

城市更新

---快速城市化过程的机会

报告要点

■ 快速城镇化中的“城市病”

一般来说,在城市化进程中有两个拐点,第一个拐点位于城镇化率 30% 左右,第二个拐点位于 70% 左右。在城市化发展进程的第一个拐点后将会出现一个城镇人口比例高速增长的时期。在这个阶段,由于城市化的速度快于城市设施建设和城市开发的速度,会产生许多“城市病”。1996 年我国城市化率跨过 30% 这个临界点,此后几年城市化进程明显加快。

■ 城市更新的经验

本文详细阐述了国外城市更新的经验。香港的经验对于我们更有借鉴意义:单纯商业性的开发并不能保证旧城改造取得理想的成效;旧城改造必须要有政府的参与,主要手段应是通过专门机构来调控土地一级市场;“连系地盘”的做法是旧城改造的重要策略;通过专门资金来保证小规模修缮性改造是大规模改造必不可少的补充。90 年代以后,我国大规模的城市改建如火如荼,拆迁和赔偿成为旧城改造永远的、唯一的话题。尽管中国城市更新改造由单方向走向多方向,由政府主导逐渐向社会、城市发展理性需要的功能主导转变,但是对于利润的追求,以物业价值的提高为目标的城市更新,必然造成城市更新对社会和可持续发展因素考虑不足,从而引发很多的问题。

■ 上市公司的机会

当前我国处于城市化加速的阶段,各地城市改造的规模较大。在土地日益显得稀缺的今天,城中村改造将为开发商提供另一条盈利路径。武汉规划局表示到 2012 年武汉将完成 52 个城中村改造,涉及投资超过一千万。福星的项目主要是通过参与武汉城中村与旧城改造换取的,是受益武汉城中村改造最大的公司。在旧厂房改造方面,《深圳市城市更新办法》已经有了阶段性成果,即将在近期推出的第一批 20 个开工项目,可以提供大约 210 万平方米的住宅,根据这个投资逻辑我们建议关注深天健。在城投类公司方面,我们认为云南城投的风险远小于其他城投公司。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000002	万科 A	推荐
000024	招商地产	推荐
600823	世茂股份	推荐
600048	保利地产	推荐

行业相对市场表现 (近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA

PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《日本两次房地产泡沫的历史演变》2010-10-19

《二次调控力度将决定市场成败---房地产月报(九月)》2010-10-8

《房地产行业周报(2010/09/12--2010/09/18)---多数城市成交继续上涨》2010-9-20

分析师:

苏雪晶

(8621)68751692

suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490209010200

联系人:

乐加栋

(8621)68751692

lejd@cjsc.com.cn

正文目录

国外的经验	5
理论的发展	5
城市更新模型	5
香港的旧城改造	9
中国城市更新的试验	11
城中村改造	13
旧城改造	22
旧厂房改造	23
上市公司的机会	26
福星股份	26
深天健	27
云南城投	28
附表：相关法律条款汇总	31

图表目录

图 1: 城市更新发展基金模型.....	6
图 2: MUT 模型.....	6
图 3: SUR 模型.....	7
图 4: IDP 模式改造的三条路线.....	8
图 5: UTPs 模式的组织模型.....	8
图 6: 城市化发展阶段.....	13
图 7: 中国城镇化率（%）.....	14
图 8: 土地用地性质分类.....	15
图 9: 土地所有权分类.....	15
图 10: 外来人口增长迅速.....	16
图 11: 广州市外来人口对住房的首要考虑因素排序.....	16
图 12: 项目的市场定位.....	17
图 13: 城中村人口结构.....	18
图 14: 城中村改造的制度变化.....	19
图 15: 渔农村地理位置.....	21
图 16: 金地名津附近楼盘.....	21
图 17: 天厦翡翠明珠区位图.....	24
图 18: OCT-LOFT 华侨城创意文化园 1.....	26
图 19: OCT-LOFT 华侨城创意文化园 2.....	26
图 20: 大白庙村地理位置.....	29
图 21: 大白庙村地理位置.....	29

表 1: 各阶段中的主要理论和代表人物表.....	5
表 2: 香港旧城改造的三个阶段.....	9
表 3: 1988 年西区、湾仔楼宇年龄概况	9
表 4: 港九市区残旧楼宇分布情况	10
表 5: 政府的市区重建互动	10
表 6: 中国城市更新发展表	11
表 7: 我国的城市更新主要经历以下几个阶段	12
表 8: 各阶段城市化发展特点.....	13
表 9: 近年我国各规模城市的数量	14
表 10: 四大城市建成区面积（平方千米）	14
表 11: 城中村改造三方的权利和义务	17
表 12: 城中村改造流程.....	19
表 13: 金地名津附近产品对比.....	21
表 14: 旧城改造与城中村改造的不同点	22
表 15: 土地一级开发的模式	22
表 16: 近期即将动工的城市更新项目	24
表 17: 部分城市城中村改造计划	26
表 18: 武汉城中村改造计划	26
表 19: 福星城中村改造项目	27
表 20: 福星在售项目情况.....	27
表 21: 深天健项目表	27
表 22: 主要楼盘销售情况.....	28
表 23: 云南城投项目储备.....	28

国外的经验

在我们介绍国内的城市改造的过程中，先来了解国外旧城改造过程中的经验，虽然面临的问题有不同之处，但是可以借鉴其成功之处。

理论的发展

国外并没有城中村这个概念，与城市改造有关的研究主题主要是城市蔓延（urban sprawl）、城乡过渡地带、贫民窟（slum）、都市村庄（urban village）。

表 1：各阶段中的主要理论和代表人物表

阶段	特征	理论	代表人物	重要观点
产业革命至 19 世纪末	工业时代大城市	英国实践	克里斯托弗·仑	建筑的建设应考虑经济、政治职能
		巴黎模式	奥斯曼	整体城区规划，建设新型工业城市
		田园城市理论	霍华德	建设“乡村式”城市
19 世纪末至二战末期	卫星城、死城	田园城市理论继续	Montague Barlow	政府负责重建城市，疏散人口，平衡经济
		卫星城理论	泰勒	分散中心城市人口和经济活动
		有机疏散理论	伊里尔·沙里宁	建立“半独立”城镇，缓解城市中心区
20 世纪 50 年代至 70 年代	否定“巴洛克”	大规模改造	柯布西埃	推倒原有建筑，大规模重建
		渐进式规划与小规模改造	简·雅柯布	“小而灵活的规划”，实现社区网络和文脉的延续
20 世纪 70 年代以来	内城大改善	社区建设与公众参与	赫鲁	注重区域、社会、文化和公共政策研究，注重更新过程和社会网络结构的更新
		可持续发展理论	芒福德	注重城市的长期发展的规划
		改造与历史价值的保护	亚历山大	主要保护城市环境，对历史保护区的新建筑进行严格控制

资料来源：《城市更新之市场模式》，长江证券研究部

从西方城市更新过程中，可以看到城市更新发展的三个趋势：

- 城市更新逐渐从关注小地区区域更新，发展到具有总体规划的城市更新，再从关注一个城市的更新中跳出来，到以区域的观点考查城市更新；
- 大刀阔斧的推倒重建到逐步结合当地实情的渐近式改造；
- 从关注城市的效率的物质层面的更新转向以经济利益为驱动再到综合考虑社会价值，人群利益以及可持续发展。

虽然我国城中村现象尤其独特性，但是城中村产生的本质是城市与乡村的冲突、融合问题，就这方面来说，国外在城市蔓延、城乡过渡地带、特殊区域等研究方面的经验，还是能给我们城市村改造提供一定的借鉴。

城市更新模型

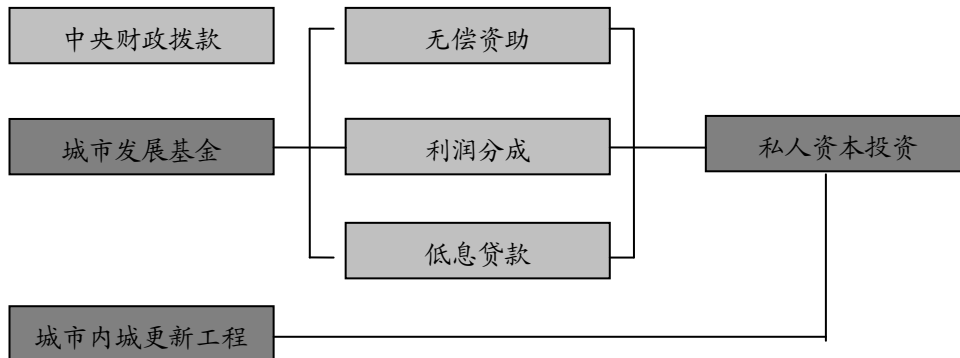
这里我们介绍国外流行的五种城市更新模型，分别是城市更新发展基金模型、MUT（Mixed

Used Theory）模型、SUR（Soft Urban Renewal）模型、IDP 模型、UTPs 模式。

城市发展基金模式

城市发展基金以吸引私人投资为目的，将私人资金吸引到对投资缺乏吸引力的城市内城，从而推动城市更新运动，抑制日益严重的城市衰退。

图 1：城市更新发展基金模型



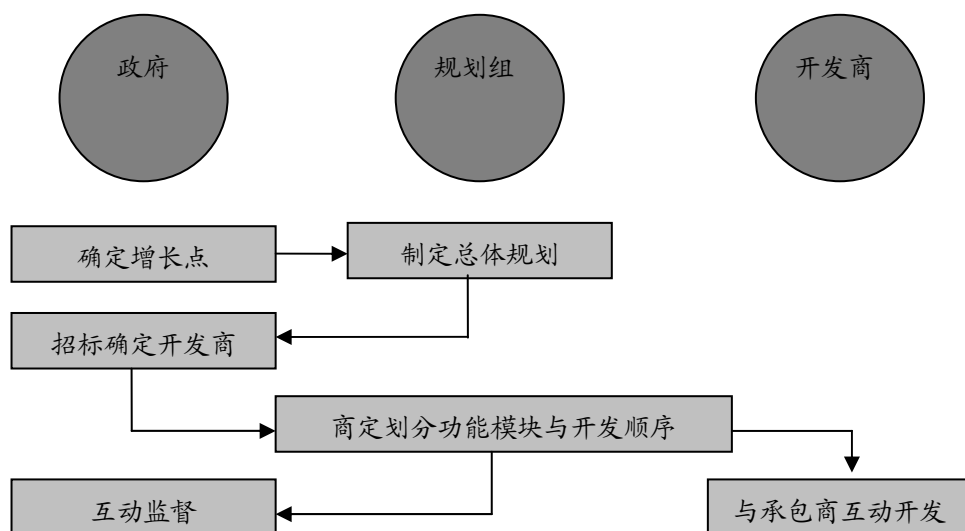
资料来源：《城市更新之市场模式》，长江证券研究部

政府运用杠杆原理，通过少量公共资金的投入，吸引大量私人资本，建立公共和私人伙伴关系。投资行为以取得最佳投资回报率为宗旨，应用环境在于城市内城由于长期衰退，对投资缺乏吸引力的情况。城市发展基金最为最后的补偿，弥补私人投资回报与期望回报的差距。

MUT 模型

MUT 为混合运用理论的缩写。这个模型主要是针对大规模的、多功能的城市更新项目，由于单一开发商单次难以直接完成，需要利用模块划分思路，保证模块的相对独立与完整性，保证单模块开发的资金收回，同时利用规划组与开发商互动，保证整个项目目标的实现。MUT 的适用环境是大型的，需要进行全面功能改变，而且必须是开发目标明确的多功能配套地区的开发。

