

房地产行业深度报告

房地产双轨制系列报告一——如何实现中国特色的双轨制新发展模式

增持（维持）

关键词：#行业整合

摘要

■ **中国房地产市场供应格局。**现有住房供应体系：商品房为主、保障房为辅。初步形成以市场化供应的商品房为主，以政府支持的公租房、共有产权房、保障性租赁住房等保障性住房为辅的住房供应体系。**住房保障体系：建设重点转向租售并举。**从以经适房为主过渡到以公租房、共有产权房和保障性租赁住房为主的多层次体系。2020年后，保租房成建设重点。截至2023年9月，全国保障性住房（不包含棚改）存量约3962万套。

■ **新加坡、德国模式的“双轨制”住房体系经验。**新加坡“公共组屋为主、私人住宅为辅”实现“居者有其屋”。德国“租赁市场保障体系完善”实现多元供给与房价稳定。但新加坡和德国的住房保障体系的卓有成效离不开其特定的历史契机，我国住房市场已经迈入存量时代，实际略有滞后。照搬照抄德国、新加坡模式并不适合我国国情，但其保障房体系建设的要素仍值得我们借鉴。首先是政府对保障性住房市场进行强有力的干预和支持，比如新加坡通过低价征地大幅度降低公屋建设成本，政府的管制下土地供应的规模和房价被有效的控制。其次是丰富的住房供给体系，比如德国每年按需制订住房建设规划，对高、中、低各档房屋建设进行顶层指导。

■ **中国住房市场的未来：“高端靠市场、刚需靠保障”双轨制新发展模式。****保障房的供给缺口及对供给格局的影响：**按2030年实现保障房供需平衡的目标，2023年9月至2030年缺口1304.9万套。2030年保障房占存量住宅比重低于新加坡组屋占全部住房比重。2024-2030年全国、40个重点城市新增保障房占新增住宅比重分别提高3.8、5.6个百分点，新增保障房占比提升势必意味着将对商品房市场形成一定程度挤压，尤其是偏刚需类的与保障房定位接近的产品将受到更大的冲击。**如何保证现有模式向“双轨制”模式的顺利转变？**以下是关键点：1）**资金层面**，地方政府财政承压，未来保障房建设推进的资金将以财政资金为主、社会资金为辅，中央财政资金的发力可能是未来重要看点；2）**土地层面**，未来新建保障房的用地指标不宜过多挤占商品住宅用地指标，宜通过收购存量项目、城中村改造和商改住等方式丰富大中城市保障房供给来源，压降划拨供地方式；3）**运行机制**，通过立法将住房保障制度提升至最高法律效力层级，保障房实施全封闭式管理，严格限制套利行为。

■ **投资建议：代建龙头和开发能力强、注重品质的房企优势凸显。**未来商品房主要面向中高收入人群，其目标客户购买力更强，除满足基本居住需求外，更在意地段、品质、配套等附加属性。**经营稳健、资金雄厚、开发能力强、融资难度与成本低、注重品质的房企在商品房市场的优势将凸显。**推荐：保利发展、招商蛇口、滨江集团、华发股份，建议关注中国海外发展、华润置地。保障性住房主要面向中低收入家庭以及人口净流入城市中的新市民、青年人，其目标人群支付能力一般或不足。在保障性住房的建设需求增加以及房地产下行周期的特殊背景下，房地产代建开发的金融化、专业化是大势所趋。**代建业务对企业的产品口碑、信用资质、服务意识和标准化知识体系等方面均有较高要求，行业龙头企业先发优势明显，预计未来能获取更高市占率。**推荐经营能力优秀、品牌价值突出、规模优势明显代建龙头企业：绿城管理控股。

■ **风险提示：**行业下行压力超预期；政策放松不及预期。

2023年11月27日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书：S0600523050001

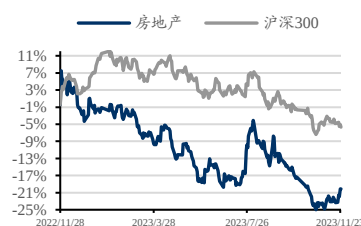
baixs@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《深圳降低首付比例点评：利好需求复苏，供需两端政策渐成合力》

2023-11-23

《三部门发声支持房地产融资，厦门取消限购》

2023-11-20

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

内容目录

1. 中国房地产市场供应格局	4
1.1. 住房供应体系：商品房为主、保障房为辅.....	4
1.2. 住房保障体系：建设重点转向租售并举.....	5
2. 新加坡、德国模式的“双轨制”住房体系经验	7
2.1. 新加坡“公共组屋为主、私人住宅为辅”实现“居者有其屋”	7
2.2. 德国“租赁市场保障体系完善”实现多元供给与房价稳定	11
2.3. 从国际经验看建立我国双轨制新发展模式的可能性.....	14
3. 中国住房市场的未来：“高端靠市场、刚需靠保障”双轨制新发展模式	15
3.1. 保障房的供给缺口及对供给格局的影响.....	15
3.2. 资金：以财政资金为主、社会资金为辅，中央财政资金有望发力.....	17
3.3. 土地：增加保障房土地供给，盘活存量用地，压降无偿划拨.....	19
3.4. 运行机制：实施全封闭式管理，严格限制保障房套利行为.....	21
4. 双轨制模式影响：开发能力强、注重品质的房企和代建龙头优势凸显	22
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 城镇家庭住房结构.....	4
图 2: 居民自有住房占比约七成.....	4
图 3: 中国保障性住房体系变动情况.....	6
图 4: 新加坡 1960-2022 年间购买与租赁需求结构	8
图 5: 新加坡公共租屋、私人住宅价格指数.....	9
图 6: 新加坡家庭住房自有率长期处于 90% 的高位	9
图 7: 新加坡中央公积金制度的“存贷分离”良性循环	10
图 8: 新加坡人口规模约北京、上海的 1/4	11
图 9: 新加坡经济强劲人均 GDP 远超北京、上海.....	11
图 10: 德国保障住房体系及存量住房构成.....	12
图 11: 1990-2015 年德国房价始终相对平稳	13
图 12: 德国住房合作社体系	13
图 13: 德国储蓄银行贷款利率长期稳定低于商业贷款.....	14
图 14: 中国房地产市场“双轨制”模式	15
图 15: 中国保障性住房存量、需求及缺口	16
图 16: 中央财政投入保障性安居工程的资金占比低.....	19
表 1: 各类保障性住房供给.....	7
表 2: 十四五、十五五全国及 40 城保障性住房供给.....	17
表 3: 济南、西安十四五期间保租房发展规划.....	20
表 4: 发达国家住房相关立法完善.....	21

1. 中国房地产市场供应格局

1.1. 住房供应体系：商品房为主、保障房为辅

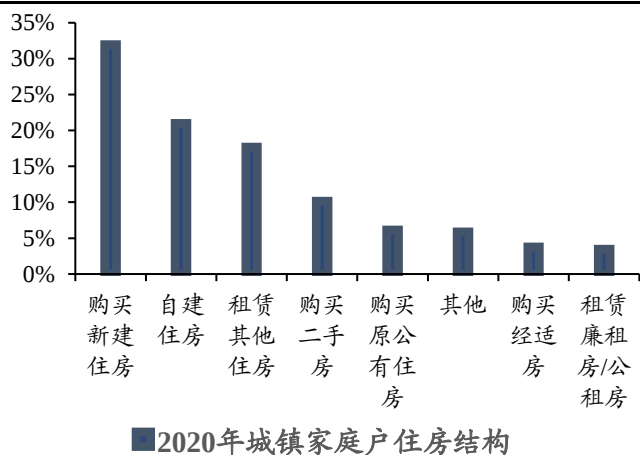
1998 年房改以来，我国住房供应体系一直在完善，经历了从“经适房为主”到“商品房为主”到“商品房、保障房并行”阶段。1998 年开始，中国住房福利分配制度终结，开始逐步实行住房分配货币化，并确立了以经济适用房为主体的住房供给结构。2003 年，国务院《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》提出“逐步实现多数家庭购买或承租普通商品住房”，确立以普通商品住房为主要渠道的住房供给模式，保障房供应陷入停滞。2007 年，为解决城市低收入家庭住房困难，出台《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》，保障房建设重启。2008 年国务院把保障性安居工程列为“四万亿计划”首位，保障房建设加快。党的二十大报告提出：加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。

