

保障房：完善顶层设计，践行住有所居

华泰研究

2023年10月18日 | 中国内地

专题研究

保障性住房建设提速，双轨制供应体系有望重塑行业格局

保障性住房建设提速不仅可以带来开发增量，还有望进一步使得房地产行业新模式明朗化，双轨制的形成将进一步卸下市场化体系的羁绊，我们看好具备保障房开发经验以及大股东有开发潜力的国企，此外，代建能力突出的企业以及在核心城市有充沛储备的公司也有望受益。重点推荐：1) A股开发：城建发展、建发股份、滨江集团、万科A；2) 港股开发：越秀地产、建发国际集团、华润置地、中国海外发展、龙湖集团；3) 物管公司：中海物业、保利物业、华润万象生活、滨江服务、招商积余、万物云。

我国保障性住房体系的历史沿革

随着房地产市场的不断演化，我国的住房保障体系也在不断更迭。从94年确立的经济适用房（经适房）体系，到2021年以来确立的顶层设计——公共租赁住房（公租房）、保障性租赁住房（保租房）、以共有产权房为代表的配售型保障性住房三位一体的体系。其制度演进可以看到如下特点：1) 保障形式从最初的以售为主，逐步演化为租售并举；2) 保障人群的辐射范围逐步扩大。尤其是从低收入群体等特定人群，开始逐步延展至中等收入但存在住房困难的人群；3) 保障制度愈发体系化，在辐射范围扩大的同时也在持续强化公平性。

地产新格局中的保障房建设拉开序幕

2023年保障性住房建设进入加速阶段，政策框架更加清晰完备。展望未来，我们认为有如下三点值得关注：1. 同样提至国家战略高度的城中村改造则有望和保障性住房建设形成联动效应，为保障性住房提供土地来源；2. 加大配售型保障性住房供应的同时，并遵循“保本微利”的配售原则；3. 通过闭环管理促进分配公平，并为未来“保障+商品房”双轨制住房体系构想打下基础。双轨制的核心在于，通过保障性住房充分满足民生需求，同时给中高端改善需求以市场空间。保障性住房体系的完备性是予以市场化体系进一步发展空间的前提，即市场化体系的相关行政政策也有望随之逐步退出。

以邻为鉴：新加坡“组屋+私人住宅”双轨制的下的居者有其屋

作为“居者有其屋”的典范新加坡，其居民住房自有率已达到89.3%（2022年），在国际上处于领先水平。新加坡政府建立了“廉租组屋—廉价组屋—执行共管公寓—私人住宅”的阶梯化住房结构，实现双轨制住房体系。该体系有如下特点：1. 住房保障以售为主，2. 政府主导，配以完善的全流程政策体系，覆盖从土地供给、住房租售、住房转售全流程，充分体现保障属性；3. 闭环管理，这也为双轨制市场的稳定性提供保障。我们认为，从政府主导能力、闭环管理的制度设计、“有恒产者有恒心”的思维模式，我们和新加坡都具有可比性，因此新加坡模式对于我们的保障房建设具有借鉴意义。

我国保障性住房的存量结构与未来体量

结合七普数据，我们可大致计算出各保障房品类的体量（截至2022年末）：公租房/保租房/共有产权房/经适房双限房的存量分别约为1450/330/28/1347万户（套），合计约3155万套，考虑到十四五40城的保租房筹建计划达670亿，即23-25年还需340万套增量，因此不考虑新增规划，截至2025年，计划中的保障性住房筹建体量合计约3200万套。我们以人均居住面积家庭户为标准来衡量保障需求，目前保障性住房建设计划的缺口约800-1700万套，我们预测计划缺口可拉动投资额1.6-4.7万亿元。

风险提示：测算出现偏差的风险；行业政策风险；行业下行风险；部分房企经营风险。

房地产开发 增持（维持）
 房地产服务 增持（维持）

研究员 陈慎
 SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com
 SFC No. BIO834 +(86) 21 2897 2228

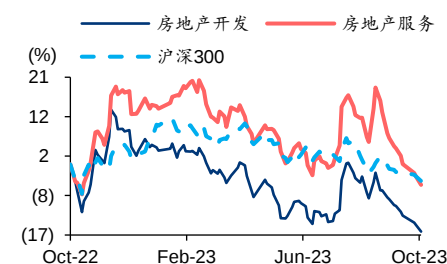
研究员 刘璐
 SAC No. S0570519070001 liulu015507@htsc.com
 SFC No. BRD825 +(86) 21 2897 2218

研究员 林正衡
 SAC No. S0570520090003 linzhengheng@htsc.com
 SFC No. BRC046 +(86) 21 2897 2087

联系人 陈颖
 SAC No. S0570122050022 chenying019881@htsc.com
 +(86) 755 8249 2388

联系人 戚康旭
 SAC No. S0570122120008 qikangxu@htsc.com
 +(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
城建发展	600266 CH	9.03	买入
建发股份	600153 CH	14.78	买入
滨江集团	002244 CH	14.60	买入
万科A	000002 CH	19.03	买入
新城控股	601155 CH	21.78	买入
越秀地产	123 HK	11.70	买入
建发国际集团	1908 HK	25.62	买入
华润置地	1109 HK	46.62	买入
中国海外发展	688 HK	26.88	买入
龙湖集团	960 HK	25.12	买入
中海物业	2669 HK	12.50	买入
保利物业	6049 HK	56.85	买入
华润万象生活	1209 HK	47.46	买入
滨江服务	3316 HK	30.18	买入
招商积余	001914 CH	18.98	买入
万物云	2602 HK	39.58	买入

资料来源：华泰研究预测

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

我国保障性住房体系的历史沿革.....	3
从经济适用房为主到三位一体的保障性住房体系	3
多层次保障性住房类别的更迭	5
地产新格局中的保障房建设拉开序幕	7
启动更为完备的政策框架，为双轨制住房体系打下基础	7
旨在推进保障房建设进程的指引纷至沓来	7
关键词：与城中村改造结合、保本微利、闭环管理.....	8
未来构想：“保障房+市场化”双轨制住房体系有望进一步明朗化.....	8
自上而下推动，规划保障性住房成为地方政府新的落点	9
以邻为鉴：新加坡“组屋+私人住宅”双轨制的下的居者有其屋	11
新加坡住房体系历史追溯	11
新加坡住房体系特征	12
新加坡住房体系中监管机构构成.....	12
新加坡住房供应模式：多层次、阶梯化的双轨制住房结构.....	12
新加坡保障性住房的分配和流转.....	13
新加坡经验的启示	14
我国保障性住房的存量结构与未来体量	15
我国现有保障性住房存量逾 3000 万套	15
公租房	15
保租房	15
共有产权房	15
保障性住房计划缺口预计可拉动 1.6-4.7 万亿投资额	17
确定性机遇或在产业链以及代建领域	18
投资建议	19
风险提示.....	22

我国保障性住房体系的历史沿革

我国住房制度设计的初衷，就是让全体人民住有所居。房改之前，是遵循住房建设投资由国家、单位统包的体制，94 年提出城镇住房制度改革，即把住房体制改为国家、单位、个人三者合理负担的体制，建立以中低收入家庭为对象、具有社会保障性质的经济适用住房供应体系和以高收入家庭为对象的商品房供应体系，自此，伴随着住房商品化、社会化的同时，最初的住房保障体系开始建立。

随着房地产市场的不断演化，我国的住房保障体系同样在不断更迭。从 94 年确立的经济适用房（经适房）体系，到 2021 年以来确立的顶层设计——公共租赁住房（公租房）、保障性租赁住房（保租房）、以共有产权房为代表的配售型保障性住房三位一体的体系。

整个住房保障体系的制度演进可以看到如下特点：

- 1) 保障形式从最初的以售为主，逐步演化为租售并举；
- 2) 保障人群的辐射范围逐步扩大。尤其是从低收入群体等特定人群，开始逐步延展至中等收入但存在住房困难的人群；
- 3) 保障制度愈发体系化，在辐射范围扩大的同时也在持续强化公平性。

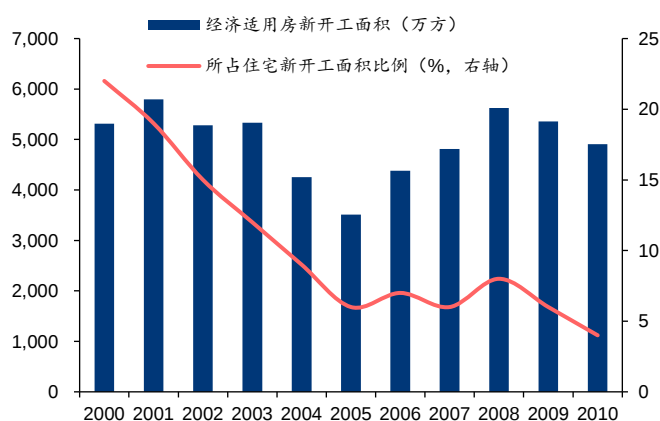
从经济适用房为主到三位一体的保障性住房体系

我国住房保障体系发展主要分为三个大阶段：

第一阶段：以售为主的经济适用房时期。1994 年，国务院印发《国务院关于深化城镇住房制度改革的决定》：建立以中低收入家庭为对象、具有社会保障性质的经济适用住房供应体系和以高收入家庭为对象的商品房供应体系。1998 年，国务院印发《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》：建立和完善以经济适用住房为主的住房供应体系。对不同收入家庭实行不同的住房供应政策。最低收入家庭租赁由政府或单位提供的廉租住房；**中低收入家庭购买经济适用住房**；其他收入高的家庭购买、租赁市场价商品住房。经济适用房的特点是有限产权对应匹配中低收入人群的购房价格，购房人需住满 5 年并补交土地收益等相关价款，取得完全产权后才可以合法交易。

