行性更高，未来收购存量土地工作有望加速落地。

2024年下半年以来，越秀、华侨城等旗下地块已被收储，且基本按照市场价回收。

1) 越秀地产 2024 年三次被回收闲置用地，总回款为 120 亿票据（用于购置土地）、15.29 亿现金。8 月 30 日、9 月 2 日，广州市土地开发中心分两次向越秀地产收回白云区广龙地块 3 幅土地、番禺区暨南大学北侧地块二的使用权，总代价约 120 亿元。广州市土地开发中心不需要支付现金，只提供等值应付票据，用于该公司购买广州新出让的土地。其中暨南大学北侧地块二因土地收储录得估计除税前亏损净额约 174.38 万元。以上两宗地皆是越秀地产在 2021 年的集中供地中以底价竞得的，虽然是以等值的应付票据作为补偿，无法套现，但给了越秀地产土储换仓的机会。11 月 13 日，越秀地产与广州市土地开发中心签订了广州大千围 2 宗土地的收储协议，预计可获得约 15.29 亿元的现金补偿。这 2 宗地本是商业用途，越秀地产 2021 年收购来后一直未开工建设，根据越秀地产公告，该两宗地块的账面价值约为 15.3 亿元，收储的现金补偿约 15.29 亿元，公司预期将录得除税前亏损约 106 万元。根据最新的规划，地块将调整为居住用地，且已被列入广州今年的拟供商品住宅用地项目清单。与前两次的应付票据相比，最新的收储协议虽然要等到土地重新卖出后才能收到补偿款，但是也更为灵活。

2) 华侨城 7 万平 TOD 项目土地被收储，被收储土地经过调规后（商改住）仍将上市出让。11 月 21 日，华侨城 A 公告称，政府部门拟通过“收、调、供”联动方式，对全资子公司武汉天创置业有限公司旗下的 TOD 项目土地进行收储。2018 年 12 月，华侨城 A 以底价 52 亿元拿下上述地块，楼面价 5932 元/平拿下位于洪山区团结大道、绿岛西路、沙湖港北路、信和西路围合区域的 P（2018）158 号地块；2019 年 11 月 29 日，华侨城又以总价 9.42 亿元、楼面地价 7040 元/平拿下该区域（B 包）地块。上述两宗地块统一规划，华侨城在此打造了华侨城欢乐天际项目。根据公告，此次涉及收储的地块正是位于该项目内，原计划建设成为集高端产业聚集的地铁上盖 TOD 项目。此次收储后，将原商办为主、住宅为辅的建设指标调整为住宅为主、商办为辅，调规后的土地进行公开市场招拍挂。华侨城在公告中表示，本次 TOD 项目土地收储及重新供地，若后续公司通过招拍挂竞得土地，将有助于增强公司流动性，改善货源结构，提高公司运营和管理效率，符合公司整体发展战略的需要。同时，如后期未能竞得土地，公司仍能获取收储补偿款，实现商办土地资产盘活。

3) 津投城开 10 月 31 日发布公告称，根据《天津市土地整理储备项目补偿合同》之约定履行相关义务，公司收到东丽区土整中心支付的补偿金额 1.18 亿元。

图表 48. 越秀地产 2024 年三次被回收闲置用地，总回款为 120 亿票据（用于购置土地）、15.29 亿现金

房企	时间	地块	地块账面价值 (亿元)	回款 (亿元)	形式	除税前亏损净额 (万元)
越秀地产	2024 年 8 月 30 日	白云区广龙地块 3 幅土地		70.00	应付票据	
	2024 年 9 月 2 日	番禺区暨南大学北侧地块二	50.05	50.03	应付票据	174.38
	2024 年 11 月 13 日	广州大千围 2 宗土地	15.30	15.29	现金	106.00

资料来源：华夏时报，中银证券

### 2.1.4 土储专项债回收闲置用地或在规模与范围上扩大

未来收购存量土地的资金来源或主要为：1) 政策性银行贷款：9 月 24 日、10 月 17 日央行在国新办新闻发布会上均提及“正在研究允许政策性银行、商业银行向有条件的企业发放贷款，收购存量土地。人民银行提供必要的再贷款支持”。2) 专项债：2024 年以来多个会议上多次“允许专项债券用于土地储备”，土储专项债重启。11 月 11 日发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》，土储专项债回收闲置用地或在规模与范围上再获大力支持。

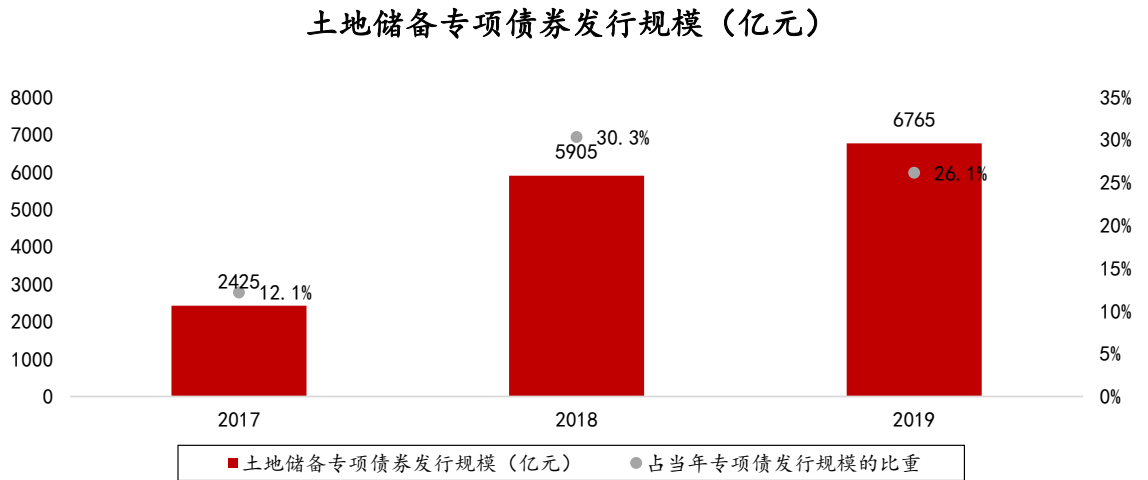
土地储备曾是地方政府专项债券的主要投向领域。土储专项债是指地方政府为土地储备发行的专项债券，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入偿还的地方政府专项债券。为了缓解土储资金缺乏问题，2017年5月，财政部、原国土资源部联合印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》，土储专项债的发行启动，用于支持地方政府依法通过收购、置换、回收等方式取得土地，进行前期开发、储存以备供应土地。**2017-2019年，土储专项债年度发行规模分别约为2425、5905、6765亿元，三年累计发行1.51万亿元，占同期地方政府专项债券发行规模的比重为23.1%，成为专项债重点投向领域；发行平均期限多为5年，平均利率在3%-4%之间。**随着土储专项债在实践中出现的一些问题（例如以土地收储的名义，对平台债务或者隐债进行置换，从而新增地方政府隐性债务），以及为了引导专项债投向基建领域，**2019年9月国常会叫停了土储专项债。**2020年后只在很小范围内保留土储专项债的发行和使用，规定“不安排用于租赁住房建设以外的土地储备项目”。自此，土地储备专项债发行暂停已经超过4年。**直到2024年，土储专项债重启。**2024年5月17日国新办会议上，自然资源部提及准备出台妥善处置闲置土地、盘活利用存量土地的政策措施；对于收回、收购的土地，用于保障性住房项目的，可通过地方政府专项债券等予以资金支持。2024年6月24日，自然资源部官网披露“收回收购土地用于保障性住房的，可通过地方政府专项债券等资金予以支持”。2024年10月12日，在国务院新闻办新闻发布会上，财政部副部长廖岷介绍，**支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要的地区也可以用于新增土地储备项目。**

图表 49. 土地储备专项债政策梳理



资料来源：国务院，自然资源部，财政部，原国土局，中银证券

图表 50. 2017-2019 年，土储专项债年度发行规模分别约为 2425、5905、6765 亿元，三年累计发行 1.51 万亿元，占同期地方政府专项债券发行规模的比重为 23.1%



资料来源：财政部，中银证券

## 2.2 收储存量商品房：收购所需资金约 1.42 万亿元，后续模式决定推进效果

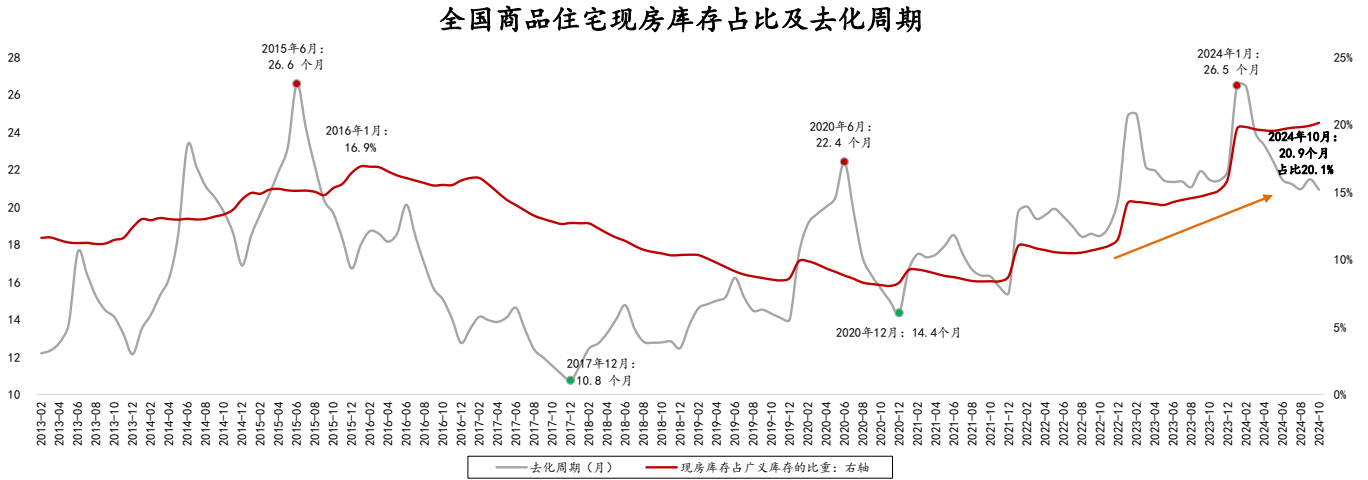
### 2.2.1 地方收储未售新房理论上去库存最为直接的一项措施，但后续模式决定推进效果

地方政府收储未售新房是理论上去库存最为直接的一项措施，但收储后的模式决定了推进效果。目前多数地方政府都是计划将收储来的库存房用作保障房资源，政策具体实施过程为：地方政府或由地方政府选定的地方国有平台公司、第三方公开征集房企手中符合条件的未售新房房源，支付合理对价，最终将收购而来的存量商品房用作配售型或配租型保障房。

政策实施的背景有三：

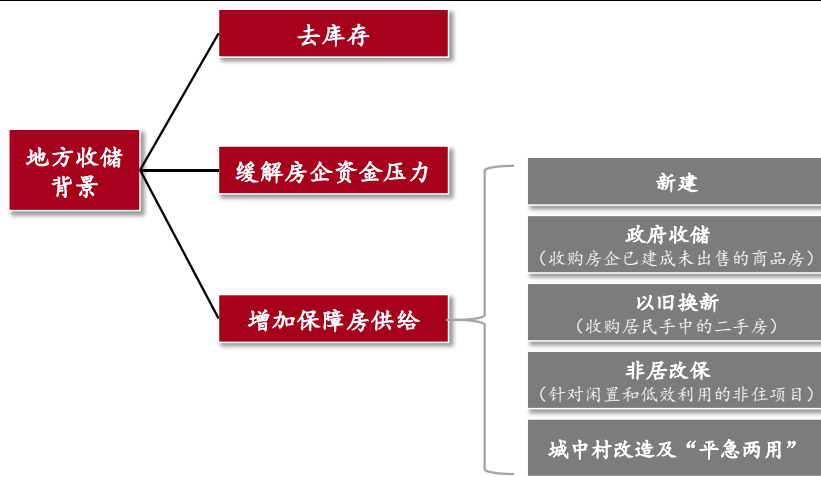
- 1) 去库存：**我国目前新房库存中现房库存的占比不断攀升，新房去库存压力仍然较大。截至 2024 年 10 月末，我国现房库存面积约 3.75 亿平，较 2020 年 11 月的低点提升了 70.0%，现房去化周期为 20.9 个月，较 2020 年 12 月的低点提升了 45.8%。2024 年 10 月末我国住宅现房库存占全国住宅广义库存面积的比重为 20.1%，占比在 2022 年四季度后出现了明显的抬升，现处于历史最高水平。而地方收储存量商品房的主要房源是已建成未销售的商品住宅，即现房库存。
- 2) 缓解房企资金压力：**房企普遍资金链紧张，保交房和债务偿还存在一定压力。通过存量收购，可以解决保交房的任务，缓解房企资金压力，更好的去偿还债务，起到防风险的作用。
- 3) 增加保障房供给：**在 2023 年 8 月的“14 号文”（《国务院关于规划建设保障性住房的指导意见》）中就有明确提出，存量筹集是一个渠道。2024 年“730”政治局会议上明确提出“积极支持收购存量商品房用作保障性住房”，“517”央行设立的 3000 亿元保障性住房再贷款，也明确了是针对收购后用作配售型或配租型保障性住房而设立的再贷款计划。我们认为，存量转化将成为保租房筹集的重要渠道。

图表 51. 截至 2024 年 10 月末，我国现房库存面积约 3.75 亿平，去化周期为 20.9 个月，占全国住宅广义库存面积的比重为 20.1%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 52. 地方收储有利于缓解房企资金压力，同时也有助于市场情绪的恢复及增加保障性住房供给



