

## 【宏观专题】

# 稳增长下，“旧改”的变与不变——扩内需系列五

### ❖ 前言：

4月以来，关于老旧小区改造问题多次被部委乃至更高层面提及，老旧小区改造成为今年稳增长背景下扩内需的重要措施之一。但回顾过去，不难发现，老旧小区改造，并不是一个很新的话题。早在2017年12月就开始在15个城市予以试点，在2018年两会、2019年两会政府工作报告中都有提到要推进老旧小区改造。甚至在2019年年中，分别出现在6月19日的国常会会议内容以及7月30日的政治局工作部署中。

此次，老旧小区改造再次被决策层高频提及，对于老旧小区改造的内涵、投资规模、资金来源是否发生了变化？我们逐一予以梳理。

今年旧改投资规模，按目前700万户的改造计划，正常小区每户改造资金2万元估算，投资规模在1400亿左右。若小区改造内容较多，单户投资规模较高，比如参考目前丽江的单户7万元的投资估算，则全年投资规模可以接近5000亿。

### ❖ 我们发现不变之处至少有三处

（一）旧改的小区范围没有改变。基本还是要求2000年年底建设的小区。这个范围没有改变，意味着待旧改的总量基本是确定的，根据住建部的初步摸排，大概是30亿平米左右。若按每户100平米估算，则对应3000万户。若一年完成旧改700万户，则4年可以全部旧改完毕。

（二）旧改的内容没有改变。我们比较2019年4月16日国务院关于老旧小区改造的政策吹风会与2020年7月1日国务院关于老旧小区改造的政策吹风会，发现两次吹风会上住建部对老旧小区改造的内容的表述基本一致。即改造分为基础类、完善类、提升类。

（三）旧改的每户投资金额基本没有改变。这个不变来自于旧改的内容没有改变。目前看多数地区改造投入折合每户在1-2万左右，个别地区可能会有少量的小区改造投入资金较大。

### ❖ 我们发现变化之处至少有三处

（一）旧改的速度在加快。2018年15个试点城市合计改造5.9万户，2019年全国合计改造352万户，2020年预计改造700万户。今年旧改体量较大的省份有黑龙江、山东、四川、河南、陕西等。

（二）中央财政支持力度在加大。此前，旧改资金来源主要是各地地方财政，中央支持的力度较小。2019年8月22日，将旧改纳入保障性住房资金补助计划。2019年，中央旧改专项补助预计为300亿元。全国合计改造352万户，即使按每户改造资金2万元计算，中央专项补助也占旧改投入规模的40%以上。今年旧改规模翻倍下，中央专项补助预计将进一步加大，且相比2019年，下达进度大幅提前，形成实物投资进度更快。

（三）专项债成为旧改资金来源可选项。5月以来，已发以及代发的专项债中，开始明显出现用于旧改的专项债，整体规模大概在20亿左右。体量偏小。

### ❖ 我们提示未来可能的两点变化

（一）旧改的债务资金来源是否会进一步拓宽？我们觉得可能的拓宽渠道是允许城投平台或地产商发行企业债支持旧改。

（二）旧改是否会成为房企增加土地储备的途径之一？我们觉得这种可能性是存在的。主要的线索如下：1）4月3日，住建部电视电话会议上，表示，鼓励房地产商参与老旧小区改造。2）富力地产2019年年报披露，已透过在三个城市的城市更新项目转化了179万平方米土地储备。