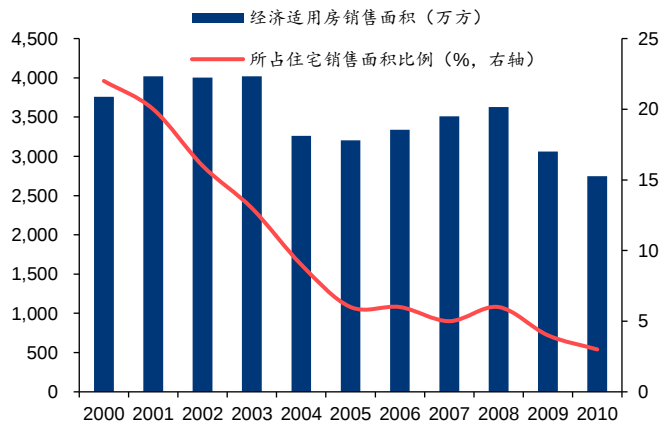
这一时期住房保障体系是以向中低收入家庭出售经济适用房为主。1999-2006 年期间，全国廉租住房总共开工 7.8 万套。经济适用住房建设要远高于廉租房，在 1994 年的《国务院关于深化城镇住房制度改革的决定》中明确指示，房地产开发公司每年的建房总量中，经济适用住房要占 20% 以上。据统计年鉴，直至 2001 年经适房依然是住房供给一大来源，2000/2001 年，经适房新开工面积以及销售面积占住宅比例分别为 22%/19% 和 22%/20%，2004 年开始降至 10% 以下，至 2010 年，经适房的新开工和销售面积占住宅的比例分别为 4% 和 3%。

图表1：经济适用房新开工面积及其所占住宅新开工的比例



资料来源：中国统计年鉴（2011），华泰研究

图表2：经济适用房销售面积及其所占住宅销售的比例



资料来源：中国统计年鉴（2011），华泰研究

第二阶段：以租为主的廉租房、公租房时期，限价商品房填补中等收入群体保障。尽管 1998 年我国已推出廉租房向最低收入家庭供应，但当时主要的保障性住房仍为经济适用房。但经济适用房背后所存在的一些问题也是客观存在的。原住房城乡建设部负责人就经适房答新华社记者问中（2009 年 8 月 18 日），原住房和城乡建设部住房保障司司长侯浙珉指出，“对于目前反映的经济适用住房寻租、牟利现象，要做深入全面客观的分析。在此基础上，通过健全制度，加强监管，促进经济适用住房健康发展”。自 2003 年起，对经济适用房的定调则成为“加强经济适用住房的建设和管理”（2003 年），“改进和规范经济适用住房制度”（2007 年）。

与此同时，限价商品住房开始入市。限价商品住房是定位于中低端收入家庭的限房价、限套型的普通商品房，对家庭收入的上限门槛较经适房高，面积上限也更高。例如依照北京相关政策，申请经适房要求的 1、2、3 人户家庭年收入分别须在 2.27、3.63、4.53 万元以下（《关于印发北京市廉租住房、经济适用住房家庭收入、住房、资产准入标准的通知》，2007 年 11 月），而申请限价商品房的要求为 8.8 万元及以下（《限价商品房管理办法正式施行》，2008 年 4 月），套型面积上限，经适房一般在 60 平以下，而限价商品房为 90 平以下。但限价商品房与经适房的共性即持有 5 年后，可通过补价等操作进入普通商品房市场。

随着经济发展，住房保障的目标有所下移至最低收入家庭，廉租房逐步成为主流。2003 年，国务院印发《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》：建立和完善廉租住房制度。要强化政府住房保障职能，切实保障城镇最低收入家庭基本住房需求。2007 年，国务院印发《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》：加快建立健全以廉租住房制度为重点、多渠道解决城市低收入家庭住房困难的政策体系。以城市低收入家庭为对象，进一步建立健全城市廉租住房制度，改进和规范经济适用住房制度，加大棚户区、旧住宅区改造力度。

2010 年，国务院指出，随着城镇化快速推进，新职工的阶段性住房支付能力不足矛盾日益显现，外来务工人员居住条件也亟需改善。大力发展公共租赁住房，是完善住房供应体系，培育住房租赁市场，满足城市中等偏下收入家庭基本住房需求的重要举措，是引导城镇居民合理住房消费，调整房地产市场供应结构的必然要求。公租房登上历史舞台，主要是为了解决廉租房没有覆盖到的非户籍的外来务工人员的居住需求。

2014 年，住建部、财政部、发改委联合宣布廉租房与公租房并轨运行，时任住房城乡建设部政策研究中心副主任的张锋在接受记者采访时回答了并轨原因：尽管廉租住房和公共租赁住房都是保障性住房的重要组成部分，但两者在发挥重要作用的同时，其平行运行过程中也出现了一些问题：一是两者虽都属于租赁型保障房，但面向的群体不完全一样，申请人容易混淆；二是住房保障需求和供应是一个动态的过程，近年来部分地方出现了保障房与保障对象不相匹配的情况；三是平行运行不利于两项制度间的政策衔接，给老百姓造成不必要的麻烦。2016 年，国办发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》：明确到 2020 年，基本形成保基本、促公平、可持续的公共租赁住房保障体系。

第三阶段：明确住房保障体系的顶层设计是以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系。保障性租赁住房成为住房保障体系的主力军。2020 年，十四五规划指出要有效增加保障性住房供给，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给。此时是中央文件首次提出保障性租赁住房；2020 年 10 月中央政治局会议再度提及增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给。2020 年 12 月 16-18 日中央经济工作会议也指出要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策。直到 2021 年，国办发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》：新市民、青年人等群体住房困难问题仍然比较突出，需加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系。在 30 年的住房保障探索后，我国首次明确住房保障体系的顶层设计。

图表3：我国住房保障体系历史沿革

1994-2002年：以售为主	2003-2020年：以租为主	2020年至今：三位一体
经济适用房为主时期	廉租房为主时期	公租房、保障性租赁住房、共有产权住房
1994年，国务院印发《国务院关于深化城镇住房制度改革的决定》：建立以中低收入家庭为对象、具有社会保障性质的经济适用住房供应体系和以高收入家庭为对象的商品房供应体系。 1998年，国务院印发《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》：建立和完善以经济适用住房为主的住房供应体系。对不同收入家庭实行不同的住房供应政策。最低收入家庭租赁由政府或单位提供的廉租住房；中低收入家庭购买经济适用住房；其他收入高的家庭购买、租赁市场价商品住房。 1998年，住建部发布《关于大力发展经济适用住房的若干意见》。	2003年，国务院印发《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》：加强经济适用住房的建设和管理。建立和完善廉租住房制度。要强化政府住房保障职能，切实保障城镇最低收入家庭基本住房需求。最低收入家庭住房保障原则上以发放租赁补贴为主，实物配租和租金核减为辅。 2007年，国务院印发《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》：加快建立健全以廉租住房制度为重点、多渠道解决城市低收入家庭住房困难的政策体系。以城市低收入家庭为对象，进一步建立健全廉租住房制度，改造和规范经济适用住房制度，加大棚户区、旧住宅区改造力度。 2008年，国办发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》：商品住房价格过高、上涨过快的城市，要切实增加限价商品住房、经济适用住房、公共租赁住房供应。 2010年，国务院印发《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》：房价过高、上涨过快的地区，要大幅度增加公共租赁住房、经济适用住房和限价商品住房供应。	2010年，国务院印发《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》：随着城镇化快速推进，新职工的阶段性住房支付能力不足矛盾日益显现，外来务工人员居住条件也亟需改善。大力发展公共租赁住房，是完善住房供应体系，培育住房租赁市场，满足城市中等偏下收入家庭基本住房需求的重要举措，是引导城镇居民合理住房消费，调整房地产市场供应结构的必然要求。 2014年，住建部、财政部、发改委联合发布《关于公共租赁住房和廉租住房并轨运行的通知》：从2014年起，各地廉租住房建设计划调整并入公共租赁住房年度建设计划。2014年以前年度已列入廉租住房年度建设计划的在建项目可继续建设，建成后统一纳入公共租赁住房管理。各地公共租赁住房并轨运行后统称为公共租赁住房。 2015年，12月18-21日中央经济工作会议：以满足新市民住房需求为主要出发点，以建立购租并举的住房制度为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口。 2016年，国办发布《关于加快培育和促进住房租赁市场的若干意见》：到2020年，基本形成保基本、促公平、可持续的公共租赁住房保障体系。 2020年，十四五规划：有效增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给。（首次提出保障性租赁住房） 2020年，12月16-18日中央经济工作会议：要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。 2021年，国办发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》：但新市民、青年人等群体住房困难问题仍然比较突出，需加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系。（明确住房保障体系的顶层设计）

资料来源：住建部，中国政府网，华泰研究

多层次保障性住房类别的更迭

通过历史梳理，可见我国住房保障工作已经进行多年，针对不同时期、不同群体、不同需求推出了多类保障性住房。

按照保障房品类出现的先后顺序，我国保障性住房主要包括经济适用住房、廉租房、两限房、棚改安置房、公租房、共有产权房以及保租房。随着制度的演进，经适房和两限房逐步淡出舞台，而廉租房也与公租房合并。2021年起，保障房体系的顶层设计确立，“以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系”。

图表4：我国保障性住房分类及推出、存续时间

保障性住房分类	1994年	1998年	2007年	2008年	2010年	2014年	2021年
	经济适用住房推出	廉租房推出	限价商品房推出	棚改向全国推广	公租房推出	廉租房、公租房并轨	保租房推出
廉租房							
公租房							
保障性租赁住房							
经济适用住房							
限价商品住房							
共有产权住房							
棚改安置房							