资料来源：中银证券

### 2.2.2 我们预计全国范围内地方收储存量商品房的潜在体量为 2.40 亿平，收购所需资金为 1.42 万亿元

我们预计，全国范围内，地方收储潜在体量（120 平以下现房）为 2.40 亿平，收购所需资金为 1.42 万亿元。根据我们对发布收储政策的城市的梳理，多数城市对于收购房源的面积要求是不超过 120 平。根据统计局数据，截至 2024 年 10 月末，我国商品住宅待售面积（已竣工未出售的现房库存）约 3.75 亿平，去化周期为 20.9 个月。根据克而瑞数据，百城狭义库存中 120 平以下的占比约为 64%，以此估算，全国范围内 120 平以下住宅现房库存约为 2.40 亿平，收购所需要的资金约为，2.40 亿平 \* 当前全国商品住房现房销售均价（2024 年 1-10 月为 8424 元/平）\* 折扣（属大宗交易范畴，按 7 折计算，实际可能更低）= 1.42 万亿元。

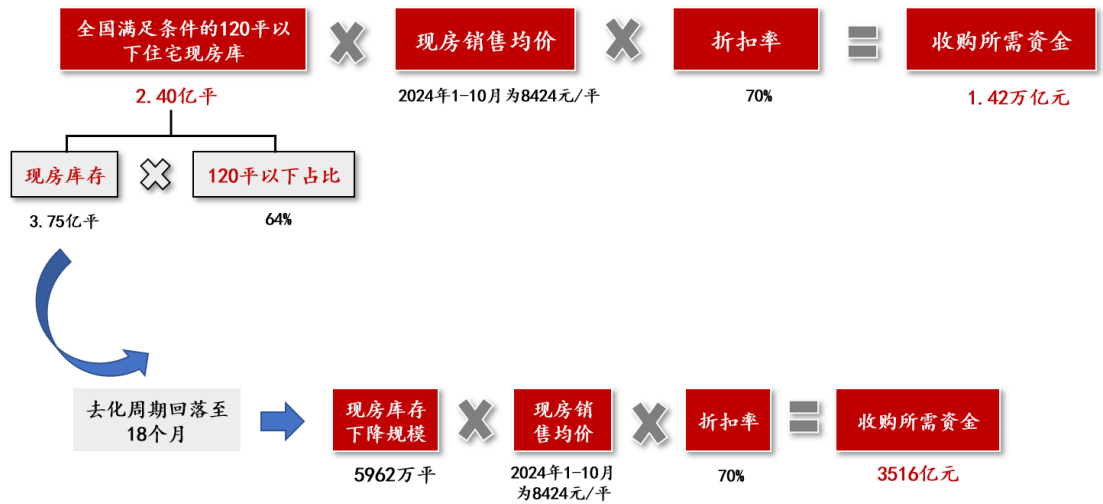
理论上无需一次性解决所有库存，只需将去化周期降至合理水平，我们假设现房库存去化周期降至 18 个月以下，现房库存需要降低至 3.16 亿平，即现房库存存在现有规模的基础上下降 5962 万平，5962 万平 \* 8424 元/平 \* 70% 折扣，收购所需要的资金约为 3516 亿元。

图表 53. 各地地方收储房源收购面积上限梳理

收购面积上限	城市
144 平	大理
120 平	郑州、长沙、昆明、兰州、南宁、哈尔滨、宜昌、贵阳贵安新区、银川、临沧、惠州、防城港、江门、桂林、柳州、贺州、聊城、赤壁、泸州、潍坊、肇庆、德州、兰州榆中县、晋城、梧州、咸宁、鹤岗、绥化、五大连池、肇东
90 平	重庆、辽阳、广州
70 平	杭州临安区、大连、北海
65 平	深圳
区分保租房和配售型保障房	烟台（保租房 70 平；配售型保障房 90 平为主，不超过 120 平）、威海（保租房 70 平；配售型保障房 60-120 平）、佛山（保租房 70 平；配售型保障房 50-120 平，以 100 平为主）、杭州（保租房 70 平；配售型保障房 125 平）、沈阳、青岛、黄石、黄冈（保租房 70 平；配售型保障房 120 平）
其他	新乡（90 平以下为主，不超过 120 平）、忻州（70-120 平）、汉中南郑区（90-150 平）、信阳（60-120 平，重点收购 90-120 平）沧州（重点收购 70-90 平，最大不超过 120 平）、唐山（重点收购 70-90 平，最大不超过 120 平）、银川（面积为 70 平左右的房源为整栋楼或整单元；90-120 平的房源可为零散房源）

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 54. 根据我们的测算，全国范围内，地方收储潜在体量（120 平以下现房）为 2.40 亿平，收购所需要的资金为 1.42 万亿元



资料来源：国家统计局，中银证券

值得注意的是，从收购的房源条件看，房屋性质一般为住宅，但部分城市拓展至商办、公寓等其他类型物业，这比收购传统住宅类的存量房有更大的拓展空间，且更易在收购价格上达成一致。例如聊城、潍坊、合肥、青岛、杭州均将收购房源性质扩大至商业办公，聊城、新乡、潍坊、大连、深圳、肇庆、兰州、贵阳、黄冈、银川、忻州、辽阳除了住宅以外还可以收购商住公寓。2024年6月，山西大同市住建局等8部门联合发布《关于加快化解非住宅商品房库存方案》，其中指出，盘活存量非住宅商品房资源。对已竣工未售出的非住宅商品房项目，政府行政机关及事业单位、国有平台公司等，可通过收购、长租等方式用作高层次人才公寓等，同时也支持改建为保租房。商办、商住业态由于本身土地价格相对纯住宅物业更低，可以给到房企相对更高的折扣，实施主体也更易达成资金平衡，也可能成为后续收储库存的主要路径。

图表 55. 从收购的房源条件看，房屋性质一般为住宅，但部分城市拓展至商办、公寓等其他类型物业

城市	时间	相关政策
聊城	2024年7月8日	聊城市主城区、茌平区、临清市、冠县、莘县、阳谷县、东阿县、高唐县行政区域内已建成存量商品房项目；房源为单套建筑面积120平方米及以下的商品住房，单套建筑面积70平方米及以下的 <b>公寓、商业办公</b> ；优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理的楼栋或整院。
新乡	2024年7月15日	新乡市城市总体规划建设用地范围环线内(即北环以南、东环以西、西环以东、南环以北)已建成未出售的商品房(含 <b>公寓</b> )；收购价格以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本、建安成本(含装修、智慧化建设)加不超过5%的利润；原则上以楼栋为基本单位，整栋楼收购；单套建筑面积以90(含)平方米以下为主(比例为70%)，最大户型建筑面积120(含)平方米。
潍坊	2024年7月19日	潍坊市中心城区(奎文区、潍城区、坊子区、寒亭区、高新区、保税区、经济区)范围内已建成存量商品房项目；收购价格以同地段保障性住房重置价格为参考上限(即划拨土地成本+建安成本+不超过5%的利润)；单套建筑面积为120平方米及以下的商品住房及单套建筑面积60平方米及以下的 <b>公寓、商业办公</b> ；原则上以整栋或整单元作为基本收购单位。
大连	2024年7月26日	大连市主城区为主，优先考虑中心城区已建成存量商品房(住宅和 <b>公寓</b> )；收购价格以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本和建安成本、加不超过5%的利润；收购房源要求为房源性质为住宅或公寓，原则上单套建筑面积以70平方米以下为主；优先选取整栋或整单元、可实现封闭管理的楼栋项目，且单个项目满足收购条件的房源要大于等于100套。
深圳	2024年8月7日	深圳市(不含深汕特别合作区)范围内商品房性质的住宅、 <b>公寓</b> 、宿舍等；优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理的楼栋项目(房源)；原则上项目(房源)主力户型面积应满足我市保障性住房户型、面积(65平方米以下)要求。
肇庆	2024年8月12日	肇庆市各县(市、区)中心城区，优先考虑中心城区已建成存量商品房。优先选择整栋或整单元、可实现封闭管理未销售的项目；性质为住宅或 <b>公寓</b> ，原则上单套建筑面积在120平方米以下；以同地段重置价格为参考上限，即划拨土地成本和建安成本、加不超过5%的利润。
兰州	2024年8月23日	在兰州市全市范围内拥有已建成存量商品房，且自愿参与存量商品房用作保障性住房的各房地产开发企业。房源性质为住宅或 <b>公寓</b> ，单套建筑面积小于120平方米；优先选取整栋或整单元未售的楼栋项目。
贵阳 贵安 新区	2024年8月24日	贵安新区直管区内商品房性质的住宅、 <b>公寓</b> 等；优先选取整栋或整单元已建成未出售、可实现封闭管理的楼栋项目；原则上项目(房源)主力户型面积应满足贵阳贵安保障性住房户型、面积(120平方米以下)；合理价格收购(以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即土地划拨成本、建安成本、加不超过5%的利润)；
兰州 榆中 县	2024年8月26日	在榆中县全县范围内拥有已建成存量商品房，且自愿参与存量商品房用作保障性住房的各房地产开发企业。房源性质为住宅或 <b>公寓</b> ，单套建筑面积小于120平方米；优先选取整栋或整单元未售的楼栋项目。收购价格以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本和建安成本、加不超过5%的利润。
合肥	2024年9月9日	合肥市市区内(不含四县一市)已建成的租赁住房项目或可改建为租赁住房的 <b>商业、办公</b> 等符合条件的房屋；以整栋、整单元为主，可实现封闭管理。户型面积合适，原则上项目(房源)主力户型面积应满足我市保障性住房户型、面积要求。存量商品房的收购价格不超过同地段保障性住房重置价格(其中土地使用权按划拨计价)。其中，配租型保障性住房以专业评估机构的评估价作为收购价格的参考上限。
黄冈	2024年9月10日	黄冈市区为主，优先考虑中心城区已建成未出售的存量商品房(住宅和 <b>公寓</b> )。以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本和建安成本，加不超过5%的利润。用作配租型保障性住房的房源以建筑面积不超过70平方米的小户型为主；用作配售型保障性住房的房源以建筑面积不超过120平方米为主。优先选取整栋或整单元、可实现封闭管理的楼栋项目，且单个项目满足收购条件的房源要大于等于100套。
忻州	2024年9月12日	忻州城区范围内商品房性质的住宅、 <b>公寓</b> 、宿舍等，优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理的楼栋项目(房源)。以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本和建安成本、加不超过5%的利润。原则上项目(房源)主力户型面积应满足我市保障性住房户型、面积(以70-120平方米为主)要求。
青岛	2024年9月14日	青岛市范围内已竣工验收、未出售的商品房(包括住宅、 <b>办公楼、商业营业用房</b> 等)项目。收购用作配售型保障性住房的项目房源，房屋性质应为商品住房，建筑面积不超过120平方米。收购用作保障性租赁住房的项目房源，建筑面积以不超过70平方米的小户型为主，原则上应为整栋或整单元。收购价格以同地段保障性住房重置价格(即土地划拨成本和建安成本加不超过5%的利润)为参考上限。
辽阳	2024年9月26日	辽阳市主城区(白塔区、文圣区、宏伟区、太子河区)为主，优先考虑中心城区已建成存量商品房。以同地段保障性住房重置价格为参考，按照基本覆盖土地划拨成本、建安成本及合理的折扣优惠测算确定收购价格。房源性质为住宅或 <b>公寓</b> ，单套建筑面积为90平(不含90平)以下户型。优先选取整栋或整单元、可实现封闭管理的楼栋项目。
银川	2024年10月16日	银川市三区两县一市范围内已建成未出售的商品房(住宅和 <b>公寓</b> )。以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本和建安成本加不超过5%的利润。面积为70平方米左右的房源，为整栋楼或整单元。90-120平方米的房源可为零散房源。
杭州	2024年10月31日	杭州市上城、拱墅、西湖、滨江、萧山、余杭、临平、钱塘八个城区已建成存量商品房(含自持商品住房)项目。收购后用于保障性租赁住房(含人才租赁住房)的，房源以面积不超过70平方米的小户型为主，户型面积大的房源按间出租或依法依规改造为小户型的，可放宽面积标准；收购后用于配售型保障性住房的，房源性质应为住宅，面积以不超过125平方米的户型为主。收购房源原则上要独立成栋(幢)或单元，其中收购 <b>非住宅房源</b> 的，要可封闭管理，建筑面积不少于3000平方米。以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本和建安成本加不超过5%的利润。

资料来源：克而瑞，中银证券

## 2.2.3 政府收储的收购资金从何而来？

为推动政府收购存量房工作开展，央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款，截至三季度末使用了 162 亿元。

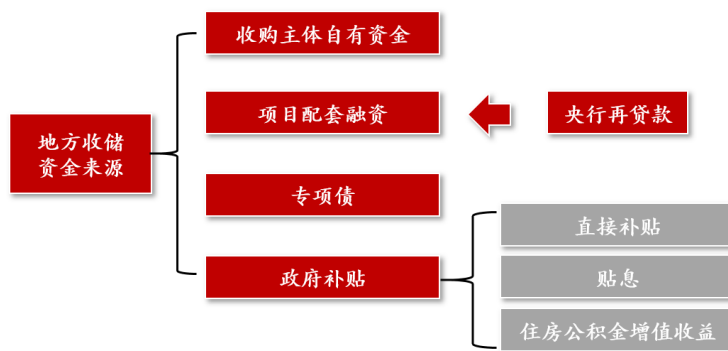
早在 2023 年 1 月，央行设立了额度为 1000 亿元的租赁住房贷款支持计划，采取“先贷后借”的直达机制，支持相关金融机构向重庆、济南、郑州、长春、成都、福州、青岛、天津等 8 个试点城市发放租赁住房购房贷款，央行按贷款本金的 100% 予以资金支持，利率为 1.75%。截至 2024 年 6 月，相关试点已取得一定成效：济南累计购置租赁项目 53 个，房源 3.05 万套，商业银行发放贷款金额 64.43 亿元；天津收购租赁住房项目 11 个，涉及房屋 2663 套，发放专项贷款 36.9 亿元；重庆于首批收购项目签约仪式上签约项目 6 个，涉及房屋 27.86 万平；福州累计收购存量住房 8235 套。根据央行，截至 2024 年一季度末，租赁住房贷款支持计划余额为 20 亿元。

