

固收深度报告 20240523

“江苏模式”存量房“以旧换新”：城投板块的新机遇？

2024年05月23日

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 徐津晶

执业证书：S0600523110001
xujj@dwzq.com.cn

观点

■ **“江苏模式”政策复盘及优势：**1) 2023年以来地方政府采用中介优先推介模式及税费和利率优惠政策助推存量房去库存，而江苏省部分区域率先从供给端入手，推出收购型“以旧换新”模式，即“江苏模式”。2) “江苏模式”的实施关键在于由政府指定的地方国资平台向购房者收购旧房并改造为保障性住房，购房者则于购入新房时补缴差价，旧房款抵换部分新房款。凭借地方国资平台介入这一举措，不仅有助于促进房产成交，还可助力完成保障性住房供应目标，提升政府资金使用效率，更对实施“以旧换新”的城投平台自身的库存去化、现金流改善及资本市场融资能力提升均大有裨益。因此，推荐投资者关注全国已开始试点或有意向实施“江苏模式”的区域，包括地市级和区县级范围，并重点布局此类区域内已开启“以旧换新”活动或未来有能力开启该活动的城投平台。3) “江苏模式”的优势在于城投平台作为收购主体不仅因地地方上的配套资金支持而在资金来源方面更具优势，还可以扩大保障性住房的供给数量和范围，增加国企平台收益来源。此外，由于新旧房均由国资平台开发回收，故一方面可降低时间成本、减少交易成本，另一方面由国资平台兜底或有助于提升后期新房交付保障度，增强购房者参与置换的信心。4) 城投主体对存量房的收购资金来源主要为央行引导商业银行提供的银行贷款、支持“三大工程”项目的PSL和投向补充保障租房的地方专项债，同时由城投主体自有资金和后续租金收益、出售回款补充。

■ **“江苏模式”政策执行主体共性分析：**聚焦太仓城发、太仓城建、启东城投、郑州城发、南京安居，从平台属性、主营业务、财务表现及银行授信总结来看，当前参与“以旧换新”的城投主体基本具备以下共同点：1) 实控人均均为地方政府国资委办公室或国资委。2) 核心业务均聚焦于土地开发及相关领域，并深度参与保障房与安置房的规划建设，土地开发及保障房或安置房业务占比基本可达50%以上，且涉足房地产销售。3) 均拥有相对良好的盈利能力、偿债能力、现金流状况及资产流动性。

■ **“江苏模式”政策影响及利好：**1) 助力保障房构建：城投平台收购的二手房经过适配改造后，能够迅速转变为满足不同群体需求的保障性住房，从而在不增加新建住房负担的前提下高效扩大住房保障覆盖面。2) 助力存量商品房去库存：太仓市第二轮“以旧换新”已开始落实置换，表明该活动受到购房者热切支持，因此有利于城投平台尽快通过出售、出租等方式加快库存去化，加快回款。3) 助力城投平台二级市场表现改善：政策推出后，太仓、启东、南京三地的指定执行城投平台债券收益率明显下行，成交量显著提升，三地城投利差亦持续收窄。各项数据不仅反映市场对城投平台信用资质的正面评价，也是“江苏模式”政策利好效果的直接体现，主要源于市场重新评估信用风险后信心提振，叠加税收减免和融资支持等政策优惠进一步为平台提供财务优势，引发投资者对相关区域的城投债配置需求抬升，表明“江苏模式”通过助力相关平台优化财务状况、增强资产流动性，降低平台违约风险、强化区域信用资质，从而提升相关区域及其平台在债券二级市场中的关注度。4) 未来存量房处理措施的逐步落地及地产相关政策的持续催化或助力市场预期修复，有望进一步撬动商品房需求，为积极效仿“江苏模式”参与存量房“以旧换新”的城投主体打开收益增长空间，故建议持续关注“江苏模式”实施情况，左侧布局已经或即将开展“以旧换新”活动的城投主体，重点关注具备以下特点的主体：a) 市本级平台或区县级核心平台且实控人为国资委；b) 以土地开发为主营业务，深度参与房产销售与改造，为区域内主要负责提供保障性住房的主体；c) 盈利能力、偿债能力、现金流状况及资产流动性整体良好，且未使用授信余额充足。

■ **风险提示：**城投政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

相关研究

《如何解读 2024 年以来信用债供给情况？》

2024-05-21

《低价低波贡献更大，低价高波反弹不弱》

2024-05-21

内容目录

1. 存量房产“以旧换新”政策复盘	4
1.1. 政策背景：当前商品房库存处于历史高位，去库存形势迫切.....	4
1.2. 政策加码：国资平台下场，践行存量房去库存.....	5
1.3. 聚焦：“江苏模式”如何盘活存量	7
2. 案例分析“江苏模式”政策执行主体	12
2.1. 部分参与城投主体基本介绍.....	12
2.1.1. 江苏：太仓市城市发展集团有限公司.....	12
2.1.2. 江苏：太仓市城市建设投资集团有限公司.....	13
2.1.3. 江苏：启东城投集团有限公司.....	13
2.1.4. 河南：郑州城市发展集团有限公司.....	14
2.1.5. 江苏：南京安居建设集团有限责任公司.....	15
2.2. 部分参与城投主体共性分析.....	16
3. “江苏模式”政策的影响及利好	18
3.1. “江苏模式”助力保障房构建.....	18
3.2. “江苏模式”助力存量商品房去库存.....	19
3.3. “江苏模式”助力城投平台二级市场表现改善.....	19
3.4. 小结.....	21
4. 风险提示	21