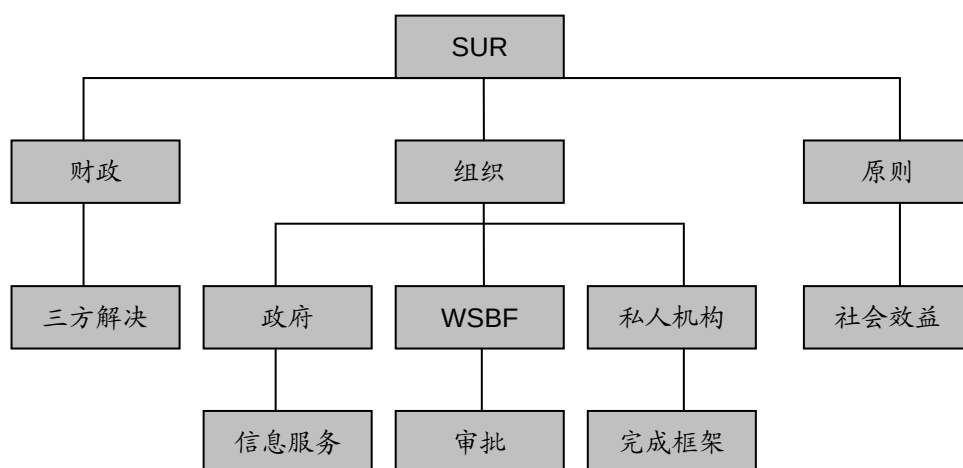
图 2：MUT 模型



资料来源：《城市更新之市场模式》，长江证券研究部

SUR 模式

图 3：SUR 模型



资料来源：《城市更新之市场模式》，长江证券研究部 WSBF 是指社会、技术、城市标准优先

SUR 模式是软性城市更新模式（Soft Urban Renewal）的缩写。其突出特点是在城市更新过程中不强制原住民一次性搬迁，而是采取边更新边搬迁的方式。

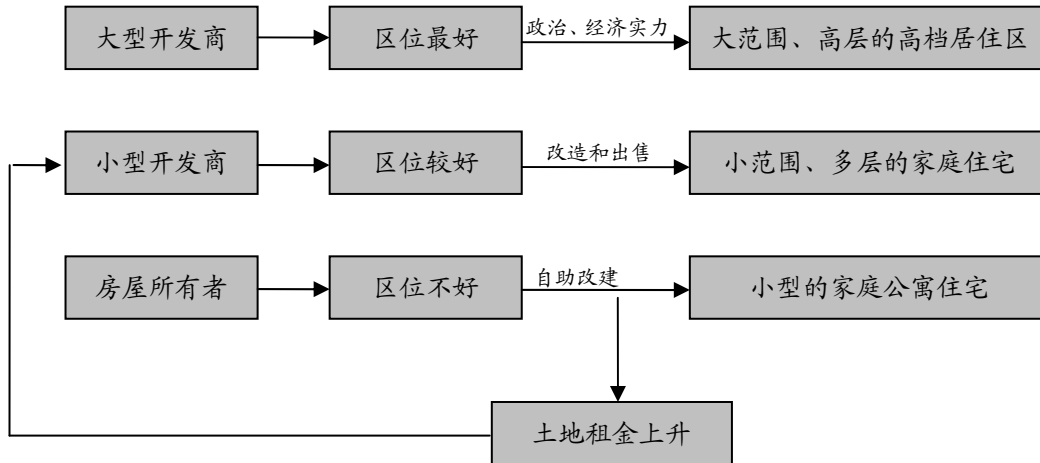
SUR 更新模式强调在更新过程中注重考虑原住民利益，强调广泛公众参与，并通过政府的监督作用保证不动产价格的稳定，避免因城市更新造成不动产价格的上升，从而使得原住民无能力继续购买房屋。目前这一模式主要应用于小规模住宅区改造。

IDP 模式

IDP 模式改造通过三条路线来实现，首先是大型开发企业负责市中心区位最好的街区改造，将其改造成为大范围、高层的高档居住区，这主要是因为大型开发企业有政治影响力以及经

济实力来解决街区内混乱的所有权和官僚政治问题。其次，小型开发商负责区位上有一定优势的街区改造，将其改造成为小范围、多层的家庭住宅，以此换取一些公寓住宅供未来出售以换取利润。最好，在区位不具优势的街区，房屋所有者自己改造成小型家庭住宅，或者等土地租金上升直至能够吸引小型开发商来投资。

图 4: IDP 模式改造的三条路线



资料来源:《城市更新之市场模式》，长江证券研究部

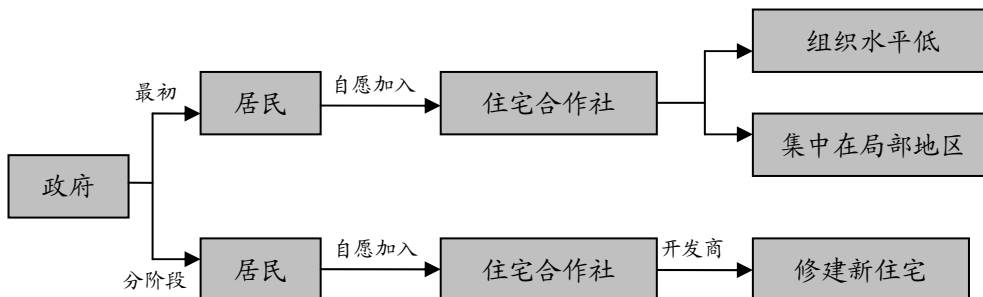
UTPs 模式

组织模型基于住宅合作社。政府负责提供开发规划和改造计划，具体改造和开发过程由市场来决定。在这个阶段，政府的作用是鼓励居民在自愿的基础上加入住宅合作社。但在实施过程中，发现组织的水平很低，并且在自愿基础上成立的住宅合作社也往往集中在街区的某些区域，难以覆盖整体。

政府采取分阶段的方式，在第一阶段加入住宅合作社的居民，自己拆除房屋，然后寻找开发商来修建新的住宅。没有加入合作社的居民看到的开发效果就会在第二、第三阶段加入合作社，也就是示范效果。

分阶段来组织进行改造计划更具可行性。可以通过每阶段，慢慢的说服村民。示范效应可以带来更大规模的村民参与，这样的改造的阻力就会小很多。

图 5: UTPs 模式的组织模型



资料来源:《城市更新之市场模式》，长江证券研究部

香港的旧城改造

香港旧城改造的阶段划分

香港政府早在 1884 年至 1905 年间就开始了旧城改造，当时香港政府曾在太平山摩罗下街和九如坊等地区进行贫民区清拆计划。大规模的旧城改造应该是开始于 50 年代，大致可以分为三个阶段。

表 2：香港旧城改造的三个阶段

阶段	时间	内容简介
试点阶段 (1972 年前)	1959 年	香港政府为大坑村部分地区拟制了一份发展蓝图，计划合并小块土地，重新划定地界，且提供街市、学校等配套，最后遭到害怕丧失发展业权的当地居民反对而搁置。
	1965 年	上环被划为试验计划区，经过长时间的筹划，从 1696 年开始分四期进行，直到 1984 年才完成。
大规模改造阶段 (1972-1987)	1972 年	香港政府提出十年建屋计划，旧城改造全面展开，先后涉及环境改善区、公告屋村重建计划、市区改善计划、综合重建区和综合发展区等。
	1973 年	香港政府提出环境改善区的构想，对湾仔、油麻地、石硖尾、大角嘴、长沙湾、坚弥地城等划定地区进行规划，旨在提供更多的土地来兴建政府和社区设施以达到改善环境的目的。
	1973 年	香港房屋委员会成立，根据十年建屋计划的需要，先后推行了第一、二型公共屋村重建计划、扩展重建计划和整体重建计划。
	1974 年	香港当局对房屋协会建议的市区改善计划给予财政支持。允许房屋协会先通过磋商的方式收购物业，若不能成功，则由政府代为收购，由房屋协会进行重建，并对受计划影响的人士按折扣价出售改造完成的物业，剩余部分仍然按照市场价格销售。
	70 年代后期	香港政府考虑让私人业主直接参与旧城改造，为此划定了多个综合重建区，如尖沙咀的四街重建。
土地发展公司与专门化的旧城改造阶段 (1988 年以来)	1988 年	通过《土地发展公司条例》，并成立土地发展公司。土地发展公司成立 10 年内，先后完成了湾仔、西营盘、中环、上环、旺角等地区 12 个项目，建成 37280 平米住宅、10666 平米商业铺位、18956 平米写字楼以及 6241 平米的政府、团体、社区、休憩等公益性设施。
	1998 年	土地发展公司提出 26 个旧城改造项目，地盘面积达 11.6 公顷，涉及 10419 户居民，拟建成 60 万平米商铺和写字楼、52.9 万平米的住宅和近 9 万平米的公共服务设施，预计投资达 800 亿港元，作为跨世纪优先实施的项目。

资料来源：长江证券研究部整理

香港 80 年代旧城改造情况

八十年代，香港市区当时老化已经非常严重，由于早期缺乏城市规划使得建筑凌乱，城市功能不足。

表 3：1988 年西区、湾仔楼宇年龄概况

建楼时代	西区		湾仔	
	数目	百分比(%)	数目	百分比(%)
战前	385		14	7.5
1946-1956	204		7.5	15.3
1957-1966	560		20.4	30.2
1967-1976	892		32.5	22.3
1977-1988	601		21.9	21.7
空地	101		3.7	3
总计	2743		100	100

资料来源：香港政府城市规划处

表 4: 港九市区残旧楼宇分布情况

港岛			九龙		
地区	数目	占比(%)	地区	数目	占比(%)
上环	855	30.3	大角咀	648	20.7
湾仔	555	19.6	马头角	506	16.2
西营盘	344	12.3	油麻地	471	15.1
北角	336	11.9	红磡	407	13
坚尼地城	195	6.9	长沙湾	279	9
铜锣湾	112	4	尖沙咀	249	8
筲箕湾	110	4	东头及横头磡	245	7.8
黄泥涌	90	3.3	何文田	168	5.5
半山区	88	3.1	旺角	130	4.1
香港仔及鸭脷洲	73	2.6	钻石山	14	0.5
大坑	22	0.8	观塘	7	0.3
中环	19	0.7	九龙塘	4	0
鲗鱼涌	11	0.4			
其他地区	13	0.5			
小计	2830	100	小计	3128	100

资料来源: 香港政府城市规划处

从以上两个表格可以看出当时香港的城市更新迫在眉睫。1987 年, 香港颁布“土地发展公司条例”, 成立法定机构“土地发展公司”, 以全面推动市区的重建工作。

表 5: 政府的市区重建互动

计划	年份	地点	目的
木屋清拆计划	1959	大坑村部分	清拆市区木屋, 防止鼠疫再度蔓延
市区重建试验计划	1969 年展开	上环	改善居住环境, 交通极提供更多社区设施
环境改善区	1972	上环 湾仔 油麻地 大角咀 长沙湾 坚尼地城	提供更多土地作公共设施, 以改善环境
综合重建区	1970 年代中期	旧市区几个试点	综合重建。发展商必须在发展计划中提出规划总纲
房屋署重建第一、二型徙置屋邨	1972 年展开	全部 12 个第一、二型徙置屋邨	改善公屋住客环境
房屋协会市区改善计划	1974 年展开	在残旧的市区	重建旧楼, 提供设备先进管理完善的新楼
海港填海及市区拓展研究	1982-1983	--	有关市区发展潜力的五个分区计划的最后一个
市区重建统筹小组	1984	--	由地政署城市设立科设立, 拟订和协调市区重建计划
都市发展总纲	1986	--	都市发展总纲是一个行动计划, 确保都市区所有的发展和重点互相配合
土地发展公司	1987	--	作为法定团体的土地发展公司借私人发展商资源, 进行市区重建

资料来源: 长江证券研究部整理

在土地发展公司成立后, 根据第一个五年计划推行首批 8 个重建计划, 分别是位于中环的永乐街、租庇利街, 湾仔的李节街, 旺角的奶路臣街、西洋菜街、弥敦道, 油麻地的云南里及西环的第三街, 可发展楼面面积约 400 多万方尺, 动用资金接近 120 亿。从 1988 年到 1998 年, 土地发展公司前后 10 年间共开展了 52 个重建项目。

香港旧城改造面临的问题与采取的对策

作为人多地少的国际性大都市，香港的经济发展离不开房地产业，旧城改造是其以往很重要的获利渠道，但是，由于经济利益的驱动和社会矛盾的交织，使得旧城改造面临不少的困难。主要表现在以下几个方面：