2024 年 5 月 17 日，央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款，支持地方国企收储存量房，统筹考虑政策衔接，央行决定将租赁住房贷款支持计划并入保障性住房再贷款政策中管理，在全国范围内推广。3000 亿元保障性住房再贷款的具体要求为：1) 利率 1.75%，期限 1 年，可展期 4 次。2) 发放对象包括国开行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等 21 家全国性银行。3) 在设立之初央行按照贷款本金的 60% 发放再贷款，2024 年 9 月将该比例提升至 100%。4) 选定地方国企作为收购主体，主体不得涉及地方政府隐性债务，不得是地方政府融资平台，具备银行授信要求，收购后迅速配售或租赁。5) 所收购的商品房严格限定为房企已建成未出售商品房，按保障房用于刚需原则，严控户型和面积标准。一方面，贷款金额进一步扩大，从 1000 亿增加至 3000 亿；另一方面，利好城市从原来的 8 个城市扩大至全国；此外，使用领域从仅配租型保障房扩大至配售和配租保障房并行。

不过，截至当前已使用规模尚小，因此后续还有待观察其落实节奏，其产生效果也取决于后续持续投放及落实情况。根据央行数据，截至 2024 年 9 月末，保障性住房再贷款余额为 162 亿元，放款进度（放款进度=放款金额/授信金额）仅 5.4%。

此外，专项债收储细则也正在研究当中。2024 年 10 月 17 日，国务院新闻办举行的发布会上提及“为了促进房地产市场平稳健康发展，财政部拟会同相关部门实施利用专项债收储土地和收购存量商品房政策”。11 月 8 日全国人大常委会办公厅举办新闻发布会，提出“专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地”。

图表 56. 地方收储资金来源



资料来源：中银证券

图表 57. 保障性住房再贷款与租赁住房贷款支持计划政策对比

维度	保障性住房再贷款（2024年5月）	租赁住房贷款支持计划（2023年1月）
额度	3000 亿元	1000 亿元
发放对象	国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制银行等 21 家全国性银行	开发银行、工行、农行、中行、建行、交行和邮政储蓄银行共 7 家全国性金融机构
用途	支持地方国有企业收购已建成未出售商品房,用作配售型或配租型保障性住房	支持市场化批量收购存量住房、扩大租赁住房供给
支持比例	2024 年 5 月发布时: 按照贷款本金的 60% 发放再贷款 2024 年 9 月央行资金支持比例由 60% 提升至 100%	按贷款本金的 100% 予以资金支持
城市范围	全国	重庆、济南、郑州、长春、成都、福州、青岛、天津共 8 个试点城市
余额	162 亿元 (2024 年 9 月末)	20 亿元 (2024 年 3 月末)

资料来源: 央行, 中银证券

### 2.2.4 在实操层面, 收储过程仍然存在诸多执行难点, 落地效果有待观察

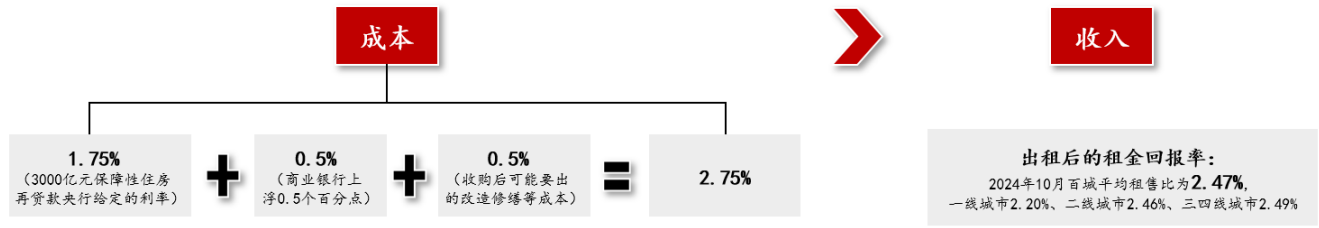
- 1) 房企与收购主体对于成本端收购价的最大分歧在于土地成本。** 目前其余多数城市发布的项目收购细则明确提出“收购价格为划拨土地成本+建安成本+不超过 5% 的利润空间”。对于房企而言, 土地成本是招拍挂成本, 而从目前的政策细则来看, 执行的是划拨成本, 两者的差距较大。
- 2) 收益匹配问题:** 对于配租型保障房, 需要比较租金回报率、资金成本和改造修缮等成本。在租金回报率偏低的地方, 租金收入可能不足以支付利息支出和改造修缮等成本。对于配售型保障房而言, 保障房售价通常仅为商品住宅的五折左右, 收购折扣高于配售型保障房售价的折扣, 如何实现资金平衡也是一大挑战。
- 3) 政府财力问题:** 鉴于目前有些地方政府的财政状况相对紧张, 在当前的经济环境下, 仅靠地方财政难以支撑更大规模的政府收储行为, 尤其是在那些土地财政收入大幅缩水的高库存城市。因此, 未来中央政府还需要采取更多措施, 来为地方政府提供额外的资金支持, 从而自上而下地增强地方政府收储所需的流动性。
- 4) 供需错配:** 库存积压严重且房价下降较多、房企出售意愿较强的主要是低能级城市, 然而这类城市对保障性住房的需求反而相对较低; 而在一些保障房需求相对强烈的城市 (核心一二线城市), 市场库存水平相对健康, 房企折价出售存量房的意愿也相对较低。商品房收储与保障房需求之间存在一定的区域不匹配问题。
- 5) 对新房市场的扰动:** 整栋收购用作保障房后, 或对同一楼盘、同一片区的其他商品住房价格产生一定干扰, 后续还需要关注政策对房地产市场的潜在影响。

### 2.3 在部分不具备收储条件的高能级城市, 更可能采用旧改的方式

我们认为, 部分城市在收储的过程中无法做到盈亏平衡, 对于这类城市来说, 大概率不会推进收储工作, 选择旧改更有价值。这类城市占比较高且主要集中在高能级城市, 因此未来行业或将仍以旧改为主、收储为辅进行。

不考虑收购折扣时, 百城整体及各城市能级收储均无法做到盈亏平衡。假设收购完改造成租赁住房, 我们从成本和收入两端来做测算。1) **成本:** 3000 亿元保障性住房再贷款央行给定的利率为 1.75%+ 商业银行上浮 0.5 个百分点+收购后的可能要出的改造修缮等成本 0.5 个百分点, 实际成本可能会达到 2.75%。2) **收入:** 出租后的租金回报率。2024 年 10 月百城平均租售比为 2.47%, 一线城市为 2.20%、二线城市为 2.46%, 三四线城市为 2.49%。不考虑收购折扣时, 百城整体及各城市能级均无法回本, 收储无法做到盈亏平衡。

图表 58. 不考虑收购折扣时，百城整体及各城市能级收储均无法做到盈亏平衡

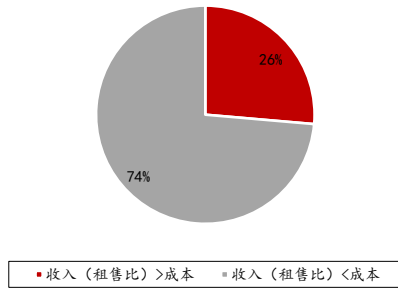


资料来源：中指院，同花顺，中银证券

从具体城市来看，超过七成的城市收储过程中无法实现资金平衡。我们统计的百城中，仅26%的城市收入（租售比）大于成本，在收储过程中可以做到资金平衡；74%的城市收入（租售比）小于成本，无法做到盈亏平衡，这类城市大概率不适合收储模式，选择旧改更有价值。这些城市中超过六成为直辖市（重庆、天津、上海、北京）或位于江苏、山东、浙江、广东、安徽等地。所有四个一线城市、75%的二线城市在收储过程中都难以做到盈亏平衡。

图表 59. 我们统计的百城中，仅26%的城市收入（租售比）大于成本，74%的城市收入（租售比）小于成本，无法做到盈亏平衡

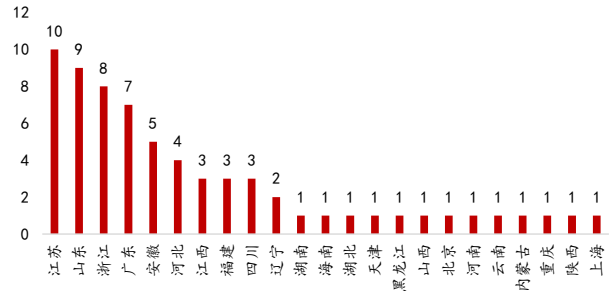
百城收储成本与收入情况（按城市数量计）



资料来源：中指院，同花顺，中银证券

图表 60. 收储收入（租售比）小于成本的城市中超过六成成为直辖市（重庆、天津、上海、北京）或位于江苏、山东、浙江、广东、安徽等地

收储收入（租售比）小于成本的城市分布（城市数量计）



资料来源：中指院，同花顺，中银证券

## 3 板块复盘：估值向上修复空间充裕，继续看好板块机会

### 3.1 板块估值处于历史底部区间，向上修复空间充裕，三季度机构开始增配

从估值水平来看，当前估值处于历史底部区间，向上修复的空间充裕。自 2022 年二季度以来，由于房企业绩走低，地产板块整体 PB 估值一直处于历史较低区间，2024 年 8 月末跌至了 0.57X 的历史底部位置。因此，在当前这波地产行情当中，估值向上修复的空间充裕。在 9 月末至今经历了一波上涨之后，截至 10 月末，板块 PB 修复至 0.80X，处于历史 7.4% 的分位点（用于表示当前 PB 估值处于长期历史估值的高低位置，采用时间轴百分位，即历史上有 7.4% 的月份的估值比现在低），11 月末维持 0.80%，仍然处于历史低位。从目前点位来看，进一步回调的空间有限，上行空间取决于政策强度和后续基本面的修复情况。

在 2008 年、2012 年、2014 年三轮地产行情期间，地产板块 PB 估值提升幅度分别是：

- 1) 2008 年 10 月-2009 年 7 月，从 1.70X 升至 4.39X，提升幅度 158%；
- 2) 2012 年 8 月-2013 年 1 月，从 1.69X 升至 2.15 倍，提升幅度 27%；
- 3) 2014 年 4 月-2015 年 6 月，从 1.50X 升至 3.44X，估值提升幅度 129%。

相比之下，2024 年 9 月以来，地产板块 PB 估值从底部的 0.57X 修复至 0.80X，修复幅度达 40%，超过 2012 年的周期，但与 2008 年和 2014 年仍相距甚远。我们认为，前期资产负债表相对稳健、区域布局优势显著、在市场修复能及时提升投资强度的房企的估值将率先修复，出险企业还需视情况进一步评估。

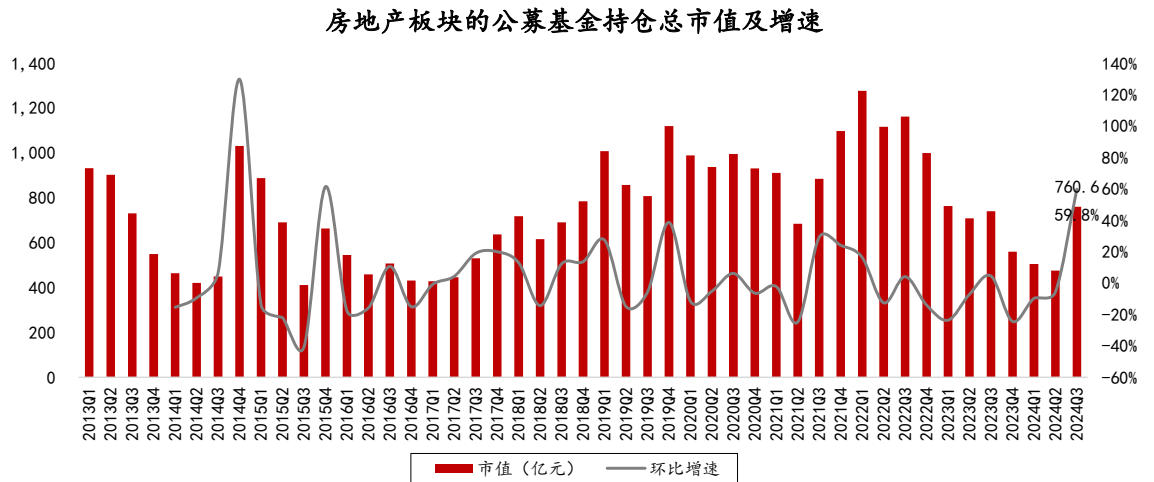
图表 61. 2024 年 9 月以来，地产板块 PB 估值从底部的 0.57X 修复至 0.80X（10 月末），修复幅度达 40%，超过 2012 年的周期，与 2008 年和 2014 年则仍相距甚远