资料来源：住建部，华泰研究

根据 2021 年确立的顶层设计看目前的保障体系特点：从保障方式的角度，呈现租售并举的特点；从覆盖人群的角度，不仅针对中低收入人群，也包括新市民、新青年以及具有一定购买能力的中等收入人群，并且从户籍人口也逐步蔓延至常住人口；从保障房配置的角度，通常都在 90 平以下，公租房的产权为政府或公共机构，保租房则归为投资建设主体，共有产权房则会给购房者部分产权。

图表5：我国现行住房保障体系

保障房种类	保障对象	户籍要求	面积要求	产权归属
公租房	城镇中低收入住房困难家庭、新就业无房职工、部分城镇工、城镇稳定就业外来务工人员	户籍人口，部分城市扩展至常住人口	60 平以下	政府或公共机构
保障性租赁住房	符合条件的新市民、青年人等群体	常住人口	70 平以下	投资建设主体
共有产权房	具有一定购买能力但又买不起商品房的城镇户籍无房家庭		通常在 90 平以下	政府与购买者共同所有

资料来源：住建部，华泰研究

地产新格局中的保障房建设拉开序幕

启动更为完备的政策框架，为双轨制住房体系打下基础

旨在推进保障房建设进程的指引纷至沓来

2023 年，保障性住房建设进入加速阶段，政策框架更加清晰完备。4 月 28 日，中央政治局会议指出，规划建设保障性住房，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造及“平急两用”公共基础设施建设。7 月 24 日再次提出，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。8 月 25 日，国务院常务会议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》；9 月 4 日，规划建设保障性住房工作部署电视电话会议，何立峰再做发言，一方面强调保障性住房建设是艰巨复杂的系统性工程；另一方面指出，保障性住房要实施严格封闭管理不得上市交易。

随着中央推进进程的提速，有关单位的支持性举措纷至沓来。9 月 5 日，自然资源部印发《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》。作为《国务院办公厅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》配套文件，在 15 个省（市）的 43 个城市开展为期 4 年的低效用地再开发试点。文件中指出，在开展低效用地再开发的过程中，完善收益分享机制，优化保障性住房用地规划选址，增加保障性住房用地供应，探索城中村改造地块除安置房外的住宅用地及其建筑规模按一定比例建设保障性住房，探索利用集体建设用地建设保障性租赁住房。从供给端搭起城中村改造与保障房建设的桥梁，为保障性住房开源。与此同时，规定未纳入试点范围的超大特大城市及具备条件的城区常住人口 300 万以上的大城市，实施城中村改造项目可参照本《通知》明确的支持意见执行。

9 月 28 日，财政部、国家税务总局、住建部联合发文，对保障性住房项目建设相关的税费进行减免，免征土地使用税和印花税，对个人购买保障性住房，减按 1% 的税率征收契税。

图表6：2023 年以来保障房建设相关全国性政策

城市	政策法规	主要内容
4 月 28 日	中央政治局会议	规划建设保障性住房，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造及“平急两用”公共基础设施建设。
7 月 21 日	国务院常务会议	要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造。多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求。把城中村改造与保障性住房建设结合好。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。
7 月 24 日	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。
8 月 25 日	国务院常务会议	审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，要做好保障性住房的规划设计，用改革创新的办法推进建设，确保住房建设质量，同时注重加强配套设施建设和公共服务供给。
8 月 28 日	发改委主任郑栅洁	增加保障性住房供给，支持地方政府和企业加大保障性租赁住房建设。
9 月 4 日	规划建设保障性住房工作部署电视电话会议	何立峰强调，保障性住房建设是艰巨复杂的系统性工程，要坚持规划先行、谋定后动扎实做好前期工作、严格项目管理和成本控制，综合考虑市场形势，合理把握建设节奏。要建立公平公正的配售机制，加强监督审计，重点针对住房有困难且收入不高的工薪收入群体及政府引进人才，按保本微利原则配售。保障性住房要实施严格封闭管理不得上市交易。相关部门要抓紧完善政策体系，各地要加强组织领导，抓好组织实施强化项目建设全链条监管，确保保障性住房建设取得预期成效。
9 月 5 日	《自然资源部关于开展低效用地再开发试点工作的通知》	自然资源部发文开展低效用地再开发试点。文件提出完善收益分享机制。对实施区域统筹和低效用地再开发试点成片开发涉及的边角地、夹心地、插花地等零星低效用地，探索集体建设用地之间、国有建设用地之间、集体建设用地与国有建设用地之间，按照“面积相近或价值相当、双方自愿、凭证置换”原则，经批准后进行置换，依法办理登记。探索完善土地增值收益分享机制，完善原土地权利人货币化补偿标准，拓展实物补偿的途径。优化保障性住房用地规划选址，增加保障性住房用地供应，探索城中村改造地块除安置房外的住宅用地及其建筑规模按一定比例建设保障性住房，探索利用集体建设用地建设保障性租赁住房。
9 月 28 日	《关于保障性住房有关税费政策的公告》	财政部、国家税务总局、住房城乡建设部联合发文，从今年 10 月 1 日起，对保障性住房项目建设用地免征城镇土地使用税；对保障性住房经营管理单位与保障性住房相关的印花税，以及保障性住房购买人涉及的印花税予以免征。对个人购买保障性住房，减按 1% 的税率征收契税。

资料来源：政府官网，华泰研究

关键词：与城中村改造结合、保本微利、闭环管理

9月4日的会议对于保障性住房未来的方向具备指向性意义。重点有如下几点：

1. **怎么建：规划建设保障性住房被提至中国式现代化战略全局高度，提出要用创新的办法推进建设。**参看住建部的十四五规划以及各地目前推进保障性住房的方式，均表述为“筹集建设”，存量盘活是筹集保障房的重要来源，例如北京2022年9月发布的《关于存量国有建设用地盘活利用的指导意见（试行）》就提出“鼓励利用现状建筑改建保障租房”。8月以来的中央会议指示表示要推进“规划建设”而非“筹集建设”，这或将意味着保障性住房的新建节奏会加快。

保障性住房的筹建难点之一在于土地资源的获取，这点在超大特大城市表现得更为明显，这也是目前各城市通过存量盘活这一手段增加保障房供应的一大原因。而展望未来，同样提至国家战略高度的城中村改造则有望和保障性住房建设形成联动效应，为保障性住房提供土地来源。据10月12日《中国建设报》官微信息，城中村改造将与保障性住房建设相结合，各地城中村改造土地除安置房外的住宅用地及其建筑规模，原则上应当按一定比例建设保障性住房。由此可见，城中村改造与保障房建设的联动指日可待。

2. **资金怎么平衡：保障性住房按照“保本微利”的原则配售。**保障性住房的目的是“重点针对住房有困难且收入不高的工薪收入群体及政府引进人才”解决住房问题，提及“配售”，意味着也会加强类似共有产权房的配售类保障性住房的供给，而对于其开发成本和售价的控制，要满足保本微利的盈利空间。

3. **怎么管理：开启严格闭环管理，不得上市交易。**
明确闭环管理是对保障房体系的重要意义之一在于，能够解决过去经适房、限价商品房可能带来的寻租问题。过去的保障房没有明确闭环管理的概念，不过公租房和保租房因为其租赁属性以及限制性租金定价，不会和市场化体系形成交叉，但是过去的经适房、限制性商品房则可以在持有一定期限后走向市场，上市交易，因此存在寻租空间，对公平公正的配售机制形成障碍。

意义之二，是为未来的双轨制住房体系的构建打下基础。如果保障性住房与市场化商品房能够区隔为两个独立运行的体系，分别对应不同需求的人群，这就能够形成双轨制——“市场的归市场，保障的归保障”格局。

未来构想：“保障房+市场化”双轨制住房体系有望进一步明朗化

正如我们前文所述，保障性住房建设贯穿我国房地产发展历程。而十八大正式提出双轨制构想，明确指出“建立市场配置和政府保障相结合的住房制度”，至二十大，提法为“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”。可见“保障房+市场化”双轨制住房体系一直是构建的方向。双轨制的核心在于，通过保障性住房充分满足民生需求，同时给中高端改善需求市场空间。保障性住房体系的完备性是予以市场化体系进一步发展空间的前提。

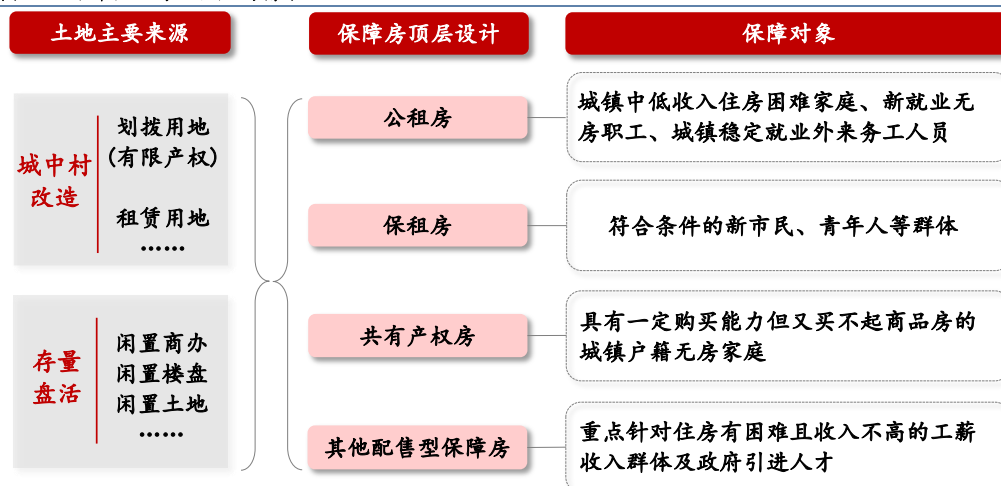
通过对2023年以来政策指引的梳理，我们认为，**保障性住房建设的提速有望促成这一体系进一步明朗化。**我们认为，双轨制住房体系有望呈现如下格局：住房体系分为住房保障体系和市场化体系，住房保障体系主要有公租房、保租房以及以共有产权房为代表的配售的保障性住房，市场化体系则主要包括销售型的商品房，以及租赁型的长租公寓等。随着住房保障体系的逐步完善，市场化体系的相关行政政策也将逐步退出。