- 业权分散，安置资源不足，土地征集苦难
- 重建利益分享不均，难以满足市民
- 随着容积率条件的逐步用尽，旧城改造潜力明显减弱
- 受制因素多，政府调控时间较长，引发成本攀升

针对以上出现的问题，香港政府采取了如下的对策：

- 土地征集和住户安置

在采取现行收购法的同时，考虑提供重建的楼宇单位给受影响住宅的业主。

- 连系地盘的试验

对于财务可行性不佳的“土发”项目，政府按照私人协约方式另外批出空置用地给“土发”，无利可图用地改造所引起的亏损可由开发有利润的用地所得利润来抵消。

- 市区重建局

作为一个财政脱离政府而独立的新的法定机构，对旧城改造进行统筹安排。

- 市区环境美化基金

老市区旧楼宇较多，进行翻新也是代替重建高耗资的重要方法。

香港旧城改造的启示

香港旧城改造的历史表明，尽管由于业权分散，征集土地难度大，但是大规模集合地盘、成片规划、综合建设，以使城市更具活力、环境更加美化是香港旧城改造的主要方略。香港旧城改造可以给国内城市改造带来一些借鉴，主要表现在以下几个方面：

- 单纯商业性的开发并不能保证旧城改造取得理想的成效
- 旧城改造必须要有政府的参与，主要手段应是通过专门机构来调控土地一级市场
- “连系地盘”的做法是旧城改造的重要策略
- 通过专门资金来保证小规模修缮性改造是大规模改造必不可少的补充

中国城市更新试验

中国的城市更新过程与西方发达国家相比，有着自身的特殊性。在计划经济下的城市由“变消费城市为生产城市”到增建住房，再到大建商业区和工业园区阶段。在整个城市更新过程中，全国一盘棋现象严重，城市的更新过程过于依赖国家的总体政策。

表 6：中国城市更新发展表

阶段	改造背景	特征	还存在的问题
----	------	----	--------

从解放初期到 20 世纪 70 年代	为摆脱旧中国遗留的贫 穷落后状况，建设重点在 于发展工业生产，项目集 中于城市新区	旧城的政策是“充分利用、逐步 改造”，着眼于改造棚户和危房 简屋，同时增添一些市政设施，改造 以解决居民卫生、安全、居住 等最基本的生活问题	旧城区在整体上维持现 状，未进行实质性的更新
20 世纪 70 年代 后期至 80 年代 末	重点放在生活设施建设， 主要解决城市职工住房， 建设用地大多仍选择在 城市新区，旧城区主要实 行“填空增补”	从老城边缘向中心指向的“填 空增补”的方式，进行了一系列 标准偏低、配套不全、侵占绿 地、破坏历史文化环境的城市 建设。采用“拆一建多”的开发方 式，在老城区和新区分别建设 了一批多层面盒型布局、兵营 状住宅区，以求以最少的资金 解决最多人的居住问题	“内旧外新”形成独特的城 市空间景观，城市空间形 态受到了忽视 “填空补实”思想的影响下， 老城不管是生活还是生产 环境都有所恶化 “拆一建多”无意间破坏了 城市的肌理，使城市市区 特色
20 世纪 90 年代 以后	国内城市化进程加快，土 地使用机制转变背景下 为解决用地紧张问题，形 成“集约化”用地趋势的必 然选择 社会环境逐渐宽松，城市 居民对生存环境要求的 提高、大规模的新区建设 等等为城市更新提供了 较大的社会支持、承受空 间和城市物质承接空间	大规模、快速化城市更新，特 别是对一直缺乏更新的城市中 心区，更新的规模和力度更大， 和二战后前期大规模推到重建 的城市更新由许多相似之处 在多样性动力机制推动下逐渐 朝向以包括物质性更新、空间 功能结构调整、认为环境优化 等社会、经济、文化内容的多 目标、快速更新	城市空间职能结构、环境 等问题得到一些改善，但 也产生了大量负面影响。 如城市中心开发过度、缺 乏活力；社区失去多样性， 城市空间出现社会等级分 化；各类保护建筑遭到破 坏，城市的文脉被切断， 城市特色正在消失，走向 雷同等等

资料来源：《城市更新之市场模式》，长江证券研究部

70 年代在计划经济影响下，城市土地的使用通过征用和划拨得以实现，造成城市自身调节机制缺失；城市发展的内力作用受到很大程度的忽视；城市发展有着明显的行政计划干预。

90 年代以后，大规模的城市改建如火如荼，拆迁和赔偿成为旧城改造永远的、唯一的话题。尽管中国城市更新改造由单方向走向多方向，由政府主导逐渐向社会、城市发展理性需要的功能主导转变，但是对于利润的追求，以物业价值的提高为目标的城市更新，必然造成城市更新对社会和可持续发展因素考虑不足，从而引发很多的问题。

表 7：我国的城市更新主要经历以下几个阶段

主要阶段	城中村改造的主要特征	参与主角	历史意义
建国初期	见缝插针、分散建设、规模小、效益不明显	政府	修补填漏、解急救危
70 、80 年代	组团或成片改造，强调居室内的居住条件，忽视城市的综合治理	政府、市属开发公司	解危解困并举
90 年代以后	危房改造与新区建设相结合，强调与城市环境相协调，与城市整体形象相匹配	政府、房地产开发商（包括国营、中外合资、民营企业等）	安居乐业，经营城市，发展城市

资料来源：长江证券研究部整理

目前来看，总体上我国城市更新的方式和目标朝着更为理性的方向发展，开始结合我国城市自身的特点和具体情况，借鉴欧美发达国家的经验。

以下的论述中，我们分旧城改造、城中村改造以及旧厂房改造（一般称为“三旧”改造）三个部分，其中旧城改造与城中村改造是两个完全不同的法律概念，本质上的区别在于土地所有权的权属。

城中村改造

一般来说，城镇化可以划分为三个阶段：即城市化水平较低、发展较慢的初期阶段，人口向城镇迅速聚集的中期加速阶段和进入高度城市化以后城市人口比重增长又趋缓慢甚至停滞的后期阶段。

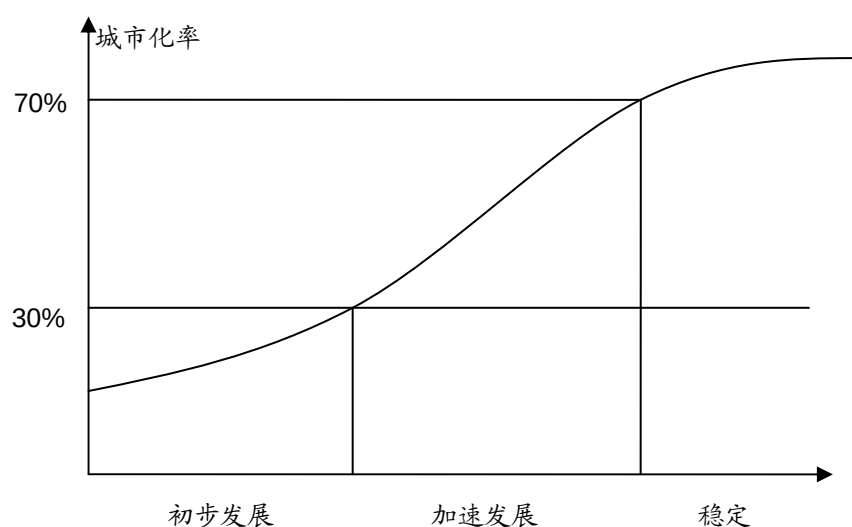
表 8：各阶段城市化发展特点

阶段划分	初级阶段	加速阶段	后期阶段
各阶段主要特征	(1) 城市化水平较低、发展缓慢 (2) 前工业化社会，以第一产业发展为主 (3) 以农业聚落为主	(1) 人口向城市迅速集聚 (2) 工业化社会，以第二产业为主导，第三产业比重逐步上升 (3) 城市数量迅速增加，城市地域拓展	(1) 城镇化人口比重增长趋缓甚至停滞 (2) 后工业化社会，第三产业占主导地位 (3) 城乡区域一体化，并出现逆城市化和中心城市郊区化现象

资料来源：《城中村改造》，长江证券研究部整理

这三个阶段有两个转折的“拐点”，第一个拐点位于城镇化率 30% 左右，第二个拐点位于 70% 左右。

图 6：城市化发展阶段



资料来源：长江证券研究部整理

在城市化发展进程的第一个拐点后将会出现一个城镇人口比例高速增长的时期。在这个阶段，由于城市化的速度快于城市设施建设和城市开发的速度，会产生许多“城市病”。

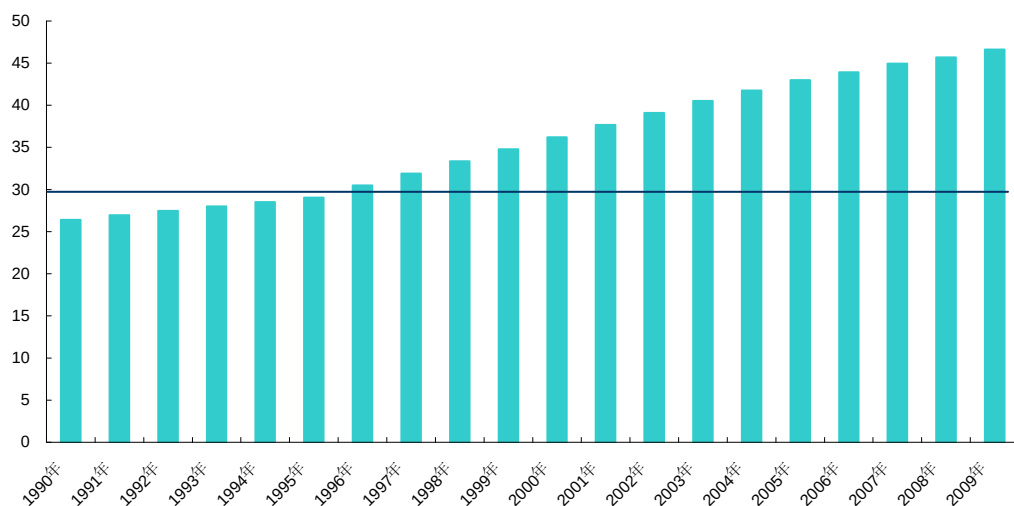
中国城中村形成原因

城中村从狭义上说，是指农村村落在城市化进程中，由于全部或大部分耕地被征用，农民转为居民后仍在原村落居住而演变成的居民区，亦称为“都市里的村庄”。从广义上说，是指在城市高速发展的进程中，滞后于时代发展步伐、游离于现代城市管理之外、生活水平低下的居民区。

城市的发展与扩张是城中村形成的主要外部推力，尤其是近年来快速城市化地区的城市飞速

扩张更是直接促进了城中村形成。

图 7：中国城镇化率（%）



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

改革开放以来，我国城市化进程大大加速，1996 年我国城市化率跨过 30% 这个临界点。此后几年我们可以明显看到城市化进程加快。

表 9：近年我国各规模城市的数量

年份	城市规模	400 万以上	200-400 万	100-200 万	50-100 万	20-50 万	20 万以下
2005 年		13	25	75	108	61	4
2006 年		13	24	80	106	59	4
2007 年		13	26	79	111	55	3

资料来源：国家统计局，长江证券研究部

表 10：四大城市建成区面积（平方千米）

城市	1995 年	2000 年	2007 年
北 京	476.8	490.1	1289.3
天 津	359.3	385.9	571.5
上 海	390.2	549.6	885.7
重 庆	184.0	324.3	667.5