图表目录

图 1:	2014 年 3 月至 2024 年 3 月国内商品房库存量及增速 (单位: 亿平方米; %)	4
图 2:	2014 年 1 月 5 日至 2024 年 5 月 5 日国内商品房库销比 (单位: %)	5
图 3:	“江苏模式”存量房“以旧换新”参与主体及运作模式	8
图 4:	2023 年太仓城发主营构成 (单位: 亿元)	12
图 5:	2023 年太仓城建主营构成 (单位: 亿元)	13
图 6:	2023 年启东城投主营构成 (单位: 亿元)	14
图 7:	2023 年郑州城发主营构成 (单位: 亿元)	15
图 8:	2023 年南京安居主营构成 (单位: 亿元)	16
图 9:	2023 年参与“以旧换新”政策的城投主体的未使用信贷额 (单位: 亿元)	18
图 10:	太仓城发、启东城投和南京安居的到期收益率走势 (单位: BP)	20
图 11:	太仓市城投债成交量 (单位: 笔)	20
图 12:	2022 年至今江苏省太仓市城投债信用利差走势 (单位: BP)	20
图 13:	2022 年至今江苏省启东市城投债信用利差走势 (单位: BP)	20
图 14:	2022 年至今江苏省南京市城投债信用利差走势 (单位: BP)	21
表 1:	政府助力“以旧换新”的三种模式	7
表 2:	部分省市城投主体收购型“以旧换新”模式具体政策一览	9
表 3:	部分省市城投主体收购型“以旧换新”模式具体政策一览 (续)	10
表 4:	部分城投公司 2023 年财务状况 (单位: 亿元; 万元; %)	17
表 5:	部分城投公司 2023 年流动性情况 (单位: 亿元)	17
表 6:	保障性租赁住房需求与供给测算	18

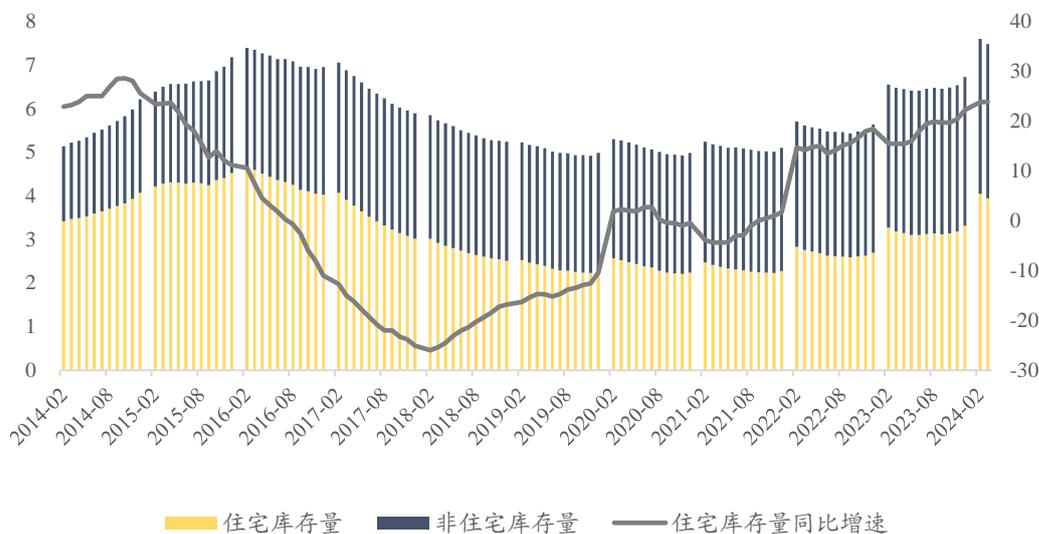
1. 存量房产“以旧换新”政策复盘

1.1. 政策背景：当前商品房库存处于历史高位，去库存形势迫切

截至 2024 年 3 月 31 日，全国商品房库存量达 7.48 亿平方米，同比增长 15.54%，创下历史新高，其中住宅库存量 3.95 亿平方米，接近 2015 年库存量水平，同比增长 23.90%。而当下商品房库销比同样攀升至历史相对高位水平，提示国内房产的库存压力较高，亟待更多政策去支持存量房产的去化。

高库存量的背后反映的是居民整体置业动力不足。自 2018 年以来，政府为了遏制房价过快上涨和防范房地产市场风险，逐步出台“三道红线”等一系列针对房地产行业的宏观管控措施。这些措施虽然有效抑制了房地产市场的过热，但是传递出的政策信号影响了居民和投资者对房地产市场的信心，也间接导致了市场供应端的负面反应。具体而言，部分房企受制于融资条件收紧，为快速回笼资金选择频频降价促销，引起房价的大幅波动和市场“买涨不买跌”的观望情绪，从而进一步抑制了居民和投资者的短期购房需求，致使我国地产市场表现出供给端虽然放缓，但是需求端却始终处于低迷状态，故而商品房的库存水平持续居高不下。

图1：2014年3月至2024年3月国内商品房库存量及增速（单位：亿平方米；%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/128135142124006072>