目前我国初步形成了以市场化供应的商品房为主，以政府支持的公租房、共有产权房、保障性租赁住房等保障性住房为辅的住房供应体系。

从住房来源结构看，商品房为主、保障房为辅。根据人口普查数据，2000-2020 年，购买新建住房的城镇家庭占比从 8.9% 增至 31.9%；购买原公有住房占比从 23.5% 降至 6.1%；购买经适房占比从 6% 降至 3.8%、租赁廉租房/公租房占比从 14.4% 降至 3.4%；自建住房占比从 35.7% 降至 21%。

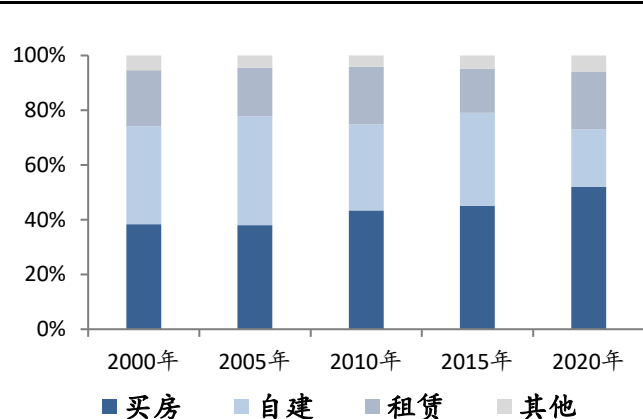
从产权结构看，2020 年自有为主、租赁为辅，居民自有住房占比超 70%、租赁市场发展缓慢。根据 2020 年人口普查家庭户住房来源数据，城市买房、租赁、自建以及其他家庭户占比分别为 58.4%、25.6%、10.1%、6.0%；建制镇买房、租赁、自建以及其他的分别为 39.7%、12.6%、42.1%、5.6%；农村买房、租赁、自建以及其他的分别为 3.8%、3.3%、89.1%、3.8%。按城镇家庭计算，2020 年有超 70% 的城镇家庭居住在自有住房里，有约 21% 的家庭租房，还有约 5% 的家庭借助在亲友住房或者住单位宿舍等。

图1：城镇家庭住房结构



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图2：居民自有住房占比约七成



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

1.2. 住房保障体系：建设重点转向租售并举

中国保障性住房体系经历二十多年发展，从“以经适房为主”过渡到“以公租房、共有产权房和保障性租赁住房为主”的多层次体系，“十四五”期间，保障性租赁住房成为建设重点。

第一阶段：1998-2002 年，以经适房为主，保障群体覆盖中低收入家庭。1998 年，国务院提出建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系，重点发展经济适用住房。此阶段，住房保障体系为经适房+廉租房，分别惠及中低收入家庭和最低收入家庭。从建设情况看，此阶段经济适用房竣工套数占住宅竣工比重高于 20%。而受制度、资金、收入等因素制约，廉租房建设缓慢。

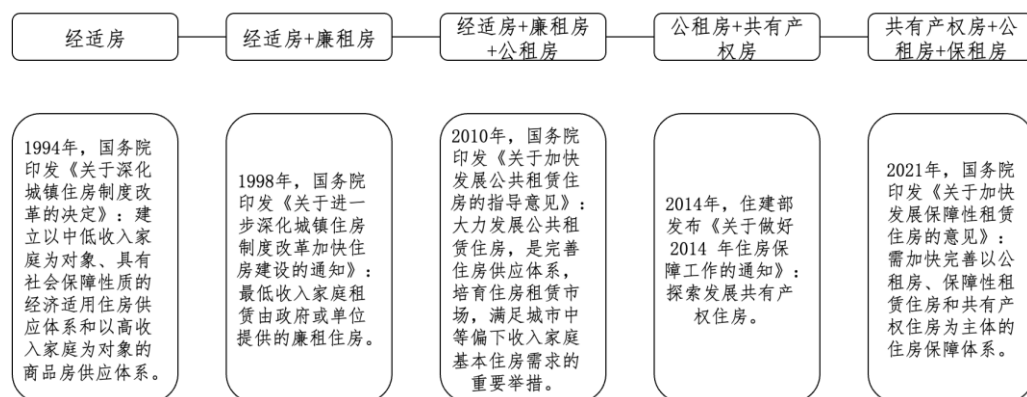
第二阶段：2003-2006 年，政策鼓励商品房，保障房建设进入停滞期。2003 年《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》提出“大多数家庭购买或租赁商品房”，保障房供给进入停滞期。从建设情况看，经适房竣工套数占住宅竣工比重从 14.8%降至 8%。

第三阶段：2007-2010 年，保障体系多元化，保障群体扩大至外来务工人员。此阶段，共有产权房、两限房、棚改、公租房依次纳入保障房体系。其中，公租房主要为了解决非户籍外来务工人员的居住需求。从建设情况看，2010 年，棚户区改造、经适房、廉租房、限价房、公租房建设用地占比分别为 48%、40.6%、11.5%、5.1%、0.6%。

第四阶段：2011-2019 年，前期公租房为主、后期棚户区改造为主。2011 年 9 月《关于保障性安居工程建设和管理的指导意见》提出“大力推进以公共租赁住房为重点的保障性安居工程建设”，租赁型保障房的重要性显著提升。2014 年公租房、廉租房并轨为公租房。从建设情况看，2010-2012 年，公租房/廉租房建设用地占比从 12.1%增至 28.1%，此后进入棚改建设高峰，2013-2015 年棚改新开工套数占保障性安居工程比重由 48.0%升至 76.8%。2013-2018 年，棚改实际执行套数约 3232 万套，占计划建设套数的 103.1%。

第五阶段：2020 年以后，保租房成建设重点，保障群体扩大至青年人、新市民。2019 年，棚改套数同比下降 49.5%，棚改逐渐熄火，保障性租赁住房“续力”。住建部表示，“十四五”期间，全国计划筹集建设保障性租赁住房 870 万套间，预计覆盖 2600 多万新市民、青年人。根据各地“十四五”期间规划，保障性租赁住房占保障房建设比重最高，北京、广州、深圳、杭州规划建设的保障性租赁住房占比分别为 81%、91%、74%、83%。

图3：中国保障性住房体系变动情况



数据来源：政府官网，东吴证券研究所

根据经济日报数据，1994-2007年，全国廉租房、经济适用房建设1000万套，2008-2020年，全国累计开工各类保障性住房和棚改安置住房7800多万套。住建部数据显示，2008-2017年，全国棚改累计开工3896万套，2018-2020年棚改累计开工1450万套，2021年-2023年9月，全国筹建保障性租赁住房508万套。由此，截至2023年9月，全国保障性住房（不包含棚改）存量约有3962万套。

其中，共有产权住房于2007年在江苏省淮安市率先试点，主要面向本地/外地低收入住房困难家庭。根据经济日报，截至2022年，全国已经有18个城市发展共有产权房，累计开工超过28万套。

公租房是2010年推出，主要面向城镇家庭，解决中等偏下收入家庭基本住房需求，面积在60平以下。根据经济日报，截至2022年，3800多万困难群众住进公租房，按照8000万套惠及2亿人的比例，公租房累计建设约1520万套。

保障性租赁住房于2020年“十四五”规划中提出，主要面向人口净流入城市中的新市民、青年人，面积在70平以下。根据住建部数据，2021-2022年，全国已经建设约330万套保租房。

表1: 各类保障性住房供给

类型	提出时间	面积	产权类型	保障方式	申请条件	累计建设套数 (万套)
经济适用房	1994 年	60 平方米以下	有限产权	实物	常住户口; 中低收入家庭	2622
廉租房	1998 年	60 平方米以下	租赁, 无产权	货币补贴/实物配租	常住户口; 低收入或最低收入家庭	
两限房	2007 年	90 平方米以下	完全产权	实物或货币补偿	常住户口; 中低收入家庭优先	
共有产权房	2007 年	-	政府和购房人按出资比例分配产权	实物	中低收入、住房困难家庭	28
棚改房	2008 年	-	有产权	实物或货币补偿	符合棚改安置条件的家庭	3500
公共租赁房	2010 年	60 平方米以下	租赁, 无产权	货币补贴/实物配租	城镇户籍, 中等偏下收入、住房困难家庭	1520
保障性租赁住房	2020 年	70 平方米以下为主	租赁, 无产权	实物配租	住房困难的新市民、青年人	330