### ❖ 风险提示：

旧改规模进一步加大，单户投资规模大幅上行。

## 华创证券研究所

### 证券分析师：张瑜

电话：010-66500918  
邮箱：zhangyu3@hcyjs.com  
执业编号：S0360518090001

### 证券分析师：陆银波

电话：010-66500987  
邮箱：luyinbo@hcyjs.com  
执业编号：S0360519100003

## 相关研究报告

《【华创宏观】美联储会进行YCC吗？——4月FOMC会议点评&疫世界资产观系列十》

2020-04-30

《【华创宏观】2019年为境内外证券投资的大进大出年——2020年跨境资本季度跟踪第2期》

2020-05-05

《【华创宏观】三个细节看当下宏观——思想汇第八期》

2020-05-06

《【华创宏观】从全球价值链角度看中国制造——全球价值链研究系列一》

2020-05-10

《【华创宏观】四维度跟踪海外经济重启——疫后世界观·系列一》

2020-05-12

## 投资主题

### 报告亮点

**对旧改的分析更加透彻。**第一，通过比较的方式，将旧改今年与往年相同的、不同的都予以清晰的呈现。旧改并非全新的事物，即使没有这次疫情，旧改也会在政府的工作部署之中。但疫情的到来，使得今年稳增长压力加大，对旧改的一些投资节奏、资金来源等方面作了些调整。**第二，提示了两个可能变化的方向。**从资金来源角度，提示有进一步调整的可能。从房企的东西看，提示旧改的内涵有拓宽的可能。**第三，通过更加详实的数据展示旧改的投资规模。**这一点，市场略有争议，4万亿之声频频见于报道，但从目前的情况看，旧改的规模远远没有那么大。

### 投资逻辑

将目前旧改的状况与往年作比较，分析三个不变之处、三个变化之处。进而延展到未来展望，提示两个可能的变化。

# 目 录

一、稳增长下，“旧改”的不变之处在哪？ .....	6
（一）旧改的小区范围没有改变 .....	6
（二）旧改的改造内容没有改变 .....	7
（三）旧改的每户投资金额基本没有改变 .....	7
二、稳增长下，“旧改”的变化之处在哪？ .....	8
（一）旧改的速度在加快，今年规模同比翻倍 .....	8
（二）中央财政支持力度在加大 .....	9
（三）专项债成为资金来源可选项 .....	9
三、后续可能的变化还会在哪？ .....	10
（一）旧改的债务资金来源：会进一步扩宽吗？ .....	10
（二）地产商参与旧改：会成为拿地的途径之一吗？ .....	11

## 图表目录

图表 1 各省 2019-2020 年老旧小区改造计划.....	8
图表 2 专项债用于老旧小区改造情形一.....	10
图表 3 专项债用于老旧小区改造情形二.....	10

前言：

4月以来，关于老旧小区改造问题多次被部委乃至更高层面提及，老旧小区改造成为今年稳增长背景下扩内需的重要措施之一。但回顾过去，不难发现，老旧小区改造，并不是一个很新的话题。早在2017年12月就开始在15个城市予以试点，在2018年两会、2019年两会政府工作报告中都有提到要推进老旧小区改造。甚至在2019年年中，分别出现在6月19日的国常会会议内容中以及7月30日的政治局工作部署中。

此次，老旧小区改造再次被决策层高频提及，对于老旧小区改造的内涵、投资规模、资金来源是否发生了变化？我们逐一予以梳理。梳理的内容，着重比较今年老旧小区改造与以前老旧小区改造相比，哪些东西发生了变化？哪些没有？未来可能会有哪些变化？

今年旧改投资规模，按目前700万户的改造计划，正常小区每户改造资金2万元估算，投资规模在1400亿左右。若小区改造内容较多，单户投资规模较高，比如参考目前丽江的单户7万元的投资估算，则全年投资规模可以接近5000亿。

我们发现不变之处至少有三处。

第一是旧改的小区范围没有改变。基本还是要求2000年年底前建设的小区。这个范围没有改变，意味着待旧改的总量基本是确定的，根据住建部的初步摸排，大概是30亿平米左右。若按每户100平米估算，则对应3000万户。若一年完成旧改700万户，则4年可以全部旧改完毕。

第二是旧改的内容没有改变。我们比较2019年4月16日国务院关于老旧小区改造的政策吹风会与2020年7月1日国务院关于老旧小区改造的政策吹风会，发现两次吹风会上住建部对老旧小区改造的内容的表述基本一致。即改造分为基础类、完善类、提升类。基础类包括水暖气路等市政配套基础设施改造提升，还有小区建筑物公共部位维修等。完善类包括小区的环境及配套设施改造提升，有条件的加装电梯等。提升类的包括社区公共服务产品的供给，比如养老、托育、卫生防疫、助餐等。