图表7：双轨制住房体系设想



注：棚改安置房被多数地方政府纳入保障房供应体系，是配合城中村改造产生的非市场化供应，但不在保障房顶层设计框架内
资料来源：住建部，华泰研究

图表8：保障性住房的供应与需求



资料来源：住建部，华泰研究

自上而下推动，规划保障性住房成为地方政府新的落点

随着中央频频发声，地方也在积极跟进。9月4日后，广州、无锡、合肥、无锡等城市的地产新政中，也均提到要强化住房保障。在以公租房、保租房为主的筹集建设的基础上，均加上了“规划建设保障性住房”或“建立健全配售的保障性住房体系”等措辞。

以广州为例，9月19日，广州发布《关于优化我市房地产市场平稳健康发展政策的通知》。在供给端，提出加大保障房建设和供给。**大力加快推动公共租赁住房、保障性租赁住房和配售的保障性住房发展。**提高公共租赁住房保障水平，完善户籍家庭公共租赁住房保障方式；支持各类市场主体积极参与，多主体、多渠道筹集建设保障性租赁住房；建立健全配售的保障性住房体系，稳慎有序开展规划建设。

从地方政府的表述中可以看出，在2021年以来大力发展保障性租赁住房、与公租房共同兜底保障作用的基础之上，建设配售的保障性住房体系或将成为接下来新的发力方向。

图表9：地方政府近期新政关于保障房建设的内容

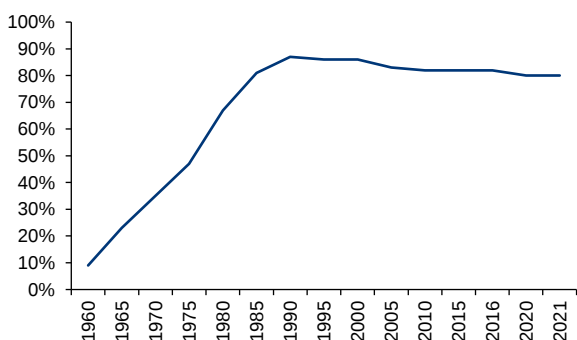
城市	时间	政策法规	主要内容
合肥市	2023 年 9 月 15 日	《关于进一步优化房地产调控政策的通知》	强化住房保障，在发挥好现有公租房、保障性租赁住房兜底保障作用的基础上，规划建设保障性住房，促进房地产市场平稳健康发展和民生改善。
无锡市	2023 年 9 月 19 日	《关于促进我市房地产市场平进一步通	进一步加强各类保障房筹集和建设工
广州市	2023 年 9 月 20 日	《广州市人民政府办公厅关于大力加	提高公共租赁住房保障水平，完善户
成都市	2023 年 9 月 26 日	《关于进一步优化政策措施促进进一	发挥好现有公共租赁住房、租赁补贴、

资料来源：地方政府房管局，华泰研究

以邻为鉴：新加坡“组屋+私人住宅”双轨制的下的居者有其屋 新加坡住房体系历史追溯

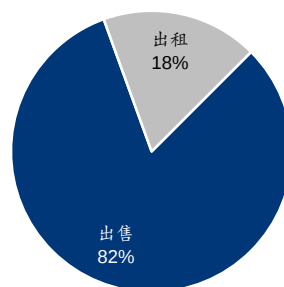
一直以来，新加坡住房模式一直是住房双轨制运行的标杆。新加坡政府为解决自治初期的住房短缺难题，于1960年颁布《建屋发展法》，设立建屋发展局（Housing and Development Board），大规模兴建低标准、小户型公共组屋，以低价租赁给中低收入群体。1964年，新加坡政府推出“居者有其屋”计划，鼓励住房由租赁向自有化转变，并逐步将公共供给对象的范围扩展到中等收入群体。目前新加坡已形成以公共组屋为主，私人住宅为辅的独特住房体系，成功实现了“居者有其屋”。过去40余年新加坡共修建组屋110万套，占总供应比例高达97%，已覆盖82%的人口。至2022年，新加坡居民住房自有率已达到89.3%，在国际上处于领先水平。

图表10：新加坡组屋覆盖人口占比



资料来源：新加坡建屋发展局，华泰研究

图表11：出售及出租组屋占比



资料来源：新加坡建屋发展局，华泰研究

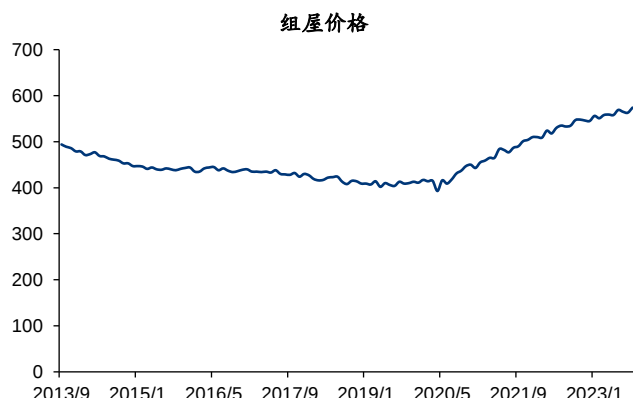
图表12：新加坡住房自有率

年份	总计 (千户)	住房拥有者 (千户)	租房者 (千户)	住房自有率
1990	661.7	578.9	78.6	87.50%
2000	915.1	841.6	63.4	92.00%
2010	1145.9	998.9	132.5	87.20%
2011	1146.2	1015.9	103.5	88.60%
2012	1152	1038.2	106.8	90.10%
2013	1174.5	1062.5	105.7	90.50%
2014	1200	1083.4	109.8	90.30%
2015	1225.3	1112.4	106.2	90.80%
2016	1263.6	1149.1	107.6	90.90%
2017	1289.9	1170.2	109.8	90.70%
2018	1325.3	1205.8	112.4	91.00%
2019	1372.4	1240.6	122.5	90.40%
2020	1372.6	1206	152.1	87.90%
2021	1390.6	1236.9	134.8	88.90%
2022	1399.6	1249.7	131.7	89.30%

资料来源：新加坡统计局，华泰研究

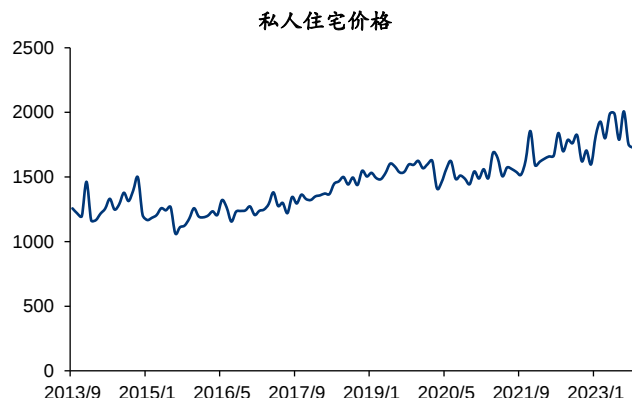
房屋售价方面，新加坡组屋的价格由政府统一规定，较私人住宅具备明显价格优势。组屋价格以居民平均收入水平为基础，通常是以90%的首次申请者可负担三房组屋价格，70%的首次申请者可负担四房组屋价格为标准，以低价出售或出租给普通收入阶层使用。由于是政府直接供房，组屋的价格远低于同地段的私宅和公寓等价格。针对不同需求的人群，新加坡建屋局还出台了特殊补贴计划。我们以新加坡成交的三房组屋历史价格为例，2014-2020年其每平方尺售价稳定在400-500新元/平方尺之间，自2021年以来，其价格上升，至2023年8月，接近600新元/平方尺，而同期私人住宅仍为公共组屋均价的约3倍。

图表13：组屋均价（新元/平方米）



资料来源：新加坡建屋发展局，华泰研究

图表14：私人住宅均价（新元/平方米）



资料来源：新加坡建屋发展局，华泰研究

新加坡住房体系特征

新加坡住房体系中监管机构构成

建屋发展局：作为国家级的公共组屋管理机构，是住房保障体系的核心部门，负责制定组屋发展规划及房屋管理，实现“居者有其屋”的住房保障目标；同时又作为最大的房地产经营管理者，负责组屋施工建设、出售和出租。

中央公积金局：新加坡的中央公积金是一种强制性长期储蓄，而负责收取的中央公积金局在住房体系中承担两个角色：为建屋发展局提供资金支持以开发建设保障性住房，同时通过优惠贷款和补助为居民买房提供支持。

土地管理局：新加坡土地管理局代表国家管理全部国土资源，具有发展和监管两大职能，通过土地出售、租赁、收购和分配来管理国有土地，以优化土地利用。

新加坡住房供应模式：多层次、阶梯化的双轨制住房结构

为满足不同收入阶层人群的住房需求，新加坡政府建立了“廉租组屋—廉价组屋—执行共管公寓—私人住宅”的阶梯化住房结构，建立了“中低端有保障、高端有市场”的双轨制住房供应体系。