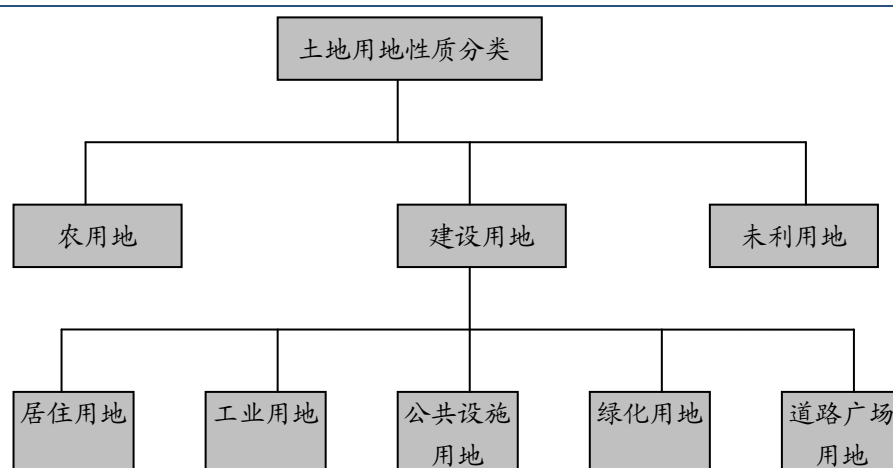
资料来源：国家统计局，长江证券研究部

在高速的城市化浪潮中，大中城市发展尤为迅猛，从以上两个表格我们可以看出城市发展速度之快。建成区的扩张不可避免地要涉及周围的农村，正常情况下为城乡结合部的农村被逐渐吞并，农地直接转化为建设用地，村庄和村民则要经历一个拆迁、安置和专为城市居民的过程。然而由于我们城市化进展过快，各个城市根本没时间吸收与消化原有的农村聚落，因此，农地被迅速征用进行建设，而村落被保留下来。

城中村是国有土地与集体土地交错、并存的地区，我国实行的城乡二元土地法律制度决定了城中村土地的二元性。

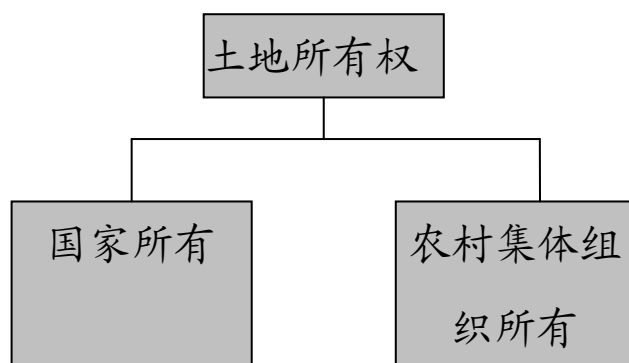
根本上来说，城中村是计划经济时期形成的城乡二元经济社会结构在城市化进程中的反映，我国城乡二元管理体制及土地的二元所有制结构，这是城中村形成的深层次制度原因。所谓“城乡二元管理体制”，是指“城市”和“农村”分属不同的管理模式，“二元所有制结构”是指城市的土地属于国家所有，而农村的土地属于农村集体所有的制度。而在一些城中村内形成了以城市与农村二元所有制结构并行存在、共同发挥作用的“边缘社区”。城中村具有二重性，既有城市的特征，也有村落的特征。其所具有的城市特征表现在：(1)城中村的居民居住在市区，乃至中心市区；(2)和城市居民一样，主要从事二、三产业；(3)城中村居民的生活方式逐步城市化。

图 8：土地用地性质分类



资料来源：长江证券研究部

图 9：土地所有权分类



资料来源：长江证券研究部

城中村所具有的村落特征表现在：

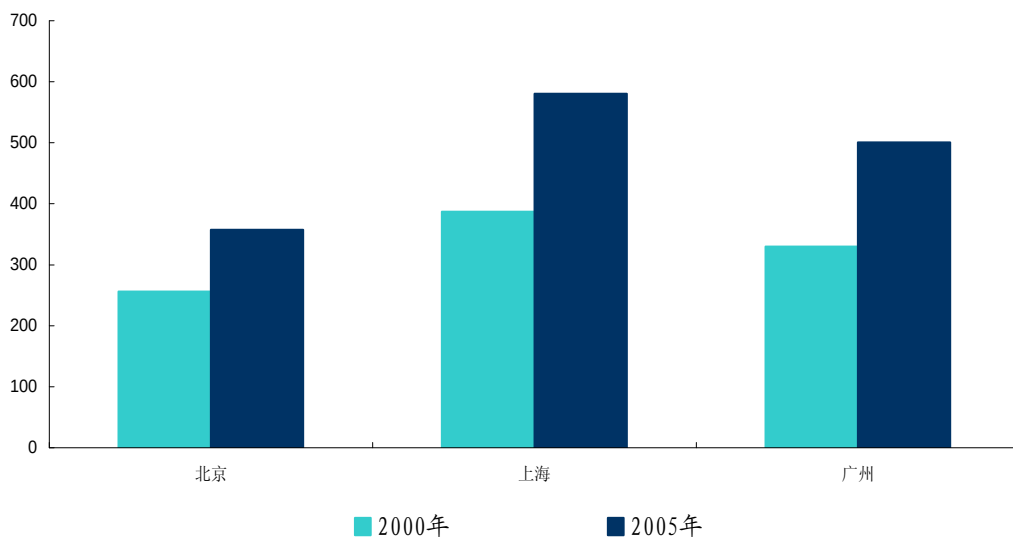
- 作为生产资料或生活资料的土地，其产权归村落集体所有；
- 其所属社区由作为村民自治组织的村民委员会管理；
- 城中村的村民保留比城市户籍更为重要的村籍，由于拥有村籍使得他们的经济收入不仅超越于农民工，甚至超越于一般市民。

二元所有制结构使得村民可以低价甚至无偿地取得土地的使用权，集体将宅基地按户划拨，

由各户村民自行建设后租出获得尽可能多的租金。追求土地和房屋租金收益最大化使城中村的形成进一步加剧。

随着城市化进程的加快，外来人口流入城市加快，特别是珠三角、长三角等经济较为发达地区吸引了人数众多的外来劳动力。

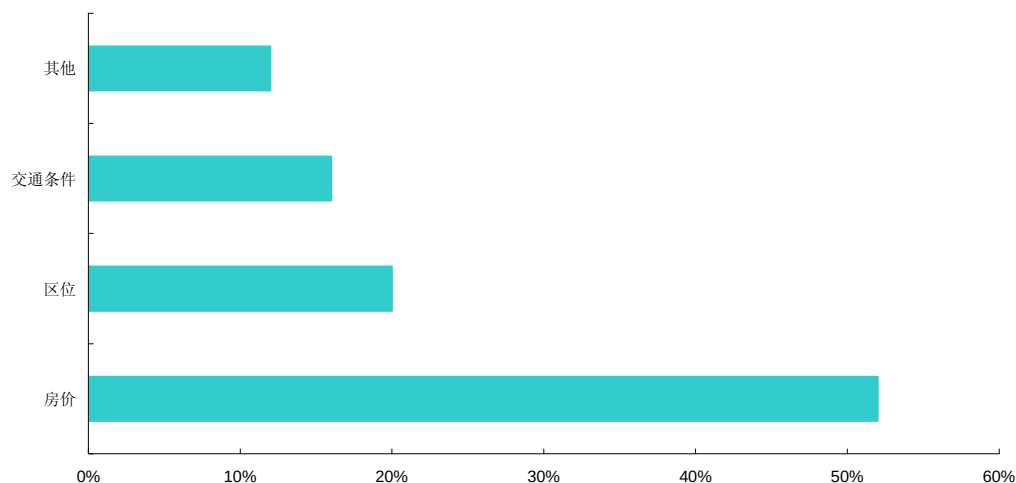
图 10：外来人口增长迅速



资料来源：各地统计局，长江证券研究部整理

由于外来人口中大多是收入较低的劳动力，城市居民提供的住房价格较高，而当地政府不可能提供那么多的廉租房，因此城中村低廉的租金就成为他们的首选。

图 11：广州市外来人口对住房的首要考虑因素排序



资料来源：《城中村改造》，长江证券研究部整理

从上图我们可以看出外来人口对于租房考虑的最多的是租金。

之所以形成城中村主要是与城市化进程以及二元管理体制有关系，城中村的存大大制约了城市的发展，无论从经济、社会稳定的角度都是于城市发展不利。

参与主体

一般来说，城中村的改造需要多方参与，但主要涉及的政府、开发商以及村民，三者之间相互依存，具有不同的权利和义务。在城中村的改造中只有三方通力合作，积极履行各自义务的基础上从能享受到权利，从而达到三方共赢的目的。

表 11：城中村改造三方的权利和义务

	权利	义务
政府	在城中村改造中行使 通过城中村改造取得良好的社会综合效益；保护被拆迁人调控、监督、管理等 合法权益；为开发商营造良好的开发环境。	职责。
开发商	城中村改造、开发、 遵守国家城中村改造开发政策和各项相关法律、法规；严经营、取得合法经济 格按正规程序组织拆迁、按标准安置、补偿。	利益。
被拆迁人	私人合法权益受保 个人利益服从国家整体利益，服从城中村改造和拆迁安置护，按标准接受安置 政策，积极配合政府和相关部门的工作。	和补偿

资料来源：长江证券研究部整理

政府

政府在城市村改造中扮演的是指挥家的作用，主要作用体现在如下几个方面：

- （1）加强宏观控制管理
 - 加强实施城市村改造力度
 - 加强对城中村改造实施单位的管理力度
 - 加大对房地产开发企业支持的力度
- （2）全面实施土地储备制度

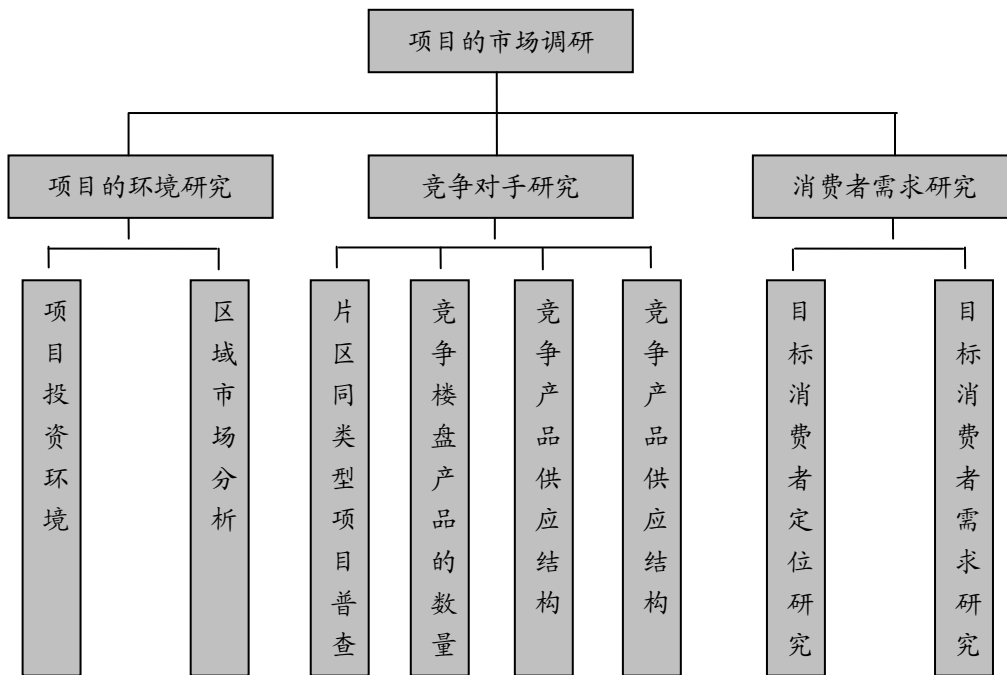
土地储备，是指土地储备机构通过收回、收购、置换、征用等各种方法取得大规模的土地，并进行储存，待开发整理后在适当的时机以一定的方式释出，以供应和调控城市各类建设用地需求等一系列行为的总称。

为了使土地资源得到优化配置和合理利用，更好地实施土地利用总体规划和城市总体规划，保证国有土地的保值增值。政府实施土地储备制度，逐步建立土地一级市场体制，统一出让土地，这也是市场经济条件下政府控制城市房地产开发的重要“经济”手段。