第三是旧改的每户投资金额基本没有改变。这个不变来自于旧改的内容没有改变。目前看多数地区改造投入折合每户在1-2万左右，个别地区可能会有少量的小区改造投入资金较大。如丽江，2020年投资2.6亿改造3566户，平均每户投资高达7.3万。以省为单位看，安徽，2019年全省20.4万户，投资估算为25.9271亿，平均每户投资1.27万。到2020年，下达的改造计划涉及户数25.9691万户，预计投资金额为32.9969亿，平均每户投资依然是1.27万。河北，2018年便已下发三年改造计划，每年的每户投资金额自然没有变化。按其规划，三年改造141.31万户居民，供需改造资金129.6亿元，平均每户不足1万。河南，2019年改造50万户，投资金额为80亿左右，平均每户为1.6万。2020年，“河南已上报申请中央补助资金支持的老旧小区是5480个，约66.6万户，预计投资134亿元”，平均每户2万。旧改每户投资金额变化不大的情况下，意味着旧改的投资总量基本可以确定。按照30亿平米的旧改总量，假设折合成户数为3000万户，每户投资2万，则旧改市场规模总量在6000亿左右。2020年按目前住建部摸排的700万户的改造计划看，投资总量在1400亿左右。若2020年每户投资参考丽江的情况，每户投资7万元以上，则投资总量可以达到5000亿。

我们同样发现变化之处至少也有三处。

第一是旧改的速度在加快。2018年15个试点城市合计改造5.9万户，2019年全国合计改造352万户，2020年预计改造700万户。2020年改造规模同比翻番。今年旧改体量较大的省份有黑龙江、山东、四川、河南、陕西等。

第二是中央财政支持力度在加大。此前，旧改资金来源主要是各地地方财政，中央支持的力度较小。（比如河北2018至2020年三年行动计划共需改造资金129.6亿，其中112.3亿元由市、县两级财政筹集）。2019年8月22日，财政部、住建部联合印发了更新后的《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》（财综〔2019〕31号，以下简称“管理办法”），将旧改纳入保障性住房资金补助计划。自此，中央财政开始对老旧小区改造提供专项补助。2019年，中央旧改专项补助预计为300亿元。全国合计改造352万户，即使按每户改造资金2万元计算，中央专项



补助也占旧改投入规模的 40%以上。以河南为例，2019 年获得中央旧改专项补助 45 亿元，资金额居全国首位，其在 2019 年改造老旧小区户数为 50 万户，总投入资金在 80 多亿元，中央专项补助占总投入的一半以上。

今年旧改规模翻倍下，中央专项补助预计将进一步加大，且相比 2019 年，下达进度大幅提前，形成实物投资进度更快。2019 年由于旧改纳入专项补助支持范围是在 8 月，各省获得中央下达的 2019 年旧改专项补助资金基本都在 11-12 月左右，实际形成实物投资可能基本都在 2020 年。而 2020 年的旧改专项补助资金，则下达时间较早。

第三是专项债成为旧改资金来源可选项。专项债的使用范围，在 2019 年 9 月经历过大的变动，但彼时尚未将老旧小区纳入支持范围。从今年 3 月-4 月的政府的几次表态看，老旧小区改造纳入专项债券的支持范围大概率从 2020 年开始，甚至可能从 2020 年 4 月开始。4 月 3 日国务院联防联控机制发布会上，财政部表示，“根据中央经济工作会议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的要求，在专项债的使用范围方面做了调整，将城镇老旧小区改造纳入了专项债券的支持范围。”4 月 14 日国常会，“建立政府与居民、社会力量合理共担改造资金的机制，中央财政给予补助，地方政府专项债给予倾斜，鼓励社会资本参与改造运营。”