数据来源: 政府官网, 东吴证券研究所

在实践层面, 部分保障性住房存在覆盖面小、居住质量差、建设资金短缺的问题, 而保租房覆盖群体更广、居住条件更好、资金支持更多。

1) 公租房等保障房的申请条件要求“城镇户籍”、“家庭收入符合市、县人民政府划定的低收入家庭收入标准”, 通过户籍和收入限制将不符合保障房条件、但又买不起商品房的“夹心层”家庭排除在外, 进入门槛相对较高。保租房覆盖群体扩大至新市民、青年人。

2) 多数保障性住房位置偏远、基础设施不完善、建设质量不好, 所以部分保障性住房的实际入住率较低、存在空置现象。根据 2021 年国务院发布的《关于加快发展保障性租赁住房的意见》, 提出应按照职住平衡原则, 主要安排在产业园区及周边、轨道交通站点附近和城市建设重点片区等区域。

3) 多数保障房以政府主导投资建设, 但是存在地方政府债务压力大, 建设资金紧张等问题, 此外由于投资回报低, 社会资本缺乏进入动力。保租房是政府引导市场主体进行投资建设, 保租房 REITs 的引入为建设提供资金支持。

2. 新加坡、德国模式的“双轨制”住房体系经验

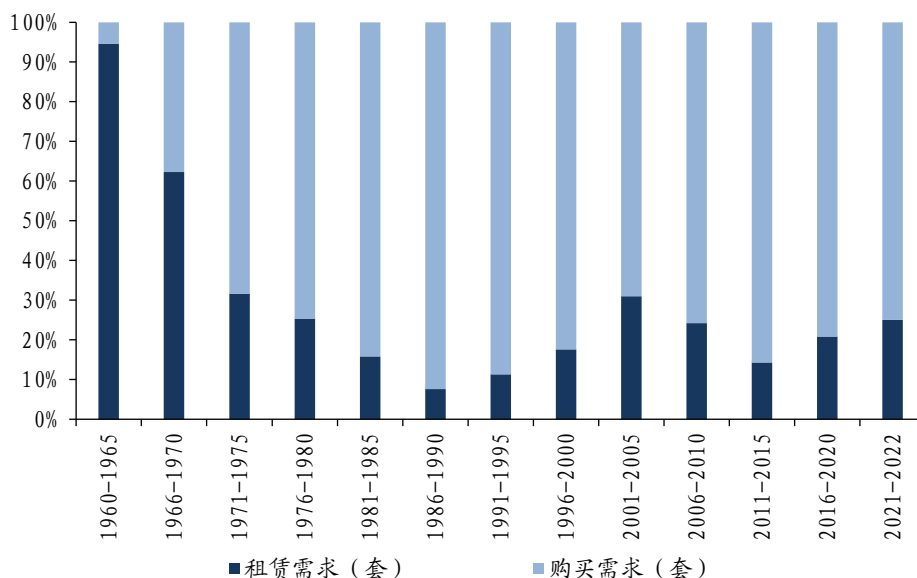
2.1. 新加坡“公共组屋为主、私人住宅为辅”实现“居者有其屋”

新加坡住房制度被认为是住房领域双轨制度的杰出典范。考虑到国土有限和人口稠

密的背景，新加坡实行“居者有其屋”计划，确保住房自有率维持在9成的高水平。截至2022年，新加坡的人口密度达到每平方千米7688人，位列全球第二，但住房自有率自上世纪90年代以来一直维持在9成左右，在国际上名列前茅，主要依赖于新加坡的“公共组屋”住房保障制度。1960年，新加坡政府通过颁布《建屋发展法》并设立建屋发展局（HDB），启动了大规模公共组屋建设计划。这些公共组屋以低价出租的方式提供给中低收入家庭，具备较低购买标准和小户型特征。此后，新加坡政府于1964年推出“居者有其屋”计划，鼓励租户将租赁住房转变为自有住房，并逐步扩大了适用该计划的人群范围，包括中等收入层。截至2022年，新加坡已经建造了123.9万套公共组屋，占全国住房存量的72.2%，覆盖了全国77%的人口。这一住房政策的成功实施使新加坡成为住房领域的典范，尤其是在解决人口稠密和土地有限的挑战时表现出色。

1960年代，新加坡组屋制度经历了由“以租为主解决房荒”到“支持住房自有”的转变。1970年代后，新加坡开始向夹心层供给组屋，同时发展私宅市场，注重提升住宅质量。面对1960年代人口急剧增长带来的“房荒”问题，1960-1965年间，考虑到低收入人群有限的购买力，新加坡组屋建设以一房、二房式为主。这一时期，HDB实施“只租不售”的供应方式。1964年新加坡推出“居者有其屋”计划，开始以低价向中低收入家庭销售组屋。HDB的供应模式也从租赁逐渐转向销售。70年代后，新加坡经济迅速发展，大幅增加大户型组屋供应，满足中等收入家庭需求，1990年大户型组屋（四、五房式）占比增至77.3%。1980年代后，公共组屋制度已较成熟，政府开始支持私人住宅市场发展，面向大量无法从组屋市场满足住房需求的高收入人群及外国人。1990年后，HDB尝试向组屋购买者提供更广泛的设计选择，如执行共管公寓（EC）、“私人租屋”（DBSS）等；并在组屋规划时更多的考虑环境，兴建了生态邻里“榜鹅”、“绿馨苑”等。

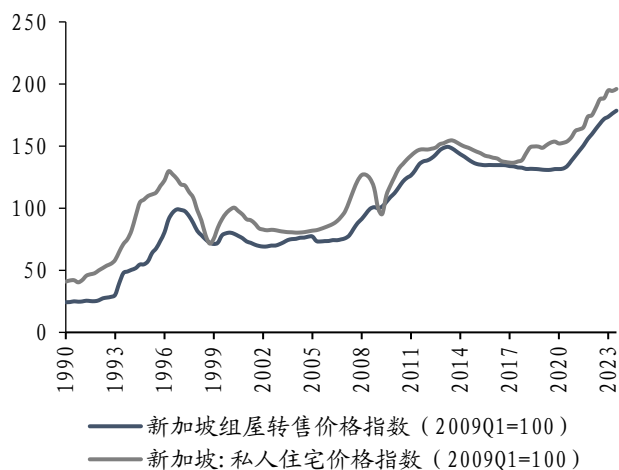
图4：新加坡1960-2022年间购买与租赁需求结构



数据来源：建屋发展局，东吴证券研究所

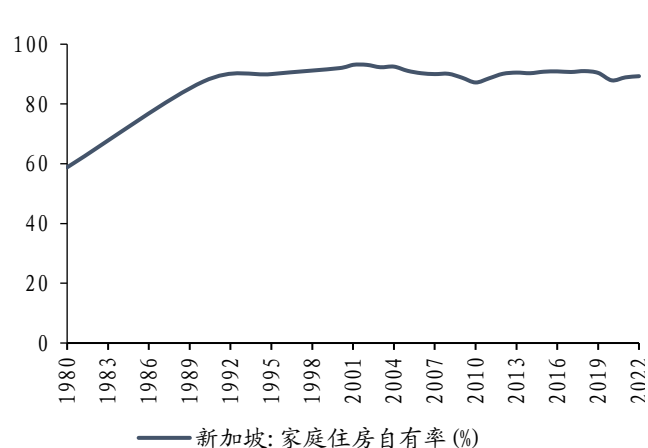
“公共组屋为主、私人住宅为辅”的双轨制之所以能成为新加坡住房制度的核心，得益于其在房地产市场起步时的供给短缺阶段推行，也在于政府保持住房政策的连续性。一方面，组屋制度的推出是为了解决 1960 年代的房荒问题。1960 年代，新加坡自治初期人口剧增导致住房严重短缺。此时恰逢二战结束后的“战后婴儿潮”生育高峰，1947-1957 年间新加坡人口激增了 50 万至 145 万，年均人口增速 4.5%，1960 年新加坡约有 115 万人（七成人口）居住在城市中央的棚户区，只有 9% 可住条件较好的公共住房，“房荒”问题十分严重。1970 年开始政府通过统一定价的公共组屋占据了市场的 80% 份额，其价格约为私人住宅的 1/2 至 1/3。1980 年代以来，近 80% 的新加坡居民居住在公共组屋。组屋在新加坡住房市场发展的起步阶段成为住房供给的主力。另一方面，新加坡政府保持了住房政策的连续性，从土地、金融、供给体系持续推进组屋制度完善，1966 年颁布《土地征收法》，赋予政府低价征地权；1968 年开始允许公积金购买组屋，1981 年拓展至私宅，大幅提高居民购买力；1990 年后推出各类公寓满足居民逐渐升级的住房需求。