针对普通市民以及居民，新加坡建屋发展局规划兴建政府组屋，其占新加坡房源总量约 80%。组屋以低价出售或出租给普通收入阶层，而商品化的私人住宅主要面向无法购买组屋的外国人和少数高收入新加坡公民。介于两者之间，还有一类叫执行共管公寓（EC 公寓）。EC 公寓是组屋和私人住宅的混合体，从产品品质到价格都介于两者之间，新加坡 96 年开始推出 EC 公寓出售给收入较高的但又无法购买私人商品房的中产阶级。组屋和 EC 公寓都属于新加坡保障性住房，享受政府补贴。

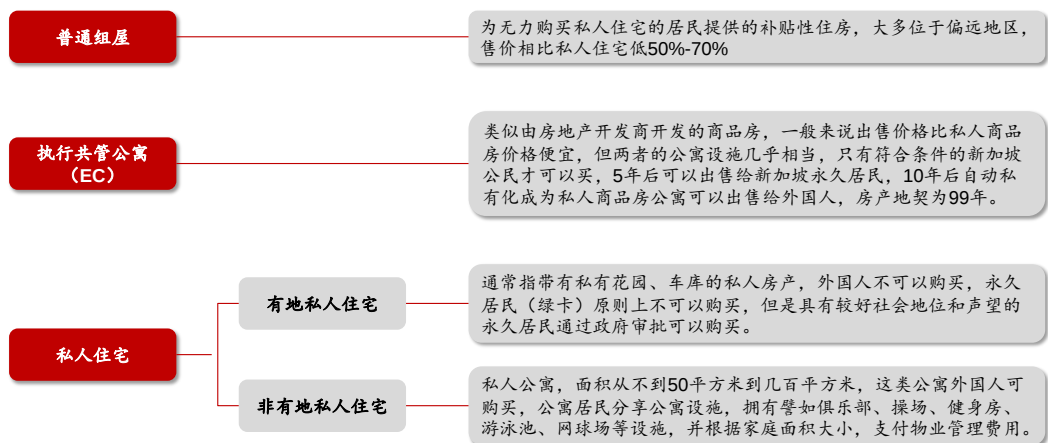
土地供给层面，保障性住房与私人住宅有所区隔，基于土地成本的控制保证组屋的价格优势。新加坡严格控制土地资源，保证组屋供应量。新加坡约 80% 为国有土地，即使是私人土地，政府也有权根据 1966 年颁布的《土地征用法令》来征用以支持公共住房建设。就土地成本而言，组屋用地按首席估价师以既定且公认的估价原则公允计价出售给 HDB，而私人住宅建设用地是私人开发商在政府土地销售计划下市场化竞标定价。

组屋因需而建，管理精细化。组屋新增供应是采取预购制度，即 BTO（Build To Order），大部分新组屋都是通过 BTO 推向市场。新加坡建屋发展局宣布建屋计划后，在申请期内如果申请购买的人数达到计划的 70% 左右，建屋发展局就会动工建房，即供应因需而建，价格也由政府统一确定。

新组屋的另一小部分来源是选择性整体重建计划（SERS）。组屋在房龄满 30 年的时候，有些组屋会被纳入选择性整体重建计划（SERS），政府以当时的市场价回购，并在原址上重建组屋，再分配给原来居住在这里的屋主。

组屋的供应结构日趋精细。从户型角度，从经济的二室式（2-rooms）到三代同堂（3Gen）单位，对应不同层次的需求。地段上同样有精细的区分。在 2023 年国庆群众大会上，新加坡政府提出新的组屋供应框架，供应体系进一步精细化。新组屋取消了原先成熟和非成熟组屋两类的简单划分，按照地段分为标准地段组屋、优选地段组屋和黄金地段组屋三类。每种组屋位于的地段、买家获得的津贴及购房限制有区别。

图表15：新加坡住宅类型



资料来源：新加坡建屋发展局，华泰研究

图表16：新加坡保障性住房类型

公寓类型	2-room	3-room	4-room	5-room	3Gen	Executive Flat
面积（平方米）	36 及 45	60-65	90	110	115	130
卧室数量	1	2	3	3	4	3
洗手间数量	1	2	2	2	3	2

资料来源：新加坡建屋发展局，华泰研究

新加坡保障性住房的分配和流转

申请资格：新加坡建屋发展局对购房者的申请资格做了严格具体的规定。组屋购买者要求必须为新加坡公民或者永久居民。其中，新加坡公民既可以向政府申请购买价格更低的新组屋。同时政策偏好购房者以家庭形式联名申请，35 岁以下单身人士不得购买新组屋。对于购房收入也有限制。根据建屋发展局消息，家庭收入上限为每月 14000 新元，单身人士为每月 7000 新元。收入超过上限的 시민以及满三年的永久居民则可以从组屋转售市场中购买二手组屋。

执行共管公寓（EC）的申请条件类似，新房的申请必须为新加坡公民，收入上限略有上浮，家庭收入上限为 16000 新元/月。永久居民则可以申请二手房。

一个家庭同时只能拥有一套保障性住房，如果需要再新购组屋或 EC，旧组屋必须退出。

新加坡以购房家庭收入水平为依据确定其可购买的组屋类型、享受住房保障补贴的级别和首付款、还款额及还款方式，为组屋的保障属性提供了强有力的政策保障。



转售制度：与早期禁止组屋交易不同，现今组屋可以在二级市场流转，但有限售制度，并遵循闭环管理。各类组屋均规定了最低居住年限。标准地段组屋、优选地段组屋和黄金地段组屋的最低居住年限分别为 5、10、10 年。如居民在获得标准地段组屋后 5 年之内不可以出租出售，5 年之后允许腾出半套出租，若不满 5 年转让组屋，规定屋主只能将组屋以原价卖回给政府，满 5 年后转让需缴纳 10%-15% 的转售税。组屋的转售购买方也必须是符合资格的公民或永久居民，其中黄金地段组屋的转售跟购买新组屋一样，购房者还需要满足家庭收入上限要求。

EC 属于阶段性闭环管理。居住年限 10 年内与组屋的转手要求一致，但超出 10 年后，EC 则等同于私人住宅，这类似于我国的经济适用房。

整体而言，这些制度体现出保障性住房的保障属性以及灵活性。

新加坡经验的启示

新加坡保障体系以售为主。“居者有其屋”是 1965 年新加坡建国初始，李光耀提出的重要国策。住房自有率高也是新加坡住房体系最大的特点。

保障体系的构建由政府全面主导，配以完善的全流程住房政策体系。新加坡政府是公共住房保障制度的主体，建屋发展局与中央公积金局支撑了新加坡公共组屋规划，主导组屋供应，并提供金融支持。与此同时，配以完善的政策体系，覆盖从土地供给、住房租售、住房转售全流程，充分体现保障属性。

闭环管理保障双轨制平稳运行。从供给来看，保障性住房与私人住宅的土地供应相区隔，为保障性住房的价格优势打下基础；从需求来看，保障性住房执行限购，新房购房人群仅限市民，尤其是普通收入的家庭，转售市场也仅放宽至永久居民。EC 公寓也需要在居住年限 10 年达以上才可进入市场化。而 EC 公寓的供应量也远低于组屋，即需求端基本也是闭环管理，这也为双轨制市场的稳定性提供保障。

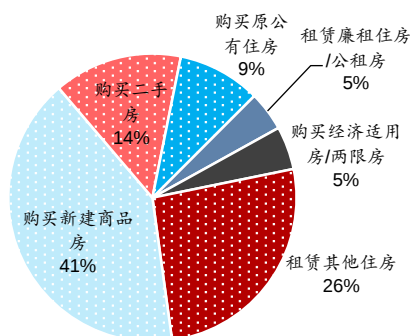
我们认为，从政府主导能力、闭环管理的制度设计、“有恒产者有恒心”的思维模式，我们和新加坡都具有可比性，因此新加坡模式对于我们未来的保障房建设具有借鉴意义。

我国保障性住房的存量结构与未来体量

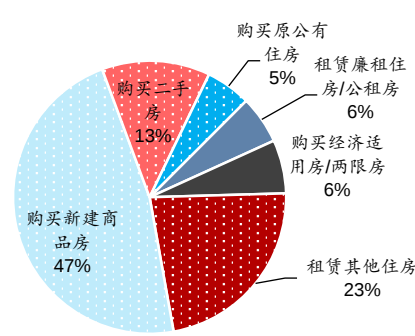
我国现有保障性住房存量逾 3000 万套

从现有体量上看，保障性住房存量以公租房（包括廉租房）和经适房/两限房（限价商品房）为主，七普数据显示，截至 2020 年末，家庭户数口径下，两者分别贡献了全国 2%和 3%的住房供应，不考虑自建房，则贡献了全国 3%和 5%的住房供应。参考七普数据，全国有 5.27 亿户家庭，即预计参考全国对于城市而言，不考虑自建房，这一占比约为 4%和 5%。大概推算，全国通过公租房（包括廉租房），和经适房/两限房解决住房问题的家庭户数分别达 1227 和 1347 万户，其中城市里这两类家庭户数分别为 827 和 901 万户。

图表17：城市住房供应结构



图表18：农村住房供应结构



资料来源：第七次人口普查，华泰研究

资料来源：第七次人口普查，华泰研究

展望未来，经适房与两限房已经脱离保障房体系的顶层设计，基本不会再有新增体量，从已公布的十四五计划来看，保租房会成为新增保障房供应的一大主力，公租房也有一定体量，共有产权房也在逐步壮大的过程中。

公租房

据经济日报，公租房为城镇住房、收入困难家庭兜底保障。公租房运营管理不断加强，实物供给数量显著增加，货币补贴制度逐步完善。截至 2022 年底，3800 多万困难群众住进公租房，累计 2700 多万困难群众领取租赁补贴，城镇低保低收入住房困难家庭基本实现应保尽保。按照七普数据，全国户均人口约 2.62 人/户，这意味着截至 2022 年末，住进公租房的总户数约 1450 万户，略高于前述我们对 2020 年末全国公租房的测算。