5 月以来，已发以及代发的专项债中，开始明显出现用于旧改的专项债，但整体规模目前大概在 20 亿左右。目前直接在债券全称中包含老旧小区改造字样的专项债有三只，分别是 20 深圳债 58、20 天津债 53、20 深圳债 34，三只专项债合计发行规模 6.03 亿，发行日期在 5 月 18 日、5 月 21 日。此外，部分地区将老旧小区改造项目与其他项目捆绑发行专项债，比如，广东省政府专项债券第五十四与五十五期，合计发行规模 90.2347 亿，其中用与老旧小区改造的项目融资规模为 4.9 亿元。再比如，宁波，2020 年宁波市政府专项债券(五至八期)拟发行总额 66 亿元，债券资金将用于交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业和民生工程、市政和产业园区基础设施、城镇老旧小区改造等领域项目建设。用途中已经包括了城镇老旧小区改造。

除了以上三个不变与三个变化之外，我们还关注未来的两点可能的变化。

**第一个是旧改的债务资金来源是否会进一步拓宽？我们觉得可能的拓宽渠道是允许城投平台或地产商发行企业债支持旧改。主要的线索如下：**1) 从《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》文件中可知，旧改、棚户区改造、公租房保障都属于城镇保障性安居工程专项资金的支持范围，也即，旧改与棚改、公租房建设性质上可能相近，都是民生工程。2) 棚改的债务资金来源有棚改专项债与企业债。公租房保障建设是否可以发行专项债尚不确定，但公租房保障建设是可以发行企业债的。3) 企业债最初不得用于地产买卖，从 2011 年开始才支持地产企业、城投平台发行企业债从事保障房建设。

**第二个是旧改是否会成为房企增加土地储备的途径之一？我们觉得这种可能性是存在的。主要的线索如下：**1) 4 月 3 日，住建部电视电话会议上，表示，鼓励房地产商参与老旧小区改造。但此前，房地产商有参与过老旧小区改造，但是以 BOT 的形式，参与改造，然后获得一定期限的运营权。这种方式一般适用于文化古街等，可推广性不强。2) **地产公司富力地产近两年的动向值得关注。**富力集团于 2019 年 4 月成立富力城市更新集团，主营业务包括旧村改造，旧厂改造及旧城改造。2019 年富力地产年报披露，已透过在三个城市的城市更新项目转化了 179 万平方米土地储备。预计未来数年内通过城市更新项目转换的潜在土地储备建筑面积超过 4,000 万平方米。

正文：

## 一、稳增长下，“旧改”的不变之处在哪？

### (一) 旧改的小区范围没有改变

老旧小区改造，首先要明确，哪些小区要改造。明前可以确定的是，原则上要求 2000 年年底前建设的小区。2020 年 4 月 16 日，国务院政策例行吹风会上，住建部表示，“按照 4 月 14 日国务院常务会议要求，重点抓好以下工作：一是明确城镇老旧小区改造任务。重点改造 2000 年年底前建成的住宅区。”

此前，各地执行层面，对老旧小区改造基本都要求 2000 年年底建成。如浙江宁波，《宁波市城镇老旧小区改造三年

行动方案（2020—2022 年）》（征求意见稿），对改造范围的表述如下：“优先改造国有土地上 2000 年底前建成交付且未列入棚改计划、征收计划的老旧小区和可维修加固使用的楼房。2000 年后建成的使用功能不完善、配套设施不完备、公共服务及社会服务缺项较多且居民改造意愿强烈的住宅小区，也可进行城镇老旧小区改造。”如河北省，《河北省老旧小区改造三年行动计划（2018-2020 年）》，对改造范围的表述如下：“对全省 2000 年（含）前建成的环境条件差、配套设施不全或破损严重、无障碍建设缺失、管理服务机制不健全，且未纳入棚户区改造计划的住宅小区以及住宅楼进行改造”。