资料来源：万得，中银证券

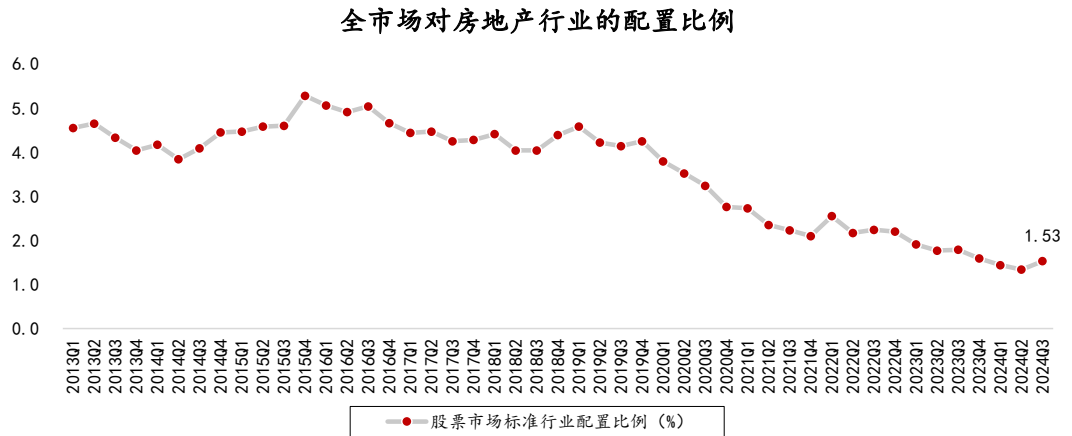
从资金面来看，随着三季度以来，重磅利好政策不断出台，楼市局部销售环比复苏，机构已开始增配地产股。2024 年三季度房地产板块的公募基金持仓总市值为 760.6 亿元，环比二季度大幅增长 59.8%，持仓总市值在 19 个行业中排名第 8 位。2024 年三季度全市场和公募基金口径对房地产行业配置比例分别为 1.53% 和 1.08%，分别较二季度提升了 0.19、0.25 个百分点，其中全市场对地产配置比例扭转了连续 8 个季度的下滑态势。但仍较行业标准配置比例低 0.45 个百分点，自 2020 年一季度以来均低于标准配置比例，低配幅度环比上个季度收窄了 0.06 个百分点。鉴于增量资金仍在不断入场（2024 年 10 月地产板块主力资金净流入 11 亿元，申万行业中排名第二），而地产增配空间还很大，若地产销售复苏预期延续，预计四季度机构将继续增配地产板块。

图表 62. 2024Q3 房地产板块的公募基金持仓总市值为 760.6 亿元，环比大幅增长 59.8%



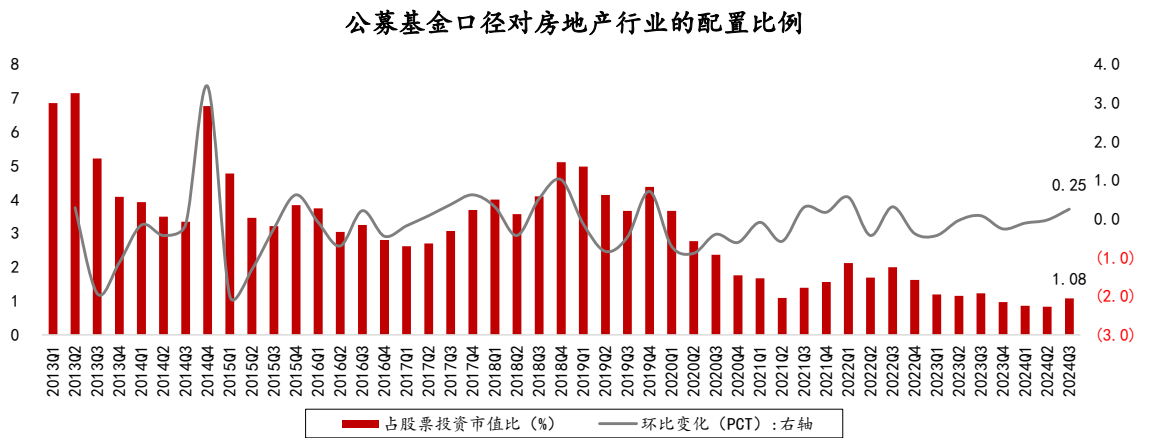
资料来源：万得，中银证券

图表 63. 2024Q3 全市场对房地产行业配置比例为 1.53%，较 Q2 提升了 0.19 个百分点



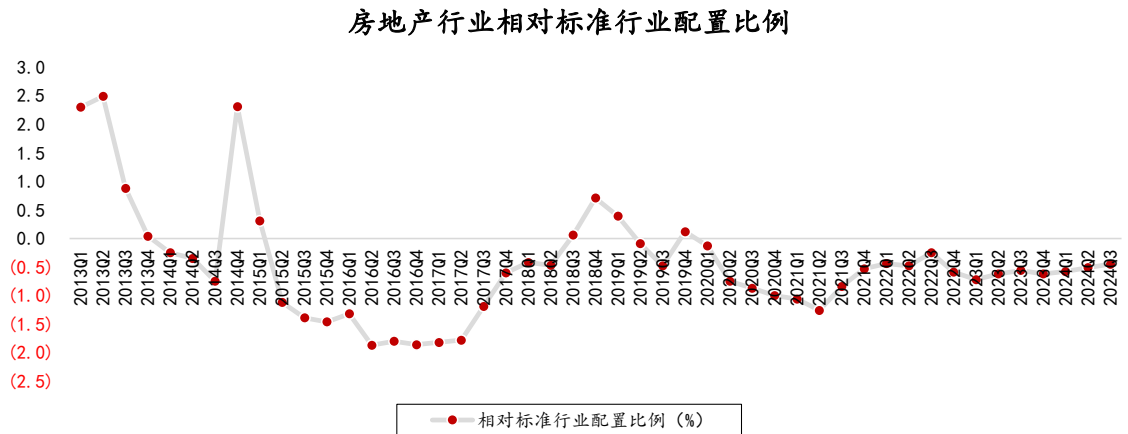
资料来源：万得，中银证券

图表 64. 2024Q3 公募基金口径对房地产行业配置比例为 1.08%，较 Q2 提升了 0.25 个百分点



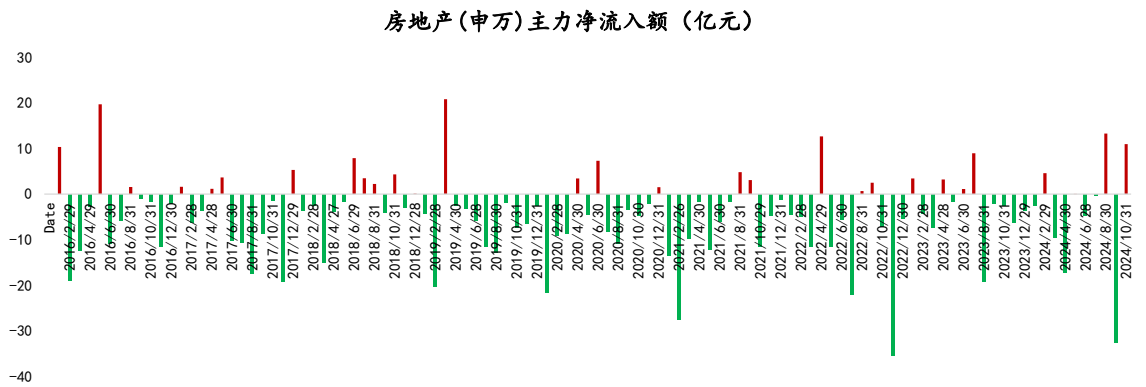
资料来源：万得，中银证券

图表 65. 2024Q3 公募基金口径对房地产行业配置比例仍较行业标准配置比例低 0.45 个百分点，自 2020Q1 以来均低于标准配置比例，低配幅度环比上个季度收窄了 0.06 个百分点



资料来源：万得，中银证券

图表 66. 2024 年 10 月地产板块主力资金净流入 11 亿元，申万行业中排名第二



资料来源：万得，中银证券

### 3.2 从板块收益来看，仍具向上弹性

从板块收益来看，复盘历史周期，我们发现地产股的行情往往启动于政策宽松预期（政策落地前、政策预期较强的时期），并可以持续到销售、房价等基本面数据改善，行情结束时点往往略领先或同步于政策的收紧。

以历史几轮地产板块行情的涨幅来看，此轮地产行情仍有表现空间。我们系统性回顾 2008 年、2012 年、2014 年 3 轮地产行情的表现：

1) 2008-2009 年周期中板块经历了两波上涨，第一波始于市场对政策宽松的预期，第二波政策加持下基本面拐点出现。第一波上涨（2008 年 10-11 月）：2008 年 9 月下调基准利率（4 年来首次），10 月行业政策开始放松，进入行业宽松周期，下调首套首付比例，下调个人住房公积金贷款利率等政策频繁出台。2008 年 11 月国务院常委会提出“四万亿”投资计划，标志着宽松政策进一步加码。第一波上涨行情由此开始，2008 年 10 月-11 月地产板块相对于沪深 300 的收益率为 17%。但彼时地产股基本面仍在持续恶化。在上一轮强调调控的背景下，2008 年 10-11 月地产依然降温，销售数据也继续恶化。政策已然宽松，但地产基本面证伪未出现改善的情况下，行业遇到了瓶颈期，不过由于本轮 2008 年 11 月四万亿投资计划的放松力度较大，板块行情瓶颈期仅 1 个月。第二波上涨（2009 年 1-10 月）：行业基本面实质性改善，叠加地产调控维持宽松基调，地产板块迎来上涨行情。2009 年国内外宽松的货币环境下，经济回暖；同时，地产调控政策也维持宽松，地产行业快速复苏。2009 年 1 月 70 城房价环比降幅和商品房销售面积同比降幅明显收窄，板块开始出现上涨行情；3 月 70 城房价环比增速、商品房销售面积同比增速均回正，当月涨幅最为明显，绝对收益 27%，相对收益（以下均为相对沪深 300 收益率）10%。2009 年 1-10 月地产板块上涨 122%，累计相对收益达 41%。

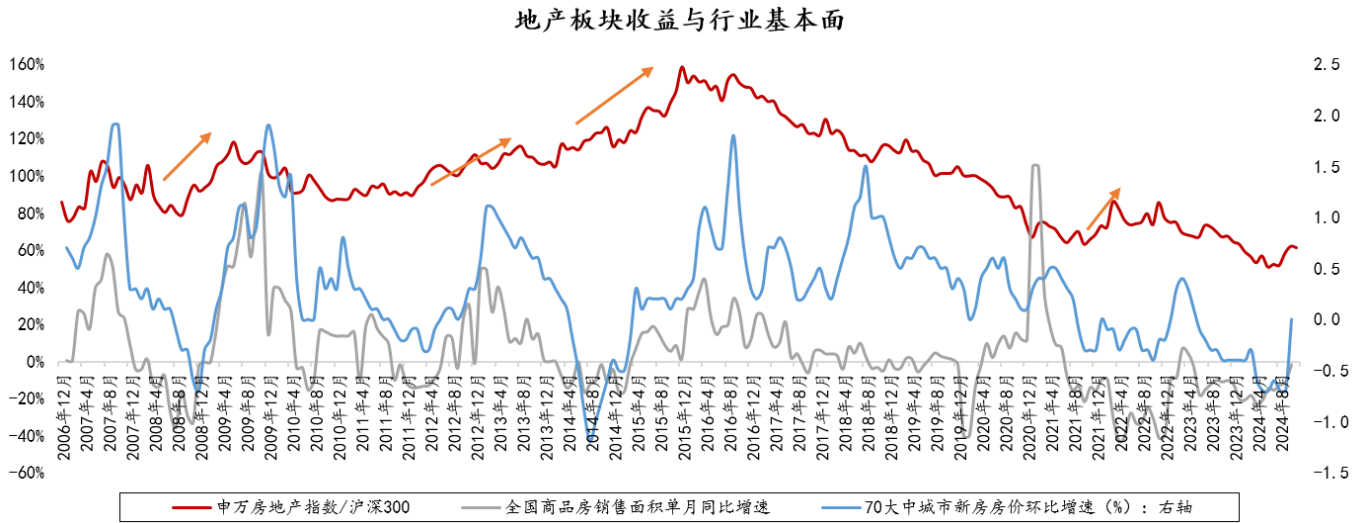
2) 2012 年周期板块经历了三波上涨，但于这一轮行业政策放松力度较弱，政策博弈时间较短，因此整体行情力度不强。第一波上涨（2011 年 12 月初-12 月底）：地产政策于 2011 年 11 月进入宽松周期，由部分城市率先放松调控开启，与 2008 年、2014 年行情周期的区别在于这一轮地产行业的政策放松力度相对较弱，政策博弈时间也相对较短，因此整体行情力度不强，2011 年 12 月单月相对收益率仅 1%。第二波上涨（2012 年 2-6 月）：在宽货币下基本面数据 U 型底出现且缓慢修复，地产板开启第二波上涨。在 2011 年底至 2012 年 5 月期间，央行连续三次降准，随后 6 月迎来“双降”，7 月迎来降息。政策边际宽松带动社融同比见底企稳并逐渐回升，M1、M2 同比亦有所回暖。地产政策持续宽松，但整体放松力度小于其他两轮周期。2012 年 2 月，央行在金融市场工作座谈会上提出“满足首次购房家庭的贷款需求”，3 月政府工作报告提出“促进商品房供给增加”。后续南京、上海、北京、苏州等多个城市纷纷放松需求端调控。在宏观与行业政策宽松带动下，基本面微弱修复，带动行情上涨，2012 年 2-6 月地产板块相对收益 18%。不过由于基本面反复且回升幅度有限、地产政策短期边际收紧，板块行情在 2012 年 7-9 月进入瓶颈期。一方面，2012 年 7、8 月虽然房价环比增速与销售同比增速均回正，但增速并没有扩大，市场对于基本面改善的持续性存疑；另一方面，2012 年 7 月，中央对地产的调控政策边际收紧，导致地产板块在此期间遭遇阶段性回调。7 月 24 日，国务院发文称决定从 7 月下旬开始对 16 个省（市）贯彻落实国务院房地产市场调控政策措施情况开展专项督查，检查住房限购措施、差别化住房信贷政策、住房用地供应和管理、税收政策执行和征管等执行情况；7 月 27 日，银监会提出继续强化房地产贷款风险防控，加强房地产信托风险管理；9 月 27 日，国土资源部、住建部发文《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》。受此影响，7-9 月，房地产行业下跌 12%，相对沪深 300 收益为-5%。第三波上涨（2012 年 10 月-2013 年 8 月）：基本面出现实际改善，板块迎来第三波上涨行情，累计相对收益率 16%。2012 年 10 月开始地产销售反弹，销售同比与房价环比增速均明显提升，基本面改善确定性增强后，板块出现上涨。