保租房

根据计划，“十四五”（2021 年至 2025 年）期间，全国 40 个重点城市计划发展保障性租赁住房 670 万套，占新增住房供应总量的比重平均为 26%。从 35 个大城市的十四五计划来看，保租房占保障房供应计划比例高达 92%。

2021—2022 年，全国已经建设筹集 330 万套（间）保障性租赁住房，大约可解决近 1000 万新市民、青年人的住房困难。

共有产权房

据经济日报，截至 2022 年底，全国已有 18 个城市发展共有产权住房，累计开工超过 28 万套。

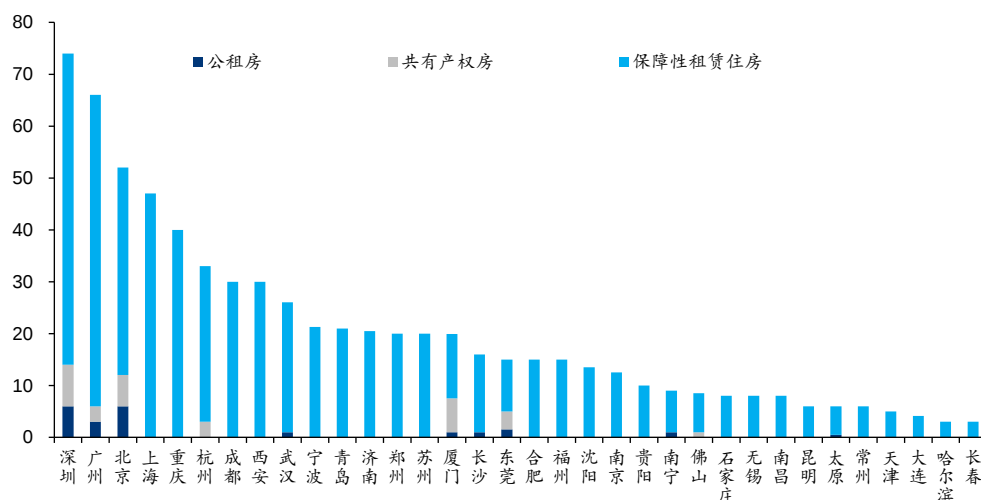
综合梳理，我们可大致计算出各保障房品类截至 2022 年末的体量：公租房/保租房/共有产权房/经适房双限房的存量分别约为 1450/330/28/1347 万户（套），合计约 3155 万套，考虑到十四五 40 城的保租房筹建计划达 670 亿，即 23-25 年还需 340 万套增量，因此不考虑新增规划，截至 2025 年，计划中的保障性住房筹建体量合计约 3200 万套。

图表19：部分省市“十四五”期间保障性租赁住房筹建情况

省份	城市	2021 计划 (万套)	2021 实际 (万套)	2022 计划 (万套)	十四五计划 (万套)	省份	城市	2021 计划 (万套)	2021 实际 (万套)	2022 计划 (万套)	十四五计划 (万套)
广东		22.2		25.0	129.7	广西			1.4	6.1	22.4
	广州				60.0		南宁				7.5
	深圳				60.0	江西				6.3	20.0
	东莞				10.0		南昌				8.0
	佛山				7.5		赣州				5.0
	珠海				1.5	贵州				3.7	10.0
浙江		17.0	17.4	30.0	120.0		贵阳				10.0
	杭州				33.0	海南					3.0
	宁波				21.3		海口			0.1	0.5
	金华				16.0	吉林					3.0
	嘉兴				13.8	辽宁		1.4		3.2	
	温州				13.1		沈阳		1.8	2.0	6.0
	湖州				7.5		大连	0.2		1.2	4.1
	绍兴				6.5	湖南					
	舟山				1.4		长沙				15.0
江苏				14.8	50.0		岳阳	0.1		0.8	2.8
	苏州				15.0	福建		1.9		7.0	
	南京		4.1	5.0	15.0		福州				15.0
	无锡				8.0		厦门				7.0
	常州				5.0	河北		5.0		4.5	
	徐州				2.3		石家庄		1.4	2.0	8.0
上海	上海	5.3	6.7	17.3	47.0		邯郸				1.0
山东		7.5		8.9	40.0	云南					
	青岛			4.5	21.0		昆明				6.0
	济南			4.0	20.5		临沧				5.0
	威海			0.2		宁夏					
北京	北京	5.0	6.1	15.0	40.0		银川				1.5
重庆	重庆				40.0	黑龙江				1.0	
河南		8.0		7.0	40.0	山西					
	郑州				23.0		太原				2.0
安徽		3.0		9.9	30.0	甘肃					
	合肥				15.0		兰州			0.2	0.8
陕西				8.8		新疆					
	西安			11.0	30.0		乌鲁木齐			2.3	4.5
四川			6.3	7.8	30.0	内蒙古				1.2	
	成都				25.0		呼和浩特			1.0	5.0
湖北		2.2		6.7	30.0						
	武汉				25.0						
	荆州				1.6						
	襄阳				1.0						
	宜昌				1.0						
40 个重点城市								93.6	94.2	240	670

资料来源：各省市政府网站，住建部，华泰研究

图表20： 35个大城市十四五保障房计划供应结构（万套）



资料来源：各省市级政府网站，住建部，华泰研究

保障性住房计划缺口预计可拉动 1.6-4.7 万亿投资额

而从需求角度来看我国保障房建设的体量，首先我们从 9 月 4 日的规划建设保障性住房工作部署电视电话会议的论述中，可以看出主要面对的需求群体是两类：1.住房有困难且收入不高的工薪收入群体；2. 政府引进人才。第二类人群较难跟踪，而且相对来说体量较小，我们侧重关注第一类人群。

诚如我们此前的分析，随着保障房体系的逐步完善，覆盖范围也在逐步扩大，从最初的“中低收入群体”，到目前的“收入不高的工薪收入群体”，家庭收入的门槛在逐步弱化，但“住房困难”则是关键的准入标准。以上海为例，保租房的申请标准即“在本市合法就业且住房困难的在职人员及其配偶子女，住房困难认定标准为：在本市一定区域内人均住房建筑面积低于 15 平”。

因此，我们以人均居住面积家庭户为标准来衡量保障需求。从三类保障性住房的保障对象来看，公租房、保租房、配售的保障房（共有产权房等）分别对应的保障对象经济条件逐级递增，我们认为人均住房建筑面积低于 15 平的家庭户都是公租房、保租房的保障范围。与此同时，人均建筑面积高于全国城市平均水平（36.5 平/人，2020）的家庭户则不在保障范围内。区域角度，我们只考虑城镇人口需求，因为农村户的主要救助模式是住房补助形势，因此我们忽略不计农村住房困难户带着来的保障性住房增量。

参考七普给出的相关分层数据，我们将家庭户分为人均建筑面积为 0-16、17-19、20-29、30-39、40 平以上五类，我们认为第一组城/镇家庭户被纳入保障体系的比例最高，人均建筑面积 40 平以上的家庭不纳入保障体系，根据我们的敏感度分析，最后得出，全国的保障性住房供应需求空间在 3993-4891 万套，**考虑到目前十四五规划下的存量合计 3200 万套，目前保障性住房建设计划的缺口约 800-1700 万套。**

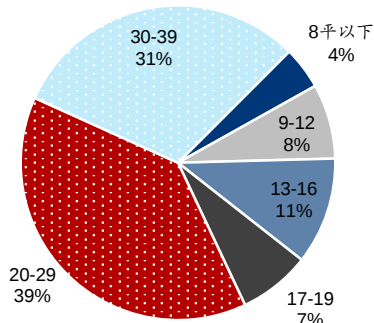
具体到建设体量，涉及单套面积的预估，我们结合两个方向判断：

现行保障房要求：目前市场上公租房、保租房和共有产权房的单套面积分别为不高于 60 平、不高于 70 平和原则上不高于 90 平；

住房保障需求：可以人均建筑面积 15 平（多地执行的“住房困难”认定标准）为下限，36.5 平（全国人均住房面积）为上限，考虑到全国户均人数 2.62 人，则保障性住房单套面积（户均面积）范围为 39-96 平；

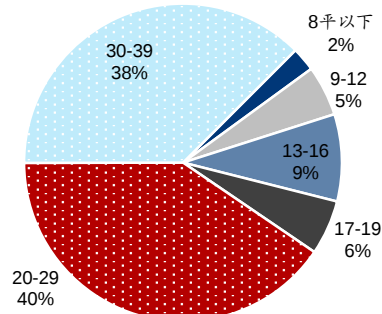
综合考量两个口径，取中值附近区间，我们预判假设单套保障性住房面积为 50-70 平，建安成本为 4000 元/平，则保障性住房建设计划缺口可拉动投资额为 1.6-4.7 万亿元。

图表21：城市家庭户按人均住房建筑面积分类各梯队占比



资料来源：第七次人口普查，华泰研究

图表22：镇家庭户按人均住房建筑面积分类各梯队占比



资料来源：第七次人口普查，华泰研究

图表23：保障性住房总需求测算

下限保障比例	17 平以下	17-19	20-29	30-39	40 平以上	合计
城市	90%	35%	15%	0%	-	-
镇	70%	25%	10%	0%	-	-
合计	2,817	349	827	-	-	3,993
上限						
城市	100%	40%	20%	5%	-	-
镇	85%	30%	15%	0%	-	-
合计	3,185	403	1,134	169	-	4,891