图5：新加坡公共租屋、私人住宅价格指数



数据来源：建屋发展局，东吴证券研究所

图6：新加坡家庭住房自有率长期处于 90% 的高位



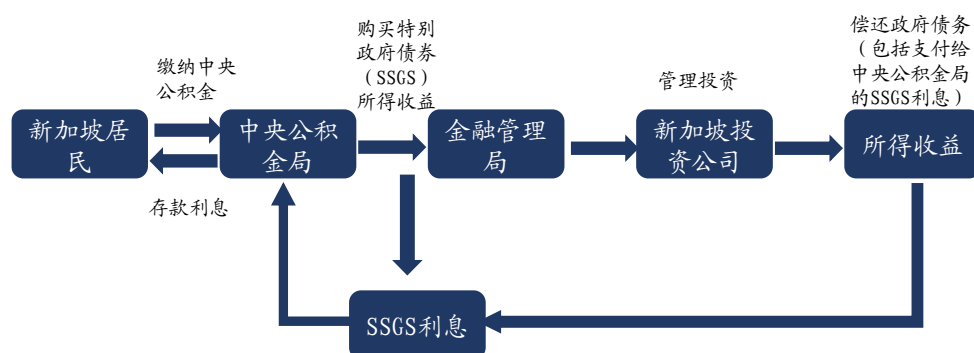
数据来源：，东吴证券研究所

新加坡政府不依赖土地财政，因此可以通过控制出售国有土地给 HDB 的价格来确保组屋价格的实惠性。不同于私人住宅市场的市场化定价，新加坡政府会以居民平均收入水平为基准直接定价新组屋，通常采用以下标准：约 90% 的首次购房者可以负担三房组屋的价格，约 70% 的首次购房者可以负担四房组屋的价格。根据 HDB 数据，2010 年，三房组屋的售价介于 11.6-18.8 万新元/套，而到了 2020 年，这一价格上涨至 16.5-26.8 万新元/套，再到 2023 年，价格范围为 17.5-26.2 万新元/套。低价组屋的年均价格增幅仅为 3%。这一政策也导致了新加坡 2023 年的房价收入比为 16.4，仅为北京、上海房价收入比的 1/2。

中央公积金制度推动组屋制度的良性循环，是新加坡组屋建设、运营和管理的金融支撑核心。1955 年新加坡始建中央公积金制度，1968 年《中央公积金法》明确了居民可使用公积金购买组屋，包括 10% 的首付款及贷款。新加坡政府规定对中央公积金进行封闭式管理，保证专款专用，由中央公积金局负责缴纳、支付、管理和保值，但不直接

发放公积金贷款；而是通过发放新加坡政府证券（Special Singapore Government Securities, SSGS）将公民的公积金导向新加坡政府投资公司，进行全球化长期组合投资；政府首先通过出售债券获得资金，随后以“专项资金支持计划”的形式投放给 HDB 来支持 HDB 购买土地、建设组屋。组屋的建设和供应因此获得了强大的资金保证，且不需要支付高额的商业贷款利息，形成了新加坡组屋发展的良性资金循环机制。

图7：新加坡中央公积金制度的“存贷分离”良性循环



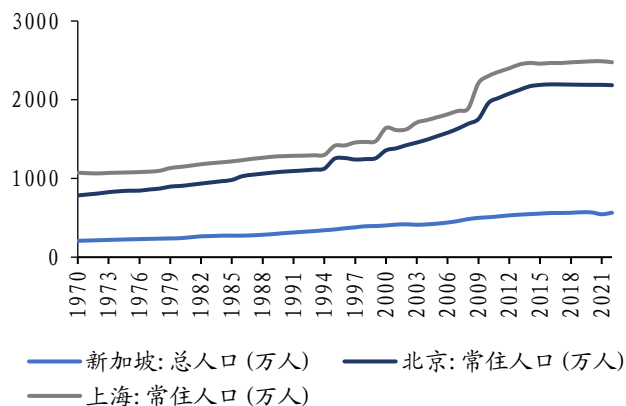
数据来源：中央公积金局，东吴证券研究所

新加坡组屋购房者的申请资格根据家庭、未婚夫妇、单身等状态设置不同的年龄、身份及收入上限要求，变相鼓励组建新家庭并保障弱势群体购房权益。新加坡公民或永久居民符合资格计划即可拥有购买或租赁资格，组屋的出售出租倾向于家庭、未婚夫妇（交房后3个月内需出示结婚证明）及弱势群体，而对单身人群门槛设置相对较高。以21岁以上的公共计划购房为例，购买新组屋的家庭收入上限为14000新元/月（约合人民币7.6万元），而根据新加坡人力部数据，2022年新加坡月薪中位数仅为5070新元（约合人民币2.7万元），准入门槛较松。而收入超过上限的市民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，收入上限上浮至16000新元/月。但一个家庭同时只能拥有一套组屋，如需购新组屋则需退出旧组屋。

新加坡作为城市国家，经济实力强劲且住房政策连贯，政府对住房市场保持绝对话语权是其打造双轨制体系的基础。一方面，人口较少但经济实力位居全球前列的国情决定政府可负担起对居民的住房责任。2022年新加坡人口总量564万，仅为北京的26%，但人均GDP高达8.3万美元，是北京的3.2倍。政府有足够财力解决国民的住房问题，通过低价、补贴等帮助提高住房自有率。另一方面，新加坡保持住房政策的连续性，自1964年“居者有其屋”计划推出至2013年推出3-Gens公寓，新加坡组屋制度从“满足

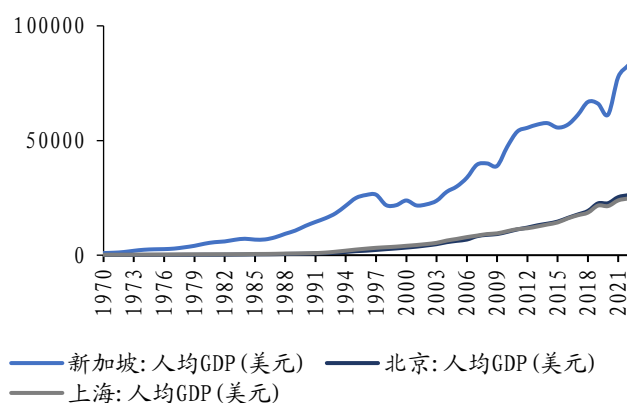
基本需求—改善型提升居住质量—打造生态化公共社区”。整体人口规模小、住房政策连贯使政府对住房市场保持绝对话语权，往往可以通过供给侧发力解决住房问题，需求端则通过限售、差别化税率来抑制投机。