3) 2014-2015 年周期板块一共出现过 3 波典型上涨。第一次为中央定调完地方政策还未出（板块持续时间短、涨幅较强），2014 年 3 月政府工作报告提出“针对不同城市情况分类调控”定调地产后，当月地产板块相对沪深 300 收益率为 11%，但仅维持了一个月。第二次为地方宽松政策陆续出台落地，但房价持续探底（板块持续性较强，涨幅较强），2014 年 7-11 月地产板块持续 5 个月跑赢沪深 300，累计相对收益 14%，月均相对收益 2%。第三次为从基本面见底后开始，板块伴随着基本面改善持续性不断验证而持续上涨（板块持续性最强、涨幅最强），销售面积同比增速和房价环比增速均在 2015 年 4 月转正，且持续保持正增长，5-12 月板块累计相对收益 22%，月均相对收益 3%。基本面完全落地兑现后，2016 年 1 月开始销售和房价增速都显著扩大，但板块收益上涨幅度开始收窄。

4) 2021 年 8 月-2022 年 3 月中板块经历过一波纯反应政策的上涨行情，但由于没有后续政策支持，基本面持续走弱，板块回落。自 2021 年下半年开始地产基本面持续下行、房企暴雷事件不断，政策宽松预期高涨。2021 年 9 月 24 日，央行第三季度例会提出“两维护”：维护房地产市场的健康发展，维护住房销售者的合法权益。12 月的中央政治局会议强调“支持商品房市场更好满足购房者的合理需求，促进房地产业健康发展和良性循环”。地方层面，由于 2021 年下半年以来，全国房地产市场持续转冷，部分压力城市政策出现了局部松绑。2022 年一季度，中央持续加力稳地产，尤其是 3 月频繁表态，央行发文支持因城施策执行好差别化住房信贷政策，合理满足购房信贷需求；政府工作报告提出“支持商品房更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环”；发改委副主任表态“有利于经济稳定的政策加快推进，有收缩效应的政策谨慎出台”；金融委专题会议指出“关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案”。与此同时，地方政策持续试探性放松，多集中购房补贴、公积金政策调整为主。2021 年 11 月-2022 年 3 月经历了一波明显的上涨行情（绝对收益率 18%、相对收益率 30%），而后基本面未见明显改善，政策效果不达预期，基本面数据持续走弱，多重因素影响下板块出现回调。

2022 年以来，地产板块曾有过几次政策博弈的行情，持续时间均只有一个月，均由于基本面兑现落空而回落。1) 2022 年 3 月，房地产板块绝对收益率 10%，相对收益率 17%。因为基本面差、博弈政策。2) 2022 年 11 月，房地产板块绝对收益率 28%，相对收益率 18%。受益于 11 月房地产行业金融支持政策的密集出台，房地产行业初步形成了信贷、债券、股权融资、预售资金等多维度的房企融资端支持政策体系，各类融资渠道的同步放松是首次发生的。3) 2023 年 7 月，房地产板块绝对收益率 14%，相对收益率 10%。由于政治局会议后中央与地方密集表态，释放积极信号，带动板块上涨。

图表 67. 我们发现，地产股的行情往往启动于政策宽松预期，并可以持续到销售、房价等基本面数据改善，行情结束时点往往略领先或同步于政策的收紧



资料来源：万得，国家统计局，中银证券

图表 68. 2008-2009、2012、2014-2015 年周期中房地产板块收益与基本面对比

2008-2009 年周期中地产板块绝对收益与相对收益表现							
时间	申万房地产板块绝对收益	相对收益	板块行情	累计相对收益	月均相对收益	商品房销售面积单月同比增速	70城新房房价环比增速
2008年8月	-19%	-4%				-35.7%	-0.1%
2008年9月	-8%	-1%				-15.7%	-0.3%
2008年10月	-17%	9%	<b>第一波上涨 (板块持续时间短、涨幅较强)</b> 降息、下调首付比例等政策出台；2008年11月“四万亿”投资计划出台	17%	9%	-28.9%	-0.3%
2008年11月	18%	8%				-32.9%	-0.6%
2008年12月	-4%	-3%				-2.2%	-0.7%
2009年1月	14%	3%				-0.3%	-0.3%
2009年2月	9%	4%				-0.3%	-0.2%
2009年3月 (基本面见底，销售、房价增速回正)	27%	10%	<b>第二波上涨 (板块持续性最强、涨幅最强)</b> 基本面降幅明显收窄后，增速回正，出现实质性改善；叠加地产调控维持宽松基调  1月房价环比降幅和销售同比降幅明显收窄，板块开始出现上涨行情；3月房价环比与销售同比增速均回正，当月涨幅最为明显	41%	2%	16.4%	0.1%
2009年4月	7%	2%				39.0%	0.3%
2009年5月	9%	4%				51.3%	0.7%
2009年6月	21%	7%				51.2%	0.8%
2009年7月	9%	-9%				67.6%	1.1%
2009年8月	-26%	-2%				85.1%	1.1%
2009年9月	8%	2%				56.3%	0.8%
2009年10月	14%	4%				81.7%	0.9%
2009年11月	7%	-0.3%				99.6%	1.5%
2009年12月	-9%	-10%				16.2%	1.9%

资料来源：万得，国家统计局，中银证券

续图表 68. 2008-2009、2012、2014-2015 年周期中房地产板块收益与基本面对比

2012 年周期中地产板块绝对收益与相对收益表现							
时间	申万房地 产板块绝 对收益	相对收益	板块行情	累计相 对收益	月均相 对收益	商品房销售 面积单月同 比增速	70 城新 房房价 环比增 速
2011 年 11 月	-8%	-2%				-1.7%	-0.2%
2011 年 12 月	-6%	1%	<b>第一波上涨 (板块持续时间短、涨幅较弱)</b> 2011 年 11 月开始, 部分城市率先放松调控, 这一轮政策放松力度较弱, 博弈时间较短, 整体行情力度不强	1%	1%	-11.0%	-0.2%
2012 年 1 月	3%	-2%				-14.0%	-0.1%
2012 年 2 月	12%	5%				-14.0%	-0.1%
2012 年 3 月	-4%	3%				-13.3%	-0.3%
2012 年 4 月	13%	6%				-12.9%	-0.3%
2012 年 5 月	3%	3%				-9.2%	-0.1%
2012 年 6 月	-6%	1%				-3.3%	0.0%
2012 年 7 月 (基本面见底, 销售、房价增速回正)	-7%	-2%				13.3%	0.1%
2012 年 8 月	-8%	-2%				12.9%	0.1%
2012 年 9 月	3%	-1%				-3.6%	0.0%
2012 年 10 月	2%	4%				23.2%	0.1%
2012 年 11 月	-2%	4%				30.4%	0.3%
2012 年 12 月	21%	3%				-0.9%	0.3%
2013 年 1 月	2%	-4%				49.5%	0.6%
2013 年 2 月	-0.5%	0.005%				49.5%	1.1%
2013 年 3 月	-9%	-2%				26.6%	1.1%
2013 年 4 月	1%	3%				40.2%	1.0%
2013 年 5 月	12%	5%				28.3%	0.9%
2013 年 6 月	-16%	-0.3%				10.8%	0.8%
2013 年 7 月	2%	3%				12.4%	0.7%
2013 年 8 月	7%	1%				10.1%	0.8%
2013 年 9 月	-1%	-5%				22.8%	0.7%
2013 年 10 月	-2%	-1%				12.1%	0.6%
2013 年 11 月	-0.1%	-3%				14.8%	0.6%
2014-2016 年周期中地产板块绝对收益与相对收益表现							
时间	申万房地 产板块绝 对收益	相对收益	板块行情	累计相 对收益	月均相 对收益	商品房销售 面积单月同 比增速	70 城新 房房价 环比增 速
2013 年 12 月	-5%	-1%				0.7%	0.4%
2014 年 1 月	-4%	1%				-0.1%	0.4%
2014 年 2 月	-3%	-2%				-0.1%	0.3%
2014 年 3 月 (中央定调)	10%	11%	<b>第一波上涨 (板块持续时间短、涨幅较强)</b> 3 月政府工作报告提出“针对不同城市情况分类调控”定调地产	11%	11%	-7.5%	0.2%
2014 年 4 月	-2%	-2%				-14.3%	0.1%
2014 年 5 月	1%	1%				-10.7%	-0.2%
2014 年 6 月 (地方政策开始落地)	-1%	-1%				-0.2%	-0.5%
2014 年 7 月	13%	4%				-16.3%	-0.9%
2014 年 8 月	0.3%	1%				-12.4%	-1.2%
2014 年 9 月	8%	3%				-10.3%	-1.0%
2014 年 10 月	3%	0.4%				-1.6%	-0.8%
2014 年 11 月	14%	2%				-11.1%	-0.6%
2014 年 12 月	16%	-10%				-4.1%	-0.4%
2015 年 1 月	0%	3%				-16.3%	-0.5%
2015 年 2 月	3%	-1%				-16.3%	-0.5%
2015 年 3 月	19%	6%				-1.6%	-0.2%
2015 年 4 月 (基本面见底, 销售、房价增速回正)	17%	-1%				7.0%	0.3%
2015 年 5 月 (基本面开始持续性改善)	9%	7%				15.0%	0.1%
2015 年 6 月	-4%	4%				16.0%	0.2%
2015 年 7 月	-16%	-1%				18.9%	0.2%
2015 年 8 月	-12%	-0.3%				14.7%	0.2%
2015 年 9 月	-7%	-2%				9.0%	0.2%
2015 年 10 月	16%	6%				5.5%	0.1%
2015 年 11 月	6%	5%				8.6%	0.2%
2015 年 12 月	14%	9%				1.6%	0.2%
2016 年 1 月	-25%	-4%				28.2%	0.3%

资料来源: 万得, 国家统计局, 中银证券

## 2024年5月、9月经历了两段明显的政策博弈行情。

1) 2024年5月，房地产板块绝对收益率6%，相对收益率7%。“定调转向+供需政策宽松加码+外资进场+房企现金流压力及存货风险减轻预期”四大逻辑叠加带动了5月板块上涨的行情。a) 中央定调转向，4月末的政治局会议以“消化存量房产”形式再度提及“去库存”；b) 供需政策宽松加码。供给端，政府收储存量房、央行3000亿元再贷款在地方落地；需求端，“517”信贷政策宽松后，地方信贷宽松不断加码。c) 外资进场：4月25日后外资对地产的持仓占比明显提升，主要是由于当时其他亚洲货币贬值，导致资金回流到中国板块，以及对于“430”政治局会议的政策预期。虽然政策后，6月销售面积同比降幅均有所收窄，但降幅仍然较大，房价持续下行，且由于基本面反复，市场对其政策效果的持续性存疑，板块在上涨一个月后出现了回调。

2) 2024年9月，房地产板块绝对收益率36%，相对收益率15%，主要是受益于9月24日以来各部门连续召开会议发布提振经济的相关政策，会议级别更高，中央态度更加明确，同时对整体经济也做了表态，因此释放了更强的积极信号。其中9月26日政治局会议上首次提出“促进房地产市场止跌回稳”，预示着高层领导已经明确关注到了房地产市场持续面临下行压力的问题以及后续可能带来的连锁反应，对房地产市场走弱的容忍度极限逐步接近，地产预期的拐点到来，是定调转向的重要标志。9月30日央行对整体房贷定价机制进行了调整，也超出了市场预期。地方层面，一线城市相继放松了限购政策。10月中央各部门持续积极表态，政策也加速兑现，降息与存量房贷利率下调均落地，10月17日的国新办新闻发布会上还提出了“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”，货币化旧改也可能成为未来行业的重要方向之一。同时，10月销售基本面出现了明显的改善，销售同比降幅大幅收窄至1.6%。在此影响下，10月地产板块绝对收益率3%，相对收益率仍有6%。

11月我们跟踪的55城新房成交套数同比增长22%，环比增长15%，24城二手房成交套数同比增长39%，环比增长19%，虽然同环比正增长，但与10月相比环比涨幅收窄，增加了市场对基本面表现的不确定性，因此11月板块再度出现回调，房地产板块绝对收益为-1%，相对收益为-1%。我们认为，当前地产处于“政策宽松落地+基本面上探”阶段，地产行情演绎大概率仍处于第二个阶段中。

图表 69. 2024年5月、9月经历了两段明显的政策博弈行情

2024年周期中地产板块绝对收益与相对收益表现							
时间	申万房地产板块绝对收益	相对收益	板块行情	累计相对收益	月均相对收益	商品房销售面积单月同比增速	70城新房房价环比增速
2024年1月	-8%	-2%				-20.5%	-0.4%
2024年2月	2%	-7%				-20.5%	-0.4%
2024年3月	-4%	-4%				-18.3%	-0.3%
2024年4月	-4%	-6%				-22.8%	-0.6%
2024年5月 (中央定调“去库存”)	6%	7%	政策博弈 “定调转向+供需政策宽松加码+外资进场+房企现金流压力及存货风险减轻预期”四大逻辑叠加带动	7%	7%	-20.7%	-0.7%
2024年6月	-13%	-10%				-14.5%	-0.7%
2024年7月	2%	3%				-15.4%	-0.6%
2024年8月	-4%	-1%				-12.6%	-0.7%
2024年9月 (中央定调“止跌回稳”)	36%	15%	政策博弈 受益于9月24日以来各部门连续召开会议发布政策，会议级别更高，中央态度更加明确，同时对整体经济也做了表态，释放了更强的积极信号	15%	15%	-11.0%	-0.7%
2024年10月	3%	6%				-1.6%	-0.5%
2024年11月	-1%	-1%					