这一范围的明确，意味着什么？意味着需要改造的总的建筑面积可以予以估算。我们提供两个数据来源，基本可以确定，待改造的老旧小区建筑面积在 30 亿平方米左右。第一，2020 年 4 月 16 日，国务院政策例行吹风会上，住建部表示，“我们摸了一个底，需要改造的 2000 年以前建成的老旧小区的量，大概有 30 亿平方米”。第二，我们根据 2010 年普查数据做了个推算。当时（2010 年），2000 年以前的城市建筑面积是 55.8 亿平米，其中河北省是 2.23 亿平米。到 2018 年，河北省全省明确的待改造的老旧小区建筑面积为 1.15 亿平米，据此推算，全国参考河北标准（基本属于通用标准），则待改造的老旧小区建筑面积是 28.7 亿平米。与住建部摸排的数据基本吻合。

## （二）旧改的改造内容没有改变

老旧小区改造，其次要明确，对小区改造，改造什么？

2019 年 7 月 1 日，国务院政策例行吹风会上，住建部对老旧小区改造的内容，提到三点。“第一，保基本的配套设施。比如老旧小区里和居民生活直接关系的水、电、气、路等市政基础设施的维修完善等。第二，在保基本的基础上，回应群众关切，鼓励在改造中建设一些提升类的基础设施。包括公共活动场地，有条件的地方配建停车场、活动室、物业用房等。第三，完善基本公共服务和基本公共环境，这里最关键的就是完善公共服务，包括完善社区的养老、抚幼、文化室、医疗、助餐、家政、快递、便民、便利店等设施，这些设施后面都带着公共服务”。

2020 年 4 月 16 日，国务院政策例行吹风会上，住建部再次对老旧小区改造的内容，予以解读，但基本与 2019 年的解读差异不大。依然是基础类+完善类+提升类。“我们把改造内容分成三类，基础类包括水暖气路等市政配套基础设施改造提升，还有小区建筑物公共部位维修等。完善类包括小区的环境及配套设施改造提升，有条件的加装电梯等。提升类的包括社区公共服务产品的供给，比如养老、托育、卫生防疫、助餐等”。

## （三）旧改的每户投资金额基本没有改变

老旧小区改造，再次要明确，单位投资金额大概多少？考虑到改造内容基本没有发生太大变化。单位户数的改造资金在今年基本和往年变化不大。多数地区大概平均每户 1 万-2 万左右，个别地区可能会有少量的小区改造投入资金较大。如丽江，2020 年投资 2.6 亿改造 3566 户，平均每户投资高达 7.3 万。

典型省份如安徽，2019 年全省 20.4 万户，投资估算为 25.9271 亿，平均每户投资 1.27 万。到 2020 年，下达的改造计划涉及户数 25.9691 万户，预计投资金额为 32.9969 亿，平均每户投资依然是 1.27 万。至于像河北，2018 年便已下发三年改造计划，每年的每户投资金额自然没有变化。按其规划，三年改造 141.31 万户居民，供需改造资金 129.6 亿元，平均每户不足 1 万。其他有全省投资数据的还有河南，2019 年改造 50 万户，投资金额为 80 亿左右，平均每户为 1.6 万。2020 年，“河南已上报申请中央补助资金支持的老旧小区是 5480 个，约 66.6 万户，预计投资 134 亿元”，平均每户 2 万。

市一级的数据体量较大的如成都，“2015 年以来，成都市开始实施老旧院落改造工作，截至 2018 年，已投 20.9 亿元资金，完成了 3191 个老旧小区改造，22 万余户居民从中获益”，每户居民投资金额不足 1 万。如呼和浩特，“截止 2016 年底，呼和浩特市共投入资金 48.64 亿元，完成全市范围内 2000 年以前建成且符合改造条件老旧小区的 1755 个，改造面积达 2327 万平方米，惠及居民约 37 万户、100 万人。”每户居民投资金额在 1.3 万元。

## 二、稳增长下，“旧改”的变化之处在哪？

### （一）旧改的速度在加快，今年规模同比翻倍

2018年15个试点城市合计改造5.9万户，2019年全国合计改造352万户，2020年预计改造700万户。2020年改造规模同比翻番。（注：全国30亿米的待改造面积，按每户100平计，大概是3000万户，按2020年的改造数量，到2023年全国老旧小区基本能改造完毕）。