图8: 新加坡人口规模约北京、上海的 1/4



数据来源: 建屋发展局, 东吴证券研究所

图9: 新加坡经济强劲人均 GDP 远超北京、上海



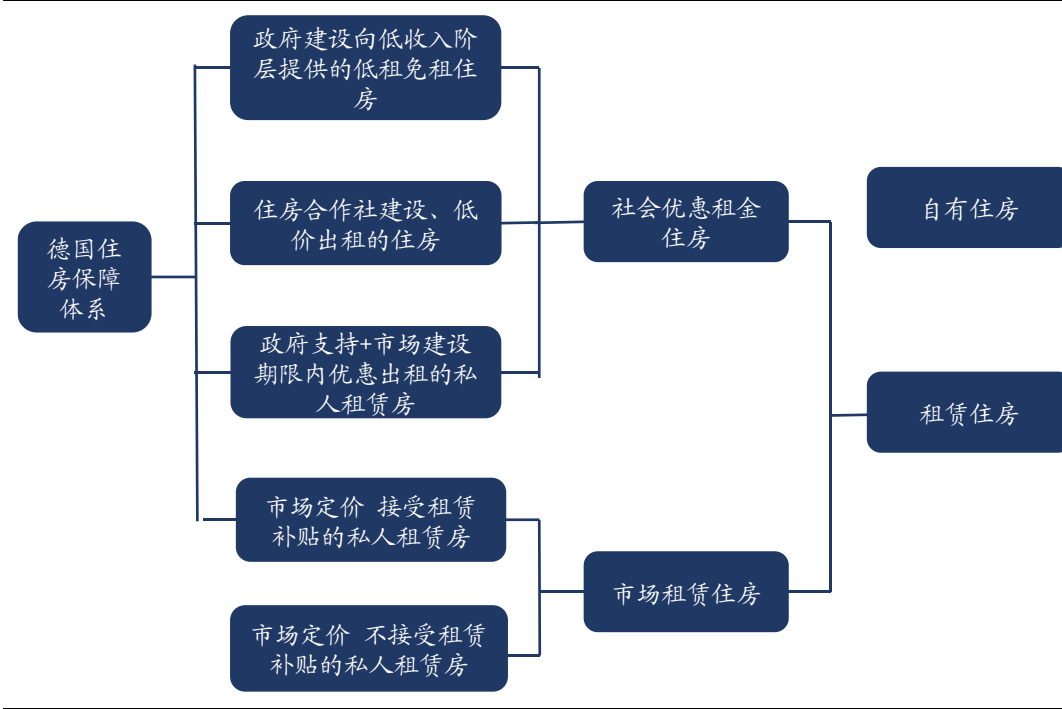
数据来源: , 东吴证券研究所

2.2. 德国“租赁市场保障体系完善”实现多元供给与房价稳定

德国住房保障制度历史悠久,德国房价长期保持稳定,源于德国政府高度重视住房保障体系建设。1925 年前后联邦政府开始在柏林、汉堡等城市开展城市公共住房项目;二战后德国百废待兴,1950 年《住房建设法》通过提供土地供应、贷款和税收等方面的政策性补贴,大量新建社会公共住宅以补充住房缺口;1980 年代第二次石油危机冲击下,德国经济下行严重,住房保障市场化开始以盘活存量住房,以市场为主导,政府管控为辅的保障性住房供给模式形成。

两德合并促进了德国保障性住房体系的全面完善。1990 年两德合并后,社会住房建设迎来一轮短暂的小高峰,一方面,大量东德居民西迁,西德地区的社会住房建设资助许可数量随之上升,另一方面,西德的住房促进政策东传,东德地区的社会住房从无到有,大批保障性住房建设计划开始。1990 年后德国的住房保障制度进入补贴时代,政府的住房目标更多地转向需求端以降低中低收入群体的住房负担,1990 年,政府修订《住房补贴法》,以便住房补贴也能在新联邦州适用。受益于完善的保障房体系,德国房价自 1990 年以来价格指数始终保持平稳,仅近年来由于移民人口大量流入以及避险资金流入房地产市场导致房价有所上涨,但 2020 年政府出台“冷冻租金”禁止市场性租赁住房五年内上涨租金。

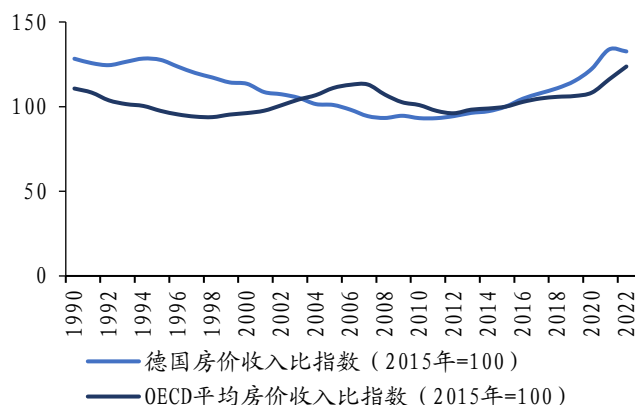
图10：德国保障住房体系及存量住房构成



数据来源：德国联邦统计局，东吴证券研究所

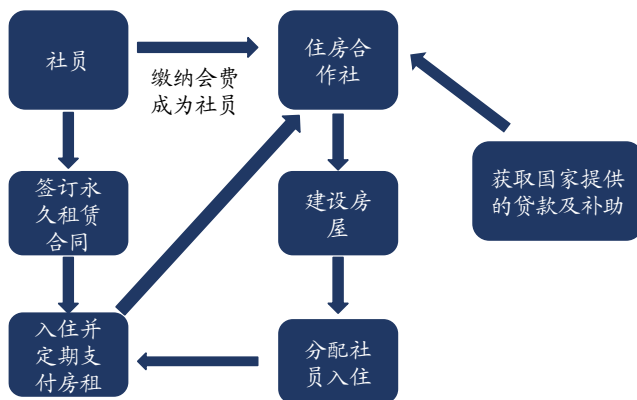
德国特色的住宅合作社制度活用了租房的灵活性与住房所有权的安全性，直接吸纳低成本的社员闲散资金，并定向投放于保障性住房建设。德国保障性住房以多元化渠道保障供给充足，主要有三类建设主体：政府住房公司、住房合作社、企业或私人等市场主体。在实行土地私有制的背景下，德国鼓励居民、企业、合作社等市场主体建房，而市政建房占比很小。住房合作社主要是为了满足低收入群体住房而成立的一种居民互助的公共性组织。住房合作社的建房资金一部分来自会员出资，一部分来自国家和银行的低息贷款。居民购买合作社份额，房屋建成后社员根据住宅的造价、面积及地理位置等按时支付较低廉的月租金。会员不既是租客也是合作社股东，住宅产权归住宅合作社所有，但会员对住房享有终生使用权，使用权可继承但不可转让。

图11: 1990-2015 年德国房价始终相对平稳



数据来源: OCED, 东吴证券研究所

图12: 德国住房合作社体系

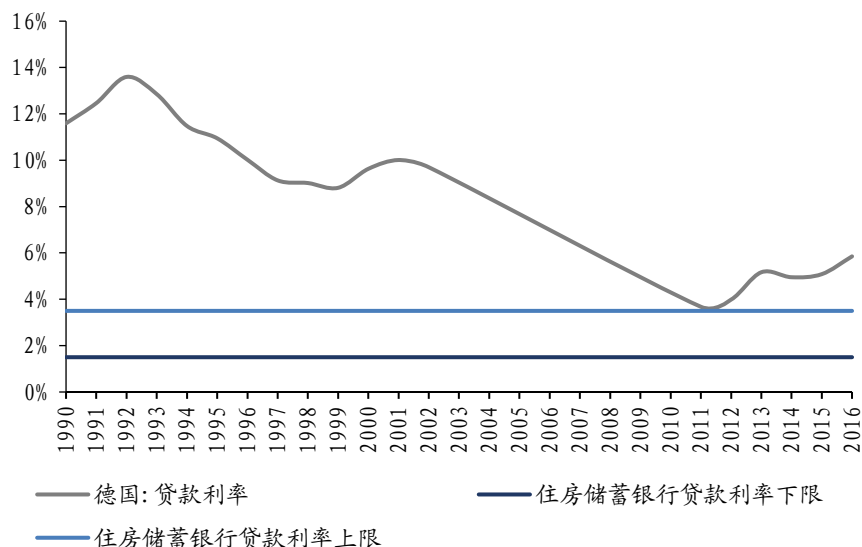


数据来源: 东吴证券研究所整理

租购同权为住房保障制度打造租售均衡的住房市场基础。2022 年德国住房自有率仅为 46.7%，57%的人口都是租房居住，远高于其他欧盟国家的 30%左右的平均水平。2022 年德国约 1990 万户主租户家庭平均将其收入的 27.8%用于租金。德国较高的租赁比例得益于充分保障租户权益、支持租赁需求的完善的租赁制度。在社会资源的配置倾斜方面，租户与自有住房者可以完成同样的户籍注册，享受与自有住房者相同的权利。德国户籍注册与住房直接关联，但与住房所有权无关；社会福利同样与住房产权无关。《德国民法典》及《宪法》规定居民只要有合法的房子居住并且依法纳税，就可以在实际居住地完成户籍注册并以此办理医疗保险和入学登记，享受与自有住房者均等的医疗、教育等社会公共资源与服务。

住房储蓄制度为购房者提供低息贷款，且“先存后贷”控制居民杠杆。德国大约 60%的购房者使用住房储蓄资金，许多年轻人很早就开始通过住房互助会进行储蓄。截至 2022 年，德国的住房储蓄制度已生效约 1460 万份合同，约占所有德国建筑协会合同的 64%。在“固定利率、低息互助”的制度核心下，住房储蓄贷款利率在 1.5%-3.5%区间，长期低于商业贷款利率水平。公民可根据自己贷款需求及储蓄能力，与住房储蓄银行签订储贷合同，每月按合同约定存钱，直至存款达到合同金额的 40%以上后满足配贷条件，进入配贷轮候序列。此种方式大大保障了居民购房贷款的品质，控制了居民购房杠杆。