资料来源：万得，国家统计局，中银证券

继9月末10月初板块大幅上涨以后，板块开始进入震荡，前期较为高涨的情绪面有所缓和，后续一段时间市场对未来基本面和政策路径的分歧有所加大，具体节奏和强度上均具备不确定性。但我们认为，围绕楼市供需两端、经济复苏的政策仍在发力，且后续的政策应该逐步更具针对性；四季度预计销售基本面修复可期，但我们不排除明年基本面或出现小幅回调的可能，但不改当前板块安全边际较高、绝对估值水平较低、且大方向向好的基本格局。因此我们认为地产行业仍有较大的参与机遇，弹性向上仍明确，仍然看好地产板块机会。

## 4 具备相关区域优势的房企及弹性反转标的，估值弹性空间有望打开

### 4.1 重点布局核心一二线城市的房企有望受益于城市基本面分化及市占率提升

我们认为在本轮周期中，重点布局核心一二线城市的房企明显受益，原因在于：

- 1) 重点推进的旧改、城中村改造主要集中于一二线城市。
- 2) 一线城市和核心二线城市的经济、人口、产业等城市基本面较好，住房需求支撑性强，政策利好更易在这类城市产生**边际效果**。一线城市市场（成交与房价）的修复速度好于二三四线城市，2024年10月一线城市成交恢复良好。因此重点布局一二线城市的房企或受益于**城市基本面分化及市占率提升**，极大程度保障了房企的销售表现。
- 3) **高能级城市对于政策的反应更有空间**。一线城市限购政策后续仍有进一步放松的空间。
- 4) 一二线城市的项目去化速度较快，**房企资金回笼更快**。
- 5) **核心布局一二线城市的房企计提资产减值压力较小**。
- 6) **城市深耕带来的利润效应**在当前市场环境中尤为显著。在市场调整阶段，高能级城市不仅能够带来确定的销售额，同时有利于降低成本、提高费效。

从销售角度来看，多数主流房企布局主要集中在一二线城市。我们分析了26家主流房企，73%的房企一二线城市销售占比超过八成，88%的房企一二线城市销售占比超过六成。具体来看，招商蛇口、绿城中国、华润置地、中海地产、越秀地产、滨江集团、龙湖集团、首开股份、中交地产、城投控股、城建发展、绿地控股、保利置业集团、金融街、信达地产、中国武夷、渝开发、天健集团2024年1-10月一二线城市销售贡献率均超过八成。一线城市占比较高的有：城投控股（上海）、城建发展（北京）、越秀地产（主要集中在广州）、首开股份（主要集中在北京）、保利置业（主要集中在广深）、中国武夷（北京），以上房企一线城市销售占比均超过四成。此外，滨江集团（杭州）、渝开发（重庆）主要集中在个别深耕的核心二线城市。

图表 70. 主流房企中招蛇、绿城、华润、中海、越秀、滨江、龙湖、首开、中交、城投、城建、绿地、保利置业、金融街、信达、武夷、渝开发、天健一二线城市 2024 年 1-10 月销售占比超过八成

公司名称	2024年1-10月销售面积占比			
	一二线城市	一线城市	二线城市	三四线城市
保利发展	69%	16%	53%	31%
万科A	77%	13%	64%	23%
招商蛇口	81%	18%	62%	19%
绿城中国	80%	10%	70%	20%
建发国际集团	54%	7%	46%	46%
华润置地	86%	22%	64%	14%
中国海外发展	91%	27%	65%	9%
越秀地产	86%	44%	42%	14%
华发股份	65%	10%	55%	35%
滨江集团	83%	1%	82%	17%
龙湖集团	86%	9%	77%	14%
金地集团	71%	19%	52%	29%
首开股份	89%	43%	46%	11%
中交地产	93%	5%	87%	7%
城投控股	100%	100%	0%	0%
城建发展	98%	85%	13%	2%
新城控股	49%	1%	47%	51%
中国海外宏洋集团	29%	0%	29%	71%
绿地控股	81%	6%	75%	19%
保利置业集团	86%	47%	39%	15%
华侨城	65%	5%	60%	35%
金融街	85%	32%	53%	15%
信达地产	87%	5%	82%	13%
中国武夷	89%	60%	29%	11%
渝开发	100%	0%	100%	0%
天健集团	96%	30%	67%	4%

资料来源：公司公告，中指院，中银证券

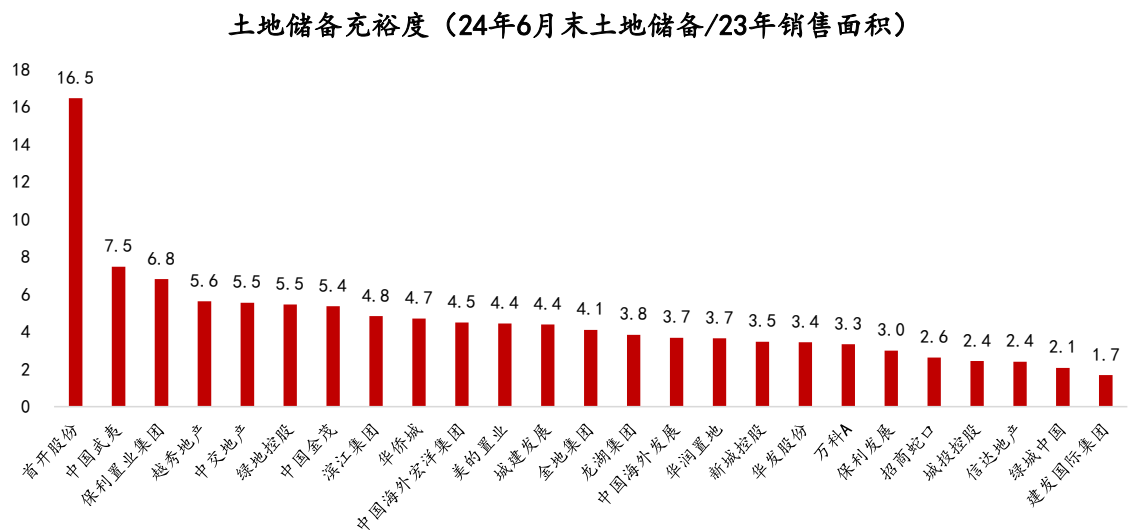
数据说明：1) 建发国际、保利置业、城投控股为2024年中报项目表拆分数据。其余房企为中指院数据（根据项目加总），数据区间为2024年1-10月。2) 中国海外发展数据为不包括中国海外宏洋的数据。3) 保利置业为销售金额占比数据，建发国际为权益销售面积占比数据，其余房企为全口径销售面积占比数据。

从土地储备角度来看,

- 1) 我们用 2024 年 6 月末土地储备/2023 年销售面积来观测土地储备充裕度, 首开股份、中国武夷、保利置业、越秀地产、中交地产土地储备充裕度最高。
- 2) 土地储备中一二线城市占比较高的主流房企为: 渝开发 (100%)、中国海外发展 (92%)、招商蛇口 (强心 30 城占比 85%)、中国金茂 (84%)、越秀地产 (82%)、绿城中国 (货值占比 79%)、滨江集团 (杭州占比 76%, 一二线城市占比超过 76%)、金地集团 (75%)、城投控股 (74%)、保利置业 (74%)、中交地产 (72%)、华润置地 (71%)。
- 3) 土地储备中一线城市占比较高的主流房企为: 城投控股 (74%)、城建发展 (44%)、中国武夷 (36%)、越秀地产 (35%)、保利置业 (27%)、中国海外发展 (25%)。

备注: 1) 在计算土地储备占比时, 未做说明的为土地储备面积占比。2) 中国海外发展为不含中海宏洋部分。3) 中国海外发展、中国武夷含香港项目, 计入一线城市中。4) 保利发展、建发国际、中国海外发展、越秀地产、龙湖集团、中交地产、城投控股、城建发展、新城控股、美的置业、中国海外宏洋、华侨城、信达地产、中国武夷、渝开发为我们根据项目明细表自己拆分的数据。招商蛇口、绿城中国、滨江集团、金地集团、保利置业、华润置地、中国金茂为公司直接披露数据。5) 招商蛇口、城建发展为 2023 年年报数据, 其余房企为 2024 年中报数据。

图表 71. 主流房企中, 首开股份、中国武夷、保利置业、越秀地产、中交地产土地储备充裕度最高

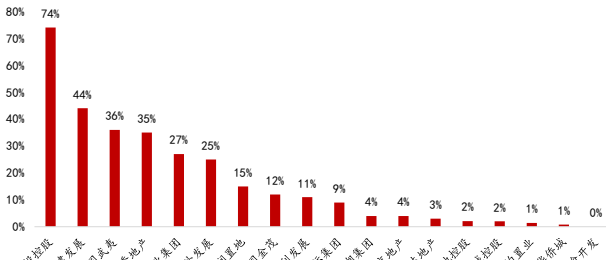


资料来源: 公司财报, 公司官方公众号, 公司业绩会, 克而瑞, 中银证券

备注: 招商蛇口、城建发展为 2023 年年报数据, 其余房企为 2024 年中报数据。

图表 72. 土地储备中一线城市占比较高的主流房企为：城投、城建、中国武夷、越秀、保利置业（27%）、中海

主流房企一线城市土地储备占比

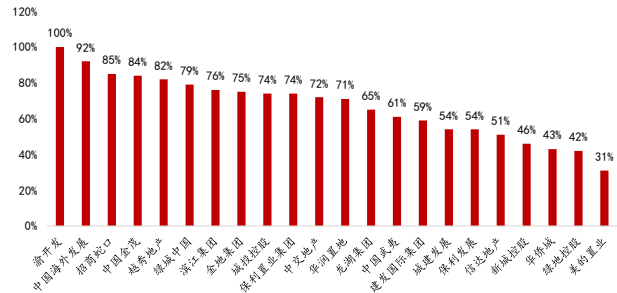


资料来源：公司财报，公司官方公众号，公司业绩会，克而瑞，中银证券

备注：1) 在计算土地储备占比时，未做说明的为土地储备面积占比。2) 中国海外发展为不含中海海洋部分。3) 中国海外发展、中国武夷含香港项目，计入一线城市中。4) 保利发展、建发国际、中国海外发展、越秀地产、龙湖集团、中交地产、城投控股、城建发展、新城控股、美的置业、中国海外宏洋、华侨城、信达地产、中国武夷、渝开发为我们根据项目明细表自己拆分的数据。招商蛇口、绿城中国、滨江集团、金地集团、保利置业、华润置地、中国金茂为公司直接披露数据。5) 招商蛇口、城建发展为 2023 年年报数据，其余房企为 2024 年中报数据。

图表 73. 土地储备中一二线城市占比较高的主流房企为：渝开发、中海、招商蛇口、金茂、越秀、绿城、滨江、金地、城投、保利置业、中交、华润

主流房企一二线城市土地储备占比



资料来源：公司财报，公司官方公众号，公司业绩会，克而瑞，中银证券

备注：1) 在计算土地储备占比时，未做说明的为土地储备面积占比。2) 中国海外发展为不含中海海洋部分。3) 中国海外发展、中国武夷含香港项目，计入一线城市中。4) 保利发展、建发国际、中国海外发展、越秀地产、龙湖集团、中交地产、城投控股、城建发展、新城控股、美的置业、中国海外宏洋、华侨城、信达地产、中国武夷、渝开发为我们根据项目明细表自己拆分的数据。招商蛇口、绿城中国、滨江集团、金地集团、保利置业、华润置地、中国金茂为公司直接披露数据。5) 招商蛇口、城建发展为 2023 年年报数据，其余房企为 2024 年中报数据。