资料来源：第七次人口普查，华泰研究预测

图表24：保障性住房计划缺口可拉动投资额测算

户均建筑面积（平）	50	60	70
拉动投资额（万亿元）			
下限	1.59	1.90	2.22
上限	3.38	4.06	4.73

资料来源：第七次人口普查，华泰研究预测

确定性机遇或在产业链以及代建领域

通过上述的分析，我们认为保障性住房建设带来的机遇主要围绕施工展开，具体可关注两方面：1、有望带来地产产业链层面的实物投入增量。如地产链相关建筑建材、家居等需求。2、有望拓展代建业务空间。保障性住房的规划建设意味着具备代建能力和资源的相关企业业务空间将得以拓宽。

投资建议

保障性住房建设提速不仅可以带来开发增量，还有望进一步使得房地产行业新模式明朗化，双轨制的形成将进一步卸下市场化体系的羁绊，我们看好具备保障房开发经验以及大股东有开发潜力的国企，此外，代建能力突出的企业以及在核心城市有充沛储备的公司也有望受益。重点推荐：1) A股开发：城建发展、建发股份、滨江集团、万科A；2) 港股开发：越秀地产、建发国际集团、华润置地、中国海外发展、龙湖集团；3) 物管公司：中海物业、保利物业、华润万象生活、滨江服务、招商积余、万物云。

图表25：重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
城建发展	600266 CH	买入	6.09	9.03	13,742	-0.41	0.43	0.80	0.96	-14.85	14.16	7.61	6.34
建发股份	600153 CH	买入	9.53	14.78	28,639	2.09	1.97	2.16	2.49	4.56	4.84	4.41	3.83
滨江集团	002244 CH	买入	9.10	14.60	28,314	1.20	1.39	1.68	2.01	7.58	6.55	5.42	4.53
万科A	000002 CH	买入	12.21	19.03	145,674	1.90	1.51	1.56	1.66	6.43	8.09	7.83	7.36
越秀地产	123 HK	买入	8.10	11.70	32,606	1.28	1.02	1.12	1.28	5.81	7.29	6.64	5.81
建发国际集团	1908 HK	买入	18.80	25.62	34,701	2.43	2.75	3.60	4.33	7.11	6.28	4.80	3.99
华润置地	1109 HK	买入	29.90	46.62	213,215	3.94	4.21	4.67	4.90	6.97	6.52	5.88	5.60
中国海外发展	688 HK	买入	15.54	26.88	170,083	2.13	2.27	2.59	3.01	6.70	6.29	5.51	4.74
龙湖集团	960 HK	买入	12.00	25.12	79,101	3.88	3.25	3.41	3.72	2.84	3.39	3.23	2.96
中海物业	2669 HK	买入	6.77	12.50	22,252	0.39	0.50	0.64	0.81	17.36	13.54	10.58	8.36
保利物业	6049 HK	买入	32.00	56.85	17,707	2.01	2.52	3.18	3.89	14.62	11.66	9.24	7.56
华润万象生活	1209 HK	买入	30.65	47.46	69,959	0.97	1.26	1.61	2.02	29.02	22.34	17.49	13.94
滨江服务	3316 HK	买入	17.04	30.18	4,710	1.49	1.87	2.41	3.04	10.50	8.37	6.49	5.15
招商积余	001914 CH	买入	13.68	18.98	14,506	0.56	0.73	0.88	1.05	24.43	18.74	15.55	13.03
万物云	2602 HK	买入	22.60	39.58	26,633	1.28	1.67	2.05	2.46	16.22	12.43	10.13	8.44

注：数据截至 2023 年 10 月 17 日

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表26：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
城建发展 (600266 CH)	处置回购股份释放充分善意，维持“买入”评级 公司 9 月 15 日发布回购股份进展公告，拟以不低于 8.97 元的价格出售回购股份，数量不超过总股本的 2%，11 月 18 日之前对未实施出售或未出售完毕的剩余首次回购股份予以注销。综合考虑当前收盘价和相关法规，我们预计 11 月 18 日之前公司或可以注销占总股本 3.51%-4.51% 的首次回购股份，显著增厚股东权益。我们维持 23-25 年 EPS 为 0.43/0.80/0.96 元的盈利预测，可比公司平均 2023PE 为 12 倍，考虑到公司除了基本面亮眼之外，亦具备北京城中村改造、“一区一策”等多项潜在催化，我们依然认为公司合理 2023PE 为 21 倍，目标价 9.03 元，对应 1 倍 PB，维持“买入”评级。 风险提示：北京区域市场风险，棚改和一级开发项目进展不及预期的风险，股权投资、少数股东损益占比导致业绩波动的风险。 报告发布日期：2023 年 09 月 17 日 点击下载全文：城建发展(600266 CH,买入)：处置回购股份释善意，增厚股东权益
建发股份 (600153 CH)	销售投拓积极，供应链份额收入提升，维持“买入”评级 公司 8 月 30 日发布中报，2023H1 实现营收 3834.3 亿元 (YOY+4.8%)，归母净利润 19.2 亿元 (YOY-29.6%)。因部分高权益项目的毛利率降幅略超我们预期，我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.97/2.16/2.49 元 (前值 2.30/2.64/3.07 元)，大型房企和供应链企业对应 23 年一致预期 PE 均值为 11.5/9.0x；考虑多元折价，我们给予公司 23 年地产业务 9.8x PE (折价 15%)，供应链业务 6.5x PE (折价 28%)，予以目标价 14.78 元 (前值：17.45 元)，重申“买入”评级。 风险提示：行业销售下行风险，大宗价格波动风险。 报告发布日期：2023 年 08 月 31 日 点击下载全文：建发股份(600153 CH,买入)：销售投拓积极，供应链份额收入提升

股票名称	最新观点
滨江集团 (002244 CH)	23H1 归母净利润保持较快增长，维持“买入”评级 公司 8 月 29 日发布半年报，23H1 实现营收 270.3 亿元，同比+153%；归母净利润 16.4 亿元，同比+27%。我们参考公司竣工计划和结转情况，下调营收和少数股东损益占比，上调资产减值损失，预计 23-25 年 EPS 为 1.39/1.68/2.01 元（23-25 年前值 1.45/1.76/2.04 元）。可比公司平均 23PE（一致预期）为 7.76 倍，考虑到公司经营表现积极、业绩增长潜力充足，是民营房企中的稀缺优质标的，我们认为公司合理 23PE 为 10.5 倍，上调目标价至 14.60 元（前值 13.78 元，基于 9.5 倍 23PE），维持“买入”评级。 风险提示：行业政策、区域市场、少数股东损益占比波动风险。 报告发布日期：2023 年 08 月 30 日 点击下载全文：滨江集团(002244 CH,买入)：保持快速增长，巩固杭州优势
万科 A (000002 CH)	地产收入下降但多元化业务稳健，维持 A 股“买入”评级 公司 8 月 30 日发布中报，2023H1 实现营收 2008.9 亿元（YOY-2.9%），归母净利 98.7 亿元（YOY-19.4%）。因地产开发结算量价走低，我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.51/1.56/1.66 元（前值 1.90/2.04/2.17 元），A 股（000002 CH）参考可比公司 2023 年 PE 均值 12 x（），考虑到公司多元化业务有望迎来价值重估，予以 2023 年 12.6xPE，予以目标价 19.03 元（前值 19.04 元），H 股（2202 HK）参考最近一个季度 AH 股平均折价率 52.5%，予以 A 股折价 53%，目标价 9.84 港币（前值 12.97 港币），维持“增持”评级。 风险提示：行业销售下滑；公司拿地节奏低预期导致可售货量不足的风险。 报告发布日期：2023 年 08 月 31 日 点击下载全文：万科 A(2202 HK,增持;000002 CH,买入)：地产开发缩量聚焦，多元业务稳健
越秀地产 (123 HK)	销售增速领先行业，投资能力与意愿兼具；维持“买入” 公司 8 月 25 日发布半年报，23H1 实现营收 321.0 亿元，同比+2.6%；核心净利润 21.5 亿元，同比+0.8%。毛利率 17.8%，同比下降 3.4 个百分点。考虑公司结转节奏放缓，毛利率有所承压，我们下调公司 2023-25E 归母净利润至 4110/4519/5169 百万元（前值 4113/4741/5283 百万元），同时公司股份由于供股增长 30%，下调 2023-25E EPS 为 1.02/1.12/1.28 元，可比公司平均 23PE 为 8.0 倍（一致预期），考虑到公司积极且持续的投资行为以及更为优质的土地储备，领先行业的销售增速，认为公司合理 23PE 为 10 倍，目标价 11.70 港币（前值 15.16 港币），维持“买入”评级。 风险提示：单城市经营风险，股东支持力度下降风险，房地产行业下行风险。 报告发布日期：2023 年 08 月 26 日 点击下载全文：越秀地产(123 HK,买入)：充裕现金强化投资能力
建发国际集团 (1908 HK)	1H23：经营业绩持续兑现；维持“买入” 公司发布 1H23 业绩：营收 244 亿元，同比+44%；毛利润 37 亿元，同比+46%，对应毛利率 15.2%，同比+0.2pct；归母净利润 12.8 亿元，同比+52%。我们维持原有的收入和毛利率假设，但考虑以股息增加的股本对股东权益的摊薄影响，调整 2023-25E EPS 的预测至 2.75/3.60/4.33 元（前值：2.92/3.83/4.60）。参考可比公司 2023E PE 估值 7.5 倍（一致预期），考虑到公司市场化机制带来的管理效能提升和股权激励计划使管理层和股东利益深度捆绑，我们认为公司 2023E 合理 PE 估值为 8.7 倍，调整目标价至 25.62 港币（前值：25.52 港币），维持“买入”评级。 风险提示：1）母公司建发房产支持减少带来的风险。2）海西区域销售下行风险。3）行业销售下行风险。 报告发布日期：2023 年 08 月 26 日 点击下载全文：建发国际集团(1908 HK,买入)：销售高质量增长，拿地保持高强度
华润置地 (1109 HK)	1H23：业绩质量稳步提升；维持“买入” 公司发布中报业绩：营收 730 亿，同比基本持平，核心净利 113 亿，同比+11%，得益于高毛利的经营性业务收入占比同比+6.5pct 至 25.1%，公司净利稳步提升。我们维持营收和毛利率假设不变，对应 23-25E EPS 为 4.21/4.67/4.90 元。可比公司 23E PE 均值 8.6 倍（一致预期），考虑公司强大的不动产经营能力和融资优势，我们认为公司合理 23E PE 为 10.3 倍，调整目标价至 46.62 港币（前值：44.89 港币），维持“买入”评级。 风险提示：1)经营性不动产业务收入增速不及预期；2)开发业务结转情况不及预期。 报告发布日期：2023 年 08 月 31 日 点击下载全文：华润置地(1109 HK,买入)：向新模式转型的地产样板
中国海外发展 (688 HK)	1H23：价值创造能力依旧，市场地位保持领先；维持“买入” 公司发布 1H23 业绩：营收 892 亿，同比-14%；毛利率 22.6%，同比-0.85pct；核心归母净利 138 亿，同比-7%（剔除业务合并收益影响后），对应归母核心净利润率 15.5%，处于行业领先水平。考虑公司的结转情况，我们维持公司 23-25E EPS 为 2.27/2.59/3.01 元。可比公司平均 2023E PE 均值为 10.0 倍（一致预期），考虑公司目前财务状况良好，开发业务保持领先地位，叠加非房开业务保持增长轨迹，我们认为公司合理 2023E PE 为 11.0 倍，对应目标价调整至 26.88 港币（前值：26.33 港币），维持“买入”评级。 风险提示：1）结转收入及利润率不及市场预期；2）销售增速不及市场预期。 报告发布日期：2023 年 08 月 29 日 点击下载全文：中国海外发展(688 HK,买入)：市场地位保持领先
龙湖集团 (960 HK)	1H23：非开发业务稳中有进，收入迎来结构性改善；维持“买入” 公司发布 1H23 业绩：1）总营收同比-35%至 620 亿元，其中物业开发收入同比-40%至 499 亿元，租金收入同比+8%至 63 亿元，物业及其他业务同比+13%至 58 亿元；2）毛利率同比+1.2pct 至 22.4%，核心归母净利同比+0.6%至 65.9 亿元。考虑开发业务结转的情况，我们下调收入和毛利率假设，调整公司 2023-25E EPS 至 3.25/3.41/3.72 元（前值：3.85/4.10/4.54）。可比公司 2023E PE 均值为 6.4 倍（一致预期），考虑到公司长期稳健的运营能力和前瞻的经营性业务布局，我们认为公司合理 2023E PE 为 7.0 倍，调整目标价至 25.12 港币（前值：32.17 港币），维持“买入”评级。 风险提示：管理层变更带来的经营业务风险；行业下行削弱公司融资能力；销售增速和非开发业务发展不及预期。 报告发布日期：2023 年 08 月 19 日 点击下载全文：龙湖集团(960 HK,买入)：收入结构持续优化