根据2019年7月1日，国务院政策例行吹风会上，住建部对老旧小区改造的介绍，“2017年底，住房和城乡建设部在厦门、广州等15个城市启动了城镇老旧小区改造试点，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”。

根据2020年4月16日，国务院政策例行吹风会上，住建部对老旧小区改造的内容的介绍，“2019年，各地改造城镇老旧小区1.9万个，涉及居民352万户。2020年，各地计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户。”

图表1 各省2019-2020年老旧小区改造计划

	2019年				2020年			
	小区数量 (个)	涉及居民户 数(万户)	投资金额 (亿元)	每户投资金额 (万元/户)	小区数量 (个)	涉及居民 户数(万)	投资金额 (亿元)	每户投资金额 (万元/户)
黑龙江		6.6			1147	40.0		
吉林					1945	27.0		
辽宁					894	35.8		
北京								
河北	2779			0.92	1369	33.7		0.92
内蒙古								
山西								
天津								
安徽	523	20.4	25.92	1.27	871	26.0	33	1.27
福建						33.0		
江苏	300				500			
山东		20.0				40.0		
上海								
浙江					500			
甘肃								
宁夏	131	2.8			242	5.2		
青海		3.0				5.0		
陕西					2877	36.4		
新疆								
贵州					305	6.0		
西藏								
重庆					1700	30.0		
云南					1000			
四川					4193	46.3		
广东省								
广西					1363	16.7		
海南	41	0.4			153	2.0		
河南	3383	50.0	80	1.6	5480	66.6	134	2.01
湖北					2530	34.3		
湖南					1000			
江西	686	26.6			1506	33.1		

资料来源：各省两会工作报告，各省住建部官网，华创证券



## （二）中央财政支持力度在加大

此前，旧改资金来源主要是各地地方财政，中央支持的力度较小。（比如河北 2018 至 2020 年三年行动计划共需改造资金 129.6 亿，其中 112.3 亿元由市、县两级财政筹集）。2019 年 8 月 22 日，财政部、住建部联合印发了更新后的《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》（财综〔2019〕31 号，以下简称“管理办法”），将旧改纳入保障性住房资金补助计划。自此，中央财政开始对老旧小区改造提供专项补助。

“管理办法”对老旧小区改造相关内容有两点值得关注。第一，支持范围，“主要用于小区内水电路气等配套基础设施和公共服务设施建设改造，小区内房屋公共区域修缮、建筑节能改造，支持有条件的加装电梯支出”。基本对应老旧小区改造三大项中基础类与完善类，不涉及提升类。第二，资金分配，采取因素法，“按照各地区年度老旧小区改造面积、改造户数、改造楼栋数、改造小区个数和绩效评价结果等因素以及相应权重，结合财政困难程度进行分配。”权重最大的是改造面积与改造户数，2019 年各占 40%。

目前看，中央专项补助资金目前已经成为旧改的主要资金来源。2019 年，中央旧改专项补助预计为 300 亿元。全国合计改造 352 万户，即使按每户改造资金 2 万元计算，中央专项补助也占旧改投入规模的 40% 以上。以河南为例，2019 年获得中央旧改专项补助 45 亿元，资金额居全国首位，其在 2019 年改造老旧小区户数为 50 万户，总投入资金在 80 多亿元，中央专项补助占总投入的一半以上。

今年旧改规模翻倍下，中央专项补助预计将进一步加大，且相比 2019 年，下达进度大幅提前，形成实物投资进度更快。2019 年由于旧改纳入专项补助支持范围是在 8 月，各省获得中央下达的 2019 年旧改专项补助资金基本都在 11-12 月左右，实际形成实物投资可能基本都在 2020 年。而 2020 年的旧改专项补助资金，则下达时间较早。比如，江苏财政厅 2019 年 11 月 29 日，公布获得 2020 年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金 2.97 亿用于老旧小区改造。比如，江西，4 月 22 日，发改委、住建部下中央预算内投资 19.57 亿用于江西老旧小区改造。