图13: 德国储蓄银行贷款利率长期稳定低于商业贷款



数据来源: , 德国私人建筑协会, 东吴证券研究所

2.3. 从国际经验看建立我国双轨制新发展模式的可能性

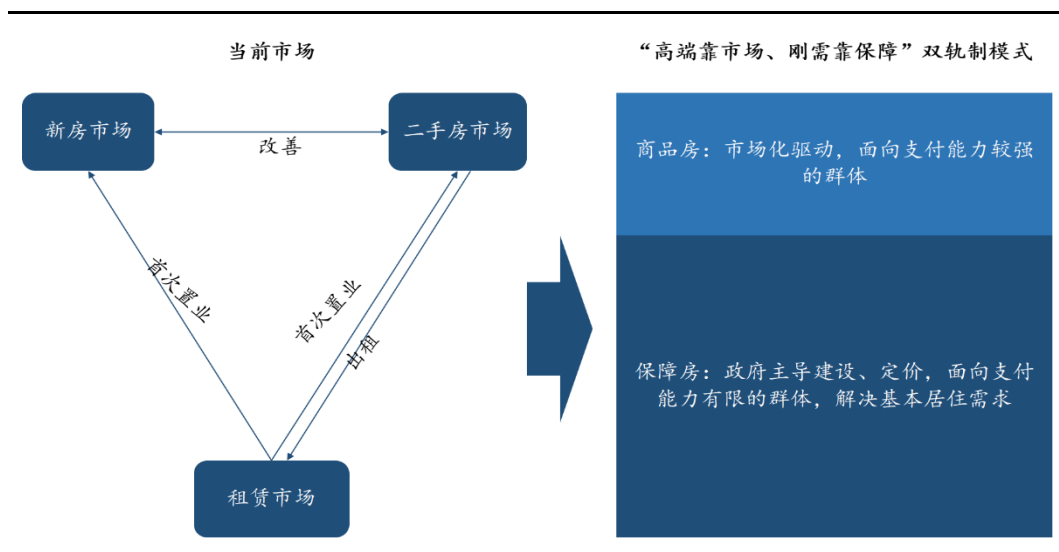
新加坡和德国的住房保障体系的卓有成效离不开其特定的历史契机,我国目前加大保障性住房体系发展,时机略有滞后。德国于二战后的重建、东德西德统一时间节点后保障房体系逐渐完善;新加坡则在1960年代政府将“居者有其屋计划”定位为经济社会政治全面稳定的前提条件。相比德国、新加坡,1998年后我国房改全面铺开房地产市场快速发展,但注重推动商品化,忽视保障体系建设。直至2010年后,国务院加大力量推进“保障性安居工程建设”,2023年《关于规划建设保障性住房的指导意见》(14号文)出台,我国“双轨制”建设进入落地期,但我国住房市场已经迈入存量时代,错失了保障房制度推广的黄金时期。

德国、新加坡的共同的重要经验值得我们取其精华,未来有望建立中国特色的“高端靠市场,刚需靠保障”的双轨制新发展模式。照搬照抄德国、新加坡模式并不适合我国国情,但其保障房体系建设的关键要素仍值得我们借鉴。首先是政府对保障性住房市场进行强力的干预和支持,德国政府通过立法、税收、贷款等政策手段支持住房供给;新加坡则通过低价征地大幅度降低公屋建设成本,政府的管制下土地供应的规模和房价被有效的控制。其次是丰富的住房供给体系,德国每年按需制订住房建设规划,对高、中、低各档房屋建设进行顶层指导;新加坡则早在1970年后就开始丰富住宅供应类型,为满足夹心层、高收入人群住房需求推出执行共管公寓、私人住宅等公共住房保障类型。我们认为,结合新加坡与德国模式与我国国情,可以为我国房地产双轨制建设带来一些启示,事实上我国近几年关于保障性住房体系的完善已经有大批政策落地,正在逐渐建立我国房地产发展的新模式。

3. 中国住房市场的未来：“高端靠市场、刚需靠保障”双轨制新发展模式

为解决中低收入群体基本住房问题，中国房地产市场或将走向“高端靠市场、刚需靠保障”双重供给“双轨制”新发展模式。具体来说，住房市场将被划分为两部分，一部分为商品房市场，价格由供需关系等市场化因素驱动，主要面向有较好支付能力的群体，提供高品质、可租可售的居住产品；另一部分为保障房市场，价格由政府确定、不与商品房市场挂钩，一般低于商品房市场，面向支付能力一般的中低收入群体，提供可长期稳定租住的保障性租赁住房、可购买的保障性住房。

图14：中国房地产市场“双轨制”模式



数据来源：东吴证券研究所整理

3.1. 保障房的供给缺口及对供给格局的影响

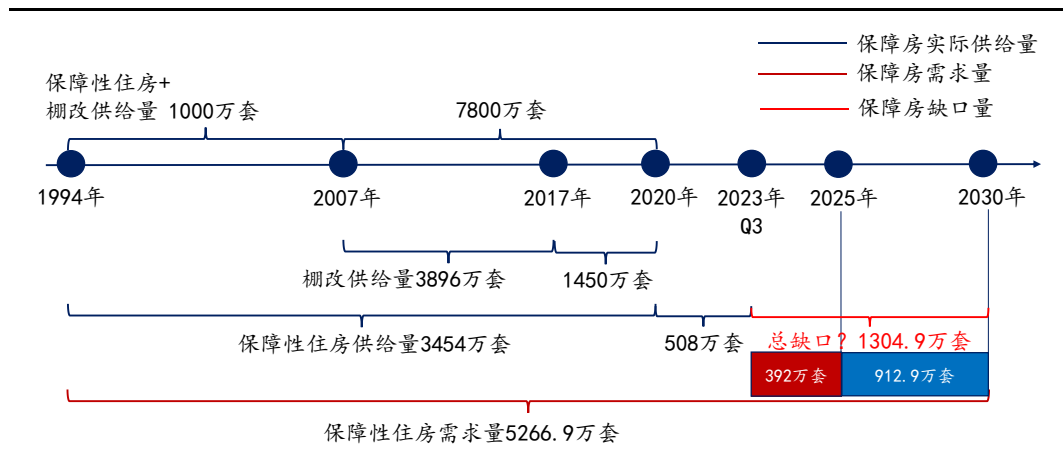
在当下“总量不缺”的大背景下，保障房更多的是解决结构上供给不足的问题。首先我们需要对保障房的需求及供给缺口进行大致的测算。

保障房的需求有多少？我们从保障对象入手，保障房保障的是城镇无房或人均居住建筑面积过小的中低收入群体，其中人均居住面积过小指人均居住面积在城镇人均居住建筑面积的50%及以下。通过中国统计年鉴披露的收入五等分组数据，结合城镇家庭户数量，得出2020年城镇中低收入家庭户占比35.3%、数量10957.2万户，同时，根据七普住房来源、城镇人均居住面积等数据，得出2020年城镇无房、人均居住建面过小的中低收入家庭户数量5298.3万，即保障性住房需求数量。我们预计，未来中国经济高质量发展、人民收入水平提高将使城镇中低收入家庭户占比降低、住房自有率增长、城镇人均居住建面增长。根据我们测算，2030年保障房需求为5266.9万套。

保障房的缺口有多少？我们用未来某时间点的保障房需求减去现有保障房供给量

计算缺口。前文已得出 2030 年保障房需求，保障房供给量可通过梳理过往披露的保障房建设数据计算。1998 年房改以来，中国保障房经历了经适房、廉租房、公租房、共有产权房、棚改、保租房等多个阶段，本文保障房主要指除棚改外的保障房，因此，截至 2023 年 9 月的保障房供给量等于所有类型保障房供给量减去棚改供给量。根据经济日报数据，1994-2007 年，全国廉租房、经济适用房建设 1000 万套，2008-2020 年，全国累计开工各类保障性住房和棚改安置住房 7800 多万套。2021 年-2023 年 9 月，全国筹建保障性租赁住房 508 万套。住建部数据显示，2008-2017 年，全国棚改累计开工 3896 万套，2018-2020 年棚改累计开工 1450 万套。截至 2023 年 9 月，所有类型保障房供给量为 9308 万套，其中棚改供给量为 5346 万套，即除棚改外的保障房供给量约 3962 万套。2030 年保障房需求量与 2023 年 9 月保障房供给量的差值，即 2023 年 9 月至 2030 年保障房缺口约 1304.9 万套。其中，392 万套将由十四五计划但尚未筹建的补足，剩余的 912.9 万套缺口，若在十五五期间筹建完成，则 2030 年中国保障房可实现供需基本平衡。