图表 74. 主流房企中，保利发展、招商蛇口、绿城中国、建发国际、华润置地、越秀地产、滨江集团、中国金茂、龙湖集团、渝开发土地储备中一二线城市占比较高

2024年6月末主流房企土地储备情况									
公司名称	口径	土地储备 (万平)	权益土地储备 (万平)	土地储备权益比例	土地储备楼面均价	土地储备货值 (亿元)	土地储备充裕度 (土地储备/2023年销售面积)	一线城市占比	一二线城市占比
保利发展	土地储备 (公司直接披露, 未作说明)	7140	-	-	-	2.99	-	-	财报披露: 70% (核心38城)
	在手资源 (所有项目总建筑面积-累计签约面积)	13097	-	-	-	5.49	-	我们对明细表拆分: 11%	我们对明细表拆分: 54%
万科A	在建项目和规划项目的总计容建筑面积	8214	5223	64%	-	3.33	-	-	-
招商蛇口	土地储备 (未售总土储)	3200	-	-	-	4.50	2.62	-	业绩会披露: 85% (核心30城)
绿城中国	土地储备 (所有已获取未施工的项目部分分期)	3193	2064	65%	7999	5348	2.06	-	业绩会披露: 79% (货值占比)
建发国际集团	土地储备 (未签约的可售面积)	1445	1116	77%	-	2577	1.68	业绩会披露: 13% (货值占比)	业绩会披露: 83% (货值占比)
华润置地	土地储备 (总可售货值-累计签约金额)	4771	3298	69%	-	3.65	-	我们对明细表拆分: 9%	我们对明细表拆分: 59%
中国海外发展	土地储备 (可售面积, 未做说明)	4771	3298	69%	-	3.65	-	业绩会披露: 15%	业绩会披露: 71%
中国海外发展	土地储备 (公司直接披露, 未作说明)	4905 (含中海宏洋)	4191 (含中海宏洋)	85% (含中海宏洋)	-	3.67	-	我们对明细表拆分: 25% (含香港)	我们对明细表拆分: 92% (含香港)
越秀地产	土地储备 (在建建筑面积+未开发建筑面积)	2503	-	-	-	5.62	-	我们对明细表拆分: 9%	我们对明细表拆分: 82%
华发股份	土地储备 (在建建筑面积+未开发建筑面积)	1372	-	-	-	3.44	-	公司披露: 44%	公司披露: 94%
滨江集团	待开发土地计容建筑面积+在建面积	1290	-	-	-	4.83	-	我们对明细表拆分: 35%	我们对明细表拆分: 82%
中国金茂	在建和拟建的项目土地储备建面 (不含竣工和交付项目)	1290	-	-	-	4.83	-	公司公告披露: 12%	公司公告披露: 84%
龙湖集团	土储总量为克而瑞估算数据 (2024年上半年土储规模=2022年土储总量+2023年以来新增-2023年以来销售面积)	4438 (克而瑞估算)	-	-	-	5.36	-	-	-
龙湖集团	土地储备	4141	2959	71%	4729	-	3.84	我们对明细表拆分: 4%	我们对明细表拆分: 65%
金地集团	土地储备 (未结算的可租面积)	3589	1599	45%	-	4.09	-	克而瑞: 80% (货值占比)	我们对明细表拆分: 75%
首开股份	土地储备 (在建+待建土地储备)	4445	-	-	-	16.46	-	-	-
中交地产	拟售、在售主要项目 (含自持) 总建面	997	516	52%	-	5.54	-	我们对明细表拆分: 4%	我们对明细表拆分: 72%
城投控股	持有待开发土地建面	33	-	-	-	2.43	-	我们对明细表拆分: 4%	我们对明细表拆分: 74%
城建发展	持有待开发土地建面+ (可供销售面积-累计销售面积)	322	-	-	-	4.38	-	我们对明细表拆分: 74%	我们对明细表拆分: 54%
新城控股	土地储备 (公司直接披露, 未做说明)	3349	-	-	-	3.46	-	我们对明细表拆分: 44%	我们对明细表拆分: 64%
美的置业	土地储备 (已竣工可供出售建筑面积+开发中建筑面积+未来开发规划建筑面积, 剔除已售部分)	2037	-	-	-	2.10	-	公司对明细表拆分: 2%	公司对明细表拆分: 46%
美的置业	土地储备 (在建+待建土地储备)	2469	1802	73%	-	4.44	-	我们对明细表拆分: 1.4%	我们对明细表拆分: 63%
中国海外宏洋集团	土地储备 (公司直接披露, 未做说明)	1583	1305	82%	-	4.48	1177 (权益货值)	我们对明细表拆分: 2.1%	我们对明细表拆分: 42%
绿地控股	持有待开发土地建面+ (可供销售面积-累计销售面积)	5770	-	-	-	6.81	-	业绩会披露: 27%	业绩会披露: 74%
保利置业集团	土地储备 (在建+待建土地储备)	1533	1086	71%	11177	-	-	我们对明细表拆分: 0.8%	我们对明细表拆分: 43%
华侨城	剩余可开发建面	1067	-	-	-	4.69	-	-	-
信达地产	储备项目计容规划建筑面积 (公司直接披露, 未做说明)	219	-	-	-	2.39	-	-	-
信达地产	待开发土地建面	132	-	-	-	1.44	-	我们对明细表拆分: 3%	我们对明细表拆分: 51%
中国武夷	可售面积-累计销售面积+剩余可开发建面	108	-	-	-	7.46	-	我们对明细表拆分: 36% (含香港)	我们对明细表拆分: 61% (含香港)
渝开发	可售面积-累计销售面积+剩余可开发建面	95	-	-	-	-	-	我们对明细表拆分: 0%	我们对明细表拆分: 100%

资料来源：公司财报，公司官方公众号，公司业绩会，克而瑞，中银证券

备注：1) 招商蛇口、城建发展为 2023 年年报数据，其余房企为 2024 年中报数据。2) 其中中国海外发展、中国武夷存在香港项目，我们计入一二线城市中。

从城市角度，我们可以看到房企的深耕程度。我们梳理了 18 个重点城市中当地销售金额排名靠前的主流房企的市占率情况，我们统计的 24 家主流房企在重点城市的市占率达 49%，其中北京、广州、杭州、南京、西安这几个城市中，主流房企的市占率超过六成。

具体来看，我们发现保利发展、中海地产、华润置地、招商蛇口、万科在 18 个重点城市中有 15-16 个城市都进入了 2024 年 1-10 月销售榜单前 20，在重点城市布局较广；而滨江集团、保利发展、绿地控股、绿城中国、城建发展、中海地产、华润置地、首开股份、招商蛇口的深耕程度相对较高，在进榜的重点城市中平均市占率超过 6%。滨江集团在杭州的市占率高达 33%，市占率在当地超过 10% 的有：保利发展在广州、南京和大连，绿城中国在杭州和西安，中海地产在北京、上海、济南和大连，华润置地在大连，招商蛇口在合肥，越秀地产在广州，万科在合肥。

除此以外，我们还发现，当地企业在 18 个重点城市的平均市占率达 22%，核心城市的本土竞争是比较大，非上市房企也较多。其中杭州、深圳、青岛、广州当地企业的市占率较高，占比均超过三成。

图表 75. 我们统计的 24 家主流房企在重点城市的市占率达 49%

主流房企在 18 个重点城市中的市占率 (2024 年 1-10 月销售金额)																				
	进入榜单的城市数量	平均	北京	上海	深圳	广州	杭州	成都	青岛	苏州	南京	长沙	宁波	郑州	重庆	西安	合肥	天津	济南	大连
滨江集团	2	18.2%	-	-	-	-	33%	-	-	-	-	-	3%	-	-	-	-	-	-	-
保利发展	16	7.6%	7%	5%	-	18%	2%	7%	5%	9%	14%	9%	7%	4%	6%	10%	5%	3%	-	12%
绿地控股	2	7.5%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5%	-	10%	-
绿城中国	11	6.8%	3%	5%	-	-	15%	-	-	5%	5%	4%	9%	-	-	12%	-	6%	4%	7%
城建发展	1	6.8%	7%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中海地产	16	6.4%	14%	10%	8%	6%	-	3%	2%	3%	3%	7%	6%	5%	5%	2%	-	6%	12%	11%
华润置地	16	6.3%	8%	5%	8%	6%	4%	8%	2%	4%	4%	10%	3%	5%	8%	8%	9%	-	-	11%
首开股份	1	6.2%	6%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
招商蛇口	15	6.1%	6%	5%	8%	1%	3%	6%	-	4%	9%	10%	4%	1%	7%	9%	14%	-	-	3%
越秀地产	7	5.5%	3%	-	-	18%	5%	3%	3%	-	3%	-	-	3%	-	-	-	-	-	-
万科	16	4.8%	2%	4%	2%	7%	4%	3%	3%	-	5%	5%	5%	5%	-	4%	10%	3%	5%	9%
华发股份	3	4.8%	-	2%	-	-	-	3%	-	-	9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
龙湖集团	10	4.7%	2%	-	-	-	2%	6%	-	6%	2%	6%	-	-	9%	5%	4%	-	4%	-
中国铁建	7	4.6%	-	3%	-	3%	-	7%	-	3%	-	-	-	-	2%	10%	4%	-	-	-
建发国际	6	4.3%	2%	-	-	-	8%	4%	-	5%	3%	4%	-	-	-	-	-	-	-	-
保利置业	3	4.1%	-	-	-	2%	-	-	-	-	-	-	5%	-	-	-	-	-	5%	-
金融街	1	4.0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4%	-	-
中国金茂	8	3.7%	2%	-	-	-	-	-	7%	4%	4%	2%	-	1%	-	5%	-	4%	-	-
新城控股	2	3.3%	-	-	-	-	-	-	-	-	3%	-	-	-	-	-	-	3%	-	-
金地集团	5	2.7%	2%	-	-	-	-	-	2%	-	3%	-	-	-	-	-	-	4%	-	3%
中交地产	2	2.5%	-	-	-	-	-	2%	-	-	-	-	-	-	3%	-	-	-	-	-
华侨城	3	2.4%	-	-	3%	-	-	2%	-	-	-	-	-	-	3%	-	-	-	-	-
城投控股	1	2.3%	-	2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
信达地产	2	2.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1%	-	3%	-	-	-	-
主流房企均值	7	49%	64%	42%	28%	62%	78%	53%	23%	42%	67%	56%	42%	26%	43%	68%	50%	35%	39%	56%

资料来源：中指院，中银证券

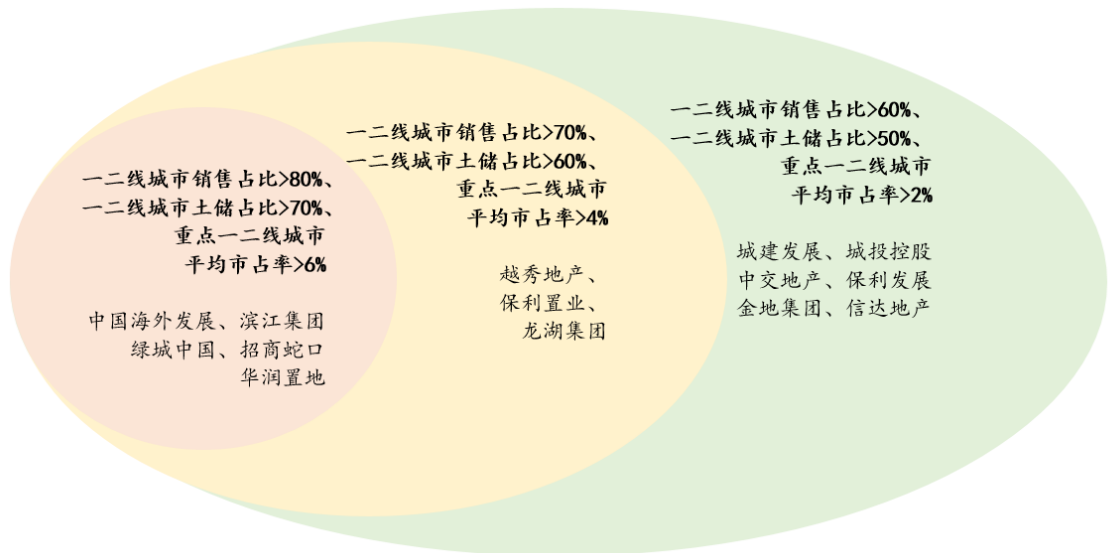
图表 76. 当地企业在 18 个重点城市的平均市占率达 22%，其中杭州、深圳、青岛、广州当地企业的市占率较高，占比均超过三成

典型地方性企业在 18 个重点城市中的市占率 (2024 年 1-10 月销售金额)		
城市	当地 TOP20 企业中的地方性企业	地方性企业市占率
杭州	滨江集团、兴耀房产、建杭置业、中天美好、余杭创新投资、大家房产、杭铁开发、浙江交控、伟星房产、亚伦房地产、方远房地产	68%
深圳	鸿荣源、深铁置业、卓越集团、深业集团、深圳建工、深圳绿景合兴、深圳晶发实业、星河控股、信义地产、宏发集团、海岸地产、颐安集团、中洲控股、京基集团	52%
青岛	君一控股、海信地产、青铁置业、青岛天一仁和、和达集团、青岛城建、瑞源控股、银丰地产、青特置业、山东鲁信置业、青岛世园、鲁商发展	40%
广州	越秀地产、珠实地产、广州地产、广州城投、珠江投资、星河地产、珠光集团	36%
苏州	苏州恒泰、新建元控股、吴中经开、苏高新、吴江城投	25%
宁波	宁波轨道交通、得力房产、维科控股、宁波开发、宁波保障性住房建设、雅戈尔、新中宇集团、伟星房产、大家房产	24%
合肥	安徽置地、合肥城建、皖投置业、中房合肥公司、合肥城投	21%
北京	北京城建、首开股份、北京建工、金力集团、大兴发展	21%
成都	成都轨道城市、锦江统建、天投开发、兴城人居、成都城投置地、成都高投	20%
上海	上海地产、浦东开发、城投控股、大华集团、浦发集团、新静安	15%
长沙	运达地产、城发恒伟、长房集团、梦想置业、麓谷发展、润和城	15%
南京	金基地产、南京南部新城、南京交通投资置业、颐居建设	13%
郑州	郑新建设、正商集团、永威置业、绿都地产、正弘置业、普罗地产、郑州地铁	13%
济南	济高控股、济南城投	12%
天津	泰达建设、天津城投	11%
重庆	金科重庆、海成集团、康田集团、两江产业	9%
西安	天地源、高科地产	4%
大连	大连新型房地产	3%
平均		22%

资料来源：中指院，中银证券

综合来看，中海、滨江、绿城、招蛇、华润五家房企最具区域优势。以上五家房企同时满足一二线城市销售占比>80%，一二线城市土储占比>70%，重点一二线城市平均市占率>6%（排序按照指标高低综合排序得到）。其次是同时满足一二线城市销售占比>70%，一二线城市土储占比>60%，重点一二线城市平均市占率>4%的企业，分别为越秀地产、保利置业和龙湖集团。

图表 77. 综合来看，中海、滨江、绿城、招蛇、华润五家房企最具区域优势



资料来源：中指院，克而瑞，公司财报，中银证券

## 4.2 弹性反转标的：尚存在现金流压力，但得益于化债、销售回款改善等多重逻辑下的困境反转的标的也将受益

不同以往周期，本轮周期中房企端的经营风险、债务到期压力、资金压力均较大，不断有房企出现暴雷事件，导致前期估值大幅下探。本轮后续若市场能回暖，所带来的销售回款也能自发地解决短期的现金流压力。因此，尚存在现金流压力，但得益于化债、政策纾困、需求改善等多重逻辑下的困境反转的标的也将受益。

我们统计梳理并测算了 A 股加港股合计 97 家仍然以地产开发为主业的房企的现金流情况（其中民营房企 40 家、混合所有制房企 7 家、港资企业 5 家、地方国有企业 32 家、中央国有企业 13 家）（完整名单见附录）。我们结合动静态现金流来综合判断各房企的现金流安全性。