## （三）专项债成为资金来源可选项

专项债的使用范围，在 2019 年 9 月经历过大的变动，但彼时尚未将老旧小区纳入支持范围。从今年 3 月-4 月的政府的几次表态看，老旧小区改造纳入专项债券的支持范围大概率从 2020 年开始，甚至可能从 2020 年 4 月开始。

2019 年 9 月 4 日，国常会上，并未提到将老旧小区纳入专项债使用范围。“会议确定，一是根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。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。”

2020 年 3 月-4 月的几次会议看，老旧小区改造已经纳入专项债支持范围。3 月 31 日国常会，“会议指出，要进一步增加地方政府专项债规模，扩大有效投资补短板。要在前期已下达一部分今年专项债限额的基础上，抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债，按照‘资金跟着项目走’原则，对重点项目多、风险水平低、有效投资拉动作用大的地区给予倾斜，加快重大项目和重大民生工程建设。”4 月 3 日国务院联防联控机制发布会上，财政部表示，“根据中央经济工作会议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的要求，在专项债的使用范围方面做了调整，将城镇老旧小区改造纳入了专项债券的支持范围。”4 月 14 日国常会，“建立政府与居民、社会力量合理共担改造资金的机制，中央财政给予补助，地方政府专项债给予倾斜，鼓励社会资本参与改造运营。”

已发及待发行的专项债中，是否已经有用于老旧小区改造？5 月出开始现一些用于旧改的专项债，但整体规模目前大概在 20 亿元左右。目前直接在债券全称中包含老旧小区改造字样的专项债有三只，分别是 20 深圳债 58、20 天津债 53、20 深圳债 34，三只专项债合计发行规模 6.03 亿，发行日期在 5 月 18 日、5 月 21 日。此外，部分地区将老旧小区改造项目与其他项目捆绑发行专项债，比如，广东省政府专项债券第五十四与五十五期，合计发行规模 90.2347 亿，其中用与老旧小区改造的项目融资规模为 4.9 亿元。再比如，宁波，2020 年宁波市政府专项债券(五至八期)拟发

行总额 66 亿元,债券资金将用于交通基础设施,能源,农林水利,生态环保,社会事业和民生工程,市政和产业园区基础设施,城镇老旧小区改造等领域项目建设。用途中已经包括了城镇老旧小区改造。

图表 2 专项债用于老旧小区改造情形一

2020年广东省民生服务专项债券(四期~五期,发行规模90.2347亿元),用于老旧小区部分					
区划	项目名称	总投资	计划融资	已融资	本批债券计划融资
清城区	东城老旧小区改造配套基础设施项目	2	1	0	1
清城区	凤城街老旧小区升级改造及周边环境整治项目	1.49	1	0	1
清城区	横荷街道老旧小区、单体楼升级改造项目	0.5	0.25	0	0.25
清城区	洲心街道老旧小区、单体楼改造工程	1.5	1	0	1
佛冈县	佛冈县县城老旧小区提质改造工程	3.6	2	0	1
乐昌市	乐昌市城区老旧小区提升改造工程	2.65	0.45	0	0.45
乐昌市	乐昌市镇区老旧小区改造工程	2.62	0.2	0	0.2
合计		14.36	5.9	0	4.9

资料来源: WIND, 华创证券

图表 3 专项债用于老旧小区改造情形二

债券简称	债券全称	发行起始日	计划发行规模(亿)	发行期限(年)
20深圳债58	2020年深圳市(龙华区)城镇老旧小区改造专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(五十六期)	2020-05-18	0.57	7.00
20天津债53	2020年天津市政府城镇老旧小区改造专项债券(一期)-2020年天津市政府专项债券(五十二期)	2020-05-21	3.30	30.00
20深圳债34	2020年深圳市(福田区)城镇老旧小区改造专项债券(一期)-2020年深圳市政府专项债券(三十三期)	2020-05-18	2.16	10.00