图 15：中国保障性住房存量、需求及缺口



数据来源：住建部，经济日报，东吴证券研究所

第二个市场广为关注的问题是：若加大保障房的供给力度，是否会彻底改变市场的供给格局？商品房市场是否将受到严重的冲击？

以全国的口径看：根据住建部数据，十四五期间，全国计划筹建保障性租赁住房 900 万套。根据 2021-2023 年供给节奏，我们预计 2024-2025 年全国将分别供给十四五计划筹建量的 19%、18%。若 2030 年中国保障房实现供需平衡，十五五期间全国需筹建 912.9 万套，我们假设五年中每年的供给量均分，即每年完成计划筹建总量的 20%对应约 182.6 万套/年。考虑到 2020 年城镇人均居住建面 37.8 平、户均规模 2.6 人/户，结合国家及各省政策文件中对保障房建筑面积要求，可合理假设每套保障房建面 70 平。综上几条核心假设条件，我们预计 2024-2030 年全国新增保障房占新增商品住宅的比例将由 11.8% 增至 15.6%。

以 40 个重点城市的口径看：十四五期间，40 个重点城市计划筹建保障性租赁住房

650 万套，占全国计划筹建总量的 72.2%。未来，随着人口持续向重点城市集聚，预计保障性租赁住房筹建数量将进一步向重点城市集中，我们假设 2025-2030 年 40 城计划供给量占全国供给总量的比例提升至 90.3%。若 2030 年中国保障房实现供需平衡，十五五期间 40 个重点城市需筹建 824.2 万套，每年供给量 164.8 万套，我们预计 2024-2030 年 40 城新增保障房占新增住宅比例将由 8.5%增至 14.1%。

结合上述测算，我们可以得到以下结论：

- 1、如果按 2030 年实现保障房供需平衡的目标，即继续建设 1304.9 万套保障房，至 2030 年保障房占存量住宅的比重依然将远低于新加坡组屋占全部住房的比重。
- 2、2030 年全国及 40 个重点城市新增保障房占新增住宅比重，将较 2024 年水平分别提升 3.8 和 5.6 个百分点。新增保障房占比提升势必意味着将对商品房市场形成一定程度的挤压，尤其是偏刚需类的与保障房定位接近的产品将受到更大的冲击。

表2：十四五、十五五全国及 40 城保障性住房供给

	十四五保障房筹建计划					十五五保障房筹建计划				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
保障房年供给占当期总供给比重	10.4%	29.4%	23.0%	19.0%	18.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
保障房年供给套数(万套)	94.0	265.0	207.0	171.0	162.0	182.6	182.6	182.6	182.6	182.6
40 城保障房年供给套数(万套)						164.8	164.8	164.8	164.8	164.8
保障房每套建面(平)	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
新增保障房占新增住宅比重	4.2%	16.2%	13.6%	11.8%	11.7%	13.7%	14.3%	14.7%	15.2%	15.6%
40 城新增保障房占新增住宅比重	3.0%	11.7%	9.8%	8.5%	8.4%	12.4%	12.9%	13.3%	13.7%	14.1%

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

从现阶段到“低端有保障、高端靠市场”的“双轨制”新模式完全落地，仍需较长时间的探索与调整，如何保证现有模式向“双轨制”模式的顺利转变？我们认为以下是可能的关键点。

3.2. 资金：以财政资金为主、社会资金为辅，中央财政资金有望发力

保障房的推进需要资金的保障，结合地方政府的财政承压现状，我们认为未来保障

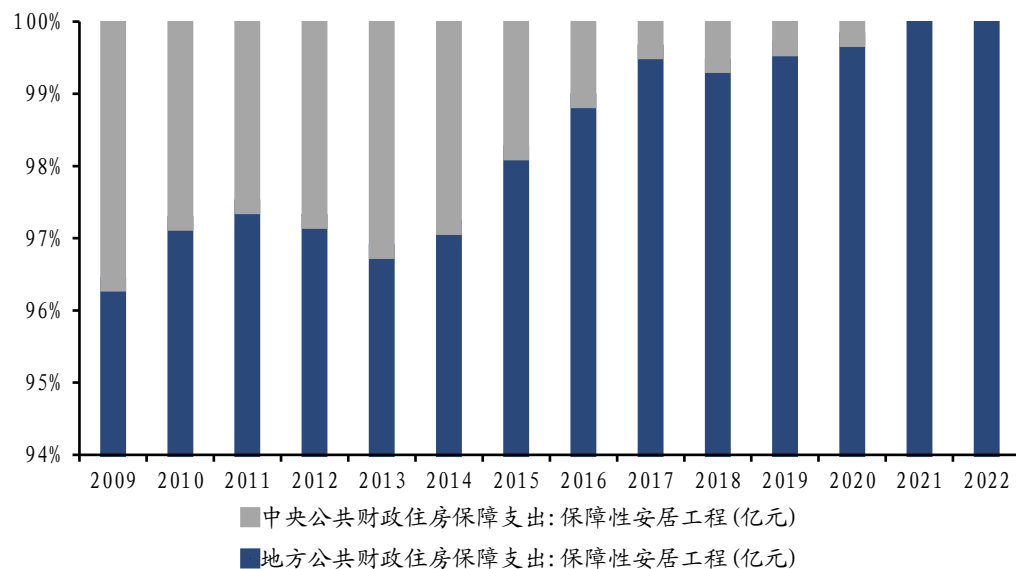
房建设推进的资金将以财政资金为主、社会资金为辅，其中中央财政资金的发力可能是未来的重要看点。

保障房大规模建设需要大量资金支持，目前，中国保障房建设资金以财政资金为主、社会资金为辅，其中财政资金主要包括一般公共预算、地方专项债，社会资金以金融机构贷款为主。一是中央财政与地方财政不平衡，中央财政占比较低，地方财政承担大部分支出。我们以审计署 2016、2017 年对保障性安居工程审计数据为例，2016、2017 年，投入保障性安居工程的中央资金占财政资金比重仅 31.5%、31.7%，地方财政投入占比较高，财政压力较大。二是由于保障房利润率低、社会资金逐利性，社会资金参与保障房建设积极性不高。

财政资金为主，尤其是提高中央财政资金占比，减轻地方政府财政负担。中央资金支持保障房的主要形式有一般公共预算支出、专项补助资金，2009-2021 年中央住房保障支出占中央一般公共预算支出的比重接近 2%，近年来规模在 600 多亿元；专项补助资金近年规模约为 700 多亿元，而十二五期间曾高达 2000 余亿元。地方资金支持保障房形式包括一般公共预算支出、专项债，2009-2021 年地方住房保障支出占地方一般公共预算支出的 3.4%左右，近年来规模在 6400 亿元左右；2022 年，地方专项债用于保障性安居工程项目占专项债比例约 16%，6320 亿，占专项债 16%。2023 年 6 月，国开行在济南发放全国首笔收购式保障性租赁住房试点专项贷款 4.6 亿元，用于支持购置存量住房用作保障性租赁住房；7 月，福建也发放了保租房试点项目贷款；11 月，央行表示将为保障性住房建设提供中长期低成本资金支持。我们认为，地方政府财政承压，后续中央财政资金或将更多发力，其中国开行专项贷款、央行专项贷款等规模可能将进一步提升。

通过保障房 REITs 等鼓励社会资金参与保障房建设。居民端资金，销售型保障房能够通过公积金形式提供资金回款，用以平衡专项贷款、专项债的借款，实现资金闭环。根据广州、深圳、杭州十四五计划筹建的保障性住房中，销售型保障房分别占比 4%、14%、8%。社会端资金，通过税收减免、用地特许权、配建商业、保障房公募 REITs 等方式吸纳资金，其中保障房公募 REITs 空间巨大，目前，中国已上市保租房 REITs 仅 4 单，市值仅 50 亿元，对比美国保障房 REITs 合计市场超千亿美元、单只头部 REITs 市值超 200 亿美元，我国通过 REITs 引导社会资金潜力很大。

图16：中央财政投入保障性安居工程的资金占比低



数据来源：，东吴证券研究所

3.3. 土地：增加保障房土地供给，盘活存量用地，压降无偿划拨

保障房大规模建设的前提是充足的保障房用地，现行机制下一二线城市住宅用地指标紧张，我们认为未来新建保障房的用地指标不宜过多挤占商品住宅用地指标，宜通过收购存量项目、城中村改造和商改住等方式丰富大中城市保障房供给来源，压降划拨供地方式。