- （3）规范招拍挂土地出让制度

开发商

图 12：项目的市场定位

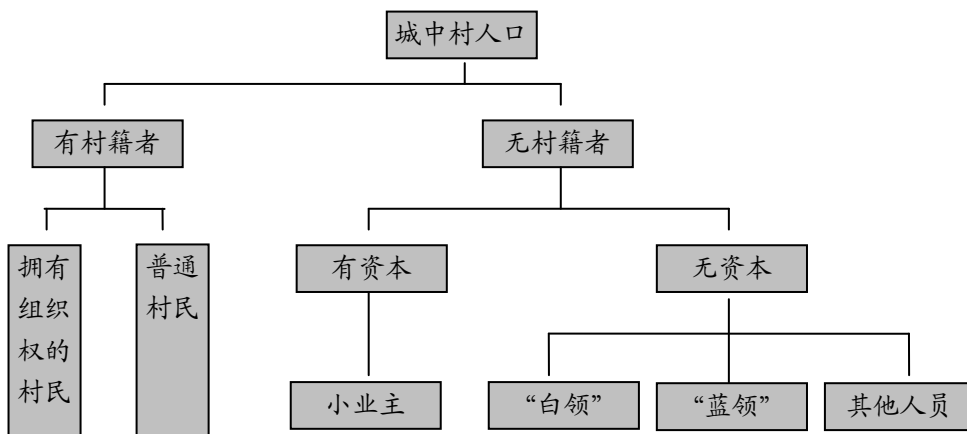


资料来源：长江证券研究部整理

开发商，作为城市的建设者，在城中村改造中扮演着演奏家的角色。盈利是开发商参与城中村的主要原因。开发商通过市场手段拿到地以后，除了控制好拆迁。安置补偿费用成本外，前期开发工作尤为重要。另外与政府加强沟通也非常重要。

村民

图 13：城中村人口结构



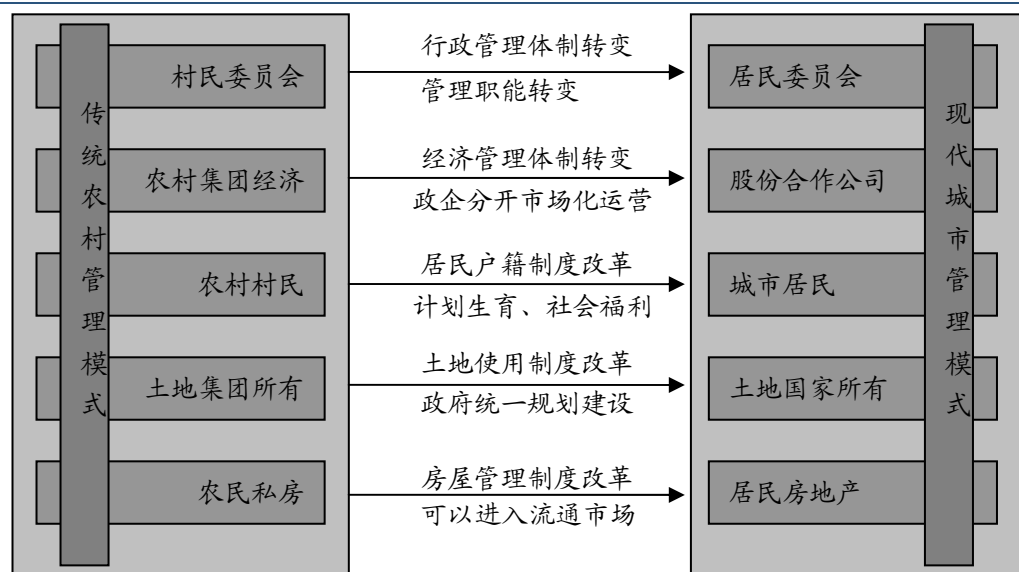
资料来源：长江证券研究部整理

村民其实是为城中村改造的最大受益集团，居住的环境将会得到很大程度的改善。村民应当在维护自己合法权益的基础上积极配合城中村改造。

城中村改造流程

城中村土地改造之前一般来说要先完成改制，村集体所有制土地将改制为国有土地，村民私房将统一改制为城镇房地产，纳入城市统一的房屋管理体制之中。

图 14：城中村改造的制度变化



资料来源：《城中村改造》，长江证券研究部整理

下表中我们可以看到城中村改造的一般流程以及开发商参与的一些步骤。

表 12：城中村改造流程

步骤	编号	工作内容	受理单位
基础工作	A-1	组建“城中村”改造项目成员小组	开发商
	A-2	制定“城中村”改造项目的初步计划	开发商
	A-3	协调村中相关人员	开发商、村委会
	A-4	收集关于“城中村”改造项目的相关规定和资料	开发商
前期工作	B-1	与“城中村”所在街道办事处建立沟通机制，促进整个项目推进	开发商、办事处
	B-2	办事处相关人员协助公司人员进驻村中，逐户进行入户调查	开发商
	B-3	对村中土地、房屋现状进行取证留底	开发商
	B-4	出具基本摸底情况汇总表（拆迁补偿面积、户数、人数、房屋权属状况）	开发商
协议签定	C-1	公司起草关于“城中村”改造项目意向	开发商
	C-2	与村委会干部和街道办事处相关人员沟通，听取村委会和街道办事处的意见	开发商、村委会、街道办事处
	C-3	公司根据街道办事处和村委会对于“意向”的意见反馈，撰写“城中村”项目改造的“合作协议书”	开发商
	C-4	无异议后，公司与街道办事处和村民委员会签署“城中村”改造项目的“合作协议书”	开发商、村委会、街道办事处
	C-5	起草“城中村”项目“拆迁安置补偿方案”。	开发商
	C-6	与村委会干部和街道办事处相关人员开会，对“拆迁安置补偿方案”进行讨论并形成修改意见	开发商、村委会、街道办事处
	C-7	公司根据街道办事处和村委会的意见对“拆迁安置补偿方案”进行修改	开发商
村委会协调村民代表形成决议	D-1	街道办事处起草“村民代表大会关于城中村改造的决议”	街道办事处
	D-2	街道办事处派人协助村委会选取“村民代表”（10户1代表）	街道办事处、村委会
	D-3	召开村民代表大会对“合作协议书”和“拆迁安置补偿方案”的内容进行讨论和传达	街道办事处、村委会、村民代表
	D-4	征得“村民代表”的同意后签署“村民代表大会关于城中村改造的决议”	村委会、街道办事处

	D-5	决议签署后, 进行公示	村委会、街道办事处
上报 “城中村”指 挥部 纳入 计划	E-1	公司准备需要上报市“城中村”改造项目的资料(1: 村、组领导班子名单; 2: 村、组改造工作机构人员名单; 3: 村、组各类土地、人口、建(构)筑物等基本情况调查统计资料; 4: 村、组改造建设方案; 5: 开发商的资质等级证明、工商执照、资金证明、开发业绩等; 6: 村、组与开发商签订的联合改造协议; 7: 拆迁安置补偿方案及经济分析; 8: 村民大会或代表会议决议; 9: 乡(镇)政府或街道办事处意见; 10: 土地部门手续办理进度情况;	开发商、街道办事处、村委会
	E-2	街道办事处将相关资料上报区政府、指挥部, 讨论通过	街道办事处
	E-3	街道办事处将相关资料上报市政府、指挥部	街道办事处
	E-4	区、市政府、指挥部下发“城中村”改造项目的批复	区、市政府指挥部
土地 确权	F-1	提供测量、确权等相关资料	区土地局
	F-2	土地局工作小组进驻村里测量	区土地局
	F-3	土地局出测绘数据和定界图	区土地局
	F-4	以村里名义向土地局申请土地确权工作	区土地局
	F-5	协助土地局下发四邻确权通知书	区土地局
用地 控规 设计	G-1	公司准备申请设计要求所需要的资料(1: 市“城中村”; 2: “城中村”现状基本资料, 包括村人口、户数、改造总面积、各种用地面积; 3: 土地部门确认的村、组现有土地面积, 使用性质等; 4: 拆迁安置补偿方案; 5: “合作协议书”	开发商
	G-2	区城中村指挥部对基础资料进行审查后提出书面意见	区城中村指挥部
	G-3	受到申请后, 规划分局工作进行现场踏勘, 拟写设计要点, 报市规划局县区处及主管领导签发	区规划局和市规划局
	G-4	委托测绘队现场测量定界	市规划局
	G-5	出具规划定界图	市规划局
	G-6	签订设计合同	市规划局
	G-7	与设计单位交流, 现场踏勘, 收集资料	市规划局
	G-8	下发设计任务书	市规划局
	G-9	提出控制性详细规划初步方案	市规划局
	G-10	控规初步方案审查, 反馈意见, 设计院修改	市规划局
	G-11	控规中期方案(修改过)	市规划局
用地 控规 设计	G-12	区规划局组织市规划局进行评审	市规划局
	G-13	出具控规文本(定稿)	市规划局
	G-14	市规划局下达控规批复	市规划局
	G-15	办理建设用地选址意见书	市规划局
	G-16	办理建设用地规划许可证	市规划局
项目 可行 性研 究	H-1	项目前期的实地踏勘, 周边环境及配套调查	开发商
	H-2	周边市场楼盘调研	开发商
	H-3	项目测算	开发商
	H-4	出具项目可行性研究报告	开发商
集体 土地 变国 有土 地	I-1	上报市土地局的资料整理	区土地局
	I-2	市土地局地籍处受理	市土地局
	I-3	对土地面积进行核准	市土地局
	I-4	土地利用处审核	市土地局
	I-5	出土地边界图	市土地局
	I-6	讨论审核	市土地局
	I-7	领导签批	市土地局
	I-8	大厅公示	市土地局
	I-9	办理国有土地证(土地从集体变为国家土地)	市土地局
土地 挂牌	J-1	整理相关资料上报土地局	市土地局
	J-2	土地储备中心受理	土地储备中心
	J-3	土地交易中心受理	土地交易中心
	J-4	设定唯一条件挂牌	土地储备中心

	J-5	交纳保证金	开发商
	J-6	摘牌	开发商
	J-7	交纳契税	开发商
	J-8	签订土地出让合同	开发商
拆迁	J-9	取得土地使用权证	开发商
	K-1	成立拆迁指挥小组（街道办事处、村委会、公司）	街道办事处、村委会、开发商
	k-2	逐户签订拆迁补偿安置协议	开发商、村民、街道办事处
	K-3	由拆迁指挥部牵头，进行拆迁	开发商、村民、街道办事处、村民

资料来源：长江证券研究部整理

案例分析：“渔农村”变成了“金地名津”

渔农村，位于深圳落马洲大桥以西，紧挨深圳河，占地面积不到 0.8 平方公里，距今约 80 多年，原村民只有 250 多人。由于对面就是香港，渔农村是香港进入深圳的门户地区之一。这样的地理位置敏感又特殊。最终，渔农村成为福田区第一个整体改造的城中村。

图 15: 渔农村地理位置



资料来源：长江证券研究部整理

图 16: 金地名津附近楼盘



资料来源：长江证券研究部整理

金地拿下这块土地的成本主要是建筑面积的一半要还建给当地农民。也就是说总建筑面积 18.5 万平米中约 8.92 万平米是还建的。由于金地不用再支付地价，它的收益就是 9.5 万平米的房子，它的成本就是 18.5 万平米的建安成本。对于当时接近两万价格楼盘价格，收益是明显的。

表 13: 金地名津附近产品对比

项目名称	金地名津	金域蓝湾三期	景源华庭	世金汉宫 C栋
入市时间	07 年 1 月	06 年 6 月	06 年 10 月	06 年 7 月
规 模	占地(M2)	3.4 万	1 万	0.6 万
	建面(M2)	20 万	6.7 万	6 万
	套 数	约: 1350	约: 100	约: 550
物业类型	高层	超高层	高层	高层
	商业+居住	居住	商业+居住	商业+居住 (复式)

产 户 型	一房	二房	三房	三房	四房	一房	二房	三房	一房	二房
品										
面积(M2)	40-43	50-68	76-93	110-140	150-160	40	50-60	80-100	39	46
比 例	30%	50%	20%	60%	40%	30%	40%	30%	25	75

资料来源：长江证券研究部

旧城改造

旧城改造与城中村改造不同主要是在于前期的土地所有权问题，城中村需要解决土地所有权有集体过渡到国家所有，而对于旧城改造是不需要这一步骤，剩下的步骤基本上与城中村改造大同小异。