资料来源: WIND, 华创证券

### 三、后续可能的变化还会在哪?

#### (一) 旧改的债务资金来源: 会进一步扩宽吗?

可能的拓宽渠道是允许城投平台或地产商发行企业债支持旧改。主要的线索如下:

**第一, 旧改可能与棚改、公租房保障都属于安居工程的范畴。**从《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》文件中可知, 旧改、棚户区改造、公租房保障都属于城镇保障性安居工程专项资金的支持范围, 也即, 旧改与棚改、公租房建设本质上都属于国家财政资金支持的保障城镇居民基本需求、改善其居住条件的安居工程。

**第二, 棚改与公租房保障建设引入了哪些债务资金?**棚改有棚改专项债与企业债。公租房保障建设是否可以发行专项债尚不确定, 但公租房保障建设是可以发行企业债的。

**第三, 企业债最初不得用于地产买卖, 从 2011 年开始才支持地产企业、城投平台发行企业债从事保障房建设。**根据《国家发展改革委关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》(发改财金[2004]第 1134 号), “不得用于房地产买卖和股票、期货交易等风险性投资”。根据《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》(发改办财金[2011] 1388 号), “地方政府投融资平台公司从事包括公租房、廉租房、经济适用房、限价房、棚户区改造等保障性住房项目建设的, 如果符合国发[2010] 19 号文要求, 以及投融资平台公司发债的各项条件, 可申请通过发行企业债券的方式进行保障性住房建设项目的融资。从事或承担公租房、廉租房、经济适用房、限价房、棚户区改造等保障性住房建设项目的其他企业, 也可在政府核定的保障性住房建设投资额度内, 通过发行企业债券进行项目融资。”。

## （二）地产商参与旧改：会成为拿地的途径之一吗？

4月3日，住建部电视电话会议上，表示，鼓励房地产商参与老旧小区改造。“积极扩大住房和城乡建设领域有效投资和消费。抓好棚户区改造、政策性租赁住房建设和城镇老旧小区改造，进一步完善支持政策，加快推进改造项目开工复工。推动住房租赁企业经营模式转变，鼓励房地产开发企业参与老旧小区改造，以及养老、租赁住房建设等，推动物业服务企业大力发展线上线下社区服务业，建设智慧社区。”。

地产商参与老旧小区改造，之前的案例是通过 BOT 的形式，参与其改造并获得一定期限的运营权。但这种形式一般只适用于一些文化古街等，可能可复制性不强。比如，广州恩宁路二期，由万科投资，占地约 8.15 万平方米，总投资 10.7 亿，运营期 15 年，定位为广州西关历史文化创意街区。

从富力地产的年报看，确有通过城市更新获得更多土地的规划，尽管其定义的城市更新包括旧村改造、旧厂改造、旧城改造，比老旧小区改造的范畴更大。但目前可能也不排除，部分老旧小区改造项目最终能够成为地产商获得土地储备的方式之一。“在二零一九年，本集团……按平均收购成本每平方米人民币 2,600 元在中国三十二个城市收购人民币 244 亿元或相当于 940 万平方米的土地储备……本集团在城市更新项目方面亦取得重大进展，已透过在三个城市的城市更新项目转化了 179 万平方米土地储备。根据过往交易，通过城市更新获得的土地储备通常较招拍挂及收购项目所获得的利润率更高。本集团拥有大量可转换土地储备的机会，预计未来数年内通过城市更新项目转换的潜在土地储备建筑面积超过 4,000 万平方米。”根据富力城更集团公众号消息，富力集团于 2019 年 4 月成立富力城市更新集团，主营业务包括旧村改造，旧厂改造及旧城改造。其中的旧城改造可能与老旧小区改造有一定的重叠。

## 宏观组团队介绍

### 组长、首席分析师：张瑜

中国人民大学经济学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围。

### 研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 研究员：高拓

加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 助理研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。



## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500