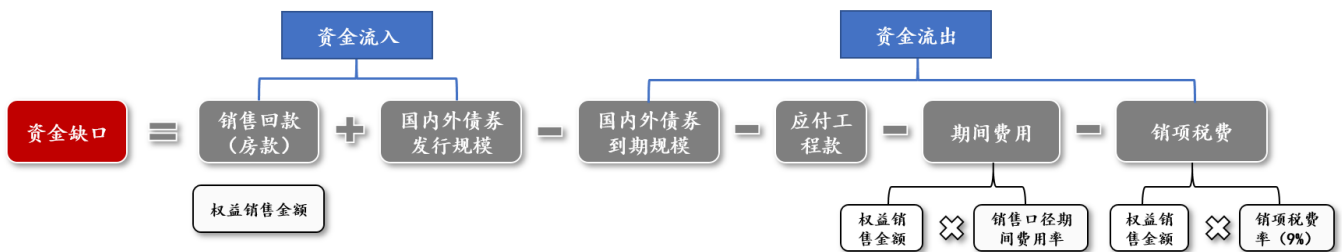
### 计算方式：

**动态现金流：**我们分别测算每个月刚性资金流入和流出的规模。资金流入=销售回款+国内外债券发行规模；资金流出=国内外债券到期规模+应付工程款+期间费用+销项税费。

**静态现金流：**即若考虑在手现金，是否存在资金缺口。我们通过 2024 年 6 月末在手现金+预计 7 至 12 月资金流入-预计 7-12 月资金流出，计算得到各房企预计的 2024 年末预计的在手现金；再通过预计的 2024 年末在手现金+预计 2025 年资金流入-预计 2025 年资金流出得到在手现金无法覆盖 2025 年资金缺口的房企。

说明：我们对房企的现金流压力测算，只考虑了公开债券的到期与发行，未考虑银行借款、信托等其他融资渠道的融资规模与到期规模，也未考虑拿地支出，所以得出的结论可能存在一定偏差，仅作为辅助判断工具。其中在我们测算出来安全的房企并不一定代表绝对安全，有一定安全风险的房企也并非表示一定会暴雷或者出现实质的流动性风险，仍需要观察未来实际经营情况。我们仅根据债券和经营性支出来做底线思维的判断，仅供参考。

图表 78. 计算房企资金缺口



资料来源：中银证券

我们结合动静态现金流来综合判断各房企的现金流安全性。

首先，我们依据在手现金能否覆盖累计的现金流缺口来判断房企静态现金流的安全性（即是否有可能出现流动性风险）。其次，我们对上述静态安全的房企进一步筛选，考虑表外负债的偿付后，部分房企也出现了资金缺口。最后，在考虑表外负债后静态现金流依然安全的前提下，依据 2025 年 1-12 月未来每月单月现金流是否会出现缺口来判断房企动态现金流的安全性。最终，将 97 家房企分成绿、黄、橙、红档。

**静态现金流不安全：**当在手现金已经无法或将要无法覆盖资金缺口，即意味着房企存在静态流动性风险。静态现金流不安全的房企又可以分为两类：

- 1) 危险系数最高的有 33 家（占比 34%），截至 2024 年末，已经出现在手现金无法覆盖资金缺口的情况，不过其中超过六成均为已经暴雷的房企，市场不必过分担忧。
  - 2) 其次，2025 年 1-12 月将要出现在手现金无法覆盖资金缺口的情况，涉及房企 7 家，占比 7%。
- 1) 与 2) 现金流危险系数较高，属于我们分类中的**红档房企**，一共涉及 40 家，占比 41%。

在筛选出表内静态现金流安全的房企后，我们将表外负债也额外考虑进去，会发现部分房企表外负债较多，因此出现了缺口。在额外考虑表外负债的情况下，另有 17 家房企（占比 18%）出现了资金缺口，属于我们分类中的**橙档房企**。不过我们这里将全部表外负债计算在内，但并非全部的表外负债均会在 2025 年末前到期，因此范围应该大于实际情况。

表外负债计算方法：1) A 股：最大化预计表外负债=（少数股东权益占比-少数股东损益占比）\*所有者权益+对非子公司实际担保余额。2) 港股：最大化预计表外负债=（少数股东权益占比-少数股东损益占比）\*所有者权益+合联营企业提供的借款担保金额。3) 若（少数股东权益占比-少数股东损益占比）\*所有者权益小于 0，按 0 计。

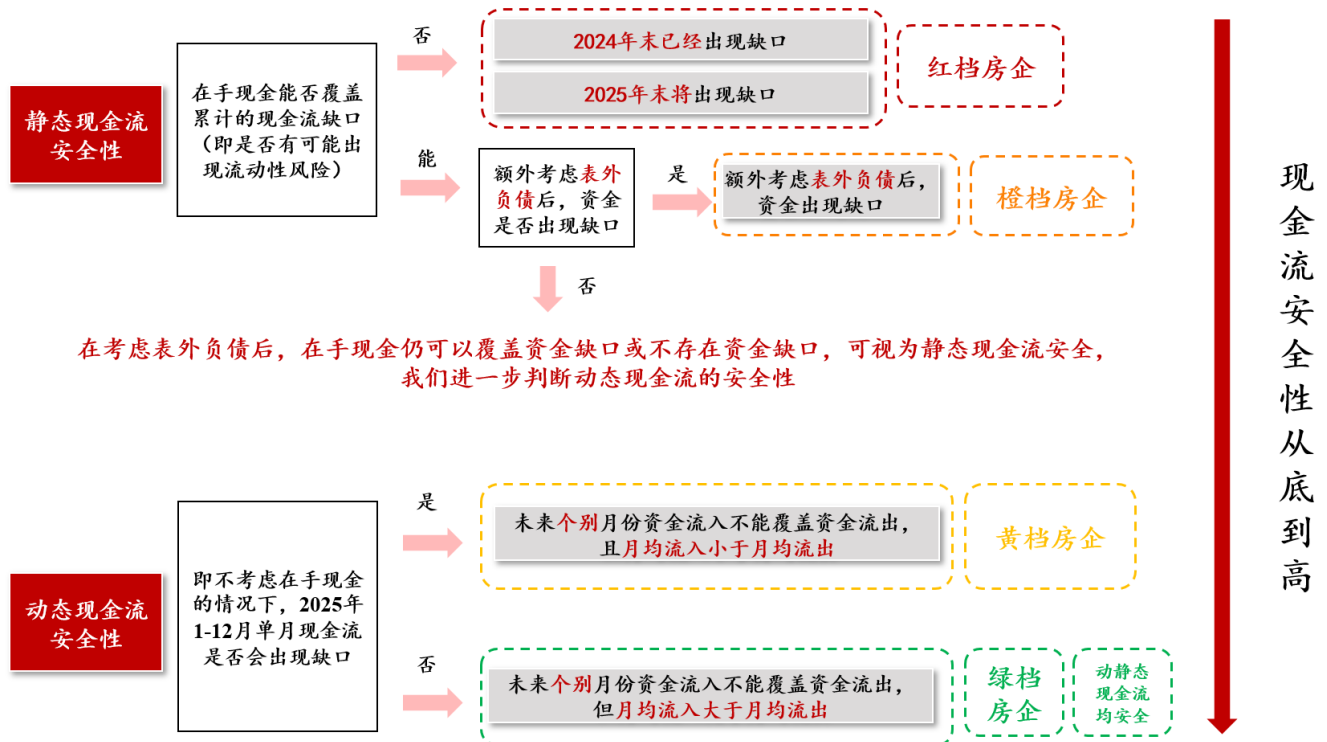
在考虑表外负债后，如果静态现金流依然安全，那么我们就进一步判断动态现金流的安全性：

除去以上 57 家房企，其余 40 家（占比 41%）房企在考虑表外负债后，在手现金仍可以覆盖资金缺口或不存在资金缺口，可视为真正的静态现金流安全。在此基础上，我们来判断房企动态现金流的安全性（即不考虑在手现金的情况下，2025 年 1-12 月单月现金流是否会出现缺口）。我们发现，样本房企中不存在 2025 年每个月的资金流入均大于资金流出的情况。我们认为，整体月均资金流入大于月均流出的房企是相对安全的。我们将动态现金流的安全性按照风险程度分为两类，从高到低：

- 1) 未来个别月份资金流入不能覆盖资金流出，且整体月均流入小于月均流出，涉及房企有 9 家，占比 9%。这类房企我们视为**黄档房企**。
- 2) 未来个别月份资金流入不能覆盖资金流出，但整体月均流入大于月均流出。这类房企主要是在债务到期压力较大的个别月份会存在单月的资金缺口，但其他月份的资金盈余可以动态补偿，涉及房企 31 家，占比 32%，包括保利、招蛇、中海、华润、中交、建发、越秀、绿城、滨江、龙湖及其他等等，多为央国企或区域深耕型优质房企。这类房企是我们认为静态现金流安全、动态现金流也相对安全的房企，视为**绿档房企**。

我们认为，**橙档与黄档房企**可能是本轮周期里底部反转弹性较大的标的。

图表 79. 房企动静态现金流安全性测试框架



资料来源：中银证券

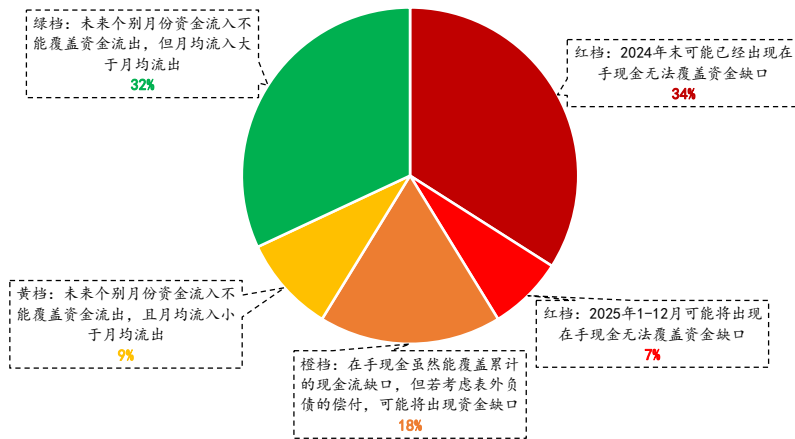
图表 80. 97 家房企现金流安全性分档

房企现金流安全性 (危险系数从高到低)				
静态现金流安全性 (在手现金能否覆盖累计的 现金流缺口: 不考虑受限资金)	动态现金流安全性 (2025 年 1-12 月未来单月 现金流是否会出现缺口)	细分	房企数量 (家)	占比
不安全	-	2024 年末可能已经出现在手现金无法覆盖资金缺口	33	34%
	-	2025 年 1-12 月可能将出现在手现金无法覆盖资金缺口	7	7%
	-	在手现金虽然能覆盖累计的现金流缺口, 但若考虑表外负债的偿付, 可能将出现资金缺口	17	18%
安全	不安全	未来个别月份资金流入不能覆盖资金流出, 且月均流入小于月均流出	9	9%
	相对安全	未来个别月份资金流入不能覆盖资金流出, 但月均流入大于月均流出	31	32%

资料来源: 克而瑞, 中指院, 公司公告, 万得, 中银证券

图表 81. 97 家房企现金流安全性分档

房企现金流安全性分类 (房企数量占比)



资料来源: 克而瑞, 中指院, 公司公告, 万得, 中银证券

## 5 投资建议

当前行业大方向向好较为明确，9月末以来“房地产市场止跌回稳”的定调为市场注入信心，围绕楼市供需两端、经济复苏的政策仍在持续发力过程中，且后续的政策或更具针对性。我们认为，短期关注各项支持政策落地后基本面数据的修复情况以及修复效果的持续性，中长期关注旧改、收储等工作推进带来的行业机会。从标的来看，一方面，流动性安全、重仓高能级城市、产品力突出的房企或更具备 $\alpha$ 属性；另一方面，得益于化债、政策纾困、销售改善等多重逻辑下的困境反转的标的或具备更大的估值修复弹性。

现阶段我们建议关注三条主线：1) 政策宽松后预期能有改善的底部反转弹性标的：金地集团、金地商置、龙湖集团、新城控股。2) 后续政策发力针对性较强的、核心城市布局为主的标的：绿城中国、城建发展、滨江集团、华润置地、招商蛇口。3) 受益于地方政府化债、收储、旧改类的地方国企：越秀地产、城投控股、建发国际、华发股份。

## 6 风险提示

房地产调控政策效果不及预期：各地密集出台供需端政策，但从实施效果来看，对市场的提振效果较为有限。

房地产行业基本面超预期下行：行业销售短期仍存在波动，行业新开工、投资等关键性指标存在进一步下行风险。

融资收紧风险：需注意各类融资政策的实际落地效果和资金到位情况，房企仍普遍面临资金紧张的风险。

## 7 附录

### 现金流压力测试：97 家房企

97 家房企分类	
民营企业 (40 家)	新城控股、华夏幸福、香江控股、滨江集团、荣盛发展、世荣兆业、福星股份、三湘印象、荣安地产、金辉控股、港龙中国地产、正荣地产、美的置业、中国奥园、雅居乐集团、龙光集团、融信中国、中梁控股、阳光 100 中国、九龙仓置业、弘阳地产、中骏集团控股、合景泰富集团、花样年控股、佳兆业集团、禹洲集团、时代中国控股、龙湖集团、旭辉控股集团、建业地产、世茂集团、合生创展集团、众安集团、正商实业、绿景中国地产、大名城、中洲控股、富力地产、融创中国、宝龙地产
混合所有制 (7 家)	万科 A、绿地控股、金地集团、绿城中国、远洋集团、华南城、金地商置
港资企业 (5 家)	瑞安房地产、新世界发展、仁恒置地、新鸿基地产、嘉里建设
中央国有企业 (13 家)	信达地产、保利发展、南山控股、招商蛇口、中交地产、华侨城 A、大悦城、华润置地、中国金茂、中国海外发展、五矿地产、中国海外宏洋集团、保利置业集团
地方国有企业 (32 家)	北辰实业、京能置业、上实发展、华远地产、光明地产、珠江股份、京投发展、中华企业、天地源、陆家嘴、城投控股、栖霞建设、首开股份、华发股份、津投城开、城建发展、云南城投、格力地产、大龙地产、合肥城建、天保基建、津滨发展、中国武夷、渝开发、金融街、天健集团、深深房 A、沙河股份、深振业 A、建发国际集团、粤海置地、越秀地产

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371