表 14：旧城改造与城中村改造的不同点

不同点	具体差别
操作程序	“城中村改造”，根据《土地管理法》有关规定，集体土地必须经过征收或者以其他方式转为国有土地，方可进行建设；农用地转为建设用地的，还应当办理农用地转用审批手续。而“旧城改造”无此步骤。
法律适用	“旧城改造”是在国有土地上实施的拆迁活动，适用 2001 年颁布的《城市房屋拆迁管理条例》。而“城中村改造”将集体土地征收为国有土地后再进行拆迁，对集体土地上的建筑物直接拆迁，我国尚未制定专门法律予以调整。
拆迁补偿标准	“旧城改造”的拆迁补偿标准按照《城市房屋拆迁管理条例》评估确定，特点是等价补偿。而“城中村改造”是对集体土地上附着物的补偿，根据《土地管理法》、政府规范性文件确定地上附着物、青苗补偿费等被偿标准。对征地过程中房屋拆迁的操作办法补偿标准尚无具体规定。

资料来源：长江证券研究部

在我国，一般旧城改造就是指随着城市经济的发展，为适应城市详细规划的需求而实施的与规划发展不相符的旧有城市基础设施的拓展、改线，工矿、企业、商贸、房宅的拆迁与重建，绿地与公共文教娱乐场所的改扩建建设等。

旧城改造需要提的土地的一级开发，一般旧城改造都要先经过一级开发。所谓一级土地开发，是指在土地出让前，由一级土地开发商按照城市运营的战略构想指导，组合知名设计、规划公司和营销顾问公司等专业机构对待开发土地片区进行细致的定位、规划、包装、宣传，使片区规划更加合理，片区土地得到最佳利用，从而使土地价值最大的发挥。一级土地开发商通过整个一级土地开发整理过程，使“生地”成为“熟地”，达到出让的标准，然后将推向二级土地招拍挂市场上以取得最佳的土地出让收益。

表 15：土地一级开发的模式

模式	内容介绍
无序开发式	开发商完全根据自己意愿拿地，自行做一级和二级开发。这种方式的好处是政府无需投入，缺点是政府收益低，城市整体规划也难以实施，缺乏指导性，并且开发进度无法掌控、保障。
政府主导式	成立土地储备机构或专门成立由政府主导的国有公司承担一级开发，好处是政府收益相对丰厚，城市规划易于实施，缺点是政府需大量铺垫资金，开发进度慢。
政企结合式	政府公开招标方案优、成本廉的企业承担一级开发，根据土地使用权的转移与否及分利办法不同，在实际操作中又衍生为多种形式： 一种是一级开发不发生土地使用权转移的委托式，实际上相当于工程承包，也可以发生两次土地使用权转移，即政府将生地出让给一级开发商，开发成熟后再由一级开发商转让给二级开发商；在政府与一级开发商的分利办法上有固定收益、溢价分成、固定收益+溢价分成及完全市场操作等几种。 另一种叫“生地出让-熟地回购”，即一级开发成熟后再由政府收储统一上市。

目前国内土地证券仍为空白，可与境外有信誉、有资质机构合作土地一级开发，借壳借壳上市式上市融资，其缺点是政府容易陷入被动。

如香港华润曾经操作的 10 平方公里海南石梅湾项目采用的就是这一形式。

资料来源：长江证券研究部整理，世联地产

第一种模式下，一二级联动开发的传统模式，由企业主导。这种模式目前还比较普遍，但未来必须扭转的，长远来看，空间越来越窄。

第二种模式下，以广州市为代表。政府通过严格的计划及规划管理，完全控制熟地开发及供应市场，形成了“统一规划、统一征地、统一开发、统一出让、统一管理”的“五统一”格局。完全由政府组织实施土地一级开发，仅以招标方式确定施工企业。成功的前提在于广州市城市规模不太大，土地开发实施得早，操作难度小、成本低，因此政府有能力承担全部的土地开发资金。

第三种模式下，以上海市和苏州市为代表。由政府相关部门和政府投资成立的开发企业完全垄断土地一级开发，“一个渠道进水、一个水池蓄水、一个龙头出水”，从而达到调控土地市场、配置土地资源、实现土地增值归国家所有的目的。

案例分析：汉阳福星城

2007 年公司以 12.74 亿的价格取得汉阳福星城，目前还有 10 亿元左右未付地价款。该项目占地面积 11.45 万平方米，总建筑面积 33 万平方米。该项目预计总投资 23.03 亿元，截止今年中期累计完成投资 2.34 亿元。

此项目在 07 年就取得，到现在迟迟未开工的原因是拆迁难度较大，需要的资金也较大。因此在今年上半年通过吉林信托融资 10 亿元出让 50% 的股权。该项目仍正在进行拆迁准备工作，项目预计 2015 年 12 月竣工。

旧厂房改造

去年年底广东省发布了《关于加快推进“三旧”改造的工作意见》，深圳发布了《深圳市城市更新办法》。其中广州市旧厂房改造可由企业自行开发改造，并按规定补交土地出让金，但是其不包括商品住宅。而深圳则规定旧厂房改造只需企业向市规划国土主管部门及相关主管部门申请办理规划许可变更和相关手续，补交基准地价即可。

深圳的这一政策使得在在深圳有旧厂房、旧工业园区的公司受益，他们只需要在补交地价后顺利变更土地使用性质，从而避开招拍挂带来的高地价成本。

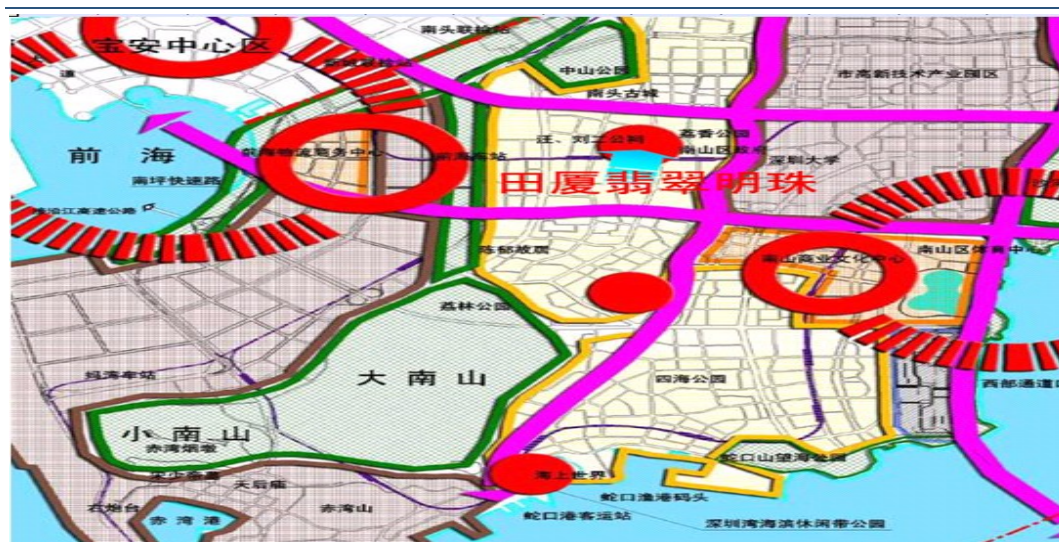
截至今年上半年，深圳市已批准拆除重建类改造规划 78 项，规划住宅建筑面积约 1210 万平方米，规划落实保障性住房建筑面积约 41 万平方米。去年 12 月 1 日出台的《深圳市城市更新办法》已经有了阶段性成果，即将在近日推出的第一批 20 个开工项目，可以提供大约 210 万平方米的住宅。目前全市城市更新计划内共有项目 286 个。深圳全市城市更新的总用地面积约为 240 平方公里，其中城中村 100 平方公里，旧工业区 126 平方公里，旧工商住混合区 6 平方公里，旧住宅区 8 平方公里。

去年年底深圳市有 100 多个项目公布，今年 2 月份只出让了其中两块，7 月份出让了一块。参与城中村改造计划的企业可以编制规划，和业主协商解决未来规划，按照目前法定细则只有业主三分之二通过，城市改造项目才能继续，而且未来这个比例有可能提升到五分之四。

据我们了解，城中村改造也归纳在城市更新改造办法中，该办法其实主要目的是解决工业区、商业区改造，旧住宅改造是其次。深圳城中村改造的项目本身都是容积率在 3 左右，未来改

造后要达到 6 以上。预计今年年底深圳市政府会出台详细的规划细则，目前主管单位是区的旧改委和市的归土委负责。城中村改造是属于市场化运作不属于棚户区改造（保障性住房体系）而深圳的保障性住房可能配建在城中村改造中（深圳市 5 万套目标，年底有 1 万套供给市场，主要集中在龙华、光明区域。上半年保障性住房事件让资格审查更加严格和公务员分配房进程停滞。目前政府也建议专业单位代建保障性住房，比较大的开发企业已经开始介入，如万科、金地以及招商地产等。

图 17：天厦翡翠明珠区位图



资料来源：长江证券研究部整理

目前，城市更新办法中有具体限定条件，如 20 年以内项目不动、只改造质量问题、与城市发展不协调；整体城市更新改造有规章制度限制。目前工业用地改商、住，需要补交评估地价，是以基准地价（近几年更新速度放慢），拆迁费用也要由企业负担。而工业改工业，则交很少地价。

表 16：近期即将动工的城市更新项目

项目名称	用地面积	规划建筑面积	备注
下梅林项目	8.28	53.47	分五期建设，一期工程改造范围面积 3.23 万平米，总建筑面积 22.34 万平米，其中有 4 万平米的购物超市。
赛格日立工业区升级改造项目	12.17	63.00	建成后将为创业板各企业及各拟上市企业提供一个积极的运营平台，促进福田区总部经济的发展。
石厦村改造项目	5.84	41.53	规划住宅、公寓建筑面积 25.8 万平方米，商业、办公建筑面积 15.73 万平方米。
长城国际物流中心项目	6.60	29.40	此为本次启动的面积。项目总建设用地面积 11.08 万平米。
湾厦村改造项目	2.68	13.30	项目分为南北两地块，北地块占地 8151 平方米，建筑面积约 4 万平方米，南地块占地 18653 平方米，建筑面积约 9.3 万平方米。其中，北地块作为第一期开发，用于返还原村民；南地块则以经济适用的小户型住宅为主。
郭吓旧村改造项目	2.10	5.20	住宅部分将全部返还村民，商业部分只租不售，作为村集体长期收入来源，年租金收入约 1800 万元。
上合旧村改造项目	-	21.66	改造后将部分住宅按拆迁返还面积分配给原村民，剩余住宅以成本价出售给原村民（股民）；集中商业由新安上合股份合作公司持有，长期经营。

沙井商业中心改造项目	35.00	28.34	包括幼儿园、社区服务站、居住小区文化室、老年活动中心、再生资源回收点等在内的公共配套物业。
牛栏前旧村改造项目	3.17	13.95	其中将提供不少于 10000 平方米的保障性住房。
田背旧村改造项目	2.73	11.50	拆迁用地面积 33288.1 平方米,建设用地面积 27258.8 平方米,规划总建筑面积 115035 平方米,其中保障性住房 3000 平方米。
新老西改造项目	23.52	101.80	项目将建设成为现代商业服务业综合社区。本项目共分四期开发。
星河雅宝高科总部园	20.34	105.26	项目地面积约为 62.29 万平方米。
平湖工业区(龟地禾吓岭)	20.89	71.42	其中保障性住房 46350 平方米,公共配套设施 7700 平方米(含 2 所 12 班幼儿园共 6400 平方米)。项目总投资逾 40 亿元,分四期改造,一期用地面积 64378.44 平方米,总建筑面积 254900 平方米。
龙岗爱联岗贝村改造	6.70	35.39	其中保障性住房约 12985 平方米,幼儿园 3200 平方米,各类共建配套 4270 平方米,回迁住宅及商业面积 10694 平方米。
坂田第一工业区	9.93	32.26	计划总投资 16 亿元,预计 2013 年 10 月完成建设。
南联吓岗路段改造	5.13	20.71	保障性住房 5640 平方米,社区服务站和社区警务室 340 平方米,幼儿园 2800 平方米。
南湾樟树布旧村改造	10.49	47.19	保障性住房 15500 平方米,公共配套设施 5700 平方米(含 12 班幼儿园 3200 平方米)。项目分四期实施。一期计容积率建筑面积 139100 平方米。
龙岗河边原人民医院改造	1.22	6.34	其中办公 36485 平方米,商业 26870 平方米。项目一期拆迁建筑面积 17757.93 平方米,建设用地占地面积 4971 平方米,建筑面积 28840 平方米。
横岗 1 2 8 工业区改造	10.00	42.00	项目一期占地 2.87 万平方米,总建筑面积 16 万平方米。
南湾南岭村改造(求水山地块)	2.65	9.56	其中保障性住房 8400 平方米、公共配套 1000 平方米。