房地产周期长期看是人口周期，一二线城市集聚大量青年人口，保障房需求高，但供给严重不足。一方面，大中城市住宅用地资源紧张，同时，由于地方政府土地财政依赖度高，而保障房土地供应属于无偿划拨，导致供应土地中保障房用地数量相对商品房较少，部分保障房项目为商品房住宅土地出让时要求配建。另一方面，部分保障房位置偏远，缺乏交通、商业配套，无法满足居民日常需求。

新增保障房用地，压降无偿划拨供给保障房用地占住宅用地总供给的比重，减轻财政压力。新增无偿划拨保障房用地会对土地财政造成多大影响？我们假设在住宅用地指标总量不变的前提下，保障房供给缺口对应的划拨用地指标占用原有商品房用地出让指标。根据济南、西安两城十四五保障性住房筹建计划，济南、西安新增保障房用地包括新供应国有建设用地、新出让居住用地配建，新增保障房用地占保障房总用地的比例分别为 34.1%、40.0%。我们取 35.0% 作为新增保障房用地占保障房总用地的占比，假设每套保障房建面 70 平，容积率 2.5，结合前文保障房数量缺口 1304.9 万套，则 2024-2030 年保障房占地面积缺口 36537.2 万平，其中，新增保障房用地需补充 12788.0 万平的缺口。一般房企拿地成本（含土地出让金及相关税金）占房价的 6 成左右，全国房价行情

网数据显示，2023 年 1-8 月，全国主要城市平均房价 9380.1 元/平，据此拿地成本约 5628.1 元/平。我们预计，2024-2030 年无偿划拨方式将使地方政府土地出让金收入减少 7197.3 亿元，平均每年减少 1028.2 亿元。

2022-2023 年，全国土地出让金连续两年大幅下滑，叠加地方政府隐形债务问题，各地财政捉襟见肘。在此背景下，不宜再因推动保障房建设而继续增加地方政府资金压力。因此，新建保障房对应的划拨用地指标宜作为增量用地指标单独列示，不宜挤占现有规划的用地指标。2023 年 11 月，上海印发《关于本市全面推进土地资源高质量利用的若干意见》，就提出增加城镇居住用地特别是各类保障房用地规模。

提高存量用地盘活为保障房用地比例，通过城市更新、城中村改造、老旧小区改造等提高存量土地利用效率。一方面，通过城市更新、老旧小区改造、城中村改造盘活存量住宅用地。城市更新、老旧小区改造、城中村改造与保障房建设密切相关，原有的棚改模式已不适用城中村改造，近期，深圳政府向城中村业主统租、改善后再出租、纳入保障房体系或将成为城中村改造、城市更新、老旧小区新模式。另一方面，通过非住宅闲置房屋改建、企事业单位利用自有土地建设、产业园区配套用地建设、集体经营性建设用地建设等增加保障房土地供应。如 2023 年 9 月，北京将朝阳区方舱医院改建为保障性租赁住房对外出租。

表3：济南、西安十四五期间保租房发展规划

济南		西安	
保租房建设指标	规划建设套数(套)	保租房土地供应指标	土地供应面积 (亩)
存量闲置房屋改建	43000	存量闲置房屋改建用地面积	1000
企事业单位自有闲置土地建设	32000	企事业单位自有闲置土地建设用地面积	1500
产业园区配套用地建设	30000	产业园区配套用地建设用地面积	1000
集体经营性建设用地建设	0	集体经营性建设用地建设用地面积	500
新供应国有建设用地建设	50000	新供应国有建设用地建设用地面积	6000
城中村改造保障用地建设	20000	公租房统筹建设用地面积	3000
地铁上盖物业建设	10000	城棚改安置盘活量用地面积	2000
新出让居住用地配建	20000		
合计	205000		15000
新增保障房建设套数/用地面积占比	34.1%		40.0%

数据来源：济南住建局，西安住建局，东吴证券研究所

3.4. 运行机制：实施全封闭式管理，严格限制保障房套利行为

通过立法将住房保障制度提升至最高法律效力层级，保障房实施全封闭式管理，与商品房市场完全隔离，通过建立个人财产申报制度实现售前精准审查资质，通过增加审核批准、征收高额税费限制保障房出租、出售，采用行政及刑事处罚措施严格限制保障房套利行为。

中国保障房运行机制在过去 20 年的发展中不断完善，但部分问题亟待解决。一是住房相关法律体系缺乏顶层设计，中央和地方制定的住房建设、管理等政策，基本以行政管理部门规章形式出台，没有更高效力、更强约束力、强制力、执行力的住房法。二是保障群体异化。由于中国尚未建立个人财产申报制度、信用评估体系，政府难以有效审查申请人实际资产，形成完善的审查分配机制，出现权利寻租、腐败，进而保障群体异化问题。三是分配对象覆盖面局限于户籍人口，非户籍人口无法得到住房保障，无法解决外来人口较多的中大型城市住房刚性需求。三是运营管理不完善、缺乏动态监管与奖惩机制，导致保障房终身拥有、闲置、乱租、失修等问题。完善保障房运行机制可以从立法、准入、退出各环节入手。

一、立法环节，中国曾在 2010 年、2016 年政府会议和文件中提出过住房法立法，2023 年，住建部在《2022 年度法治政府建设工作情况》提出“加快推进《住房租赁条例》《城镇住房保障条例》立法进程”。住房保障制度有必要上升到最高法律效力层级，提高法律的适用性、威慑力。法律应严格界定住房属性，明确保障性住房最重要的属性是居住属性，厘清保障房分类体系；明确商品房的居住与金融双重属性。

二、准入机制上，严格资质审查，除收入、年龄、国籍等基本条件外，确保每个家庭只拥有一套住宅，而能够实现住房审查的前提是加快建立健全个人财产申报制度。对资质审查造假的行为，采取行政及刑事处罚。

三、退出机制上，除设置禁售期外，需加强对已过禁售期保障房的管理，如通过增加审核批准、征收高额税费等方法限制保障房出租、出售，通过行政及刑事处罚打击保障房投机。

表4：发达国家住房相关立法完善

国家	法律名称
美国	《综合国住宅法》、《国家住房法》
德国	《建屋局法》、《特别物产法》
新加坡	《住房法》、《住房促进法》、《租房法》

数据来源：各国政府官网，东吴证券研究所

4. 双轨制模式影响：开发能力强、注重品质的房企和代建龙头优势凸显

未来商品住房将主要面向中高收入人群，价格主要由供需等市场化的因素决定，其目标客户购买力相对更强，除了需要满足基本的居住需求外，更在意住房地段、品质、配套等附加属性。因此，商品房开发将更加聚焦中高端住宅，在配套、户型、地段、容积率、外立面等各方面保证高品质，真正高品质的产品将获得更高溢价。

保障性住房则主要面向中低收入家庭以及人口净流入城市中的新市民、青年人，其目标人群支付能力一般或不足，价格由政府确定、一般低于同品质同地段商品房，主要由政府主导或支持建设投资，同时引入社会力量参与，通过增量建设和存量盘活等方式，构建以保障性租赁住房、公租房、共有产权住房为主的保障性住房体系，用以保障住房困难家庭，提供可长期租购的低成本住房，满足这类群体基本居住需求。

未来，随着双轨制的推进将直接利好两类房企：

一类是土地储备主要位于人口净流入地区的核心地段，具备在核心城市、核心地段拿地的资金实力，拥有较低的融资成本并且拥有高标准建设交付能力的房企，这类企业经营稳健、资金雄厚、开发能力强、融资难度和成本较低，注重品质，在商品房市场的优势将更加凸显，推荐：保利发展、招商蛇口、滨江集团、华发股份，建议关注中国海外发展、华润置地。

另一类是入局代建业务的企业，主要包括将代建作为轻资产业务补充的房企和将代建作为独立业务进行发展的轻资产企业。在保障性住房的建设需求增加以及房地产下行周期的特殊背景下，政府代建、商业代建和资本代建业务的渗透率均不断提升。房地产代建开发的金融化、专业化是大势所趋。代建业务对企业的产品口碑、信用资质、服务意识和标准化知识体系等方面均有较高要求，行业龙头公司先发优势明显，预计未来能获得更高市占率。推荐经营能力优秀、品牌价值突出、规模优势明显代建龙头企业：绿城管理控股。

5. 风险提示

1) 行业下行压力超预期：若供给端政策优化不足，房企信用环境将持续恶化，造成需求端信心持续不足，行业下行压力加大；

2) 政策放松不及预期：宏观政策和房地产调控政策放松不及预期、收紧超预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>