股票名称	最新观点
中海物业 (2669 HK)	23H1 归母净利润同比快速增长，维持“买入”评级 公司 8 月 21 日发布半年报，23H1 实现营收 71.6 亿港元，同比+23%；归母净利润 7.3 亿港元，同比+39%，高于我们对于 2023 全年归母净利润增速的预测（+29%）。我们维持 23-25 年 EPS 为 0.50/0.64/0.81 港币的盈利预测。可比公司平均 2023PE 为 20 倍（一致预期），考虑到公司持续兑现进取的“十四五”增长目标，以及优异的市拓表现，我们认为公司合理 2023PE 为 25 倍，目标价 12.50 港币（前值 13.00 港币，基于 26 倍 2023PE），维持“买入”评级。 风险提示：关联房企支持减弱，市拓规模和盈利能力下行风险，社区增值服务不及预期。 报告发布日期：2023 年 08 月 21 日 点击下载全文：中海物业(2669 HK,买入)：利润再创佳绩，市拓快速增长
保利物业 (6049 HK)	23H1 归母净利润同比+22%，维持“买入”评级 公司 8 月 22 日发布半年报，23H1 实现营收 71.4 亿元，同比+11%；归母净利润 7.6 亿元，同比+22%。我们维持 23-25 年 EPS 为 2.52/3.18/3.89 元的预测，预计 25 年 EPS 为 3.89 元。可比公司平均 2023PE 为 21 倍（一致预期），考虑到外部环境因素影响下公司成长速度有所放缓，我们收窄估值溢价，认为公司合理 2023PE 为 21 倍，目标价 56.85 港币（前值 71.92 港币，基于 25 倍 2023PE），维持“买入”评级。 风险提示：关联房企支持减弱，市拓规模和盈利能力下行，社区增值服务不及预期。 报告发布日期：2023 年 08 月 23 日 点击下载全文：保利物业(6049 HK,买入)：深耕非住业态，管理效能提升
华润万象生活 (1209 HK)	23H1 归母净利润保持较快增长，维持“买入”评级 公司 8 月 30 日发布半年报，23H1 实现营收 67.9 亿元，同比+28%；归母净利润 14.0 亿元，同比+36%；中期派息率同比+7.9pct 至 35.8%。我们维持 23-25 年 EPS 为 1.26/1.61/2.02 元的盈利预测。可比公司平均 2023PE 为 18 倍（一致预期），考虑到公司亮眼的业绩表现、商管板块的竞争壁垒和物管板块的快速拓展，我们认为公司合理 2023PE 为 35 倍，目标价 47.46 港币（前值 47.47 港币，基于 33 倍 2023PE），维持“买入”评级。 风险提示：经济环境带来的经营风险，收购整合风险，规模扩张不及预期，利润率不及预期。 报告发布日期：2023 年 08 月 30 日 点击下载全文：华润万象生活(1209 HK,买入)：商管强劲复苏，业绩快速增长
滨江服务 (3316 HK)	23H1 营收同比快速增长，维持“买入”评级 公司 8 月 25 日发布半年报，23H1 实现营收 11.9 亿元，同比+43%；归母净利润 2.3 亿元，同比+21%。考虑到公司毛利率有所下滑，我们下调 5S 增值服务、非业主增值服务毛利率预测，预计 23-25 年 EPS 至 1.87/2.41/3.04 元（前值 1.98/2.58/3.31 元）。可比公司平均 2023PE 为 16 倍（一致预期），虽然公司质地较优，但规模较小、二级市场流动性偏低，我们认为公司合理 2023PE 为 15 倍，目标价 30.18 港币（前值 38.38 港币，基于 17 倍 2023PE），维持“买入”评级。 风险提示：关联房企经营风险，市拓规模和盈利能力下行风险，5S 增值服务不及预期。 报告发布日期：2023 年 08 月 26 日 点击下载全文：滨江服务(3316 HK,买入)：营收快速增长，装修业务持续放量
招商积余 (001914 CH)	23H1 扣非业绩同比快速增长，维持“买入”评级 公司 8 月 24 日发布半年报，23H1 实现营收 69.8 亿元，同比+24%；归母净利润 4.2 亿元，同比+27%；扣非归母净利润 3.8 亿元，同比+47%。我们维持 23-25 年 EPS 为 0.73/0.88/1.05 元的盈利预测。可比公司 23 年平均 PE 为 19 倍（一致预期），考虑到公司非住宅竞争壁垒突出，我们依然认为合理 23PE 估值水平为 26 倍，目标价 18.98 元，维持“买入”评级。 风险提示：关联房企支持减弱，盈利能力下行，轻重资产分离不及预期，整合不及预期。 报告发布日期：2023 年 08 月 24 日 点击下载全文：招商积余(001914 CH,买入)：扣非业绩快速增长，市拓保持韧性
万物云 (2602 HK)	23H1 归母净利润恢复稳健增长，维持“买入”评级 公司 8 月 24 日发布半年报，23H1 实现营收 160.2 亿元，同比+12%；归母净利润 10.0 亿元，同比+14%；EBITDA 18.6 亿元，同比+20%。考虑到公司在管饱和收入的增长低于我们预期，我们下调营收预测，预计公司 23-25 年 EPS 为 1.67/2.05/2.46 元（前值 1.75/2.25/2.83 元）。可比公司平均 2023PE 为 20 倍（一致预期），考虑到公司蝶城战略仍处于验证阶段，且二级市场交易流动性偏弱，我们收窄估值溢价，认为公司合理 2023PE 为 22 倍，目标价 39.58 港币（前值 51.87 港币，基于 26 倍 2023PE），维持“买入”评级。 风险提示：关联房企支持减弱的风险，“蝶城”推进、收并购项目经营表现、科技板块和社区增值服务发展不及预期。 报告发布日期：2023 年 08 月 25 日 点击下载全文：万物云(2602 HK,买入)：提升派息比率，蝶城加速推进

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测



风险提示

测算出现偏差的风险：本篇报告关于保障性住房的测算关键假设较多，可能导致我们的测算结论与实际情况存在差异。

行业政策风险：宏观流动性的变化、因城施策的调控政策存在不确定性，在新发展模式的指引下，住房、土地、金融、财税等房地产相关领域的制度存在调整优化的可能，都可能对房企经营造成扰动，保障房政策推进速度不及市场预期。

行业下行风险：房地产行业规模高峰可能已经过去，部分区域销售、拿地、新开工、投资等关键指标存在趋势性下行风险。

部分房企经营风险：若经营和融资性现金流修复低于预期，部分房企仍可能面临较大的资金链压力，进而出现经营困难等问题。

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司