资料来源：网上资料，长江证券研究部整理

案例分析：OCT-LOFT 华侨城创意文化园

OCT-LOFT 的所在地原是华侨城东部一片建于上世纪 80 年代的工业厂房，当初规划的时候是模仿“蛇口模式”的一个以工业为主的开发区，随着城市的发展，这个地区面临着规划调整和功能改造。2004 年起，华侨城地产以 LOFT 为启动，促进深圳华侨城东部工业区厂房建筑向以创意产业为主体的新空间形式转换。

OCT-LOFT 华侨城创意文化园共分南北两区，首期项目（南区）占地 55465 平方米，原有建筑面积为 59000 平方米，目前改造基本完成；后期项目（北区）占地 95571 平方米，在 2007 年启动。

项目定位：通过对华侨城东部工业区的部分工业建筑进行重新定义、设计和改造，营造出一个呈现出鲜明的后工业时代特色的新型工作、生活空间，为活跃在珠江三角洲和港澳台的文化人、设计师、先锋艺术家提供一个创意工作场所，并吸引文化创意与设计企业的进驻，使该区域逐步发展成为画廊、艺术中心、出版、演出、艺术家工作室、设计公司以及精品家居、时装、餐饮酒吧的聚集地，填补华南空白，成为融合“创意、设计、艺术”的创意产业基地。

首期项目进驻顶尖创意机构近 30 家，包括艺术、设计、传媒、广告、摄影、文化等诸多创意机构，包括国家级美术馆何香凝美术馆下属机构 OCT 当代艺术中心、世纪凤凰传媒、鸿波信息、高文安设计、香港 PAL 设计、都市实践设计、大地建筑事务所、聚城艺术、F8 时

装摄影、毕学锋设计顾问机构、聂风设计工作室、精英设计制作、Ein 品牌女装、东方逸尚服饰、国际青年旅舍等。

图 18: OCT-LOFT 华侨城创意文化园 1



资料来源：网站，长江证券研究部

图 19: OCT-LOFT 华侨城创意文化园 2



资料来源：网站，长江证券研究部

上市公司的机会

当前我国处于城市化加速的阶段，各地城中村改造的规模较大。在土地日益显得稀缺的今天，城中村改造将为开发商提供另一条盈利路径。

表 17: 部分城市城中村改造计划

城市	改造面积(万 m ²)	新建面积(万 m ²)	投资(亿元)	完成时间
北京	3000	-	-	2010 年
天津	2000	2500	1000	2010 年
上海	2049	2000	1360	2010 年
广州	1000	-	-	2010 年
重庆	420	-	-	2010 年
成都	309	-	43.2	2009 年
武汉	2500	3000	1100	2010 年
兰州	712	-	200	2009 年
西安	230	240	56.5	2010 年
洛阳	80	100	30	2010 年

资料来源：各地规划局，长江证券研究部整理

以上是我们整理的部分城市的城中村改造计划，可以看出的是许多地方的城中村改造力度都是非常大的。

福星股份

武汉规划局表示到 2012 年武汉将完成 52 个城中村改造，涉及投资超过一千亿。福星的项目主要是通过参与武汉城中村与旧城改造换取的，是受益武汉城中村改造最大的公司。

表 18: 武汉城中村改造计划

位置	城中村名称
武昌区	沙湖、紫阳
硚口区	汉西、长青、罗家墩
江汉区	航侧、唐家墩、姑嫂树、贺家墩、鲇子湖

江岸区 二七、中胜、花桥、竹叶山、新荣、黄浦、红桥、永红、胜华、连城
 汉阳区 前进、五里墩、汉桥、铁桥、龙阳、汉城、十里铺、陶家岭、邓甲、渔业、鹦鹉、江堤、丰收、汉江、向阳、红卫
 洪山区 红旗、东亭、南湖、烽火、光霞、幸福、团结、徐东、洪山、和平、铁机、向阳、北港、井冈山、柴林头、三角路、余家头、余家湖、姚家岭

资料来源：武汉城市规划局，长江证券研究部整理

表 19：福星城中村改造项目

名称	权益	2010 年初未结算面积	2010 年初权益未结算面积
孝感福星城	100%	23.44	23.44
汉阳福星城（旧城改造）	50%	33.00	16.50
恩施福星城	100%	23.01	23.01
咸宁福星城	100%	70.85	70.85
国际城	100%	58.06	58.06
三角路城中村 A 包	100%	35.89	35.89
三角路城中村 B 包	100%	86.00	86.00
乐天溪镇三宗地	100%	12.79	12.79
通州区砖厂村地块土地	51%	39.09	19.94
和平村“城中村”	100%	116.50	116.50
红桥村“城中村”	100%	110.64	110.64
东澜岸项目	100%	46.53	46.53
青菱村“城中村”	100%	51.00	51.00
贺家敦项目	100%	59.64	59.64
姑嫂树村“城中村”	100%	168.30	168.30

资料来源：公司公告，长江证券研究部整理

表 20：福星在售项目情况

项目名称	总套数 (套)	住房已售 (套)	住房可售 (套)	非住房已 售(套)	非住房可 售(套)	住房成交均 价(元/m²)	非住房成交 均价(元/m²)
水岸星城三期	1344	1273	36	20	15	7823	17632
水岸星城四期	1134	1102	8	17	7	7168	15190
水岸星城五期	513	440	53	-	20	12556	-
福星惠誉·国际城	2047	898	92	672	385	8692	15333

资料来源：武汉房地产信息网，长江证券研究部

根据我们的了解，10 年可结算面积大约在 40 万平方米，主要是水岸星城尾盘、国际城住宅部分、三角路村一部分商业结算。预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.68、0.84。

深天健

受益于《深圳市城市更新办法》，公司旗下的天健工业园区，位于深圳福田区，属香蜜湖片区外围。占地 5.6 万平方米，如果能成功实现用地性质转变，容积率提高到 4 以上的话，那么未来建筑面积将达到 20 万平方米以上。

目前该工业园区周边楼盘售价为 4-6 万元左右，预计此项目未来可以为公司带来接近 50 亿的收入，净利润超过二十个亿。

表 21：深天健项目表

项目名称	城市	权益	未结算面积（万平米）
深圳阳光天健城	深圳	100%	23.59
深圳天健时尚空间	深圳	100%	5.56

深圳天健时尚名苑	深圳	100%	1.60
深圳天健大厦	深圳	100%	2.50
长沙天健芙蓉盛世 1 期	长沙	100%	3.26
长沙天健芙蓉盛世 2 期	长沙	100%	12.00
长沙天健芙蓉盛世 3 期	长沙	100%	39.81
南宁天健商务大厦	南宁	100%	1.66
南宁天健世纪花园	南宁	100%	13.37
南宁天健国际公馆	南宁	100%	4.98
天健工业园区	深圳	100%	16.80
合计			125.13

资料来源：公司公告，长江证券研究部

全年集中结算的是深圳阳光天健城以及深圳天健时尚空间，三季度中深天健预收账款余额还有接近六个亿。另外公司拥有莱宝高科 5000 多万股，一旦开始减持该股份，将为公司带来大量帐面利润及现金，有利于企业更好成长。

表 22：主要楼盘销售情况

时间	阳光天健城		天健时尚空间	
	成交套数	成交均价	成交套数	成交均价
2009 年 12 月	43	12500		
2010 年 1 月	138	12500		
2010 年 2 月	7	12500		
2010 年 3 月	33	12500		
2010 年 4 月	96	12500		
2010 年 5 月	7	14000	92	25000
2010 年 6 月	43	14000	20	25000
2010 年 7 月	35	16000	40	25000
2010 年 8 月	85	16000	86	25000
2010 年 9 月	81	16000	108	25000

资料来源：深圳房地产信息网，长江证券研究部

云南城投

公司为云南城投集团旗下房地产业务整合平台，也是云南省国资委下唯一的地产运作平台。目前公司承担着昆明城市综合运营商的职责，承担着完成滇池环湖东路一级开发，建设新昆明的重任，同时该公司拥有大量的城中村改造项目。

表 23：云南城投项目储备

项目	权益	占地面积	权益未结算面积
昆明艺术工场--森林湖项目	100%	11.57	1.05
昆明东川腊利古铜旅游小镇项目一期	75%	15.33	9.75
昆明东川腊利古铜旅游小镇项目二期	75%	7.47	5.63
昆明北京路项目	51%		8.98
昆明建都国际建材城	100%	11.07	12.93
昆明吹箫巷项目	100%	1.87	27.00
昆明盘龙上坝片区旧改项目	60%	52.67	63.20
昆明中坝村旧改项目	75%	128.00	192.00
昆明官渡关坡村旧改项目	53%	29.67	46.84

大理古城-武庙会	50%	3.89	0.40
大理古城-桃源居	50%	1.20	0.80
大理古城-春秋坊	50%	1.47	0.80
东骧神骏项目东区	51%	9.55	6.63
东骧神骏项目西区	51%	10.53	11.89
官渡区小哨乡项目一期	100%	6.67	3.33
官渡区小哨乡项目二期	100%	4.30	2.15
城海项目	53%	5.65	4.46
天津云滨大厦项目	100%		10.00
陕西咸阳世纪大道项目	31%	28.78	31.22
合计			439.06

资料来源：公司公告，长江证券研究部

环湖东路土地一级开发项目，截止上半年累计完成投资 46.4 亿元。受昆明市规划调整、相关政策变化等外部因素影响，该项目已收储土地中的净用地未能按计划实现招拍挂。

城中村改造项目是公司 2010 年的主要业务板块，受昆明市土地政策变化影响，公司已有的城中村改造项目推动较积极。截止上半年，大白庙片区城中村改造项目及关坡片区城中村改造项目签约率均已达到 90%以上；中坝片区城中村改造项目现正在进行回迁安置地块地上附着物的拆迁工作；上坝片区城中村改造项目改造范围因规划、道路修建等因素影响尚在调整中，目前正在进行回迁安置地块的征地和拆迁工作。

雨树村、中坝村、张家寺村、郑家村“迁村并点”及“城中村”改造项目位于昆明市北部山水新城西片区即盘龙江以西、松花坝水库以下。项目区位优势、交通便利、生态环境良好，拆迁量较小，具有良好的资源条件和市场条件，符合公司战略及业务战略规划。项目总用地规模约 1920 亩，中坝村、雨树村、张家寺村、郑家村四个村民小组，总人口约为 2800 人，总建筑面积约 75 万平方米。经初步测算，本项目土地开发整理总投资约人民币 23 亿元，其中，征地成本约人民币 6 亿元；拆迁补偿成本约人民币 12 亿元；三通一平整理成本约人民币 2 亿元；不可预见费用约人民币 3 亿元。公司第一批城中村改造目标是关上片区，盘龙区的北部山水新城上坝片区和中坝片区。另外还有“大白庙村城中村改造”项目，该项目位于昆明市盘龙区北京路大白庙城中村，项目总用地 189.48 亩。

图 20：大白庙村地理位置



资料来源：百度地图，长江证券研究部

图 21：大白庙村地理位置



资料来源：百度地图，长江证券研究部

由于城中村的区域通常位置甚佳，作为一级开发商拥有拿地优势，公司积极参与城中村改造，有利于增加公司土地储备，降低土地成本。作为城投类的代表上市公司，我们认为云南城投

的风险远小于其他城投公司。公司真正启动点来自于两个方面：一是进一步让资本市场感受到大股东对上市企业支持的决心；二是昆明市土地储备中心本年度开始出让土地。

附表：相关法律条款汇总

《中华人民共和国宪法》	
第一章 第十条	城市的土地属于国家所有。 农村和城市郊区的土地，除由法律规定属于国家所有的以外，属于集体所有；宅基地和自留地、自留山，也属于集体所有。 国家为了公共利益的需要，可以依照法律规定对土地实行征收或者征用并给予补偿。 任何组织或者个人不得侵占、买卖或者以其他形式非法转让土地。土地的使用权可以依照法律的规定转让。 一切使用土地的组织和个人必须合理地利用土地。
第一章 第十七条	集体经济组织在遵守有关法律的前提下，有独立进行经济活动的自主权。 集体经济组织实行民主管理，依照法律规定选举和罢免管理人员，决定经营管理的重大问题。
《中华人民共和国土地管理法》	
第一章 第二条	中华人民共和国实行土地的社会主义公有制，即全民所有制和劳动群众集体所有制。 全民所有，即国家所有土地的所有权由国务院代表国家行使。 任何单位和个人不得侵占、买卖或者以其他形式非法转让土地。土地使用权可以依法转让。 国家为了公共利益的需要，可以依法对土地实行征收或者征用并给予补偿。 国家依法实行国有土地有偿使用制度。但是，国家在法律规定的范围内划拨国有土地使用权的除外。
第一章 第四条	国家实行土地用途管制制度。 国家编制土地利用总体规划，规定土地用途，将土地分为农用地、建设用地和未利用地。严格限制农用地转为建设用地，控制建设用地总量，对耕地实行特殊保护。 前款所称农用地是指直接用于农业生产的土地，包括耕地、林地、草地、农田水利用地、养殖水面等；建设用地是指建造建筑物、构筑物的土地，包括城乡住宅和公共设施用地、工矿用地、交通水利设施用地、旅游用地、军事设施用地等；未利用地是指农用地和建设用地以外的土地。 使用土地的单位和个人必须严格按照土地利用总体规划确定的用途使用土地。
第二章 第八条	城市市区的土地属于国家所有。 农村和城市郊区的土地，除由法律规定属于国家所有的以外，属于农民集体所有；宅基地和自留地、自留山，属于农民集体所有。
第二章 第十条	农民集体所有的土地依法属于村农民集体所有的，由村集体经济组织或者村民委员会经营、管理；已经分别属于村内两个以上农村集体经济组织的农民集体所有的，由村内各该农村集体经济组织或者村民小组经营、管理；已经属于乡（镇）农民集体所有的，由乡（镇）农村集体经济组织经营、管理。
第二章 第十一条	农民集体所有的土地，由县级人民政府登记造册，核发证书，确认所有权。农民集体所有的土地依法用于非农业建设的，由县级人民政府登记造册，核发证书，确认建设用地使用权。 单位和个人依法使用的国有土地，由县级以上人民政府登记造册，核发证书，确认使用权；其中，中央国家机关使用的国有土地的具体登记发证机关，由国务院确定。 确认林地、草原的所有权或者使用权，确认水面、滩涂的养殖使用权，分别依照《中华人民共和国森林法》、《中华人民共和国草原法》和《中华人民共和国渔业法》的有关规定办理。
第二章 第十二条	依法改变土地权属和用途的，应当办理土地变更登记手续。
第五章 第四十四条	建设占用土地，涉及农用地转为建设用地的，应当办理农用地转用审批手续。
第五章 第四十七条	征收土地的，按照被征收土地的原用途给予补偿。

第五章 第六十二条	农村村民一户只能拥有一处宅基地，其宅基地的面积不得超过省、自治区、直辖市规定的标准。 农村村民建住宅，应当符合乡（镇）土地利用总体规划，并尽量使用原有的宅基地和村内空闲地。 农村村民住宅用地，经乡（镇）人民政府审核，由县级人民政府批准；其中，涉及占用农用地的，依照本法第四十四条的规定办理审批手续。 农村村民出卖、出租住房后，再申请宅基地的，不予批准。
第五章 第六十三条	农民集体所有的土地的使用权不得出让、转让或者出租用于非农业建设；但是，符合土地利用总体规划并依法取得建设用地的企业，因破产、兼并等情形致使土地使用权依法发生转移的除外。

《村庄和集镇规划建设管理条例》

第一章 第二条	制定和实施村庄、集镇规划，在村庄、集镇规划区内进行居民住宅、乡（镇）村企业、乡（镇）村公共设施和公益事业等的建设，必须遵守本条例。但是，国家征用集体所有的土地进行的建设除外。 在城市规划区内的村庄、集镇规划的制定和实施，依照城市规划法及其实施条例执行。
第三章 第十八条	农村村民在村庄、集镇规划区内建住宅的，应当先向村集体经济组织或者村民委员会提出建房申请，经村民会议讨论通过后，按照下列审批程序办理： （一）需要使用耕地的，经乡级人民政府审核、县级人民政府建设行政主管部门审查同意并出具选址意见书后，方可依照《土地管理法》向县级人民政府土地管理部门申请用地，经县级人民政府批准后，由县级人民政府土地管理部门划拨土地； （二）使用原有宅基地、村内空闲地和其他土地的，由乡级人民政府根据村庄、集镇规划和土地利用规划批准。 城镇非农业户口居民在村庄、集镇规划区内需要使用集体所有的土地建住宅的，应当经其所在单位或者居民委员会同意后，依照前款第（一）项规定的审批程序办理。回原籍村庄、集镇落户的职工、退伍军人和离休、退休干部以及回乡定居的华侨、港澳台同胞，在村庄、集镇规划区需要使用集体所有的土地建住宅的，依照本条第一款第（一）项规定的审批程序办理。

《中华人民共和国城市房地产管理法》

第二章 第八条	土地使用权出让，是指国家将国有土地使用权（以下简称土地使用权）在一定年限内出让给土地使用者，由土地使用者向国家支付土地使用权出让金的行为。
第五章 第六十条	国家实行土地使用权和房屋所有权登记发证制度。

《中华人民共和国村民委员会组织法》

第五条	村民委员会应当支持和组织村民依法发展各种形式的合作经济和其他经济，承担本村生产的服务和协调工作，促进农村生产建设和社会主义市场经济的发展。 村民委员会应当尊重集体经济组织依法独立进行经济活动的自主权，维护以家庭承包经营为基础、统分结合的双层经营体制，保障集体经济组织和村民、承包经营户、联户或者合伙的合法的财产权和其他合法的权利和利益。 村民委员会依照法律规定，管理本村属于村农民集体所有的土地和其他财产，教育村民合理利用自然资源，保护和改善生态环境。
第十九条	涉及村民利益的下列事项，村民委员会必须提请村民会议讨论决定，方可办理： （一）乡统筹的收缴方法，村提留的收缴及使用； （二）本村享受误工补贴的人数及补贴标准； （三）从村集体经济所得收益的使用； （四）村办学校、村建道路等村公益事业的经费筹集方案； （五）村集体经济项目的立项、承包方案及村公益事业的建设承包方案； （六）村民的承包经营方案； （七）宅基地的使用方案； （八）村民会议认为应当由村民会议讨论决定的涉及村民利益的其他事项。

《中华人民共和国物权法》

第四章 第四十二条	为了公共利益的需要，依照法律规定的权限和程序可以征收集体所有的土地和单位、个人的房屋及其他不动产。 征收集体所有的土地，应当依法足额支付土地补偿费、安置补助费、地上附着物和青苗的补偿费等费用，安排被征地农民的社会保障费用，保障被征地农民的生活，维护被征地农民的合法权益。 征收单位、个人的房屋及其他不动产，应当依法给予拆迁补偿，维护被征收人的合法权益；征收个人住宅的，还应当保障被征收人的居住条件。 任何单位和个人不得贪污、挪用、私分、截留、拖欠征收补偿费等费用。
第四章 第四十三条	国家对耕地实行特殊保护，严格限制农用地转为建设用地，控制建设用地总量。不得违反法律规定的权限和程序征收集体所有的土地。
第四章 第五十八条	集体所有的不动产和动产包括： （一）法律规定属于集体所有的土地和森林、山岭、草原、荒地、滩涂； （二）集体所有的建筑物、生产设施、农田水利设施； （三）集体所有的教育、科学、文化、卫生、体育等设施； （四）集体所有的其他不动产和动产。
第四章 第六十一条	城镇集体所有的不动产和动产，依照法律、行政法规的规定由本集体享有占有、使用、收益和处分的权利。
第十二章 第一百五十一条	集体所有的土地作为建设用地的，应当依照土地管理法等法律规定办理。
第十三章 第一百五十二条	宅基地使用权人依法对集体所有的土地享有占有和使用的权利，有权依法利用该土地建造住宅及其附属设施。
《中华人民共和国城乡规划法》	
第一章 第二条	制定和实施城乡规划，在规划区内进行建设活动，必须遵守本法。 本法所称城乡规划，包括城镇体系规划、城市规划、镇规划、乡规划和村庄规划。城市规划、镇规划分为总体规划和详细规划。详细规划分为控制性详细规划和修建性详细规划。 本法所称规划区，是指城市、镇和村庄的建成区以及因城乡建设和发展需要，必须实行规划控制的区域。规划区的具体范围由有关人民政府在组织编制的城市总体规划、镇总体规划、乡规划和村庄规划中，根据城乡经济社会发展水平和统筹城乡发展的需要划定。
第一章 第三条	城市和镇应当依照本法制定城市规划和镇规划。城市、镇规划区内的建设活动应当符合规划要求。 县级以上地方人民政府根据本地农村经济社会发展水平，按照因地制宜、切实可行的原则，确定应当制定乡规划、村庄规划的区域。在确定区域内的乡、村庄，应当依照本法制定规划，规划区内的乡、村庄建设应当符合规划要求。 县级以上地方人民政府鼓励、指导前款规定以外的区域的乡、村庄制定和实施乡规划、村庄规划。
第三章 第四十条	在城市、镇规划区内进行建筑物、构筑物、道路、管线和其他工程建设的，建设单位或者个人应当向城市、县人民政府城乡规划主管部门或者省、自治区、直辖市人民政府确定的镇人民政府申请办理建设工程规划许可证。 申请办理建设工程规划许可证，应当提交使用土地的有关证明文件、建设工程设计方案等材料。需要建设单位编制修建性详细规划的建设项目，还应当提交修建性详细规划。对符合控制性详细规划和规划条件的，由城市、县人民政府城乡规划主管部门或者省、自治区、直辖市人民政府确定的镇人民政府核发建设工程规划许可证。城市、县人民政府城乡规划主管部门或者省、自治区、直辖市人民政府确定的镇人民政府应当依法将经审定的修建性详细规划、建设工程设计方案的总平面图予以公布。

第三章 第四十一条	在乡、村庄规划区内进行乡镇企业、乡村公共设施和公益事业建设的，建设单位或者个人应当向乡、镇人民政府提出申请，由乡、镇人民政府报城市、县人民政府城乡规划主管部门核发乡村建设规划许可证。 在乡、村庄规划区内使用原有宅基地进行农村村民住宅建设的规划管理办法，由省、自治区、直辖市制定。 在乡、村庄规划区内进行乡镇企业、乡村公共设施和公益事业建设以及农村村民住宅建设，不得占用农用地；确需占用农用地的，应当依照《中华人民共和国土地管理法》有关规定办理农用地转用审批手续后，由城市、县人民政府城乡规划主管部门核发乡村建设规划许可证。 建设单位或者个人在取得乡村建设规划许可证后，方可办理用地审批手续。
第七章 第六十四条	未取得建设工程规划许可证或者未按照建设工程规划许可证的规定进行建设的，由县级以上地方人民政府城乡规划主管部门责令停止建设；尚可采取改正措施消除对规划实施的影响的，限期改正，处建设工程造价百分之五以上百分之十以下的罚款；无法采取改正措施消除影响的，限期拆除，不能拆除的，没收实物或者违法收入，可以并处建设工程造价百分之十以下的罚款。
第七章 第六十五条	在乡、村庄规划区内未依法取得乡村建设规划许可证或者未按照乡村建设规划许可证的规定进行建设的，由乡、镇人民政府责令停止建设、限期改正；逾期不改正的，可以拆除。

资料来源：各法律法规，长江证券研究部整理

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。